

# Mercados emergentes en la nueva normalidad: desafíos para las políticas macroeconómicas\*

12

Fotografía: Caio Henrique

\* Esta presentación corresponde al discurso de cierre de la conferencia de alto nivel Banco de Tailandia (BOT)- FMI titulada Mercados emergentes en la nueva normalidad: el aumento del apalancamiento interno y los ciclos financieros internacionales, realizada el 5 de noviembre de 2019 en el Bangkok, Tailandia.

• José De Gregorio

**“Es un placer y un honor estar en esta conferencia tan importante y oportuna para presentar estos comentarios finales. Como podrán imaginar, en las últimas semanas me ha sido difícil pensar demasiado sobre el ciclo financiero mientras mi país atraviesa una crisis social de dimensiones sin precedentes. Sin embargo, esta crisis también ofrece lecciones para todo el mundo emergente respecto a los peligros de la desigualdad para la estabilidad y el crecimiento, y quiero comenzar con algunos comentarios sobre estos temas”.**

13

## **Inclusión social y estabilidad macroeconómica: lecciones de las crisis en Chile**

Desde su retorno a la democracia, hace aproximadamente tres décadas, Chile ha experimentado un notable progreso en lo económico y social. Sin embargo, a pesar de que la desigualdad de ingresos ha disminuido, todavía es alta y esconde importantes brechas en otras dimensiones sociales relevantes. Más allá de la desigualdad de ingresos, existe la percepción fundada de una gran diferencia en calidad de vida entre la elite y el resto de la población. No ha habido un claro sentido de urgencia para resolver problemas sociales centrales como las bajas pensiones, los bajos salarios y los escasos servicios de salud para los pobres y la clase media, entre otros. El fracaso en abordar de manera efectiva estas demandas ha provocado tensiones y descontento social, a tal punto que podrían desembocar en rupturas graves del orden social y político.

Un componente crítico del alivio de estas necesidades sociales, urgentes y totalmente justificadas, es una expansión fiscal significativa en el corto y largo plazo, donde los componentes transitorios pueden ser financiados vía deuda, gracias a nuestra sólida posición fiscal. Para el largo plazo, es necesario financiar estos gastos de manera responsable, preservando la solidez fiscal y evitando caer en el ciclo fiscal y malas prácticas características de muchos países en Latinoamérica. Soy optimista, pero necesitamos trabajar de manera seria e inteligente ya que no es posible resolver todos los problemas de una sola vez.

El descontento social es de particular preocupación en contextos de desaceleración económica. Un crecimiento fuerte proporciona suficientes beneficios a la población como para que algunas reformas inclusivas puedan posponerse. Sin embargo, como la teoría básica del crecimiento nos enseña, a medida que

aumenta el ingreso, debiera producirse una desaceleración del crecimiento. En este contexto, resulta particularmente importante centrarse en la inclusión y la desigualdad para garantizar la continuidad del progreso con tasas de crecimiento más moderadas. Ésta es una lección importante para las economías de mercados emergentes (EMEs) de alto crecimiento, muchas de las cuales se encuentran en Asia: no posponer la inclusión social y las reformas, porque el alto crecimiento no durará para siempre y podemos quedar atrás de la curva del progreso social.

En Chile, la pobreza ha disminuido de niveles cercanos al 50% hace treinta años, a menos del 10% actualmente, y la pobreza extrema casi ha sido erradicada. Sin embargo, surgen nuevas demandas y no enfrentarlas a tiempo puede tener consecuencias muy negativas, ya que la tentación de regresar a políticas populistas, o recetas antiguas y fallidas, resurge con un gran apoyo popular.

Consecuentemente, la inclusión social y la reducción de la desigualdad deben considerarse al diseñar políticas financieras y macroeconómicas no solo por sus dimensiones éticas, sino también como una necesidad para mantener la estabilidad y fomentar el crecimiento. Las buenas políticas financieras y un entorno económico estable son condiciones necesarias, pero claramente no suficientes, para alcanzar la difícil tarea del desarrollo.

Estallidos sociales han ocurrido luego de introducir políticas fiscales impopulares en Francia, Ecuador, y más recientemente en Pakistán. En Chile, las protestas comenzaron luego de que el pasaje de metro subiera tres por ciento. Chile tiene holgura fiscal, pero muchos otros países no la tienen y necesitan ajustes. Las autoridades de esos países pueden ser más reacias a adoptar medidas fiscales impopulares, en especial en momentos de bajo crecimiento. Sin embargo, los países no pueden vivir más allá de





sus posibilidades y estos ajustes fiscales pueden ser necesarios para evitar ajustes futuros aún más drásticos. Lo anterior es un desafío relevante para el FMI y las autoridades locales a la hora de diseñar programas de consolidación fiscal

Ahora pasaré a algunas observaciones sobre cómo las economías de mercados emergentes deben abordar de manera eficiente el ciclo financiero global.

### El marco estándar y la flexibilidad cambiaria

La mayoría de las EMEs de hoy siguen regímenes de metas de inflación (MI) con tipos de cambio flexibles, donde la tasa de interés de política monetaria se ajusta de acuerdo con un pronóstico de inflación en un horizonte de mediano plazo. El grado de integración financiera varía de un país a otro. Sin embargo, la evidencia muestra que a medida que los países desarrollan, el grado de integración financiera aumenta como respuesta a la necesidad de diversificación de portafolio. Los países deben estar bien preparados para este proceso.

Las MI fueron una de las razones por las cuales las EMEs se desempeñaron mucho mejor durante la crisis financiera global que en casos anteriores, en particular durante la crisis asiática. Permitir que los tipos de cambio se ajustaran fue quizás la diferencia clave con episodios anteriores. Además, no hay

evidencia de que el uso de la intervención de los flujos de capital durante o antes de la crisis haya hecho una diferencia significativa entre los países.<sup>1</sup> Por lo tanto, es difícil argumentar que los controles de capital hayan jugado un rol relevante. La fortaleza de los mercados financieros de las EMEs, causada por una fuerte regulación financiera, mucho más fuerte que en muchas economías avanzadas (AEs), hizo que sus sistemas financieros fueran más resistente a las bruscas fluctuaciones externas de tipo de cambio y precios de activos.

Sin embargo, en los últimos años, varios desarrollos han llevado a pensar que este marco de referencia debe ser reconsiderado. En un mundo de tasas de interés bajas persistentes, incluso de manera permanente, y mercados financieros globales altamente líquidos, la búsqueda de rendimiento y la volatilidad de los flujos de capital pueden plantear serios riesgos para la estabilidad y deteriorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en las EME. Los factores financieros pueden desempeñar un papel más importante en el ciclo económico local.<sup>2</sup>

Es posible que se necesiten medidas adicionales, así como modificaciones o extensiones del marco teórico estándar. Prefiero hablar sobre el marco estándar y posibles desviaciones, así como sus complementos, en lugar de distinguir entre medidas ortodoxas y heterodoxas. Esto no es solo para eliminar una categorización a veces ideológica y vacía, sino también porque creo que es mejor y más riguroso hablar sobre un

1 Ver Álvarez y De Gregorio (2014) y De Gregorio (2019). Para evidencia antes de la crisis global ver Gonçalves y Salles (2008).

2 Ver Claessens y Gosh (2016) para las implicaciones políticas. Una visión más escéptica se puede encontrar en Cerutti et al. (2019).



*benchmark* y sus desviaciones. Este enfoque nos permite tener más claridad sobre cuáles son los problemas particulares que queremos enfrentar. Por ejemplo, con flujos de capital volátiles, es importante determinar si las causas de estas fluctuaciones son locales o externas para evaluar desviaciones apropiadas del modelo estándar y diseñar políticas acorde a esto. Otro ejemplo es el tipo de cambio: es deseable que este sea flexible, pero en algunas circunstancias especiales puede ser apropiada alguna forma de intervención en el mercado cambiario.

De hecho, el régimen cambiario está en el núcleo de la discusión de políticas macroeconómicas. Hace muchos años, Guillermo Calvo y Carmen Reinhart (2002) señalaron dos razones principales por las que los países serían reacios a permitir que el tipo de cambio flote, en particular, que se deprecie: las consecuencias inflacionarias y sus efectos financieros. El miedo a la flotación puede superarse con un régimen de metas de inflación creíble y con una fuerte regulación financiera. Esto es lo que ha sucedido en la mayoría de las EMEs.

Hemos visto fuertes fluctuaciones en la última década, como la ocurrida durante el episodio del taper tantrum en 2013. En estos casos la inflación se mantuvo dentro de límites razonables mientras que los mercados financieros fueron capaces de absorber la depreciación. El traspaso del tipo de cambio a los precios disminuyó, y la mayoría de las consecuencias inflacionarias de una depreciación se desvanecen durante el

horizonte de política del régimen de metas de inflación. Así, la necesidad de endurecer la política monetaria es limitada, incluso cuando las depreciaciones son significativas (De Gregorio, 2016).

Además, combatir las depreciaciones con ajustes monetarios podría inducir una escalada especulativa de alzas del tipo de cambio y debilitamiento de la moneda. Un caso extremo fue lo que sucedió en Argentina en 2018, donde el endurecimiento de la política monetaria y la depreciación de la moneda llevaron a la economía a una recesión severa con una inflación muy alta. Por supuesto, éste no ha sido el caso de los países asiáticos y la mayoría de las EMEs, pero es una historia de advertencia sobre contracciones innecesarias durante la crisis asiática.

## Intervención cambiaria y competitividad

Quizás la razón más convincente para regular el tipo de cambio es que los períodos de apreciación persistente pueden conducir a histéresis y pérdida permanente de competitividad. Esta visión se ha desarrollado debido al éxito de las estrategias de crecimiento orientadas a la exportación en Asia.

Esta tensión se vuelve particularmente importante durante los períodos con mayor apetito por riesgo y entradas masivas de capital a las EMEs. La consecuencia es un auge de la actividad, una moneda fuerte, aumento de los precios de los activos y déficit de la cuenta corriente.<sup>3</sup> A pesar de que la inflación puede

<sup>3</sup> Esto también fue lo que sucedió durante el auge de los precios de los productos básicos a principios de la década de 2000, pero la diferencia es que hubo una mejora significativa en la cuenta corriente.



estar dentro de la meta, generalmente existe la tentación de ajustar.<sup>4</sup> Esto puede considerarse como la receta de “inclinarse contra el viento” (*leaning against the wind*) aplicada a las EMEs. Sin embargo, el ajuste podría exacerbar las entradas de capital a medida que se amplían los diferenciales de tasas de interés y aumentan los incentivos comerciales para hacer carry-trade. Cualesquiera que sean las razones para “inclinarse contra el viento” en economías avanzadas, se vuelven menos relevantes cuando se consideran respecto a episodios de aumentos repentinos de la entrada de capital en pequeñas economías abiertas debido al aumento del *carry-trade*.

Para limitar la apreciación, la intervención cambiaria (FXI) puede ser deseable.<sup>5</sup> Sin subordinar la política monetaria a un objetivo de tipo de cambio, la intervención esterilizada puede ayudar. La efectividad de la intervención cambiaria varía de un país a otro, pero cuando la moneda es fuerte, es el mejor momento para acumular reservas para amortiguar fluctuaciones de los mercados financieros globales.

Como podrán haber notado, soy bastante asimétrico en mi opinión sobre la gestión del tipo de cambio. Como recomendación general, no absoluta por supuesto, sugiero considerar intervenir solo en períodos de fortaleza y dejar que flote cuando la moneda se debilite, porque el miedo a flotar es bastante perjudicial para la credibilidad y la solidez de la política monetaria sólida.<sup>6</sup>

## Medidas macroprudenciales y manejo de flujos de capital

Cuando se enfrentan a entradas masivas de capital, las autoridades pueden considerar medidas adicionales, en particular porque la política monetaria e intervención del tipo de cambio tienen poco espacio para contener los efectos sobre la actividad del ciclo financiero global. Una política fiscal contractiva es opción, pero la mayoría de las veces no hay suficiente espacio para ajustar por este lado. Aquí es donde se pueden utilizar políticas macroprudenciales (MPM) y la gestión de flujos de capital (CFM). Parto de la base de que los sistemas financieros son sólidos y están bien implementadas políticas microprudenciales, entonces estas medidas adicionales deben ser entendidas en el contexto de política macroeconómica contracíclica.

La principal diferencia entre políticas macroprudenciales y el manejo de los flujos de capital es que la última discrimina en contra de las transacciones internacionales y, por lo tanto,

además de velar por la estabilidad financiera, se usa para limitar la apreciación de la moneda, aunque este efecto se ha mostrado pequeño

A fines de los noventa en Chile, y también luego de la crisis financiera en Brasil, el volumen de flujos de capital fue exacerbado—si no causado— por los elevados diferenciales de tasa de interés. El uso de controles al flujo de capital escondió la gran distorsión provocada por la política monetaria. La aplicación de los controles de capital escondió la gran distorsión de la política monetaria. Otro problema con las medidas de CFM es que discriminan entre diferentes tipos de entradas. La razón para esto es correcta, ya que la deuda es, por ejemplo, más volátil que la inversión directa. Sin embargo, esta discriminación abre la puerta a diferentes tipos de lagunas, que pueden socavar la efectividad de CFM.

Un problema reciente que ha sido objeto de preocupación es el aumento del apalancamiento en las corporaciones no financieras en las EME.<sup>7</sup> A medida que las tasas de interés mundiales han disminuido, muchas corporaciones han emitido deuda en moneda extranjera para colocarla en mercados financieros internacionales. Mientras esta deuda financie inversión y reestructuración de pasivos, es un desarrollo positivo. No obstante, no se puede descartar que una parte de estos préstamos no estén cubiertos con el propósito de aprovechar el *carry-trade*, en particular cuando las corporaciones financieras están restringidas en sus operaciones financieras internacionales. Esto puede amenazar la estabilidad financiera. Antes de adoptar medidas de política, es crucial entender las razones del mayor apalancamiento y las consecuencias de cambios en el apetito por riesgo en los mercados globales, los que pueden producir turbulencias financieras locales. Una evaluación cuidadosa a través de, entre otras cosas, pruebas de estrés es esencial para una formulación de políticas adecuada.

Una cuestión final sobre la estabilidad financiera que me gustaría comentar es el auge de los precios de la vivienda en muchos países, debido en parte a la baja secular en las tasas de interés. Esto no es solo una preocupación financiera, sino que también tiene implicaciones sociales, ya que comprar una casa es difícil para muchos jóvenes. Éste es un desafío para las autoridades económicas, ya que existe la necesidad de balancear la estabilidad financiera — a través de reducciones en la razón de préstamo a valor, por ejemplo— con la asequibilidad de la vivienda. No obstante, las políticas en estas área deberían ir bastante más allá de la mera regulación financiera.

4 Es paradójico que los banqueros centrales excesivamente aversos a la inflación quieran ajustarse cuando la moneda se deprecia para evitar la inflación y cuando la moneda se fortalece para frenar la expansión.

5 De hecho, la evidencia muestra que los países acumularon reservas no solo para protegerse de los shocks financieros mundiales, sino también para proteger la competitividad durante el auge de los precios de los productos básicos (Cabezas y De Gregorio, 2019).

6 Post-scriptum: En plena crisis social chilena, con altísima volatilidad en el mercado cambiario, el Banco Central de Chile anunció que a partir de fines de noviembre implementaría una intervención masiva al tipo de cambio para suavizar la volatilidad y permitir un mejor ajuste. Este actuar es justificado por ser un período de incertidumbre sin precedentes.

7 Ver por ejemplo FMI (2017).

## Comentarios finales

Muchas de las políticas en las EMEs para lidiar con el ciclo financiero están relacionadas con la necesidad de evitar una apreciación excesiva de sus monedas. Este miedo también se presenta cuando los precios de las materias primas son altos, como quedó en evidencia durante el boom de los 2000s. Esto ha estado en el centro de las discusiones que hemos tenido hoy, pero hay inconsistencias en las prescripciones de políticas para las EMEs y las economías grandes y sistémicas.

Las políticas de pequeñas EME no tienen repercusiones sobre la economía global. Por el contrario, en economías grandes, las intervenciones al tipo de cambio, o los controles de capital, e incluso la política monetaria no convencional, pueden percibirse como guerras de monedas o manipulación intencionada de estas. Es un importante desafío, para las autoridades financieras, fiscales y monetarias, comunicar de manera efectiva hasta que punto se entiende que algunas políticas constituyen manejo del tipo de cambio y, especialmente, clarificar las diferencias entre economías pequeñas y sistémicas en este ámbito. No es suficiente decir que, dado que en las economías pequeñas esta inconsistencia es irrelevante, por dos razones. Primero, es posible que existan repercusiones a nivel regional, ya que ser pequeño a escala global no descarta ser grande a nivel regional. Y segundo, si alguna intervención del tipo de cambio es llevada a cabo de manera coordinada o simultánea por muchas EMEs, su impacto puede imitar al de una economía grande.

No tengo una respuesta clara a este enigma. Creo que las EME deberían protegerse del ciclo financiero global. Aparecerán tensiones cuando las repercusiones externas van en una dirección distinta a los objetivos de política financiera local. Por ejemplo, como sucedió a principios de esta década, las economías avanzadas mantenían sus estímulos mientras las EMEs buscaban controlar la acelerada recuperación luego de la crisis financiera. Por otra parte, las EMEs deben elegir medidas que sean apropiadas para su nivel de desarrollo y la profundidad y solidez de sus sistemas financieros, lo que en algunas ocasiones puede limitar su capacidad de permitir ajustes del tipo de cambio significativos. En cambio, la economía global puede necesitar ajustes y, estos ajustes son por naturaleza heterogéneos entre países y requieren de ajustes cambiarios.

Espero que el trabajo actual en el FMI, sobre un marco de política integrado, entregue eventualmente el esquema necesario para enfrentar los desafíos que enfrentan las autoridades económicas alrededor del mundo.

## Referencias

- Álvarez, Roberto, and José De Gregorio (2014). "Understanding Differences in Growth Performance in Latin America and Developing Countries between the Asian and the Global Financial Crises." *IMF Economic Review*, Vol. 62, No. 4, pp. 494-525.
- Cabezas, Luis and José De Gregorio (2019). "Accumulation of Reserves in Emerging and Developing Countries: Mercantilism versus Insurance." *Review of World Economics*, 155(4): 819-857, DOI 10.1007/s10290-019-00353-2.
- Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart (2002). "Fear of Floating." *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, no. 2, pp. 379-408.
- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens and Andrew Rose (2019). "How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows." *IMF Economic Review* 67(1): 24-60, <https://doi.org/10.1057/s41308-019-00073-5>.
- Claessens, Stijn and Swati R. Ghosh (2016). "Business and financial cycles in emerging markets: Lessons for macroprudential policies." In *Macroprudential Regulation of International Finance*, chapter 3, pages 39-80 Edward Elgar Publishing.
- De Gregorio, José (2016). "Large Depreciations: Recent Experience in Historical Perspective." *PIIE Working Paper* 16-8.
- De Gregorio, José (2019). "Inflation Targets in Latin America." *New Palgrave Dictionary of Economics*.
- Gonçalves, Carlos Eduardo S, and Joao M. Salles (2008). Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? *Journal of Development Economics*, 85(1-2), 312-318.
- IMF (2017), *Global Financial Stability Report*, Washington DC: International Monetary Fund.

### SOBRE EL AUTOR



**José De Gregorio**

**Decano**  
**Facultad de Economía y Negocios**  
**Universidad de Chile**