La decisión de política monetaria en los países desarrollados y su impacto sobre los países en desarrollo

"Una focalización en el Quantitative Easing de la FED post-2008"

Autor: Malthus

Buenos Aires, 03 de octubre de 2014

8vo Premio Anual de Investigación Económica "Dr. Raúl Prebisch", año 2014

Banco Central de la República Argentina

Índice

1. Introducción 2

2. Países Desarrollados y Países En Desarrollo: desequilibrios acumulados en los últimos 30 años 2

3. Política monetaria a la salida de la crisis: ¿Se puede combatir el fuego con fuego? .4

4. Consecuencias de la política monetaria *ultra-expansiva* de los Países Desarrollados en los Países En Desarrollo 9

4.1. Canales de transmisión 11

4.2. Respuestas de los Países En Desarrollo y sus problemas 18

4.2.1. Medidas monetarias 18

4.2.2. Medidas no monetarias 21

5. El diagnóstico de los Países En Desarrollo: ¿La llave al desarrollo o humo entre las manos? 23

6..... Perspectivas a futuro del Sistema Financiero Internacional 26

7..... Conclusiones.....28

1. Introducción

En este trabajo se pretende estudiar la política monetaria de los Países Desarrollados (PD) y sus consecuencias sobre los Países En Desarrollo (PED), centrados en el *Quantitative Easing* (QE) de la Reserva Federal (FED) al desatarse la crisis en Estados Unidos en 2008.

En primer término se hará referencia a cómo se llega al estado actual del Sistema Financiero Internacional (SFI) a partir de las consecuencias de desequilibrios en el plano productivo.

Luego se comentará sobre los impactos del QE en el propio Estados Unidos, sus efectos redistributivos y cómo los mismos operan inter-temporalmente.

En el apartado 4 se estudian específicamente los canales de transmisión de las políticas monetarias de los PD a los PED, sus respuestas de política y los problemas asociados a estas respuestas.

El apartado 5 es un intento por analizar el fenómeno del QE desde un horizonte de mediano plazo y cuál ha sido la respuesta de los PED frente a este contexto internacional atípico.

Luego se intentan detectar tendencias a futuro del SFI a partir de un eventual debilitamiento de la condición de Estados Unidos como emisor de la principal moneda mundial.

Finalmente, se extraen las principales conclusiones.

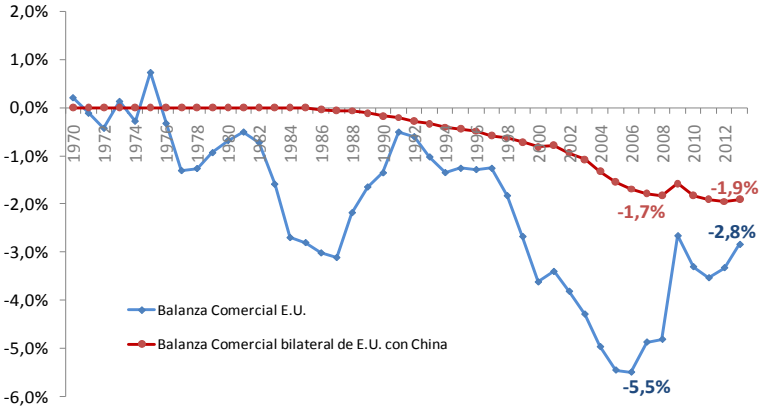
2. Países Desarrollados y Países En Desarrollo: desequilibrios acumulados en los últimos 30 años

En los últimos 30 años se vienen acumulando desbalances globales en el intercambio de bienes y servicios entre PD y PED. Los primeros acumulan sucesivos déficits en sus balanzas comerciales, mientras que los segundos registran fuertes superávits. A los fines de estudiar las consecuencias de este desbalance real en el plano monetario resulta simplificador centrarse en Estados Unidos, dada su relevancia cuantitativa y, sobre todo, su condición de emisor de la principal moneda mundial. Como muestra el Gráfico 1, Estados

Unidos ha experimentado desde la vigencia del neoliberalismo (segunda mitad de los ´70 en adelante) una tendencia al empeoramiento en su balanza comercial, solamente interrumpida a principios de los ´90, en una combinación de exportaciones más competitivas (producto de una depreciación de su tipo de cambio real) y la recesión de 1991, que redujo las necesidades importadoras (Duménil & Lévy, 2011). En particular, a partir de 1992 y hasta el estallido de la crisis reciente, Estados Unidos sufrió un deterioro permanente de sus cuentas externas, principalmente por el comercio con China.

Gráfico 1. Balanza Comercial de EE.UU. total y bilateral con China

En % del PIB de EE.UU.



Fuente: Elaboración propia en base a U.S. Census Bureau, Foreign Trade Division

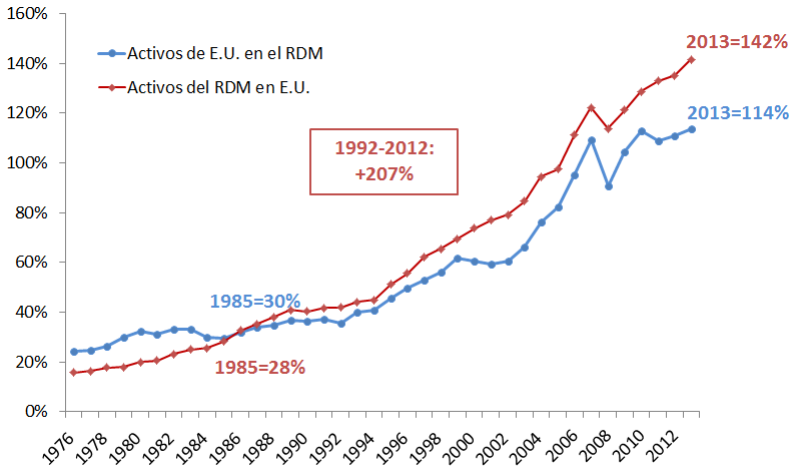
Según parece, el fenómeno de países que consumen más de lo que producen y países que producen más de lo que consumen no tiende a ajustarse, ni siquiera en el mediano plazo. Borio (2014) presenta distintas visiones sobre lo que llama "el talón de Aquiles" del sistema financiero, entendido en sentido amplio como amplificar la elasticidad financiera (global) constantemente, en vez de retornarla a un valor "de equilibrio". Una de esas visiones vincula la bifurcación del ahorro global entre países con superávits constantes y países con déficits constantes (en Cuenta Corriente) con los desequilibrios financieros. De cualquier manera, aunque el vínculo que exista entre ambos fenómenos sea actualmente materia de debate, es innegable que están ocurriendo.

No existen en la actualidad mecanismos de compensación (automáticos o no) que restablezcan el equilibrio al intercambio internacional de bienes y servicios. Como consecuencia, la contracara monetaria de este fenómeno real se torna también acumulativa. Estados Unidos ha sido crecientemente financiado por el resto del mundo y su papel de

emisor de la principal moneda mundial ha permitido sostener este proceso como si fuera un equilibrio[1]. En otras palabras, el estado actual "de equilibrio" del sistema financiero internacional descansa, como es lógico, sobre el rol central de Estados Unidos en términos políticos, geográficos, de presencia en los principales organismos internacionales, etcétera. Se debe observar con atención estos procesos subyacentes para analizar los potenciales cambios en los balances de las finanzas internacionales.

Gráfico 2. Posición de Inversión Internacional de EE.UU.

En porcentaje del PIB de EE.UU.



Fuente: Elaboración propia en base a Bureau of Economic Analysis

3. Política monetaria a la salida de la crisis: ¿Se puede combatir el fuego con fuego?

Existen muchas maneras de leer los orígenes y las consecuencias de la crisis *subprime* en Estados Unidos y el contagio posterior de Europa. Sin embargo, sí hay un consenso general sobre la naturaleza de las medidas adoptadas para salir de la crisis, más del lado estadounidense que del europeo. La respuesta, si cabe resumirla de este modo y nuevamente centrándonos en Estados Unidos, fue una política monetaria ultra-expansiva de la FED a través de sus programas de *Quantitative Easing* (QE) con diversas modalidades. También se llevaron a cabo reformas fiscales, sobre todo en los países periféricos europeos. En este apartado no nos centraremos en éstas, dado que su efecto es más retardado, incluyendo demoras en su aplicación debido a conflictos políticos. Además, como ha sido

[1] De hecho, a raíz de la crisis iniciada en 2008 se dio la paradójica situación de que, siendo Estados Unidos el epicentro de la crisis (y el contagio, principalmente a Europa), el dólar se viera fortalecido al recibir los ingentes flujos de capitales, en ejercicio del *fly to quality*.

dicho, las consecuencias monetarias resultan más interesantes en el caso norteamericano que en el europeo.

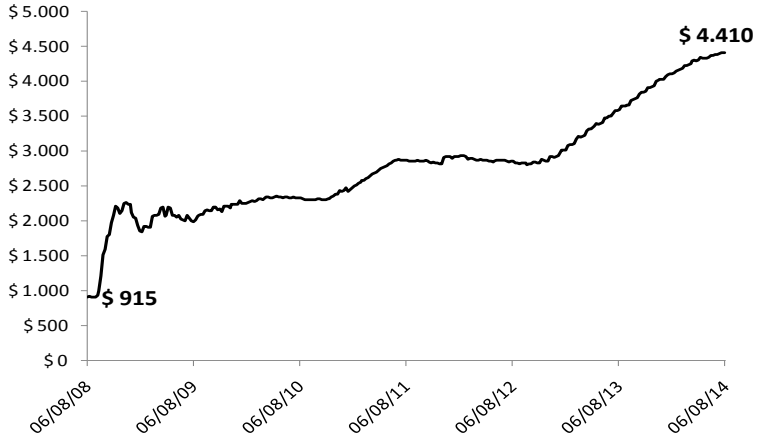
La expansión monetaria en Estados Unidos se dio vía compra de activos de la FED al Tesoro y a bancos y demás instituciones financieras con problemas de solvencia, tratando así de incidir en la tasa de largo plazo, deprimiendo la curva de rendimientos soberana. La serie de "relajamientos cuantitativos" incluyó 4 fases:

a) QE1: Noviembre 2008 – Junio 2010: U$S 2,1 millones de millones en compras de *Mortgage-Backed Securities* (MBS) y luego de títulos del Tesoro e Hipotecas.
b) QE2: Noviembre 2010 – Junio 2011: U$S 900 mil millones en compras de títulos del Tesoro.
c) Septiembre 2012 – Diciembre 2012: U$S 85 mil millones en *MBS* y títulos del Tesoro.
d) Enero 2013 – Indeterminado: U$S 85 mil millones en títulos del Tesoro.

Actualmente, la FED está intentando instalar las expectativas de su retiro de los programas de relajación monetaria (proceso conocido como *FED tapering*). Esto puede restablecer, poco a poco, las reglas normales de liquidez y solvencia para aquellos afectados por la crisis, que deberán rendir examen de robustez financiera. Además -y más importante para nuestro propósito en este trabajo- este retiro de la FED generará indefectiblemente consecuencias sobre los PED, tanto por el canal financiero como por el comercial. En el primero se incluirán como factores condicionantes la deuda en dólares (stock) y cuán atado esté el normal funcionamiento de la economía en desarrollo a la entrada de dólares (flujo). Del segundo es prácticamente imposible escapar, en tanto las economías son cada vez más abiertas e integradas al comercio internacional; como factores pueden mencionarse el esquema de tipo de cambio propio y de los principales socios y/o competidores y también la dependencia de las economías en desarrollo de bienes importados.

Gráfico 3. Activos totales de la hoja de balance de la FED

En miles de millones de U$S



Fuente: Elaboración propia en base a Federal Reserve

Los resultados obtenidos a lo largo de 6 años por esta relajación monetaria extrema son variados. Por una parte, la recuperación tenue del empleo y la producción muestran algún grado de éxito. Sin embargo, lo que nos ocupa en este trabajo son las consecuencias monetarias y financieras subyacentes de esta política, tema también discutido largamente.

La posición de Leijonhufvud (2009) (2012) resulta interesante en este aspecto. Este autor sostiene que el caso del derrumbe de las ".com" y luego en el más reciente de las hipotecas, el factor común en el plano monetario fue la FED fijando tasas de interés excesivamente bajas, lo cual infló el precio de ciertos activos (dependiendo la crisis), generando así la burbuja que luego explotaría. ¿Y cuál es la respuesta actual de la FED luego de la crisis *subprime*? Nuevamente, una política monetaria ultra-expansiva que fija tasas de interés en mínimos históricos. Así como nadie anticipó el carácter efímero del *boom* de ciertos activos en el pasado, cabe preguntarse si hoy mismo no se está contribuyendo a la formación de una nueva burbuja, a partir de los efectos secundarios de la política de la FED. Sumado a este riesgo de estar inflando el precio de algún otro activo, también pueden surgir problemas de rentabilidad por descalzar activos y pasivos futuros de entidades que se están rigiendo hoy por este bajo costo del crédito.

> *"For example, pension funds and life insurance companies are now not earning enough on their investments for the commitments that they have ensured. […] And to the extent that this extreme monetary policy works, to the extent that it would actually induce banks to lend on long-term at*

> *today low interest rates, when the day comes, when we have to return to normal interest rates or even higher, to stop an inflation, we will have another round of bank troubles coming down the road at us"* (Leijonhufvud, Conferencia brindada seminario de INET, Berlín, 2012)

Thomas Palley (2008) (2011) puede sumarse como otra voz crítica del QE de la FED en la post-crisis. Su repaso de una serie de argumentos en contra incluyen la posibilidad de estar incubando nuevas burbujas en otros activos financieros, un efecto contra-producente sobre la actividad real (vía desajuste de las tasas futuras) y efectos regresivos en la distribución del ingreso. Este último punto está estrechamente vinculado con la crítica principal que realiza Leijonhufvud, explicada más abajo. Por último, Palley hace mención a los efectos internacionales del QE, tema principal de este trabajo. Explica que si bien "en los papeles" podría ayudar a Estados Unidos mediante una depreciación de su tipo de cambio (residentes estadounidenses haciéndose de activos del resto del mundo), la administración del tipo de cambio en los países que más comercian con Estados Unidos significa un impedimento para esto; se está haciendo alusión específicamente a China. En definitiva, los perjudicados serán los PED que "jueguen con las reglas del juego" y vean apreciarse su tipo de cambio ante la entrada masiva de dólares provenientes del QE de Estados Unidos. Estas elecciones de política y sus consecuencias se desarrollan en el apartado 4.

Regresando entonces al núcleo de la crítica de Leijonhufvud: ¿Por qué motivo los *policy-makers* acuden a la política monetaria? En un contexto de elevado desempleo y trampa de liquidez, la lección básica que nos ha enseñado la historia es la inefectividad de la política monetaria[2]. Sin embargo, se ha adoptado esta política debido a que esconde con mayor eficacia los efectos redistributivos de los costos de salida de la crisis.

> *"Policy decisions to stabilize an unstable avalanche type of situation is to decide, in effect, who to rob and who to pay and answer questions of quite controversial nature. Such as: Who must pay? Who will not have to pay? Who will not be paid? Who will be made to pay for somebody else´s debts?"*

[2] Keynes (1936, Cap. XV). En el caso de Estados Unidos y la crisis reciente, la tasa de interés en mínimos históricos no estaría cumpliendo su función de incentivar la inversión.

> *"One reason that we insist on doing outmost monetary policy in a situation where we should know that monetary policy is peculiarly ineffective is that although this kind of central bank policy definitely does rob Peter to pay Paul, it has fairly dramatic redistributive effects; those effects are blissfully ill understood by the public and go largely unnoticed"* (Leijonhufvud, Conferencia brindada seminario de INET, Berlín, 2012)

¿Cómo operan estos mecanismos redistributivos a través de la política monetaria? A grandes rasgos, puede describirse como sigue. Los bancos lograron deshacerse de buena parte de sus activos tóxicos[3] vendiéndoselos a la FED. Posteriormente, para incentivar la oferta de crédito la FED fijó virtualmente en 0% su tasa de cortísimo plazo (*rock-bottom interest rates*), haciendo infinitamente elástica la demanda de dinero de corto de los bancos. De esta fuente, los bancos podían pedir prestado dinero (prácticamente sin costo) e invertirlo en los títulos del Tesoro a mediano o largo plazo, que si bien tenían rendimientos deprimidos, resultaban largamente positivos frente a una tasa de corto invariablemente en cero[4]. Así, eventualmente los bancos pudieron repagar todas sus deudas con el fisco por la ayuda financiera brindada con las ganancias de los pasivos del mismo Estado. En otras palabras, el flujo de tributos futuros a ser pagado por los contribuyentes estadounidenses (la base de la solvencia de los bonos del Tesoro norteamericano que los bancos compraban) le sirvió a los bancos para sanearse financieramente, quedándose además con parte de estos activos en su cartera.

Sobre los efectos redistributivos del QE Palley agrega que el problema estructural detrás de la crisis es la deficiencia de demanda, producto de largos años de neoliberalismo y sus tendencias en contra del salario y la demanda interna. De ahí que, según este autor, su crítica al QE sea keynesiana: no debemos conformarnos con un impulso monetario a la demanda en contraposición a "sentarse a esperar la deflación". Los problemas subyacentes a esta crisis (y a otras subsiguientes si no se cambia el rumbo) de distribución del ingreso y

[3] Esta medida fue de las primeras en llevarse a cabo en Octubre 2008 por el gobierno de Bush, apenas se dio la caída de Lehman Brothers. Fue conocida con el nombre de TARP (Troubled Asset Relief Program) y consistió en librar a las instituciones financieras de sus activos incobrables. La FED estimó un "gasto" en este programa de U$S 250 mil millones, que luego en rigor sería repagado por los bancos.

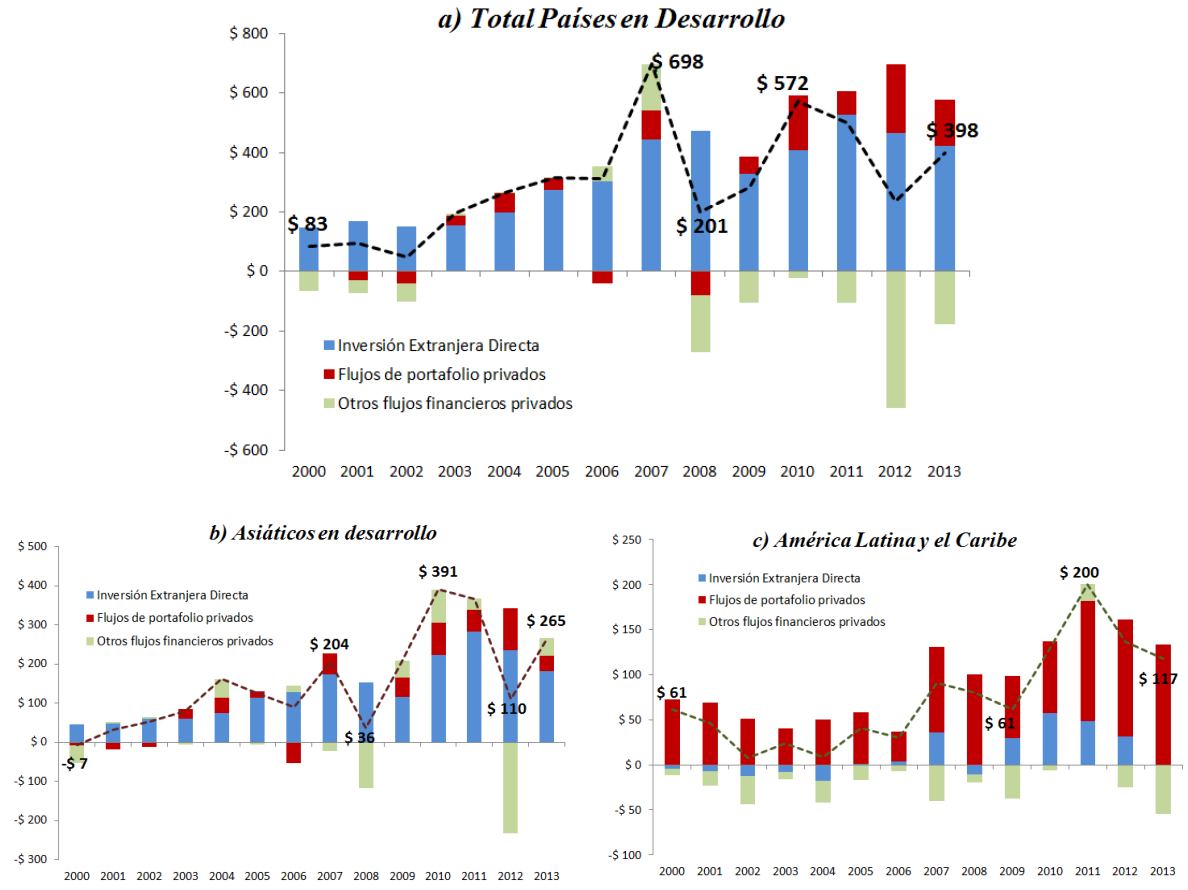
[4] El rendimiento de un bono del tesoro de E.U. a 10 años era de 4,63% en 2007. Fue reduciéndose año a año, hasta alcanzar 1,79% en 2012.

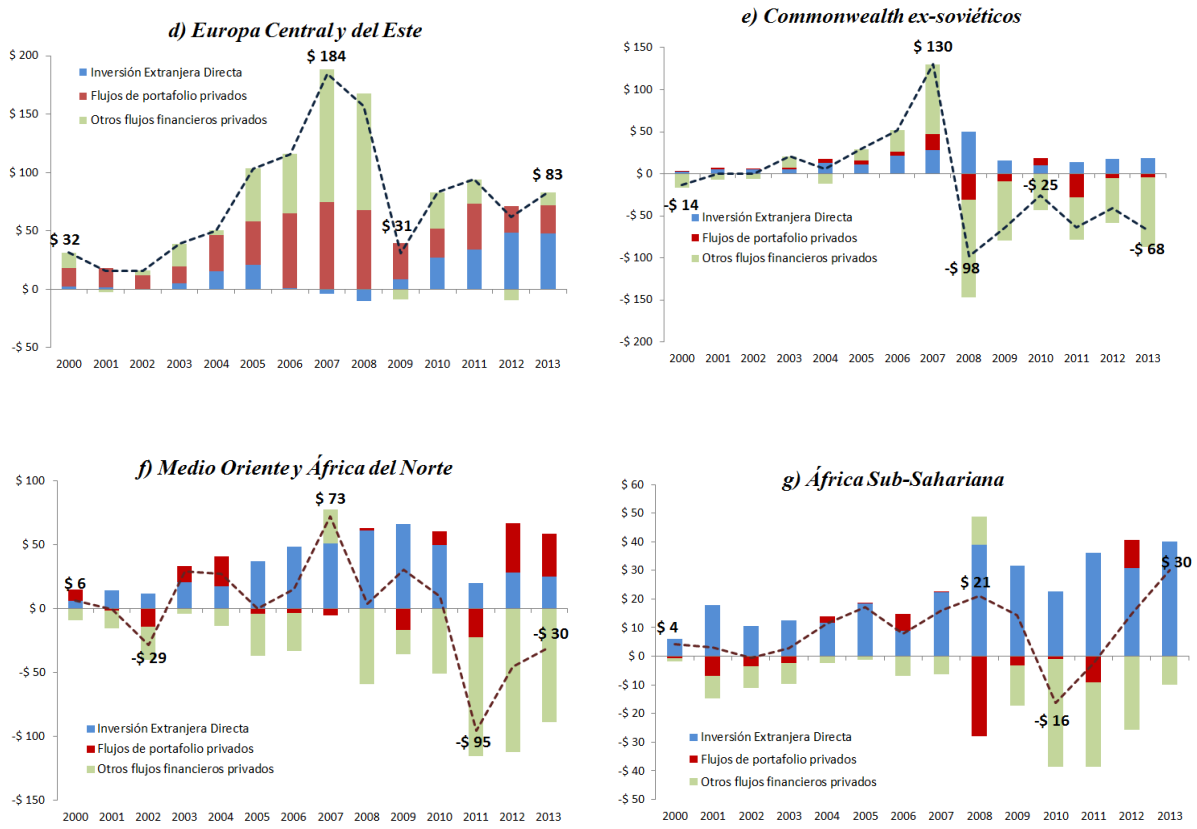
generación de demanda interna no son solucionables vía política monetaria; ésta sólo cumple en oficiar de subsidio al mercado de activos (Leijonhufvud agregaría: cruzado desde los contribuyentes).

4. Consecuencias de la política monetaria *ultra-expansiva* de los PD en los PED

Se ha hablado ya sobre las consecuencias de la política monetaria de la FED en los últimos años en el propio Estados Unidos. Para estudiar el impacto de estas políticas en los PED haremos el siguiente recorrido: primero un breve comentario conceptual sobre el contagio de las políticas monetarias en un mundo crecientemente globalizado en las finanzas; luego se repasarán los canales de transmisión de estas políticas monetarias y por último las posibles respuestas de política de los PED y sus problemas asociados.

Gráfico 4. Flujos privados netos a PED por concepto y por región
En miles de millones de U$S





Fuente: Elaboración propia en base a FMI, WEO Abril 2014 (con sus categorías de países)

Siguiendo a Duménil y Lévy (2011), la expansión del neoliberalismo desde mediados de los ´90 y más fuertemente en la década de los 2000 estuvo signada por tendencias comunes y asociadas, todas ellas en línea con la liberalización de los mercados, en particular los financieros. Se destacan las cuatro siguientes tendencias estilizadas: libre comercio, libre movilidad de capitales, la globalización de instituciones financieras y la proliferación de operaciones en base a especulación sobre los tipos de cambio. La liberalización financiera llevada a cabo desde los ´80 ha ido socavando el control monetario de las autoridades regulatorias domésticas, ya no sólo en los PED sino también en los propios PD (Taylor L. , 2004).

Las tendencias presentadas son más a modo de ejemplo que una descripción exhaustiva de la profundidad de los lazos de inter-dependencia monetaria entre países. Podríamos remontarnos también a la formación incipiente de este nuevo orden financiero internacional, en 1971, cuando Estados Unidos decide declarar la inconvertibilidad oro-dólar. Sin embargo, tanto este episodio como posteriores impactos de la política monetaria

estadounidense en los PED son menos ricos que la etapa actual ultra-expansiva de Estados Unidos, dada la mayor interconexión de políticas monetarias entre países y dado también el importante crecimiento que han experimentado en este último tiempo los PED.

4.1. Canales de Transmisión

La envergadura de la crisis comenzada en 2008 y la dimensión de la política monetaria adoptada como respuesta caracterizan a la transmisión de la política monetaria entre PD y PED como un objeto de estudio relativamente nuevo respecto a la historia reciente del capitalismo. Esto es especialmente cierto dada la velocidad con la que se profundizan las interconexiones monetarias entre países y la proliferación de innovaciones financieras, que lideran la carrera contra los reguladores. En este sentido, algunos autores han denominado "política monetaria no convencional" al QE de la FED.

Tomando a Takáts y Vela (2014) y a Mohanty (2014), pueden estilizarse los siguientes canales de transmisión:

a) **Tipo de Cambio**: Es el canal más usual en el marco de economías abiertas en su cuenta capital y financiera. La baja en la tasa de interés buscada a través del relajamiento monetario en E.U. expulsa los capitales hacia PED en busca de mayores rendimientos. La entrada masiva de dólares genera, a priori, una apreciación cambiaria que la autoridad monetaria del PED puede dejar convalidar o puede evitar mediante su intervención. En caso de intervención, la inyección de moneda local para retirar de la plaza el exceso de dólares generará, *ceteris paribus*, presiones inflacionarias, resultando igualmente en una apreciación cambiaria real, con la distinción de que en este caso será vía precios locales en lugar de darse a través del tipo de cambio nominal. Lo descripto es el razonamiento típico de manual, que toma como válida la

"Guerra de Divisas"

El término "guerra de divisas" fue acuñado en 2010 por el ministro de economía brasileño, Guido Mantega. La connotación bélica se debe a que, según esta visión, al adoptar el relajamiento monetario Estados Unidos forzó una devaluación competitiva de su moneda "exportando sus problemas" al resto del mundo. Mantega se refería precisamente a los efectos disruptivos que pueden producir en los PED la avalancha de dólares proveniente del aumento de la emisión en Estados Unidos.

paridad de intereses descubierta[5] y por consiguiente también el trilema monetario[6]. Luego se matizará esta posición, con la posibilidad de esterilizar.

b) **Tasa de interés de política**: la lógica detrás de este canal es la posible disminución de la tasa en un PED para no dañar la competitividad de las exportaciones ni incentivar la toma de deuda en dólares de las firmas domésticas (Taylor J. B., 2013). Al tomar la correlación entre tasas de política en los PD y en los PED, surge el problema de identificar en qué medida el movimiento de la tasa en el PED es decisión de la autoridad monetaria y en qué medida es simplemente *coincidencia*[7] en el ciclo económico con los principales mercados mundiales.

c) **Tasa de interés de largo plazo**: este canal puede ser relevante para el PED en tanto los bonos emitidos en éste (tanto en su mercado local como en mercados internacionales) tomen como referencia el rendimiento de largo plazo de Estados Unidos, lo cual suele ser el caso. Además, la contracción en la estructura temporal de tasas de interés de E.U. ("curva de rendimientos"), como ha sido dicho ya, impulsa un mayor apetito por el riesgo de los capitales estadounidenses, que se vuelcan así a bonos de PED. En otras palabras, este canal recoge la disminución del costo de fondeo de los PED que *aprovechen* las bajas tasas de interés internacionales. Por supuesto, esta lógica es reversible cuando operen las expectativas de retiro de la FED y la tasa de interés de largo plazo en E.U. responda al alza.

d) **Flujos de capitales**: estos flujos deben ser entendidos como asignaciones de cartera, o portafolio. Este canal recoge un aumento de la vulnerabilidad futura de los PED dado el importante flujo de capitales recibido. Los actores no domésticos más

[5] No se cuenta dentro de los objetivos de este trabajo una discusión teórica sobre la validez o no de la UIP y los supuestos que la sustentan. Dado que incursionar en este campo nos demandaría excesivas líneas, nos contentaremos con describir el razonamiento básico, exponer lo que conlleva (la validez de la UIP) y adoptar el pragmatismo a la hora de evaluar los impactos empíricos de la política monetaria de los PD en los PED.

[6] El trilema monetario postula la imposibilidad de contar con los siguientes tres: libre movilidad de capitales, tipo de cambio fijo y soberanía monetaria (capacidad para fijar la tasa de interés). Debe renunciarse invariablemente a uno de ellos para hacer uso de los otros dos.

[7] No nos referimos a coincidencia como un evento del azar, sino que es aceptable pensar que los PD arrastren al alza o a la baja a los PED, por ejemplo, vía exportaciones de estos últimos.

importantes en los mercados de bonos de los PED suelen ser algunas pocas y grandes instituciones financieras. Su movimiento *en manada* ("herding") puede aportar prociclicidad a los flujos entrantes de capitales, amplificando los ciclos de apreciación (o caída del precio) de los activos financieros. Además, dado que la moneda de evaluación del rendimiento en estos casos es la extranjera, frente a depreciaciones de la moneda doméstica se generarán incentivos de estos jugadores a vender. Si este movimiento se da en una situación de estrés cambiario (más o menos profundo), los incentivos pueden ser importantes y puede verse amenazada la realización del valor de los activos a precio de mercado, lo que se conoce como *fire-sales.*

Según los autores citados, todos estos canales de transmisión jugaron algún papel desde la adopción de la *unconventional monetary policy* de la FED a la actualidad.

Como es lógico, el canal más fuerte ha sido el tipo de cambio, lo que dio origen a la llamada "Guerra de Divisas". Según el razonamiento seguido, los países más afectados deberían haber sido los que tuvieran un diferencial de retorno más elevado respecto a Estados Unidos. Esto fue efectivamente así en algunos casos, de los que se puede destacar a Brasil. Sin embargo, otros PED con rendimientos más regulados (y bajos), dada su relevancia en el sistema financiero internacional, también se vieron afectados por entradas masivas de capitales. El ejemplo de este último caso fue China[8].

"El dólar es nuestra moneda, pero es su problema"

Esta elocuente frase fue dicha en 1973 por John Connally, el secretario del Tesoro de Estados Unidos en la época de Nixon. Fue en el contexto del abandono de tipos de cambios fijos y el pase a la libre flotación de las monedas. Es sorprendente cómo la frase resulta representativa de estos tiempos, a pesar de haber sido dicha hace más de 40 años y en un contexto completamente distinto al actual.

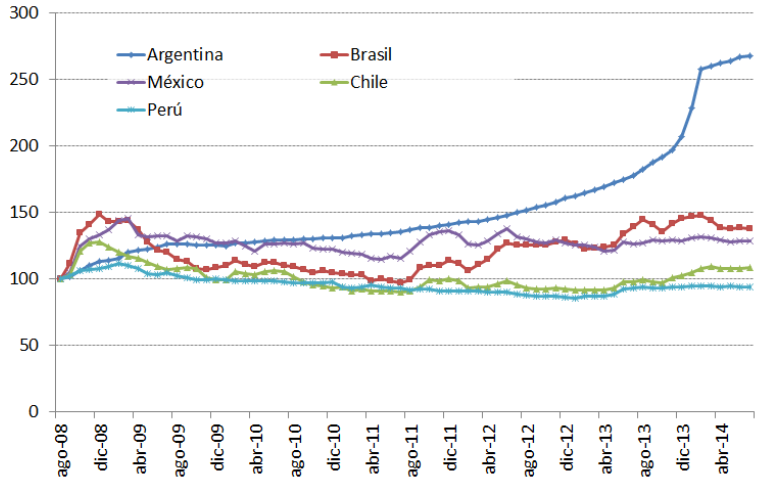
En los Gráficos 5 y 6 se puede ver la evolución del tipo de cambio nominal de dos grupos de PED seleccionados. Más allá de la dificultad de distinguir los movimientos del tipo de cambio por factores internos de la economía ajenos a la entrada de capitales, el resultado final observado en la evolución del tipo de cambio muestra las presiones a la apreciación en numerosos países. Por el lado de América Latina se destacan Perú y Chile, que han visto

[8] China ha expresado su descontento con el relajamiento monetario de Estados Unidos. Por ejemplo, en el G-20 de 2010, como describe este artículo: http://www.ambito.com/noticia.asp?id=552138

mermarse la competitividad de su economía al sostener un tipo de cambio nominal muy estable en los últimos 6 años. México y, sobre todo, Brasil, han resistido con mayor intervención la apreciación cambiaria. En el caso de los asiáticos y Sudáfrica parece darse la lógica opuesta: los países más importantes de la región vieron apreciarse más su moneda que el resto. Esto puede obedecer, en parte, a que la diferencia en tamaño relativo de mercados financieros es mayor en el caso asiático (China y Japón vs. el resto) que en el caso latinoamericano (Brasil y México vs. el resto).

Gráfico 5. Tipo de cambio nominal de países seleccionados de América Latina

Ago-08 = 100

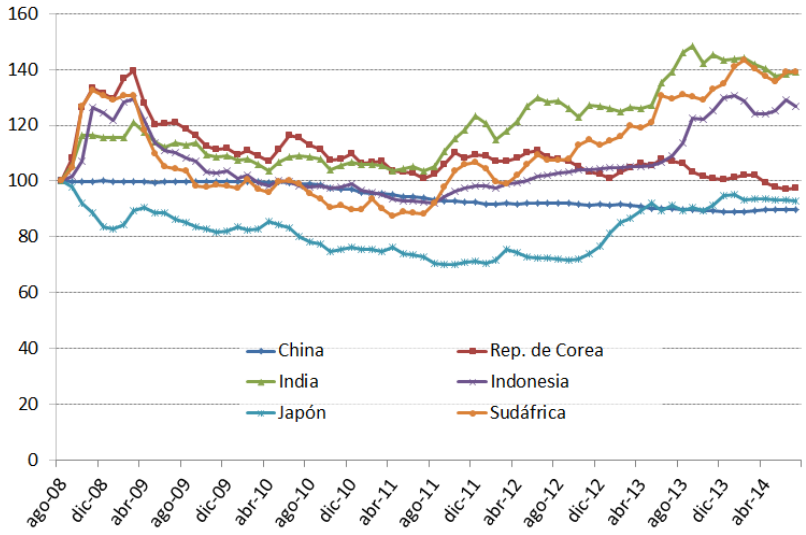


Fuente: Elaboración propia en base a CEI – Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto

Un factor común que puede señalarse al tipo de cambio nominal es una depreciación inicial fuerte de ciertos países apenas ocurrida la caída de Lehmann Brothers, cuando comenzaban las turbulencias. Esto se dio en Brasil, México, Sudáfrica, India, Indonesia y Corea, lo que permite conjeturar que quizás se haya tratado del efecto *fly to quality* repentino, que operó en una salida de capitales de países con primas de riesgo no despreciables hacia Estados Unidos, en busca de activos seguros. Al empezar a verse los frutos del relajamiento monetario de la FED parte de este proceso se revierte, dando lugar a los fenómenos descriptos arriba.

Gráfico 6. Tipo de cambio nominal de países seleccionados de Asia + Sudáfrica

Ago-08 = 100



Fuente: Elaboración propia en base a CEI – Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto

El exceso mundial de dólares que venimos explicando nos sirve de contexto para explicar la avanzada cada vez más fuerte del Banco Popular Chino (BPC) en situar al yuan (renminbi) como reserva de valor mundial. La autoridad monetaria china se ha visto en el perjuicio de que sus reservas internacionales devenguen un magro rendimiento, dado el desplome de las tasas de los títulos soberanos de Estados Unidos. Esta situación funcionó de "oportunidad en la crisis" para que el BPC tomara la iniciativa de disputarle al dólar su hegemonía global, o al menos comenzar a transitar ese camino. Si bien hay consideraciones diversas sobre la factibilidad de este hecho a futuro, lo cierto es que avanza a paso acelerado el ahorro en yuanes de numerosos bancos centrales del mundo[9] y de hecho se está por dar la primera emisión de un bono denominado en yuanes no emitido por China[10]. Este tema se desarrolla en el apartado 6.

Siguiendo con el canal de la tasa de interés, Mohanty (2014) encuentra una gran correlación entre las tasas de política en Estados Unidos y las fijadas en los PED. En particular, se observan movimientos muy estrechos en los sucesos más importantes: la caída de Lehmann Brothers (2008), el anuncio del QE1 (2008) y QE2 (2010) y la primera insinuación pública

[9] Según marca el periódico chino South China Morning Post, al menos 40 bancos centrales en el mundo ya tienen en sus reservas yuanes chinos: http://www.scmp.com/business/banking-finance/article/1466621/central-banks-investment-yuan-puts-currency-nearer-reserve

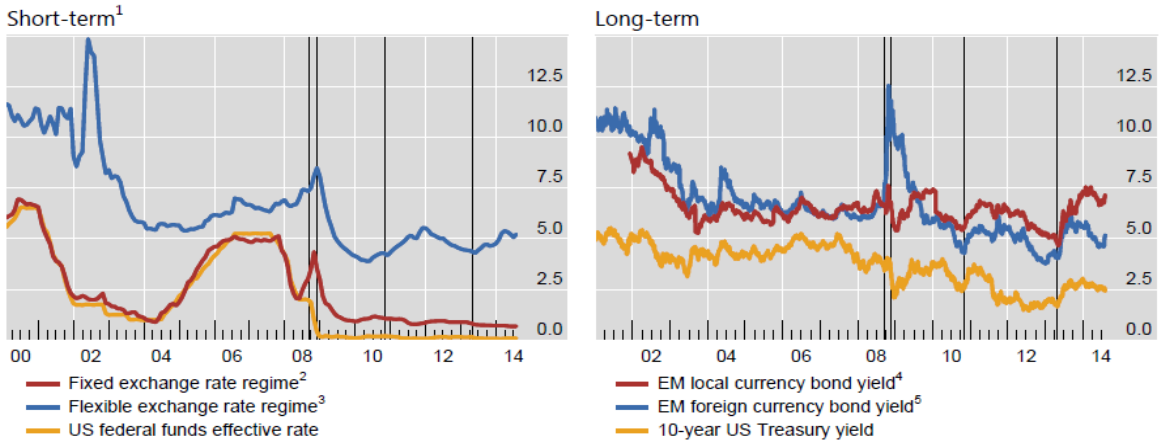
[10] http://www.bloomberg.com/news/2014-09-12/u-k-to-sell-first-yuan-denominated-bonds-for-currency-reserves.html

del *FED tapering* (2013). Estas correlaciones se dan para países con tipo de cambio fijo[11] (en donde uno puede suponer un movimiento más automático) pero también en buena medida para países con tipo de cambio flotante administrado.

Respecto del contraste en tasas de interés de largo plazo entre E.U. y los PED, también se observaron movimientos altamente correlaciondos a la baja. Sin embargo, a medida que aumentaron las certezas sobre la aplicación eventual del *FED tapering*, fueron considerablemente mayores los aumentos en las tasas de largo de los PED que las registradas en E.U. Dicho movimiento, al menos hasta el presente, parece haberse confirmado, estabilizando tasas (en general) más altas en los PED que en los PD.

Gráfico 7. Tasas de política y de largo plazo de PED vs. FED

En %



Vertical lines indicate bankruptcy of Lehman Brothers on 15 September 2008, Federal Reserve announcements of quantitative easing on 25 November 2008 and 3 November 2010 and FOMC hint on tapering on 1 May 2013.

[1] Three-month Treasury bill yield for Algeria, three-month interbank rates otherwise. [2] Simple average of Hong Kong SAR, Saudi Arabia and the United Arab Emirates. [3] Simple average of Algeria, Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, the Czech Republic, Hungary, India, Indonesia, Israel, Korea, Malaysia, Mexico, Peru, the Philippines, Poland, Russia, Singapore, South Africa, Thailand and Turkey. [4] JPMorgan Government Bond Index – Emerging Markets (GBI-EM), 7–10 years. [5] JPMorgan Emerging Market Bond Index (EMBI), 7–10 years.

Fuente: Mohanty (2014)

Sobre el contagio vía la estructura temporal de tasas de interés (tasas de largo plazo), los autores mencionados trazan en principio una diferencia fundamental con el canal de la tasa de política. Mientras en este último caso la decisión en última instancia es de la autoridad monetaria de cada país (que puede o no decidir, por buenas razones, seguir a la política monetaria de E.U.), la transmisión por rendimientos de bonos de largo plazo es bastante más rápida y llevada a cabo por el mercado. Además, la correlación entre tasas de largo de

[11] Hong Kong, Arabia Saudita y Emiratos Árabes Unidos.

E.U. y de PED depende, como es lógico, del grado de sustituibilidad de activos de largo plazo entre países y de la ausencia de controles de capitales.

Moviéndonos ya hacia los flujos de capitales como el último canal de transmisión, Takáts y Vela (2014) son más mesurados a la hora de asignarle importancia. Los flujos pueden ser de dos tipos: préstamos bancarios internacionales o flujos de portafolio.

Los bancos internacionales, han sido históricamente instituciones muy relevantes en la tarea de transmitir las condiciones monetarias internacionales (Cetorelli & Goldberg, 2012). Sin embargo, pese a haber aumentado su cartera de préstamos a los PED medida en dólares, ésta ha tendido a estancarse como porcentaje del crédito total en los PED. Esto es la contracara de una rápida expansión de los mercados de crédito y financieros en las distintas regiones en desarrollo. Debe señalarse, sin embargo, que existe gran heterogeneidad geográfica en este aspecto: si bien en la dinámica todos los PED se movieron en el mismo sentido, aún los bancos internacionales siguen financiando en América Latina y en algunas otras regiones emergentes alrededor de un 20% del crédito, mientras en Asia este ratio no llega al 12% (datos a 2013) (Takáts & Vela, 2014).

Los flujos de portafolio a PED, en contraste con el crédito internacional, alcanzaron su pico en 2007 (más de un 25% del crédito total) y se derrumbaron en 2008, en parte por pérdidas de capital (reducciones en las valuaciones de tenencias) y en parte por flujos salientes. Desde el año 2009 a la fecha han ido recuperando su relevancia y ganando peso en las financiaciones totales domésticas (al sector público y privado conjuntamente), hasta representar un 18% de las mismas en 2012. De hecho, los autores llaman la atención sobre este fenómeno: si bien una parte de la entrada de capitales se debe a mejora en los *fundamentals* de los PED, buena parte corresponde también al ya aludido exceso de dólares en el mundo en busca de rendimientos. En consecuencia, una política monetaria de la FED que al menos en principio se mueva en una dirección más restrictiva que la actual puede provocar una reversión de estos flujos desde los PED hacia PD, episodio que se ha experimentado ya numerosas veces desde los ´80 a la fecha. Este tema se vuelve a traer en el apartado 5.

A modo de cierre de esta sección, puede comentarse una inquietud de Takáts y Vela. Además de abrir el debate e insinuar que los canales de transmisión internacionales de la política monetaria no constituyen un objeto académico del todo profundizado, sugieren que pueden existir dos canales de transmisión adicionales a los explicados: la psicología de mercado (vaivenes entre optimismo y pesimismo) y el precio de *commodities.* Respecto de este último cabe remitirse a ideas desarrolladas en el apartado 3, al hablar sobre la inflación de activos provocada por el relajamiento monetario (Palley, Leijonhufvud).

4.2. Respuestas de los PED y sus problemas

Los efectos colaterales del relajamiento monetario implementado por la FED resultan un desafío para las autoridades monetarias de los PED, a partir de su rol de velar por la estabilidad financiera y económica. Las respuestas de política han variado entre países, especialmente en virtud de las principales características del sistema monetario de cada país y de su tamaño relativo. Lo que sigue es un intento por abarcar las principales políticas adoptadas y a su vez los posibles efectos no deseados de estas medidas.

Siguiendo a Mohanty (2014) y a Gadanecz y otros (2014), puede estilizarse una distinción entre medidas monetarias y medidas no monetarias.

4.2.1. Medidas monetarias

Este tipo de medidas serían las más semejantes al manejo de las variables monetarias y cambiarias de un banco central en tiempos normales. Las más importantes son las siguientes:

a) **Intervención en el mercado cambiario**: consiste en comprar el excedente de dólares que entra a la economía emitiendo moneda nacional, para evitar la apreciación cambiaria. Numerosos países con modelos de crecimiento más típicamente *export-led* como los asiáticos (China, India, Filipinas, Corea, Taiwán, etcétera) han utilizado esta herramienta. La lógica es evitar un impacto asimétrico entre transables y no transables, que castigaría a los primeros. En la Tabla 1 se puede ver qué países sufrieron apreciación cambiaria real y qué países la evitaron.

Esta información viene a complementar los Gráficos 5 y 6, donde se observada la evolución del tipo de cambio nominal de ciertos países.

El inconveniente más inmediato es la presión inflacionaria que ejerce la masa de moneda nacional emitida. La solución más difundida ha sido la esterilización de la emisión. En definitiva, se trata de neutralizar el impacto monetario de la primera operación de mercado abierto con una segunda operación de mercado abierto que retire moneda nacional a cambio de -típicamente- un bono emitido por el banco central. La posibilidad de esterilizar estaría negando el trilema monetario antes introducido.

Tabla 1. Tipo de cambio efectivo real de PD y PED seleccionados

2007 = 100

Country	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 @
Advanced Economies							
Australia	100	97	94	108	115	117	113
Canada	100	97	93	101	103	102	99
Euro area	100	102	102	94	94	89	92
Japan	100	107	120	121	123	121	98
Switzerland	100	104	108	112	123	118	116
United Kingdom	100	87	78	79	79	82	81
United States	100	96	99	95	90	92	93
Emerging Market Economies							
Brazil	100	105	105	120	125	113	110
China	100	108	113	112	115	122	130
India	100	95	90	101	100	94	91
Indonesia	100	95	94	106	106	102	102
Korea	100	81	72	77	77	77	80
Malaysia	100	100	97	102	102	101	102
Mexico	100	97	86	92	92	89	94
Russia	100	107	98	107	111	112	115
South Africa	100	87	95	109	107	101	91
Thailand	100	100	97	103	102	102	109
Turkey	100	101	95	104	92	96	96

Fuente: Mohan y Kapur, FMI (2014)

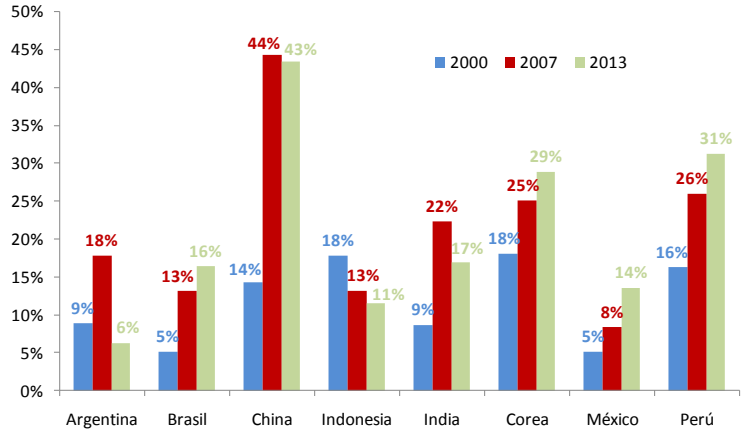
Nota: Un aumento en el índice indica apreciación y una disminución indica depreciación

Surgen, entonces, las preguntas acerca del costo de esterilización. De hecho, existen estudios puntuales que revelan la relevancia de este tema para ciertas economías, como ha sido el caso de Sudáfrica (South African Reserve Bank, 2014). En otros casos, aún a pesar del esfuerzo realizado en la esterilización, las autoridades monetarias muestran superávits cuasi-fiscales. En definitiva, la relevancia o no de este efecto secundario vendrá dada por el balance (estado de resultados) del banco central, en particular la tasa a la que debe colocar los títulos para esterilizar su propia emisión.

En otro plano de análisis de esta misma medida, muchos PED han tomado como algo positivo la acumulación de reservas internacionales en sus bancos centrales, algo que en principio dota a estas economías de mayor poder de fuego a la hora de satisfacer salidas de divisas por diferencial de rendimientos (de manera de poder fijar el tipo de cambio). Además, en particular para las economías latinoamericanas, esto significó relajar la restricción externa a su crecimiento, al contar con mayor oferta de dólares para satisfacer las altas demandas importadoras de bienes de capital e intermedios[12]. En el Gráfico 7 se observa el proceso de acumulación de reservas internacionales, que tiene especial relevancia para países de Latinoamérica.

Gráfico 8. Reservas internacionales de PED seleccionados

En % del PIB de cada país



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

b) **Política fiscal contractiva**: si bien técnicamente no sería una medida monetaria, su efectividad radica en la consecuencia sobre la tasa de interés doméstica, que se movería al alza (Eichengreen, 2013). Esta política permitiría moderar el efecto sobre el producto y los precios y además le pondría un freno a la apreciación de los activos financieros locales, lo que redunda en una mayor estabilidad financiera. Además, al no intervenir vía tipo de cambio, se estaría dotando a éste de mayor flexibilidad para aislar a la economía local de eventuales shocks futuros.

[12] Sobre este aspecto existen diferentes experiencias latinoamericanas, que no se desarrollan en extenso aquí únicamente por brevedad. El caso general fue un empeoramiento (más o menos acelerado, dependiendo del caso) de la cuenta corriente y su financiamiento por cuenta capital, como Brasil y Perú. Argentina o Venezuela, en cambio, han visto endurecerse más tempranamente su restricción externa, dado que su cuenta capital ha estado más cerrada; en consecuencia no se ha podido financiar el déficit en cuenta corriente que sería necesario para que la economía funcione con las importaciones "necesarias".

El principal inconveniente con este tipo de política es que el ajuste fiscal puede ser excesivamente doloroso para la economía local, en especial en un contexto de grandes entradas (y posibles salidas) de dólares y el consecuente aumento de la volatilidad en el mercado cambiario y de activos.

Esta política se está sirviendo, en un plano teórico, de la regla de Taylor[13]. Según Gadanecz y otros (2014), los banqueros centrales podrían incorporar a su función de reacción la tasa de largo plazo y el tipo de cambio y de esa manera poder fijar una tasa de política consistente con múltiples objetivos, mediante lo que ellos llaman la "regla de Taylor aumentada". Sin embargo, estos mismos autores admiten que los parámetros a estimar en esta nueva regla serían menos confiables que en la original, dado que al tratarse de cuatro variables juntas (producto, precios, tipo de cambio y tasa de largo plazo) no podría asegurarse la estabilidad de sus relaciones en una economía dinámica.

4.2.2. Medidas no monetarias

Este grupo de políticas se caracterizan por no formar parte del paquete normal de herramientas de las autoridades monetarias en tiempos normales, ya que están específicamente diseñadas para reducir el riesgo sistémico de la economía local frente a un contexto internacional atípico.

a) **Medidas macroprudenciales**: las más comunes han sido las que limitan al mercado de créditos: límites en el valor de las financiaciones para créditos hipotecarios, límites a créditos en función del endeudamiento de los hogares y aumentos en las reservas requeridas a los bancos. También han sido de uso difundido las medidas tendientes a regular la emisión y comercialización de los activos, en particular los denominados en moneda extranjera: reglas para evitar descalces de monedas, límites a exposición de futuros (u otros derivados) en moneda extranjera y ajustes en las ponderaciones de riesgo de los activos en cartera.

[13] La Regla de Taylor es una función de reacción del banco central en tanto fijador de la tasa de interés de política, a partir de las divergencias observadas en los precios y la actividad económica respecto de sus *targets* de mediano plazo. La propuso John Taylor a principios de los ´90 y se ha establecido desde entonces como una herramienta fundamental de los bancos centrales, a la vez que un pilar teórico de la política monetaria como la entiende el *mainstream*.

Sobre este tipo de medidas abundan los ejemplos de aplicación. Según una encuesta del Banco Internacional de Pagos realizada en 2013 (Mohanty, 2014), sobre un total de 23 banqueros centrales encuestados de distintos PED, cerca del 50% aplicó límites a financiaciones hipotecarias, casi un 60% restringió el financiamiento a hogares endeudados y entre un 48% y un 65% aplicaron medidas de prevención sobre la hoja de balance de los bancos, tales como ajustes en las ponderaciones de riesgos, límites a exposición a préstamos y, en especial, encajes depositados en el banco central. En general, los encuestados revelaron mayor preocupación por la estabilidad financiera que por la estabilidad monetaria.

Otras medidas adoptadas fueron: límites a exposición a derivados en el tipo de cambio (Argentina, Corea, Filipinas) y pedidos a bancos de retener las utilidades para fortalecer la posición patrimonial (Polonia).

b) **Controles de capitales**: En el ámbito académico estas políticas son consideradas "último recurso", ya que según ciertos autores su efectividad en evitar la apreciación cambiaria es discutible (Habermeier, Kokenyne, & Baba, 2011) y pueden ser contraproducentes al posponer ajustes necesarios (Caruana, 2011). Por otro lado, volviendo a una referencia hecha más arriba, puede decirse que este tipo de políticas "confirman" el trilema monetario.

   Según Ostry y otros (2011), los controles de capitales deben procurar ser efectivos (no ser triangulados[14] y por lo tanto burlados por los flujos de capitales) y ser eficientes (minimizar distorsiones secundarias y posibles aplicaciones arbitrarias de la medida). En su diseño, además, la autoridad monetaria debe definir, según conveniencia: si se aplicará a flujos temporarios solamente o a todos los flujos entrantes; si se aplicará sobre los flujos más riesgosos (ciertos tipos de flujos de cartera, por ejemplo) o a todos los flujos entrantes; de qué manera puede evitarse la elusión del control; etcétera.

   A pesar de su consideración académica, los controles de capitales han sido aplicados a lo largo y a lo ancho del mundo en desarrollo desde el relajamiento monetario. Sea en mayor o menor medida, numerosas naciones asiáticas y también países latinoamericanos fijaron controles en su cuenta capital al ingreso de dólares,

[14] El término técnico generalmente utilizado es "*circumvented*", cuya traducción más precisa quizá sea "eludidos".

exigiendo plazos mínimos de residencia (como método para distinguir capitales especulativos de productivos) e imponiendo tributos. China, Malasia, Tailandia, Corea y Brasil son países que aplicaron este tipo de medidas, por nombrar sólo a algunos.

Por último, los controles de capitales resultan la medida de política más restrictiva a la hora de lidiar con el exceso de oferta de dólares global. No se trata de morigerar los efectos secundarios que genera la entrada de divisas a la economía, sino directamente evitar esta entrada. En este sentido, puede argumentarse que no constituyen una buena opción para los países históricamente dependientes de divisas, como los latinoamericanos, ya que se estaría "desaprovechando" esta época de sobrante de dólares en vez de buscar la manera de acumularlos para futuras etapas de faltante de divisas. Además, podría dársele a estos flujos entrantes un uso productivo en la actualidad, por ejemplo, en la inversión en infraestructura. En esta materia Latinoamérica se encuentra largamente en déficit, con las consecuencias en competitividad, logística y cadenas de valor que esa situación trae. En definitiva, podrían utilizarse para empezar a transitar el camino de cerrar la brecha al desarrollo que separa a ciertos PED del mundo desarrollado. Sobre esto trata el próximo apartado.

5. El diagnóstico de los PED: ¿la llave al desarrollo o humo entre las manos?

Hasta aquí se han repasado las consecuencias de la política monetaria no convencional en el propio Estados Unidos y luego en los PED, con sus correspondientes canales de transmisión. Sin embargo, aún cuando se trató el canal de la tasa de largo plazo, siempre se ha hecho referencia a manejos de la macroeconomía de corto plazo[15]. Este apartado es un intento por analizar el fenómeno de la política monetaria de la FED desde un eje de mediano o largo plazo y comentar acerca de la coordinación de planes de los distintos agentes de un país.

En una elevada abstracción, puede pensarse que el rumbo de un país se define por tres actores: el contexto internacional (dato exógeno), el comportamiento de su sector

[15] Una excepción a esto ha sido la alusión al impacto redistributivo del QE en Estados Unidos explicado en el apartado 3, como una transferencia de ingresos inter-temporal de los contribuyentes al sector bancario/financiero.

productivo (privado y público) y el comportamiento de los reguladores. El primero fue bastante similar en los años post-crisis para todos los PED[16] tomados individualmente, con lo cual deberían analizarse los dos restantes para explicar el desenvolvimiento actual de cada país y, sobre todo, qué estrategia de crecimiento/desarrollo a futuro involucran esos planes.

En cada PED el sector productivo y los reguladores han hecho, cada uno por su cuenta, su diagnóstico sobre el contexto internacional (en particular, sobre la política de la FED). Esto implica hacer conjeturas sobre si el shock es transitorio o permanente, qué nivel y composición de demanda de "mi" producción va a haber en un futuro, cómo se van a desenvolver las finanzas internacionales (en particular, las de los PD) a futuro y los impactos que eso va a tener en mi propio sistema financiero, etcétera.

Las hipótesis de estos dos actores pueden ser:

Tabla 2. Planes entre actores: consistencia y acierto

Planes consistentes entre actores		
	Sector productivo	**Regulador**
Opción A	Acertado	Acertado
Opción B	Desacertado	Desacertado

Planes inconsistentes entre actores		
	Sector productivo	**Regulador**
Opción A	Acertado	Desacertado
Opción B	Desacertado	Acertado

Fuente: Elaboración propia

La tarea de los reguladores, o en particular la del banco central, debería ser procurar consistencia entre planes y tomar todas las medidas necesarias en ese sentido. Así, por ejemplo, si una porción del sector productivo privado considera que su capacidad de repago futura en moneda extranjera es sólida y por lo tanto decide endeudarse en dólares, el banco central deberá avalar este comportamiento (pensado siempre en términos agregados). De lo contrario, si el banco central considera que la hipótesis del privado a futuro no es correcta, tomará medidas preventivas para evitar el crecimiento del crédito en dólares, restringirá también su oferta (controles a la entrada de divisas), etcétera.

[16] China probablemente sea un caso especial y hasta cierto grado deba ser excluido del análisis de este apartado en tanto PED, ya que, en términos modélicos, viene sufre shocks sucesivos de "expansiones de su oferta de trabajo y oferta agregada", lo que tiene un enorme impacto sobre la frontera de posibilidades de producción y la tecnología, contando con más grados de libertad que el resto de los PED para desarrollarse.

Respecto del acierto o desacierto, esta es una característica de los planes revelable sólo *a posteriori*. Es por eso que en verdad el carácter acertado o desacertado de los planes no tiene consecuencias presentes en la economía sino que confirma o no (en el futuro) los planes de los agentes y, al hacerlo, convalida como correcta la estrategia de crecimiento/desarrollo del país o la revela como incorrecta y provoca los shocks y ajustes necesarios.

Entonces si suponemos que la autoridad monetaria (regulador) cumple su trabajo en coordinar las expectativas propias y las del resto de la economía (en la Tabla 2, "Planes consistentes…"), *sólo* queda saber si ésta estaba en lo correcto o no.

Dos ejemplos de planes consistentes

La evolución del mercado de créditos hipotecarios en Estados Unidos desde principios de los 2000 hasta la crisis puede considerarse un caso de planes consistentes y desacertados. Tanto los tomadores de las hipotecas como los colocadores (ya fueran entidades de segundo piso –Fannie Mae y Freddie Mac- o los bancos) estimaban la riqueza de los primeros como suficiente para repagar los créditos. Esto, obviamente, se reveló desacertado.

Por otro lado, ejemplos de planes consistentes y acertados deben buscarse en experiencias de desarrollo. Un ejemplo podría ser los tigres asiáticos y su industrialización en los ´70, con fuertes vínculos entre el sector productivo y el Estado.

En el contexto internacional actual, el análisis presentado se traduce en la actitud de los PED frente al exceso de dólares mundial. Y esta actitud, si vale caracterizarla de esta manera, ha sido de *demanda de dólares infinitamente elástica*. Puede pensarse, de hecho, como una *trampa de liquidez mundial*[17]. En lugar de utilizar los saldos positivos en sus balanzas de pagos para demandar bienes de capital e industrializarse, numerosos PED optaron por atesorarlos en forma de reservas internacionales o se utilizaron para fugar divisas desde los propios PED, sin fines productivos. Volvemos al concepto traído en el apartado 2 sobre la ausencia de ajustes naturales: los PD siguen consumiendo más de lo que producen, los PED siguen produciendo más de lo que consumen[18] y, en particular, estos últimos no han utilizado ese ahorro (sumado a la avalancha de dólares por cuenta capital) para demandar bienes de inversión y comenzar a

[17] Esta expresión es algo transgresora, pero cumple en describir el estado de aparente equilibrio de las finanzas internacionales utilizando como analogía la habitual trampa de liquidez keynesiana.

[18] Luego de desatada la crisis, numerosos PED han registrado una disminución en sus balanzas de cuenta corriente. Sin embargo, previo a 2008, habían acumulado cuantiosos superávits de cuenta corriente que, luego de la crisis, fueron en alguna medida reemplazados por flujos vía cuenta capital, tal como se ha desarrollado a lo largo de este trabajo.

cerrar la brecha tecnológica, productiva y de desarrollo[19]. El ciclo de los dólares "muere" en los PED, que al demandarlos para atesoramiento financian constantemente los déficits gemelos de Estados Unidos (ya que su déficit fiscal es financiado por letras del tesoro que también demandan los PED).

Según debería leerse a partir de las decisiones de los agentes en los PED, el diagnóstico ha sido que lo más prudente sería hacerse de los dólares que sobran en el mundo -en tanto reserva de valor- para contar en el futuro con mayores grados de libertad a la hora de fijar objetivos en el mercado de cambios. Esta decisión puede significar estar desaprovechando una etapa atípicamente ventajosa para usar el ahorro en dólares generado (y las bajas tasas de interés internacionales) para industrializarse. Lamentablemente, no puede confiarse en que este contexto internacional dure para siempre: al re-encauzarse la economía mundial en su sendero de crecimiento normal (cualquiera sea la forma en la que Estados Unidos se termine de recuperar de la crisis), una buena parte de los dólares que hoy pululan en los PED volverán a Estados Unidos, u otros PD, y allí se esfumará *como humo entre las manos* la posibilidad histórica de desarrollarse para los PED.

6. Perspectivas a futuro del Sistema Financiero Internacional

El estado actual del Sistema Financiero Internacional (SFI) ha sido descripto en este trabajo como un *aparente equilibrio* donde Estados Unidos, en tanto emisor de la principal moneda de reserva de valor mundial, financia su déficit externo y buena parte del mundo en desarrollo demanda los pasivos que emite su banco central (la FED). Sin embargo, también se ha hecho alguna referencia en el apartado 2 al fenómeno político que está detrás de este equilibrio -o modo de ajuste- financiero. El acelerado crecimiento de China desafía en el mediano plazo la hegemonía financiera de Estados Unidos, así como lo ha hecho en el plano productivo en los últimos 30 años.

Una manera de mirar el riesgo potencial del equilibrio actual del SFI es comparando activos y pasivos de la FED. Los pasivos, o el grueso de ellos, son ni más ni menos que los dólares que emite y que hoy están en poder del resto del mundo; mientras que los activos son bonos

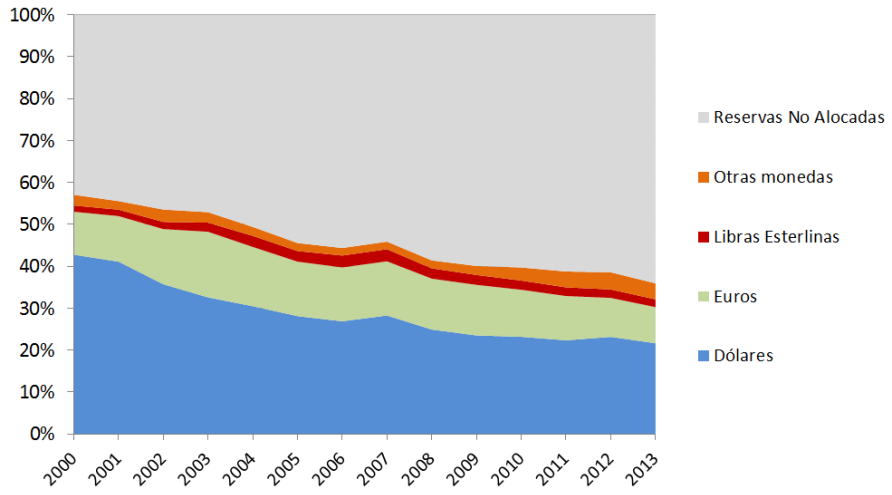
[19] Esta reflexión probablemente es altamente aplicable a aquellos PED donde se observa mayor brecha tecnológica con los PD, como por ejemplo Latinoamérica. Los *tigres asiáticos* quizá no estén desaprovechando esta oportunidad en ese sentido; sin embargo, sí es aplicable el razonamiento general sobre la voluntad de demandar dólares en forma de reservas.

corporativos de baja calidad y, en mayor medida, bonos del tesoro. Es decir: la única manera que el estado actual de la FED sea un equilibrio inter-temporal es si se igualan, en valor, los dólares emitidos con la capacidad contributiva futura de los estadounidenses. O, alternativamente, que la demanda de dólares del mundo se sostenga infinitamente.

En otras palabras, el esquema actual del SFI se ve amenazado por la solvencia de Estados Unidos, que en última instancia depende de la capacidad/voluntad de absorber dólares del resto del mundo. Según el gráfico 9, los PED vienen disminuyendo paulatinamente el porcentaje de sus reservas atesoradas en dólares en los últimos años. Este lugar es tomado, en las estadísticas, por reservas cuya moneda no se informan, que informalmente son reconocidas como reservas del BPC de China que no provee esta información al FMI[20].

Gráfico 9. Composición de reservas internacionales de PED

En % total reservas internacionales de PED



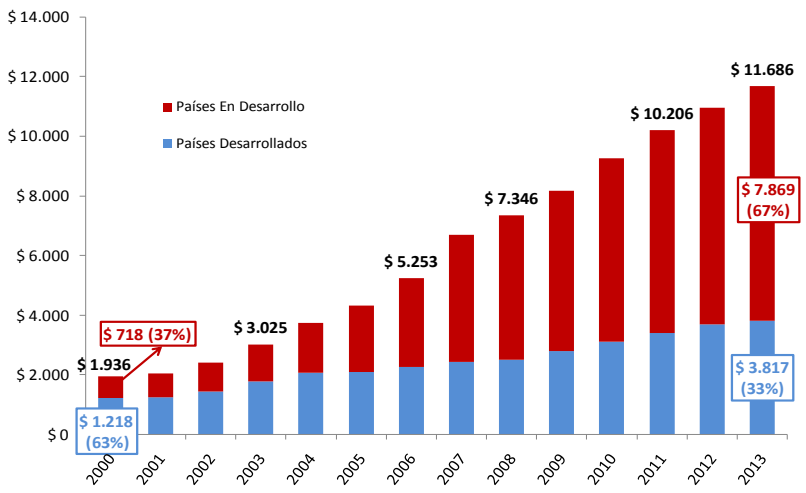
Fuente: Elaboración propia en base a COFER, FMI (la categoría PED se asimila a "Emerging Markets" para dicho informe)

Respecto de la dimensión cuantitativa de este fenómeno, el Gráfico 10 nos dice que cobra mayor relevancia año a año. Las reservas internacionales atesoradas por bancos centrales de distintos PED se han multiplicado exponencialmente desde el año 2000, lo cual es en parte la consecuencia necesaria de tópicos desarrollados en este trabajo. Resta saber en qué medida estas divisas ahorradas son por factores estructurales -superávits corrientes- y en qué medida son reversibles al ciclo económico (y sobre todo a la tasa de interés) de Estados Unidos -exceso de dólares mundial provocado por el QE-.

[20] http://www.reuters.com/article/2013/04/01/imf-economy-reserves-idUSL2N0CO1ED20130401

Gráfico 10. Reservas internacionales

En miles de millones de U$S



Fuente: Elaboración propia en base a COFER, FMI (con las categorías de países de dicho informe)

El tiempo dirá si el estado actual del SFI puede ser replicado en un futuro por el yuan como reserva de valor. La profundización constante de los lazos globalizadores no arroja un horizonte claro sobre el grado y modo en que los PED y los PD se conectarán en el SFI. Lo que sí es claro es que, ya sea el actual o en el futuro, el SFI es la expresión monetaria/financiera de un orden político internacional y la contracara necesaria, a su vez, del plano productivo, que es el único en el que un país puede dar el salto al desarrollo.

7. Conclusiones

Este trabajo ha tratado sobre la transmisión de la política monetaria de los PD (centrado en Estados Unidos) a los PED, con foco especial en el QE que llevó a cabo la FED para salir de la crisis desatada en 2008. Las principales conclusiones que pueden extraerse son las siguientes:

- El QE conlleva considerables efectos redistributivos en el propio Estados Unidos, oficiando una transferencia de ingresos (inter-temporal) de los contribuyentes al sector bancario/financiero. La agresiva política monetaria expansiva adoptada (en un contexto donde todo indicaba su inefectividad) se dio, en buena medida, para esconder estos efectos redistributivos que habrían sido más claros, de tratarse de medidas fiscales (recortes de gasto y/o aumentos de impuestos).

- Los principales canales de transmisión de esta política a los PED han sido: el tipo de cambio, la tasa de interés de corto plazo (de política), la tasa de interés de largo plazo y los flujos de capitales (préstamos bancarios internacionales y flujos de cartera). El problema más usual ha sido la presión a la apreciación cambiaria y la inestabilidad financiera.
- Las respuestas de política de los PED pueden resumirse en las siguientes: intervención en el mercado cambiario, política fiscal contractiva (ambas medidas monetarias), medidas macroprudenciales y controles de capitales (estas últimas dos, medidas no monetarias). El principal problema asociado a estas políticas ha sido las presiones inflacionarias que provocan la emisión por intervenir en el mercado cambiario, o la capacidad de esterilizar esta emisión que tenga la autoridad monetaria en caso de elegir hacerlo.
- Desde un análisis de mediano plazo, la respuesta de prácticamente todos los PED ha consistido en demandar una enorme cantidad del exceso de dólares mundial en lugar de ampliar su gasto en bienes de capital que pueda significar en un futuro empezar a cerrar la brecha al desarrollo. En esta respuesta han tenido un rol fundamental los bancos centrales en tanto diagnosticadores de la situación monetaria internacional y coordinadores de planes a futuro con el sector productivo.
- El estado de *aparente equilibrio* del Sistema Financiero Internacional descripto en este documento depende de la solvencia de Estados Unidos, que está atada a su vez a la capacidad/voluntad de absorber dólares del resto del mundo. Existen indicios que pueden ser interpretados como un paulatino desplazamiento del dólar por parte del yuan (renminbi) como principal moneda de reserva de valor mundial.

Bibliografía

-Borio, C. (Agosto de 2014). *The International Monetary and Financial System: its Achilles heel and what to do about it.* Obtenido de Bank for International Settlements: http://www.bis.org/publ/work456.pdf

-Caruana, J. (2011). Monetary policy in a world with macroprudential policy. *Speech delivered at the SAARCFINANCE Governors' Symposium 2011* .

-Cetorelli, N., & Goldberg, L. S. (2012). Banking globalization and monetary transmission. *Journal of Finance, Vol. 67* .

-Duménil, G., & Lévy, D. (2011). *The Crisis of Neoliberalism.* Cambridge: Harvard University Press.

-Eichengreen, B. (2013). *Currency War or International Policy Coordination?* Obtenido de University of California, Berkeley: http://eml.berkeley.edu/~eichengr/curr_war_JPM_2013.pdf

-Gadanecz, B., Miyajima, K., & Urban, J. (2014). *How might EME central banks respond to the influence of global monetary factors?* Obtenido de Bank for International Settlements: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap78.pdf

-Habermeier, K., Kokenyne, A., & Baba, C. (2011). *The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows.* Obtenido de International Monetary Fund: https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf

-International Monetary Fund. (2014). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*. Obtenido de http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf

-Leijonhufvud, A. (2012). *Conferencia brindada seminario de INET, Berlín*. Obtenido de Institute for New Economic Thinking: http://ineteconomics.org/conference/berlin/axel-leijonhufvud-debt-inflation-and-austerity-45

-Leijonhufvud, A. (2012). *The Unstable Web of Contracts.* Obtenido de Institute for New Economic Thinking: http://ineteconomics.org/sites/inet.civicactions.net/files/Berlin%202012%20Rev.pdf

-Leijonhufvud, A. (Marzo de 2009). *Wicksell, Hayek, Keynes, Friedman: Whom Should We Follow?* Obtenido de www.nowandfutures.com: http://www.nowandfutures.com/d3/Wicksell_Hayek_Keynes_Friedman,_Minsky.pdf

-Mohan, R., & Kapur, M. (2014). *Monetary Policy Coordination and the Role of Central Banks.* Obtenido de International Monetary Fund: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1470.pdf

-Mohanty, M. (2014). *The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets - An overview.* Obtenido de Bank for International Settlements: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap78.pdf

-Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M. S., y otros. (2011). *Managing Capital Inflows: What Tools to Use?* Obtenido de International Monetary Fund: http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf

-Palley, T. I. (2008). *Asset Price Bubbles and Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done.* Obtenido de Macroeconomic Policy Institute: http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_05_2008.pdf

-Palley, T. I. (2011). *Quantitative Easing: A Keynesian Critique.* Obtenido de www.thomaspalley.com: http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro_policy/quantitative-easing-a-keynesian-critique.pdf

-South African Reserve Bank. (2014). *The international transmission of monetary policy - lessons learnt in South Africa.* Obtenido de Bank for International Settlements: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap78.pdf

-Takáts, E., & Vela, A. (2014). *International monetary policy transmission.* Obtenido de Bank for International Settlements: http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap78.pdf

-Taylor, J. B. (2013). *International Monetary Policy Coordination: past, present and future.* Obtenido de Bank for International Settlements: http://www.bis.org/publ/work437.pdf

-Taylor, L. (2004). *Reconstructing Macroeconomics.* Cambridge: Harvard University Press.

-Velasco, A. (21 de Noviembre de 2013). *The Taper Wolf at the Door (artículo periodístico)*. Obtenido de Project Syndicate: http://www.project-syndicate.org/commentary/andres-velasco-on-emerging-economies--continuing-vulnerability-to-a-capital-flow-reversal