
REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., julio
de 2001 - No. 26

EDITORA:
Diana Margarita Mejía A.

ISSN
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página web del Banco de la República:
www.banrep.gov.co
(Ruta de acceso:
Información Económica/Documentos e Informes/Reportes)

Diseño:
Asesores Culturales Ltda.



Las economías emergentes y su dificultad para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas

POR: JOSÉ DARÍO URIBE E.*

En este artículo se analiza la aparente dificultad de las economías latinoamericanas para realizar una política macroeconómica anticíclica frente a choques externos negativos.

Entre el 25 y el 27 de abril del presente año tuvieron lugar dos seminarios efectuados por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial en la ciudad de Washington. Entre los temas tratados, se analizó la evolución reciente de las economías de América Latina y su aparente dificultad –y de las economías emergentes, en general– para realizar una política macroeconómica anticíclica frente a choques externos negativos, para lo cual fueron de especial relevancia las presentaciones del

profesor Guillermo Calvo, Economista-Jefe del BID, y de Miguel Sebastián, Economista-Jefe del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA).

De acuerdo con una encuesta elaborada por el BID entre funcionarios de los bancos centrales y los ministerios de Hacienda asistentes al seminario de esa institución, en 10 de 13 países de América Latina, las economías han seguido en la segunda mitad de la década del 90 un patrón similar al promedio de la región. Esta

* Gerente Técnico del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son de la exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente representan los puntos de vista del Banco de la República o de su Junta Directiva.

El fuerte resurgimiento de las entradas de capital a América Latina, en la década de los 90, incrementó el crecimiento económico a través del estímulo a la inversión y el consumo. Sin embargo, esto trajo también aumentos en los déficit externos.

coincidencia de resultados entre países con políticas económicas diversas, sugiere la existencia de factores externos comunes a la región que tienen una influencia importante en el crecimiento económico. En particular, entre 1971 y 2000, el crecimiento del producto regional y los flujos netos de capital privados como proporción del PIB muestran una correlación positiva de 34%. Adicionalmente, las fases de desaceleración del crecimiento o recesión han venido acompañadas de aumentos moderados o fuertes en los *spreads* de la deuda latinoamericana, mientras que las fases de recuperación han estado asociadas con caídas en dicho indicador (Calvo).

Una entrada importante de capitales permite a los países latinoamericanos financiar grandes déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, sin tener que sacrificar reservas internacionales, haciendo posible de esta manera, invertir por encima del ahorro nacional. Así, los flujos netos de capital importantes están asociados con elevados déficit de cuenta corriente, alta inversión y escaso ahorro. Por el contrario, cuando los mercados de capitales se cierran, el colapso de la actividad real puede llegar a ser dramático, en particular si ello coincide con un deterioro en los términos de intercambio como resultado de una caída en los precios de los bienes primarios.

Adicionalmente, los aumentos en los *spreads* de la deuda dificultan y encarecen el acceso a los mercados de capital, generando caídas en el producto y en la inversión. Los *spreads* reflejan los indicadores de deuda externa y el grado de diversificación de las exportaciones de un país, factores estos que inciden en la percepción del riesgo, y en un momento de crisis, el nivel de la tasa de interés externa, haciendo que la credibilidad de un país esté en parte determinada por las mismas condiciones externas.

El contexto anteriormente descrito enmarca adecuadamente el *boom* y la posterior crisis de finales de los años 90, en los dos casos asociadas con el efecto de la entrada masiva de capitales y su salida posterior de la región, sobre los cuales jugaron un papel preponderante los factores externos, según se deriva de los trabajos del profesor Calvo. El fuerte resurgimiento de las entradas de capital a comienzos de los 90 incrementó el crecimiento económico a través del estímulo a la inversión y el consumo, que trajo también aumentos en los déficit externos. Pero el panorama cambió a partir de 1997. La crisis asiática, seguida de la crisis rusa en 1998, produjeron un doble choque sobre la región, al inducir una caída del precio de los bienes básicos de exportación y un endureci-

miento de los mercados de crédito externo. La percepción de un mayor riesgo por los efectos de este doble choque negativo sobre las economías latinoamericanas, pronto se manifestó en un incremento de los *spreads* de la deuda que aumentaron más de 350 puntos básicos desde septiembre de 1997.

Los efectos reales no se hicieron esperar: el *boom* que hasta el momento se había vivido, dio paso a una desaceleración de las economías a partir del tercer trimestre de 1997, que se transformó luego en una recesión entre el tercer trimestre de 1998 y el tercero de 1999. Desde finales de 1999 y hasta el segundo semestre de 2000 se observó una tendencia a la recuperación, en buena parte explicada tanto por los esfuerzos de ajuste de las principales economías latinoamericanas, como por la fortaleza de la economía norteamericana y la sorprendente recuperación de las economías asiáticas. Infortunadamente, este escenario positivo no parece haberse consolidado. El debilitamiento reciente de los Estados Unidos, la prolongación de la crisis en el Japón y el resquebrajamiento de la economía argentina son choques externos negativos que ponen en entredicho la recuperación de la economía latinoamericana al endurecer el acceso a los mercados de capital y aumentar

los *spreads* de la deuda externa. Según Calvo, de mantenerse estos factores, la recuperación iniciada en el año 2000 se verá frustrada, y una vez más América Latina comprobará cómo los factores externos afectan de manera generalizada a todas sus economías.

Frente a un choque externo negativo común (que deprime la demanda y el producto), la respuesta de política económica de los países desarrollados difiere en forma significativa de la observada en los países emergentes. Mientras en los países desarrollados las políticas monetaria y fiscal tienden a ser más expansionistas, en los países emergentes la respuesta es hacerlas más contraccionistas. De esta manera, en las economías desarrolladas se compensa total o parcialmente el efecto negativo del choque mientras en las emergentes se amplifica su efecto por la elevación de las tasas de interés y/o la reducción del gasto público o el aumento en los impuestos.

La asimetría en la respuesta de política de los países emergentes frente a los choques externos obedece *en parte* a que estos países enfrentan restricciones que no aplican en el caso de los desarrollados (Sebastián). En particular, un choque externo negativo en los países desarrollados amenaza las metas macroeconómicas fundamen-

tales de inflación y crecimiento del producto y en los países en desarrollo amenaza, no sólo estos objetivos, sino también otros objetivos "subsidiarios", como son la necesidad de tener déficit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos sostenibles y unas tasas de cambio e interés estables.

Estos últimos objetivos resultan de restricciones adicionales que enfrentan los países en desarrollo por equivocadas decisiones económicas pasadas que se manifiestan en altos niveles de deuda externa y pública, un fuerte "*pass-through*" de la tasa de cambio a la inflación y un alto nivel de pasivos en dólares. Más específicamente, como consecuencia de un choque externo negativo, el producto y la inflación en las economías desarrolladas cae. La caída de la inflación y el hecho de que el producto observado muy probablemente se sitúe por debajo de su potencial, permite a las autoridades económicas de esos países realizar una política monetaria y/o fiscal expansiva que aumenta el producto en el corto plazo y compensa (en parte) el efecto negativo del choque sin comprometer el objetivo de inflación. En las economías emergentes, el choque externo negativo también tiende a disminuir el producto y la inflación. En estas circunstancias parecería que puede efectuarse una política anticíclica como la llevada a cabo en los países

desarrollados. Sin embargo, las restricciones anotadas anteriormente, producto de malas políticas pasadas, se lo impide. Por ejemplo, si los déficit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos están en (o se acercan a) una senda insostenible, no pueden aumentar el gasto público o disminuir los impuestos ni reducir las tasas de interés. El choque externo aumenta el déficit público y disminuye las exportaciones netas del país agravando la sostenibilidad de los desequilibrios mencionados. Asimismo, si una parte importante de los pasivos está en dólares y el “*pass-through*” de la tasa de cambio a la inflación es alto, al reducir las tasas de interés se devalúa la tasa de cambio y se afectan negativamente los balances de las personas endeudadas en moneda extranjera no cubiertas, aumenta el incentivo a la salida de capitales y se compromete el logro de las metas de inflación.

La asimetría en la respuesta de política de los países emergentes frente a los choques externos obedece *también* a fallas en el funcionamiento de los mercados internacionales de capitales. Estos fallan debido a la existencia de una “conducta de rebaño” por parte de los inversionistas internacionales. La idea básica es la siguiente: si los mercados internacionales están tranquilos, los bonos o acciones de los países emergentes son tratados por los in-

versionistas extranjeros como activos sustitutos (con similar rentabilidad y riesgo). Pero si existe un choque negativo, los tratan como activos complementarios. En este caso, un choque específico a un país (ejemplo, Argentina) hace que la demanda de papeles de ese país caiga, al igual que ocurre con la demanda de papeles de los otros países emergentes (ejemplo, Colombia) por el “efecto rebaño”. Por lo tanto, el costo del endeudamiento de los países que recibieron el contagio aumenta y ello compromete la sostenibilidad de su deuda. Las autoridades económicas que reciben el contagio se ven entonces obligadas a ejecutar una política macroeconómica procíclica. En contraste, la demanda de los papeles de las economías desarrolladas aumenta en busca de mayor seguridad, con lo cual estos países pueden llevar a cabo sin problemas una política macroeconómica anticíclica. Mientras el choque externo negativo específico a un país emergente no afecta de manera significativa a los países desarrollados, e incluso en algunas oportunidades los favorece, en el resto de las economías emergentes el manejo de la política económica se dificulta y termina acentuando el efecto recesivo de los cambios adversos en las condiciones internacionales (Sebastián).

En síntesis, las fuertes fluctuaciones del promedio del PIB

de las economías de América Latina sugieren que los factores externos explican una parte importante del ciclo económico de estos países. Los mecanismos de transmisión de este proceso incluyen el efecto comercio, pero más importante aún, el tamaño de los flujos de capital y de los *spreads* de la deuda. En los últimos meses se ha presentado un aumento de los *spreads*, una disminución de los flujos netos privados hacia América Latina y una desaceleración en las tasas de crecimiento del producto. Ello llevaría, bajo condiciones normales para los países desarrollados, a ejecutar una política macroeconómica anticíclica. Sin embargo, por fallas en el funcionamiento de los mercados internacionales de capital y las restricciones impuestas por las malas políticas pasadas, ello no es posible en la gran mayoría de los países de la región. Así, si no mejoran las condiciones externas en el futuro cercano, posiblemente veremos en América Latina un año 2001 con un desempeño económico inferior al inicialmente previsto por sus autoridades económicas.

REFERENCIAS

Calvo, Guillermo (2001). *Crisis: The Financial Angle*, Presentación en XIV Reunión de la Red Latinoamericana de bancos centrales y ministerios de Hacienda. Washington, D. C., abril 25 y 26.

Sebastián, Miguel (2001). *External Shocks and Emerging Markets: A Double Asymmetry?*, Presentación en el II LAC Meets the Market Encounter, Washington, abril 27.