



EL AJUSTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Marzo de 2011

* Discurso principal en el Foro Económico Latinoamericano 2011 del Instituto de Finanzas Internacionales (IFF), llevado a cabo en Calgary, Canadá, el pasado 27 de marzo. Agradezco a Luis Oscar Herrera, Enrique Orellana y Tatiana Vargas por sus valiosas observaciones.

Agradezco la invitación a exponer en la versión 2011 del Foro Económico Latinoamericano del IIF. Para las políticas económicas, los últimos años han sido los más desafiantes en las décadas recientes. Luego de sufrir un shock inflacionario sin precedentes en el 2007 y 2008, en el 2008 y 2009 la economía mundial atravesó por una crisis financiera y una recesión de una magnitud nunca vista desde la Gran Depresión. Ahora atravesamos un proceso de recuperación con fuertes presiones inflacionarias y tensiones en la economía mundial como consecuencia de las asimetrías que han surgido en el proceso de recuperación. En mi presentación, analizaré cómo se ha ido dando el ajuste global y cuáles son los desafíos actuales para la formulación de políticas, centrándome especialmente en las asimetrías y sus implicancias para la política económica.

La recuperación en dos velocidades

La economía mundial está creciendo en dos velocidades y sujeta a muchas tensiones. Las economías más avanzadas se están recuperando de la crisis, pero mantienen altas tasas de desempleo y holguras de capacidad, situación que se estima durará algún tiempo más. Aunque se observan signos de mejoría, muchas economías aún se encuentran en una situación financiera débil, y se estima que la demanda interna crecerá a tasas bajas por un tiempo. Después de años de excesos financieros, en muchos países, y particularmente en EE.UU., los hogares han acumulado una deuda excesiva.

Muchas economías desarrolladas también se encuentran en una situación fiscal débil, ya sea por las expansiones fiscales implementadas para contener la recesión, por medidas para apoyar al sector bancario, o simplemente por un relajo fiscal previo a la crisis. El nivel de la deuda pública de algunos países europeos requerirá una consolidación fiscal significativa y prolongada para evitar su insolvencia. El proceso de saneamiento financiero público y privado implicará que será improbable que la demanda interna sea un motor de crecimiento. Como consecuencia de este escenario, las presiones inflacionarias estarán relativamente contenidas. En las economías desarrolladas, el aumento de los precios de los productos básicos está afectando a la inflación del IPC, pero su propagación hacia otros precios se verá limitada por las holguras de capacidad. Esto es absolutamente diferente a lo que ocurre en las economías emergentes (EME). Así, la política monetaria de las economías desarrolladas seguirá siendo expansiva y, aunque mostrará un cierto grado de endurecimiento en el futuro cercano, seguirá con tasas de interés más bajas que las de las EME y muy por debajo de lo que solía considerarse neutral.

En cambio, las EME han estado creciendo con fuerza y, después de un moderado impacto de la crisis mundial, muchas de ellas ya han alcanzado niveles de plena capacidad y es posible que algunas ya estén mostrando un crecimiento excesivo (gráfico 1). A nivel mundial, el dinamismo de las EME ha traído como consecuencia un aumento de los precios de los productos básicos que, combinado con otros factores específicos como los problemas climáticos que impactan la producción agrícola y las tensiones en el Medio Oriente y en el norte de África, ha impulsado al alza los precios de los alimentos, hasta niveles récord, y los precios del petróleo, a niveles igualmente altos. Este shock de precios, combinado con una fuerte actividad interna, se traduce en presiones inflacionarias que deben ser contenidas

mediante una política monetaria más estricta. A diferencia de lo que ocurre en las economías desarrolladas, cuando la economía se encuentra en una posición cíclica fuerte, los shocks (de oferta) de precios internacionales encuentran terreno fértil para propagarse a los salarios y a otros precios.

De este modo, el desigual panorama de política monetaria que esta recuperación asimétrica está generando (gráfico 2), fortalece las monedas de las EME e induce ingresos de capitales a estos países. El punto es que el libre comercio y el crecimiento impulsado por las exportaciones ha sido una estrategia de crecimiento exitosa en los países en desarrollo, quienes ahora ven el fortalecimiento de sus monedas como una amenaza a esta estrategia. En consecuencia, muchos países han intentado combatir la apreciación de sus monedas mediante controles de capital e intervenciones en el mercado cambiario.

China y Estados Unidos merecen una atención especial, ya que están en el centro de las tensiones del ajuste. China ha sido el motor de crecimiento del mundo y no es exagerado considerarla el “impulsor de crecimiento de última instancia” de la economía mundial. Ha decidido apreciarse gradualmente, mucho más lentamente que la mayor parte de las EME y los exportadores de productos básicos. Desde diciembre del 2009, el yuan chino se ha apreciado casi cuatro por ciento, número que se acerca más al diez por ciento en la mayoría de las EME. La comparación es aún más contundente si se considera un período más prolongado. Esto se ha logrado mediante una masiva acumulación de reservas y una limitada integración financiera. No obstante, para que las medidas en el mercado cambiario surtan efectos reales —es decir, en el tipo de cambio real, que es la variable principal desde el punto de vista de la competitividad— necesitan tener algo de soporte del lado real de la economía. En el caso de China, se trata de una tasa de ahorro muy alta. China ahorra cerca de la mitad de su PIB y el superávit resultante de cuenta corriente sostiene un tipo de cambio real depreciado. De otro modo, los intentos por mantener un tipo de cambio nominal depreciado tarde o temprano generan inflación, que es el modo de alcanzar un ajuste de precios relativos cuando no se le permite un ajuste al tipo de cambio nominal.

Por su parte, Estados Unidos está emprendiendo una extraordinaria expansión monetaria. Más allá de haber alcanzado un límite mínimo cero para la tasa de fondos federales, hay medidas que están agregando un estímulo monetario adicional. En particular, la compra masiva de títulos valores implementada en el contexto del llamado programa QE2. Esto explica por qué el dólar ha llegado a su nivel más bajo de las últimas décadas (gráfico 3). No obstante, esto no fue solo a causa de la política monetaria expansiva, sino también de la debilidad de la demanda interna y de desequilibrios externos.

Para que la velocidad de crecimiento en el mundo se iguale, la economía mundial necesita que la demanda interna de los países que se encuentran en una posición cíclica fuerte se oriente hacia las importaciones, al mismo tiempo que los países con demanda interna débil aumenten sus exportaciones. El ajuste del tipo de cambio debería facilitar este proceso. Por lo tanto, una apreciación más rápida del yuan aliviaría en cierto grado las presiones de apreciación de otras EME, haciendo que el ajuste sea más equilibrado. No obstante, para lograr esto en forma sostenible, no basta con dejar que se ajuste el tipo de cambio. También será necesario instrumentar reformas estructurales que, a su vez, deben alcanzar una reducción sostenible y eficiente de la tasa de ahorro de China. Por otra parte, las tensiones

también se verían aliviadas si aumentaran las tasas de interés de las economías desarrolladas, en particular de Estados Unidos. Sin embargo, la principal misión de los responsables de las políticas económicas es asegurar un crecimiento sostenible de sus propias economías, que favorezca a sus ciudadanos, por lo que todos debemos lidiar con las repercusiones de esas acciones.

La respuesta de las Economías Emergentes

Las economías emergentes han debido enfrentar dos desafíos como consecuencia de este entorno global. Primero, la apreciación del tipo de cambio y la reanudación de los ingresos de capitales y, segundo, las presiones inflacionarias. A veces, estos dos desafíos pueden generar discordancias en la gestión macroeconómica. No obstante, es importante resaltar que, en economías pequeñas y abiertas, todo intento de manejar persistentemente el tipo de cambio fuera de márgenes coherentes con sus fundamentales, en particular a un nivel sobrevaluado, puede eventualmente generar una mayor inflación. Si el ajuste no proviene de un cambio en el valor de la moneda, se va a dar mediante una mayor inflación. Por eso, es una ilusión pensar que los bancos centrales pueden controlar tanto el tipo de cambio como la inflación. Sin embargo, existen opciones para reducir transitoriamente la presión sobre el tipo de cambio, mientras la política monetaria continúa orientada hacia la estabilidad de precios.

En un esquema flexible de metas de inflación, una primera consecuencia de las fluctuaciones del tipo de cambio es que la política monetaria tendería a “ir contra el viento”. Una apreciación persistente del tipo de cambio tendría efectos desinflacionarios e induciría a una política monetaria menos restrictiva que la que imperaría con un tipo de cambio más depreciado (todo lo demás constante). Pero en la coyuntura actual, este efecto no evita la necesidad de endurecer la política monetaria, dado el fuerte crecimiento de las EME y las presiones inflacionarias provenientes de los precios de los productos básicos.

Una segunda opción para mitigar la apreciación de la moneda es la intervención del tipo de cambio. Para mantener el control sobre la tasa de interés, esta intervención debe esterilizarse. Por supuesto que su efectividad es menor que cuando el impacto monetario no se esteriliza, pero aún así es favorable para el control de la inflación. En Chile, desde el 2008 hasta hoy, hemos intervenido dos veces. Se ha hecho de forma anunciada, con un cronograma conocido de intervención y esterilización, de modo que no interfiriera con la formulación de la política monetaria. La intervención ha tenido una doble función. Por un lado, acumular reservas para fortalecer nuestra posición de liquidez internacional y, por otro, brindar alivio transitorio a los sectores que deben sufrir un ajuste a causa de las condiciones internacionales actuales.

El uso de controles de capital es una herramienta más discutida. Reviste particular importancia para los países que están atravesando un período de grandes ingresos de capitales netos, que no es el caso de Chile. En las EME, los controles de capital forman parte de las herramientas de que disponen los bancos centrales. Sin embargo, su efectividad es todavía materia de discusión. No obstante, en lugar de analizar esta evidencia, me gustaría señalar las distorsiones que pueden generar. En primer lugar, pueden redirigir los ingresos de capitales de los segmentos controlados del sistema financiero hacia los

segmentos no controlados, fomentando así un sistema bancario paralelo. En segundo lugar, pueden generar discriminaciones en el ámbito de los negocios, ya que algunas empresas pueden tener acceso a financiamiento externo libre de controles, mientras que otras, especialmente las pequeñas y medianas, deben buscar financiamiento proveniente de fuentes locales más costosas.

Los controles de capital no son solo una herramienta macro, sino que también se los ha considerado medidas "macroprudenciales" recientemente. Su objetivo es evitar el desarrollo de vulnerabilidades financieras, en particular, desajustes de monedas y descalces de plazos. Sin embargo, ello también se puede lograr con reglamentaciones implementadas específicamente para evitar estos desajustes y a través de una adecuada gestión del riesgo. Por último, existe un problema de acción colectiva que surge de algunos recientes llamados a implementar controles de capital en las EME. Cuando un país impone controles de capital, empuja los flujos financieros internacionales hacia otro país, induciendo así a otros a imponer controles de capital, y así sucesivamente. Ahora supongamos que todos los países pueden imponer controles de capital de modo que, en el margen, no haya variación de los flujos netos de capitales. Entonces, el ajuste global no tendría lugar; las EME crecerían más allá de su potencial, generando así inflación, mientras que las economías con una posición cíclica más débil quedarían atrapadas en un bajo crecimiento de la demanda. Las EME pueden intentar atenuar los ingresos de capitales en forma transitoria, pero evitarlos completamente sería inviable e ineficiente.

Conclusiones

A pesar de todas las tensiones actuales, la economía mundial está ajustándose. Han aumentado las tasas de interés de las EME y de los exportadores de productos básicos — aunque a diferentes ritmos, porque algunas economías intentan suavizar el ajuste— y se está dando una recuperación global (Gráfico 4). Afortunadamente, no se han implementado restricciones comerciales, que representan la mayor amenaza para la recuperación mundial.

En las últimas semanas, hemos sido testigos de un aumento de las tensiones en el mundo, como la crisis en Medio Oriente y norte de África, y los desastres naturales y nucleares en Japón. Aunque es necesario prestar mucha atención a estos acontecimientos, no deberían modificar las perspectivas de la recuperación en dos velocidades que está teniendo lugar en la economía mundial.

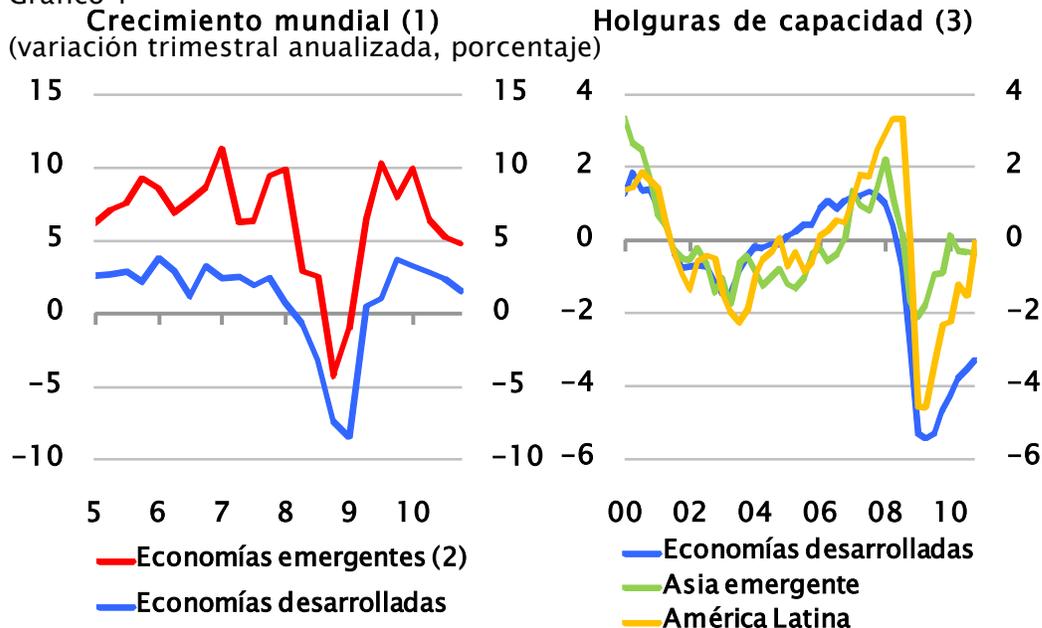
Como ya he dicho, las decisiones de políticas en los grandes países tienen repercusiones en el resto del mundo. No obstante, el papel principal de los formuladores de políticas es asegurar la recuperación y crear las bases para un crecimiento sostenible, lo que requiere de estabilidad macroeconómica y financiera. Las medidas de políticas aplicadas en Estados Unidos, tales como el programa QE2, apuntan a lograr justamente eso. Más allá de la evaluación de este programa, la recuperación exitosa de Estados Unidos es beneficiosa para la economía mundial. Del mismo modo, las autoridades chinas han optado por un proceso gradual de ajuste, a fin de asegurar un crecimiento que le permita afrontar todas las necesidades sociales y económicas que hoy se le plantean. Desde un punto de vista macroeconómico, muchas EME han intentado varias veces aplicar una política de manejo del tipo de cambio y, aunque personalmente estoy convencido de que la flexibilidad del

tipo de cambio es crucial para las economías pequeñas y abiertas, no es de ninguna manera una regla general y no debe ser aplicada en todos los casos ni en todas las circunstancias, en especial para las grandes economías de bajos ingresos. El mundo necesita la recuperación sostenida de Estados Unidos y el crecimiento de China.

Lo mismo se aplica a las EME. Es necesario que contribuyamos al ajuste global, pero nuestra mayor preocupación debe ser el bienestar de nuestros ciudadanos. Contener las presiones inflacionarias actuales es esencial para lograr un crecimiento sostenible. Retrasar el ajuste de la política monetaria puede provocar ajustes más severos en el futuro. Además, es importante volver a generar medidas fiscales amortiguadoras para lograr una recuperación más equilibrada y para estar mejor preparados para implementar políticas macroeconómicas. Hace algunos días, el gobierno chileno anunció un ajuste fiscal oportuno y relevante que debiera contribuir a la moderación de la demanda agregada.

No es que el mundo esté atravesando una guerra de divisas, ni tampoco que las EME estén inundadas de liquidez proveniente de las economías avanzadas. Pero, en las EME existen más tensiones y desafíos que debemos manejar adecuadamente para construir economías más resilientes y aprovechar al máximo el enorme avance logrado durante los últimos años en términos de estabilidad macroeconómica y financiera. Estas son las contribuciones más importantes que los bancos centrales pueden hacerles a sus países.

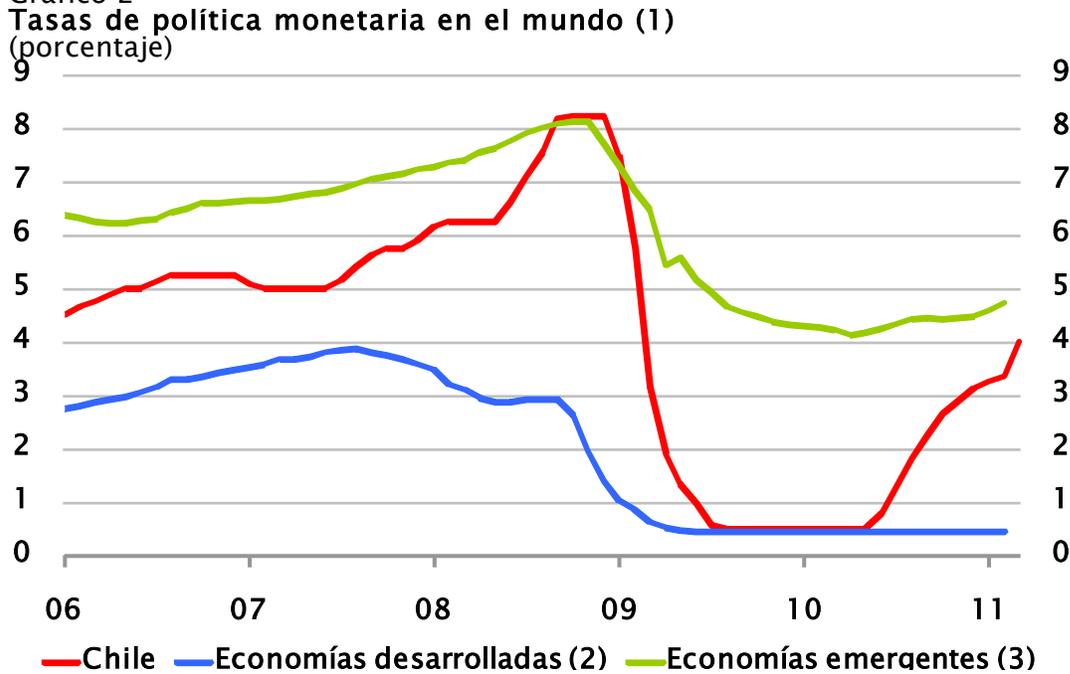
Gráfico 1



(1) Regiones ponderadas por PPP. (2) El cuarto trimestre es una estimación. (3) Brecha obtenida con el filtro HP, excepto en las economías desarrolladas, donde se aplicaron estimaciones OCDE.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a datos de Bloomberg, Consensus Forecasts, OECD y los organismos de estadísticas de cada país.

Gráfico 2



(1) Promedio simple de las tasas de referencia para cada grupo de países. (2) Incluye la Zona Euro, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. (3) Incluye Brasil, República Checa, China, Colombia, Hungría, Rep. Corea, México, Perú, Polonia y Sudáfrica.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

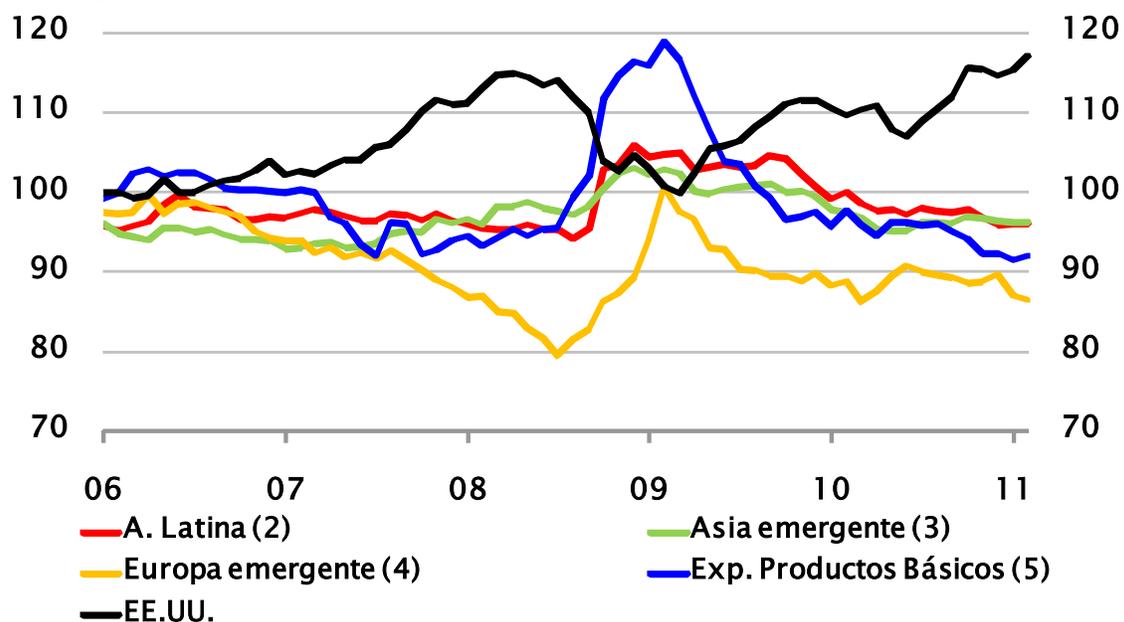
Gráfico 3
Tipo de cambio nominal multilateral de EE.UU. (*)
 (Índice, marzo de 1973=100)



(*) Un aumento indica una depreciación del dólar contra sus principales socios comerciales.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

Gráfico 4
Tipo de cambio real (1)
 (índice, 2005=100)



(1) Corresponde al promedio simple del TCR de cada grupo de países. Un aumento indica depreciación. (2) Incluye Argentina, Brasil, Chile y México. (3) Incluye China, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea y Tailandia. (4) Incluye Hungría, Polonia, República Checa y Rusia. (5) Incluye Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuente: BIS.