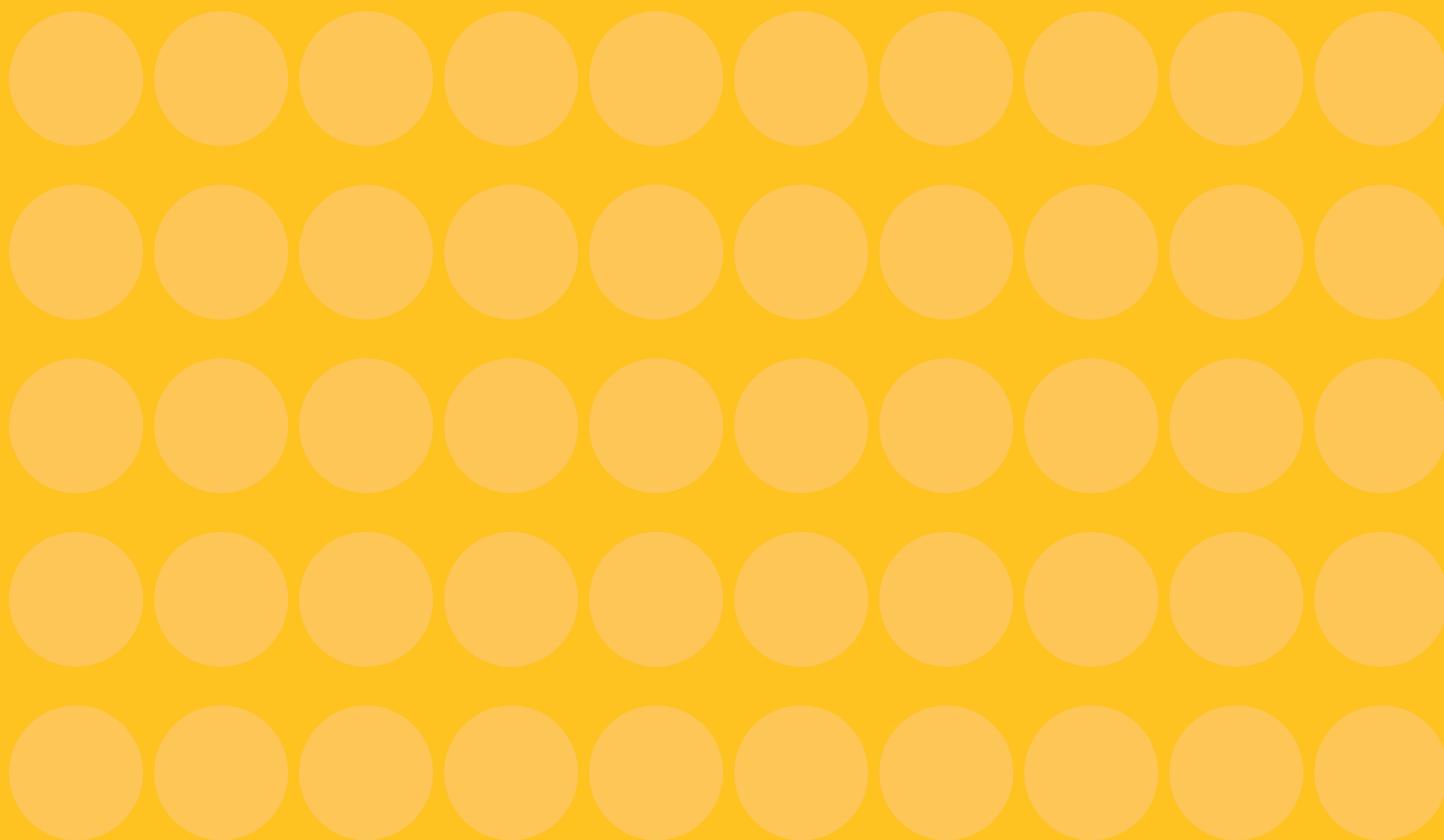


BOLETÍN

Volumen LXIII

Número 4, octubre-diciembre de 2017



Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

Boletín

Volumen LXIII, número 4,
octubre-diciembre de 2017

ASAMBLEA

Bancos centrales asociados (*vox et votum*)
Miembros colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO 2017-2019

Presidente

Banco Central del Uruguay

Miembros asociados

Central Bank of The Bahamas

Banco Central do Brasil

Banco Central de Chile

Banco de Guatemala

Banco de México

Banco Central de Venezuela

Miembros colaboradores

Banco de España

Board of Governors
of the Federal Reserve System

COMITÉ EDITORIAL

Fernando Tenjo Galarza

Director general

Dalmir Sergio Louzada

Subdirector general

Fernando Sánchez Cuadros

Reuniones Técnicas de Banca Central

Ana Laura Sibaja Jiménez

Servicios de Información

María José Roa

Investigación Económica

ÍNDICE

236 **Informes de estabilidad financiera en América Latina y el Caribe**

Cheng Hoon Limr
Alexander D. Klemm
Sumiko Ogawa
Marco Pani
Claudio Visconti

275 **[Des]Globalización e inflación**

Mark Carney

301 **El efecto de la distribución del ingreso sobre la cuenta corriente**

Jorge Eduardo Carrera
Esteban Rodríguez
Mariano Sardi

333 **Cómo evitar guerras regulatorias con la coordinación internacional de las políticas macroprudenciales**

Luiz Awazu Pereira da Silva

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango núm. 54, colonia Roma, Ciudad de México, 06700. ISSN: 0186-7229. *Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

INFORMES DE ESTABILIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

*Cheng Hoon Lim
Alexander D. Klemm
Sumiko Ogawa
Marco Pani
Claudio Visconti*

1. INTRODUCCIÓN

La garantía de sistemas financieros seguros y saludables se ha convertido en una meta de política en sí. Si bien la economía real depende del crédito intermediado por el sector financiero para crecer e innovar, la escala y la velocidad de los flujos financieros pueden abrumar a la economía real, especialmente en tiempos de tensión. De 1980 a 2007, los activos financieros del mundo, entre ellos los capitales accionarios, la deuda privada y pública y los depósitos bancarios, prácticamente cuadruplicaron su tamaño con respecto al producto mundial bruto.¹ Una perturbación en los servicios financieros podría generar volatilidad en los mercados y, en el peor de los casos, desatar una crisis a gran escala que acarree significativas dificultades económicas y sociales para la población. La Gran Recesión posterior al torbellino de 2008 en los mercados

¹ McKinsey & Company, *Global Capital Markets: Entering a New Era*, informe del McKinsey Global Institute, septiembre de 2009.

Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización, el documento original *Financial Stability Reports in Latin America and the Caribbean*, IMF Working Paper, núm. 17/73. © Fondo Monetario Internacional. Para la versión completa en inglés, visitar <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/wp/2017/wp1773.ashx>>. El Fondo Monetario Internacional no se responsabiliza por la precisión de la traducción. En caso de discrepancias, rige el texto en idioma original. Las opiniones expresadas en el presente artículo son exclusivas de los autores y no necesariamente representan las opiniones del FMI. Correos electrónicos de los autores: <CLim@imf.org>; <AKlemm@imf.org>; <SOgawa@imf.org>; <MPani@imf.org>; y <CVisconti@imf.org>.

financieros mundiales, cuando el valor total de los activos financieros del mundo cayó a una marca de 16 billones de dólares, es un buen ejemplo.

La publicación de evaluaciones de estabilidad financiera de manera regular se considera un modo eficaz de supervisión financiera. Los informes de estabilidad financiera (FSR, por sus siglas en inglés) alertan al público en general (inversionistas, ahorradores, analistas de mercados y otros observadores) sobre los riesgos potenciales y emergentes y hacen que los bancos centrales y los organismos de supervisión bancaria sean responsables de formular respuestas eficaces de política. Al anticipar el riesgo sistémico y al promover un debate público sobre políticas, los FSR fomentarán conductas más prudentes y exhortarán a las autoridades a llevar a cabo acciones que mejoran la estabilidad del sistema financiero. Los primeros bancos en publicar FSR fueron el Bank of England y los bancos centrales de los países nórdicos, los cuales habían sufrido una serie de crisis bancarias a principios de los años noventa. Estados Unidos comenzó a publicar un FSR en 2011, mediante el Consejo Supervisor para la Estabilidad Financiera (FSOC, por sus siglas en inglés) que se estableció como parte de los grandes cambios regulatorios ordenados por la Ley Dodd-Frank.² En 2015, la Oficina de Investigación Financiera (OFR, por sus siglas en inglés) comenzó también a emitir su propio informe. Hoy, 60 países (24 avanzados y 36 de mercados emergentes) publican sus informes de estabilidad financiera.³

Los estudios que han intentado evaluar la relación entre la publicación de FSR y la estabilidad financiera han indicado una relación positiva si bien los resultados son, en el mejor de los casos, tentativos. Los primeros estudios en hacer este intento (Čihák, 2006; Osterloo *et al.*, 2007, y Čihák *et al.*, 2012) no hallan una relación directa entre la publicación de los FSR y la estabilidad financiera, si bien

Čihák *et al.* (2012) concluyen que “los informes de más calidad tienden a estar asociados a entornos financieros más estables”.⁴ En otra reseña, Wilkinson *et al.* (2010) hallan que los FSR de cuatro países avanzados con considerable experiencia en la preparación de estos documentos (el Reino Unido, Suecia, los Países Bajos y España) identificaron correctamente los riesgos que contribuyeron a la crisis financiera de 2008 en el periodo anterior a la crisis, pero sus efectos se desestimaron significativamente. Los autores argumentan que si los FSR hubieran anticipado la magnitud de los problemas potenciales, las autoridades regulatorias y las instituciones financieras habrían identificado las exposiciones al riesgo. En su opinión, el reto para quienes formulan las políticas es avanzar en el fortalecimiento de la función de supervisión de los FSR con un análisis más riguroso y objetivo.

Con base en otros trabajos, este estudio reseñará el contenido y la calidad de los FSR emitidos en América Latina y el Caribe. Hay dos razones por las cuales este es un ejercicio oportuno. En primer lugar, la región de América Latina y el Caribe está atravesando un proceso de significativa profundización y desarrollo financieros, y los bancos están cada vez más integrados entre fronteras por medio de estructuras de conglomerados financieros. Como la región está atravesando una etapa de crecimiento más lento y de flujos de capital volátiles, es importante para la banca central y para las autoridades regulatorias vigilar en detalle las tendencias financieras y los riesgos incipientes y lograr un mejor entendimiento de la estructura subyacente de los mercados financieros mundiales. Segundo, la cantidad de países en la región que elaboran FSR es ahora lo suficientemente grande como para permitir un estudio comparativo de su calidad y efecto.

Desde 2002, cuando Brasil publicó por primera vez su FSR, la cantidad de informes ha aumentado

² Los informes anuales del FSOC pueden hallarse en el sitio web del FSOC en <<https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/>>.

³ Ver *Country Reports*, Center for Financial Stability.

⁴ Los autores evaluaron el efecto de los FSR en distintos indicadores de estabilidad financiera (tales como ocurrencia de crisis sistémicas de la banca o índices de vulnerabilidades financieras) para 44 países.

a 19 (cuadro 1).⁵ Este estudio identificará las principales fortalezas y áreas para mejorar de los FSR y ofrece recomendaciones específicas para elevar su eficacia. Dado que el ejercicio se basa en una evaluación subjetiva en relación con los criterios establecidos, invariablemente involucrará un elemento de juicio.

El presente documento se organiza de la siguiente manera: en la sección 2 se destacan las características principales de la metodología de evaluación y se brinda una descripción sucinta de la muestra de países. En la sección 3 se informan los resultados del análisis, y se presenta la correlación entre la calidad de los FSR y los principales indicadores financieros y macroeconómicos. En la sección 4 se exponen con las recomendaciones para mejorar la calidad e influencia de los FSR.

2. METODOLOGÍA Y MUESTRA

2.1 METODOLOGÍA

Aplicamos la metodología elaborada por Čihák (2006) e ilustrada en detalle por Čihák *et al.* (2012). Siguiendo este enfoque, se evalúa la calidad de los informes con base en 26 criterios que abarcan cinco elementos generales: claridad de las metas (A), evaluación general (B), cobertura de aspectos/asuntos (C), datos, supuestos y herramientas (D), y estructura y otras características (E) (ver apéndice, cuadros 1-3). Por razones operativas, hemos complementado los criterios de manera más detallada que en los dos estudios de Čihák pero, para mejorar la comparabilidad con los resultados anteriores, hemos mantenido la misma escala de ponderación y de clasificación. A fin de ilustrar cómo se usa el método para evaluar la calidad de un FSR, lo aplicamos al FSR de julio de 2016 del Bank of England (BoE) como un ejemplo de un informe que cumple eficazmente con estos criterios (recuadro 1). Sin embargo, este ejemplo debería ponerse en contexto dado que el Reino Unido tiene un sistema financiero mucho más profundo y tiene acceso a amplios recursos técnicos y profesionales, además de contar con el mandato institucional y la

⁵ Además, el Caribbean Centre for Money and Finance (2016) de la Universidad de West Indies, en colaboración con el Mercado Común del Caribe (Caricom), la banca central y los supervisores bancarios, ha publicado recientemente un *Caribbean Regional Financial Stability Report*. El informe “complementa los informes nacionales de estabilidad financiera y su finalidad es sensibilizar a las partes interesadas en temas de estabilidad financiera, entre ellas al público de la región, sobre los temas relevantes para la estabilidad del sistema financiero regional”. No se evalúa este informe en el presente documento.

experiencia histórica de la cual no disponen todas las autoridades que emiten los FSR en la región de América Latina y el Caribe.

Cada informe tiene un puntaje entre 1 y 4 (los valores más altos representan una mejor calidad) en cada uno de los 26 criterios.⁶ Se computa un puntaje general compuesto como el promedio ponderado de las calificaciones para todos los criterios, usando las ponderaciones sugeridas en Čihák (2006) para mantener la comparabilidad.⁷ Si bien los criterios y las ponderaciones son las mismas para todos los países, lo que permite comparar la evaluación, esto no significa que se adopte una solución única. Algunos criterios se aplican claramente de la misma manera en todos los países (por ejemplo, la declaración de metas), pero otros se interpretan según factores específicos de cada país. Por ejemplo, cuando se evalúa si se cubren todos los riesgos relevantes, las comparaciones se hicieron con respecto a los riesgos específicos de cada país y no a un conjunto común de factores mundiales de riesgo.

2.2 LA MUESTRA

La muestra incluye los últimos 20 FSR publicados por 19 países de la región al 30 de junio de 2016 (cuadro 1).⁸ Estos informes están disponibles en línea y se descargan 1,600 veces en promedio cada uno, con una variación significativa entre países (recuadro 2). Los FSR son publicados principalmente por bancos centrales. En México, tanto el banco central como la dependencia responsable de la estabilidad financiera (CESF) publican sus FSR,

y en este documento analizamos ambos FSR (recuadro 3). Entre las economías del Caribe, cuatro elaboran FSR, una cantidad significativa considerando el tamaño pequeño de estas economías. Sin embargo, tres países parecen haber demorado o suspendido sus publicaciones en los últimos años (Ecuador, Guatemala y Nicaragua). En conjunto, los países incluidos en la muestra representan un 92% de la población de la región y de su PIB (cuadro 2).

Estos países forman un grupo heterogéneo, con un PIB per cápita que oscila entre menos de 2,000 dólares (Nicaragua) a más de 20,000 dólares estadounidenses (Bahamas), una población que varía entre menos de 300,000 (Barbados) a más de 200 millones de habitantes (Brasil), y un PIB que va de 4,400 millones de dólares (Barbados) a más de un billón de dólares (Brasil y México). Los tres países más grandes del grupo (Brasil, México y Argentina) representan dos tercios de su población y de su PIB.

La publicación de evaluaciones de estabilidad financiera de manera regular se considera un modo eficaz de supervisión financiera

⁶ Cada FSR pasa por diversas rondas de revisión. Los puntajes finales se determinan después de múltiples iteraciones para garantizar la aplicación consistente de estos criterios.

⁷ Hemos puesto a prueba también la robustez de los resultados de diferentes ponderaciones aplicando el mismo peso a cada uno de los elementos. Estos cambios no alteran la sustancia de los resultados.

⁸ Excepto Argentina, donde se evaluó el informe publicado en julio de 2016, dados los grandes cambios en relación con los informes anteriores.

RECUADRO 1

EL INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA DEL BANK OF ENGLAND

El Bank of England (BoE) ha sido uno de los primeros bancos centrales en publicar sus FSR; el primer informe se publicó en 1996.¹ Dada su largo historial, con los años el BoE ha perfeccionado el informe hasta convertirse en lo que hoy se considera como una de las mejores prácticas de la industria. Las principales características del informe de julio de 2016 incluyen:

- **Una declaración clara de metas y objetivos.** El FSR expone las ideas del Comité de Política Financiera sobre las perspectivas para la estabilidad financiera, incluso su evaluación de la capacidad de recuperación del sistema financiero del Reino Unido y los principales riesgos actuales para la estabilidad financiera, como así también las acciones que está llevando a cabo el Comité para suprimir o reducir estos riesgos. Informa también las actividades del Comité durante el periodo de referencia y el grado de éxito de las acciones previas de política en el cumplimiento de las metas del Comité.
 - **Un breve resumen ejecutivo.** El resumen ejecutivo agrupa la evaluación en torno a un tema único (en este informe, los riesgos relacionados con el referendo por el Brexit), así como los riesgos internos más significativos a corto plazo para la estabilidad financiera.
 - **Una evaluación informal.** El informe señala claramente los retos para la estabilidad financiera del Reino Unido, señalando que el gran déficit en cuenta corriente del país, el mercado inmobiliario comercial en el límite, el alto nivel de endeudamiento de los hogares, un
- parco crecimiento de la economía mundial y las fragilidades en el funcionamiento del mercado financiero son canales por los cuales el referendo podría aumentar los riesgos para la estabilidad financiera. El informe identifica las acciones de política que se han tomado hasta ahora y deja en claro que, en función de cómo evolucionara la situación, el Comité de Política Financiera estará atento a la aplicación de nuevas medidas que se consideren apropiadas para respaldar la estabilidad financiera.
- **Una estructura de simple aplicación que facilita la comparación a través del tiempo.** El informe se divide en dos partes (riesgos y capacidad de recuperación), con anexos que resaltan las decisiones de política macroprudencial y los indicadores principales que respaldan el amortiguador de capital anticíclico y los requerimientos de capital sectoriales.
 - **Una estrategia de comunicación completamente redondeada.** El BoE mantiene un sitio web especializado en estabilidad financiera al cual se ingresa con facilidad desde su página de inicio y contiene la edición del FSR más reciente y las anteriores (publicadas desde 1996), tiene ligas a datos y estudios relevantes y una dirección de correo electrónico para preguntas y comentarios. El Gobernador presenta el informe en una conferencia de prensa cuya grabación en video y transcripción están también disponibles en el sitio web. La publicación del

¹ Antes de 2006, los informes se conocían como *Financial Stability Review*.

informe se realiza con regularidad y las fechas de publicación del informe anterior y del próximo están claramente indicadas en el sitio web.

- **Fuentes de datos bien documentadas.** Si bien el informe usa principalmente datos agregados, ofrece un análisis distribucional

de las variables clave (tales como el capital) entre los bancos. Se indica claramente la fecha de corte de datos (1 de julio de 2016) y las correcciones de datos también se ponen en línea. Los datos de los cuadros y las gráficas están disponibles en línea, y se ofrece una descripción detallada de la información usada en las notas al pie.

Cuadro 1

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INFORMES DE ESTABILIDAD FINANCIERA

| <i>País</i> | <i>Fechas de la primera y la última publicación¹</i> | <i>Frecuencia</i> | <i>Banco central</i> | <i>Organismo supervisor</i> | <i>Comité para la Estabilidad Financiera</i> |
|--------------------------|---|--------------------------------------|----------------------|-----------------------------|--|
| Argentina | 2004-julio de 2016 | 6 meses | ✓ | | |
| Bahamas | 2012-febrero de 2016 | Anual | ✓ | | |
| Barbados | 2011-febrero de 2016 | Anual, actualización a mitad del año | ✓ | | |
| Bolivia | 2006-abril de 2016 | 6 meses | ✓ | | |
| Brasil | 2002-abril de 2016 | 6 meses | ✓ | | |
| Chile | 2004-junio de 2016 | 6 meses | ✓ | | |
| Colombia | 2002-marzo de 2016 | 6 meses | ✓ | | |
| Ecuador | 2013-junio de 2014 | Anual | | ✓ | |
| El Salvador | 2007-junio de 2016 | 6 meses | ✓ | | |
| Guatemala | 2007-junio de 2012 | Anual | | ✓ | |
| Honduras | 2012-2016 | 6 meses | ✓ | | |
| Jamaica | 2005-2015 | Anual | ✓ | | |
| México (CESF) | 2011-marzo de 2016 | Anual | | | ✓ |
| México (CB) | 2006-noviembre de 2015 | Anual | ✓ | | |
| Nicaragua | 2013-septiembre de 2014 | 6 meses | ✓ | | |
| Panamá | 2012-2016 | Anual | | ✓ | |
| Paraguay | 2009-abril de 2016 | 6 meses | ✓ | | |
| Perú | 2006-mayo de 2016 | 6 meses | | | |
| Trinidad y Tobago | 2008-junio de 2016 | Anual | ✓ | | |
| Uruguay | 2010-julio de 2016 | Anual | ✓ | | |
| Total | | | 16 | 3 | 1 |

¹ A julio de 2016.

Fuente: sitios web de los bancos centrales y de otras autoridades. En México, se publican dos FSR, uno del banco central (CB) y otro del Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF).

RECUADRO 2

DESCARGAS EN LÍNEA DE FSR EN AMÉRICA LATINA

La lectura de los FSR está aumentando en el ámbito nacional. Las estadísticas de descargas brindadas por ocho autoridades de distintos países, que se remontan a tantos años como sea posible, revelan una tendencia creciente, si bien no constante, en las descargas de FSR. Dentro de la muestra, cada informe se descarga en promedio 1,600 veces. La cantidad de descargas varía significativamente entre países y en el tiempo: frecuentemente excede las 10,000 en Brasil y a menudo están por debajo de las 1,000 en las economías

más pequeñas. Los datos sugieren también que la mayoría de las descargas provienen de usuarios nacionales: por ejemplo, las versiones en el idioma local se descargan con más frecuencia que la versión en inglés (en el caso que esté disponible), y en países donde estos datos están disponibles, la mayoría de las descargas se hacen desde una dirección IP local. Trinidad y Tobago atrae un significativo interés extranjero, según lo indican la gran cantidad de descargas desde una IP extranjera.

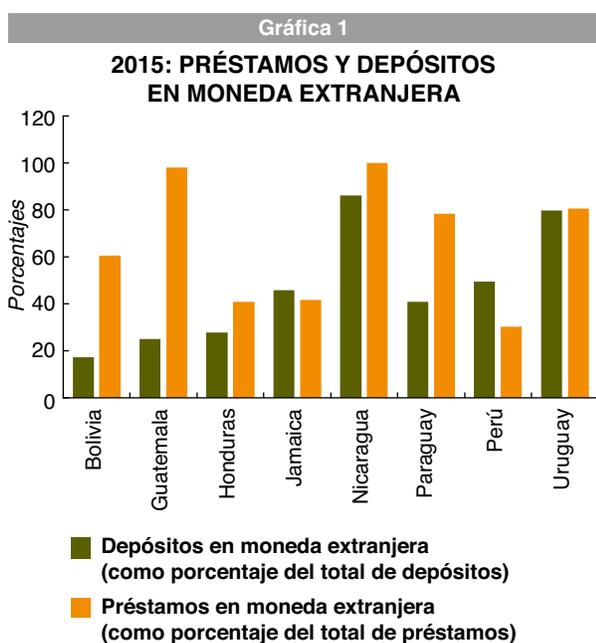
Cuadro 2

INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES DE LOS PAÍSES DE LA MUESTRA (HASTA FINES DE 2015)

| | <i>PIB (miles de millones de dólares)</i> | <i>Población (millones)</i> | <i>PIB per cápita (dólares)</i> |
|--------------------------|---|-----------------------------|---------------------------------|
| Argentina | 585.6 | 43.1 | 13,589 |
| Bahamas | 8.7 | 0.4 | 23,903 |
| Barbados | 4.4 | 0.3 | 15,774 |
| Bolivia | 33.2 | 11.5 | 2,886 |
| Brasil | 1,772.6 | 204.5 | 8,670 |
| Chile | 240.2 | 18.0 | 13,341 |
| Colombia | 293.2 | 48.2 | 6,084 |
| Ecuador | 98.8 | 16.3 | 6,071 |
| El Salvador | 25.8 | 6.4 | 4,040 |
| Guatemala | 63.9 | 16.3 | 3,929 |
| Honduras | 20.3 | 8.4 | 2,407 |
| Jamaica | 13.9 | 2.8 | 4,948 |
| México | 1,144.3 | 127.0 | 9,009 |
| Nicaragua | 12.2 | 6.3 | 1,949 |
| Panamá | 52.1 | 4.0 | 13,013 |
| Paraguay | 28.1 | 7.0 | 4,010 |
| Perú | 192.1 | 31.9 | 6,021 |
| Trinidad y Tobago | 24.6 | 1.4 | 18,086 |
| Uruguay | 53.8 | 3.4 | 15,748 |

Fuente: WEO, abril de 2016.

El grupo incluye a tres países con importante actividad financiera proveniente de fuera de sus fronteras (Barbados, Panamá y Bahamas), ocho economías altamente dolarizadas, con una cantidad significativa de depósitos bancarios o de préstamos denominados en monedas extranjeras (gráfica 1), y tres economías completamente dolarizadas (Ecuador, El Salvador y Panamá) que usan al dólar estadounidense como moneda de curso legal.



Fuentes: Monetary and Financial Statistics Database (MFS); Country Authorities; y estimaciones del personal del FMI.

El tamaño y la estructura del sector financiero también varía ampliamente entre estos países (gráfica 2). Medida por la suma del total de los activos bancarios, la capitalización del mercado bursátil y la emisión de bonos,⁹ Brasil tiene el mayor sector financiero de la región (5.7 billones de dólares),

⁹ Datos promedio para el periodo 2010-2015; datos recabados por el personal del Fondo con base en la información proporcionada por las autoridades de cada país y datos del mercado.

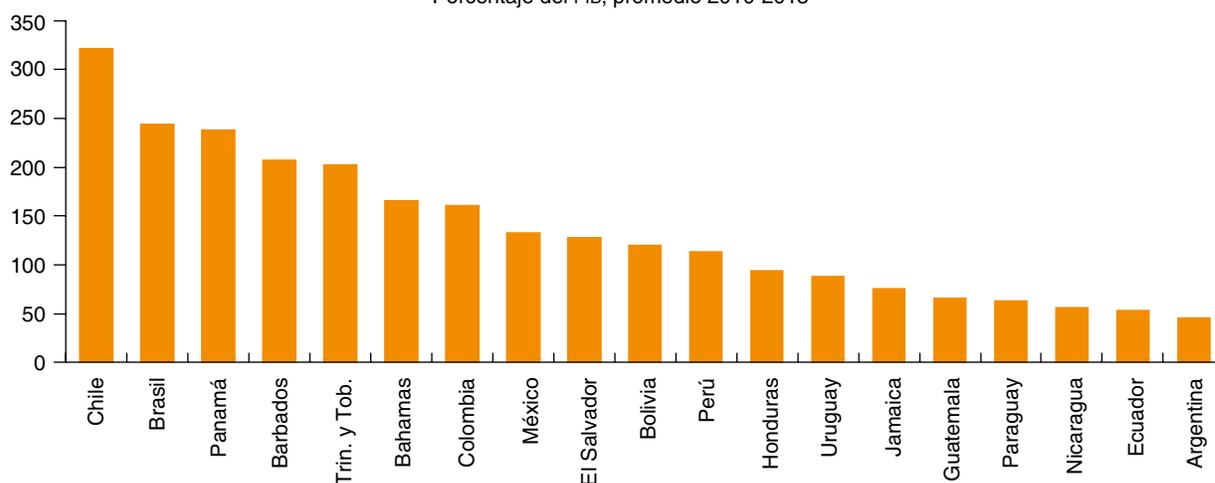
seguido por México (1.6 billones) y Chile (800,000 millones de dólares), reflejado también en la profundidad de sus mercados de capital y en la presencia significativa de la inversión externa. Chile tiene el mayor sector financiero en función del tamaño de su economía (más de tres veces su PIB), seguido por Brasil y por tres centros de operaciones extrafronterizas. Entre los otros países, Colombia, Argentina y Perú tienen un sector financiero comparativamente grande (con activos totales entre 200,000 y 600,000 millones de dólares), y en Perú, Bolivia, Honduras y Uruguay el sector privado y de dinero en sentido amplio exceden el 40% del PIB; en otros países, el sector financiero es mucho más pequeño. La cantidad de bancos (entre ellos las uniones de crédito, instituciones cooperativas y de microfinanzas) varían de menos de 20 (en Nicaragua y Uruguay) a más de 100 (en México, Perú, Trinidad y Tobago) y más de 1,000 en Brasil.¹⁰ Los países también difieren notablemente en los términos de penetración del sector financiero. La cantidad de sucursales de los bancos comerciales (supuestamente un indicador más significativo de inclusión financiera en países geográficamente extensos con mayor población que en los estados más pequeños) varía de 5.3 cada 100,000 habitantes en Jamaica a 253 en Colombia; es comparativamente alta en Brasil, Ecuador, Guatemala y las Bahamas, pero relativamente baja en otros países (menos de 25 cada 100,000 habitantes).

¹⁰ Datos de la Encuesta de Acceso Financiero (FAS, por sus siglas en inglés) de 2014 [no se incluyen datos de 2015].

Gráfica 2

TAMAÑO DEL SECTOR FINANCIERO¹

Porcentaje del PIB, promedio 2010-2015



¹ Suma de los activos bancarios, capitalización del mercado accionario y bonos en circulación totales.

Fuentes: WEO; IMF VESD Database; IMF Monetary and Financial Statistics Database; World Federation of Exchanges; y estimaciones del personal del FMI.

RECUADRO 3

INFORMES DE ESTABILIDAD FINANCIERA EN MÉXICO

México es el único país en esta muestra que publica dos FSR elaborados por dos instituciones diferentes.

- El Banco de México ha publicado un *Informe del Sistema Financiero* desde 2006. Se publica anualmente en otoño.
- El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero (CESF) ha publicado un informe anual sobre la estabilidad financiera y las actividades del Consejo cada primavera desde 2011. El CESF, creado en 2010, está presidido por la Secretaría de Hacienda y cuenta entre sus miembros

con representantes del Banco de México, las autoridades de supervisión financiera (supervisores de bancos, compañías aseguradoras y del sistema de pensiones), y la autoridad de garantía de depósitos.

A pesar de tener nombres diferentes, ambos informes abarcan aspectos de la estabilidad financiera y publican pruebas de tensión similares. Con base en los criterios de evaluación usados en este estudio, el informe elaborado por el Banco de México (Mexico, CB) es en términos generales más sólido. En particular, el informe del Banco de México explica en

detalle sus metas y tiene una cobertura más amplia, que abarca a bancos, fondos de inversión, compañías aseguradoras, sector de hogares y corporaciones no financieras mientras que el informe del CESF se concentra en los bancos. El informe del CESF ofrece una mejor justificación de los supuestos subyacentes en las pruebas de tensión, y ha mantenido una estructura más constante (la estructura del informe del Banco de México se modificó en 2015 sin explicación). En otras categorías la calidad de los dos informes es similar, aunque ninguno ofrece una definición de estabilidad financiera. Ambos informes realizan evaluaciones generales sólidas (el Banco de México con la ventaja adicional de incluir un mapa de riesgo), identificando claramente los principales riesgos macrofinancieros que enfrenta la economía mexicana.

El FSAP 2016 ha recomendado hacer del CESF el foro principal para la comunicación de las evaluaciones de estabilidad. Sin embargo, el simple movimiento hacia un informe único sin otros cambios institucionales podría tener algunas desventajas. En particular, el Banco de México es una institución independiente, y debería ser capaz de expresar sus opiniones sobre estabilidad financiera. Por otra parte, el CESF está presidido por el Ministerio de Hacienda, y todos los miembros, excepto los del Banco de México, son representantes de este. A menos que los supervisores financieros sean más independientes, como recomienda el FSAP, la desaparición del informe del Banco de México eliminaría una importante evaluación independiente de estabilidad financiera.

3. RESULTADOS¹¹

El puntaje compuesto promedio general para toda la muestra de 20 FSR es 2.23¹² (sobre un máximo de 4); ningún informe está por encima de 3, y tres cuartos se ubican por debajo de 2.6 (cuadro 8). Esta calificación está en línea en términos generales con la calificación promedio integral¹³ para las economías de mercados emergentes evaluada por Čihák *et al.* (2012), que es 2.24 (cuadro 3), inferior al promedio para las economías avanzadas (3.04), pero mayor que la calificación para

¹¹ Los puntajes individuales, tanto los compuestos como los basados en elementos y categorías, están disponibles a solicitud.

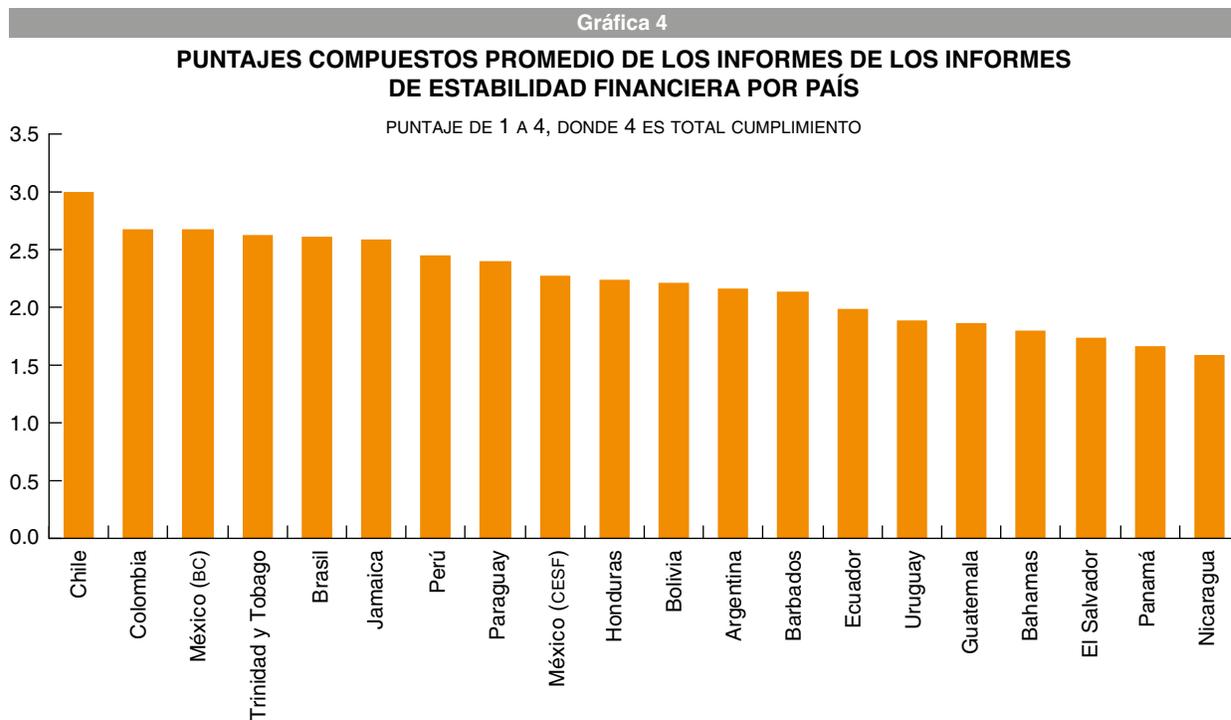
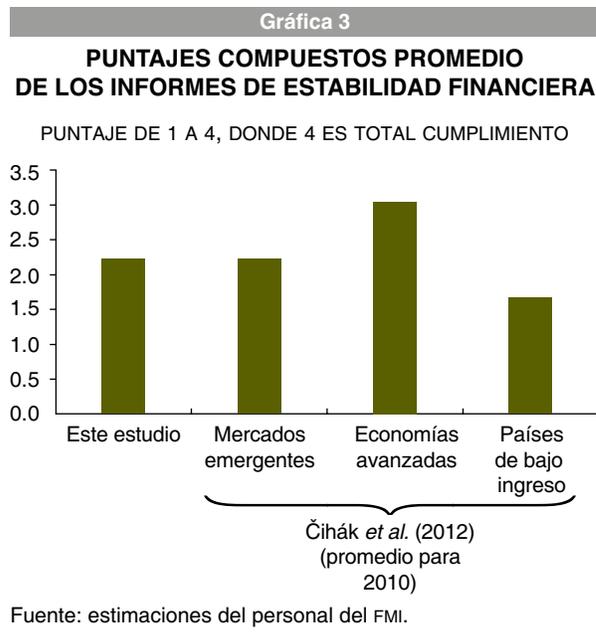
¹² El valor de la mediana es equivalente a 2.22. Si se usan ponderaciones iguales para todos los elementos, el puntaje promedio aumenta a 2.24.

¹³ En los trabajos de Čihák *et al.*, el puntaje promedio general se denomina *calificación integral (comprehensive rating)*. La muestra en el documento incluye sólo a cuatro países de América Latina, con un puntaje general promedio de 2.04; los mismos países en el estudio tienen un puntaje general promedio de 2.48. Esto reflejaría, dentro de los límites de comparabilidad entre estas dos evaluaciones, algunos efectos positivos del aprendizaje por la práctica en estos cuatro países.

los países de bajos ingresos (1.67). Sin embargo, estos datos son parcialmente comparables no sólo porque se refieren a diferentes periodos, sino porque los criterios usados se basan en una evaluación subjetiva que incluye un grado de opinión. No obstante, el puntaje similar en términos generales entre las economías emergentes sugiere que, como grupo, estas economías se enfrentan a los mismos retos en la elaboración de sus evaluaciones de estabilidad financiera.

Sin embargo, esta calificación compuesta general oculta diferencias significativas entre países (cuadro 3; gráfica 4). El grupo superior incluye los seis mejores informes (Brasil, Chile, Colombia, Jamaica, México [BC] y Trinidad y Tobago), con calificación general entre 2.5 y 3. El grupo medio incluye siete informes (Argentina, Barbados, Bolivia, Honduras, México [CESF] Paraguay y Perú) que obtuvieron un puntaje general entre 2 y 2.5; y el grupo inferior incluye siete informes (Ecuador,

El Salvador, Guatemala, Nicaragua, Panamá, las Bahamas y Uruguay) que lograron puntajes generales por debajo de 2 (pero superiores a 1.5).



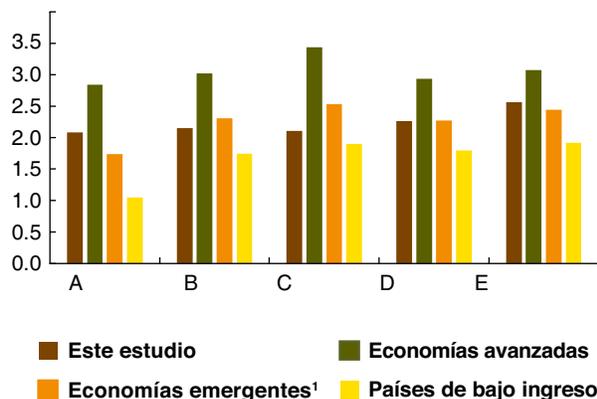
Además, los informes que logran una calificación más alta en un elemento tienden a ser mejores también en los otros. En particular, el desempeño de los elementos B, C, D y E (evaluación general, cobertura de temas, uso de datos y herramientas, estructura) se correlaciona en todos los informes, mientras que los puntajes en el elemento A son más independientes (cuadro 4). Entre estos elementos, los FSR obtienen el menor puntaje en A, B y C, lo cual sugiere que estos informes podrían explicar con más claridad sus objetivos y mejorar la calidad de su evaluación general y su cobertura de temas. En general, los países logran mejores resultados en la estructura y otras características de logística que en proporcionar un contenido analítico más profundo.

Dicho esto, la región no es la única en confrontar los retos de comunicar aspectos de la estabilidad financiera. El puntaje promedio de los FSR en la región es similar a las estimaciones obtenidas por Čihák *et al.* (2012) para el grupo de economías de mercado emergentes. Al desglosarlo por elemento, a pesar de la falta de claridad en la definición de las metas de los FSR, la región sigue teniendo un mejor desempeño en esta área (A) en relación con otras economías emergentes. Pero la calidad de su evaluación general (B) y la cobertura de temas (C) sigue siendo débil en comparación (gráfica 5).

Gráfica 5

**PUNTAJES COMPUESTOS
PROMEDIO POR REGIÓN**

PUNTAJE DE 1 A 4, DONDE 4 ES TOTAL CUMPLIMIENTO



¹ Čihák (2012); datos para 2010.

Fuente: estimaciones del personal del FMI.

Los países logran mejores resultados en la estructura y otras características de logística

Cuadro 3

**CALIFICACIÓN DE CALIDAD DE LOS FSR (INTEGRAL Y POR ELEMENTO):
RESUMEN DE ESTADÍSTICAS**

| | Media | Min | Max | Primer cuartil | Tercer cuartil | Peso |
|----------------|-------|------|------|----------------|----------------|------|
| General | 2.22 | 1.58 | 3.00 | 1.86 | 2.6 | 1.00 |
| A | 2.09 | 1.00 | 3.71 | 1.11 | 2.96 | 0.21 |
| B | 2.15 | 1.00 | 3.00 | 2.00 | 2.69 | 0.20 |
| C | 2.11 | 1.35 | 3.00 | 1.71 | 2.35 | 0.17 |
| D | 2.27 | 1.33 | 3.00 | 1.83 | 2.63 | 0.30 |
| E | 2.56 | 1.13 | 3.33 | 2.21 | 3.00 | 0.12 |

Fuente: estimaciones del personal de FMI.

Cuadro 4

CORRELACIÓN ENTRE LOS PUNTAJES POR PAÍS DE LOS DIFERENTES ELEMENTOS

| | A | B | C | D | E |
|---|-------|------|------|------|------|
| A | 1.00 | | | | |
| B | -0.09 | 1.00 | | | |
| C | 0.16 | 0.63 | 1.00 | | |
| D | 0.26 | 0.40 | 0.52 | 1.00 | |
| E | 0.05 | 0.64 | 0.49 | 0.56 | 1.00 |

Fuente: estimaciones del personal de FMI.

3.1 RESULTADOS DETALLADOS

3.1.1 Elemento A: razones, metas y objetivos de los informes

Una comunicación eficaz de la evaluación de las autoridades respecto de las condiciones y la capacidad de recuperación del sistema financiero requiere claridad sobre las metas del análisis y cómo definen las autoridades la estabilidad financiera. Para este fin, cada FSR debería contener, al comienzo y en un lugar que puede encontrarse fácilmente,¹⁴ una declaración explícita de sus metas y una definición precisa de la estabilidad financiera: “la aclaración de la definición de estabilidad financiera ayuda al lector a entender la declaración del FSR sobre estabilidad financiera”.¹⁵ Cualquier cambio en las metas de los informes debe estar claramente justificado y explicado.

La definición de estabilidad financiera debería abarcar tanto la *ausencia* de una crisis como la *capacidad de recuperación* a los choques sistémicos.¹⁶ Es importante esta distinción, ya que un sistema financiero muy vulnerable a los choques o frágil¹⁷ no

puede considerarse estable; un sistema financiero estable debe ser capaz de soportar los choques de fuerza normal a los cuales está expuesto y de mitigar el impacto de una crisis, si se diera. En general, los países usan una serie de indicadores, de información y de métodos como metas operativas para guiar la aplicación real de la estrategia, por ejemplo, garantizando un sistema bancario líquido y capitalizado, imponiendo límites a una exposición grande para mitigar el riesgo de contagio, manteniendo un sistema de pagos eficaz y de buen funcionamiento, realizando pruebas de tensión de manera regular, brindando un servicio de prestamista de última instancia y promoviendo una cultura de supervisión y un marco regulatorio sólidos.

¿Cuál debería ser el objetivo de los FSR? Si bien el fin último es mejorar la estabilidad y eficacia del sistema bancario, las metas más inmediatas de un informe deben incluir los siguientes aspectos: 1) informar a las partes interesadas sobre las nuevas tendencias en los mercados financieros, sus beneficios y riesgos potenciales; 2) alentar un debate informado sobre aspectos concernientes a la estabilidad financiera, 3) hacer que las autoridades sean responsables por las políticas y acciones que aplican para mejorar la capacidad de recuperación y mitigar los riesgos; y 4) brindar información que puedan usar los participantes en el sector financiero para evaluar los riesgos y tomar decisiones informadas.

¹⁴ En un lugar visible como el prefacio o una introducción al inicio del informe.

¹⁵ Čihák *et al.* (2012).

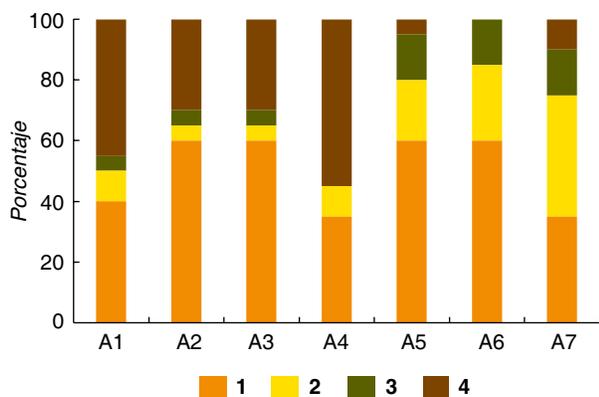
¹⁶ Se define una crisis financiera como un evento en el cual las cuantiosas pérdidas en las instituciones financieras causan, o amenazan con causar, graves dislocaciones en la economía real. Ver Borio y Drehmann (2009).

¹⁷ Se dice que un sistema financiero es frágil si los choques de tamaño normal son suficiente para provocar una crisis financiera.

Gráfica 6

ELEMENTO A: DISTRIBUCIÓN DE PUNTAJES

PUNTAJE DE 1 A 4, DONDE 4 ES TOTAL CUMPLIMIENTO



Fuente: estimaciones del personal del FMI.

De los 20 informes analizados en este estudio, sólo nueve presentan explícitamente sus metas, generalmente en el prefacio o en la introducción; ocho no contienen una declaración de metas; algunos contienen una breve descripción de su contenido, que no es suficiente porque no describe la función del informe; otros informes ofrecen una declaración del mandato y de los objetivos de la autoridad que los emitió, lo cual tampoco es totalmente satisfactorio porque no explica qué intentan lograr las autoridades, específicamente, con la publicación del informe (gráfica 6, A1); y en dos casos, se describen las metas del informe en el sitio web del banco central, pero no en el informe mismo, y por lo tanto podría no estar claro para un lector que no tiene acceso o no analiza ese sitio web.

Los informes que obtuvieron un puntaje general alto suelen incluir una declaración explícita de sus metas. Algunos informes se destacan (por ejemplo, de Argentina y Chile) por la descripción de sus metas:

Ofrecer información[...] sobre los recientes eventos financieros y macroeconómicos que podrían afectar la estabilidad financiera de la economía

chilena. Además, el informe presenta *las políticas y las medidas* que respaldan la operación normal del sistema de pagos interno y externo, con el objetivo de *promover el conocimiento general y el debate público* con respecto al desempeño del Banco en el logro de esta función [cursivas agregadas].

El [Banco Central de Argentina] *comunica su visión del estado del sistema financiero*, las iniciativas enfocadas en su desarrollo y su evaluación de su estabilidad. En el FSR, el [banco central] presta especial atención a identificar y analizar cualquier riesgo sistémico y a explicar las acciones por seguir. Esto *ayuda a los diferentes actores a tomar decisiones* con más y mejor información, facilitando una gestión apropiada de sus actividades. El FSR es, por lo tanto, *un instrumento para estimular el debate* sobre los temas relacionados con la estabilidad financiera y, *en particular, sobre la acción del [banco central] en esta área* [cursivas agregadas].

La mayoría de los informes (12 de 20) no proporcionan una definición de estabilidad financiera, y los que lo hacen brindan una definición genérica relacionada con la función del sector financiero de intermediar los fondos y promover una eficaz asignación de recursos desde los ahorristas a los inversionistas. En un caso, la definición aparece en otra parte del sitio web, y en otro oculto en el glosario del informe (gráfica 6, A2). Sólo dos informes definen la estabilidad financiera en términos *estáticos y dinámicos* suficientemente detallados (ausencia de una crisis y capacidad de recuperación; gráfica 6, A5), si bien, como en los otros informes, tienden a evitar usar la palabra *crisis*, quizá debido a la preocupación de que enfocar la atención de los lectores en graves eventos de cola podría en sí mismo tener un efecto desestabilizante.

Ninguno de estos informes incluye una clara definición operativa de la estabilidad financiera (gráfica 6, A6). Sin embargo, en dos informes (Colombia y Jamaica) las referencias al mandato de la banca central proporcionan ciertas directrices

operativas sobre cómo se concibe la estabilidad financiera desde una perspectiva operativa:

Las tareas que el Banco de la República (de Colombia) realiza con vistas a promover la estabilidad financiera son las siguientes: primero, el Banco es responsable de *garantizar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos usado en la economía colombiana*; segundo, como emisor de moneda, *mantiene la liquidez del sistema financiero por medio de sus operaciones monetarias y al ejercer su autoridad constitucional como prestamista de última instancia*; tercero, el Banco, junto con la Superintendencia Financiera de Colombia, en su capacidad de autoridad de préstamos *contribuye a la elaboración de mecanismos regulatorios financieros que reducen la incidencia de episodios de inestabilidad*; finalmente, el Banco de la República *realiza un monitoreo riguroso de las tendencias económicas que podrían poner en riesgo la estabilidad financiera*.

El mandato del banco central de Jamaica, de mantener la estabilidad financiera, implica “asegurar que las instituciones financieras, en especial los bancos, sean sólidos [...] supervisando la eficacia y la determinación adecuada de los precios de activos, asegurando que los participantes estén en condiciones de cumplir sus promesas de liquidar las transacciones del mercado y de evitar la aparición del riesgo sistémico de pagos provocada por los desequilibrios financieros que puedan gestarse dentro de instituciones individuales en el sistema”.

Conforme pasa el tiempo, hay coherencia en cómo los informes plantean sus metas y en su definición de estabilidad financiera (gráfica 6, A4). Los informes que presentan sus metas en la última edición han hecho lo mismo en las anteriores (también se cumple lo contrario: los informes que no explican sus metas en la última edición por lo general tampoco las han explicado en los anteriores). Del mismo modo, la definición de estabilidad financiera generalmente se ofrece (o se omite) de

manera consistente conforme pasa el tiempo, y a menudo se encuentra (en el caso que esté disponible) en el mismo lugar en distintas ediciones (gráfica 6, A3).

3.1.2 Elemento B: evaluación general

Para transmitir eficazmente la evaluación de las autoridades sobre la estabilidad financiera y los mensajes de política, los FSR deben proporcionar una clara y honesta evaluación general de la situación en el resumen ejecutivo. Un resumen ejecutivo bien estructurado requiere de un sólido análisis y de una cobertura integral de los temas que se abordan en el resto del informe. El resumen ejecutivo debe presentar todos los riesgos y las vulnerabilidades significativas, entre ellos los riesgos de tinte político, señalando los principales canales de transmisión macrofinanciera y cómo han evolucionado con el tiempo las exposiciones al riesgo. Desde esta perspectiva, la evaluación general que se ofrece en el resumen ejecutivo debe adoptar una mirada prospectiva: debe anticipar nuevas amenazas, identificar posibles puntos desencadenantes y explicar la probabilidad y los efectos de choques negativos. Finalmente, el resumen ejecutivo debe ser breve y escrito de manera fácil de entender. Esto permitiría que los FSR lleguen a un público más amplio, más allá de los lectores versados en finanzas, al *ciudadano común*.

Con sólo dos excepciones,¹⁸ todos los informes examinados en este estudio ofrecen una evaluación general en forma de un resumen, un prefacio/introducción o, en un caso, un capítulo final. La calidad de estas evaluaciones varía considerablemente (gráfica 7). En algunos informes, la evaluación abarca los acontecimientos clave del sector financiero y sus implicaciones para la estabilidad financiera, así como una exposición de los riesgos específicos. Por ejemplo:

- el informe de Chile señala que, si bien los montos de capital prevalecientes son suficientes

¹⁸ Argentina y Panamá.

para absorber los choques en un escenario de tensión grave, los amortiguadores de capital se han reducido con el paso del tiempo;

- en México (BC) el resumen ejecutivo reúne las distintas piezas del análisis planteado en el resto del informe con el fin de presentar una visión integral de los riesgos y las vulnerabilidades potenciales;
- El informe de Trinidad y Tobago identifica los riesgos específicos relacionados con los precios del petróleo persistentemente bajos, una brusca corrección en el precio de las viviendas, la restructuración de la deuda soberana en el Caribe y un salto en las tasas de interés de Estados Unidos.

En otros informes el debate sobre los riesgos es más limitado y se presentan estadísticas y tendencias con base en índices e indicadores financieros sin un análisis profundo de las causas e implicaciones subyacentes, y con un enfoque mayor en la descripción de sucesos históricos que en las inferencias para el futuro.

Sin embargo, aun en los mejores informes de la muestra, la evaluación general tiende a ser descriptiva más que analítica (al describir los sucesos recientes en variables e indicadores clave sin escudriñar en las causas de estos eventos, su significancia económica y las implicaciones potenciales),¹⁹ retrospectiva más que prospectiva. Las pruebas de

¹⁹ Por ejemplo, la evaluación general puede proporcionar detalles cuantitativos sobre la evolución reciente de las variables financieras tales como los activos bancarios totales, los acervos de diversas categorías de depósitos, el crédito para el sector de hogares y para empresas, así como los préstamos en mora, las tasas de interés y algunos indicadores clave tales como el índice de solvencia; los últimos cambios en estas variables podrían también compararse con su trayectoria en el periodo previo. Sin embargo, en muchos informes, esta información se brinda sin demasiado análisis de las causas o tendencias subyacentes, sin un debate de sus implicaciones para la estabilidad financiera o aun sin una perspectiva histórica más prolongada (por ejemplo, la comparación de estos valores con el registro de los diez años anteriores o con puntos de referencia específicos tales como el periodo anterior a la crisis más aguda).

tensión se usan para respaldar las explicaciones genéricas sobre la suficiencia de liquidez y capital en el sistema bancario, sin demasiada elaboración sobre el contexto subyacente, escenarios, supuestos y riesgos (recuadro 4). A menudo se entienden como un ejercicio de marcar formularios, realizado como rutina, más que como un marco cuidadosamente considerado para evaluar la capacidad de reacción del sistema financiero ante potenciales choques y la preparación de las autoridades para responder con acciones de políticas contingentes. Son pocos los informes que hacen un intento por conectar sus evaluaciones a través del tiempo, dando seguimiento a sus declaraciones y riesgos anteriores y explicando qué cambios se han dado en el periodo intermedio.

3.1.3 Elemento C: Cobertura de aspectos/temas

Los FSR deben identificar claramente los aspectos más apremiantes de las cuestiones de estabilidad financiera, extendiendo la cobertura de las mismas tanto como sea necesario a los principales jugadores y actores del sistema, a las principales clases de activos y a los canales de transmisión entre la economía *real* y el sistema financiero, y dando un seguimiento adecuado por medio de un análisis consistente de estos aspectos a través del tiempo. La falta de cobertura de cualquiera de las áreas clave (por ejemplo, instituciones no bancarias, sector de hogares y sector corporativo, sistemas de pago, cambios regulatorios) deben explicarse y justificarse. Por ejemplo, si el sistema de pagos se aborda en un informe aparte, debe brindarse una referencia a ello.

RECUADRO 4

PRUEBAS DE TENSIÓN

La gran mayoría de los FSR incluyen, como rutina, las pruebas de tensión o análisis de sensibilidad, pero la cobertura, la metodología y la presentación de las pruebas de tensión difieren ampliamente entre los informes.

- La cobertura a menudo se limita al efecto del riesgo crediticio sobre el capital bancario. Tres FSR (Jamaica, Nicaragua y Paraguay) incluyen también a las instituciones no bancarias, tales como corredores de bolsa o empresas financieras. Además del riesgo de crédito, algunos FSR abordan también los riesgos de tipo de cambio, de tasa de interés y de liquidez.
- Algunos FSR derivan escenarios de riesgos macroeconómicos y otros riesgos concretos, mientras que otros parecen hacer supuestos *ad hoc*, por ejemplo, simplemente suponiendo choques a las variables bancarias (como valor de los activos o las pérdidas por morosidad de los créditos).
- Los supuestos y la metodología en general se explican pero rara vez se justifican. Son pocos los informes que ofrecen justificaciones adecuadas para los escenarios y parámetros. Algunos los relacionan con los valores históricos (por ejemplo, desviaciones estándar), pero aun estos podrían aprovechar un debate sobre los riesgos actuales con respecto al historial. Sólo un informe relaciona explícitamente los supuestos con los riesgos resaltados en otro sitio del informe.
- La mayoría de los informes dedican un capítulo o una sección específica a las pruebas

de tensión. En algunos informes, los aspectos metodológicos técnicos se describen en un recuadro o anexo específico. La presentación podría incluir gráficos y debates detallados, cuadros generales o simplemente breves explicaciones cualitativas (por ejemplo, explicaciones genéricas tales como “ningún banco incumpliría los requerimientos de capital mínimo”). Algunos informes ofrecen útilmente los resultados de las anteriores pruebas de tensión junto con las últimas.

La justificación de los supuestos subyacentes y la elección de los riesgos y sectores más relevantes llevan a pruebas de tensión más eficaces. Para lograr la total integración en el FSR, las pruebas de tensión deben abordar los riesgos destacados en otra parte del informe y explicar cómo se reflejan estos riesgos en escenarios de tensión. Dependiendo de los recursos disponibles, el nexo entre los choques macroeconómicos y las variables financieras se podría modelar o simplemente explicar; pero por desgracia algunos informes sólo presentan choques *ad hoc* injustificados. Si bien la experiencia pasada puede fungir como una guía útil (por ejemplo, en términos de distribución, correlación e índice de valor extremo), el análisis debe justificarse con base en debates prospectivos sobre los riesgos, explicando las razones por las cuales los valores pasados siguen siendo relevantes. La cobertura debería depender de la estructura del sector financiero (las instituciones no bancarias deben ser incluidas en los casos en que sean importantes), y las pruebas deben ir más allá de la solvencia

y examinar también el efecto sobre la liquidez y la rentabilidad. Los resultados de las pruebas deben explicarse en detalle, tanto en términos cualitativos (por ejemplo, sus implicaciones para la estabilidad del sector financiero y la apropiada respuesta de política) como en términos cuantitativos (respaldada por cuadros y gráficas).

Las pruebas de tensión a menudo parecen usarse para afirmar la capacidad de recuperación, pero las pruebas de tensión podrían usarse para fines más relevantes para la política monetaria. Si bien algunos informes hablan

de que se *aprobaron* las pruebas, esto será una función del tamaño supuesto de los choques. Podría ser más relevante interpretar los hallazgos para explicarse sobre los modelos de negocio, los tipos de choques y los tipos de estructuras de activos que conducen a las mayores vulnerabilidades. Esto permitiría que los supervisores y las instituciones consideren las posibles medidas para aumentar la capacidad de recuperación, aun si estos choques no llevan a ningún incumplimiento de requerimientos.

La cobertura de temas es por mucho el punto más débil identificado en los FSR (gráfica 7). Muchos informes omiten importantes riesgos de estabilidad financiera y no integran correctamente el análisis macroeconómico y financiero. Más específicamente:

- Todos los informes evitan abordar temas de repercusión política que podrían reflejar la preferencia del banco central o de la dependencia supervisora de mantener distancia del gobierno; sin embargo, en algunos casos, este enfoque debilita su eficacia para identificar y comunicar el riesgo político que podría tener importantes implicaciones para la estabilidad financiera.²⁰

²⁰ Por ejemplo, los riesgos planteados por la Operación Lavado de Autos, un escándalo de corrupción que involucró a la empresa petrolera estatal de Brasil y a altos funcionarios del gobierno en 2014 se presenta en un recuadro en el informe de octubre de 2015; en el mismo se usa un modelo de contagio para concluir que el sistema financiero estaría en condiciones de soportar el choque. Sin embargo, no se realizó un seguimiento detallado en el documento posterior (sólo declaraciones de que se estaba vigilando el riesgo), si bien el escándalo generó una gran incertidumbre económica, debilitó la moneda, contribuyó a la recesión y a la postre llevó al juicio político de la presidenta. El informe de Argentina para

- Cuando se señalan los riesgos, la mayoría de los informes no explica su importancia relativa en términos de su probabilidad o efecto.
- La integración macrofinanciera está limitada a un debate somero sobre los efectos de los choques macroeconómicos (por ejemplo, el crecimiento, el tipo de cambio) en el sector financiero, pero rara vez se considera el ciclo de retroalimentación del sector financiero a la macroeconomía. Por ejemplo, el rápido crecimiento del crédito y la concentración de las exposiciones a los bienes raíces, así como la dolarización, son relevantes en diversos países, pero estos asuntos y sus potenciales ciclos de retroalimentación no se exploran en profundidad.
- Algunos temas importantes mencionados en un informe no se siguen tratando en las ediciones posteriores y los lectores quedan

la segunda mitad de 2015, publicado pocas semanas antes de las elecciones que marcaron un cambio radical en el gobierno, no mencionó ninguna diseminación potencial en los mercados financieros ante la incertidumbre por el resultado electoral.

preguntándose si la exposición a estos riesgos sigue siendo significativa.

- Algunos informes se concentran en el sector bancario y abarcan sólo marginalmente, en el mejor de los casos, a otras áreas importantes del sector financiero tales como las de seguros y de fondos de pensión, las cuales se están enfrentando a mayores riesgos en la búsqueda de rendimientos en un entorno de bajas tasas de interés.
- El tratamiento de la infraestructura financiera, que incluye el sistema de pagos, los sistemas de compensación y liquidación de operaciones comerciales, los sistemas de gestión de riesgos de los participantes del mercado y el sistema de supervisión regulatoria, es irregular; en algunos informes la información proporcionada es buena mientras que en otros se ignora esta fuente potencial de riesgo.
- Las diseminaciones financieras mundiales pueden también tener un efecto significativo en la estabilidad financiera, y si bien las economías más grandes reconocen y estudian estos riesgos, otras no se enfocan en los retos de la gestión de flujos volátiles de capital.

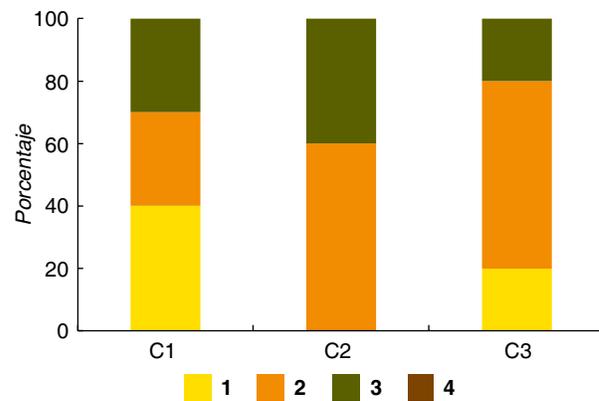
La renuencia a involucrarse en un debate franco sobre temas delicados y sobre los riesgos potenciales podría tener varios motivos, entre ellos el temor a que un debate abierto y sincero pueda precipitar una crisis; al mismo tiempo, destacar riesgos que finalmente no se materializan podría mermar la reputación del organismo que emite el informe.

Las autoridades nacionales pueden preferir pecar de cautelosas y no dar señales de alarma que podrían convertirse con el tiempo en *ruido* desinformativo. Además, las autoridades de los países cuyo mandato institucional es neutro y no partidario podrían abstenerse de abordar temas políticamente delicados para evitar acusaciones de parcialidad o interferencia en el proceso político.

Gráfica 8

ELEMENTO C: DISTRIBUCIÓN DE PUNTAJES

PUNTAJE DE 1 A 4, DONDE 4 ES TOTAL CUMPLIMIENTO



Fuente: estimaciones del personal del FMI.

3.1.4 Elemento D: datos, supuestos y herramientas

Los FSR deben usar modelos y herramientas analíticas apropiadas, así como la gama completa de datos disponibles para enriquecer el análisis y facilitar la comparación en el transcurso del tiempo. Una evaluación prospectiva de los riesgos debería basarse en una combinación de herramientas cualitativas y cuantitativas y debería identificar las brechas de datos que restan valor a la evaluación. Se recomiendan las pruebas de tensión, pero podría también resultar apropiado recurrir a otros métodos basados en supuestos sólidamente justificados y en macroescenario.

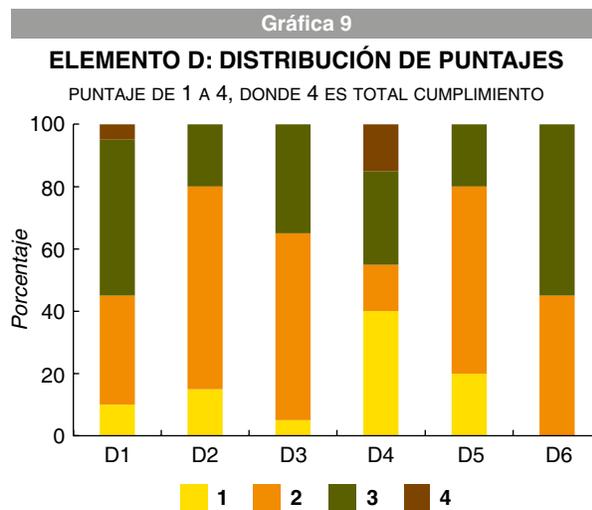
La mayoría de los FSR indica las fuentes de datos y proporciona la fecha de corte; pero sólo unos pocos tienen sus datos disponibles en línea (por ejemplo, Brasil, Chile y Colombia). Gran parte de los informes se refiere también a sucesos agregados, y rara vez se arriesgan más allá de un desglose de resultados por categorías amplias de bancos o con el uso de datos desagregados para analizar la interconectividad macrofinanciera. Ningún informe identifica las brechas de datos si bien son importantes en distintos países, y por lo tanto se pierde

la oportunidad de reconocer el riesgo de *unknown unknowns* (incógnitas desconocidas). La mayoría de los informes usan algún tipo de herramienta cualitativa, que va desde un análisis básico del balance hasta complejas pruebas de tensión; pero los informes podrían adoptar un conjunto más amplio de herramientas cualitativas, tales como debates sobre la calidad de la supervisión o sobre la integridad del marco regulatorio, incluso si la estructura de gestión de crisis está equipada para resolver la situación de un banco nacional de importancia sistémica en dificultades.

La mayoría de los informes no justifica la metodología o los supuestos de modelos o lo hacen en términos muy generales. En unos cuantos informes el contenido analítico se limita a una descripción de acontecimientos recientes, tales como el cambio en la morosidad de la cartera de crédito, sin explicar las razones subyacentes en estos cambios, dejando al lector con la duda sobre su relevancia y gravedad. En otros pocos casos, los informes usan metodologías que no son particularmente adecuadas para los fines del análisis, ya sea porque no se dispone de datos relevantes o porque se hacen ajustes *ad hoc* a la metodología (por ejemplo, en un caso el modelo de pruebas de tensión es una prueba de tensión inversa que identifica el choque máximo que dejaría el nivel de capital por encima de la tasa crítica de rendimiento sin explicar la probabilidad de que se concrete un choque de este tamaño o mayor).

3.1.5 Elemento E: estructura y otros aspectos de los informes

La manera en la cual se organiza un informe, en otras palabras, su estructura, puede tener un efecto significativo en su eficacia. Un buen informe debería tener una estructura lógica que sea constante en el tiempo para que sea más sencillo de seguir para los usuarios continuos; sin embargo, debería ser también flexible para permitir que el informe desarrolle en toda su extensión un concepto unificador. Cuando cambia la estructura, deben explicarse las



Fuente: estimaciones del personal del FMI.

razones. Otros rasgos del informe, tales como su longitud, frecuencia, programación de publicación, vigencia y disponibilidad de las publicaciones anteriores, todo contribuye a su eficacia.

Todos los informes analizados en el presente documento siguen estructuras lógicas y sólidas, pero tienden a adoptar un enfoque reduccionista en vez de un enfoque temático (gráfica 10, E1 y E5). Un informe típico contiene un capítulo sobre acontecimientos macroeconómicos internacionales y nacionales, capítulos sobre segmentos clave del sector financiero, usuarios de crédito, sistema de pagos y marco regulatorio. Si bien esta estructura permite un debate detallado sobre cada área de interés, no reúne los temas en torno a un tema global. Algunos informes hacen un intento parcial con recuadros y anexos temáticos que destacan cuestiones que afectan varias secciones del informe.²¹

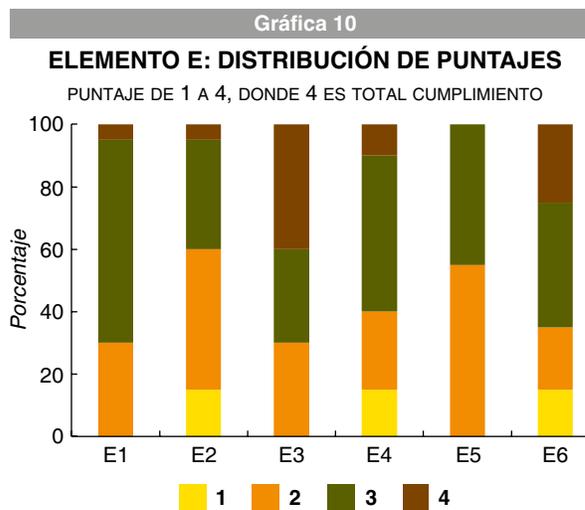
²¹ Por ejemplo, el informe de Brasil tiene un recuadro sobre el efecto de la incertidumbre política sobre el sector real y su diseminación en el sector financiero; el de Perú tiene uno sobre la reducción de la dolarización financiera y sus efectos sobre la solvencia bancaria; el informe de Jamaica contiene un recuadro sobre la identificación y concentración del riesgo; y el de Trinidad y Tobago tiene uno sobre endeudamiento de los hogares y los vínculos transfronterizos.

La accesibilidad, la vigencia y una fecha cierta de publicación dan una señal sólida de compromiso de la autoridad emisora de realizar una supervisión financiera regular y de comunicar al público su evaluación de estabilidad financiera (E2, E4 y E6). Todos los países excepto tres tienen sitios web actualizados dedicados a los FSR dentro del sitio web del banco central o del organismo regulador. Sin embargo, sólo 11 países tienen un calendario de publicación regular; cinco países tienen un calendario o frecuencia de publicación irregular de sus informes; y en tres más, las publicaciones se demoran significativamente o han sido interrumpidas. Sólo Brasil anuncia fechas reales y regulares de publicación en su sitio web. Ninguno de los países anuncia las fechas de futuras publicaciones o publica un calendario con las fechas de próximas ediciones. Aproximadamente un tercio de los FSR se publica más de seis meses después de las fechas de corte, cuando la información allí contenida ya está desactualizada. Sin embargo, cuatro países (Argentina, Chile, Colombia y México) elaboran sus informes dentro de los tres meses posteriores a la fecha de corte.

La estrategia general de comunicación para el FSR podría mejorarse de manera significativa. Son pocos los países (por ejemplo, Chile y Colombia) que ofrecen acceso directo a los datos subyacentes y publican videos y láminas de presentaciones (por ejemplo, Trinidad y Tobago) o presentaciones de audio (Barbados) en sus sitios web.

3.2 ¿INFLUYE EL ENTORNO MACROECONÓMICO EN LA CALIDAD?

Dada la evaluación de los FSR, ¿hay conexión entre la calidad de los informes y la situación macroeconómica subyacente del país? Al observar la correlación entre el puntaje compuesto general obtenido en este estudio y las características específicas de la economía del país donde se elabora el informe, se destacan algunos patrones interesantes. Debe señalarse que una gran correlación, dentro del informe y del informe en sí, no implica un vínculo



Fuente: estimaciones del personal del FMI.

causal y, cuando el vínculo está presente, no indica la dirección de este vínculo.

La correlación podría provenir de un factor común que influye ambas variables o, especialmente en una pequeña muestra, podría ser un resultado *espurio* de un proceso puramente aleatorio que no refleja ninguna relación subyacente significativa.²² Sin embargo, las correlaciones pueden ser una señal útil, si bien imperfecta, sobre qué entorno macroeconómico podría ser más propicio para producir evaluaciones honestas, de alta calidad, sobre cuestiones de estabilidad financiera.

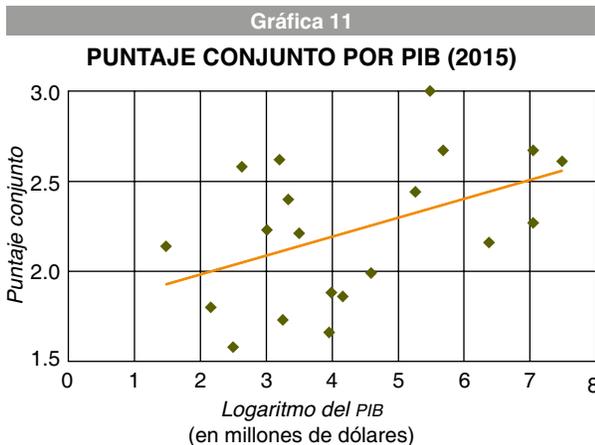
Teniendo en cuenta estas advertencias, observamos los siguientes patrones:

- Los mejores informes tienden a ser elaborados por las economías más grandes y avanzadas. El puntaje general compuesto se relaciona positivamente con el PIB, la población y con el ingreso per cápita –si se excluyen los centros de operaciones extrafronterizas– del país emisor; esta correlación

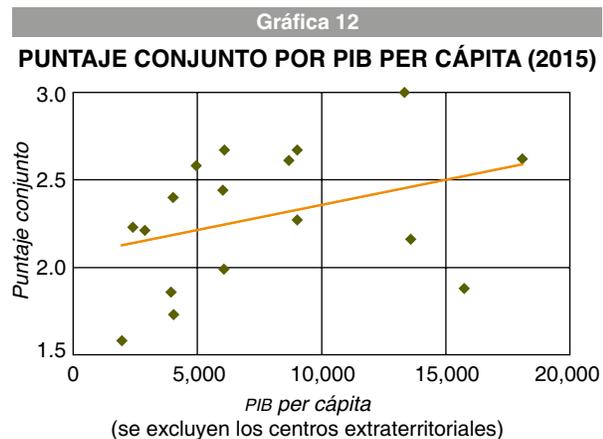
²² En el caso limitante de una muestra con sólo dos observaciones, por ejemplo, la medida estadística de la correlación entre cualquier par de variables es siempre igual a 1, aun cuando las variables sean estocásticamente independientes.

no está dirigida por las tres economías más grandes (Argentina, Brasil y México), y en realidad es más fuerte cuando se excluyen estos países de la muestra. Dicha correlación podría reflejar una mayor disponibilidad de recursos para producir informes de más calidad en las economías más grandes, y una demanda más fuerte de información exacta y oportuna del sector financiero (gráficas 11 y 12), debido a que las economías más grandes tienen más en juego para preservar la estabilidad financiera.

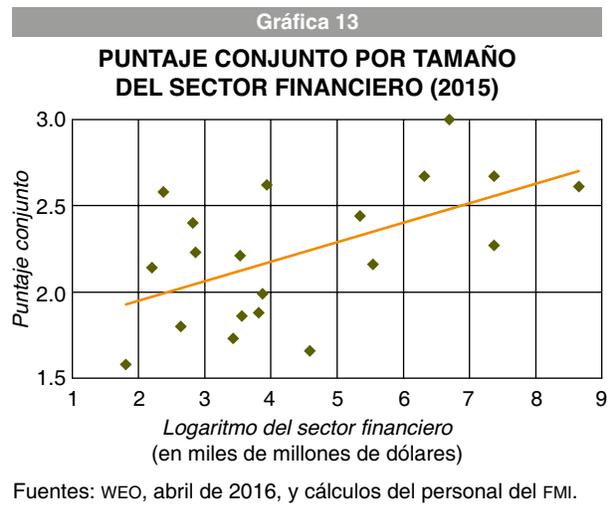
- Los mejores informes son también los elaborados por países que tienen un sector financiero considerable (gráfica 13). Los informes publicados por estos países tienden a tener una cobertura más integral de temas (elemento C), a hacer un mayor uso de datos bancarios agregados e individuales, y de pruebas de tensión más refinadas con explicaciones más completas de los supuestos subyacentes (elemento D); y a tener una estructura más eficaz (elemento E).



Fuentes: WEO, abril de 2016, y cálculos del personal del FMI.



Fuentes: WEO, abril de 2016, y cálculos del personal del FMI.



- Los informes emitidos por los bancos centrales tienden a ser mejores que los elaborados por otras autoridades supervisoras, en especial en el caso de los países que tienen tipos de cambio flotante o regímenes de metas de inflación (gráficas 14 y 15). Son más proclives a declarar sus metas y sus mecanismos de rendición de cuentas y presentan una definición de estabilidad financiera dentro de una estructura general más eficaz. Son también más honestos en su evaluación de riesgos y adoptan una visión sistémica del sector financiero. Esto ocurre porque los bancos centrales por lo general tienen un mandato independiente para preservar la estabilidad de precios y del tipo de cambio, y en algunos

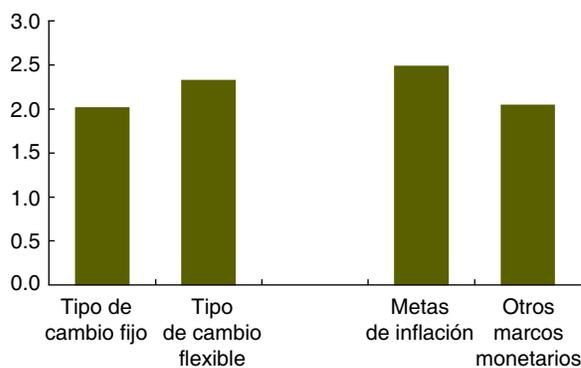
casos cuentan con un mandato explícito para preservar la estabilidad financiera. Por lo tanto, son responsables de lograr esos objetivos y, de esta manera, más proclives a tener acceso a recursos analíticos; pueden también dedicar justificadamente una cantidad mayor de recursos a la compilación de datos de alta frecuencia del mercado y a su interpretación, a realizar pruebas de tensión para vigilar las amenazas emergentes al sistema financiero, y a considerar acciones correctivas.

- Los informes elaborados por los tres centros de operaciones extrafronterizas o economías dolarizadas tampoco obtuvieron un buen puntaje (gráfica 16). Hay diversas explicaciones posibles para esto. Por una parte, si bien en los centros de operaciones extrafronterizas el tamaño del sector financiero es relativamente grande respecto de la economía nacional, gran parte de este está compartimentado y tiene poca repercusión en el sistema financiero nacional.²³ En economías dolarizadas, el banco central no tiene responsabilidad por la política monetaria independiente, y tiende a convertirse en un catalizador de ideas (*think tank*) que está menos involucrado en la supervisión cotidiana, lo cual podría afectar adversamente su capacidad para analizar riesgos potenciales, en especial si la relación con el supervisor no es sólida.

Gráfica 14

PUNTAJE POR TIPO DE RÉGIMEN CAMBIARIO

PUNTAJE DE 1 A 4, DONDE 4 ES TOTAL CUMPLIMIENTO

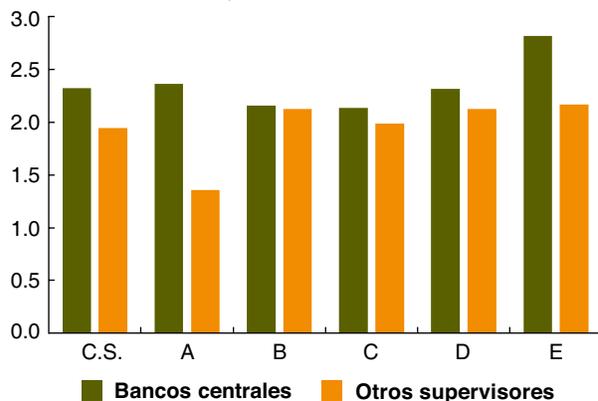


Fuente: estimaciones del personal del FMI.

Gráfica 15

PUNTAJE POR AUTORIDAD INSTITUCIONAL

PUNTAJE DE 1 A 4, DONDE 4 ES TOTAL CUMPLIMIENTO

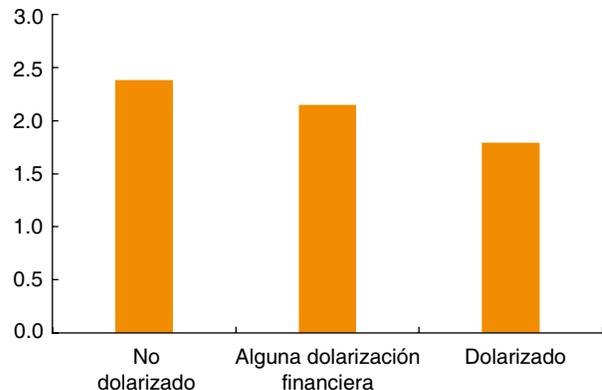


Fuente: estimaciones del personal del FMI.

Gráfica 16

PUNTAJE POR DOLARIZACIÓN

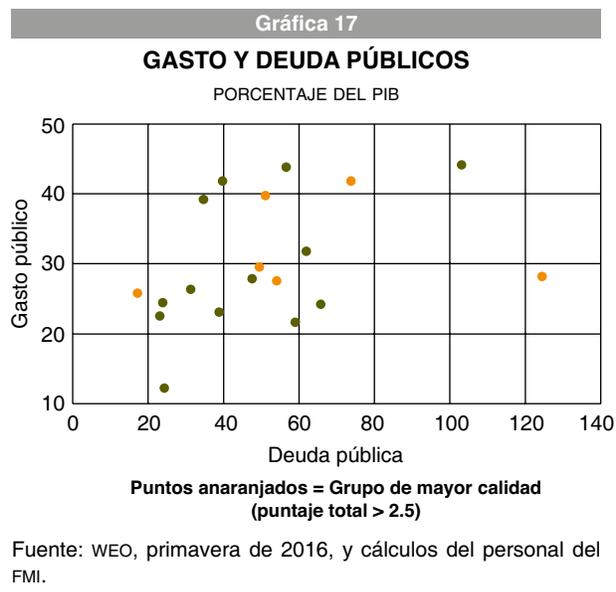
PUNTAJE DE 1 A 4, DONDE 4 ES TOTAL CUMPLIMIENTO



Fuente: estimaciones del personal del FMI.

²³ En Panamá, por ejemplo, los bancos con operaciones extrafronterizas (con licencia internacional) no están autorizados a recibir depósitos ni a otorgar préstamos a los residentes. Además, estos bancos pueden realizar transacciones interbancarias, pero el alcance de estas transacciones es muy limitado. En general, sólo un 1.3% de sus activos quedan en Panamá y los pasivos nacionales representan sólo un 0.3% del total de los pasivos de los bancos con operaciones extrafronterizas. Ver Hadzi-Vaskov (2016).

- Finalmente, los mejores informes tienden a ser publicados por los países que tienen mayores acervos de deuda del gobierno, mayor gasto público y mayor ingreso en relación con el tamaño de la economía (gráfica 17).²⁴ Este resultado posiblemente refleje una mayor motivación para ofrecer evaluaciones creíbles sobre la salud del sector financiero para mantener la confianza de los inversionistas y poner un freno al costo de refinanciamiento de deuda.



4. CONCLUSIONES

El presente documento muestra que hay aún un amplio margen para mejorar la calidad de los FSR producidos en América Latina y el Caribe. Usando la metodología aplicada por Čihák (2006) y Čihák y otros (2012), este documento analizó la calidad de 20 FSR publicados por 19 países latinoamericanos que representan el 92% de la población y del PIB de la región. Si bien hay una marcada heterogeneidad en la calidad de los informes de los países, ninguno de ellos cumple del todo con los criterios que se usan en esta evaluación. Así, hay un importante margen para mejorar la eficacia de los FSR de la región como instrumentos de supervisión y de comunicación (ver en el cuadro 5 todas las recomendaciones).

Los países con una economía y un sector financiero más grandes, donde los bancos centrales son la institución que emite los informes, parecen, en promedio, producir los mejores informes. Estos resultados no

²⁴ De los siete países con deuda pública por encima del 49% del PIB y con gasto público que supera el 28%, sólo tres no publicaron informes del grupo de mejor calidad; en comparación, de los 12 países que no cumplieron estos criterios sólo uno, Chile, emitió un informe incluido en el grupo de los de mejor calidad.

sorprenden, ya que los países más grandes deben tener más recursos y mayores incentivos para producir informes de mejor calidad. Los países con tipos de cambio flexibles y un régimen de metas de inflación también elaboran informes que son, en promedio, de mejor calidad, lo cual posiblemente refleje el mayor refinamiento y la capacidad asociada con estos regímenes de política, así como una mayor necesidad de mantener al público informado con regularidad. En promedio, pareciera que la banca central produce mejores informes que otras instituciones supervisoras, lo cual posiblemente refleje una ventaja en términos de independencia y de mandato y la sinergia de una visión sistémica de los sucesos macroeconómicos y financieros.

Si bien las áreas factibles de mejora varían entre los países, se podrían lograr algunas mejoras de manera relativamente rápida y a bajo costo. Por ejemplo, sería relativamente simple garantizar que todos los informes incluyan una declaración explícita de metas y una definición de estabilidad financiera, que los datos estén disponibles en el sitio web y que se anuncie la próxima fecha programada de publicación de manera clara. La explicación y justificación de la metodología y los supuestos o las mejoras en la estructura y organización de los informes en torno a temas específicos requerirían más inversión; sin embargo, debería ser mejoras manejables y no demasiado demandantes en cuanto a los recursos.

Otras mejoras más significativas en el contenido de los informes requerirán mucho más esfuerzo. Por ejemplo, la cobertura de todas las áreas de importancia sistémica para el sistema financiero, la adopción de una visión prospectiva, el cálculo de las pruebas de tensión con el apoyo de modelos econométricos satélite y la aplicación de una estrategia de comunicación eficaz y plena requerirán más inversión en términos de recursos y de capacidad analítica.

Al final del día, el fortalecimiento de la calidad de los informes requerirá de una decisión política y de un fuerte compromiso para brindar comunicación imparcial y transparente. Estas condiciones

generalmente se logran cuando la autoridad emisora tiene un claro mandato para la estabilidad financiera, acceso a datos y recursos e independencia operativa del gobierno.

En particular, la elaboración de una evaluación honesta y oportuna de todos los riesgos requiere de la confianza, de parte de las autoridades, de que los beneficios de una comunicación franca con el público general pesa más que los riesgos que trae aparejada la exposición de información delicada, en especial en tiempos de tensión. Implica también un nivel de preparación para rendir cuentas por las acciones de política que toman las autoridades para mitigar riesgos, responder a choques y mejorar la capacidad de recuperación a largo plazo. Esta rendición de cuentas es el componente esencial de un sistema financiero sólido y con capacidad de recuperarse.

Sería relativamente simple garantizar que todos los informes incluyan una declaración explícita de metas y una definición de estabilidad financiera

RECOMENDACIONES**A: Metas, objetivos y motivos**

- Los FSR deben declarar sus metas de manera explícita. Los informes deben intentar informar al público y fomentar un debate constructivo sobre los acontecimientos y las políticas del sector financiero, haciendo que las autoridades rindan cuentas por su supervisión del sistema financiero. La información brindada debe facilitar una evaluación adecuada de riesgos para los inversionistas que participan en el mercado.
- Los FSR deben manifestar con claridad qué implica el término de estabilidad financiera. La definición debe incluir una perspectiva dinámica: un sistema financiero es estable no sólo cuando lleva a cabo sus funciones y servicios esenciales (tales como conducir pagos y garantizar una redistribución de fondos de los ahorradores a los inversionistas), sino también cuando es capaz de soportar los choques y las tensiones que se puede esperar razonablemente en el corto y el mediano plazos. Como los países están expuestos a diferentes tipos de choques, la definición puede variar en cierto grado de un país a otro; sin embargo, es importante que el informe deje en claro los parámetros operativos usados para evaluar si el sistema es estable, explicando qué tipo de datos, indicadores y tipo de información se ha de vigilar para estos fines.

B: Evaluación general

- El resumen ejecutivo debe ser breve y fácil de leer. La falta de un resumen ejecutivo bien estructurado es una oportunidad desperdiciada para informar y guiar a la opinión pública. El lector no debería tener que examinar cuidadosamente todo el informe para sintetizar las conclusiones principales del análisis, y debería ser capaz de entender los mensajes clave del informe aun si no fuera un experto en temas financieros. El material más avanzado y técnico debe tratar en los capítulos analíticos, preferiblemente en recuadros o anexos. La función del resumen ejecutivo es agrupar los distintos estratos de análisis expuestos en el resto del informe, presentando una visión panorámica y cruda de los riesgos y las vulnerabilidades, incluso de los riesgos relacionados con la política. El resumen ejecutivo debe también presentar la manera en la cual han evolucionado esos riesgos desde la edición anterior del informe, y ofrecer un resumen de las recomendaciones clave.
- Los FSR deben integrar el análisis macroeconómico y financiero. Este análisis debería fluir en ambas direcciones, evaluando las tendencias macroeconómicas clave que pudieran tener repercusión en la estabilidad del sector financiero, así como los sucesos financieros clave que, a su vez, pudieran tener efecto en la economía real. El informe debe identificar los principales canales de transmisión que vinculan a la economía financiera y real y evaluar en términos cuantitativos cómo los choques en un área podrían resonar en otras.

RECOMENDACIONES

C: Cobertura de aspectos

- Los FSR deben ser francos, prospectivos y consistentes a lo largo del tiempo. Este es el criterio más importante y a menudo está ausente en los informes. Los informes deben no sólo describir acontecimientos pasados y actuales, sino mirar hacia adelante para identificar las tendencias futuras que podrían provocar oportunidades y riesgos para el sector financiero. Los FSR no deben abstenerse de resaltar las vulnerabilidades y debilidades potenciales, ni de abordar temas delicados, y al mismo tiempo prestar debida atención para proteger la confidencialidad y evitar los injustificados comentarios desestabilizantes. Para facilitar la claridad y las comparaciones, los informes deben mantener también un enfoque consistente a lo largo del tiempo, dando seguimiento a los temas que aparecen en publicaciones anteriores y que siguen siendo relevantes; pueden introducirse cambios ocasionales, pero deben estar adecuadamente justificados y claramente explicados para el lector.
- Los FSR deben abarcar todas las áreas relevantes del sector financiero. Si bien los bancos por lo general representan la mayor proporción del sector financieros (en términos de activos o de valor agregado), los informes no deben limitar el debate a los bancos, en especial si el sector financiero no bancario y los mercados financieros son significativos por su tamaño o si plantean retos propios. Todas estas áreas son fuentes potenciales de riesgo y vulnerabilidades que podrían difundirse a otras áreas del sector financiero y afectar también a la economía real.

D: Datos, supuestos y herramientas

- Los FSR no sólo deben explicar, sino también justificar debidamente los supuestos usados. Esto es especialmente relevante en el caso de las pruebas de tensión, cuya interpretación y significado depende fundamentalmente de los supuestos respecto a la gravedad de los choques, a la velocidad y la escala del impacto de los choques sobre las probabilidades de incumplimiento de pago, a las tasas críticas de rendimiento sobre el capital y a la liquidez, al reparto de dividendos y otros parámetros de la prueba. Idealmente, las pruebas de tensión deben computarse dentro de un marco general de equilibrio con el apoyo de modelos econométricos satélite que vinculan las condiciones macroeconómicas y las financieras. El equilibrio más simple, parcial, o incluso las pruebas *ad hoc* pueden también ser apropiadas, y podría ser la consecuencia inevitable de limitaciones de capacidad o de datos, pero debe describirse o explicarse cualquier limitación de este tipo.
- Los FSR deben indicar los datos y la metodología usada y hacer que sea de fácil acceso. Como ya se hace en la mayoría de informes, las fuentes y las fechas de corte deben indicarse claramente y en un lugar fácilmente identificable (en la introducción o en el prefacio del informe). Los datos usados deben estar disponibles para el público en internet en el mismo sitio web donde se publican los informes. La metodología usada para las proyecciones, los análisis de sensibilidad y las pruebas de tensión debe explicarse de manera clara y simple en el texto, y los detalles más técnicos deben aparecer en recuadros o anexos especiales. Al analizar los datos, el informe debe considerar no sólo las medidas agregadas y promedio, sino también los indicadores de distribución y, en su caso, los valores extremos o individuales (con las correspondientes medidas de seguridad para preservar su confidencialidad), destacando, por ejemplo, la posición de las instituciones más débiles o vulnerables o las clases de activos.

RECOMENDACIONES

E: Estructura y otras características

- Los informes deben seguir una estructura integrada y lógica con conceptos unificadores centrados en los riesgos clave. La estructura debe permitir al lector identificar las partes del informe que contienen información específica sobre diferentes temas, y a la vez facilitar el debate de temas transversales. La estructura debe ser consistente en el tiempo para permitir al lector comparar las evaluaciones, y debería contener recuadros o apéndices dedicados a los temas que evolucionan lentamente (como la inclusión financiera) o que reflejan preocupaciones pasajeras (como los flujos de capital por el *taper tantrum*). Los informes deben tener un resumen ejecutivo, diversos capítulos dedicados a los acontecimientos nacionales y extranjeros que afectan al sector financiero y a los cambios en la infraestructura financiera, incluyendo el marco regulatorio y de supervisión, y de preferencia debería incluir un cuadro de abreviaturas, un glosario de términos técnicos, un anexo metodológico y un apéndice estadístico.
- **La publicación de los informes debe estar respaldada por una estrategia de comunicación cuidadosamente elaborada.** Las ediciones actuales y pasadas de los informes deben estar disponibles en internet en una página web destinada a los mismos que sea fácil de navegar y de fácil acceso desde la página de inicio de la autoridad que publica; esta página debe contener también una base de datos con los datos usados y las ligas a otras publicaciones relevantes y a otros organismos y fuentes de información. La aparición del informe debería estar respaldado por una campaña de divulgación destinada a comunicar los mensajes y las recomendaciones principales por medio de emisiones audiovisuales, comunicados de prensa, presentaciones públicas y conferencias de prensa. El formato y el medio de comunicación debe adaptarse al público previsto.
- La publicación del informe debe seguir un calendario regular, oportuno y predecible. Como las condiciones del sector financiero pueden cambiar con mucha rapidez, los informes deberían publicarse dentro de los tres meses posteriores a la fecha de corte de datos, de preferencia, al menos dos veces al año. La fecha de publicación debe anunciarse con antelación para que los lectores sepan cuándo esperar la próxima edición; los cambios deberían ser poco frecuentes. Las fechas de publicaciones anteriores deberán estar claramente indicadas en el sitio web para permitir a los lectores conocer qué información estaba disponible para el público en distintos momentos.

Cuadro A.1

ÁREAS DE EVALUACIÓN Y PESO DE SUS COMPONENTES

| | | <i>Peso</i> |
|---|--|-------------|
| A. Metas, objetivos y motivos | | 0.21 |
| A1 | Las metas de un informe deben estar claramente especificadas | 0.03 |
| A2 | La definición de estabilidad financiera debe estar indicada con claridad | 0.03 |
| A3 | La definición de estabilidad financiera debe ser parte integral del informe, presentada con regularidad en todos los informes | 0.03 |
| A4 | Las declaraciones de metas deben ser parte integral del informe, presentadas consistentemente en todo el informe | 0.03 |
| A5 | La definición de estabilidad financiera debe abarcar tanto la ausencia de una crisis como la capacidad de recuperación ante una crisis | 0.03 |
| A6 | La estabilidad financiera debe definirse en términos generales y en términos operativos | 0.03 |
| A7 | Los objetivos del informe deben ser amplios | 0.03 |
| B. Evaluación general | | 0.20 |
| B1 | La evaluación general debe presentarse claramente y en términos simples | 0.05 |
| B2 | La evaluación general debe estar relacionada con el resto del FSR | 0.05 |
| B3 | Debe haber un claro nexo de la evaluación a través del tiempo, dejando en claro donde tuvieron lugar los cambios principales | 0.05 |
| B4 | La evaluación general debe abarcar cuestiones clave | 0.05 |
| C. Cobertura de aspectos | | 0.17 |
| C1 | El informe debe identificar claramente cuáles son los principales temas de estabilidad macro relevantes | 0.05 |
| C2 | La cobertura de temas debe ser consistente en todos los informes | 0.06 |
| C3 | La cobertura del sistema financiero debe ser suficientemente completa | 0.06 |
| D. Datos, supuestos y herramientas | | 0.30 |
| D1 | Debe estar claro qué datos se usan para llegar a los resultados presentados en los informes | 0.05 |
| D2 | Deben estar claros los supuestos que se usan para llegar a los resultados presentados en los informes | 0.05 |

| | | |
|---|---|-------------|
| D3 | Debe estar claro qué herramientas metodológicas se usan para llegar a los resultados presentados en los informes | 0.05 |
| D4 | Los resultados deben presentarse de manera consistente en todos los informes | 0.05 |
| D5 | El informe debe usar datos disponibles, que incluyen los de instituciones individuales. | 0.05 |
| D6 | Los informes deberían usar las herramientas disponibles | 0.05 |
| Estructura y otras características | | 0.12 |
| E1 | La estructura del informe debe ser simple de entender | 0.02 |
| E2 | Otras características del informe (por ejemplo, su longitud, frecuencia, calendario, disponibilidad pública y vínculos con otros informes de los bancos centrales) deben establecerse en aras de la claridad. | 0.02 |
| E3 | La estructura del informe debe ser consistente en el tiempo para hacer que su seguimiento sea más sencillo para los usuarios continuos | 0.02 |
| E4 | Las otras características del informe deben estar al servicio de su consistencia | 0.02 |
| E5 | La estructura del informe debe permitir la cobertura de cuestiones clave | 0.02 |
| E6 | Las otras características del informe deben respaldar su cobertura | 0.02 |

Fuente: Martin Čihák, *How Do Central Banks Write on Financial Stability?*, IMF Working Papers, núm. WP/06/163, 2006.

CRITERIOS DE CALIFICACIÓN POR CATEGORÍA

Calificaciones

4

3

1

A. Metas, objetivos y razones

| | 1 | 2 | 3 | 4 | |
|-----------|---|---|---|--|---|
| A1 | Las metas del informe deben estar claramente especificadas. | No se especifican metas en el informe. No basta con presentar las metas del organismo que lo elabora (por ejemplo, del banco central o del ente regulador). | Las metas no se incluyen en el informe, sino que se presentan en otro sitio (por ejemplo, en el sitio web del FSR). | Se presentan las metas en el informe, pero expresadas en términos generales y no de manera específica para la estabilidad financiera. | Las metas están claramente expresadas como la meta del informe, y se hacen referencias específicas a la estabilidad financiera. |
| A2 | La definición de estabilidad financiera debe estar claramente expresada. | No se brinda una definición de estabilidad financiera. | No se incluye la definición en el informe, pero se presenta en otros sitios (por ejemplo, el sitio web del FSR). | Se presenta la definición en el informe, pero no en la parte inicial, sino relegada a un glosario o una nota al pie. | La definición está claramente expresada en el informe. |
| A3 | La definición de estabilidad financiera debe ser parte integral del informe, presentada consistentemente en todos los informes. | No se proporciona una definición de estabilidad financiera. | No se incluye definición en el informe, sino en otros sitios (por ejemplo, el sitio web de los FSR). | No se incluyen definiciones consistentemente en los informes. | Las definiciones siempre se incluyen en el informe. |
| A4 | La declaración de las metas debe ser parte integral del informe, presentada consistentemente en cada uno de los informes. | No se incluyen las metas en el informe. | No se incluyen las metas en el informe, sino en otros sitios (por ejemplo, el sitio web de los FSR). | No se incluyen consistentemente las metas en los informes. | Las metas siempre se incluyen en el informe. |
| A5 | La definición de estabilidad financiera debe abarcar la ausencia de una crisis y la capacidad de recuperación ante una crisis. | No se proporciona una definición de estabilidad financiera. | La definición en el informe no abarca ni la ausencia ni la capacidad de recuperación ante una crisis (o choques) o la definición no se incluyen en el informe, sino en otros sitios (por ejemplo, el sitio web de los FSR). | La definición hace referencia a la ausencia o a la capacidad de recuperación ante una crisis. Esto incluye la referencia a la capacidad del sistema para soportar choques. | La definición abarca la ausencia de una crisis y la capacidad de recuperación ante una crisis (o choque). |

Calificaciones

4

3

2

1

A6 La estabilidad financiera debe definirse en términos generales y operativos.

La definición aparece en el informe, pero sólo en términos generales, o la definición no se incluye en el informe sino en otros sitios (por ejemplo, el sitio web de los FSR).

La definición incluye aspectos generales y operativos, y la definición operativa incluye tanto los criterios de capacidad de recuperación a los choques o de la ausencia de una crisis (por ejemplo, criterios claros sobre cuándo declarar una crisis).

No se proporciona una definición de estabilidad financiera.

La definición abarca tanto aspectos generales como operativos (por ejemplo, el funcionamiento capitalizado, líquido, eficaz del sistema de pagos, la ausencia de contagio generalizado, prestamista de última instancia, marco regulatorio fuerte).

A7 Las metas del informe deben ser integrales.

Las metas incluyen al menos una de las metas recomendadas (ver calificación de 4).

Las metas del informe no incluyen ninguna de las cuatro metas recomendadas (ver calificación de 4), o se incluyen algunas metas generales, pero sólo en el sitio web.

No se incluyen las metas en el informe.

Las metas incluyen las cuatro metas mencionadas a continuación:
1) informar a los actores sobre potenciales riesgos financieros, 2) fomentar el debate, 3) servir como instrumento de rendición de cuentas y 4) ayudar a brindar información útil para evaluar riesgos.

B1 La evaluación general debe presentarse con claridad y en términos llanos.

El resumen ejecutivo ofrece una clara semblanza de los riesgos (por ejemplo, mapas de calor), pero es menos franco y los lectores tienen que leer entre líneas.

El resumen ejecutivo (o equivalente) ofrece alguna evaluación de los riesgos, pero es principalmente descriptivo y retrospectivo.

No hay un resumen ejecutivo (o sección equivalente).

El resumen ejecutivo ofrece una evaluación clara y franca, resaltando los riesgos y las brechas.

B2 La evaluación general debe estar vinculada con el resto del FSR.

El resumen ejecutivo abarca los hallazgos del análisis en el informe, y contiene algunos componentes prospectivos.

El resumen ejecutivo resume el resto del informe, pero no relaciona los distintos capítulos y es principalmente retrospectivo.

No hay un resumen ejecutivo (o sección equivalente).

La evaluación general reúne las distintas piezas del análisis, y el cuadro que presenta es integral y prospectivo.

B. Evaluación general

| | | | | | |
|-----------|---|--|--|---|---|
| B3 | Debe haber una clara conexión entre las evaluaciones a lo largo del tiempo, dejando en claro dónde se produjeron los cambios principales. | No hay comparación de indicadores de evaluación a lo largo del tiempo, o es muy limitada | La cobertura se centra en acontecimientos retrospectivos en indicadores y hay referencias limitadas a los cambios en la evaluación prospectiva de riesgos. | La evaluación general menciona la dirección de los cambios en la evaluación del riesgo en los informes anteriores, pero no explica cómo y por qué se realizó el cambio. | La evaluación general presenta explícitamente cómo y por qué han evolucionado los principales riesgos y exposiciones desde el último FSR, dejando en claro los canales de transmisión. |
| B4 | La evaluación general debe abarcar los temas clave. | No hay un debate sobre los riesgos o es limitado. | La evaluación general abarca temas centrales y riesgos, a menudo en un entorno de indicadores clave y pruebas de tensión, pero es sobre todo descriptivo y retrospectivo, y no se centra en riesgos potenciales. | La evaluación general presenta todos los riesgos y las exposiciones significativos, incluyendo los riesgos potenciales y derivados de la situación política, así como una exposición de las vulnerabilidades. | La evaluación general presenta todos los riesgos y las exposiciones significativos, incluyendo los riesgos potenciales y derivados de la situación política, así como una exposición de las vulnerabilidades. |

C. Temas

| | | | | |
|-----------|--|---|--|--|
| C1 | El informe debe identificar claramente los principales temas relevantes para la estabilidad. | Se identifican los riesgos macroeconómicos, pero se omiten riesgos importantes para la estabilidad financiera y no están integrados los análisis financieros y macroeconómicos. | Se identifican distintos riesgos para la estabilidad financiera, pero no la evaluación de su importancia relativa e implicaciones. No están bien integrados los riesgos macroeconómicos y financieros. | Se señalan riesgos con repercusión sistémica más amplia y se les trata en la evaluación general y con cierta profundidad. Integración macrofinanciera significativa. |
| C2 | La cobertura de temas debe tener coherencia entre los informes. | La cobertura no es coherente en el tiempo y no se explican los cambios. | La cobertura tiene coherencia, y se resaltan los riesgos principales. clave que pueden llevar a empeorar, ni se explican los cambios. | Cobertura con coherencia, y se destacan riesgos especiales. Seguimiento de riesgos mencionados antes y explicación de los riesgos recientemente agregados. |

| | | | | |
|-----------|--|--|---|---|
| C3 | La cobertura del sistema financiero debe ser suficientemente integral. | El informe abarca sólo al sector bancario. | Se aborda a los bancos y algunos del resto de los jugadores financieros (por ejemplo, entidades no bancarias, sistemas de pagos, prestamistas), pero no en profundidad. | El sistema bancario es cubierto con profundidad, al igual que las instituciones no bancarias, los sistemas de pago y otros temas (prestamistas, cambios regulatorios). Se justifica y explica cualquier falta de cobertura. |
|-----------|--|--|---|---|

D. Datos, supuestos y herramientas

| | | | | | |
|-----------|---|---|---|---|--|
| D1 | Debe estar claro qué datos se usan para llegar a los resultados presentados en el informe. | No hay fechas de corte, las fuentes de datos no están especificadas y los datos subyacentes no están disponibles en el sitio web. | Se proporciona uno de los tres tipos de información (ver calificación 1). | Se proporcionan dos de los tres tipos de información (ver calificación 1). | La fecha de corte de datos es muy visible, las fuentes especificadas al pie de los cuadros y gráficas y los datos subyacentes están disponibles como ligas en el sitio web. |
| D2 | Deben estar claros los supuestos que se están usando para llegar a los resultados que se presentan en el informe. | No se proporcionan los supuestos para las pruebas de tensión o para cualquier otro análisis cuantitativo. | Se brindan los supuestos, pero no se explican ni justifican. | El informe presenta supuestos y brinda algunas justificaciones y explicaciones. | El informe presenta, explica y justifica los supuestos. |
| D3 | Deben estar claras las herramientas metodológicas usadas para llegar a los resultados que se presentan en el informe. | No se explican las pruebas de tensión u otros análisis de evaluación del riesgo prospectivo, o la metodología. | Explicación general de la metodología que carece de detalles. | Se explica la metodología, pero no completamente, o la explicación es completa pero el enfoque no parece el adecuado para el riesgo que se está evaluando. | Explicación clara y detallada de una metodología apropiada. |
| D4 | Los resultados deben presentarse con coherencia en todos los informes. | Los análisis y resultados, en cuadros o en el texto, se presentan de manera muy diferente en todos los informes, o faltan análisis y resultados que podrían compararse en todos los informes. | Los análisis y resultados, en cuadros o en el texto, se presentan con una estructura similar en todos los informes, pero las diferencias en la presentación complican la comparación. | Generalmente el análisis y resultados, en cuadros o en el texto, se presentan de manera coherente en todos los informes, lo que facilita la comparación. Los supuestos son generalmente coherentes. | Los análisis y resultados, en cuadros o en el texto, se presentan de manera coherente y comparable en todos los informes, y los supuestos son coherentes. Los resultados de las pruebas de tensión se comparan explícitamente con los de los informes previos. |
| D5 | El informe debe usar datos disponibles, que incluyen los de las instituciones individuales. | Se muestran sólo los resultados agregados. | Generalmente se muestran los resultados agregados, con algún desglose por tipos de institución/rango | Resultados más detallados (rango, referencia a instituciones individuales/ tipos de instituciones); el análisis se basa en datos individuales y agregados. | Se usan eficazmente los datos individuales y agregados y se analizan los riesgos individuales y los sistémicos. Se mencionan los datos importantes faltantes. |

| | | | | | |
|-----------|--|---|---|--|---|
| D6 | El informe debe usar las herramientas disponibles. | La evaluación se basa principalmente en indicadores financieros básicos (por ejemplo, cambio en el crédito, en las tasas de interés y en los balances bancarios). | Por lo general se presentan herramientas cuantitativas simples y herramientas del FSI; no hay pruebas de tensión o son rudimentarias. | Se usan herramientas cuantitativas (por ejemplo, FSI y pruebas de tensión), pero sólo herramientas cuantitativas limitadas (por ejemplo, marco regulatorio, información cualitativa de supervisión). | Combinación de herramientas cualitativas y cuantitativas disponibles para permitir una evaluación prospectiva del riesgo. |
|-----------|--|---|---|--|---|

E. Estructura y otras características

| | | | | | |
|-----------|---|---|---|---|---|
| E1 | La estructura del informe debe ser fácil de seguir. | No hay lógica o tema subyacente en la estructura. | La estructura es simple, o no suficiente para abarcar la totalidad de los aspectos. No hay concepto unificador y en algunos casos no hay resumen ejecutivo. | La estructura permite una cobertura integral. No hay concepto unificador, pero la estructura permite un resumen evidente de los aspectos clave. | El informe tiene una estructura integrada con temas unificadores que se explican correctamente. |
|-----------|---|---|---|---|---|

| | | | | | |
|-----------|---|--|---|--|---|
| E2 | Deben elaborarse otras características del informe (por ejemplo, su longitud, frecuencia, calendario, disponibilidad para el público y vínculos con otros informes del banco central) para aportar a su claridad. | No hay un sitio web específico para los FSR. | Sitio web específico para los FSR, con informes actuales y anteriores, pero 1) difíciles de encontrar, o 2) no están acompañados de estrategia de comunicación (por ejemplo, comunicados de prensa, videos), ligas a otras publicaciones relevantes y específicas, fecha de la publicación oficial y datos subyacentes. | Sitio web específico para los FSR con informes actuales y anteriores. El sitio web tiene uno de los siguientes elementos: estrategia de comunicación, ligas a otras publicaciones relevantes y específicas, fecha oficial de la publicación y datos subyacentes. | El sitio web específico define la estrategia de comunicación, los datos subyacentes y las ligas específicas a otras publicaciones relevantes. |
|-----------|---|--|---|--|---|

| | | | | | |
|-----------|--|--|---|--|--|
| E3 | La estructura del informe debe mostrar coherencia en el tiempo y facilitar su lectura para los lectores regulares. | La estructura no guarda coherencia con los informes pasados. | Se modificó la estructura sin explicación, o la estructura es coherente en general, pero se ha vuelto menos incluyente. | La estructura es en general coherente; cualquier cambio es para mejorar. | La estructura muestra coherencia entre los informes y se distingue claramente el análisis central de los temas especiales. |
|-----------|--|--|---|--|--|

Calificaciones

| | 1 | 2 | 3 | 4 |
|-----------|--|--|---|--|
| E4 | Deben elaborarse otras características del informe para respaldar su continuidad. | No hay un patrón de publicación claro; la publicación parece en cierto modo irregular; están disponibles los informes pasados. | No hay un patrón de publicación claro; no hay fechas de publicación específicas, pero parecen ser regulares; están disponibles los informes anteriores. | Patrones de publicación conocidos, regulares y predecibles; los informes anteriores están disponibles. |
| E5 | La estructura del informe debe permitir la cobertura de temas clave. | El informe no contiene una estructura lógica. | Hay una estructura lógica que permite la cobertura de temas clave, pero generalmente tiene un enfoque compartimentado y no se utilizan bien las secciones que permiten agrupar temas (por ejemplo, resumen ejecutivo, conclusión, recuadros). | La estructura del informe permite la presentación de temas transversales, integrando diversos subsectores. |
| E6 | Las otras características del informe deben estar ideadas para respaldar su cobertura. | Informe desactualizado y no se ha actualizado en más de 12 meses. | Publicado dentro de los 12 meses desde la fecha de corte. | Publicado dentro de los tres meses desde la fecha de corte. |

Cuadro A.3

LISTA DE LOS FSR ANALIZADOS EN ESTE ESTUDIO

| <i>País</i> | <i>Organismo que lo elabora</i> | <i>Nombre del informe</i> | <i>Aparición</i> |
|--------------------------|---|---|------------------------------|
| Argentina | Banco Central de la República Argentina | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | Primer semestre de 2016 |
| Bahamas | The Central Bank of the Bahamas | <i>Financial Stability Report</i> | Enero-junio de 2015, núm. 4 |
| Barbados | Central Bank of Barbados | <i>Financial Stability Report</i> | 2015 |
| Bolivia | Banco Central de Bolivia | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | Enero de 2016 |
| Brasil | Banco Central do Brasil | <i>Relatório de Estabilidade Financeira</i> | Abril de 2016, v. 15, núm. 1 |
| Chile | Banco Central de Chile | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | Primera mitad de 2016 |
| Colombia | Banco de la República | <i>Reporte de Estabilidad Financiera</i> | Marzo de 2016 |
| Ecuador | Superintendencia de Bancos del Ecuador | <i>Reporte de Estabilidad Financiera</i> | Junio de 2014 |
| El Salvador | Banco Central de Reserva de El Salvador | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | Diciembre de 2015 |
| Guatemala | Superintendencia de Bancos de Guatemala | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | Junio de 2012, núm. 11 |
| Honduras | Banco Central de Honduras, Subgerencia de Estudios Económicos | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | Diciembre de 2015 |
| Jamaica | Bank of Jamaica | <i>Financial Stability Report</i> | 2015 |
| México | Banco de México | <i>Reporte sobre el Sistema Financiero</i> | Noviembre de 2015 |
| México | Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero | <i>Informe anual sobre el estado que guarda la estabilidad del sistema financiero en México y sobre las actividades realizadas por el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero</i> | Marzo de 2016 |
| Nicaragua | Banco Central de Nicaragua | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | Septiembre de 2014 |
| Panamá | Superintendencia de Bancos de Panamá, Dirección de Estudios Financieros | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | 2015 |
| Paraguay | Banco Central del Paraguay | <i>Informe de Estabilidad Financiera</i> | Abril de 2016 |
| Perú | Banco Central de Reserva del Perú | <i>Reporte de Estabilidad Financiera</i> | Mayo de 2016 |
| Trinidad y Tobago | Central Bank of Trinidad and Tobago | <i>Draft Financial Stability Report</i> | 2015 |
| Uruguay | Banco Central del Uruguay, Superintendencia de Servicios Financieros | <i>Reporte del Sistema Financiero</i> | 2015 |

BIBLIOGRAFÍA

- Borio, Claudio, y Mathias Drehmann (2009), *Towards and Operational Framework for Financial Stability: 'Fuzzy' Measurement and Its Consequences*, BIS Working Papers, núm. 284.
- Centre for Money and Finance (2016), *Caribbean Regional Financial Stability Report 2015*, University of the West Indies.
- Čihák, Martin (2006), *How Do Central Banks Write on Financial Stability?*, IMF Working Papers, núm. WP/06/163.
- Čihák, Martin, Sonia Munoz, Shakira The Sharifuddin, y Kalin Tinchev (2012), *Financial Stability Reports: What Are They Good for?*, IMF Working Papers, núm. WP/12/1.
- Hadzi-Vaskov, Meodij (2016), *Economic Effects of Panama's Offshore Banking Sector, Panama—Selected Issues*, IMF Country Reports, núm. 16/338, pp. 36-42.

[DES]GLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN

Mark Carney

1. INTRODUCCIÓN

Durante su mandato como Director Gerente, Michel Camdessus supervisó la segunda gran ola de globalización. Cayó el Muro de Berlín, se liberalizaron los controles de capital, se creó el euro y China se alistó para unirse a la Organización Mundial del Comercio. Los mercados de bienes y financieros se integraron cada vez más, con un crecimiento del comercio a una tasa anual del 10% y de los flujos de capital del 20%. Se duplicó la mano de obra mundial efectiva, y más de 1,000 millones de personas salieron de la pobreza.

Actualmente los bancos centrales están lidiando con una de las consecuencias de tales logros descomunales: el efecto de la globalización en la inflación.

Todos los bancos centrales deben tener en cuenta la relación cíclica entre la atonía global y la inflación nacional, el grado en el cual las fuerzas seculares de la globalización afectan la dinámica de la inflación interna, y cómo los factores mundiales influyen en la postura de política monetaria nacional misma. Y ahora algunos bancos centrales podrían necesitar considerar las implicaciones para la estabilidad de precios si el proceso de globalización se ralentizara o comenzara a revertirse.

Estos temas son especialmente relevantes para el Bank of England ya que la perspectiva inflacionaria del Reino Unido estará fuertemente influida por cierto tiempo por un proceso de desintegración iniciado por el Brexit.

Hoy quisiera ahondar en este ejemplo a fin de ilustrar cómo los factores mundiales influyen en la dinámica de la inflación nacional y en la capacidad de los bancos centrales para lograr la estabilidad de precios.

M. Carney, gobernador del Bank of England. Discurso presentado durante la 2017 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, 18 de septiembre de 2017. El autor agradece a Clare Macallan y Iain de Weymarn por su ayuda en la preparación de estos comentarios. También agradece a Will Abel, Fernando Eguren Martin, Rebecca Freeman, Alex Haberis, Simon Lloyd, Rana Sajedi, Andrej Sokol, Gregory Thwaites, Thomas Viegas, Matt Waldron y Gabija Zemaityte por la investigación de referencia y análisis realizados, así como a Wayne Chapman, Chris Peacock y Lyndsey Pereira-Brereton por su colaboración con los materiales de presentación. Traduce y publica el CEMLA con la autorización del Bank of England el artículo original publicado en <<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/de-globalisation-and-inflation>> . Cualquier error, omisión o inexactitud derivado de la traducción es responsabilidad del CEMLA.

2. GLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN

Si bien la curva de Phillips mundial parece gozar de buena salud (gráfica 1), la globalización ha estado acompañada de un debilitamiento de la relación entre la atonía nacional y la inflación nacional (gráfica 2),¹ y por el correspondiente fortalecimiento en la relación entre las fuerzas globales y los precios mundiales.

Gráfica 1

¿CURVA DE PHILLIPS DE PRECIOS MUNDIAL?



Notas: brecha del producto mundial promedio e inflación del IPC básica mundial (ponderada por la PPA).

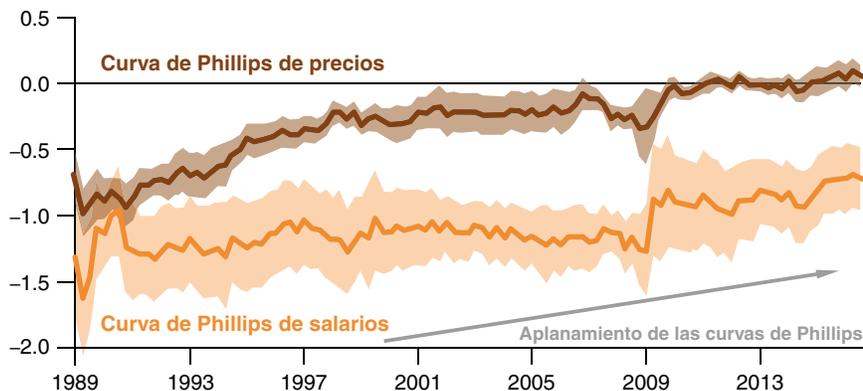
Fuentes: CEIC, FMI, ONS, Thomson Reuters Datastream y cálculos del Bank of England.

¹ Como se sintetiza con los coeficientes de pendiente en las curvas de Phillips de precios y salarios. Las curvas de Phillips para salarios y precios ya se habían aplanado durante los decenios de los setenta y los ochenta, posiblemente en relación, tal como sostiene Rogoff, con las reformas institucionales realizadas a la política monetaria durante ese periodo. Se ha documentado ampliamente el aplanamiento de la curva de Phillips. Por ejemplo, Blanchard, Cerutti y Summers (2015) descubren que la mediana de la pendiente de la curva de Phillips de 20 economías avanzadas y emergentes cayó más de la mitad entre mediados de los años setenta y mediados de los noventa, de aproximadamente 1 a aproximadamente 0.3.

Gráfica 2

LAS CURVAS DE PHILLIPS DE PRECIOS Y SALARIOS SE HAN APLANADO POR MEDIO DE LA GLOBALIZACIÓN

Coeficientes de la pendiente de la curva de Phillips variantes en el tiempo



Fuente: 87o. Annual Report del BPI.

Con correlaciones de las tasas de inflación general del IPC tan elevadas hoy como durante el primer choque del petróleo (gráfica 3a), algunos sostienen que las fuerzas globales se han convertido en dominantes, convicción reforzada por las *desinflaciones perdidas* tras la crisis financiera mundial^{2,3} y por las series actuales de paradojas de salarios (*wage puzzles*) en las economías avanzadas.⁴ Incluso hay sugerencias de que deberían revisarse los marcos de política monetaria, tal vez

reduciendo las metas de inflación, en respuesta al efecto creciente de la globalización.⁵

Se requiere cierta perspectiva.

Las paradojas de los salarios en las economías avanzadas pueden en parte solucionarse reconociendo que las reformas estructurales posteriores a la crisis han reducido las tasas naturales de desempleo al ampliar las medidas de atonía de los mercados laborales para incluir el subempleo involuntario, y al reconocer que los salarios bajos son consecuencia del pobre crecimiento sostenido de la productividad.⁶

² Ver, por ejemplo, capítulo 3 de FMI (2013).

³ Una explicación para esto, que no tiene relación con la globalización, es que las empresas que se enfrentan a limitaciones de liquidez mantuvieron sus precios a niveles más altos de los que los hubieran mantenido en otra situación a fin de preservar sus flujos de caja y permanecer en operaciones. Ver Gilchrist *et al.* (2017). Coincidente con esto, el análisis por parte del personal del Bank of England halló que las empresas del Reino Unido con balances generales más débiles aumentaron más sus márgenes en el punto más crítico de la crisis que las empresas con balances generales más saludables.

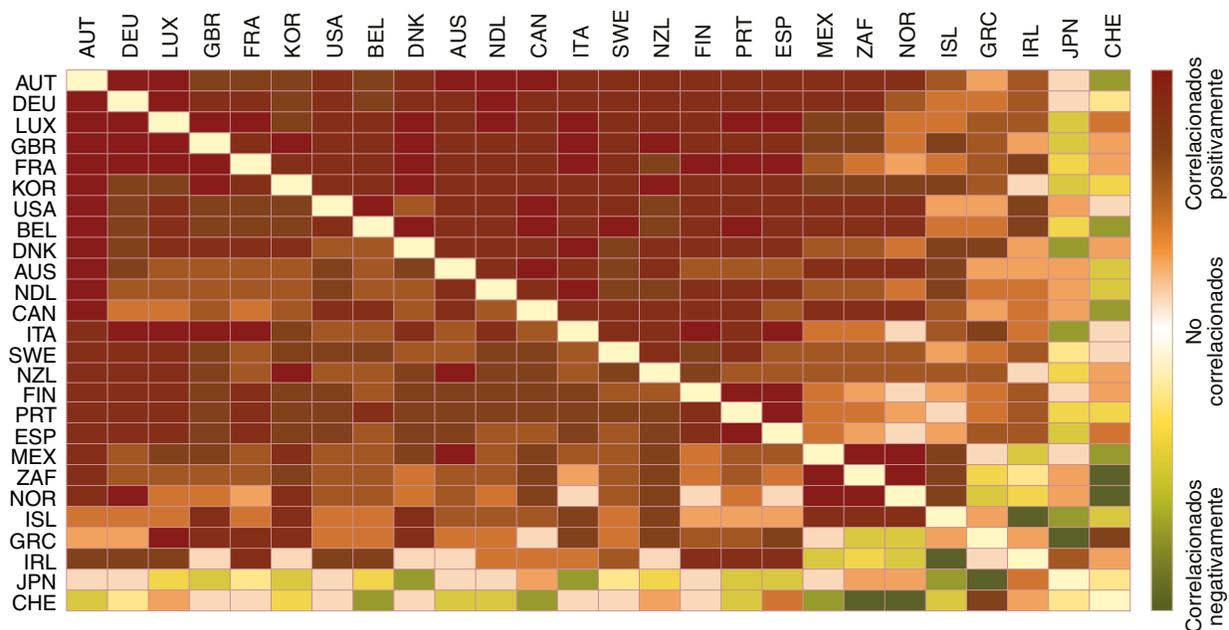
⁴ Por ejemplo, como documenta el Banco de Pagos Internacionales (BPI) en su 87o Annual Report, 2017. Ver también Draghi (2017) y Danninger (2016).

⁵ Por ejemplo, como sugiere Borio (2017).

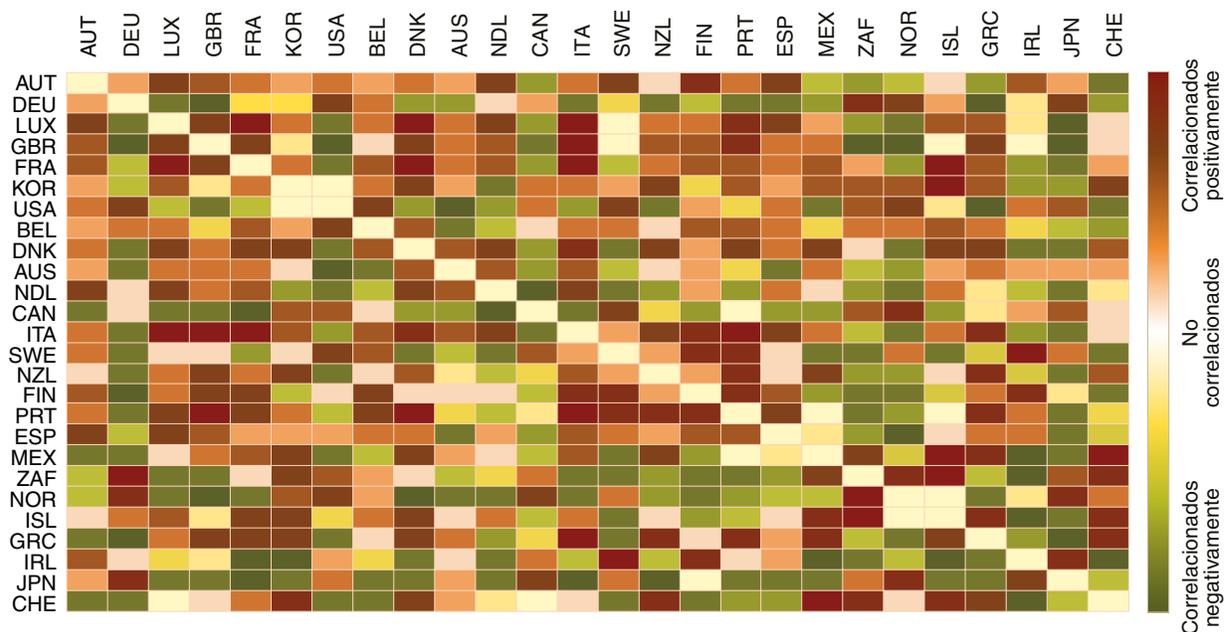
⁶ Ver, por ejemplo, los recuadros en las páginas 18-20 del *Inflation Report* de febrero de 2017 y la página 29 del *Inflation Report* de mayo de 2014. Las soluciones a estos enigmas posiblemente involucren también algunos factores no relacionados con la globalización. Por ejemplo, una explicación para la desinflación perdida es que las empresas que se enfrentan a restricciones de liquidez mantenían precios a niveles más altos de los que hubieran tenido en otras circunstancias para preservar sus flujos de caja y poder continuar sus operaciones (ver Gilchrist *et al.*, 2017). Coincidente con esto, el análisis del personal del Bank of England halló que, en plena crisis, las empresas del Reino Unido con balances generales más débiles incrementaron sus márgenes más que aquellos con balances generales más saludables.

Gráfica 3

a. EVIDENCIA SUPERFICIALMENTE FUERTE DEL CICLO DE INFLACIÓN MUNDIAL



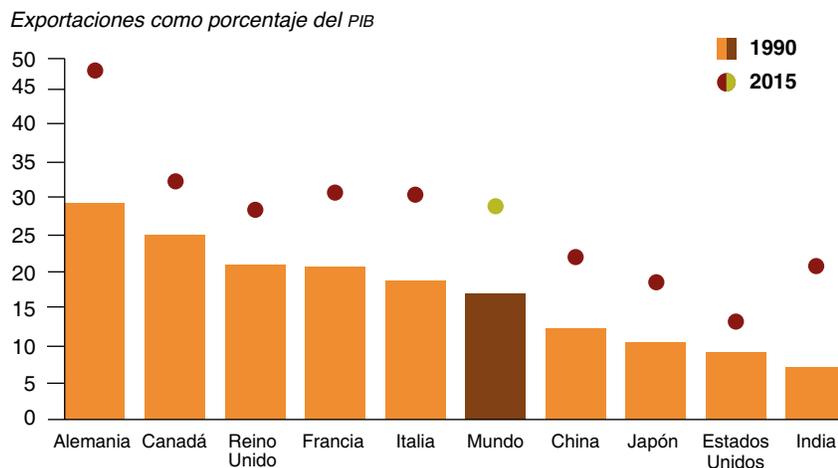
b. LAS TASAS DE INFLACIÓN BÁSICA MOSTRARON POCO COMOVIMIENTO POSCRISIS



Notas: las correlaciones se calcularon con datos trimestrales sobre tasas de inflación anuales.
Fuentes: Thomson Reuters Datastream, fuentes nacionales y cálculos del Banco.

Gráfica 4

LA DEMANDA EXTERNA HA CRECIDO EN IMPORTANCIA A UN RITMO CONSTANTE



Fuentes: FMI y cálculos del Banco.

Más ampliamente, las recientes altas correlaciones de las tasas de inflación general han estado impulsadas por grandes choques mundiales, entre ellos la crisis financiera y el super ciclo de productos básicos. De hecho, las tasas de inflación subyacente han mostrado poco comovimiento y más bien han variado ante (divergentes) condiciones económicas subyacentes (gráfica 3b).

Hasta ahora los bancos centrales han sido capaces de mantener su soberanía monetaria, cumpliendo sus mandatos al contrarrestar las fuerzas desinflacionarias seculares de la integración mundial.

Sin embargo, nada de esto resta importancia a los retos actuales de mantener la estabilidad de precios de cara a las fuerzas globales. La combinación de la cada vez mayor libre competencia en los mercados y de una demanda débil sincronizada y prolongada podría estar limitando las expectativas de salarios. Además, los cambios tecnológicos, en especial aquellos que podrían globalizar a los mercados para muchos servicios, podrían extender y profundizar la tendencia a la desinflación mundial. Y el ciclo financiero global podría exacerbar los retos del retorno de la inflación nacional a la meta, en

especial dada la proximidad de las tasas de interés al límite inferior efectivo.

De esta manera, el trazado del rumbo de la política monetaria en este entorno requiere de un entendimiento sutil de cómo la globalización afecta a la inflación e influye en la postura de política monetaria. A esto me referiré a continuación.

2.1 INFLUENCIAS MUNDIALES SOBRE LA INFLACIÓN NACIONAL

En una economía cerrada, las presiones inflacionarias dependen de lo que ocurre en los costos nacionales, los cuales a la vez dependen de la capacidad ociosa nacional, o del equilibrio entre la oferta y la demanda interna.

La apertura de la economía cambia esta relación de tres maneras.

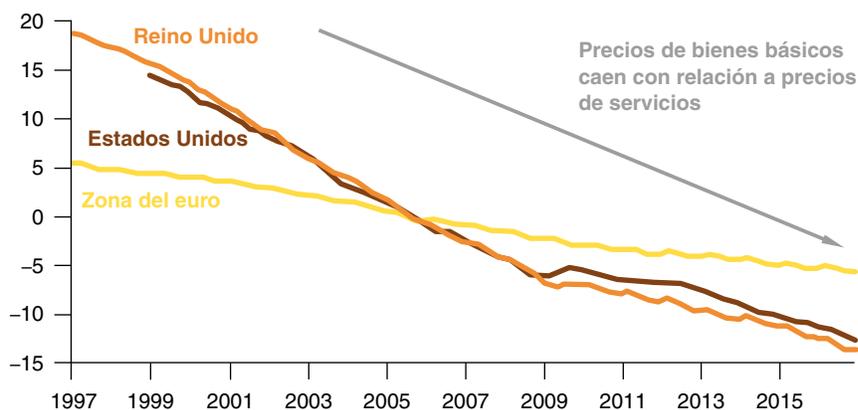
Más directamente, la demanda externa ejerce presiones sobre la utilización de recursos nacionales y por lo tanto sobre la inflación nacional. La importancia de este canal se incrementó de manera constante durante gran parte del siglo pasado (gráfica 4).⁷

⁷ La desaceleración del crecimiento del comercio desde la crisis

Gráfica 5

CHOQUE DE PRECIOS RELATIVOS ACUMULADO Y SOSTENIDO SOBRE LOS BIENES COMPENSADO POR MEDIO DE UNA MAYOR INFLACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS

Diferencias en logaritmos de los índices de precios



Notas: promedio de seis meses de las diferencias en logaritmos entre los precios de bienes básicos (excepto alimentos y energía) y los precios de los servicios (series indexadas; 2005 = 100). Las series de Estados Unidos usan los índices de precios del gasto del consumo personal.

Fuentes: Thomson Reuters Datastream, fuentes nacionales y cálculos del Banco.

Luego, en una economía abierta, los precios de las importaciones afectan a la inflación nacional de manera directa, por los bienes finales y servicios comprados por particulares, y de manera indirecta por los precios de los bienes intermedios importados que se usan en la producción de bienes finales y de servicios en la canasta familiar.

Durante años, el efecto directo ha infundido un sesgo desinflacionario permanente. La integración de productores de menores costos a la economía global actúa como un incremento en la oferta potencial para las economías avanzadas, elevando el nivel de gasto que es compatible con la inflación de meta.⁸

financiera refleja en gran medida la rotación del crecimiento mundial hacia países con menos demanda intensiva de importaciones, en especial Estados Unidos y las EME, así como la caída de la intensidad de las importaciones en la demanda nacional final en China ya que la composición del crecimiento allí rota hacia el consumo y los servicios.

⁸ Este choque de demanda positivo se presenta porque la disponibilidad de importaciones baratas mejora los términos de intercambio de las economías avanzadas: el precio de las

Hasta ahora, este efecto desinflacionario ha afectado principalmente a los precios de bienes (Abdih *et al.*, 2016) (gráfica 5), ya que las operaciones con bienes se han liberado mucho más que los servicios.⁹ Las autoridades responsables de la política monetaria en las economías avanzadas han respondido mediante la inflación relativamente alta de los precios de servicios para cumplir con sus objetivos de inflación. Por ejemplo, en el Reino Unido los precios de los productos (excluyendo alimentos y energía) cayeron en promedio un 0.3% durante los últimos dos decenios, los precios de servicios aumentaron en promedio un 3.4% y la inflación total del IPC estuvo en promedio dentro de la meta.¹⁰

exportaciones respecto al de las importaciones. Para más detalles sobre este canal, ver Bean (2006).

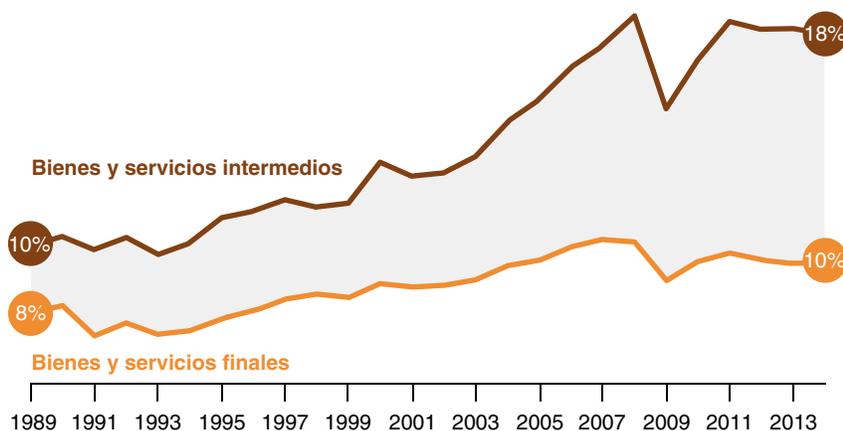
⁹ Por ejemplo, se estima que actualmente las barreras al comercio de servicios son hasta tres veces más altas que al de productos. Ver Carney (2017).

¹⁰ La inflación general del IPC promedió 1.9% durante este periodo.

Gráfica 6

EL DESARROLLO DE LAS CADENAS DE VALOR MUNDIALES HA IMPULSADO EL COMERCIO DE BIENES Y SERVICIOS INTERMEDIOS

Porcentaje del PIB mundial



Notas: las importaciones y el PIB están en dólares corrientes.

Fuentes: Johnson y Noguera (por publicar), Powell (2016), World Input-Output Database (edición 2016) y BPI.

La globalización ha también llevado a un dramático incremento en el uso de bienes intermedios importados para la producción nacional. La revolución de tecnologías de la información y la comunicación (TIC) ha hecho que sea posible una gran desagregación de la producción en cadenas mundiales de valor, y las grandes diferencias salariales han hecho que sea tan rentable. El comercio de bienes intermedios representó un 80% del aumento total del comercio durante los dos últimos decenios (gráfica 6), llevando el valor agregado de las importaciones de una participación del 10% de las exportaciones en 1990 a aproximadamente el 20% en 2015 (ver Auer *et al.*, 2017).

Esta expansión en las cadenas mundiales de valor ha conducido a una mayor sincronización¹¹

de la inflación de precios del productor entre países. Y ha aumentado la sensibilidad de la inflación nacional a presiones inflacionarias mundiales al mismo tiempo que se ha reducido su capacidad de respuesta a los cambios en la a tonía interna.¹² Una investigación realizada por el BPI indica que la duplicación en la participación de productos intermedios importados en el PIB provoca que también se duplique la importancia de los factores mundiales para la inflación nacional.¹³ Congruente con esto, una investigación realizada por el Bank of England indica que cada incremento de un punto porcentual en la intensidad de importación del consumo reduce la sensibilidad de la inflación a la a tonía nacional en un 1%, y que la fuerza de este efecto varía de acuerdo con la facilidad con la cual

¹¹ Ver Auer *et al.* (2017a). Se descubre que un choque que provoca una subida de la inflación de un punto porcentual en el resto del mundo eleva la inflación de los precios de los productores nacionales en promedio por 0.2 pp (en el IPP) entre los países incluidos en la muestra. Sin embargo, el tamaño del efecto varía de manera significativa de acuerdo con el país; el Reino Unido está ligeramente por debajo de la media.

¹² Sin duda, esto depende de si el producto/servicio en la cadena de abastecimiento se usa para convertirse en un producto/servicio final en el mismo país o si se exporta.

¹³ Esto se da tanto entre los distintos países y a lo largo del tiempo. Ver Auer *et al.* (2017b).

los productores pueden cambiar de productos intermedios importados a alternativas nacionales.¹⁴

La autoridad responsable de la política monetaria debe tomar en cuenta los efectos del comercio intermedio ya que, a diferencia de los choques de productos básicos, los cambios en los precios de las importaciones necesitan de cierto tiempo para pasar de las cadenas de abastecimiento hasta llegar a los precios finales de los bienes y por lo tanto afectan la inflación en un horizonte relevante para la política económica (ver Goldberg y Campa, 2010).

Los mercados laborales ofrecen un tercer canal por el cual la globalización afecta a la inflación nacional. Vale aclarar que la globalización está lejos de ser el único factor que ha estado afectando a los mercados laborales en los últimos decenios, y podría decirse que, tal como lo han demostrado algunos documentos del FMI y de otros organismos,¹⁵ los avances tecnológicos han desempeñado un papel más importante. Se estima que la tecnología, no la globalización, ha sido la razón principal por la cual la participación del trabajo en el ingreso ha ido a la baja en las economías avanzadas.

Pero esto no implica que estén ausentes los efectos mundiales.

La duplicación de la fuerza laboral efectiva disponible constituye un choque de oferta inmenso y positivo para la economía mundial. Ha alentado el traslado de la producción de bienes y servicios que usan mano de obra menos calificada a países con abundancia de trabajadores con bajas calificaciones, predominantemente en economías

emergentes. La capacidad creciente para distribuir los componentes de la producción y las tareas a lo largo de cadenas mundiales de valor ha amplificado tal efecto.¹⁶

La globalización también ha incrementado la libre competencia en los mercados laborales, debilitando el grado al cual la atonía de los mercados laborales nacionales influye en las presiones inflacionarias nacionales.¹⁷ Esto es, la cada vez mayor facilidad con la cual se pueden contratar actividades en el extranjero o con la cual se pueden llenar vacantes nacionales con trabajadores de otros países podría haber reducido la capacidad de negociación relativa y las expectativas de salarios de los trabajadores. Si bien es difícil medirla precisamente, la evidencia disponible sugiere que los efectos del acceso irrestricto podrían ser significativos.¹⁸ Parece que una mayor apertura ha reducido la sensibilidad de los salarios a las condiciones de los mercados laborales (ver Rotunno y Wood, 2016) y causó que el crecimiento en los costos laborales por unidad (CLU) internos se vincularan más estrechamente al crecimiento mundial de los CLU (ver BPI, 2017).

En general, la mayor oferta de trabajo ha reducido los salarios relativos de los trabajadores menos especializados en las economías avanzadas. Si bien esto disminuye las presiones inflacionarias

¹⁴ Ver Cesa-Bianchi *et al.* (próximo a publicarse). Posiblemente difiere la velocidad a la cual se transmiten los cambios en los precios de las importaciones a los productos finales de país en país. Por ejemplo, en el Reino Unido, pareciera que los precios al consumidor de la energía y los alimentos se modifican más rápido que los precios de otros bienes y servicios. En parte, esto parece ser porque en cada punto de la cadena de abastecimiento los márgenes son estrechos. Para el caso de los alimentos, refleja también en parte el hecho de que algunos de los alimentos importados ya son un producto final de consumo, esto es, que la cadena de abastecimiento es corta.

¹⁵ Ver "Understanding the Downward Trend in Labour Income Shares", capítulo 3 del WEO del FMI, abril de 2017.

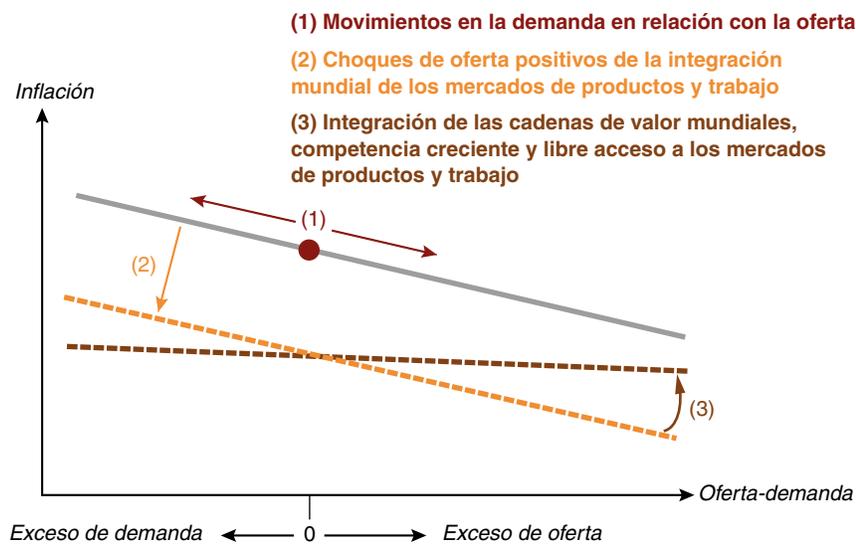
¹⁶ Estos efectos, un ejemplo de la igualdad del factor precio (Samuelson, 1948), han quedado debidamente documentados, por ejemplo, en Autor *et al.* (2015). El análisis del personal del Banco, usando datos de la OCDE, sugiere que este mecanismo ha operado ampliamente, con un rango de países que han mostrado un fuerte crecimiento del empleo no transable que se compensa por las bajas en los sectores más expuestos a la sustitución laboral internacional.

¹⁷ Este canal aumenta también la función del tipo de cambio en la determinación de las presiones inflacionarias, ya que afectará el valor en moneda nacional del salario que ganarían los trabajadores extranjeros al trasladarse a ese país y por lo tanto su voluntad de mudarse.

¹⁸ Por ejemplo, para Estados Unidos, A. Blinder (2009) estima que el potencial de contratar empleos del sector de servicios en el extranjero podría haber hecho que los salarios bajaran hasta un 14%. D. Arseneau y S. Leduc (2011) realizan un modelo de libre competencia con dos países y hallan que puede reducir los sueldos hasta un 5% en el país de origen.

Diagrama 1

EFECTOS DE LA GLOBALIZACIÓN SOBRE LA CURVA DE PHILLIPS



en la economía en su conjunto, ha contribuido a un periodo de ajuste prolongado y doloroso para los trabajadores menos especializados.¹⁹ Los efectos desinflacionarios seculares a partir de esta integración constante de trabajadores adicionales al mercado laboral mundial necesitan ser considerados además de las presiones inflacionarias cíclicas a partir de los cambios en la debilidad del mercado laboral.

Pueden ilustrarse los diversos canales por los cuales la globalización afecta la relación entre la atonía nacional y la inflación usando la curva de Phillips (diagrama 1).

Los cambios en la demanda externa provocarán un cambio en la curva de Phillips, ya que las empresas nacionales ajustan su utilización de capacidad como respuesta a los mismos (1).

Las series de choques positivos de demanda a partir de la integración aumentada de los mercados laboral y de bienes provocan cambios paralelos a

la baja en la curva de Phillips (2). Estos cambios a la baja persistirán siempre y cuando continúe la integración. Esto puede llevar un tiempo, en buena medida porque la llegada de las plataformas digitales podría extender estos procesos a un rango mucho más amplio de mercados de bienes y servicios.²⁰ La economía nacional necesita operar con una capacidad disponible más pequeña para absorber estos efectos desinflacionarios.

Las fuerzas competitivas en aumento a partir de la globalización (tanto las reales como las debatibles) han actuado también por medio de los mercados del trabajo y de bienes para reducir la capacidad de respuesta de la inflación a la atonía nacional, aplanando la pendiente de la curva de Phillips (3).

La política monetaria debe tener en cuenta todos estos efectos y, en conjunto, operar la economía nacional con una capacidad disponible más pequeña para absorberlos.

¹⁹ Como se señaló, los cambios tecnológicos han desempeñado un papel más importante en bajar los salarios relativos de los trabajadores menos calificados.

²⁰ Siempre y cuando deje de progresar la integración, se revertiría este cambio a la baja en la curva de Phillips.

3. INFLUENCIAS MUNDIALES DE LA POSTURA DE POLÍTICA MONETARIA

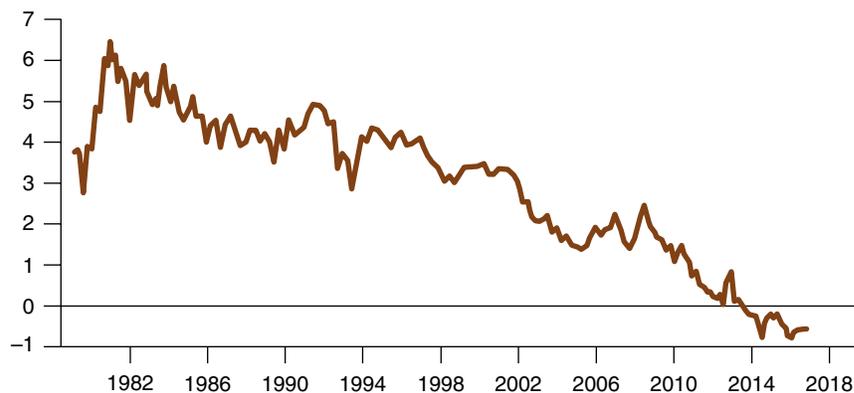
A sí como los factores mundiales afectan las relaciones entre la a-tonía nacional y la inflación, influyen también en el marco de política monetaria que se necesita para lograr la meta de inflación. En especial, la integración mundial afecta el mecanismo de transmisión de la política monetaria interna, el grado de diseminación de las políticas monetarias foráneas y la tasa de interés de equilibrio.

Durante los últimos 30 años, una serie de fuerzas profundas en la economía mundial ha ocasionado una baja de la tasa de interés real en el mundo de hasta 450 puntos básicos (gráficas 7 y 8; ver Rachel y Smith, 2015). Estas fuerzas incluyen los precios relativos más bajos del capital (en parte como consecuencia de la desmaterialización de la inversión), los mayores costos de intermediación financiera (debido a las reformas financieras), la menor inversión pública y el mayor desapalancamiento privado.²¹ Hay otros dos factores, la demografía y la distribución del ingreso, que merecen una especial atención.²²

Gráfica 7

LAS TASAS DE INTERÉS REALES A LARGO PLAZO MUNDIALES HAN CAÍDO EN LOS ÚLTIMOS 30 AÑOS

Tasa de interés real mundial



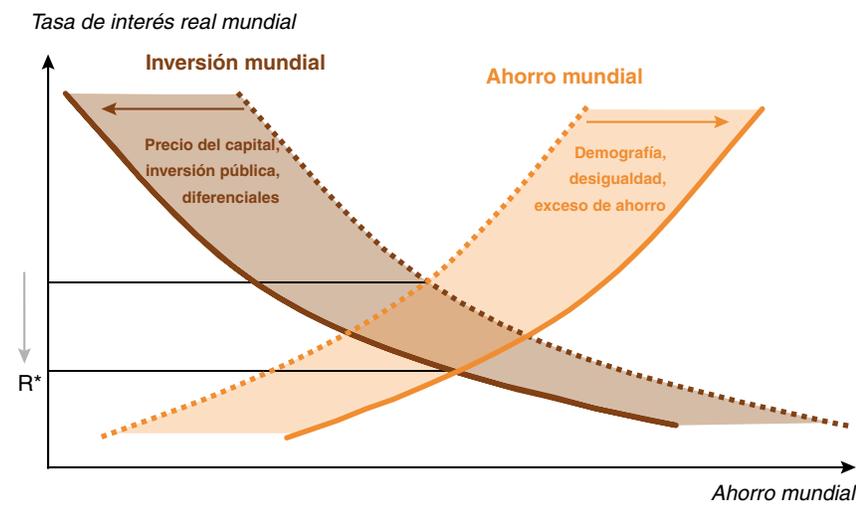
Fuente: Rachel, L. y Smith, T. (2015)

²¹ A veces se sostiene que la tasa real de equilibrio depende de la tasa de crecimiento (esperada), pero esto es una simplificación del problema. Es importante la distribución total de las tasas de crecimiento: no solo la media, sino también la volatilidad, la asimetría y el grosor de los extremos. Ver Vlieghe (2017).

²² Para un debate sobre las implicaciones más amplias de estas fuerzas, ver Vlieghe (2016).

Gráfica 8

IMPULSORES SEculares QUE EMPUJAN HACIA ABAJO A LA TASA DE INTERÉS REAL DE EQUILIBRIO A LARGO PLAZO



La investigación del Bank of England estima que los ahorros de retiro cada vez mayores, como resultado del envejecimiento de la población mundial y de su expectativa de vida prolongada, han reducido la tasa de interés real mundial en aproximadamente 140 puntos básicos desde 1990 y podrían llevar a una caída de 35 puntos básicos más hacia 2025 (ver Lisack *et al.*, próximo a publicarse). El punto crucial es que estos efectos deberían persistir una vez que se estabilicen las tendencias demográficas porque lo importante es el acervo de ahorros y no el flujo.²³

Al cambiar la distribución del ingreso, la integración mundial de los mercados laborales podría también reducir la R^* mundial. Los cambios en los salarios relativos en las economías avanzadas han desplazados los ingresos hacia los trabajadores calificados, quienes tienen una propensión

al ahorro relativamente más alta. Los ingresos en alza en las economías de mercados emergentes podrían estar reforzando tal efecto porque las tasas de ahorro son estructuralmente más altas en las economías de mercados emergentes, reflejando una variedad de factores entre ellos los diferentes regímenes de seguridad social.²⁴

La gran movilidad de capital entre las fronteras significa que los rendimientos de capital se acercarán más entre países, y que cualquier divergencia marcada será arbitrada.²⁵

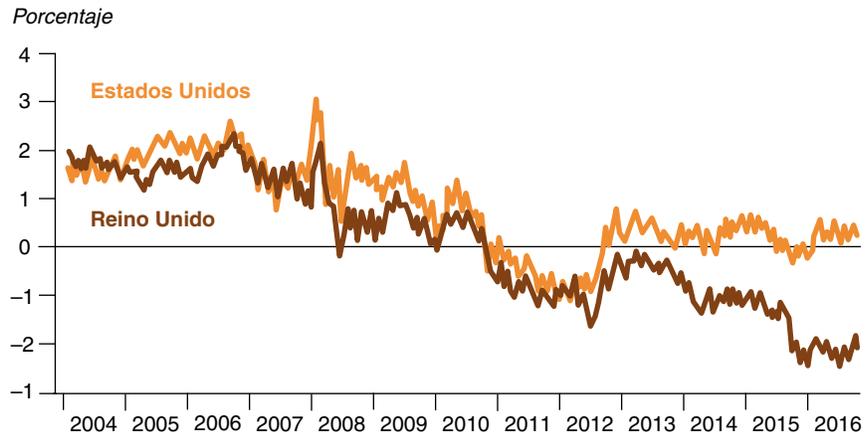
²³ Si bien los jubilados des-ahorran, tienden también a retener una cantidad relativamente alta de riqueza durante su retiro; por lo tanto, a medida que aumenta la cantidad de la población en retiro, se mantendrá elevado el acervo de ahorros aun cuando caiga el flujo de ahorros.

²⁴ Como señalaba Ben Bernanke (2005), se generó un *exceso de ahorro* de las economías emergentes en el periodo preliminar a la crisis. La integración del mercado laboral mundial podría también bajar la tasa de interés real de equilibrio porque los hogares en las EME son relativamente reacios al riesgo, y esto ha incrementado la aversión al riesgo mundial ya que la riqueza ha pasado de las economías avanzadas a las emergentes (ver Hall, 2016).

²⁵ Sin dudas, las diversas fricciones para completar la movilidad de capital, entre ellas el sesgo a favor de lo nacional, las limitaciones al endeudamiento porque los títulos son sustitutos imperfectos y la distribución incompleta del riesgo entre países, producirán algunas divergencias.

Gráfica 9

COMOVIMIENTO CERCANO DE LA TASA DE INTERÉS A LARGO PLAZO DE ALTA FRECUENCIA

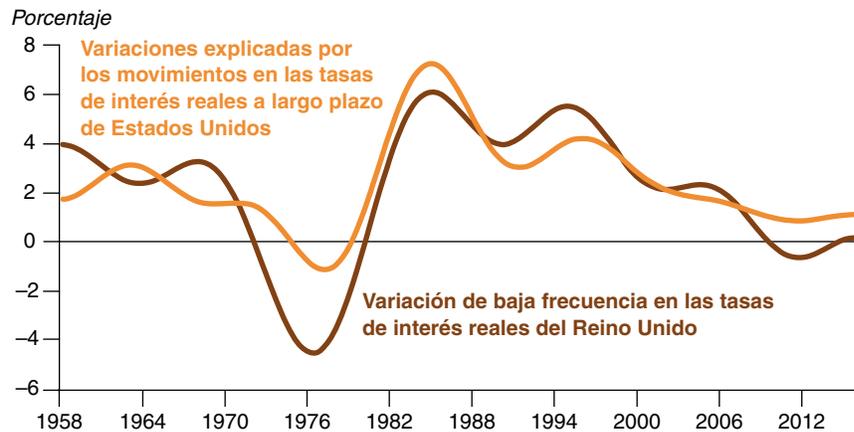


Nota: el rendimiento de los bonos a 10 años en términos reales se deriva de los canjes de inflación.

Fuentes: Bloomberg y cálculos del Banco.

Gráfica 10

COMOVIMIENTO CERCANO DE LA TASA DE INTERÉS A LARGO PLAZO DE BAJA FRECUENCIA

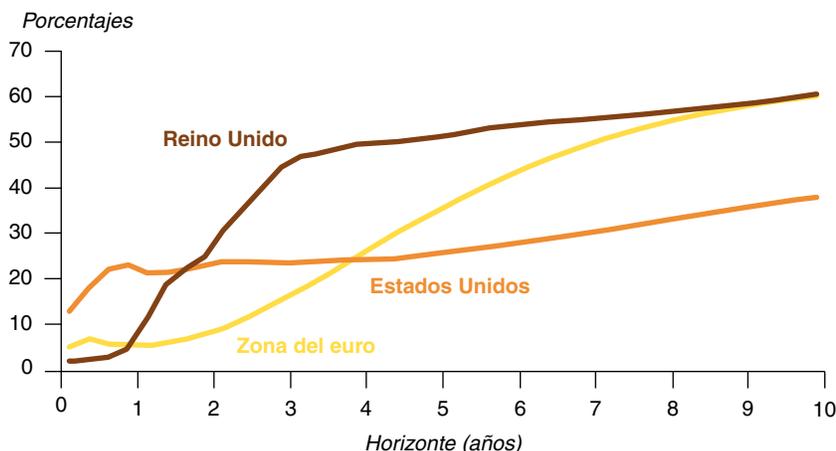


Notas: la tasa de interés real de equilibrio a largo plazo del Reino Unido y los valores ajustados se obtuvieron mediante una regresión sencilla sobre la tasa de interés real de equilibrio a largo plazo de Estados Unidos.

Fuentes: Bloomberg y cálculos del Banco.

Gráfica 11

LA MAYOR PARTE DE LA VARIACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE EQUILIBRIO DEL REINO UNIDO EN UN HORIZONTE AMPLIO SE EXPLICA POR FACTORES INTERNACIONALES



Nota: descomposición de la varianza del error de pronóstico de un modelo de vectores de corrección del error, la participación no se explica por la R^2 interna.

Fuentes: Holston *et al.* (2016).

Por lo tanto, los factores mundiales son los principales conductores de las tasas nacionales reales a largo plazo a altas y bajas frecuencias (gráficas 9 y 10). Por ejemplo, el análisis del Bank of England sugiere que aproximadamente un 75% del movimiento en las tasas de equilibrio a largo plazo del Reino Unido está impulsado por factores mundiales (gráfica 10).²⁶ Las estimaciones de los economistas de la Reserva Federal arrojan resultados similares (gráfica 11) (Holston *et al.*, 2016).

Los factores mundiales influyen también en las condiciones financieras nacionales y por lo tanto en la postura *efectiva* con respecto a la tasa de equilibrio a más corto plazo de la política monetaria, r^* .

La presencia de prestamistas y prestatarios que operan en múltiples monedas y en múltiples países crea canales múltiples a través de los cuales pueden transmitirse los cambios en las condiciones

financieras entre países.²⁷ Por ejemplo, las variaciones en el sentimiento y la aversión al riesgo pueden llevar a comovimientos internacionales en las primas por plazo, afectando las valuaciones de las garantías y por lo tanto las condiciones de endeudamiento.

El trabajo de los investigadores del Bank of England, basado en análisis realizados por el FMI (FMI, 2017), muestra que un solo factor mundial responde por más del 40% en la variación de las condiciones financieras nacionales entre las economías avanzadas. Para el Reino Unido, que es sede del centro financiero mundial líder, la relación es mucho más ajustada, de un 70 por ciento.

Con la apertura de la economía y del sistema financiero del Reino Unido en lugar predominante, un tercio de la variación en el ciclo económico de la tasa de política del Reino Unido puede atribuirse

²⁶ Aplicando la técnica recientemente formulada para la estimación del comovimiento de baja frecuencia en Mueller y Watson (2015).

²⁷ Hélène Rey ha sido una defensora clave de la importancia de estos canales. Ver, por ejemplo, Miranda-Agrippino y Rey (2015).

Cuadro 1

EMISIÓN DE ACTIVOS NETOS DEL G4 EN 2017

Miles de millones de dólares

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Compras de activos | -61 | 1,756 | 451 | 670 | 642 | 1,756 | 1,254 | 1,312 | 1,799 | 1,338 |
| Emisión de bonos | 2,936 | 2,664 | 3,534 | 2,486 | 2,263 | 1,753 | 1,525 | 1,093 | 1,286 | 1,527 |
| Emisión neta | 2,997 | 908 | 3,083 | 1,816 | 1,622 | -3 | 270 | -219 | -513 | 189 |

Nota: el G4 aquí son el Reino Unido, la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Las emisiones de bonos se refieren a los cambios anuales en el acervo de la deuda general del gobierno. La deuda de organismos gubernamentales está también incluida para Estados Unidos. Las compras de activos se refieren a la cantidad total de bonos adquiridos por los bancos centrales. La compra anual de activos se obtiene sumando las compras mensuales netas sobre los 12 meses correspondientes. Los flujos mensuales se convierten a dólares estadounidenses usando un tipo de cambio mensual promedio.

Fuentes: Banco Central Europeo, Bank of England, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco de Japón, SIFMA, Thomson Reuters Datastream y cálculos del Bank of England.

a los choques que se originan en el exterior (ver Cesa-Bianchi y Sokol, próximo a publicarse).

Un importante canal de los efectos de contagio global es sin duda la política monetaria. Es razonable esperar que en los años venideros se eleven las primas mundiales por plazo, ya que las ventas de activos netos podrían cambiar de manera significativa la situación que imperó los últimos cuatro años cuando toda emisión neta dentro del G4 fue en efecto absorbida (cuadro 1).

La intención ampliamente anticipada de la Reserva Federal de reducir gradualmente sus acervos de valores del Tesoro de Estados Unidos podría a la postre tener efectos significativos en las condiciones financieras mundiales. Si bien el grado y el momento precisos de este efecto están sujetos a considerable incertidumbre, es clara la dirección: reducir el acervo de activos adquiridos debería incrementar la prima por plazo para los valores del Tesoro de Estados Unidos (debido al equilibrio de la cartera y a los efectos de señalización). Recientemente el personal de la Reserva Federal estimó que la normalización de los balances generales podría a la larga llevar a un alza de 75 puntos básicos

en la prima por inversión a diez años (ver Bonis y Wei, 2017). De acuerdo con la Primary Dealer Survey de julio, la subida esperada de la mediana en el rendimiento de los valores del Tesoro de Estados Unidos a 10 años durante los próximos dos años debido a una reducción en el balance general es aproximadamente de 30 pb (con un rango intercuartílico de 20-50 pb). Independientemente de lo que suceda, un análisis del Bank of England sugiere que aproximadamente dos tercios de los cambios en las primas por plazo de Estados Unidos se diseminarán con el tiempo por el Reino Unido.²⁸

²⁸ Este análisis usa el sistema flexible de modelos mundiales (modelo FSGM, por sus siglas en inglés) del FMI, un modelo semiestructural de la economía mundial que registra el comercio internacional y las vinculaciones financieras.

4. ¿DEBERÍA AJUSTARSE EL MARCO DE LA POLÍTICA MONETARIA?

En resumen, la demanda mundial se ha convertido en un elemento importante de presión sobre la capacidad nacional (esto es, los movimientos a lo largo de la curva de Phillips), y la integración mundial en todas las dimensiones –trabajo, servicios y productos finales e intermedios– actúa como una serie de choques positivos de demanda que suscitan presiones desinflacionarias sostenibles (esto es, cambiando la curva de Phillips hacia abajo y aplanándola).

Y así como los factores mundiales afectan la relación entre la atonía nacional y la inflación, han hecho que sea más difícil para los bancos centrales establecer su política para el logro de metas. Las fuerzas seculares importantes han reducido la tasa de interés de equilibrio, lo cual significa que los bancos centrales han tenido que usar herramientas no convencionales para proporcionar estímulo. Al mismo tiempo, los mercados abiertos e integrados han reducido el control de los bancos centrales sobre sus condiciones financieras nacionales.

A raíz de tales retos desinflacionarios, hay algunos que sostienen que deberían reformarse las estructuras de la política monetaria. Por ejemplo, Claudio Borio recientemente sugirió que los efectos desinflacionarios seculares a partir de la integración mundial continua podrían dominar las crecientes presiones inflacionarias cíclicas generadas por la brecha de producto mundial más pequeña a medida que progresa la recuperación (Borio, 2017). Manteniendo las tradiciones del BPI, Borio alienta a los bancos centrales que vayan contra los fundamentos, aceptando los resultados de inflación más bajos, tanto por razones macroprudenciales como para absorber los choques de demanda global.²⁹

Desde mi perspectiva, la vara para cambiar las estructuras de política monetaria debería ser muy alta. Consideremos el Bank of England. Tenemos un amplio repertorio de herramientas macroprudenciales que permiten que la política monetaria sea la última línea de defensa contra los riesgos de estabilidad financiera. Nuestro mandato de política monetaria del gobierno del Reino Unido da al Comité de Política Monetaria (CPM) la discreción limitada y necesaria para responder con flexibilidad a los choques reales, entre ellos los provenientes de la globalización, mientras mantiene la primacía de la estabilidad de precios. De manera más general, en la medida en que haya una *buena deflación* a partir de la globalización, esta se da en paralelo con los riesgos persistentes de una

²⁹ Algunos argumentan que deberían elevarse las metas de inflación. Los supuestos beneficios de hacerlo podrían depender excesivamente de la relación entre la meta de inflación y las expectativas de inflación en un entorno deflacionario y en la proximidad del límite mínimo de las tasas de interés.

Gráfica 12

ÓRDENES FUERTES DE BIENES DE CAPITAL SEÑALAN EL VIRAJE DE LA DEMANDA HACIA LA INVERSIÓN

Cambio porcentual, 3 meses sobre 12 meses antes



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y cálculos del Banco.

deflación de deuda de Fisher, al estilo antiguo, que ciertamente podría ser muy mala.

Soy también consciente de que los bancos centrales han sido generalmente capaces de lograr sus metas y que, con el fortalecimiento y la ampliación de la expansión mundial, las fuerzas cíclicas deberían aliviar las limitaciones a los bancos centrales. Además, a medida que la demanda en una cantidad de economías importantes vira del consumo a la inversión³⁰ (gráfica 12) y que las políticas fiscales se tornan menos contractivas,³¹ deberían elevarse las tasas de interés real de equilibrio en todas partes. Esto significa que, en igualdad de condiciones, una postura estática de política monetaria se hace más expansiva.

Dicho esto, me gustaría advertir que la persistencia de factores seculares importantes que empujan hacia abajo las tasas reales mundiales de equilibrio a largo plazo significa que aún se puede esperar que las tasas de política sólo se incrementen hasta cierto nivel y puede esperarse que ello ocurra a un ritmo gradual, fijándolas a niveles significativamente por debajo de los anteriores a la crisis.

Las fuerzas competitivas en aumento a partir de la globalización (tanto las reales como las debatibles) han actuado también por medio de los mercados del trabajo y de bienes para reducir la capacidad de respuesta de la inflación a la atonía nacional

³⁰ La contribución de la inversión al crecimiento del PIB mundial se ha incrementado a 0.7 pp en el primer trimestre de 2017 de un promedio de 0.3 pp durante 2016. La inversión ha contribuido un 70% en la subida del crecimiento del PIB mundial entre el primero y el tercer trimestres de 2016 y el cuarto de 2016 y el segundo trimestres de 2017.

³¹ El equilibrio estructural fiscal mundial se estrechó a un 2.5% del PIB mundial entre 2010 y 2014 pero se amplió en aproximadamente un 0.5% desde entonces.

El Reino Unido es una economía muy abierta. Su comercio, en particular con la Unión Europea, es un factor determinante de las presiones inflacionarias internas. El traspaso de la inflación importada (incluso por los cambios persistentes en el tipo de cambio) es significativo y puede influir de manera contundente en la inflación a lo largo del horizonte de política. Y las condiciones financieras del Reino Unido están influenciadas por los sucesos externos en mayor medida que en otras economías.

El Reino Unido ha comenzado el proceso de redefinir su relación con sus mayores socios comerciales y de inversiones. Para ser claros, la intención no es volverse hacia dentro sino más bien incrementar la apertura con el tiempo. En especial, la meta del gobierno del Reino Unido es un “acuerdo de libre comercio amplio, ambicioso y osado con la Unión Europea”. Con la partida de la Unión Europea se intenta mejorar la capacidad del Reino Unido para lograr acuerdos de comercio e inversión con una amplia gama de países, más allá de los abarcados en virtud de su membresía en la Unión Europea.

Pero el Brexit es un ejemplo de *reculer pour mieux sauter*.³² Esto es porque cualquier reducción en la apertura con la Unión Europea es poco probable que sea inmediatamente compensada por nuevos lazos de similar magnitud con otros socios comerciales. Y aun si se pudieran cerrar acuerdos con nuevos socios inmediatamente, la reorientación de las relaciones de negocios llevará cierto tiempo.

Esto hace que el Brexit, con respecto a la experiencia de la segunda mitad del siglo, sea único. Será, al menos por cierto tiempo, un ejemplo de la desglobalización no de la globalización. Se dará rápido, no lentamente. Sus efectos no se generarán de manera furtiva, sino que pueden anticiparse.

Permítanme concentrarme en estos efectos.

El primero es el obvio efecto desinflacionario del Brexit dado que la Unión Europea absorbe un 44% de las exportaciones del Reino Unido. Cualquiera que sea el acuerdo y la transición que se negocie, en términos de acuerdos finales y de la transición hacia los mismos, la influencia más importante sobre la demanda a corto plazo será el grado de acceso al mercado único, ya que el Reino Unido tiene un superávit comercial de un 1.5% en servicios y un 5% de déficit comercial en bienes.³³

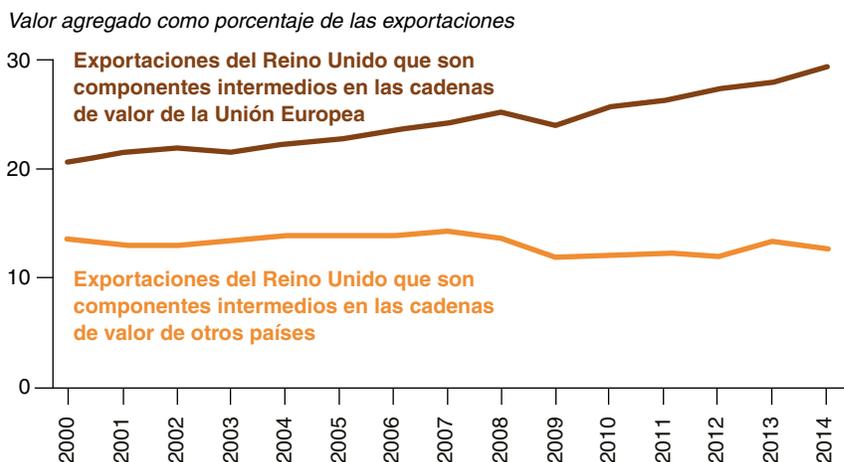
La demanda externa de las exportaciones del Reino Unido reflejará también el grado al cual las empresas del Reino Unido pueden sostener

³² Literalmente: dar un paso atrás para saltar mejor.

³³ El efecto final del Brexit sobre la demanda en la Unión Europea de exportaciones del Reino Unido depende del grado en el cual el acceso del Reino Unido a los mercados de la Unión Europea se asemeje a ser miembro de la unión aduanera para los bienes y del mercado único, que abarca el comercio de bienes y también de servicios.

Gráfica 13

REINO UNIDO CADA VEZ MÁS INTEGRADO EN LAS CADENAS DE SUMINISTROS DE LA UNIÓN EUROPEA



Notas: la gráfica muestra que tanto del valor agregado por el Reino Unido en las exportaciones hacia la Unión Europea u otros países es reexportado seguidamente. Fuentes: Credit Suisse y World Input-Output Database (edición de 2016).

sus posiciones en las cadenas de abastecimiento mundiales con base en la Unión Europea. La proporción de exportaciones del Reino Unido que son componentes intermedios de cadenas de valor de la Unión Europea se ha incrementado de aproximadamente 1/5 de las exportaciones en 1995 a aproximadamente 1/3 en 2014 (gráfica 13).³⁴ De manera creciente, el Reino Unido no exporta tanto a Europa sino a través de Europa; es un proveedor de componentes de bienes finales que se exportan más allá del continente.³⁵

La retención de estas posiciones podría ser un reto tal como lo indica la evidencia de que el comercio de bienes intermedios parece ser más sensible a costos del comercio como los aranceles. Dado

que la cercanía parece también ser más importante para el comercio de productos intermedios que para el de productos finales,³⁶ los sustitutos internacionales para los compradores europeos de productos intermedios provenientes del Reino Unido, así como los proveedores europeos de productos intermedios dentro de las cadenas de abastecimiento del Reino Unido, podrían ser más difíciles de abastecer.

Estos efectos y la experiencia de los últimos 30 años conducen a la pregunta: si la globalización es desinflacionaria, ¿el Brexit será inflacionario?

Ciertamente, puede anticiparse que este proceso de desintegración haga que la curva de Phillips sea más marcada dadas las perturbaciones en las cadenas de valor internas de Europa y la reducida competencia en los mercados laboral y de bienes del Reino Unido. Además, llevará algún tiempo la reubicación de capital para adecuarse

³⁴ Base de datos mundial de insumo-producto. Ver también Credit Suisse (2016).

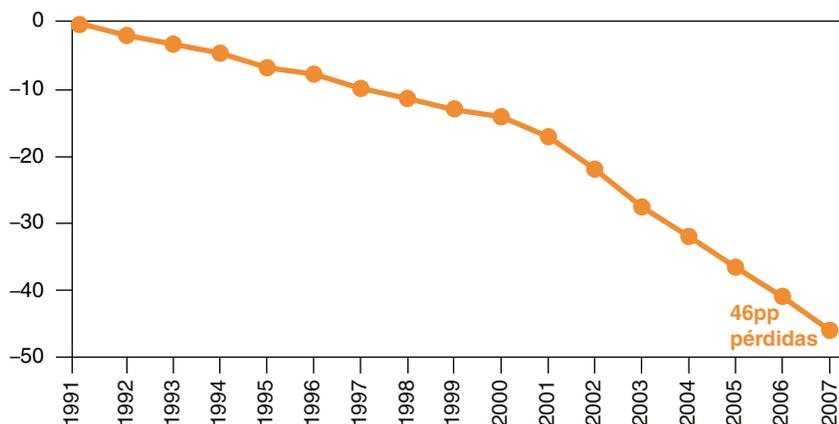
³⁵ La participación de las exportaciones intermedias del Reino Unido a la Unión Europea para las cuales el producto final permanece en la Unión Europea ha caído en un 6% desde 1995.

³⁶ Ambos hallazgos se presentan en Miroudot *et al.* (2009).

Gráfica 14

SALARIOS RELATIVOS DE LOS TRABAJADORES EXPUESTOS A LOS MERCADOS DE TRABAJO MUNDIALES CONTRAÍDOS

Pérdidas de ganancias acumuladas (puntos porcentuales)



Notas: la gráfica muestra que las pérdidas estimadas desde 1991 para un trabajador en una empresa en el sector de la manufactura con una exposición alta al crecimiento de la competencia en relación con un trabajador con exposición baja, en términos de su participación en las ganancias anuales en 1991.

Fuente: Autor (2017).

a los nuevos acuerdos comerciales, lastrando el crecimiento de la capacidad de oferta de la economía mientras ocurre. Al mismo tiempo, cualquier incremento de aranceles para las importaciones del Reino Unido, o aumentos en el costo de las importaciones debido a restricciones de acceso más amplias causarían que la curva de Phillips se eleve temporalmente ya que esos costos más altos se traspasan a la cadena de suministro.

Estos efectos inflacionarios podrían reforzarse por los acontecimientos en el mercado laboral. Al igual que en otras economías avanzadas, la expansión de la oferta mundial de trabajo ha forzado un doloroso periodo de ajuste para los trabajadores más expuestos en el Reino Unido (que no siempre son los menos calificados; gráfica 14).³⁷ Esto re-

duce las presiones inflacionarias de la economía en su conjunto.

Sin embargo, los niveles más altos de inmigración en el Reino Unido no se han asociado con reducciones significativas en el crecimiento de los salarios en general y por lo tanto de la inflación.³⁸ La investigación del Bank of England sugiere que un alza del 10 % en la oferta de mano de obra (equivalente a una subida de aproximadamente 265,000 en la inmigración neta) generalmente reduce la inflación en sólo aproximadamente 0.1 puntos porcentuales.³⁹ Esto es debido a que los efectos de

china han experimentado grandes caídas del empleo en la industria manufacturera, con alzas compensatorias en el empleo ajeno a la industria manufacturera.

³⁷ Los efectos más importantes son para los trabajadores menos calificados en las industrias de servicios. Ver Nickell y Saleheen (2015).

³⁸ Ver el recuadro en las páginas 30-31, del Bank of England, *Inflation Report*, de mayo de 2015.

³⁷ Pessoa (2016). La investigación del Bank of England que replica el trabajo de Autor *et al.* (2015) descubre que las áreas en el Reino Unido con una gran exposición a la competencia

los cambios en la inmigración de la oferta de trabajo se compensan en gran medida con los cambios correspondientes en la demanda.

Esto implica que cualquier reducción en la inmigración neta posterior al Brexit podría, por lo tanto, tener *a la larga* sólo un modesto efecto en los precios en el equilibrio general. No obstante, considerando el corto plazo, la caída brusca de la inmigración podría resultar en escasez en algunos sectores que se han convertido en dependientes de la mano de obra inmigrante, y contribuir de manera más significativa a las presiones inflacionarias.

Además, la facilidad con la cual los empleados del Reino Unido han sido capaces de conseguir mano de obra del extranjero y de trasladar sus operaciones fuera del país como resultado de la globalización ha tenido peso en el crecimiento de los salarios, si bien el tamaño de estos efectos de la total libertad para hacerlo es difícil de considerar. Al grado al cual tales efectos han operado, cualquier restricción sobre la mano de obra que resultara del Brexit, tanto de manera real como consignada, debería hacer más pronunciada la curva de Phillips de salarios, incrementando la sensibilidad de los salarios nacionales a la atonía del mercado laboral interno [moviéndose en sentido contrario al viraje exhibido en (3) en el diagrama 1 anterior].

La misma capacidad potencial de oferta del Reino Unido posiblemente sea también más baja, ya que parte de la capacidad ligada a Europa será obsoleta. La reducción y reorientación del comercio posiblemente tengan peso en la productividad durante algún tiempo por una pérdida de ventaja comparativa y la perturbación de las cadenas de abastecimiento a medida que las empresas en el Reino Unido pasan de clientes de abastecimiento de la Unión Europea a clientes en el resto del mundo. Las estimaciones empíricas sugieren que una reducción del 20% del comercio tiende a arrastrar a la productividad en aproximadamente un 5% a largo plazo (Feyrer, 2009). El efecto real dependerá de la rapidez con la cual se pueda reemplazar cualquier acceso perdido a mercados europeos y de terceros países (por acuerdos comerciales

europeos). En este sentido, las declaraciones del Primer Ministro del Reino Unido en Canadá hoy son potencialmente significativas.

Con respecto al tipo de cambio, los efectos de la inflación importada son particularmente significativos para la dinámica inflacionaria del Reino Unido, dada la apertura de su economía, el bajo grado de facturación en moneda nacional⁴⁰ y el traspaso relativamente lento, pero de envergadura, de grandes y persistentes movimientos del tipo de cambio.

Aproximadamente un 60% de los movimientos persistentes en la libra tienden a traspasarse a los precios de las importaciones, y estos cambios en los precios de las importaciones se traspasan completamente, si bien de manera gradual, a los precios al consumidor. El total del contenido importado de los bienes finales de consumo y de los servicios es cercano a un 30%, del cual aproximadamente la mitad se debe al uso de productos intermedios en la producción. Por lo tanto, se esperaría que un cambio del 10% en el tipo de cambio incremente, finalmente, los precios de las importaciones en un 6% y los precios al consumidor en un 1.6%. Aproximadamente la mitad del incremento de los precios de las importaciones se traspasa dentro del primer año, pero el traspaso total toma aproximadamente cuatro años hasta completarse.

En otras palabras, en el Reino Unido, las grandes fluctuaciones del tipo de cambio crean una dinámica de precios que es relevante para el horizonte de política.⁴¹

⁴⁰ Ver Gopinath (2016). Gopinath halla que los precios internacionales medidos en la moneda de facturación no son sensibles a los cambios en el tipo de cambio. Por lo tanto, si una gran parte de las importaciones del país se factura en moneda extranjera, los cambios en su tipo de cambio se reflejarán especialmente en los cambios de precios de las importaciones en moneda local; en otras palabras, el traspaso será mayor. Para el Reino Unido, Gopinath halla que apenas menos de la mitad de las importaciones se facturan en dólares estadounidenses.

⁴¹ Hay evidencia de los efectos de umbral en el traspaso del tipo de cambio. El traspaso de movimientos bilaterales del tipo de cambio que superan el 5% es aproximadamente cuatro veces mayor a los cambios por debajo del 5%. Ver Lewis (2016).

Con posterioridad al Brexit, la libra esterlina reflejará los cambios en los términos de comercio, la capacidad de oferta y el ingreso relativo del Reino Unido. El mercado ya ha anticipado algunos de estos efectos. Si finalmente la libra se aprecia o deprecia por el Brexit dependerá de los términos del acuerdo final con respecto a las expectativas del mercado en ese momento.

Finalmente, concentrándonos en las implicaciones de política, es crítico reconocer que el Brexit representa un choque real sobre el cual poco puede hacer la política monetaria. La política monetaria no puede evitar que posiblemente los ingresos reales se debiliten como consecuencia del cambio a nuevos acuerdos comerciales con la Unión Europea; sin embargo, puede influir en cómo se distribuye este golpe a los ingresos entre las pérdidas de empleo y el alza de precios. Y puede respaldar a los hogares y las empresas del Reino Unido mientras se adaptan a este profundo cambio.

A fin de cuentas, puede anticiparse que los efectos de desintegración del Brexit van a producir una curva de Phillips más pronunciada y que serán inflacionarios. Actualmente, la duda principal consiste en el grado al cual se ha adelantado este ajuste.

Estos temas sobre la programación son una de las razones por las cuales el Comité de Política Monetaria ha destacado con insistencia que las implicaciones del Brexit para la política monetaria no serán automáticas. La perspectiva de inflación equilibrará los efectos inflacionarios del tipo de cambio, de la inflación importada como consecuencia de aranceles más altos y una curva de Phillips más pronunciada a partir de los efectos en la cadena de suministro y en el mercado laboral, con secuelas desinflacionarias por la menor demanda de la Unión Europea de bienes y servicios provenientes del Reino Unido, consecuencias adversas sobre el gasto, incluidas las que tendrá sobre la inversión de negocios, por la previsión de un crecimiento menor (Blanchard *et al.*, 2015), y posibles efectos de la incertidumbre sobre la demanda nacional. Sin duda que el momento y la

escala de estos efectos están sujetos a una absoluta incertidumbre.

La jurisdicción del Comité de Política Monetaria específica que, ante circunstancias excepcionales tales como el Brexit, el Comité debe equilibrar ventajas e inconvenientes entre la velocidad a la cual intenta devolver a la inflación sostenible a la meta y el apoyo que ofrece la política monetaria al empleo y la actividad.

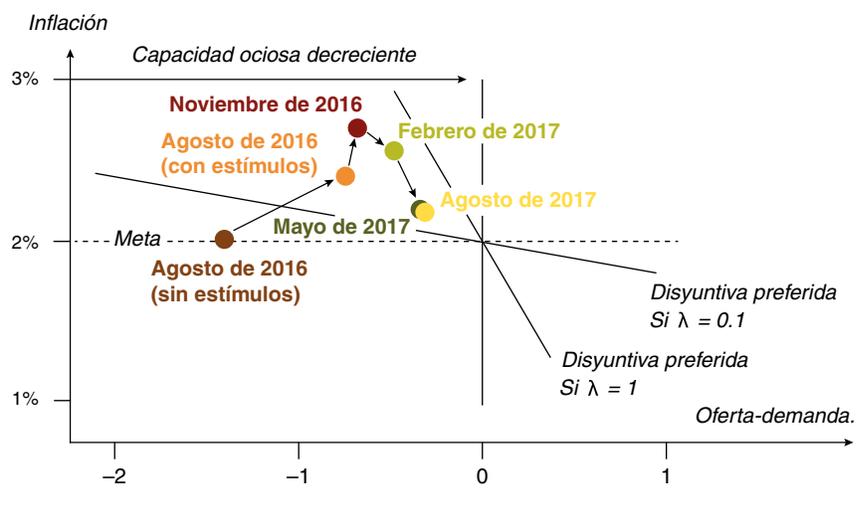
Es por esto que apenas después del referendo, el Bank of England anunció una serie de medidas monetarias y financieras para respaldar a la economía. Estas medidas se calibraron para equilibrar la oportunidades y amenazas que emergieron inmediatamente después del referendo entre garantizar una vuelta sustentable de la inflación a la meta y respaldar el empleo y el crecimiento (gráfica 15).

El estímulo está funcionando. Hay crédito disponible, el costo de endeudamiento está casi en mínimos, la economía ha superado las expectativas y el desempleo ha alcanzado su nivel más bajo en 42 años. Por lo tanto, está disminuyendo la alternativa entre inflación y capacidad ociosa.

Los hogares, las empresas y los mercados financieros del Reino Unido han reaccionado con distintas velocidades y en diversos grados ante las perspectivas de la partida del Reino Unido de la Unión Europea. En general, se ha diferido parte del choque desinflacionario a la demanda, lo que no es poca cosa ya que el Reino Unido no ha salido todavía de la Unión Europea, y al mismo tiempo han empezado a aparecer la mayoría de los canales inflacionarios.

Los mercados financieros, en especial el de la libra esterlina, redujeron las perspectivas del Reino Unido de manera rápida y rotunda. El índice del tipo de cambio de la libra esterlina (*sterling* ERI en inglés) se depreció en aproximadamente un 20% desde que el proceso del Brexit se transformó en una posibilidad. Acciones seleccionadas del Reino Unido han tenido un rendimiento inferior a las acciones de las economías avanzadas del mundo en aproximadamente 30 pb desde el referendo (en términos de moneda común) y los rendimientos reales

LA DISYUNTIVA QUE EMERGIÓ DESPUÉS DE QUE EL REFERENDO HABÍA MENGUADO



a largo plazo del Reino Unido están 60 pb por debajo en comparación con los de Estados Unidos.

Inicialmente los particulares ignoraron las incertidumbres relacionadas con el Brexit. Pero recientemente, en tanto las consecuencias de la caída de la libra esterlina se hicieron evidentes en las tiendas y presionaron el ingreso real familiar, los hogares han recortado su gasto, con lo cual la economía se desaceleró.

Las empresas han estado en una situación intermedia. Desde el referendo, han invertido de manera mucho menos enérgica que de costumbre en respuesta a un entorno que hasta hace poco les era muy favorable (entorno externo sólido, bajo costo de capital, tasas de rentabilidad favorables y capacidad ociosa limitada).

El resultado de estos efectos ha llevado a que el crecimiento general del Reino Unido se desacelerara en la primera mitad de 2017, aun cuando en el resto del G7 el crecimiento registrara alzas, y el crecimiento del Reino Unido parece destinado a permanecer en niveles más bajos que el del G7 en promedio hasta mediados de 2018. El Reino Unido ha experimentado un bajo desempeño sólo dos

veces en los últimos tres decenios: una vez durante el momento más profundo de la crisis financiera y una vez después del colapso del Lawson Boom a fines de los años ochenta.

Desde la perspectiva de la oferta, comienza a sentirse el proceso de salida de la Unión Europea. Las incertidumbres asociadas con el Brexit hacen que algunas empresas demoren sus decisiones de incrementar la capacidad productiva y de ingresar a nuevos mercados. La baja inversión prolongada limitará el crecimiento del acervo de capital y los aumentos de la productividad. Ciertamente, si la proyección del Comité de Política Monetaria se concreta, se espera que el nivel de inversión en 2020 sea un 20% inferior al que el Comité había pronosticado antes del referendo. La emigración neta ha caído también en un 25% desde el referendo.

Como resultado de estos factores y de la debilidad general en el crecimiento de la productividad en el Reino Unido desde la crisis financiera mundial, la capacidad de oferta de la economía del Reino Unido posiblemente se expanda sólo a ritmos moderados en los años venideros.

Los indicadores más recientes son compatibles con la demanda en el Reino Unido que crece apenas en exceso con respecto a la tasa disminuida de crecimiento potencial de la oferta, y con respecto a la erosión continuada de lo que es ahora un grado relativamente limitado de capacidad ociosa. En todo caso, los acontecimientos recientes sugieren que la capacidad ociosa restante está siendo absorbida de manera un poco más rápida de lo que se hubiera esperado, y que posiblemente la inflación sobrepase la meta del 2% durante los próximos tres años.

Es clara la función de reacción del Comité de Política Monetaria. La erosión continua de la atonía disminuye el dilema que se requiere equilibrar y, en igualdad de circunstancias, reduce la tolerancia del Comité a la inflación que supera la meta.

Como declaró el Comité la semana pasada, si la economía sigue un rumbo compatible con la perspectiva de una erosión continua de la atonía y un aumento gradual de la presión inflacionaria, entonces, con una mayor disminución del dilema que esto implicaría, sería apropiado retirar parte

del estímulo monetario durante los próximos meses a fin de devolver la inflación de manera sostenible a su objetivo.

Se refuerza la posibilidad de un ajuste monetario modesto por la posibilidad de que el r^* mundial pueda estar en alza, lo cual significa que la política monetaria tiene que moverse para mantenerse en el mismo lugar.

Se podrá anticipar que cualquier perspectiva de incremento en la tasa bancaria se dará a un ritmo gradual y en un monto limitado, congruente con la política monetaria, y continuará brindando un apoyo importante para la economía.

Perduran considerables riesgos con respecto a la perspectiva para el Reino Unido, entre ellos la respuesta de los hogares, las empresas y los mercados financieros a los acontecimientos relacionados con el proceso de separación de la Unión Europea. El Comité de Política Monetaria responderá a estos a medida que ocurran siempre y cuando afecten la conducta de los hogares y de los negocios, como así también la perspectiva inflacionaria.

6. CONCLUSIÓN

Antes de la gran ola de la globalización, una serie de importantes reformas institucionales incrementaron la transparencia y la obligación de rendir cuentas de los bancos centrales. La mejorada credibilidad de la política monetaria que se produjo dio como resultado una marcada caída en la inflación y una reducción considerable de la sensibilidad a la inflación a los cambios en la atonía. Al impulsar una mayor competencia, la globalización incrementada ha reforzado la eficacia de estas reformas.⁴²

⁴² Un aspecto destacado por Ken Rogoff (2003). En términos técnicos, Rogoff usa la estructura de sesgo inflacionario de Barro-Gordon para mostrar que la competencia incrementada que resulta de una mayor integración mundial reduce el incentivo de los bancos centrales para generar sorpresas de inflación al: 1) reducir la brecha entre el nivel *eficaz* del producto, el que se produciría si no hubiera fricciones reales o nominales en la economía, y el nivel *natural* del producto, el que se produciría si no hubiera fricciones nominales, por

Las entidades responsables de formular la política económica, como el Comité de Política Monetaria, aprovecharon esta credibilidad durante la crisis financiera para anclar las expectativas de inflación ante las presiones deflacionarias tanto internas como externas.

Independientemente de cómo evolucionarán las influencias externas sobre la inflación en el futuro, el marco institucional del Bank of England, que actualmente está celebrando su 20o aniversario de política monetaria independiente, deja al Comité de Política Monetaria bien equipado para lograr la estabilidad de precios.

Los mayores determinantes de la prosperidad a mediano plazo del Reino Unido serán la nueva relación del país con la Unión Europea y las reformas que esta catalice. Muchos de los ajustes necesarios para pasar a este nuevo equilibrio son reales en su origen, y no están en manos de los responsables de aplicar la política monetaria. Sin embargo, la política monetaria puede ayudar a construir las bases para una prosperidad prolongada al lograr la meta de inflación de manera tal que ayude a moderar el ajuste real en la economía y a respaldar el empleo ante grandes fuerzas externas. Es la mejor contribución que el Comité de Política Monetaria puede hacer para el bien de los habitantes del Reino Unido.

Cualquier perspectiva de incremento en la tasa bancaria se dará a un ritmo gradual y en un monto limitado, congruente con la política monetaria, y continuará brindando un apoyo importante para la economía

medio del poder de monopolio reducido tanto en el mercado de bienes como en el laboral; y 2) flexibilidad creciente de precios. Podría decirse que los incrementos de la transparencia y la rendición de cuentas del banco central que han ocurrido durante los dos últimos decenios han reforzado esta reducción del sesgo inflacionario.

BIBLIOGRAFÍA

- Abdih, Y., R. Balakrishnan, y B. Shang (2016), *What Is Keeping US Core Inflation Low?*, IMF Working Paper, núm. 16/124.
- Arseneau D., y S. Leduc (2011), “Threatening to Offshore in a Search Model of the Labor Market”.
- Auer, Raphael A., Andrei A. Levchenko, y Philip Sauré (2017a), *International Inflation Spillovers through Input Linkages*, NBER Working Paper, núm. 23246, <DOI: 10.3386/w23246>.
- Auer, Raphael A., Claudio Borio, y Andrew Filardo (2017b), *The Globalisation of Inflation: The Growing Importance of Global Value Chains*, BIS Working Paper, núm. 602, enero.
- Autor, David H., David Dorn, y Gordon H. Hanson (2015), “Untangling Trade and Technology: Evidence from Local Labour Markets”, *The Economic Journal*, vol. 125, núm. 584, pp. 621-646, <DOI: 10.1111/eoj.12245>.
- Banco de Pagos Internacionales (BPI), *87th Annual Report*, 2017.
- Bank of England (2014), *Inflation Report*, mayo.
- Bank of England (2015), *Inflation Report*, mayo.
- Bank of England (2017), *Inflation Report*, febrero.
- Bean, Charles, (2006), “Globalisation and Inflation”, discurso pronunciado en la London School of Economics, 24 de octubre.
- Bernanke, Ben (2005), “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, 10 de marzo.
- Blanchard, O., E. Cerutti y L. Summers (2015), *Inflation and Activity—Two Explorations and their Monetary Policy Implications*, NBER Working Paper, núm. 21762.
- Blinder A. (2009), “How Many US Jobs Might Be Offshorable?”, *World Economics*, vol. 10, núm. 2.
- Bonis, B., J. Ihrig y M. Wei (2017), “The Effect of the Federal Reserve’s Securities Holdings on Longer-term Interest Rates”, FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 20 de abril.
- Borio, Claude (2017), “How Much Do We Really Know about Inflation?”, presentación sobre el BIS 87th Annual Report, 25 de junio.
- Carney, Mark (2017), “A Fine Balance”, discurso presentado en la Mansion House, 20 de junio.
- Cesa-Bianchi, A., y A. Sokol, “The International Credit Channel of US Monetary Policy and Credit Shocks”, próximo a publicarse.
- Cesa-Bianchi, A., G. Kindberg-Hanlon, B. Nelson y G. Thwaites, G, Bank of England, próximo a publicarse.
- Credit Suisse (2016), *Brexit the Supply Chain*, European Economics Research, 11 de agosto.

- Danninger, S. (2016), *What's Up with U.S. Wage Growth and Job Mobility*, IMF Working Paper, núm. 16/122.
- Draghi, M. (2017), "Accompanying the Economic Recovery", discurso introductorio al ECB Forum on Central Banking 2017.
- Feyrer J. (2009), *Trade and Income—Exploiting Time Series in Geography*, NBER Working Paper, núm. 14910.
- Fondo Monetario Internacional (2013), *The Dog that Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?*, Perspectivas de la Economía Mundial (WEO), abril.
- Fondo Monetario Internacional (2017), "Understanding the Downward Trend in Labour Income Shares", capítulo 3 de *Gaining Momentum?*, Perspectivas de la Economía Mundial (WEO), abril.
- Gilchrist, S., R. Schoenle, J. Sim y E. Zakrajšek (2017), "Inflation Dynamics during the Financial Crisis", *American Economic Review*, vol. 107, núm. 3, pp. 785-823.
- Goldberg, Linda S., y José Manuel Campa (2010), "The Sensitivity of the CPI to Exchange Rates: Distribution Margins, Imported Inputs, and Trade Exposure", *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, núm. 2, mayo, pp. 392-407, <DOI: 10.1162/rest.2010.11459>.
- Gopinath, G. (2016), "The International Price System", Jackson Hole Symposium Proceedings.
- Hall, R. E. (2016), *The Role of the Growth of Risk-averse Wealth in the Decline of the Safe Real Interest Rate*, NBER Working Paper, núm. 22196.
- Holston, K., T. Laubach y J. C. Williams (2016), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", *Journal of International Economics*, vol. 108, suplemento 1, págs. S59-S75.
- Lewis, J. (2016), *What Can Big Data Tell Us about the Pass-through of Big Exchange Rate Changes?*, Bank of England Staff Working Paper, núm. 579.
- Lisack, N., R. Sajedi y G. Thwaites (2017), *Demographic Trends and the Real Interest Rate*, Staff Working Paper, núm. 701, diciembre.
- Miranda-Agrippino, S., y H. Rey (2015), *World Asset Markets and the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper, núm. 21722.
- Miroudot, S., R. Lanz y A. Ragoussis (2009), *Trade in Intermediate Goods and Services*, OECD Trade Policy Papers, núm. 93.
- Mueller, U., y M. Watson (2015), *Low-frequency Econometrics*, NBER Working Paper, núm. 21564, utilizando datos desde los años cincuenta.
- Nickell, S., y J. Saleheen (2015), *The Impact of Immigration on Occupational Wages: Evidence from Britain*, Bank of England Staff Working Paper, núm. 574.
- Pessoa, J. (2016), *International Competition and Labour Market Adjustment*, CEPR Discussion Paper, núm. 1411.
- Rachel, L., y T. Smith (2015), *Secular Drivers of the Global Real Interest Rate*, Bank of England Working Paper, núm. 571.
- Rogoff, K. (2003), "Globalization and Global Disinflation", *Economic Review*, vol. 88, núm. 4, cuarto trimestre, pp. 45-78.
- Rotunno, Lorenzo, y Adrian Wood (2016), *Wage Inequality and Skill Supplies in a Globalised World*, AMSE Working Paper, núm. 1634, Aix-Marseille School of Economics, Marsella, Francia.
- Vlieghe, Gertjan (2016) "Debt, Demographics and the Distribution of Income: New Challenges for Monetary Policy", discurso en la London School of Economics, 18 de enero.
- Vlieghe, Gertjan (2017), "Real Interest Rates and Risk", discurso en la Society of Business Economists, Annual Conference, 15 de septiembre.

EL EFECTO DE LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO SOBRE LA CUENTA CORRIENTE

*Jorge Eduardo Carrera
Esteban Rodríguez
Mariano Sardi*

1. INTRODUCCIÓN

Desde que el origen de la economía como objeto independiente de estudio, la distribución del ingreso siempre ha sido un tema central de la teoría y la política económica. Pero, en los últimos decenios, los problemas de la distribución han acaparado mucha más atención, debido a varias razones. La primera es que la desigualdad del ingreso, medida por distintos indicadores, ha aumentado en casi todas las economías avanzadas y también en la mayoría de las emergentes y en desarrollo. Este fenómeno, de por sí importante, también está relacionado con varios problemas micro y macroeconómicos que influyen en el crecimiento y el desarrollo (Stiglitz, 2013; OCDE, 2014).

Otra razón por la que la desigualdad está siendo objeto de más debates es que muchos autores la consideran causa subyacente, junto con los desequilibrios mundiales en la cuenta corriente y la desregulación financiera, de la crisis internacional que inició en 2008 (Rajan, 2010). Además se está discutiendo también, entre académicos, en las organizaciones internacionales y en foros mundiales como el G20, el papel de

Traduce y publica el CEMLA con la autorización de los autores, el artículo original "The Impact of Income Distribution on the Current Account", publicado en el *Journal of Globalization and Development*. J. Carrera <jorge.carrera@econo.unlp.edu.ar>, Departamento de Economía, Universidad de La Plata (autor para correspondencia); E. Rodríguez <esteban.rgz@gmail.com> y M. Sardi <mjsardi@yahoo.com.ar>, Universidad de Buenos Aires. Una primera versión de este artículo se presentó en la I Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (2015) y en las II Jornadas Nacionales de Econometría (2015). También fue presentada en seminarios en las universidades de Pavía, de Siena y Autónoma de Madrid. Los autores agradecen a Fernando Toledo, Pablo Bortz, Damian Pierri, Daniel Heymann, Saul Keifman y a otros dictaminadores anónimos por sus pertinentes comentarios respecto a este estudio.

la distribución del ingreso en las perspectivas de crecimiento mundial.¹ De hecho, algunas teorías sobre el estancamiento secular que destacan la carencia de una demanda efectiva mundial hacen mucho hincapié en la desigualdad (Palley, 2015).

Todos estos debates e investigaciones ponen en la palestra el papel de la desigualdad macroeconómica en un determinado país y las interacciones de este con la economía mundial. En este estudio abordamos un aspecto de la relación entre los desequilibrios y la desigualdad, al investigar cómo las distintas configuraciones de distribución del ingreso, en su interacción con otras variables macroeconómicas internas, afectan al resto del mundo mediante la cuenta corriente del país.

Nuestro objetivo es comprobar si la distribución del ingreso ha tenido algún efecto en la cuenta corriente y cómo actúa dicho efecto mediante el ahorro y la inversión. La estrategia empírica consiste en ampliar las investigaciones previas de Chinn y Prasad (2003), Chinn e Ito (2007), Chinn *et al.* (2012), y Phillips *et al.* (2014), ninguna de las cuales incluye las variables de distribución del ingreso y de desigualdad entre los factores determinantes tradicionales de la cuenta corriente.

Varias estrategias distintas son pertinentes para medir la desigualdad del ingreso. En nuestro análisis, medimos la desigualdad con la distribución funcional del ingreso, de la que hay datos disponibles para una mayor cantidad de países. Lo hicimos de

una manera diferente a la señalada en las publicaciones recientes sobre la crisis financiera, que se centran en el hecho consabido de que quienes se ubican en la punta de la pirámide de la distribución del ingreso están apropiándose de una mayor proporción del ingreso total. Aunque no queremos restar importancia a la aportación de los artículos empíricos recientes que se basan en la inclusión de los ingresos altos, destacamos que esta manera de medir la desigualdad tiene limitaciones cuando es necesario extrapolar resultados para los países emergentes y en desarrollo. Primero, el fenómeno de los llamados *supersalarios*—por ejemplo, los altos sueldos y jugosos bonos de los directores ejecutivos— no parece ser tan relevante fuera de los principales centros financieros del mundo. Segundo, la falta de comparabilidad o de información fiscal limita enormemente la cantidad de países que pueden incluirse en el análisis. La distribución funcional del ingreso ayuda a solucionar ambos problemas y nos permite incluir una mayor cantidad de países en nuestro análisis.

La hipótesis de nuestro estudio, de que un aumento en la participación del salario en el ingreso ocasiona una disminución de la cuenta corriente, es compatible con la mayor parte de la tradición keynesiana y en particular con la teoría kaleckiana: los trabajadores consumen casi todo lo que ganan; los capitalistas, sólo una parte de sus ganancias (Kalecki, 1971). Esto equivale a decir que, dada una menor propensión marginal de los asalariados a ahorrar, una distribución del ingreso a su favor ocasiona un incremento en el consumo. Aunque este mecanismo se ha visto complicado porque, mediante el sector financiero, la deuda—en vez del ingreso— puede alimentar el consumo, argumentaremos que lo segundo sigue teniendo prevalencia, por lo menos en la mayoría de los países. Por lo tanto, si un aumento en la participación del salario implica un aumento en el consumo agregado que no se ve compensado totalmente por una disminución en la

¹ “[Una] participación decreciente del ingreso del trabajo también puede limitar el consumo de los hogares y reducir la demanda agregada general si la redistribución del ingreso al capital no aumenta la inversión en grado suficiente o si los salarios más bajos no aumentan las exportaciones netas en suficiente medida para compensar una demanda interna más reducida. Estos efectos negativos del consumo pueden, a su vez, debilitar la inversión porque las empresas no ven nuevas fuentes vigorosas de demanda. El efecto negativo resultante sobre la demanda mundial pudiera limitar las exportaciones y reducir el crecimiento económico general” (OIT, FMI y OCDE, “Income Inequality and Labour Income Share in G20 Countries: Trends, Impacts and Causes”, informe elaborado para el Labour and Employment Ministers Meeting and Joint Meeting del G20 y su Joint Meeting with the G20 Finance Ministers, 3 y 4 de septiembre de 2015, Ankara, Turquía).

inversión, entonces una mayor participación del salario implica un empeoramiento de la cuenta corriente.²

Los autores poskeynesianos desde siempre han considerado el efecto de la distribución funcional del ingreso sobre la demanda agregada. En particular, han discutido ampliamente de qué manera el crecimiento puede ser inducido por los salarios o por las ganancias (Hein y Vogel, 2008; Stockhammer, Onaran y Ederer, 2009; Blecker, 2016) y cuál es la interacción de la demanda agregada con el principio acelerador (Blecker, 1999; Bortz, 2016). Estas publicaciones aportan entendimientos teóricos y empíricos relevantes respecto a la manera como la participación del salario está relacionada con los componentes principales de la cuenta corriente (el ahorro y la inversión) y, más específicamente, con los componentes individuales de la demanda agregada. En particular, analizan también la relación entre la participación del salario y la balanza comercial. La presente investigación amplía ese análisis para abarcar la cuenta corriente.

En la segunda sección se reseñan las publicaciones sobre los factores determinantes de la cuenta corriente, en las cuales casi no se hace mención de la distribución del ingreso salvo en algunas obras recientes sobre la crisis financiera internacional. La tercera sección está dedicada al análisis de la participación del salario y su relación con los indicadores de la distribución del ingreso personal. En la cuarta sección analizamos cómo se relaciona la participación del salario con la cuenta corriente mediante los componentes individuales de la demanda agregada. En la quinta sección planteamos la estrategia econométrica para comprobar nuestra hipótesis principal: que la distribución funcional del ingreso es un factor determinante del saldo en cuenta corriente. Los resultados se muestran en la sexta sección y, las conclusiones principales, en la séptima. Este estudio también incluye varios anexos con revisiones de robustez y detalles de nuestro trabajo empírico.

² La cuenta corriente puede verse como el excedente del ahorro sobre la inversión ($CC=A-I$). Si un incremento en el consumo significa una disminución del ahorro sin afectar el nivel de inversión, hay una reducción en la cuenta corriente.

Las distintas configuraciones de distribución del ingreso, en su interacción con otras variables macroeconómicas internas, afectan al resto del mundo mediante la cuenta corriente del país

2. FACTORES QUE DETERMINAN LA CUENTA CORRIENTE. ¿ES LA DESIGUALDAD UNO DE ELLOS?

Distintos modelos empíricos se emplean para identificar los factores determinantes de la cuenta corriente. Sin embargo, nos interesan particularmente los que analizan los factores determinantes del ahorro y la inversión. Por ejemplo, Chinn y Prasad (2003), en su influyente obra sobre el tema, realizan regresiones con datos de panel y transversales que incluyen variables explicativas como el balance presupuestario, los activos externos netos, el ingreso relativo, los coeficientes de población activa/inactiva, una medida de la profundidad financiera e indicadores de los términos de intercambio, apertura y controles de capital. Esta serie de variables no ha sufrido prácticamente ningún cambio en publicaciones más recientes (Chinn e Ito, 2007; Chinn *et al.* 2012), salvo por la mayor atención a los marcos institucionales y el balance presupuestario con el fin de comprobar la hipótesis del *exceso de ahorro* frente a los *déficits gemelos*. El FMI persistió en esta línea de investigación y, en su evaluación de la balanza externa, la adopta como metodología estándar para estimar multilateralmente la cuenta corriente (Phillips *et al.*, 2014).

Como podemos ver, en esta publicación no se considera la distribución del ingreso como un factor determinante de la cuenta corriente. Esto cambió en fechas recientes cuando algunos economistas empezaron a aseverar que la desigualdad era una de las causas de la crisis financiera internacional. Rajan (2010), uno de los autores más reconocidos que propusieron esta idea, argumentó que la crisis se derivó de las presiones sociales causadas por la creciente desigualdad en Estados Unidos. Según él, el gobierno encaró esta situación promoviendo las hipotecas en vez de buscar soluciones de largo plazo, que habrían implicado invertir más en educación. En un sentido más amplio, la principal pregunta es si, de haber funcionado mejor, las instituciones democráticas habrían impedido que una mayor desigualdad desencadenara una burbuja financiera (Stiglitz, 2012; Palley, 2015).

Basándose en la obra de Rajan, otros autores han analizado el papel de la desigualdad en la crisis financiera y sugerido que, ante el empeoramiento de la distribución del ingreso en los años previos a la crisis financiera, los sectores de ingresos medio y bajo se endeudaron para mantener sus niveles de consumo. En consecuencia, la evolución de una tendencia prolongada de desigualdad creciente está correlacionada con un periodo de endeudamiento en aumento que, a la larga, se volvió insostenible y desencadenó la crisis de hipotecas de alto riesgo. La contraparte de este mayor endeudamiento es un consumo agregado más elevado, un ahorro agregado más bajo y, si no hay una reacción compensatoria por el lado de la inversión, un menor saldo en cuenta corriente. Esta línea de

pensamiento apunta a una relación negativa entre la desigualdad y el saldo en cuenta corriente, y encuentra sustento empírico en algunas publicaciones (Al-Hussami y Remesal, 2012; Kumhof *et al.*, 2012; Behringer y van Treeck, 2013).

En nuestra opinión, la contribución más importante de estos trabajos empíricos es que incorpora la distribución del ingreso como factor determinante de la cuenta corriente. Y nuestro estudio continúa esa misma línea de investigación. Sin embargo, no nos convence del todo la relación negativa que se ha sugerido entre la desigualdad y la cuenta corriente. Tal posibilidad encara incluso ciertas dificultades teóricas y empíricas.

En el campo de la teoría económica, el supuesto de que el sistema financiero permite desvincular las decisiones sobre ahorro/consumo del ingreso actual o futuro constituye un reto para las teorías del consumo basadas en un ingreso permanente. Varios autores han propuesto otras hipótesis distintas de la del ingreso permanente que incorporan los elementos psicológicos sugeridos por la economía conductual. Por ejemplo, Barba y Pivetti (2009) argumentan que el consumo individual se relaciona con los niveles de consumo que se haya adquirido previamente. Esto significa entonces que una persona que vea disminuir su ingreso no ajustará su monto de consumo. De igual modo, conforme a las teorías de consumo relacional (Duesenberry, 1949; Schor, 2005), el consumo individual depende del grado de consumo de sus iguales. Estas teorías constituyen la base de las llamadas *cascadas de gasto* (Frank, 2005; Frank y Levine, 2007), que ocurren cuando aumenta el ingreso apropiado por los fractiles superiores. Cuando el consumo de los sectores de ingreso elevado se incrementa, los hogares con ingreso medio y bajo tratan de imitar este comportamiento, incluso si su ingreso no ha variado o si ha disminuido, como ocurrió en la mayoría de los hogares estadounidenses desde los años noventa.

Entre los modelos formales de cómo las cascadas de gasto permiten que la desigualdad creciente se traduzca en un mayor endeudamiento y un saldo

menor en cuenta corriente están dos estudios recientes del FMI (Kumhof y Ranciè, 2010; Kumhof *et al.*, 2012) que incorporan elementos keynesianos para explicar que un empeoramiento de la distribución del ingreso se deriva de un debilitamiento del poder de negociación de los trabajadores. Sin embargo, estos modelos incluyen la idea de que, como los trabajadores están en capacidad de endeudarse, entonces pueden mantener su consumo o incluso aumentarlo. Consideramos que dicho modelo puede ser válido en las economías avanzadas con un sistema financiero bien desarrollado. Sin embargo, en las economías emergentes,³ el ingreso sigue siendo una restricción para el consumo y no es intercambiable por deuda. Por otro lado, Stockhammer y Wildauer (2016) no encuentran evidencia de las cascadas de gasto en su evaluación de 18 países de la OCDE.

También hay ciertas dificultades empíricas porque la evidencia proporcionada en las publicaciones apunta a una relación negativa entre el ingreso acaparado por los percentiles superiores y el saldo en cuenta corriente. En primer lugar, estos estudios se basaron en una pequeña muestra de países (entre 18 y 22), la mayoría de ellos economías avanzadas, porque el argumento básico de los autores se basó de modo predominante en la hipótesis de cascadas de gasto. Para los estudios basados en esta teoría, la participación del ingreso más alto es preferible como indicador de la desigualdad al coeficiente de Gini, dada la insensibilidad de este a los cambios en las colas de la distribución. Así, la muestra de países se limitó a los datos disponibles en The World Top Incomes Database, compilada por Atkinson, Piketty, Saez y Alvaredo, entre otros. Aunque esta base de datos ya se ha ampliado con la inclusión de algunos países más, la muestra sigue siendo limitada. Carrera *et al.* (2015) comprobaron la hipótesis con un número más elevado de países (29) y encontraron que la relación negativa

³ Para simplificar, en este estudio hemos considerado a los países emergentes y a las economías en desarrollo como *países emergentes*.

entre los ingresos más altos y el saldo en cuenta corriente no era robusta.

En segundo lugar, los indicadores del ingreso más alto se construyeron partiendo de información fiscal, lo que significa que sólo son comparables cuando las definiciones jurídicas de ingreso tributable son más o menos similares y cuando los sistemas tributarios son suficientemente eficientes (Galbraith, 2014; Amarante, 2015). Tales indicadores se basan en las declaraciones de ingreso y, en varios países, las presenta únicamente una pequeña parte de la población. La evasión y elusión fiscal son problemas graves en algunos países emergentes, y la población que declara su ingreso pocas veces es representativa de la población total: menos del 10% —y a veces tan sólo el 5%— de la población activa, y ese porcentaje tal vez no incluye a los individuos más ricos. Otro problema grave es que los ingresos más elevados son un coeficiente cuyo numerador y denominador provienen de fuentes diferentes (declaraciones del ingreso y cuentas nacionales). Los cambios o modificaciones metodológicas a las cuentas nacionales, algo común

en los países emergentes, alteran ese coeficiente y no siempre es posible reconstruir toda la serie.

La decisión de enfocar este estudio en la distribución funcional del ingreso, más que en la proporción del ingreso más alto, no sólo nos permite incrementar de manera considerable el número de países en la muestra, sino que también nos ayuda a no concentrar la discusión teórica en argumentos cuya evidencia empírica sigue siendo oscura, sobre todo cuando se trata de países distintos de Estados Unidos. De hecho, si los salarios tuvieran un mayor peso en el ingreso de los sectores de ingreso medio y bajo, una mayor participación del salario debería estar correlacionada con una disminución en la desigualdad conforme a otros indicadores, como Gini o los ingresos más altos. Lo anterior significa que el análisis de esta correlación entre indicadores de desigualdad es crucial para comparar nuestros resultados con los obtenidos en publicaciones previas. Este análisis se lleva a cabo en la siguiente sección.

3. LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO Y SU RELACIÓN CON LA DISTRIBUCIÓN PERSONAL DEL INGRESO

La distribución funcional del ingreso se refiere a la división del ingreso nacional entre capital y trabajo, mientras que la participación del salario es esa parte del ingreso nacional que se dedica a remunerar el trabajo (OIT, FMI y OCDE, 2015). La medición de esta variable entraña algunos problemas metodológicos relacionados con qué se incluye como ingreso por trabajo. Gollin (2002) explica que, por varias razones, el ingreso por trabajo de los trabajadores por cuenta propia suele tratarse incorrectamente como un ingreso derivado del capital, cuando debería considerarse derivado del trabajo o una combinación de ambos. Una manera de subsanar este problema consiste en ajustar la proporción del salario que se calcula con las cuentas nacionales mediante las tasas de los trabajadores por cuenta propia. Una alternativa es la propuesta de Karabounis y Neiman (2013), quienes construyeron un conjunto de datos de la participación del salario en el ingreso de 112 países entre 1975 y 2012,

con base en el sector empresarial. Como explican los autores, la participación del trabajo que se mide en el sector empresarial no resulta afectada por la imputación estadística de salarios proveniente de los ingresos combinados por capital y trabajo de los trabajadores independientes y las empresas no constituidas en sociedad, que Gollin (2002) señala como un problema para una medida sólida de la proporción del trabajo. En nuestra opinión, la base de datos de Karabarbounis y Neiman es la más grande disponible con información estandarizada sobre la distribución funcional del ingreso y, por ende, es la que utilizamos en este estudio.

Las variaciones en la participación del salario suelen interpretarse como un cambio en los salarios reales. Sin embargo, como apuntan Saint-Paul y Bentolila (2003), este supuesto pudiera estar equivocado: algunos países han experimentado una disminución significativa en la participación del salario sin que hayan caído los salarios reales. En su estudio de 13 sectores de 12 países de la OCDE, encontraron pruebas de una relación empírica entre la participación del trabajo y el coeficiente capital-producto, el avance tecnológico que aumenta el capital y los factores que crean una discrepancia entre el costo marginal oculto del trabajo y el salario, como los costos por ajustes laborales y, marginalmente, el poder de negociación de los sindicatos. De igual modo, Checchi y García-Peñalosa (2005) encuentran que las instituciones del mercado laboral, como la densidad sindical, el salario mínimo y la tasa de desempleo, repercuten en la participación del salario.

Durante mucho tiempo, por la evidencia empírica se planteó que había estabilidad en la participación del salario en el ingreso, por lo menos durante periodos prolongados. Tan es así que fue uno de los consabidos hechos estilizados proporcionados por Kaldor (1961) en sus estudios sobre crecimiento económico, cuando encontró que la distribución funcional del ingreso se mantenía estable por años y ello se traducía en un incremento de los salarios reales proporcional a la tasa de crecimiento promedio de la productividad. Sin embargo, estudios

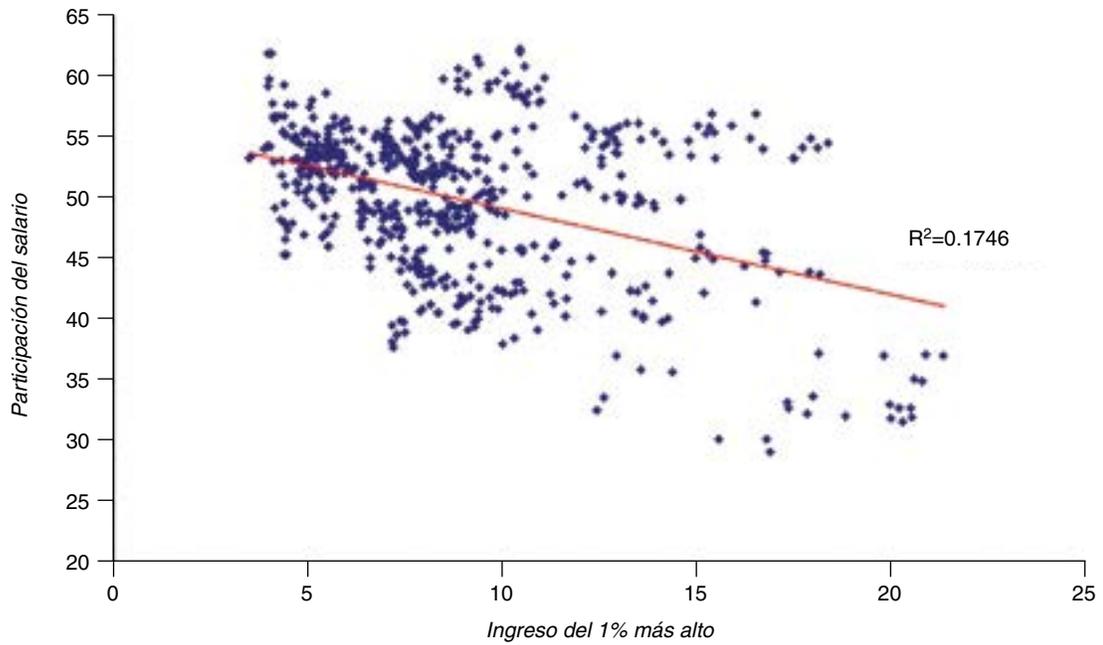
recientes han indicado que el hecho estilizado actual es que la participación del ingreso derivado del capital ha aumentado en vez de mantenerse constante (Rodríguez y Jayadev, 2010; Kanbur y Stiglitz, 2015). Asimismo, en el estudio ya señalado de Karabarbounis y Neiman (2013) se argumenta que, por lo menos desde principios del decenio de los ochenta, se ha observado una tendencia mundial a la participación decreciente del salario en el ingreso que pudiera deberse a una disminución en el precio relativo de los bienes de inversión. En consecuencia, las ganancias en eficiencia de los sectores productivos, atribuidas usualmente a los avances en la tecnología de la información (TI), conducen a un uso más intensivo del capital y a un desplazamiento del trabajo humano en términos relativos.

Una pregunta relevante para este estudio es si la disminución reciente de la participación del salario está relacionada de alguna manera con el aumento en la desigualdad del ingreso personal. Checchi y García-Peñalosa (2005) modelan el coeficiente de Gini como una función de las proporciones poblacionales, el número de propietarios del capital, la participación del salario, el diferencial salarial y el subsidio por desempleo. Argumentan que una participación del salario más baja incrementará la desigualdad al aumentar las utilidades y, por ende, el ingreso de los individuos más ricos, y encontraron evidencia de que el cambio de la tendencia en la desigualdad del ingreso observado en la mayoría de los países europeos a finales de los años setenta se debe en gran medida a la disminución contemporánea de la participación del salario.

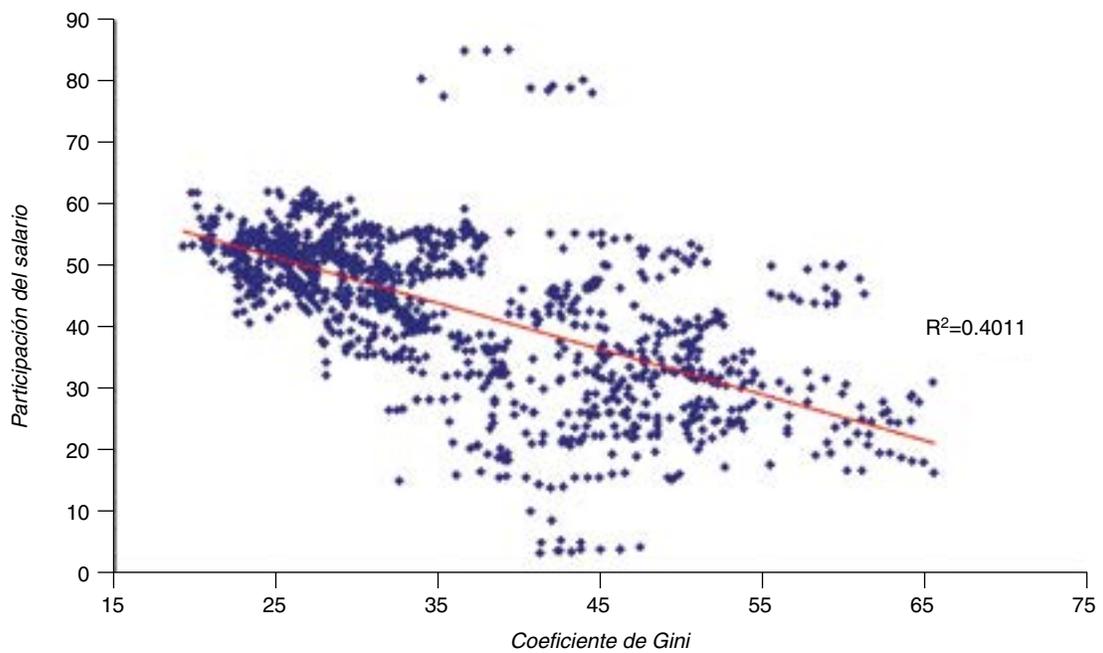
Esto es muy relevante para la interpretación de nuestros resultados. Si una disminución de la participación del salario puede vincularse a una mayor desigualdad en el ingreso personal, nuestra hipótesis va en dirección contraria a los resultados de Al-Hussami y Remesal (2012), Behringer y van Treeck (2013), y Kumhof *et al.* (2012). Es decir, una mayor desigualdad está relacionada con una mejora –no un empeoramiento– de la cuenta corriente. Con el fin de comprobar lo anterior, pudimos analizar la

Gráfica 1

PANEL A. DISPERSIÓN ENTRE EL SALARIO Y EL INGRESO DEL 1% MÁS ALTO (24 PAÍSES)



PANEL B. DISPERSIÓN ENTRE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO Y EL COEFICIENTE DE GINI (60 PAÍSES)



Cuadro 1

DISTINTAS CORRELACIONES ENTRE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO, EL 1% MÁS RICO Y EL COEFICIENTE DE GINI

| | <i>Participación del salario / 1% más rico</i> | <i>Participación del salario / coeficiente de Gini</i> |
|---|--|--|
| Países con correlaciones <-0.5 | 12 | 20 |
| Países con correlaciones de -0.5 a 0 | 7 | 21 |
| Países con correlaciones de 0 a 0.5 | 3 | 6 |
| Países con correlaciones >0.5 | 2 | 13 |

Fuente: cálculos de los autores utilizando series de datos tomadas de Karabarbounis y Neiman (2013), de la World Income Inequality Database y de The Standardized World Income Inequality Database.

correlación entre la participación del salario y el ingreso acaparado por el 1% más rico en 24 países,⁴ mientras que un análisis de la correlación utilizando el coeficiente de Gini⁵ podría extenderse a 60 países, que a la larga incluimos en nuestro trabajo empírico. Para la muestra total se observa una correlación negativa, aunque poco significativa. Esto se muestra en la gráfica 1.

Esta correlación negativa para la muestra total es de hecho relativa porque la situación puede diferir considerablemente entre países. Aunque las correlaciones negativas prevalecen, un análisis caso por caso muestra que hay países para los que la correlación es nula o incluso positiva, como se muestra en el cuadro 1. En el anexo 1 se describen las correlaciones estimadas para cada país analizado, mientras que el anexo 2 muestra que estas correlaciones se mantienen estables cuando se consideran los valores contemporáneos de cada indicador y cuando se incluye un rezago o un adelanto en cualquiera de las variables.

Este análisis muestra que, en general, una mayor participación del salario se relaciona con una mejora en la distribución del ingreso, medida mediante el coeficiente de Gini o mediante el 1% más rico. Sin embargo, debemos ser extremadamente cuidadosos con esta interpretación. Es necesario analizar más a fondo cómo se relacionan los distintos indicadores de desigualdad. En particular, necesitamos estudiar también el papel de los *super-salarios* en las colas superiores de la distribución, ya que parecen tener relevancia en algunas economías avanzadas.

Una mayor
desigualdad
está relacionada
con una
mejora –no un
empeoramiento–
de la cuenta
corriente

⁴ Utilizamos los datos de The World Top Income Database.

⁵ Utilizamos los datos de la Standardized World Income Inequality Database, preparada por Solt (2016) en las bases de datos de diferentes fuentes compiladas por el Luxembourg Income Study (LIS).

4. EL PAPEL DE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO EN LOS COMPONENTES PRINCIPALES DE LA DEMANDA AGREGADA

Habiendo descrito las tendencias recientes de la participación del salario y cómo se relaciona con la distribución del ingreso personal, resulta útil repasar la relación entre la participación del salario y los componentes principales de la cuenta corriente. En este sentido, necesitamos recordar que hay dos maneras de ver la cuenta corriente: 1) como un excedente del ahorro sobre la inversión, o 2) como la suma de la balanza comercial, el ingreso neto de los factores y las transferencias netas, donde por lo general predomina la balanza comercial. Como resultado, y considerando que las decisiones sobre el ahorro están inversamente relacionadas con las decisiones de consumo, el análisis de los componentes de la cuenta corriente está muy relacionado con el análisis de los componentes individuales de la demanda agregada.

Los estudios más profundos sobre cómo se relaciona la participación del salario con los componentes individuales de la demanda agregada provienen de la literatura poskeynesiana. Como ya dijimos, dejamos fuera del ámbito de este estudio la discusión amplia respecto a cómo el crecimiento puede ser impulsado por el salario o por las ganancias. Sin embargo, las publicaciones empíricas que siguen un enfoque *estructural* –el cual consiste en analizar la relación entre la participación del salario y los componentes individuales de la demanda agregada– es muy relevante para nuestro trabajo.

El resultado más robusto de estos estudios es que la participación del salario tiene un efecto positivo sobre el consumo (Hein *et al.*, 2008; Stokhammer *et al.*, 2009; Blecker, 2016), gracias a una mayor propensión marginal a consumir (PMC) inducida por el ingreso derivado del trabajo en comparación con el que se deriva del capital. Los trabajadores típicamente gastan todo o casi todo su ingreso salarial en el consumo corriente, pero las empresas conservan una parte de sus ganancias para invertir, realizar adquisiciones y otras cosas. De acuerdo con Blecker (2016), dado que la mayoría de los consumidores dependen básicamente del ingreso por trabajo, la PMC inducida por ese ingreso por trabajo también probablemente será más elevada en el largo plazo que en el corto plazo. En contraste, el consumo de los hogares de la clase más alta con una tasa de ahorro muy elevada no está estrechamente vinculado a su ingreso en ningún horizonte temporal determinado. No obstante, esta conclusión pudiera no ser válida en los países donde los consumidores tienen menos acceso al crédito, de manera que sus gastos de consumo están más limitados por su ingreso disponible incluso en el corto plazo (como ocurre en los países en desarrollo o las economías emergentes).

La relación esperada entre la participación del salario y la inversión total es menos clara. Aunque la inversión de las empresas dependerá negativamente de la participación del salario, la inversión de los hogares pudiera ser neutra o incluso reaccionar positivamente a los cambios en la participación del salario mediante la construcción de vivienda (Stockhammer y Wildauer, 2016). Esto significa que cuando no hay diferencia entre la inversión de las empresas y la de los hogares, la participación del salario pudiera ser insignificante para la inversión o tener signo positivo o negativo. Incluso cuando es posible distinguir entre ambos tipos de inversión, el efecto negativo de la participación del salario en la inversión empresarial pudiera ser predominantemente de corto plazo (Blecker, 2016) o cambiar con el tiempo debido al efecto de la globalización sobre los flujos de inversión (Stockhammer *et al.*, 2011).

Por último, en los estudios publicados se muestra una relación negativa entre la participación del salario y la balanza comercial (Stockhammer *et al.*, 2009). Si reordenamos la definición de participación del salario (w), podemos llegar a la siguiente expresión:

$$w = \frac{WL}{PY} = \frac{W/P}{Y/L},$$

donde W es la tasa de salario nominal, L es el trabajo empleado, P es el nivel de precios y Y es el producto real. Como podemos observar en la expresión a la derecha, la participación del salario

puede verse como el cociente del salario real entre la productividad laboral. Por ende, la participación del salario está muy relacionada con el costo laboral unitario real (Blecker, 1989; Stockhammer y Wildauer, 2016), lo que implica que un alza salarial produce una pérdida de competitividad de los productos nacionales. De esta manera, la participación del salario también está muy relacionada con el tipo de cambio efectivo real (TCER). Este *efecto de costo/tipo de cambio* es la principal explicación en la bibliografía poskeynesiana respecto de la relación negativa entre la participación del salario y la balanza comercial. Sin embargo, el *efecto de ingreso* es otro canal posible cuando un alza salarial ocasiona un aumento en las importaciones y su efecto es el mismo sobre la balanza comercial que el efecto de costo/tipo de cambio.

Como la balanza comercial es el principal componente de la cuenta corriente, es natural suponer que la relación entre la participación del salario y la cuenta corriente será similar a la relación entre la participación del salario y la balanza comercial. Sin embargo, esta cuestión necesita comprobarse de manera empírica, sobre todo después de que algunos estudios recientes han sugerido que un aumento en la desigualdad personal está asociada a un menor saldo en cuenta corriente (Al-Hussami y Remesal, 2012; Kumhof *et al.*, 2012; Behringer y van Treeck, 2013).

5. METODOLOGÍA Y ESTRATEGIA ECONOMETRICA

En esta sección describimos nuestra estrategia para estimar la relación entre la cuenta corriente y la distribución funcional del ingreso. En particular, intentaremos mostrar que una mayor participación del salario está asociada a un menor saldo en cuenta corriente. Asimismo, analizaremos de qué manera la relación entre la participación del salario y la cuenta corriente pueden descomponerse en inversión y ahorro.

Para ello, realizamos regresiones por separado utilizando como variables dependientes a la cuenta corriente, la inversión total y el ahorro,⁶ todas ellas como coeficientes del PIB. Este es el mismo procedimiento utilizado en otras publicaciones (Chinn y Prasad, 2003; Chinn e Ito, 2007; Chinn *et al.*, 2012; Phillips *et al.*, 2014). Sin embargo, dado que estos estudios no incluyeron la participación del salario como factor determinante de la cuenta corriente, deberemos comparar nuestros resultados con los indicados en la bibliografía poskeynesiana descrita en la sección anterior.

Asimismo, intentaremos determinar si la relación negativa entre la participación del salario y la cuenta corriente se debe a un canal del ingreso, a un canal de la tasa de costo/tipo de cambio o a ambos, realizando regresiones que incluyan el TCER. Sin embargo, como señalan Phillips *et al.* (2014), estimar la cuenta corriente como una función del TCER sería inapropiado porque ambos son endógenos y simultáneamente determinados como una función de las mismas variables. En consideración de lo anterior, sólo incluimos como verificación de la robustez las regresiones principales de la cuenta corriente con rezagos del TCER.

La metodología de la estimación sigue la mayoría de las recomendaciones de las notas técnicas del FMI (Phillips *et al.*, 2014) y utiliza mínimos cuadrados generalizados (MCG) agrupados como una corrección AR (1) autorregresiva de primer orden, dada la fuerte autocorrelación que muestran las series de la cuenta corriente. Aplicamos esta metodología a un conjunto de datos con ciertas omisiones de 60 países con observaciones anuales de diferentes variables entre 1975 y 2011. Intentamos identificar las fuentes cíclicas del comportamiento de la cuenta corriente y, por este motivo, descartamos el uso de promedios de cuatro o cinco años que no se traslapan.

Muchos estudios de panel multinacional utilizan efectos fijos con el fin de asimilar todos los efectos

específicos de cada país. Aunque compartimos la opinión de Chinn y Prasad (2003) respecto a que incluir los efectos fijos le restaría valor a muchas de las partes del análisis económicamente significativas, como verificación de la robustez también incluimos la regresión principal con efectos fijos.

Además de la participación del salario, incluimos las variables usuales de control recomendadas en las publicaciones para los factores determinantes de la cuenta corriente. A continuación, una descripción de esas variables junto con el signo esperado para las regresiones con base en la teoría económica. El anexo 3 contiene una descripción completa de las fuentes de dichas variables.

Participación del salario en el ingreso total (*participación_salario*). Esperamos un signo negativo para el coeficiente estimado en la regresión del ahorro, debido a su efecto positivo en el consumo. Como señalamos en la sección 4, el signo esperado en la regresión de la inversión total sigue siendo incierto. En general, un signo negativo en el coeficiente de la participación del salario en la regresión de la cuenta corriente. Para verificar la robustez, analizamos la existencia de no linealidades y la inclusión de rezagos en la participación del salario en su relación con la cuenta corriente.

Coefficiente de Gini (*Gini*). Incluimos el Gini como otro control de la desigualdad. Las publicaciones previas son ambiguas respecto a su signo. Mientras que Carrera *et al.*, (2015) sugieren que no es una variable significativa para determinar la cuenta corriente, Behringer y van Treeck (2013) encontraron una relación negativa.

Posición neta de activos externos (como porcentaje del PIB) (*aen*). Esta variable se incluye en las regresiones con un rezago; se espera que su coeficiente tenga un signo positivo en la regresión de la cuenta corriente porque una mayor acumulación de activos en el exterior en t genera un flujo de rentas en $t+1$. Los estudios previos confirman que esta variable se correlaciona con mayores ahorros y un saldo en cuenta corriente más elevado, sin un papel significativo para la inversión (Chinn *et al.* 2012). De acuerdo con Phillips *et al.* (2014),

⁶ Para el coeficiente de ahorro/PIB utilizamos (cuenta corriente+inversión)/PIB.

esta relación positiva entre el rezago de la posición externa neta y el valor actual de la cuenta corriente pudiera desaparecer cuando la posición externa neta adopta valores muy negativos debido al surgimiento de problemas de sostenibilidad. Por lo tanto, siguiendo sus recomendaciones, incluimos una variable ficticia (*aen_60*), que toma un valor de 1 cuando la posición externa neta es inferior al 60% del PIB (negativa) y un valor de cero en todos los demás casos.

Coeficientes de dependencia de la población (*dep_jóvenes* y *dep_mayores*). De acuerdo con la hipótesis del ciclo de vida, una proporción más elevada de la población joven y mayor reduce el ahorro porque son consumidores netos y, por ende, afectan negativamente la cuenta corriente. Sin embargo, varios factores pueden inducir el ahorro de los mayores: el deseo de dejar una herencia o la incertidumbre respecto a la esperanza de vida y los gastos futuros. Por esta razón, y para consignar dichos efectos de manera adecuada, se utilizaron dos coeficientes de dependencia distintos: entre 0 y 14 años de edad y más de 65 años de edad. En ambos coeficientes, el denominador es la población de 15 a 64 años de edad. Chinn *et al.* (2012) encontraron que el coeficiente de dependencia de los más jóvenes es negativo para el ahorro y la inversión en cada grupo de países. El efecto total sobre la cuenta corriente es negativo en los países menos desarrollados, pero no significativo sobre la cuenta corriente de los países industrializados y emergentes. Asimismo, descubrieron que el coeficiente de dependencia de los mayores está relacionado negativamente con el ahorro en los países emergentes e industrializados, pero es sólo en los países industrializados donde se relaciona negativamente con la inversión. Para la cuenta corriente, encontraron que este coeficiente es significativo y negativo para los países emergentes y menos desarrollados, pero no para los industrializados.

Crédito al sector privado (como porcentaje del PIB) (*cred_spriv*). Los efectos del tamaño del sector financiero sobre la cuenta corriente también son ambiguos. Por un lado, pudieran aumentar

las oportunidades de ahorro y conducir a un mayor saldo en cuenta corriente. Por el otro lado, permiten acceso a financiamiento para incrementar el consumo, lo que afecta de modo adverso a la cuenta corriente. Chinn *et al.* (2012) encontraron que esta variable no es significativa para la cuenta corriente, pero está relacionada positivamente con la inversión y el ahorro.

Saldo fiscal (porcentaje del PIB) (*saldo_fiscal*). Se espera que esté relacionado de manera positiva con el ahorro y la inversión, pero con un efecto más débil sobre la segunda, que produce un signo positivo en la regresión de la cuenta corriente. Estos resultados se han confirmado en otras publicaciones (Chinn *et al.*, 2012; Phillips *et al.*, 2014).

Brecha del producto (porcentaje del PIB) (*brecha_y*). Esta variable se incluye con el fin de considerar los efectos del ciclo económico sobre la cuenta corriente. Como un producto cíclicamente más bajo suele asociarse con un ahorro más elevado y una inversión más reducida (Phillips *et al.* 2014), es decir, un saldo en cuenta corriente más alto, esperamos un signo negativo para el coeficiente de esta variable. Phillips *et al.* (2014) encontraron que esta variable se relaciona positivamente con el ahorro y la inversión, pero más firmemente con la segunda, lo que produce un coeficiente de signo negativo en la regresión de la cuenta corriente.

Previsión de crecimiento a cinco años (*p_pib_5a*). Las expectativas de crecimiento futuro tienden a promover la inversión y reducen el saldo en cuenta corriente; por lo tanto, se espera que el coeficiente tenga un signo negativo. Se considera una previsión de crecimiento para el año $t+5$ —en vez de una previsión de crecimiento anualizado para los próximos cinco años— con el fin de enfocarnos en las perspectivas de crecimiento más que en las fluctuaciones del ciclo económico. Phillips *et al.* (2014) encontraron que esta variable se relaciona de manera positiva con el ahorro y la inversión, pero más de modo más firme con la segunda, lo que produce un coeficiente de signo negativo en la regresión de la cuenta corriente.

PIB per cápita convertido con PPC (*pibpc_rel*). Esta variable se incluye como sustituta de la productividad o el grado de desarrollo y se toma en términos relativos al PIB per cápita del promedio de tres grandes economías: Estados Unidos, Alemania y Japón. Aunque la evidencia empírica es contradictoria en este sentido, la expectativa es que el capital fluya de los países con un ahorro excesivo a aquellos con más oportunidades de inversión; como resultado, el signo del coeficiente debería ser positivo. Para que esto ocurra, las políticas públicas deben permitir tales movimientos de capital. Así, la variable (con rezago) se incluye sola e interactuando con un índice de apertura de la cuenta de capital (*apertura_k*), que también se incluye únicamente para una mejor interpretación de los coeficientes. Phillips *et al.* (2014) encontraron que esta variable por sí misma no es significativa para el ahorro, la inversión o la cuenta corriente, pero el término de interacción es positivo para los tres.

Variable ficticia del centro financiero (*centro_financ*). Como en Phillips *et al.* (2014), esta variable adopta un valor igual a uno para las economías relativamente pequeñas con un sistema financiero desarrollado. La decisión de qué países entran en esta categoría es un tanto arbitraria; sin embargo, conforme a las recomendaciones de los autores citados, hemos decidido incluir a Bélgica, Luxemburgo, los Países Bajos, Singapur y Suiza. Para esta variable se espera un valor positivo.

Tipo de cambio efectivo real (*TCER*). Como verificación de la robustez, incluimos esta variable con rezagos para analizar si la relación entre la participación del salario y la cuenta corriente se debe a un efecto de ingreso o a un efecto cambiario, como ya explicamos. Un TCER más elevado implica que las exportaciones se encarecen y las importaciones se abaratan, y, por lo tanto, una pérdida de competitividad comercial.

Algunas de estas variables, como la posición neta de activos externos, no se determinan de modo independiente en cada país, sino que sus valores incorporan los factores comunes en la dimensión transversal. Como se recomienda en

otras publicaciones, las variables que no cumplen con este criterio se degradan utilizando el PIB para ponderar,⁷ a saber: los coeficientes demográficos, la previsión de crecimiento del PIB, la brecha del producto, la relación crédito/PIB y el saldo presupuestario.

Para comprobar la robustez de nuestros resultados, se ejecutaron cinco especificaciones diferentes del modelo con distintas composiciones del conjuntos de datos: 1) con un indicador de la distribución funcional del ingreso; 2) con un indicador de la distribución personal del ingreso; 3) con ambos indicadores de distribución del ingreso (funcional y personal); 4) con un término lineal y un término al cuadrado del indicador de la distribución funcional del ingreso; y 5) con el valor contemporáneo y dos rezagos del indicador de distribución funcional del ingreso. Todas estas especificaciones se comprobaron para: 1) la muestra total de 60 países; 2) un conjunto de datos de países avanzados y otro de países emergentes. Estas distintas composiciones de los conjuntos de datos se utilizaron para identificar las diferencias estructurales entre países. En el anexo 4 incluimos una lista de los 60 países que conformaron nuestra muestra.

⁷ Como en Al-Hussami y Remesal (2012), Behringer y van Treeck (2013), y Phillips *et al.* (2014), la rebaja se efectuó utilizando la fórmula siguiente:

$$\tilde{X}_{it} \equiv X_{it} - \frac{\sum_{i=1}^J PIB_{it} X_{it}}{\sum_{i=1}^J PIB_{it}}$$

donde X_{it} es la variable original, \tilde{X}_{it} es la variable degradada, PIB_{it} es el PIB a valores corrientes tomados del conjunto de datos External Wealth of Nations de Lane y Milesi-Ferretti (2007), el subíndice i se refiere al país y t al año.

En el cuadro 2 se muestran los resultados de la muestra total. Como puede observarse, el coeficiente asociado a la participación del salario es muy significativo en todos los casos y tiene signo negativo. Esto significa que una mayor participación de los salarios en el ingreso total está asociada a un menor saldo en cuenta corriente. Por otro lado, el coeficiente de Gini no es significativo cuando se incluye junto con la distribución funcional del indicador del ingreso, ni tampoco cuando no se incluye el indicador del salario. Los valores de los coeficientes de la participación del salario son similares en los modelos 1 y 3, y de casi el doble en los modelos que incluyen términos al cuadrado o rezagos. En el modelo 4, el signo positivo del término al cuadrado podría indicar que el efecto negativo de la participación del salario sobre la cuenta corriente disminuye para los valores elevados de la participación del salario, pero el coeficiente no es significativo. En el modelo 5, los términos de rezago son significativos y positivos, lo que indica una relación negativa pero no explosiva entre la participación del salario y la cuenta corriente.

Las variables de control son significativas y tienen los signos esperados. Una mayor cantidad de activos externos y un mayor saldo presupuestario están asociados a un mayor saldo en cuenta corriente. Por otro lado, una mayor brecha del producto y unas expectativas de crecimiento futuro más elevado tienen una relación negativa con la cuenta corriente. De igual modo, una mayor profundidad del sistema financiero medida como la relación entre el crédito total y el PIB está asociada a un saldo en cuenta corriente más reducido. En cuanto a las variables demográficas, una mayor proporción de población con menos de 15 años o con más de 64 años está correlacionada con un saldo en cuenta corriente más reducido. Las variables ficticias también son significativas y tienen el signo esperado: los centros financieros tienen un saldo en cuenta corriente más elevado, mientras que el efecto positivo de la acumulación de activos externos disminuye cuando la posición neta de activos externos se vuelve muy negativa.

El PIB per cápita relativo y la apertura de la cuenta de capital requieren un análisis diferente porque estas variables se introducen de forma interactiva en las regresiones. Las ecuaciones a continuación ayudarán a mostrar la interpretación de los coeficientes relacionados.

$$CC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times pibpc_rel_{i,t-1} + \beta_2 \times apertura_k_{i,t} + \beta_3 \times pibpc_rel_{i,t-1} \times apertura_k_{i,t} + BX_{it};$$

Cuadro 2

RESULTADOS DE LA MUESTRA TOTAL

| | <u>1</u> | <u>2</u> | <u>3</u> | <u>4</u> | <u>5</u> |
|--|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | <u>CC</u> | <u>CC</u> | <u>CC</u> | <u>CC</u> | <u>CC</u> |
| participación_salario | -0.229 ^c (-6.50) | | -0.234 ^c (-6.51) | -0.424 ^c (-3.26) | -0.494 ^c (-7.47) |
| gini | | 0.025 (0.51) | -0.030 (-0.59) | | |
| participación_salario² | | | | 0.221 (1.54) | |
| participación_salario(-1) | | | | | 0.132 ^a (1.90) |
| participación_salario(-2) | | | | | 0.182 ^c (2.84) |
| brecha_y | -0.003 ^c (-7.16) | -0.001 ^c (-3.06) | -0.003 ^c (-7.20) | -0.003 ^c (-7.13) | -0.003 ^c (-6.62) |
| apertura_k | -0.006 ^a (-1.86) | -0.006 ^b (-2.09) | -0.007 ^b (-2.02) | -0.005 ^a (-1.66) | -0.007 ^a (-1.92) |
| pibpc_rel(-1) | 0.023 ^a (1.66) | 0.003 (0.19) | 0.013 (0.78) | 0.024 ^a (1.70) | 0.023 (1.63) |
| pibpc_rel(-1)*apertura_k | 0.013 ^b (2.49) | 0.016 ^c (2.79) | 0.016 ^c (2.74) | 0.012 ^b (2.31) | 0.014 ^c (2.72) |
| p_pib_5a | -0.495 ^c (-3.47) | -0.389 ^c (-3.31) | -0.493 ^c (-3.42) | -0.485 ^c (-3.41) | -0.092 (-0.58) |
| aen(-1) | 0.028 ^c (3.89) | 0.020 ^c (2.68) | 0.028 ^c (3.78) | 0.027 ^c (3.67) | 0.029 ^c (3.95) |
| aen_60(-1) | -0.029 ^c (-3.96) | -0.021 ^c (-2.87) | -0.029 ^c (-3.90) | -0.028 ^c (-3.85) | -0.028 ^c (-3.84) |
| dep_jóvenes | -0.195 ^c (-6.47) | -0.102 ^c (-3.69) | -0.202 ^c (-6.51) | -0.218 ^c (-6.44) | -0.178 ^c (-5.71) |
| dep_mayores | -0.244 ^c (-3.06) | -0.187 ^b (-2.28) | -0.264 ^c (-3.07) | -0.260 ^c (-3.18) | -0.198 ^b (-2.42) |
| cred_spriv | -0.013 ^a (-1.85) | -0.022 ^c (-3.19) | -0.012 ^a (-1.66) | -0.013 ^a (-1.81) | -0.013 ^a (-1.80) |
| saldo-fiscal | 0.183 ^c (5.80) | 0.157 ^c (4.95) | 0.181 ^c (5.68) | 0.177 ^c (5.61) | 0.181 ^c (5.72) |
| centro-financ | 0.046 ^c (3.26) | 0.051 ^c (3.58) | 0.046 ^c (3.25) | 0.047 ^c (3.28) | 0.046 ^c (3.18) |
| Constante | 0.072 ^c (3.69) | -0.037 (-1.64) | 0.088 ^c (3.04) | 0.112 ^c (3.44) | 0.047 ^b (2.31) |
| Países | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Observaciones | 1,051 | 1,298 | 1,033 | 1,051 | 973 |
| RECM | 0.044 | 0.035 | 0.044 | 0.045 | 0.043 |

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. ^a, ^b y ^c indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM significa raíz cuadrada del error cuadrático medio.

$$\frac{dCC_{i,t}}{dpibpc_rel_{i,t-1}} = \beta_1 + \beta_3 \times apertura_k_{i,t};$$

$$\frac{dCC_{i,t}}{dapertura_k_{i,t}} = \beta_2 + \beta_3 \times pibpc_rel_{i,t-1};$$

donde CC es la cuenta corriente, *pibpc_rel* es el PIB per cápita relativo, *apertura_k* es el indicador de la apertura de la cuenta de capital y *X* es el vector de los otros factores determinantes de la cuenta corriente incluidos en las regresiones. Las derivadas parciales muestran de qué manera la relación entre la cuenta corriente y una de estas variables depende de la otra variable. En particular, si tomamos como referencia los resultados del modelo 3, las derivadas parciales toman esta forma:

$$\frac{dCC_{i,t}}{dpibpc_rel_{i,t-1}} = 0.016 \square apertura_k_{i,t};$$

$$\frac{dCC_{i,t}}{dapertura_k_{i,t}} = \square 0.007 \square pibpc_rel_{i,t-1}.$$

Como el índice de apertura de la cuenta de capital construido por Chinn e Ito (2006) toma valores positivos y negativos, la primera derivada parcial puede tener ambos signos. Esto significa que en los países cerrados o menos abiertos un PIB per cápita más elevado se corresponde con un saldo en cuenta corriente más reducido, mientras que en las economías más abiertas encontramos la relación opuesta. De igual modo, la segunda derivada parcial muestra que el efecto de la apertura de la cuenta de capital sobre la cuenta corriente puede ser positivo o negativo, dependiendo del PIB per cápita. En los países avanzados, el signo de esta relación es positivo; en los países con un PIB per cápita más bajo, la relación es negativa. En nuestra muestra, aproximadamente la mitad de los países tiene un PIB per cápita promedio donde la relación se vuelve negativa.

Como ya señalamos en las secciones anteriores, la participación del salario pudiera estar relacionada con la cuenta corriente por el lado del ahorro o de la inversión. Con el fin de analizar esto,

presentamos regresiones separadas para el ahorro y para la inversión. Los resultados se muestran en los cuadros 3 y 4. Podemos ver que la participación del salario es muy significativa y tiene signo negativo en las regresiones del ahorro, pero no es un factor determinante significativo de la inversión. Sin embargo, como ya dijimos en la sección 4, esto podría deberse a la relación negativa entre la participación del salario y la inversión empresarial, y a la positiva con la inversión residencial.

Cuando incluimos la participación del salario y el coeficiente de Gini juntos, este último es significativo tanto para la regresión de la inversión como la del ahorro. Esto es congruente con el resultado de que el Gini es neutral para la cuenta corriente, pero entraña algunos problemas de interpretación de la relación entre la desigualdad y el ahorro. De hecho, ambos indicadores de la desigualdad tienen coeficientes significativos y negativos, pero se suponen correlacionados negativamente. Esto revela la importancia de ser precisos cuando hablamos acerca de *desigualdad* y destaca la necesidad de un análisis exhaustivo de la manera como se relacionan los diferentes indicadores de la desigualdad.

Respecto a las variables de control, encontramos algunas diferencias entre los factores determinantes de la inversión y los del ahorro. La brecha del producto, el crecimiento previsto y el coeficiente de crédito/PIB son más relevantes para la inversión, mientras que los activos externos netos, la apertura de la cuenta de capital y el saldo presupuestario son más relevantes en las regresiones del ahorro. Los coeficientes de dependencia parecen ser muy relevantes incluso para la inversión y el ahorro.

Considerando las diferencias estructurales entre las economías avanzadas y las emergentes, comprobamos la validez de los resultados anteriores dividiendo la muestra en estos dos grupos.

El cuadro 5 muestra⁸ que la participación del salario es significativa y tiene signo negativo en

⁸ Presentamos únicamente los resultados del tercer modelo. Las regresiones para el resto de los modelos pueden proporcionarse previa solicitud.

Cuadro 3

REGRESIÓN DE LA INVERSIÓN. MUESTRA TOTAL

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | <i>Inversión</i> | <i>Inversión</i> | <i>Inversión</i> | <i>Inversión</i> | <i>Inversión</i> |
| participación_salario | -0.018 (-0.58) | | -0.022 (-0.71) | 0.017 (0.15) | 0.076 (1.34) |
| gini | | -0.003 (-0.07) | -0.099 ^b (-2.23) | | |
| participación_salario² | | | | -0.040 (-0.32) | |
| participación_salario(-1) | | | | | -0.067 (-1.14) |
| participación_salario(-2) | | | | | -0.045 (-0.82) |
| brecha_y | 0.003 ^c (8.91) | 0.001 ^c (6.12) | 0.003 ^c (8.90) | 0.003 ^c (8.87) | 0.003 ^c (7.92) |
| apertura_k | -0.001 (-0.44) | -0.001 (-0.41) | -0.001 (-0.43) | -0.001 (-0.50) | -0.000 (-0.05) |
| pibpc_rel(-1) | -0.016 (-1.29) | -0.022 (-1.43) | -0.026 ^a (-1.74) | -0.016 (-1.31) | -0.013 (-1.01) |
| pibpc_rel(-1)*apertura_k | -0.002 (-0.48) | -0.005 (-0.97) | -0.001 (-0.26) | -0.002 (-0.43) | -0.003 (-0.70) |
| p_pib_5a | 0.799 ^c (6.52) | 0.724 ^c (7.48) | 0.806 ^c (6.47) | 0.804 ^c (6.55) | 0.450 ^c (3.29) |
| aen(-1) | 0.002 (0.37) | 0.008 (1.33) | 0.004 (0.70) | 0.003 (0.40) | 0.002 (0.31) |
| aen_60(-1) | 0.014 ^b (2.26) | 0.010 ^a (1.75) | 0.012 ^a (1.92) | 0.014 ^b (2.23) | 0.012 ^a (1.82) |
| dep_jóvenes | -0.167 ^c (-6.15) | -0.095 ^c (-3.71) | -0.165 ^c (-6.08) | -0.163 ^c (-5.48) | -0.191 ^c (-6.73) |
| dep_mayores | -0.207 ^c (-2.89) | -0.105 (-1.38) | -0.262 ^c (-3.48) | -0.203 ^c (-2.82) | -0.286 ^c (-3.86) |
| cred_spriv | 0.015 ^b (2.40) | 0.022 ^c (3.48) | 0.016 ^b (2.56) | 0.015 ^b (2.41) | 0.013 ^b (2.00) |
| saldo_fiscal | 0.065 ^b (2.39) | 0.078 ^c (3.02) | 0.067 ^b (2.44) | 0.066 ^b (2.44) | 0.038 (1.40) |
| centro_financ | 0.001 (0.06) | 0.006 (0.45) | -0.000 (-0.03) | 0.001 (0.05) | 0.002 (0.19) |
| Constante | 0.270 ^c (15.56) | 0.274 ^c (13.45) | 0.310 ^c (12.22) | 0.263 ^c (9.26) | 0.275 ^c (14.83) |
| Países | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Observaciones | 1,051 | 1,298 | 1,033 | 1,051 | 973 |
| RECM | 0.247 | 0.249 | 0.247 | 0.247 | 0.247 |

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. ^a, ^b y ^c indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM significa raíz cuadrada del error cuadrático medio.

Cuadro 4

REGRESIÓN DEL AHORRO. MUESTRA TOTAL

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|---------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| | Ahorro | Ahorro | Ahorro | Ahorro | Ahorro |
| participación_salario | -0.282 ^c (-7.39) | | -0.288 ^c (-7.56) | -0.391 ^c (-2.91) | -0.421 ^c (-7.06) |
| gini | | 0.012 (0.22) | -0.117 ^b (-2.15) | | |
| participación_salario² | | | | 0.126 (0.85) | |
| participación_salario(-1) | | | | | 0.065 (1.05) |
| participación_salario(-2) | | | | | 0.128 ^b (2.23) |
| brecha_y | 0.000 (0.73) | 0.001 ^b (2.19) | 0.000 (0.67) | 0.000 (0.75) | 0.000 (0.43) |
| apertura_k | -0.007 ^b (-2.12) | -0.007 ^b (-2.20) | -0.008 ^b (-2.38) | -0.007 ^b (-2.03) | -0.007 ^a (-1.92) |
| pibpc_rel(-1) | 0.012 (0.76) | -0.019 (-0.98) | -0.008 (-0.46) | 0.012 (0.77) | 0.013 (0.85) |
| pibpc_rel(-1)*apertura_k | 0.012 ^b (2.27) | 0.012 ^b (2.04) | 0.016 ^c (2.79) | 0.011 ^b (2.18) | 0.013 ^b (2.35) |
| p_pib_5a | 0.255 ^a (1.95) | 0.326 ^c (2.89) | 0.260 ^a (1.95) | 0.257 ^b (1.96) | 0.280 ^a (1.90) |
| aen(-1) | 0.019 ^c (2.75) | 0.016 ^b (2.17) | 0.022 ^c (3.07) | 0.019 ^c (2.73) | 0.020 ^c (2.91) |
| aen_60(-1) | -0.009 (-1.27) | -0.005 (-0.71) | -0.010 (-1.49) | -0.009 (-1.26) | -0.011 (-1.64) |
| dep_jóvenes | -0.371 ^c (-10.79) | -0.197 ^c (-5.95) | -0.376 ^c (-11.04) | -0.383 ^c (-10.28) | -0.379 ^c (-10.77) |
| dep_mayores | -0.457 ^c (-5.03) | -0.291 ^c (-2.96) | -0.526 ^c (-5.57) | -0.465 ^c (-5.10) | -0.514 ^c (-5.59) |
| cred_spriv | -0.001 (-0.11) | -0.003 (-0.44) | 0.002 (0.24) | -0.001 (-0.09) | -0.002 (-0.32) |
| saldo_fiscal | 0.215 ^c (7.59) | 0.211 ^c (7.00) | 0.217 ^c (7.52) | 0.213 ^c (7.49) | 0.189 ^c (6.60) |
| centro_financ | 0.054 ^c (3.32) | 0.067 ^c (3.83) | 0.053 ^c (3.33) | 0.054 ^c (3.33) | 0.055 ^c (3.34) |
| Constante | 0.349 ^c (16.47) | 0.234 ^c (9.10) | 0.401 ^c (12.99) | 0.372 ^c (10.94) | 0.320 ^c (14.11) |
| Países | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Observaciones | 1,051 | 1,298 | 1,033 | 1,051 | 973 |
| RECM | 0.243 | 0.241 | 0.244 | 0.243 | 0.244 |

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. ^a, ^b y ^c indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM significa raíz cuadrada del error cuadrático medio.

las regresiones de la cuenta corriente y del ahorro para cada grupo de países, y no es significativa en la regresión de la inversión. Sin embargo, en el caso de los países emergentes, este coeficiente es más del doble que el de las economías avanzadas. Respecto al coeficiente de Gini, lo encontramos significativo en las regresiones de la inversión y del ahorro únicamente para el grupo de las economías avanzadas. Este resultado justifica nuestra decisión de enfocarnos en la distribución funcional del ingreso cuando utilizamos una muestra que incluye economías no avanzadas.

Las otras variables se comportan de manera similar a como lo hicieron previamente, pero con ciertas diferencias importantes entre cada grupo de países. El crecimiento previsto es muy significativo y positivo para el ahorro y la inversión en los países emergentes, lo que produce una relación negativa con la cuenta corriente, mientras que los activos externos netos sólo son significativos y positivos en las regresiones del ahorro y de la cuenta corriente de las economías avanzadas. Como era de esperarse, el crédito respecto al PIB es importante y negativo para la cuenta corriente principalmente por su efecto sobre la inversión en las economías avanzadas. El saldo presupuestario es positivo y significativo para el ahorro en los países avanzados y emergentes. Sin embargo, es relevante y positivo sólo para la inversión en las economías avanzadas.

La interacción del PIB per cápita con la apertura de la cuenta de capital es significativa en los países emergentes sólo por el lado de la inversión. De acuerdo con los coeficientes estimados, en aproximadamente dos tercios de los países emergentes incluidos en nuestra muestra,⁹ la apertura de la cuenta de capital está relacionada con una disminución en la inversión. Por otro lado, esta interacción es significativa en las economías avanzadas

sólo por el lado del ahorro. La apertura de la cuenta de capital se relaciona con un incremento del ahorro en aproximadamente dos tercios de las economías avanzadas consideradas.¹⁰ En estas, un mayor PIB per cápita siempre está relacionado con una disminución del ahorro.¹¹

Como mencionamos en la sección 5, muchos estudios de conjuntos de datos multinacionales utilizan efectos fijos con el fin de asimilar todos los efectos específicos de cada país. Creemos que la inclusión de los efectos fijos eliminaría del análisis muchas de las partes económicamente significativas, razón por la cual la mayoría de los estudios anteriores (Chinn y Prasad, 2003; Chinn e Ito, 2007; Chinn *et al.*, 2012; Phillips *et al.*, 2014) no incluyen efectos fijos en sus principales regresiones. Sin embargo, con el fin de comprobar la robustez de nuestros resultados, incluimos la regresión principal con efectos fijos de cada país. En las primeras tres columnas del cuadro 6 podemos ver que la participación del salario sigue siendo muy significativa y de signo negativo en las regresiones de la cuenta corriente y del ahorro, mientras que no es significativa en la regresión de la inversión. Las otras variables se comportan de manera muy parecida a nuestros resultados previos.

También quisimos verificar si la relación negativa entre la participación del salario y la cuenta corriente se debe a un efecto de ingreso o a un efecto cambiario, como ya explicamos en la sección 4. Considerando que la cuenta corriente y el tipo de cambio efectivo real (TCER) son endógenos y determinados simultáneamente, incluimos dos rezagos del TCER en las regresiones con el fin de consignar la presencia del efecto cambiario. Como podemos ver en las últimas tres columnas del cuadro 6, el primer rezago del TCER es significativo en las regresiones de la cuenta corriente y de la inversión. Sin embargo, la importancia y la magnitud del

⁹ De los 35 países, 22 tienen un PIB promedio per cápita relativo inferior al 0.22 requerido para volver positiva la derivada parcial

$$\frac{d(\text{inversión})}{d(\text{apertura}_k)} = -0.015 + 0.069 + \text{rel_pcgdp}.$$

¹⁰ De los 25 países, 16 tienen un PIB per cápita mayor que el 0.91 requerido para volver positiva la derivada parcial

$$\frac{d(\text{ahorro})}{d(\text{apertura}_k)} = -0.039 + 0.043 + \text{rel_pcgdp}.$$

¹¹ Para cualquier país considerado, el signo de la derivada parcial

$$\frac{d(\text{ahorro})}{d(\text{rel_pcgdp})} = -0.078 + 0.043 + \text{apertura}_k \text{ es negativo.}$$

Cuadro 5

PAÍSES AVANZADOS CONTRA PAÍSES EMERGENTES

| | <i>Cuenta corriente</i> | | <i>Inversión</i> | | <i>Ahorro</i> | |
|---------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | <i>Avanzados</i> | <i>Emergentes</i> | <i>Avanzados</i> | <i>Emergentes</i> | <i>Avanzados</i> | <i>Emergentes</i> |
| participación_salario | -0.121 ^b (-2.00) | -0.270 ^c (-5.84) | -0.016 (-0.42) | -0.042 (-0.87) | -0.121 ^b (-2.23) | -0.334 ^c (-6.31) |
| gini | -0.048 (-0.64) | -0.032 (-0.47) | -0.103 ^b (-2.17) | -0.072 (-1.00) | -0.131 ^a (-1.94) | -0.123 (-1.54) |
| brecha_y | -0.003 ^c (-5.21) | -0.003 ^c (-4.40) | 0.004 ^c (8.65) | 0.003 ^c (5.07) | 0.001 (1.30) | -0.000 (-0.03) |
| apertura_k | -0.031 ^a (-1.66) | 0.003 (0.55) | -0.001 (-0.10) | -0.015 ^b (-2.41) | -0.039 ^b (-2.34) | -0.012 ^a (-1.84) |
| pibpc_rel(-1) | -0.035 (-0.82) | -0.029 (-0.54) | -0.030 (-1.01) | -0.079 (-1.39) | -0.078 ^b (-2.01) | -0.102 (-1.60) |
| pibpc_rel(-1)*apertura_k | 0.043 ^b (2.29) | -0.033 (-1.32) | -0.007 (-0.53) | 0.069 ^c (2.90) | 0.043 ^b (2.57) | 0.040 (1.59) |
| p_pib_5a | 0.043 (0.21) | -0.656 ^c (-3.09) | 0.218 (1.44) | 1.045 ^c (5.37) | 0.146 (0.79) | 0.398 ^b (1.96) |
| aen(-1) | 0.025 ^c (3.82) | 0.032 (1.59) | 0.003 (0.62) | -0.003 (-0.18) | 0.028 ^c (4.83) | 0.008 (0.43) |
| aen_60(-1) | -0.029 ^c (-4.17) | -0.036 ^b (-2.30) | 0.013 ^c (2.65) | 0.027 ^a (1.84) | -0.016 ^c (-2.65) | 0.001 (0.06) |
| dep_jóvenes | -0.014 (-0.16) | -0.284 ^c (-6.14) | -0.322 ^c (-5.94) | -0.199 ^c (-4.08) | -0.367 ^c (-4.56) | -0.489 ^c (-9.00) |
| dep_mayores | 0.080 (0.76) | -0.661 ^c (-3.46) | -0.441 ^c (-6.91) | -0.386 ^a (-1.90) | -0.388 ^c (-4.15) | -1.053 ^c (-4.64) |
| cred_spriv | -0.021 ^c (-2.89) | -0.002 (-0.13) | 0.015 ^c (3.21) | 0.020 (1.48) | -0.008 (-1.20) | 0.016 (1.07) |
| saldo_fiscal | 0.223 ^c (5.11) | 0.173 ^c (3.52) | 0.178 ^c (5.67) | 0.007 (0.15) | 0.377 ^c (9.61) | 0.161 ^c (3.62) |
| centro_financ | 0.052 ^c (4.44) | | -0.002 (-0.26) | | 0.048 ^c (4.55) | |
| Constante | 0.078 (1.25) | 0.100 ^b (2.27) | 0.320 ^c (7.54) | 0.303 ^c (6.59) | 0.395 ^c (7.05) | 0.410 ^c (8.02) |
| Países | 25 | 35 | 25 | 35 | 25 | 35 |
| Observaciones | 580 | 453 | 580 | 453 | 580 | 453 |
| RECM | 0.045 | 0.047 | 0.241 | 0.255 | 0.250 | 0.239 |

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. ^a, ^b y ^c indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM denota la raíz cuadrada del error cuadrático medio.

Cuadro 6

REGRESIÓN CON EFECTOS FIJOS Y CONSIDERANDO EL TCER

| | <i>Efectos fijos</i> | | | <i>Considerando el TCER</i> | | |
|---------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | <i>Cuenta corriente</i> | <i>Inversión</i> | <i>Ahorros</i> | <i>Cuenta corriente</i> | <i>Inversión</i> | <i>Ahorros</i> |
| participación_salario | -0.279 ^c (-4.74) | 0.014 (0.25) | -0.265 ^c (-5.00) | -0.237 ^c (-6.43) | -0.019 (-0.60) | -0.275 ^c (-7.04) |
| gini | -0.046 (-0.82) | -0.084 (-1.60) | -0.130 ^b (-2.55) | -0.088 (-1.55) | -0.032 (-0.66) | -0.096 (-1.58) |
| tcer(-1) | | | | -0.041 ^c (-3.25) | 0.041 ^c (3.75) | -0.005 (-0.43) |
| tcer(-2) | | | | 0.009 (0.90) | 0.010 (1.17) | 0.016 ^a (1.86) |
| brecha_y | -0.003 ^c (-7.48) | 0.003 ^c (8.61) | 0.000 (0.54) | -0.003 ^c (-5.61) | 0.003 ^c (7.09) | 0.000 (0.87) |
| apertura_k | -0.005 (-1.38) | 0.010 ^c (3.21) | 0.005 ^a (1.76) | -0.001 (-0.21) | -0.007 ^b (-2.03) | -0.005 (-1.32) |
| pibpc_rel(-1) | 0.037 ^a (1.73) | 0.038 ^a (1.92) | 0.076 ^c (3.88) | 0.021 (1.24) | -0.039 ^c (-2.74) | -0.010 (-0.57) |
| pibpc_rel(-1)*apertura_k | 0.010 ^b (2.17) | -0.017 ^c (-3.92) | -0.007 (-1.62) | 0.010 (1.61) | 0.005 (0.86) | 0.012 ^b (2.04) |
| p_pib_5a | -1.022 ^c (-6.74) | 0.972 ^c (6.92) | -0.050 (-0.37) | -0.365 ^b (-2.21) | 0.768 ^c (5.34) | 0.311 ^b (2.03) |
| aen(-1) | 0.029 ^c (4.44) | -0.016 ^c (-2.68) | 0.013 ^b (2.17) | 0.023 ^c (3.04) | 0.005 (0.69) | 0.017 ^b (2.31) |
| aen_60(-1) | -0.034 ^c (-5.44) | 0.040 ^c (6.80) | 0.005 (0.94) | -0.019 ^b (-2.52) | 0.010 (1.43) | -0.003 (-0.46) |
| dep_jóvenes | -0.064 (-1.56) | -0.107 ^c (-2.80) | -0.172 ^c (-4.60) | -0.063 (-1.52) | -0.215 ^c (-6.04) | -0.284 ^c (-6.28) |
| dep_mayores | -0.235 ^c (-2.65) | -0.300 ^c (-3.66) | -0.535 ^c (-6.70) | -0.172 ^a (-1.82) | -0.176 ^b (-2.19) | -0.361 ^c (-3.52) |
| cred_spriv | -0.044 ^c (-7.54) | 0.018 ^c (3.42) | -0.025 ^c (-4.86) | -0.006 (-0.88) | 0.010 (1.59) | 0.001 (0.16) |
| saldo_fiscal | 0.150 ^c (4.24) | 0.176 ^c (5.38) | 0.326 ^c (10.22) | 0.276 ^c (6.62) | 0.112 ^c (3.10) | 0.350 ^c (9.11) |
| centro-financ | | | | 0.051 ^c (3.80) | 0.004 (0.33) | 0.063 ^c (4.21) |
| Constante | 0.087 ^b (2.21) | 0.245 ^c (6.74) | 0.332 ^c (9.36) | 0.132 ^c (3.96) | 0.244 ^c (8.52) | 0.375 ^c (10.68) |
| Países | 60 | 60 | 60 | 47 | 47 | 47 |
| Observaciones | 1,033 | 1,033 | 1,033 | 837 | 837 | 837 |
| RECM | 0.044 | 0.247 | 0.242 | 0.045 | 0.244 | 0.244 |

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. ^a, ^b y ^c indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM significa raíz cuadrada del error cuadrático medio.

coeficiente de la participación del salario son más o menos iguales a las de los cuadros 2, 3 y 4. Interpretamos este resultado como evidencia de la presencia de efectos tanto de ingreso como cambiario, aunque se requiere un análisis más profundo. El número de países con datos del TCER es un poco más bajo; sin embargo, la comparación muestra resultados muy similares en signo y coeficientes para la mayoría de las variables de control.

Todos estos enfoques diferentes aplicados en nuestro análisis confirman la hipótesis principal de este estudio: que la participación del salario es

un factor determinante de la cuenta corriente. Una participación del salario más elevada corresponde a un menor saldo en cuenta corriente. Aunque se requiere un análisis más profundo para llegar a conclusiones contundentes, los resultados de las regresiones separadas del ahorro y de la inversión, así como las restricciones mediante la presencia de efectos cambiarios, sustentan la idea de un efecto de ingreso: una mayor participación del salario se asocia a un mayor consumo, un menor ahorro y una disminución del saldo en cuenta corriente, pero no a una disminución de la inversión total.

7. CONCLUSIONES

El incremento en la desigualdad del ingreso en los últimos decenios es un fenómeno observado en casi todos los países, trate-se de economías avanzadas o emergentes. En este marco, las publicaciones sobre economía han mostrado un interés renovado en los problemas de distribución, aunque la investigación empírica trata de modo predominante sobre las economías avanzadas. El uso de la distribución funcional del ingreso, más que los otros conjuntos de datos prevalentes en estudios recientes, nos ha permitido ampliar nuestro análisis a un grupo más grande e incluyente de países.

Los resultados de este estudio muestran que la participación del salario en el ingreso total es un factor determinante de las cuentas externas: a mayor coeficiente salario/PIB, menor el saldo en cuenta corriente. Este resultado es sólido ante las distintas especificaciones del modelo y composiciones del conjunto de datos. Lo consideramos una mejora en comparación con otros trabajos sobre los factores determinantes de la cuenta corriente (Chinn y Prasad, 2003; Chinn e Ito, 2007; Chinn *et al.*, 2012; Phillips *et al.*, 2014) porque estamos demostrando la importancia de una covariante adicional y muy significativa. También es un complemento de las publicaciones recientes que conectan la desigualdad con la cuenta corriente, pero utilizando la distribución del ingreso más elevado (Al-Hussami y Remesal, 2012; Behringer y van Treeck, 2013; Kumhof *et al.*, 2012).

Nuestro resultado es compatible con la bibliografía poskeynesiana que sugiere una relación negativa entre la participación del salario y la balanza comercial debido a un efecto de costos o cambiario que reduce

la competitividad de las exportaciones (Blecker, 1989; Stockhammer y Wildauer, 2016). Sin embargo, después de considerar el TCER, la relación negativa entre la participación del salario y la cuenta corriente no desapareció, lo que sugiere la presencia de un efecto de ingreso. Se requiere más investigación para desentrañar plenamente este resultado.

La participación del salario se relaciona de manera negativa con el ahorro, lo que confirma el resultado de otras publicaciones en cuanto a que la participación del salario tiene una relación positiva con el consumo (Hein y Vogel, 2008; Stockhammer *et al.*, 2009; Blecker, 2016). No encontramos ninguna relación significativa entre la participación del salario y la inversión total, pero ello podría deberse al papel diferenciado de la inversión de empresas y de hogares. El resto de las variables se comportan respecto del ahorro y la inversión como se esperaba, de manera similar a la descrita en obras previas. Al dividir la muestra en países avanzados y emergentes, observamos que la relación negativa entre la participación del salario y la cuenta corriente se debilita en el primer grupo y se fortalece en las economías menos desarrolladas. Esto pudiera deberse al ensanchamiento de la brecha salarial, lo que indicaría que en las economías avanzadas hay un grupo de asalariados con alta capacidad de ahorro, cuya propensión marginal a consumir se asemeja más al nivel que suele atribuirse a quienes obtienen su ingreso de rentas y capital. Alternativamente, esto pudiera deberse a la presencia de consumo propulsado por deuda, como se sugiere en las publicaciones recientes.

Al mismo tiempo, nuestro estudio saca a la luz la importancia de las diferencias estructurales entre las economías avanzadas y las emergentes. Las diferencias en la significancia e incluso la dirección encontradas en variables fundamentales como son el coeficiente de crédito/PIB, el PIB per cápita, la expectativa de crecimiento y los coeficientes demográficos, revelan a su vez las diferencias entre ambos grupos de países. Incluso,

el crédito, como representación de la intermediación financiera, es un factor determinante de la cuenta corriente sólo en las economías avanzadas. En cuanto a la variable de expectativas de crecimiento del PIB, no es significativa para las economías avanzadas, pero sí muy relevante para las emergentes.

Nuestros resultados aportan a distintos aspectos de las publicaciones. En primer lugar, el hecho de que la distribución del ingreso y, específicamente, la participación del salario repercutan de manera significativa en la cuenta corriente debe considerarse con mayor precisión al construir y probar modelos macroeconómicos. En segundo, los resultados ilustran la importancia de ser precisos al analizar la desigualdad, debido a los distintos resultados esperados para la participación del salario en comparación con el ingreso más alto o el coeficiente de Gini. En tercer lugar, hay una diferencia clara en los papeles del canal del ahorro y el de la inversión en estos resultados. Aunque la participación del salario podría relacionarse con distintos tipos de inversión, su relación con la cuenta corriente parece darse mayormente por medio del canal del ahorro. Cuarto, la apertura de la cuenta de capital y la intermediación del sector financiero parecen ser muy importantes y desempeñar una función distinta dependiendo con la etapa de desarrollo de un país. Por último, cualquier política económica nacional que busque de manera simultánea alcanzar un objetivo externo y mejorar la distribución del ingreso debería tomar en cuenta esta importante interacción.

ANEXO I

Cuadro 7

**CORRELACIONES ENTRE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO
Y EL INGRESO ACAPARADO POR EL 1% MÁS RICO**

| <i>País</i> | <i>Correlación</i> |
|-----------------------|--------------------|
| Alemania | -0.781 |
| Argentina | -0.735 |
| Australia | -0.785 |
| Canadá | -0.824 |
| China | -0.819 |
| Colombia | 0.237 |
| Corea | 0.546 |
| Dinamarca | 0.395 |
| España | -0.407 |
| Estados Unidos | -0.256 |
| Finlandia | -0.729 |
| Francia | -0.434 |
| Irlanda | -0.007 |
| Italia | -0.907 |
| Japón | -0.923 |
| Nueva Zelandia | -0.697 |
| Noruega | -0.634 |
| Países Bajos | -0.477 |
| Portugal | 0.764 |
| Reino Unido | -0.013 |
| Singapur | 0.118 |
| Sudáfrica | -0.665 |
| Suecia | -0.784 |
| Suiza | -0.445 |

Cuadro 8

CORRELACIONES ENTRE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO Y EL COEFICIENTE DE GINI

| <i>País</i> | <i>Correlación</i> | <i>País</i> | <i>Correlación</i> |
|------------------------|--------------------|---------------------------|--------------------|
| Alemania | -0.713 | Japón | -0.893 |
| Argentina | -0.644 | Kenia | -0.437 |
| Australia | -0.844 | Lesoto | 0.689 |
| Austria | -0.304 | Luxemburgo | -0.219 |
| Bélgica | -0.537 | México | 0.852 |
| Bolivia | 0.049 | Mongolia | -0.545 |
| Brasil | -0.097 | Marruecos | 0.760 |
| Burkina Faso | 0.880 | Nueva Zelanda | -0.735 |
| Canadá | -0.725 | Níger | -0.208 |
| Chile | 0.771 | Nigeria | -0.427 |
| China | -0.733 | Noruega | -0.312 |
| Colombia | -0.257 | Panamá | 0.913 |
| Corea | -0.929 | Países Bajos | -0.335 |
| Costa de Marfil | -0.602 | Papúa Nueva Guinea | -0.896 |
| Costa Rica | 0.777 | Perú | 0.836 |
| Chipre | 0.322 | Polonia | -0.425 |
| Dinamarca | 0.396 | Portugal | -0.385 |
| Egipto | -0.170 | Reino Unido | -0.160 |
| España | 0.452 | Rumania | 0.537 |
| Estados Unidos | -0.512 | Senegal | -0.563 |
| Filipinas | 0.619 | Sierra Leone | -0.344 |
| Finlandia | -0.657 | Singapur | -0.207 |
| Francia | 0.584 | Sudáfrica | 0.067 |
| Grecia | -0.369 | Sri Lanka | 0.587 |
| Hungría | -0.368 | Suecia | -0.770 |
| Islandia | 0.720 | Suiza | -0.389 |
| Irán | 0.469 | Tailandia | -0.446 |
| Irlanda | -0.770 | Túnez | -0.087 |
| Israel | -0.678 | Turquía | -0.007 |
| Italia | -0.891 | Venezuela | -0.677 |

ANEXO 2

Correlación entre la distribución funcional y personal del ingreso

La correlación entre la participación del salario y los indicadores de la distribución personal del ingreso se mantiene sin cambios cuando se consideran los valores contemporáneos de cada indicador y cuando se incluye un rezago o un adelanto en cualquiera de las variables. Esto se observa en las gráficas 2A y 2B.¹²

Puede observarse que la media muestral adopta valores negativos en todos los casos. Asimismo, la mediana siempre es inferior a la media, lo que sugiere que hay una mayor concentración de correlaciones en la cola negativa. Esto se confirma porque los elementos atípicos, de haberlos, son positivos y porque el límite inferior de los recuadros siempre adopta un valor igual o inferior a 0.5, mientras que el límite superior rara vez se acerca al valor de 0.5 e incluso adopta valores negativos en algunos casos.

ANEXO 3

Fuentes de las variables

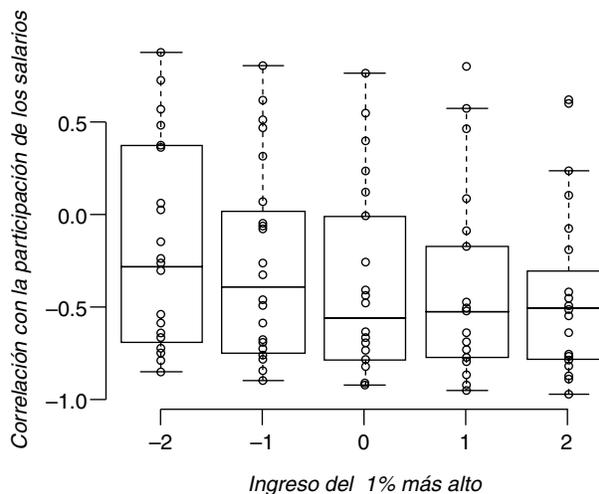
- Cuenta corriente (porcentaje del PIB) (*CC*). Lane y Milesi-Ferretti (2007), actualizado a 2011. Base de datos WEO del FMI para Bélgica (1980-1994) y Hungría (1980-1981).
- Inversión (porcentaje del PIB) (*inversión*). Base de datos WDI del Banco Mundial.

¹² El signo + representa la media de la muestra, mientras que la línea horizontal gruesa representa la mediana. Los recuadros representan el segundo y tercer cuartiles de la distribución, de 25% a 75%, es decir, contienen el 50% central de la muestra. La altura del recuadro representa el rango entre cuartiles, mientras que los brazos representan el último valor de la muestra entre el cuartil respectivo y una distancia entre cuartiles de 1.5. Los círculos blancos representan las correlaciones estimadas para cada país; cuando están fuera del alcance de los brazos, entonces se consideran elementos atípicos.

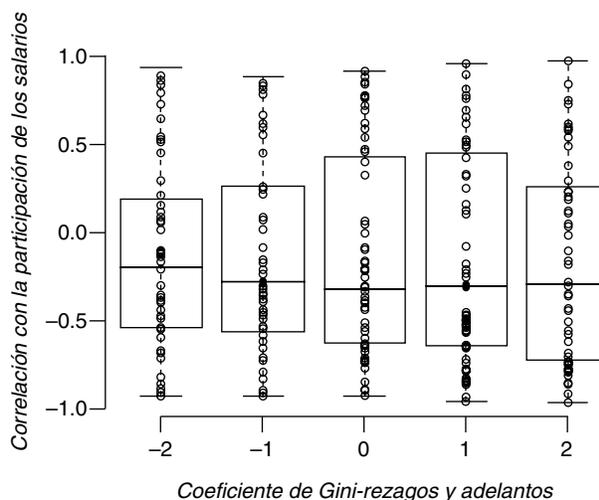
Gráfica 2

DIAGRAMAS DE CAJA DE LAS CORRELACIONES DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS Y EL INGRESO DEL 1% MÁS ALTO Y CON EL ÍNDICE DE GINI

A. CORRELACIONES DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS Y EL INGRESO DEL 1% MÁS ALTO



B. CORRELACIONES DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS Y EL COEFICIENTE DE GINI



- Participación del salario en el ingreso total (*participación_salario*). Karabarounis y Neiman (2013).
- Coeficiente de Gini (*gini*). Standardized World Income Inequality Database, compilada por Solt (2016), versiones 4.0 y 5.0.
- Posición neta de activos externos (porcentaje del PIB) (*aen*). Lane y Milesi-Ferretti (2007). Base de datos WDI del Banco Mundial para China (1977-1980), Luxemburgo (1983-1998), Mongolia (1991) y Rumania (1981-1989).
- Coeficientes de dependencia de la población (*dep_jóvenes* y *dep_mayores*). Base de datos WDI del Banco Mundial.
- Crédito al sector privado (porcentaje del PIB) (*cred_priv*). Financial Development and Structure
- Dataset del Banco Mundial; la medición comprende la suma del crédito privado de los bancos y de otras instituciones financieras.

Las series para Chile y Venezuela se han completado con datos sobre crédito interno al sector privado de la base de datos Indicadores de Desarrollo Mundial (WDI) del Banco Mundial.

- Saldo fiscal (porcentaje del PIB) (*saldo_fiscal*). La base de datos WEO del FMI (financiamiento/deuda pública general neta), complementada con datos de la OCDE (préstamo neto/endeudamiento neto) para Australia (1975-1987), Finlandia (1975-1979), Israel (1995-1999), Corea (1975-1994), Estados Unidos (1975-2000) y Sudáfrica (1995-1999). También utilizamos datos de la Annual Macro-Economic Database (AMECO) de la Comisión Europea (financiamiento neto/deuda pública general neta) para Canadá (1975-1979), Francia (1975-1979), Rumania (1995-1999) y Turquía (2000-2001).

- Brecha del producto (porcentaje del PIB) (*brecha_y*). Para 25 países, utilizamos datos de la base de datos WEO del FMI.

Para el resto de la muestra, realizamos estimaciones con un filtro Hodrick-Prescott.

- Previsión de crecimiento a cinco años (*p_pib_5a*). Base de datos WEO del FMI. Dado que estas series inician en 1988, para los años anteriores utilizamos como variable sustituta el crecimiento real promedio para los cinco años anteriores, empleando datos de crecimiento económicos tomados de los indicadores de desarrollo económico del Banco Mundial.
- PIB per cápita convertido con PPC (*pibpc_rel*). Penn World cuadro 7.1 hasta 2010. Para 2011, los valores se estiman con base en el crecimiento relativo del PIB y el crecimiento de la población (datos de la base de datos de indicadores de desarrollo económico del Banco Mundial).
- Índice de apertura de la cuenta de capital (*apertura_k*). Chinn e Ito (2006), versión en línea actualizada a 2013. Las series para Suiza y Luxemburgo se completaron con los niveles de apertura más altos posibles.
- Tipo de cambio efectivo real (*tcer*). Base de datos de estadísticas financieras internacionales del FMI.

ANEXO 4

Países incluidos en la muestra

- África (12): Burkina Faso, Costa de Marfil, Egipto, Kenia, Lesoto, Marruecos, Níger, Nigeria, Senegal, Sierra Leona, Sudáfrica y Túnez.
- América (12): Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Costa Rica, Estados Unidos, México, Panamá, Perú y Venezuela.

- Asia (10): China, Corea, Filipinas, Irán, Israel, Japón, Mongolia, Singapur, Sri Lanka y Tailandia.
 - Europa (23): Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, Rumania, Suecia, Suiza, y Turquía.
 - Oceanía (3): Australia, Nueva Zelanda y Papúa Nueva Guinea.
- De acuerdo con la clasificación utilizada por el FMI, la división entre países avanzados y países emergentes es la siguiente:
- Países avanzados (25): Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Israel, Islandia, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, los Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza.
 - Países emergentes (35): Argentina, Bolivia, Brasil, Burkina Faso, Chile, China, Chipre, Colombia, Corea, Costa de Marfil, Costa Rica, Egipto, las Filipinas, Hungría, Irán, Kenia, Lesoto, Marruecos, México, Mongolia, Níger, Nigeria, Panamá, Papúa Nueva Guinea, Perú, Polonia, Rumania, Senegal, Sierra Leona, Sri Lanka, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía y Venezuela.

BIBLIOGRAFÍA

- Al-Hussami, Fares, y Álvaro Martín Remesal (2012), *Current Account Imbalances and Income Inequality: Theory and Evidence*, Kiel Advanced Studies Working Papers, núm. 459, Kiel Institute.
- Amarante, Verónica (2015), “Desigualdad en el mundo y en América Latina”, presentación en Jornadas Monetarias y Bancarias 2015, Banco Central de la República Argentina, junio.
- Barba, Aldo, y Massimo Pivetti (2009), “Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications. A Long-period Analysis”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, núm. 1, enero, pp. 113-137, <<https://doi.org/10.1093/cje/ben030>>.
- Behringer, Jan, y Till van Treeck (2013), *Income Distribution and Current Account: A Sectoral Perspective*, IMK Working Paper, núm. 125-2013, IMK en la Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Blecker, Robert A. (1989), “International Competition, Income Distribution and Economic Growth”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 13, núm. 3, pp. 395-412.
- Blecker, Robert A. (1999), “Kaleckian Macro Models for Open Economies”, en Johan Deprez y John T. Harvey (eds.), *Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives*, cap. 5, pp. 116-149, Routledge, Londres.

- Blecker, Robert A. (2016), "Wage-led Versus Profit-led Demand Regimes: The Long and The Short of It", *Review of Keynesian Economics*, vol. 4, núm. 4, pp. 373-390.
- Bortz, P. G. (2016), "Financial Flows in a Kaleckian Framework", tesis de doctorado, Delft University of Technology, .
- Carrera, J., E. Rodríguez y M. Sardi (2015), *Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente*, Ensayos Económicos, núm. 72, Banco Central de la República Argentina, junio.
- Cecchi, D., y C. García-Peñalosa (2005), *Labour Market Institutions and The Personal Distribution of Income in the OCDE*.
- Chinn, M. D., y E. S. Prasad (2003), "Medium-term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration", *Journal of International Economics*, vol. 59, núm. 1, pp. 47-76.
- Chinn, M. D., y H. Ito. (2006), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, y Interactions", *Journal of Development Economics*, vol. 81, núm. 1, pp. 163-192. Actualizado a 2013. <http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm>.
- Chinn, M. D., y H. Ito (2007), "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World 'Saving Glut'", *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, núm. 4, pp. 546-569.
- Chinn, M. D., B. Eichengreen y H. Ito (2012), "Rebalancing Global Growth", en O. Canuto y D. Leipziger (eds.), *Ascent After Descent: Regrowing Economic Growth after the Great Recession*, Banco Mundial, Washington DC, pp. 35-86.
- Duesenberry, J. S. (1949), *Income, Saving, and the Theory of Consumer Behavior*.
- Frank, R. H. (2005), "Positional Externalities Cause Large and Preventable Welfare Losses", *American Economic Review*, vol. 95, núm. 2, pp. 137-141.
- Frank, R. H., y A. S. Levine (2007), "Expenditure Cascades", en American Economic Association Conference.
- Galbraith, J. K. (2014), "Kapital for the Twenty-first Century?", *Dissent Magazine*, primavera, disponible en <<http://www.dissentmagazine.org/article/kapital-for-the-twenty-first-century>>.
- Gollin, D. (2002), "Getting Income Shares Right", *Journal of Political Economy*, vol. 110, núm. 2, pp. 458-474.
- Hein, E., y L. Vogel (2008), "Distribution and Growth Reconsidered: Empirical Results for Six OCDE Countries", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, núm. 3, pp. 479-511.
- OIT, FMI y OCDE (2015), *Income Inequality and Labour Income Share in G20 Countries: Trends, Impacts and Causes*, informe elaborado para el encuentro de ministros de empleo y trabajo del G20 y su reunión con los ministros de finanzas, Angora, Turquía, 3 y 4 de septiembre.
- Kaldor, N. (1961), *Capital Accumulation and Economic Growth*, MacMillan, Londres, Reino Unido.
- Kalecki, M. (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*, Cambridge University Press.
- Kanbur, R., y J. Stiglitz. (2015), "Wealth and Income Distribution: New Theories Needed for a New Era", VOX CEPR Policy Portal, disponible en: <<http://www.voxeu.org/article/wealth-and-income-distribution-new-theories-needed-new-era>>.
- Karabarbounis, L., y B. Neiman (2013), *The Global Decline of the Labor Share*, NBER Working Paper, núm. 19136.
- Kumhof, M., y R. Rancière (2010), *Inequality, Leverage and Crisis*, FMI Working Paper, núm. 10/268.
- Kumhof, M., C. Lebarz, R. Rancière, A. Richter y N. Throckmorton (2012), *Income Inequality and Current Account Imbalances*, FMI Working Paper, núm. 12/08.
- Lane, P. R., y G. M. Milesi-Ferretti (2007), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets

- and Liabilities 1970-2004”, *Journal of International Economics*, vol. 73, núm. 2, pp. 223-250.
- OCDE (2014), “Does Income Inequality Hurt Economic Growth?”, en *Focus on Inequality and Growth*, Directorate for Employment, Labour and Social Affairs.
- Palley, T. I. (2015), *Inequality, the Financial Crisis and Stagnation: Competing Stories and Why They Matter*, Working Paper, núm. 151-2015, IMK en la Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Phillips, S., L. Catão, L. A. Ricci, R. Bems, M. Das, J. Di Giovanni, M. Vargas, D. Filiz Unsal, M. Castillo, J. Lee y J. Rodríguez (2014), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, núm. 13-272.
- Rajan, R. (2010), *Fault Lines: How Hidden Fault Lines Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton, EUA.
- Rodríguez, F., y A. Jayadev. (2010), “The Declining Labor Share of Income”, *Journal of Globalization and Development*, vol. 3, núm. 2, pp. 1-18.
- Saint-Paul, G., y S. Bentolila. (2003), “Explaining Movements in the Labor Share”, *Contributions to Macroeconomics*, vol. 3, pp. 1-33.
- Schor, J. (2005), “What’s Hurting the Middle Class”, foro de debate en *Boston Review*. Disponible en: <<http://www.bostonreview.net/forum/what%E2%80%99s-hurting-middle-class/%E2%80%98-public-goods-decay-and-democracy-wanes-populace-offered-subs>>.
- Solt, F. (2016), “The Standardized World Income Inequality Database”, *Social Science Quarterly*, vol. 97 núm. 5, pp. 1267-1281.
- Stiglitz, J. (2012), *El precio de la desigualdad. El 1% de la población tiene lo que el 99% necesita*, Taurus, Alfaguara.
- Stiglitz, J. (2013), “Inequality is Holding Back the Recovery”, *The New York Times*, disponible en: <<http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/>>.
- Stockhammer, E., Ö. Onaran y S. Ederer (2009), “Functional Income Distribution and Aggregate Demand in the Euro Area”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, núm. 1, pp. 139-159.
- Stockhammer, E., E. Hein y L. Grafll (2011), “Globalization and the Effects of Changes in Functional Income Distribution on Aggregate Demand in Germany”, *International Review of Applied Economics*, vol. 25, núm. 1, pp. 1-23.
- Stockhammer, E., y R. Wildauer (2016), “Debt-driven Growth? Wealth, Distribution and Demand in OECD Countries”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 40, núm. 6, pp. 1609-1634.

BASES DE DATOS CONSULTADAS

- Annual Macro-economic Database (AMECO), Comisión Europea, consultada en junio de 2015, <http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm>.
- External Wealth of Nations Dataset, recopilada por Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti, actualizada al periodo 1970-2011, <<http://www.philiplane.org/EWN.html>>.
- Financial Development and Structure Dataset, Banco Mundial, actualizada a noviembre de 2013, <<http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64214825&piPK=64214943&the-SitePK=469382&contentMDK=20696167>>.
- International Financial Statistics, Fondo Monetario Internacional.
- OCDE Economic Outlook Database, núm. 97, junio de 2015, <<https://stats.OCDE.org/index.aspx?queryid=51396>>.
- Penn World Table, versión 7.1, <https://pwt.sas.upenn.edu/php_site/pwt71/pwt71_form.php>.
- Karabarbounis, L., y B. Neiman (2013), *The Global Decline of the Labor Share*, NBER Working Paper, núm. 19136, base de datos disponible en: <<http://faculty.chicagobooth.edu/brent.neiman/research/KN%20Labor%20Share%20Dataset.xlsx>>.

The Standardized World Income Inequality Database, Frederick Solt, versiones 4.0 y 5.0, <<http://myweb.uiowa.edu/fsolt/swiid/swiid.html>>.

The World Top Incomes Database, recopilada por F. Alvaredo, A. Atkinson, T. Piketty y E. Saez, consultada en junio de 2015, <<http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu/>>.

World Development Indicators, Banco Mundial, consultada en junio de 2015, <<http://data.worldbank.org/datacatalog/world-development-indicators>>.

World Economic Outlook Database, Fondo Monetario Internacional, abril de 2015, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>>.

CÓMO EVITAR GUERRAS REGULATORIAS CON LA COORDINACIÓN INTERNACIONAL DE LAS POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES

Luiz Awazu Pereira da Silva

1. INTRODUCCIÓN

La intensidad de los efectos financieros de propagación (*spillovers*) y de rebote (*spillbacks*) entre países ha aumentado de manera significativa desde la crisis financiera internacional, por lo que representan una amenaza para la estabilidad financiera. El uso de políticas macroprudenciales después de haber aplicado las reglas anticíclicas sistemáticas disminuye la volatilidad y contribuye a la estabilidad financiera, al crecimiento y a la inversión. Sin embargo, un mayor uso de políticas macroprudenciales no sistemáticas nacionales y de medidas para manejar los flujos de capital –incluidos controles de capital más estrictos– pudiera ocasionar una *guerra regulatoria* y reducir el bienestar económico mundial. Por ende, podrían explorarse otros cursos de acción, como lo demuestra la adaptabilidad de los marcos de política utilizados por las economías de mercado emergentes (EME), que no han dejado de evolucionar a partir de las lecciones aprendidas de las crisis y que deberían considerar las crisis financieras internacionales. Esta evolución forma parte de la curva de aprendizaje que utiliza las experiencias de crisis

Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización. El artículo elaborado con base en los comentarios de panelistas en el seminario sobre Financial Volatility and Foreign Exchange Intervention: Challenges for Central Banks, en Cusco, 25 y 26 de julio de 2017, organizado de manera conjunta por el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Central de Reserva del Perú. Las opiniones expresadas en este documento son del autor y no necesariamente reflejan las del Banco de Pagos Internacionales. El autor agradece a Jaime Caruana, Pierre-Richard Agénor, Giovanni Lombardo, Hyun Song Shin e Ilhyock Shim por sus útiles comentarios, y a Bat-el Berger y Tania Romero por su valiosa ayuda.

previas, la formulación de políticas y la investigación para impedir que las vulnerabilidades se conviertan en crisis a gran escala. Estos comentarios tienen por objeto mostrar cómo ocurre este proceso, su importancia para la estabilidad mundial y para que sea una última pero muy necesaria *nueva lección*. La estabilidad financiera mundial requiere de la coordinación internacional de las políticas macroprudenciales entre las principales EME (las que combinadamente representan gran parte de la economía mundial) y las principales economías avanzadas.

Las observaciones se estructuran de la siguiente manera. Primero, nos remontamos un poco en el tiempo y vemos la respuesta de los marcos de política económica de las EME a las crisis que experimentaron en los años noventa: agregando *flexibilidad pragmática* para manejar la trinidad imposible y obtener buenos resultados. La idea era “mantener la casa en orden”. Segundo, analizamos los retos que se han ido presentando desde la crisis financiera internacional, sobre todo los efectos de propagación financiera en forma de entradas de capital más cuantiosas de lo habitual y de volatilidad financiera en las EME. En este contexto, a las autoridades en las EME les ha resultado cada vez más difícil mantener los equilibrios económicos internos y externos con el arsenal de políticas usual. Tercero, muchos reaccionaron considerando nuevos objetivos de política (estabilidad financiera) y complementando las políticas económicas tradicionales con nuevos instrumentos, como las políticas macroprudenciales, las intervenciones cambiarias o las herramientas para manejar los flujos de capital, en lo que puede denominarse como un modelo integral de metas de inflación (IIT). Cuarto, aun este modelo podría poner “orden en la casa” sólo parcialmente. Las EME seguían sufriendo volatilidad elevada durante los episodios de cambios súbitos en el sentimiento de los inversionistas internacionales. En consecuencia, la tendencia a utilizar políticas macroprudenciales y formas de administrar los flujos de capital —mediante controles, entre otras herramientas— se

presenta más a menudo donde estas se utilizan de manera puntual y no sistemática, y donde mayor es la probabilidad de que tengan efectos de rebote en las economías avanzadas y las emergentes. Por lo tanto, este tipo de acción mediante políticas tal vez está contribuyendo inadvertidamente a un crecimiento más bajo a largo plazo y, por lo tanto, a una pérdida de bienestar económico mundial (ver Boar *et al.*, 2017). Esto nos lleva a nuestro quinto y último punto. Con base en la investigación reciente, argumentamos que el marco de política en las EME necesita ir más allá de un modelo IIT para atender estos nuevos desafíos. Nuestra visión es que las EME no sólo necesitan ampliar su arsenal de políticas agregando políticas macroprudenciales, sino proponer también que las economías avanzadas establezcan cierto grado de coordinación internacional de políticas macroprudenciales. Esto representaría una mejora para ambas partes con respecto a un mundo que depende de utilizar controles de capital puntuales para mantener a raya la volatilidad financiera injustificada que llega del exterior. Evitar este tipo de *guerra regulatoria* macroprudencial sería una manera más eficiente de lograr un mayor bienestar social en el mundo y un bien común para la estabilidad macroeconómica y financiera en las economías avanzadas y emergentes.

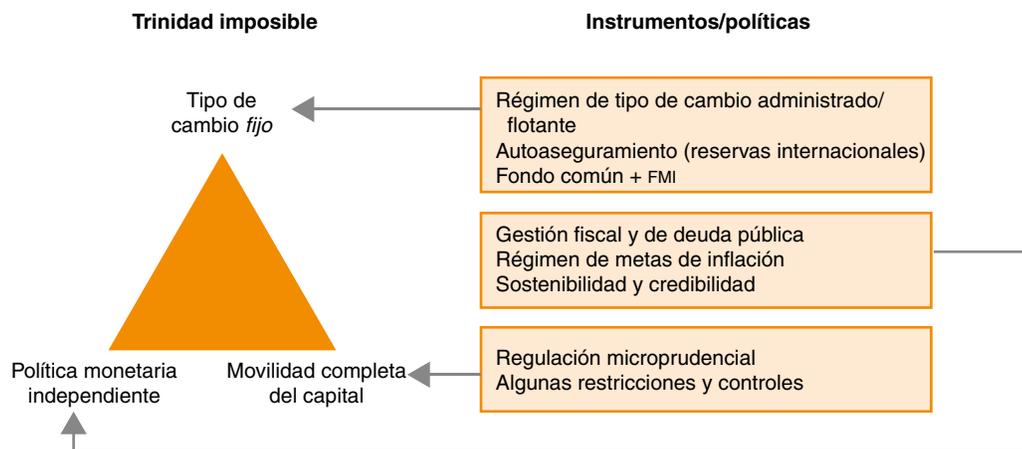
2. DEL POPULISMO MACROECONÓMICO A LOS MARCOS DE POLÍTICA PRAGMÁTICOS EN LAS EME

Las incongruencias en la política económica desempeñaron un papel importante en las crisis financieras de las EME en los años ochenta y noventa. Un ejemplo bien documentado es la ilusión de que, en una economía abierta con un tipo de cambio fijo, uno podía aplicar políticas expansionistas de tipo presupuestario y monetario por largos periodos, incluso si producían desequilibrios crecientes (como grandes déficits de cuenta corriente y mayor deuda, pública y privada, interna y externa). En América Latina en particular, algunas autoridades suelen aplicar políticas presupuestarias, monetarias y financieras (crediticias o cuasifiscales) de tipo expansionista, sin atender las limitaciones fiscales y cambiarias.¹ Los intentos de evitar el *trilema* económico de defender un régimen cambiario fijo, la plena movilidad del capital y una política monetaria independiente (Obstfeld *et al.*, 2005) aplicando dichas políticas incongruentes ocasionaron que muchas EME terminaran con desequilibrios insostenibles al acumular un monto excesivo de pasivos en comparación con sus activos y reservas (por ejemplo, las denominadas en moneda extranjera). Es así que se presentaron problemas de credibilidad por perseguir objetivos en conflicto y, por ejemplo, las discordancias de vencimiento y divisa de los activos frente a los pasivos a la larga condujeron a las bien conocidas crisis de divisas o bancarias en las EME.

Por las lecciones que aprendieron de estas crisis, muchas EME han seguido métodos más prudentes y “pragmáticos” para manejar las limitaciones de dicha trinidad (gráfica 1). La mayoría cambió a un tipo de cambio flotante (pero administrado) como primera línea de defensa contra los choques externos. Eso con frecuencia se complementó con la acumulación de reservas (internacionales) o la celebración de convenios con instituciones financieras multilaterales que les aseguran la provisión de liquidez. Los bancos centrales de las EME también hicieron la transición a un régimen monetario con metas de inflación (flexibles) para lograr la estabilidad de precios y aumentar la credibilidad poco a poco. Al mismo tiempo, las autoridades presupuestarias empezaron a mantener la deuda pública dentro de límites razonables mediante reglas vinculantes. Por último, algunas EME abrieron su cuenta de capital, pero mantuvieron algunas medidas defensivas y utilizaron herramientas microprudenciales para garantizar que el sistema financiero nacional estuviera bien capitalizado y pudiera resistir los choques externos.

¹ Dornbusch y Edwards (1991) denominaron *populismo macroeconómico* al régimen de políticas que da prioridad al crecimiento y a la redistribución del ingreso, y resta importancia a los riesgos de inflación, al financiamiento de la deuda y a las limitantes externas.

MANTÉN LA CASA EN ORDEN



Fuente: L. Pereira da Silva, "Some Lessons of the Global Financial Crisis from an EME and a Brazilian Perspective", en O. Blanchard, R. Rajan, K. Rogoff y L. Summers (eds.), *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, MIT Press, 2016.

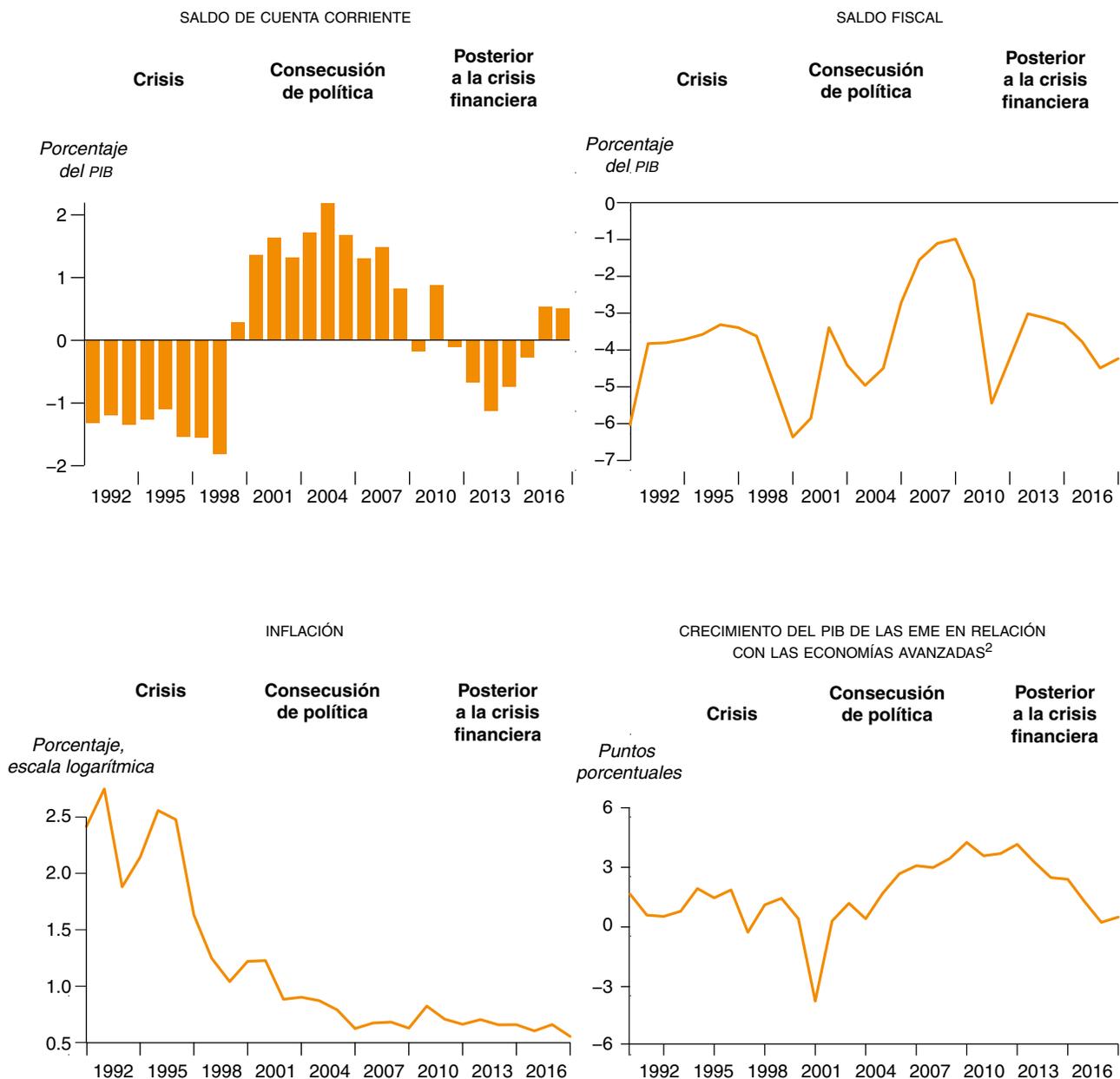
La adopción de este marco pragmático mejoró de manera significativa el desempeño macroeconómico de las EME, por lo menos hasta la crisis financiera internacional. En primer lugar, las EME en conjunto (incluso si se excluye China) recuperaron sus equilibrios externo e interno. El saldo agregado en cuenta corriente pasó de un déficit a un superávit considerable, mientras que su déficit presupuestario se contrajo de modo drástico (gráfica 2, en la parte superior).² Durante este periodo, los precios al consumidor se estabilizaron y el crecimiento de las EME siguió superando al de las economías avanzadas (gráfica 2, en la parte inferior). Por lo tanto, las políticas coherentes dieron resultado. Sin embargo, este mejor desempeño se diluyó con la crisis financiera internacional. Desde entonces, los saldos externos e internos en las EME se han deteriorado y el crecimiento se ha frenado, si bien alcanzó cierta estabilidad en 2016.

A las autoridades en las EME les ha resultado cada vez más difícil mantener los equilibrios económicos internos y externos con el arsenal de políticas usual

² En parte, el crecimiento incesante de China, que alimentó la demanda de productos básicos durante los primeros años de este siglo, contribuyó a mejorar la balanza en cuenta corriente de muchas EME productoras de productos básicos.

Gráfica 2

INDICADORES ECONÓMICOS DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS EMERGENTES DE MERCADO¹



¹ Los periodos considerados son: "Crisis" (las crisis anteriores a la asiática); "Consecución de política" (crisis posteriores a la asiática hasta la crisis financiera internacional). Los agregados regionales se calculan como promedios ponderados del PIB-PPP de 2010. Para los que Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Corea, las Filipinas, Hungría, la India, Indonesia, Israel, Malasia,

3. PROPAGACIONES FINANCIERAS DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y SUS EFECTOS COLATERALES EN LAS EME

El empeoramiento del desempeño macroeconómico en los años de la crisis financiera internacional suscita la pregunta de por qué el marco exitoso y pragmático ideado por las EME no fue suficiente para seguir garantizando la estabilidad financiera ni la estabilidad del producto y los precios. ¿Se debió a una fase de decremento en el ciclo económico (el fin del superciclo de las materias primas)? ¿Reflejó una reacción insuficiente mediante políticas anticíclicas por parte de las autoridades y los bancos centrales, que necesitan incrementar la intensidad y eficacia de su herramienta? ¿O fue porque este no incluía un instrumento en particular? Sin duda, estas interrogantes requerirán investigaciones más profundas y tardarán en responderse.

En nuestra opinión, para 2006-2007 ya se veían señales de que los vientos a favor de las EME estaban menguando. El superciclo de las materias primas estaba llegando a su fin y la abundancia financiera de las economías avanzadas, que a la larga condujo a la crisis de hipotecas de alto riesgo, había causado sus primeras víctimas. Pero las EME se las habían arreglado para acrecentar sus reservas y su credibilidad, como ya dijimos. Por lo tanto, cuando estalló la crisis financiera internacional en 2008-2009, la mayoría de ellas pudo utilizar –y de hecho utilizaron– políticas macroeconómicas expansionistas anticíclicas.³ De hecho, el llamado a una respuesta expansiva contundente y coordinada provino del propio G20 y funcionó bien en 2009.⁴ Pero dos factores operaron en contra. El primero fue la pérdida masiva de confianza del sector empresarial de las economías avanzadas, que obviamente afectó también a las EME mediante lo que puede llamarse un *canal CNN* (es decir, una cascada de malas noticias económicas y financieras). A pesar de las respuestas contundentes y oportunas mediante políticas en las economías avanzadas, los

³ Durante gran parte de su historia económica reciente, las EME han tenido que lidiar con una falta de credibilidad y su *pecado original*. Por lo anterior, se han visto obligadas a seguir políticas presupuestarias y monetarias contractivas cada vez que una crisis de confianza sacude a los mercados internacionales y ocasiona la usual “huida hacia la calidad” y el consecuente repunte en las primas de riesgo de los activos de las EME.

⁴ Ver la declaración de los líderes del Grupo de los 20 en la Cumbre de Pittsburgh, 24-25 septiembre de 2009. Sobra decir que la inclinación natural de la política económica de cualquier país, sin importar su ideología, es aplicar y beneficiarse de la parte expansiva de sus respuestas macroeconómicas anticíclicas a una crisis. En algunas EME, el llamado a una reacción coordinada del G20 se entendió (o interpretó) como un *permiso para gastar* más de lo que marca la prudencia. Con el aval implícito del G20, los mercados también mostraron cierta condescendencia con este gasto desmedido e indirectamente permitieron un repliegue mal calculado de las políticas más firmes y las ganancias a las que ya hemos hecho alusión.

espíritus animales se cimbraron en todo el mundo y, naturalmente, en las EME. El segundo, la respuesta mediante políticas en las economías avanzadas después de la crisis financiera internacional –con políticas expansivas, primero en Estados Unidos, que “salvó al mundo” de otra Gran Depresión– inevitablemente produjo daños colaterales en las EME.

No es nada nuevo que la política monetaria estadounidense influya enormemente en el movimiento conjunto del precio de los activos y los flujos de capital en otras partes, en lo que se conoce como el ciclo financiero mundial (ver, por ejemplo, Bruno y Shin, 2015; Rey, 2013; y Miranda-Agrippino y Rey, 2015). Una explicación de este vínculo es bastante vieja y radica en el predominio mundial del dólar estadounidense, como moneda de facturación y de financiamiento. Por este predominio, las decisiones de política monetaria en Estados Unidos repercuten en las EME por efecto de las tenencias y de los flujos. Por ejemplo, los cambios en la política monetaria estadounidense afectan de inmediato el flujo de efectivo de los bancos internacionales y sus sucursales que otorgan crédito a corto plazo en dólares mediante la emisión de deuda en dólares a tasa variable en otros países. Además, como muchos hogares y empresas financieras y no financieras en todo el mundo tienen activos denominados en dólares o vinculados a esta divisa, los cambios en la política monetaria estadounidense afectan el valor de sus activos y, por lo tanto, mediante efectos en las garantías, su capacidad para endeudarse.

La novedad durante la crisis financiera internacional fue la magnitud de los efectos de propagación derivados de las políticas monetarias no convencionales. Estas combinan tasas de referencia ultrabajas y la compresión de las primas por plazo mediante los programas de compra de activos (expansión cuantitativa) y el manejo de expectativas mediante los comunicados o mensajes del banco central sobre la orientación de la política monetaria. Las políticas monetarias no convencionales fueron adoptadas primeramente por la Reserva Federal después de la crisis financiera

internacional y, más adelante, por otros grandes bancos centrales (el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Central Europeo). Este tipo de políticas no sólo han amplificado los antiguos canales de transmisión de la política monetaria estadounidense, sino producido también interacciones nuevas. Caruana (2013, 2015) destaca cinco canales diferentes, pero coincidentes, mediante los cuales la política monetaria de las economías avanzadas se disemina en las EME: 1) los bajos rendimientos de los bonos en las economías avanzadas debido a que las compras de activos repercutieron en los mercados de bonos nacionales de las EME mediante efectos de reequilibrio de carteras; 2) los bancos centrales de las EME al principio reaccionaron a las bajas tasas de política en las economías avanzadas manteniendo ellos también las tasas de corto plazo aún más bajas; 3) las entradas de capital desde las economías avanzadas presionaron al alza las divisas emergentes; 4) las bajas tasas de interés en dólares propiciaron un auge del endeudamiento externo; y 5) más capital de lo usual fluyó hacia las EME.

Las interacciones entre estos canales son complejas y no se han analizado a fondo antes en condiciones de equilibrio general. Como ya dijimos, estas políticas expansionistas sí impidieron otra Gran Depresión estabilizando la contracción financiera en las economías avanzadas, pero también tuvieron efectos menos positivos. Por ejemplo, algunos análisis detallados sobre equilibrio parcial muestran de manera convincente una acumulación del riesgo financiero sistémico cuando las condiciones financieras se mantienen expansivas durante periodos prolongados. Tomemos, por ejemplo, el fuerte vínculo entre el tipo de cambio y los rendimientos de bonos soberanos que opera a través del llamado *canal de toma de riesgos mediante el tipo de cambio* (Bruno y Shin, 2015). La abundante liquidez en dólares después de la crisis financiera internacional y las tasas bajas en Estados Unidos instaron a las empresas en las EME a que se financiaran en los mercados de capital internacionales, con lo que contribuyeron a un drástico incremento

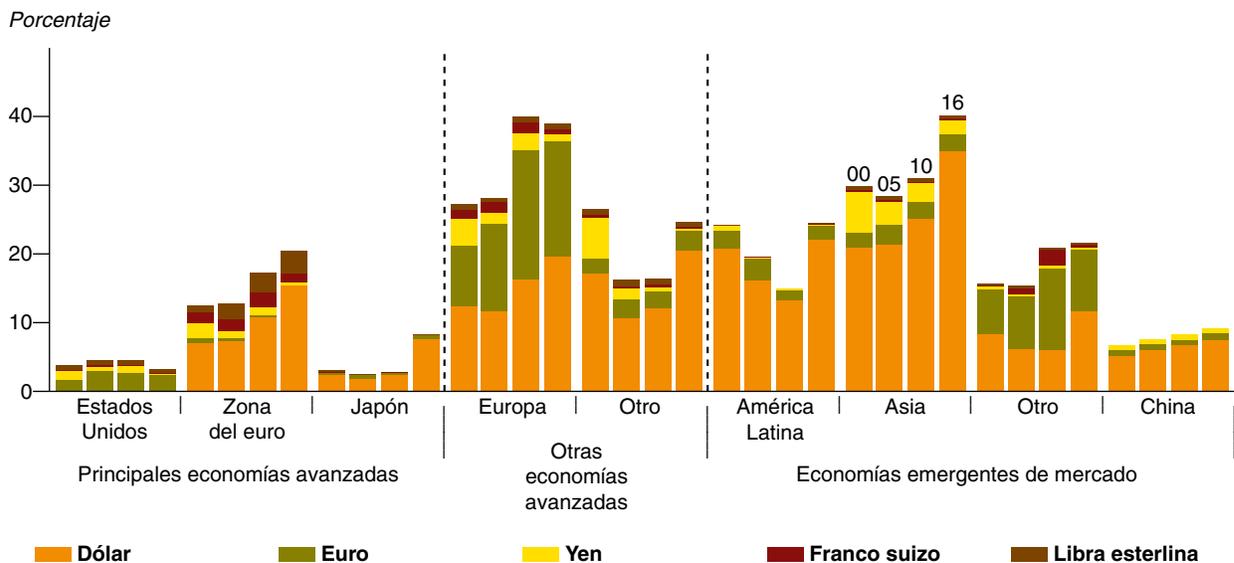
de los pasivos en dólares a principios del decenio en curso (gráfica 3). Los principios de contabilidad y la debilidad del dólar mejoran el balance de estas empresas porque el valor de sus pasivos disminuye en relación con el de sus activos, lo que permite a los acreedores internacionales otorgarles más financiamiento. En otras palabras, su calidad crediticia fluctúa en mayor consonancia con los movimientos del tipo de cambio que con cualquier otro factor. Hofmann *et al.* (2017) encuentran que la depreciación de cualquier divisa emergente frente al dólar está asociada a un ensanchamiento del diferencial de los bonos en la moneda local, en consonancia con la lógica del canal de toma de riesgos.

De hecho, las entradas de capital constituyeron el principal canal de transmisión de los efectos

financieros de propagación después de la crisis financiera internacional. Barroso *et al.* (2016) encuentran que las políticas monetarias no convencionales en Estados Unidos han ocasionado grandes flujos de capital hacia Brasil, una apreciación de su moneda, un auge bursátil y un crecimiento del crédito. De los canales de propagación posibles, encuentran en su análisis que el único estadísticamente significativo es el efecto de los flujos de capital. Un análisis superficial confirma que las entradas totales netas de capital en las EME después de la crisis financiera internacional efectivamente fueron mucho mayores que las registradas antes de esta, a pesar de las salidas netas desde la banca por el desapalancamiento de los bancos internacionales (gráfica 4).

Gráfica 3

COEFICIENTE DE DEUDA TOTAL EN MONEDA EXTRANJERA A PIB¹



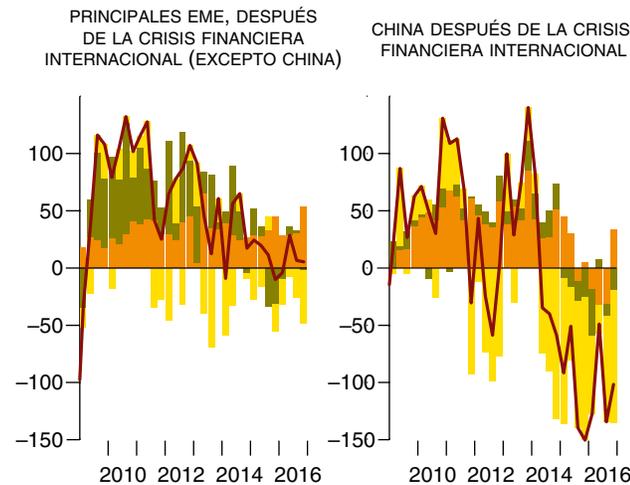
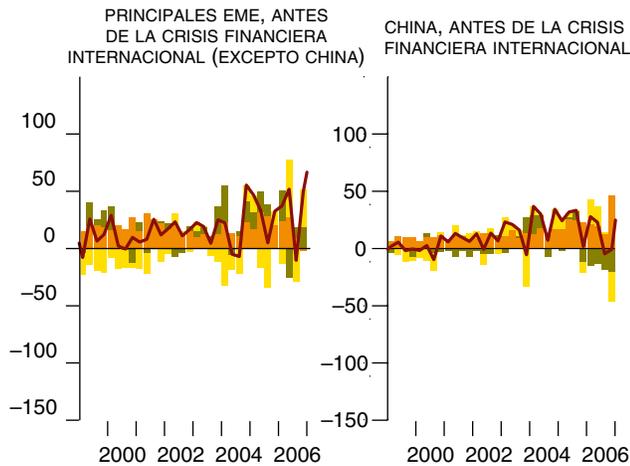
¹ Deuda total en moneda extranjera de residentes no bancarios de las respectivas economías; promedio simple entre regiones. Coeficientes al final del año.

Fuentes: datos de cada país; estadísticas de valores de deuda y de la banca del BIS; cálculos del BIS.

Gráfica 4

FLUJOS NETOS DE CAPITAL A LAS PRINCIPALES EME ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL¹

Miles de millones de dólares



— Total
■ Inversión de cartera
■ Inversión directa
■ Otros inversiones

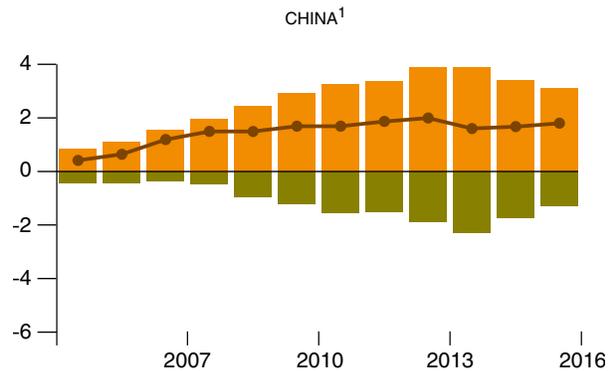
¹ Brasil, Chile, China, Corea, las Filipinas, Hungría, la India, Indonesia, México, Perú, Polonia, la República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Los datos previos a la gran crisis financiera se compilaron según los estándares BPM5 y los posteriores según BPM6.

Fuentes: FMI, Balance of Payments Statistics; State Administration of Foreign Exchange, China.

Gráfica 5

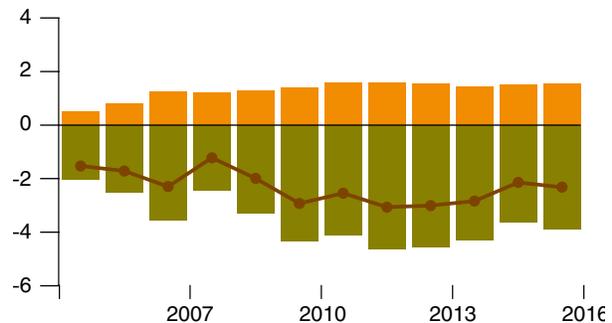
EME: POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA

Billones de dólares



OTRAS EME IMPORTANTES

Billones de dólares



— Total
■ Sector público
■ Sector privado

¹ Para China, la posición neta de inversión internacional se calcula como la diferencia entre las reservas y las asignaciones de DEG. ² Brasil, Chile, Colombia, Corea, las Filipinas, la India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Fuente: FMI, Balance of Payments Statistics.

En general, los efectos combinados de estos canales de transmisión de los efectos financieros de propagación de la política monetaria desde las economías avanzadas hasta las EME han conducido a una especie de paradoja: una *exuberancia excesiva* en los mercados de renta variable y cambiarios en las EME que, empero, no bastó para seguir apuntalando el ciclo económico previo. De hecho, los fundamentos económicos de algunas EME se deterioraron y, por ejemplo, el endeudamiento externo del sector privado en particular se desbocó a pesar de (o debido a) su régimen de tipo de cambio flotante (controlado).⁵ Por lo anterior, las EME encaraban una disyuntiva difícil para asegurar su estabilidad financiera. El endurecimiento de su postura de política monetaria, al mismo tiempo que la política monetaria de las economías avanzadas estaba cercana al límite cero, habría podido sencillamente incrementar el apetito de los inversionistas por el riesgo y de hecho intensificar las entradas de capital. Eso dinamizaría todavía más el ciclo de crédito local y pondría en riesgo su estabilidad financiera. Después de la crisis financiera internacional, los flujos de capital sin precedente como porcentaje del PIB también han desafiado la eficacia de las intervenciones en el tipo de cambio, las medidas para administrar los flujos de capital y todas las demás herramientas de política empleadas para atemperar la volatilidad cambiaria.

Esto significa que durante el decenio pasado las políticas monetarias no convencionales arruinaron la buena labor realizada por los gobiernos a finales de los noventa (entre otras acciones, la acumulación de reservas internacionales y la

prudente gestión presupuestaria; gráfica 5). El marco pragmático de políticas que habían servido bien a las EME hasta dicha crisis pareció ya no ser capaz de “poner la casa en perfecto orden”. Ese resultado en cierta medida confirma la teoría de Rey (2013, 2017), por ejemplo, quien argumenta que la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible ya no basta para lograr una política monetaria independiente y que el grado adicional de libertad obtenida es insuficiente para manejar la trinidad imposible. Entonces, ¿hacia dónde debería evolucionar el marco de política de las EME?

Los flujos de capital sin precedente como porcentaje del PIB también han desafiado la eficacia de las intervenciones en el tipo de cambio

⁵ La exuberancia después de la crisis financiera internacional mostró la proclividad de los mercados a comportarse en manada e interpretar la apreciación persistente del tipo de cambio como una señal definitiva de un cambio total en los fundamentos que justificaría un equilibrio, nuevo y más apreciado, del tipo de cambio real. Sin importar cuántas advertencias hemos escuchado acerca de la naturaleza de un tipo de cambio flotante (e incluso del flotante controlado), las apuestas sesgadas predominaron y resultaron ser una amenaza para la estabilidad financiera.

4. LAS EME HACIA UN MARCO INTEGRAL DE METAS DE INFLACIÓN⁶

Los difíciles retos que enfrentaron las autoridades de las EME después de la crisis financiera internacional son secundarios frente al problema mucho más grave que la originó. No obstante, dadas las deficiencias regulatorias que contribuyeron a la crisis (Blinder, 2013), revivieron un debate fundamental sobre las políticas previas a la crisis y lo pusieron en primer plano: ¿puede una política monetaria, que se enfoca sólo en sus propios objetivos, producir simultáneamente estabilidad de precios y estabilidad financiera? En términos más generales, ¿deberían los bancos centrales preocuparse únicamente por la estabilidad macroeconómica (es decir, por el crecimiento y la inflación) o también por la estabilidad financiera? Y, de ser así, ¿qué instrumento único podría lograr ambos objetivos?

Antes de la crisis, la visión dominante era que la política monetaria según un régimen de metas de inflación (emplear la tasa de política de corto plazo para dirigir la inflación hacia un objetivo preestablecido) era suficiente para estabilizar la inflación y, al mismo tiempo, también la actividad y la macroeconomía. Cuando la estabilidad financiera se reduce a controlar el “movimiento del precio de los activos”, lograrlo mediante la política monetaria se pensaba que producía mayores pérdidas de bienestar que si simplemente respondiera a la inflación (por ejemplo, Bernanke y Gertler, 1999, 2001; y Bernanke *et al.*, 1999). Por ende, lo recomendable al emplear un régimen de metas de inflación era dejar de lado la estabilidad financiera como objetivo de política independiente *ex ante* y utilizar, de ser necesario, herramientas prudenciales para lidiar con problemas financieros *ex post* (por ejemplo, el *saneamiento* después de las crisis). Sin embargo, otros argumentaban a favor de reaccionar de manera proactiva a las vulnerabilidades financieras percibidas (por ejemplo, Borio y White, 2003; y Cecchetti *et al.*, 2002) con el fin de reducir la probabilidad y gravedad de las crisis financieras. Pero la crisis financiera internacional puso a prueba la capacidad de los regímenes de metas de inflación para limitar los desequilibrios financieros. La dependencia de una postura de política monetaria que logró edificar la Gran Moderación, pero no impidió la acumulación del riesgo sistémico financiero, clamaba por cierta forma de “ir en contra de lo que indicaban los fundamentos”.⁷

⁶ Esta sección se basa en Pereira da Silva (2016b), que proporciona un análisis más a fondo del modelo integral de metas de inflación.

⁷ Quienes propusieron una política monetaria que fuera contra corriente, como Borio (2016) y Filardo y Rungcharoenkitkul (2016), muestran que los desequilibrios financieros de hoy podrían conducir a desequilibrios incluso más graves mañana. La política monetaria, por lo tanto, debería *inclinarse* a controlar la acumulación de vulnerabilidades. Pero hay

Aunque siguió debatiéndose si ir o no contra los fundamentos y con cuáles instrumentos (por ejemplo, con política monetaria o sin ella), del conjunto de herramientas microprudenciales surgieron instrumentos adicionales –las herramientas macroprudenciales– que podían hacer ese trabajo y complementar la política monetaria para alcanzar los objetivos de estabilidad macroeconómica (precios) y estabilidad financiera.⁸ Agénor y Pereira da Silva (2013) señalan que, para lograr dicha estabilidad, los desequilibrios financieros típicamente pueden tener una dimensión sectorial (por ejemplo, vivienda) que requeriría herramientas más específicas que la mera tasa de política *genérica*. En la práctica, como parte de nuestro arsenal de políticas macroeconómicas, terminamos agregando algunas herramientas *nuevas* (por ejemplo, las reservas de capital anticíclicas y el aprovisionamiento dinámico) a las *viejas*, como son los requerimientos de reservas, los coeficientes de liquidez o apalancamiento y la proporción préstamo-valor y deuda-ingreso. El cuadro 1 contiene una tipología exhaustiva de los instrumentos macroprudenciales dividida por tipo de riesgo o vulnerabilidad y por componente del sistema financiero. Kuttner y Shim (2016) y Lim *et al.* (2011, 2013) fueron de los

muchas maneras de atender este problema. Por ejemplo, un indicador de referencia importante para el BCE era el M3, que consideraba que reflejaba también algunos elementos de los auges del crédito. Aunque hubo cierta despreocupación respecto a la habilidad de supervisar y regular los mercados financieros, la responsabilidad no puede atribuirse exclusivamente a la política monetaria, sino más a la supervisión y regulación financieras. Pero no todos están convencidos. Svensson (2015), por ejemplo, argumenta que la tasa de política es un instrumento demasiado directo para lidiar con el aumento de precio de los activos y que sus costos (por ejemplo, un producto más bajo y el desempleo más elevado que se derivan de tasas de interés más altas) superan sus beneficios (por ejemplo, una probabilidad más baja de una crisis futura).

⁸ En principio, como sugiere Jan Tinbergen, el primer ganador del premio Nobel de economía, en 1969, la cantidad de instrumentos n de política debería ser igual a la cantidad n de objetivos. Cuando “el número n de objetivos supera el número n de instrumentos, es igualmente claro que entonces encaramos tareas imposibles de resolver” (Tinbergen, 1952, capítulo 5).

primeros investigadores en compilar conjuntos de datos sobre políticas macroprudenciales de múltiples países. Altunbaş *et al.* (2017) utilizaron la información contenida en estos primeros conjuntos de datos para construir un conjunto de datos conformado por 1,147 actuaciones macroprudenciales emprendidas en 64 países entre 1990 y 2014.⁹ Y lo que encontraron es que dichas medidas se utilizaron cada vez más durante el periodo posterior a la crisis financiera internacional.

Cerruti *et al.* (2017a, 2017b) y Claessens *et al.* (2013) utilizan una tipología similar a la del cuadro 1 y clasifican las políticas macroprudenciales con base en sus objetivos declarados. A partir de lo anterior, son cinco los instrumentos: 1) los basados en el capital (requerimientos de capital anticíclicos, restricciones al apalancamiento, aprovisionamiento general o dinámico); 2) los basados en la liquidez (ambos utilizados para aumentar la capacidad de recuperación del sector financiero); 3) los instrumentos por el lado del activo (límites al crecimiento del crédito, proporción máxima del pago de deuda-ingreso y los límites a la exposición de los bancos al sector vivienda, como es una relación préstamo-valor máxima); 4) los cambios a los requerimientos de reservas; y 5) los instrumentos en divisas (distintos límites a las discordancias entre la moneda de denominación de los activos y los pasivos y a las posiciones sin cobertura netas). Estos datos confirman que tanto las economías avanzadas como las emergentes han recurrido más a un endurecimiento de las políticas macroprudenciales para amortiguar los excesos financieros desde la crisis financiera internacional (gráfica 6).

⁹ Con el fin de encarar la insuficiencia relativa de datos macroprudenciales, el G20 promovió en 2009 la Iniciativa sobre Deficiencias de los Datos (IMF-FSB, 2015; ver también Buch, 2017).

INSTRUMENTOS MACROPRUDENCIALES POR VULNERABILIDAD Y COMPONENTE DEL SISTEMA FINANCIERO

Componente del sistema financiero

| | Banco o institución de depósito | | Inversionista no bancario | Mercado de valores | Infraestructura financiera |
|--|---|--|--|--|----------------------------|
| | Balance | Contrato de crédito | | | |
| Apalancamiento | Coefficiente de capital | Límite a la proporción de crédito-valor | | | |
| | Ponderaciones de riesgo | Límite a la proporción de deuda/ingreso | | | |
| | Aprovisionamiento | Límite al plazo | | | |
| | Restricciones para la distribución de utilidades | Límite al margen/ descuento | | | |
| | Límite al crecimiento del crédito | | | | |
| Riesgo de liquidez o de mercado | Requerimiento de reservas/ liquidez | Reglas de valuación (por ejemplo, fondos de inversión en el mercado de dinero) | Requerimiento de reservas en divisas o moneda nacional | Operaciones de balance del banco central | Operaciones con divisas |
| | Restricción para préstamos en divisas | | | | |
| | Límite a la discordancia entre la moneda de denominación de los activos y los pasivos | | | | |
| | Límite a las posiciones sin cobertura en divisas | | | | |
| | | | | | |
| Interconexión | Límites de concentración | | | | Contrapartes centrales |
| | Recargo de capital de importancia sistémica | | | | |
| | Subsidiarización | | | | |

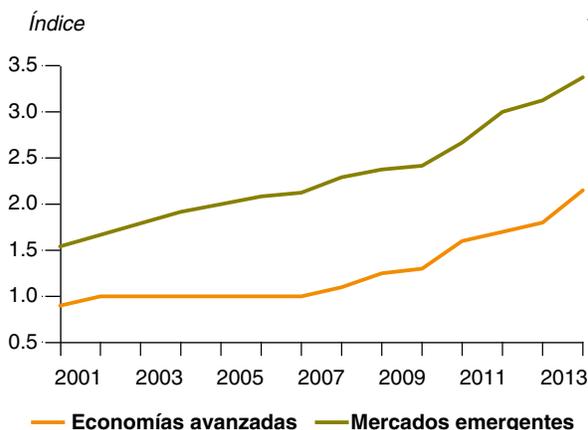
Vulnerabilidad

Fuente: Committee on the Global Financial System, *Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences*, Documentos del CGFS, núm. 38.

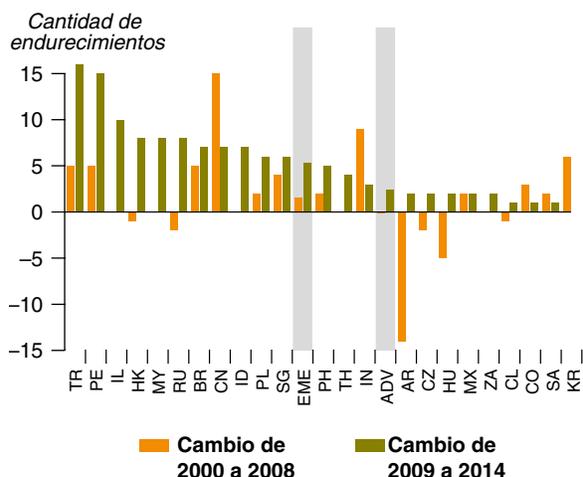
Gráfica 6

TENDENCIAS EN EL DESPLIEGUE DE HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES

LA CANTIDAD DE HERRAMIENTAS HA ESTADO AUMENTANDO



LAS HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES SE HAN ENDURECIDO DESDE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL²



¹ El índice es una medida acumulada de 12 herramientas macroprudenciales. Cada herramienta toma el valor de 1 si se utiliza en un país y de 0 de otra manera. ² Medida acumulada elaborada por Cerutti *et al.* (2017a), utilizando nueve herramientas macroprudenciales. Cada herramienta toma el valor de 1 si se endurece, -1 si se suaviza y 0 si no hay cambio. Las áreas sombreadas en la gráfica superior son promedios para las economías emergentes y avanzadas. Fuentes: E. Cerutti, S. Claessens y L. Laeven, "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence", *Journal of Financial Stability*, vol. 28, 2017, pp. 203-224, y "Changes in Prudential Policy Instruments—A New Cross-country Database", *International Journal of Central Banking*, marzo, pp. 477-503.

El uso creciente de las políticas macroprudenciales suscita preguntas respecto a cómo interactúan con la política monetaria. La nueva creencia popular parte del principio de separación de Tinbergen y reconoce que la política monetaria debería concentrarse básicamente en la estabilidad de precios, mientras que las políticas macroprudenciales deberían atender las distorsiones financieras que podrían ocasionar una acumulación del riesgo sistémico. Sin embargo, en un mundo donde las políticas no funcionan a la perfección, las interacciones de ellas se vuelven importantes. Por lo tanto, pudiera ser difícil separar del todo los papeles de las políticas macroprudenciales y de la política monetaria en la estabilización de precios y la reducción de los riesgos financieros sistémicos. Estos podrían estar entrelazados. Por otro lado, Agénor *et al.* (2014) argumentan que son varias las condiciones en las que las políticas macroprudenciales y la política monetaria deberían verse como complementarias para alcanzar la estabilidad macroeconómica y financiera. En particular, cuando las *entradas súbitas* de capital afectan a una EME, por ocasionar un aumento excesivamente rápido del crédito y por generar un alza brusca del precio de bienes y activos, la respuesta del manual (subir las tasas de interés para contener el crecimiento del crédito y reducir las presiones inflacionarias) pudiera ser contraproducente. Este curso de acción, que incrementa los diferenciales entre las tasas de interés, podría estimular más entradas de capital. Cada vez hay más publicaciones al respecto (ver, por ejemplo, Agénor y Flamini, 2017). Un uso más oportuno y contundente de las intervenciones en el mercado de divisas y las políticas macroprudenciales como complemento de una reacción bien calibrada de política monetaria puede ayudar a manejar los flujos de capital, atenuar las variaciones en el precio de los activos y disminuir las presiones inflacionarias sobre una economía sujeta a fuertes choques financieros provenientes del exterior.

¿Podría ser esta combinación de política monetaria y políticas macroprudenciales la solución para los desafíos que las políticas monetarias no convencionales y sus efectos de propagación plantean para las EME? El camino es seguir explorando, con más trabajos analíticos y empíricos, este supuesto fundamental acerca de la eficacia y complementariedad de la política monetaria y las políticas macroprudenciales. Un paso en esta dirección es utilizar un modelo DSGE en el que se empleen ambos tipos de instrumentos y se mida su eficacia con una medida de la estabilidad (Agénor y Pereira da Silva, 2013). El marco de política resultante podría etiquetarse como un “modelo integral de metas de inflación” (IIT). Conforme a este, el mandato de inflación objetivo de un banco central se amplía para incluir otro más: la estabilidad financiera. La tasa de interés de política se establece de manera que responda directamente a una medida (bien definida) de expansión del crédito excesivamente rápida, mientras que la política monetaria y las herramientas macroprudenciales se calibran conjuntamente para lograr la estabilidad financiera y macroeconómica (de precios). Naturalmente, para que un modelo IIT pueda funcionar, se requiere de más investigaciones. Sin embargo, también puede argumentarse que, *de facto*, algunas EME han instrumentado de manera implícita este tipo de respuesta, incluso si aún necesitamos mejorar nuestra comprensión de su calibrado práctico. Por ejemplo, para aplicar un modelo IIT con alguna forma de “regla de Taylor con crédito aumentado”,¹⁰ una política monetaria no sólo tendría que reaccionar a la brecha de inflación (I) y a la brecha producto (O), sino también a (alguna medida de) “(in)estabilidad financiera”. Pero esta *medida* (de la estabilidad financiera) es engañosa.¹¹ Las candidatas propuestas incluyen

indicadores del *ciclo financiero* (Borio, 2016), indicadores compuestos de los componentes del ciclo del crédito y del precio de los activos, así como un medidor de la brecha de crecimiento del crédito (C), definida como la diferencia entre la tasa de crecimiento real del crédito privado y el ritmo de expansión que es su *referencia*.

La utilización de un régimen de IIT, complementado con herramientas macroprudenciales calibradas conjuntamente, atiende algunos de los aspectos –pero no todos– de la acumulación del riesgo sistémico financiero. Otra serie de instrumentos es necesaria en dicho régimen para que impida tanto la apreciación excesiva del tipo de cambio como los altibajos de volatilidad y episodios de entradas masivas de capital (cuadro 2, última columna en naranja). Esto es muy importante dados los fuertes vínculos entre la apreciación de las monedas emergentes frente al dólar y el crecimiento del crédito al sector privado entre 2007 y 2010 (gráfica 7). Sin embargo, la intervención cambiaria no significa regresar a un tipo de cambio fijo o vinculado, es decir, a definir (explícita o implícitamente) un objetivo específico para el tipo de cambio. De hecho, un tipo de cambio flotante debería seguir siendo la primera línea de defensa y, en la retaguardia, intervenir puntualmente en el tipo de cambio, cobrar impuestos al capital golondrino, imponer requerimientos varios de reservas y proveer créditos en otras divisas, e introducir políticas macroprudenciales basadas en divisas como son los límites a la discordancia entre las monedas de denominación de los activos y los pasivos y a las posiciones netas sin cobertura (Altunbas *et al.*, 2017).

¹⁰ O una regla de Taylor “con indicador aumentado de desequilibrio financiero” que sea más genérica. Sin embargo, la política monetaria en (prácticamente) ningún lugar se aplica con base en reglas estrictas y mecánicas. El calibrado de las variaciones de la tasa de interés es muy sutil y requiere criterio.

¹¹ Y necesitamos recordar que las metas de inflación se basan

en estimar con precisión los niveles *naturales* desde los que ocurren las desviaciones y, posiblemente, a las que hay que reaccionar. Por lo tanto, lidiar con las incertidumbres en este proceso no necesariamente es algo nuevo.

Cuadro 2

LA TRANSICIÓN DESDE UN MODELO DE METAS DE INFLACIÓN HASTA UNO INTEGRAL DE METAS DE INFLACIÓN

| <i>Institución</i> | <i>Aspecto macroeconómico</i> | <i>IT(1): metas de inflación (antes de la crisis financiera internacional)</i> | <i>IT(2): metas flexibles de inflación (durante la crisis financiera internacional)</i> | <i>IIT: modelo integrado de metas de inflación (después de la crisis financiera internacional)</i> |
|--|---|--|---|--|
| Comité de Política Monetaria | Brecha de inflación (I) Brecha de producto (O) | Regla del tipo de Taylor para I y O | Regla del tipo de Taylor para I y O con factor de atenuación del tipo de cambio | Nueva regla aumentada del banco central para I y O y definida cuidadosamente para C |
| Comité o Autoridad de Estabilidad Financiera | Brecha de crédito (C) definida cuidadosamente | Herramientas microprudenciales suficientes para garantizar la estabilidad financiera | Separación de Tinbergen; política monetaria + herramientas micro y macroprudenciales | Herramientas micro y macroprudenciales coordinadas oportunamente y calibradas de manera conjunta |
| Intervención del banco central o una institución específica en el tipo de cambio | Volatilidad del tipo de cambio (FX vol) | Flotación pura con (algunas) intervenciones en el tipo de cambio | Flotación administrada con intervenciones en el tipo de cambio (regulares) | Flotación administrada con intervenciones para alisar el tipo de cambio y manejo de los flujos de capital cuando sea necesario |

Fuente: P.-R. Agénor y L Pereira da Silva (2013), *Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World*, Banco Interamericano de Desarrollo y Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, <<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=38367231>>.

De hecho, como la estabilidad financiera se ha convertido en una razón de más peso para una intervención cambiaria, muchos bancos centrales de las EME han ajustado la selección de instrumentos y tácticas de intervención (ver Ghosh *et al.*, 2017, y García *et al.*, 2017). Al hacerlo, las fronteras entre una política de intervención cambiaria que aspira a influir en el tipo de cambio y otras operaciones similares que pretenden proveer o restar liquidez al mercado son cada vez más difusas. En el cuadro 3 se sintetizan los instrumentos utilizados comúnmente por los bancos centrales de las EME para

intervenir en el mercado cambiario y cuáles son sus efectos potenciales.

Como ya dijimos, un modelo integral de metas de inflación (IIT) bien calibrado y plenamente probado no se formula de un día para otro, incluso si ya se han aplicado algunos de sus aspectos, es demasiado pronto para evaluar su plena eficacia. Se requiere más tiempo para poder concluir si dicho IIT basta para afrontar todos los retos de política posteriores a la crisis financiera internacional. En síntesis: debido a los efectos de propagación financiera cada vez más intensos de la crisis financiera

internacional (por ejemplo, los grandes flujos de capital debido a la expansión cuantitativa realizada por la Reserva Federal y el BCE), derivados en parte de una mayor integración financiera, los primeros resultados de un modelo IIT son prometedores. Hay cada vez más pruebas de

que una combinación de política monetaria, políticas macroprudenciales e intervenciones cambiarias ha ayudado a estabilizar la macroeconomía y amortiguar la euforia financiera (por ejemplo, Borio, 2016; Agénor y Pereira da Silva, 2013, y Cerutti *et al.*, 2017a).

Cuadro 3

INSTRUMENTOS UTILIZADOS EN UNA INTERVENCIÓN CAMBIARIA

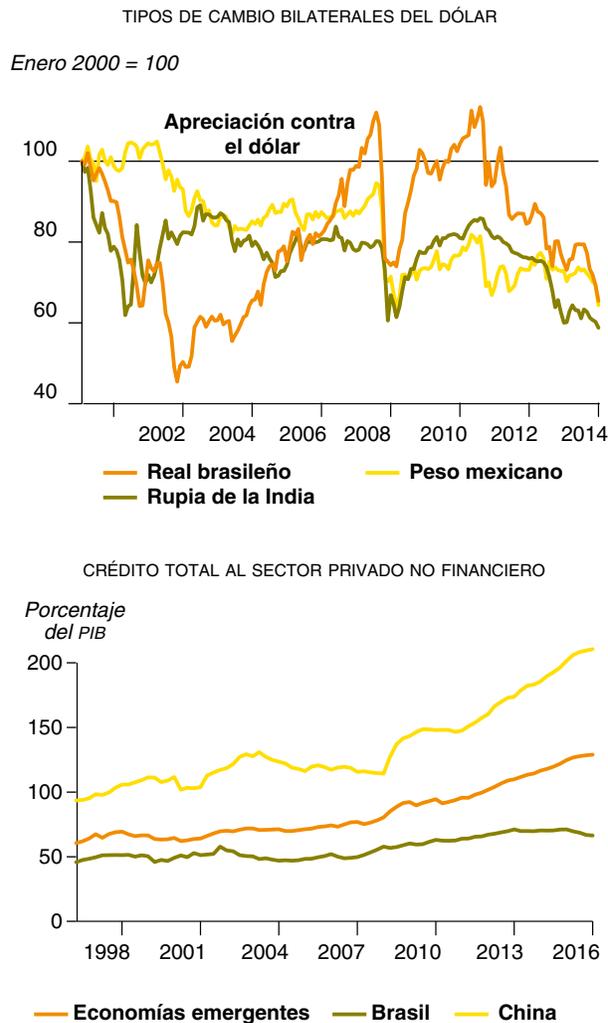
| Instrumento | Mecanismo | Efectos | | | Ejemplos |
|---|---|---|--|--|--|
| | | Cubrirse contra la exposición cambiaria | Apuntalar la liquidez del mercado de divisas | Utilizar menos reservas internacionales | |
| Operación en el mercado al contado | Venta de divisas por parte del banco central | Sí | Sí | No | |
| Canje/reportos en divisas | El banco central vende divisas al contado y compra forwards en divisas | Sí, contra el riesgo de mercado o discordancia en el vencimiento de los instrumentos en divisas | Posiblemente | Sí; suministro solo temporal de divisas | Corea (canje de divisas), Brasil y Rusia (reportos en divisas) |
| Forward en divisas (no entregable, liquidado en moneda nacional) ¹ | El banco central paga en la moneda local relacionada con el cambio en el valor de divisas | El pago en moneda local compensa las pérdidas por revaloración del tipo de cambio | Posiblemente, si disminuye la demanda de divisas | Sí; no hay pagos en divisas | Brasil y Perú |
| Certificado indexado a una divisa | El banco central paga en la moneda nacional lo equivalente al cambio en el valor en divisas | El pago en moneda local compensa las pérdidas por revaloración del tipo de cambio | Posiblemente, si disminuye la demanda de divisas | Sí; no hay pagos en divisas | Perú |
| Opciones en divisas | El banco central vende opciones para comprar divisas de sus reservas si la moneda nacional rebasa un umbral | Sí | Sí; provee liquidez cuando la demanda de divisas aumenta | Sí, en parte. Las reservas de divisas se venden sólo cuando el mercado inicia las compras (es decir, cuando se ejercen las opciones) | Colombia |

¹ Conocido como *swap cambial* (canje cambiario) en Brasil.

Fuente: D. Domanski, E. Kohlscheen y R. Moreno (2016), "Foreign Exchange Market Intervention in EMEs: What Has Changed?", *BPI Quarterly Review*, septiembre.

Gráfica 7

EME: TIPOS DE CAMBIO DEL DÓLAR Y CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



¹ Las EME agregadas incluye Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, Colombia, Hong Kong, Hungría, la India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Los porcentajes del PIB se calcularon con base en su conversión a dólares con los tipos de cambio de mercado y a paridad de poder de compra (PPP).

Fuentes: Thomson Datastream; cálculos del BIS.

Pero también hay riesgos y controversias. ¿Qué pasa si el modelo del tipo de IIT que utilizan las EME no logra “poner la casa en orden”? Entonces, es probable que esas economías se vean tentadas a imponer controles de capital adicionales como último recurso contra las grandes entradas de capital. Nótese que los controles sobre la afluencia de capital no son nada nuevo. En 1991, el Banco Central de Chile impuso un requisito de reserva no remunerada con periodo de depósito de un año sobre los créditos en moneda extranjera, en un intento de desalentar el endeudamiento a corto plazo –sin afectar la inversión a largo plazo– y evitar el sobrecalentamiento de la economía. De 1991 a 1998, la tasa de dicho depósito se incrementó hasta un 30% y llegó a aplicarse a los flujos distintos de deuda, incluidos los American Depositary Receipts (FMI, 1998, anexo IV). Pero la escala sin precedente de las entradas de capital desde la crisis financiera internacional ha ocasionado que algunas EME introduzcan medidas adicionales para limitarlas, como los impuestos directos sobre dicho flujo, los requisitos de reservas especiales para la adquisición extranjera de valores locales y topes a los contratos de bancos con derivados en divisas. Ghosh y Qureshi (2016) proporcionan un resumen de las medidas de control, aplicadas por una selección de EME, para limitar las entradas de capital después de la crisis financiera internacional (cuadro 4).

Recientemente, el FMI dio su aval *con reservas* al uso de los controles de capital,¹² pero sólo en ciertas circunstancias especiales, es decir, cuando se cumplen las siguientes condiciones (FMI, 2016b): un tipo de cambio que se considera sobrevaluado, unas reservas que son adecuadas y una economía en proceso de sobrecalentamiento, y poco margen

¹² El FMI ha creado dos marcos de trabajo como fuentes de recomendación respecto a las políticas macroprudenciales y las medidas para regular las entradas de capital, con el fin de garantizar una congruencia e idoneidad acordes a las circunstancias del país. El mensaje central de estos marcos de trabajo es evitar el uso de los controles de capital como sustituto de un ajuste macroeconómico necesario.

Cuadro 4

MEDIDAS PARA LIMITAR LAS ENTRADAS DE CAPITAL EN LAS EME SELECCIONADAS

| <i>País</i> | <i>Año</i> | <i>Medidas</i> |
|-------------------|------------|--|
| Brasil | 2009-2012 | Impuesto del 2% a la inversión internacional en renta variable y fija en octubre de 2009. La tasa tributaria aumentó poco a poco hasta un 6% y llegó a aplicarse a otras fuentes de entradas internacionales, como la emisión de certificados de depósito de valores, la deuda en el exterior con vencimiento inferior a un año (y, posteriormente, a menos de dos, tres y cinco años) y el monto hipotético de los derivados en divisas. También se aplicó un requisito de reserva no remunerada del 60% sobre las posiciones brutas de los bancos en divisas que excedieran los 3,000 millones de dólares (posteriormente 1,000 millones). |
| Corea | 2010-2011 | El límite máximo de los contratos de bancos con derivados en divisas se fijó en un 50% (bancos nacionales) y un 250% (sucursales de bancos extranjeros) del capital del banco en el mes previo. Se restituyó un impuesto retenido del 14% sobre el ingreso por intereses aplicable a las compras realizadas por no residentes de bonos del Tesoro y de estabilización monetaria. |
| Costa Rica | 2014 | Se incrementó la tasa del impuesto sobre la renta (de un 8% a un 33%) durante un periodo de hasta seis meses sobre los intereses ganados por inversiones en renta fija emitida por el sector privado a no residentes; se fijó un requisito de reserva no remunerada para nuevas inversiones en dichos activos financieros. |
| Indonesia | 2010-2011 | Se impuso un periodo de tenencia mínimo de un mes para los bonos bancarios en poder de todo tipo de inversionista y un límite del 30% del capital al saldo diario de deuda externa de corto plazo de los bancos; se incrementó de un 1% a un 5% el encaje legal sobre las cuentas de depósito en divisas. |
| Perú | 2010-2011 | Se incrementó a un 60% las reservas obligatorias para nuevos tenedores extranjeros de deuda con vencimiento de hasta tres años. La tasa del 30% por concepto de impuesto sobre la renta se aplicó también a las ganancias de todos los no residentes por sus operaciones con derivados financieros. |
| Tailandia | 2010 | Se restituyó la retención de impuestos del 15% sobre las ganancias de no residentes por concepto de intereses y sobre sus ganancias de capital por nuevas compras de bonos gubernamentales. |
| Uruguay | 2012 | Se introdujo una reserva obligatoria del 40% (aumentada posteriormente al 50%) para las nuevas compras realizadas por inversionistas extranjeros de bonos del banco central y valores del gobierno central. |

Fuente: A. Ghosh y M. Qureshi (2016), *What's in a Name? That Which We Call Capital Controls*, IMF Working Papers, núm. WP/16/25.

para que las ME sean flexibles en sus políticas (ver la intersección de los tres círculos en la gráfica 8). En dichos casos, entonces, empezar a regular las entradas de capital puede resultar útil, pero una medida de este tipo no debería sustituir los ajustes macroeconómicos necesarios ni las protecciones contra los choques financieros desestabilizadores. El FMI agrega que las medidas para regular las entradas de capital deberían ser focalizadas, transparentes y, en general, temporales. En este sentido, deberían eliminarse una vez que dichos flujos disminuyan, debido a su costo, pues los inversionistas internacionales las perciben como un rechazo a la inversión extranjera directa y, por lo tanto, desalientan el apoyo del capital extranjero a proyectos locales viables.



5. ¿ES SUFICIENTE UNA COMBINACIÓN DEL MODELO INTEGRAL DE METAS DE INFLACIÓN, INTERVENCIONES CAMBIARIAS Y CONTROL DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL, PARA REDUCIR LA VOLATILIDAD FINANCIERA EN LAS EME?

Las viejas y nuevas herramientas que comprenden el modelo integral de metas de inflación –como son las políticas macroprudenciales, las intervenciones cambiarias y las medidas para regular las entradas de capital aplicadas por los bancos centrales de las EME– no han podido neutralizar del todo el efecto secundario de las políticas monetarias no convencionales sobre los mercados financieros de las EME. Activos de las EME como son las acciones y los bonos gubernamentales, así como su moneda, han estado cotizando dentro de rangos amplios y volátiles. El-Erian (2015) atribuye estas grandes fluctuaciones en los precios a un tira y afloja entre los bancos centrales y los mercados.¹³ Por un lado, los bancos centrales de las economías avanzadas buscan contener la volatilidad en los mercados de activos más importantes, pues se considera que la volatilidad prolongada menoscaba la finalidad de las políticas monetarias no convencionales. Por el otro lado, las reducidas primas

¹³ Mohamed El-Erian introdujo este concepto de los mercados como enfrascados en un tira y afloja a principios de 2014 y, desde entonces, ha ahondado en el tema con numerosos artículos en distintas publicaciones financieras y medios sociales.

al plazo en la zona del euro y Estados Unidos, así como las tasas de política ultrabajas y los cambios en el sentimiento del mercado, las previsiones de crecimiento y las expectativas de inflación tienden a causar una reacción exagerada de los mercados. Y esto es así porque los precios de los activos han alcanzado niveles que ya no están justificados por los fundamentos económicos.

Este tira y afloja también ha evolucionado. Más recientemente, la comunicación eficaz de las políticas monetarias no convencionales ha logrado contener en buena medida la volatilidad en el mercado financiero de las economías avanzadas, lo que ha producido la combinación en cierto modo paradójica de baja volatilidad y poca certeza sobre cuál será la política monetaria hacia adelante. Sin embargo, para varios mercados de bonos de las EME, la falta de profundidad financiera acarrea una situación diferente: precios mucho más volátiles. En general, en las EME, los bonos de largo plazo están en poder mayormente de los bancos o los fondos de pensión gubernamentales. Por este motivo, la liquidez intrínseca de los mercados para muchos bonos emergentes es bastante baja. Cuando las políticas monetarias no convencionales incentivaron a los inversionistas internacionales para que tomaran más riesgos, algunos diversificaron sus carteras invirtiendo en bonos emergentes, pero sin tomar en cuenta la reducida liquidez que caracteriza a esos mercados. Sin embargo, a la más pequeña señal de que las condiciones de liquidez mundiales iban a volverse más restringidas, dichos inversionistas con frecuencia reaccionaron a la caída en el precio de los activos más rápidamente que a su aumento.¹⁴ En consecuen-

cia, la volatilidad cambiaria predomina durante las épocas de salidas de capital más que cuando se observan entradas (Turner, 2015; Ramos, Francia y García-Verdú, 2015).

Una de las principales razones por las que esta gran variedad de intervenciones es menos eficaz en la práctica que en los modelos analíticos tiene que ver con un argumento de economía política. Cuando los prestatarios en las EME se acostumbran al dinero y al crédito fáciles, la mentalidad de todos cambia y se fomenta lo que podríamos denominar *populismo crediticio*. El dinero fácil en todo el mundo amplifica una expansión más allá de la que los modelos consideran apropiada u óptima. Pero tal expansión, aunque imprudente, bien pudiera servir a los fines del ciclo político local de las economías emergentes y avanzadas. De hecho, el *populismo crediticio* es una amenaza de igualdad de oportunidades que ya hemos visto en toda Europa, Asia y América. A la luz de lo anterior, si la “fiesta se descontrola demasiado pronto”, resulta más difícil desacelerar antes de lo previsto un ciclo económico de expansión. En cualquier caso, esta mentalidad de *sentirse bien* complica más las condiciones de la economía política del país (que suelen ser de por sí bastante complejas, incluso sin el dinero fácil). Esta reduce la capacidad de las autoridades para aplacar la *fiesta* a tiempo con el conjunto adecuado de instrumentos de política. Las limitaciones que imponen los ciclos políticos afectan a todas las naciones, sean avanzadas o emergentes, y aunque no representan un problema *nuevo* en este periodo posterior a la crisis financiera internacional, se han agudizado debido a las condiciones financieras ultralaxas recientes.

¹⁴ La importancia y concentración creciente de las administradoras de activos han acentuado dicha dinámica. En el mundo posterior a la crisis financiera internacional, el endeudamiento forzoso de los bancos y las aseguradoras internacionales significa que los fondos de inversión se han vuelto los principales compradores de las nuevas emisiones de deuda. El sector de administración de activos se ha vuelto sumamente concentrado: las 10 principales administradoras de activos representan poco menos del 30% de los activos totales administrados (Haldane, 2014). Y una gran cantidad

de activos están concentrados en manos de unos cuantos administradores *estrella*, lo que significa que una gran cantidad de reembolsos en uno de los fondos de dicho administrador podría contagiarse rápidamente a otros de sus fondos (FMI, 2014). Asimismo, hay evidencia de que los fondos de bonos menos líquidos tienden a acumular más efectivo en respuesta a los reembolsos y que dichos fondos típicamente exacerbaban la venta de bonos durante las turbulencias del mercado, al añadir ventas discrecionales a las provocadas por los reembolsos (Shek *et al.*, 2015).

Esta situación es lo que se ha descrito como el *trilema financiero* y justifica sólidamente una coordinación de políticas macroprudenciales. Claessens *et al.* (2010, capítulo 2), Schoemaker (2011) y Obstfeld (2015) se refirieron al *trilema financiero* como una situación en la que resulta imposible lograr simultáneamente una integración financiera con los mercados internacionales (sin involucrar medidas para regular las entradas de capital), el control local/nacional de las políticas macroprudenciales mediante la regulación financiera y la estabilidad financiera. Una jurisdicción sólo puede alcanzar dos de estos objetivos: estabilidad financiera e integración internacional, estabilidad financiera y formulación independiente de políticas financieras, o integración internacional y políticas

autónomas de regulación financiera. No se pueden alcanzar los tres objetivos de manera simultánea.

El *trilema* financiero tiene una implicación clara: si los países desean estabilidad financiera dentro de sus fronteras y, al mismo tiempo, una política financiera independiente, no podrán lograrlo con un mercado financiero vinculado al exterior. Sólo es posible alcanzar la estabilidad financiera interna y la regulación independiente cuando el país aplica alguna modalidad de proteccionismo financiero. Esto también pudiera conducir a una carrera hacia el mínimo, en la que los países recurren más y más a los controles de capital unilaterales (como señala Blanchard, 2017) o que se desate, como ya dijimos, una *guerra regulatoria*.

6. UN PASO ADELANTE: LA COORDINACIÓN INTERNACIONAL DE POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES COMO ALTERNATIVA A LAS MEDIDAS PARA REGULAR LAS ENTRADAS DE CAPITAL

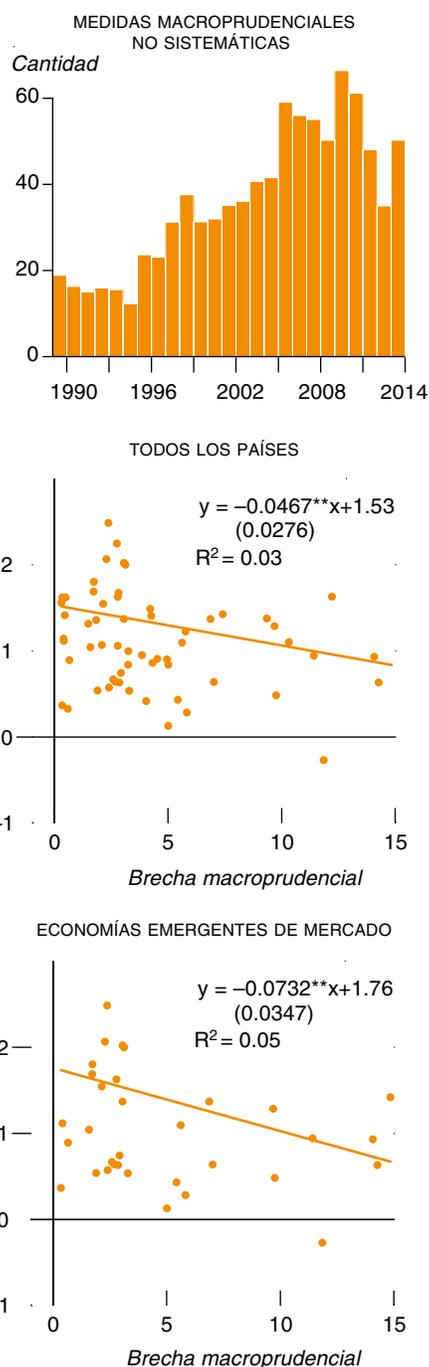
Acabamos de repasar rápidamente la *curva de aprendizaje* inherente a la evolución de los modelos de política de las EME. Después de la crisis financiera internacional y dadas las excesivas entradas de capital, las autoridades de dichas naciones han estado utilizando distintas herramientas para impedir que el ciclo financiero mundial se disemine en sus jurisdicciones. Sin embargo, la duración e intensidad de los episodios de dichas entradas de capital han puesto a prueba las políticas macroprudenciales nuevas o anteriores que se han empleado para amortiguar los excesos financieros. Por otro lado, nuestra experiencia con algunas de estas políticas nuevas (por ejemplo, las reservas anticíclicas de capital) es mínima o nula. Y, al aplicarlas, cabe la posibilidad de que cierta política macroprudencial en un país dado tenga una externalidad negativa en otro. En general, eso podría conducir a un crecimiento del crédito mundial menos que óptimo. Asimismo, el uso creciente de medidas para manejar los flujos de capital podría menguar la inversión extranjera directa y suprimir la innovación, lo que afecta al crecimiento mundial.

Gráfica 9

BRECHA MACROPRUDENCIAL Y DESEMPEÑO ECONÓMICO

Como ya dijimos, en consonancia con las lecciones que las EME aprendieron durante la crisis y después de esta, Boar *et al.* (2017) encuentran que, como es de esperarse, las políticas macroprudenciales se recrudecen cuando los principales indicadores de excesos financieros se elevan (por ejemplo, la tasa de crecimiento del crédito a PIB y los flujos de capital netos, sobre todo si se desvían de tendencias previas). Estos autores distinguen el uso de las políticas macroprudenciales en *sistemático* y *no sistemático* (o impredecible). Un uso *no sistemático* se refiere a la aplicación de las políticas macroprudenciales aunque no haya vínculo sistemático alguno con los fundamentos económicos. Observan también que con el tiempo han ido aumentando las políticas macroprudenciales no sistemáticas (gráfica 9, panel superior). Así que construyeron una medida de la brecha macroprudencial como la suma acumulada de actuaciones de políticas macroprudenciales no sistemáticas durante cierto periodo. Destaca la correlación negativa entre el uso de las políticas macroprudenciales *cuando se necesiten* o de manera *no sistemática* y el desempeño de la macroeconomía y, en particular, del crecimiento (gráfica 9, panel central). Dicho esto, este análisis también muestra que el uso de las políticas macroprudenciales está relacionado positivamente, en términos generales, con el crecimiento económico y, negativamente, con el incremento de la volatilidad. En otras palabras, las políticas macroprudenciales *buenas* contribuyen al bienestar económico y las *malas* podrían reducir el crecimiento.

En este contexto, la coordinación internacional de políticas macroprudenciales podría volverlas



Fuente: C. Boar, L. Gambacorta, G. Lombardo y L. Pereira da Silva, "Finance and Macroeconomic Performance. Is There a Role for Macroprudential Policies?", *BIS Quarterly Review*, septiembre de 2017, pp. 71-88.

más eficaces al reducir su componente asistemático y mejorar la reacción mundial a la volatilidad financiera. Las autoridades y los académicos hace tiempo reconocieron la importancia de la coordinación internacional de políticas. En los decenios de los setenta y los ochenta, los países del G7 intervinieron de manera coordinada en los mercados de cambios, suministraron liquidez mediante créditos recíprocos entre bancos centrales y aplicaron sanciones comerciales específicas. La investigación de temas similares se remonta a Hamada (1976), Canzoneri y Gray (1985) y, más recientemente, a Frankel (2016). Pero durante la Gran Moderación de los años ochenta y noventa, cada banco central importante con un régimen de tipo de cambio flexible siguió una regla de política monetaria que era óptima para la estabilidad de los precios y el producto de su propio país. En el plano individual, todos experimentaron lo que Mervyn King (2003) denominó periodo *NICE* (no inflacionario y consistentemente expansivo). Y, colectivamente, como señala John Taylor (2013), el sistema monetario internacional estaba operando cerca de un equilibrio internacionalmente cooperativo (otro *NICE*). Por lo anterior, es probable que cualquier intento multinacional de coordinar formalmente la elección de políticas no hubiera agregado gran cosa a este mundo doblemente *NICE*.

Pero la respuesta a la crisis financiera internacional ha cambiado todo eso y los efectos secundarios de algunas políticas en nuestro sistema financiero mundial se han agravado (son más capaces de generar inestabilidad financiera y crisis). Esto es muy relevante para la coordinación internacional de políticas. Desde la perspectiva de las EME, las políticas monetarias no convencionales de las economías avanzadas se han traducido en fuertes externalidades negativas (o efectos de propagación financiera) para la economía mundial (por ejemplo, Rajan, 2014). Desde la perspectiva de las economías avanzadas, la exposición de sus bancos y carteras de inversión a las EME ha aumentado mucho en los últimos 10 años y, debido a esa mayor integración, tal exposición habría ocurrido a pesar de la crisis financiera internacional (gráfica

10). Estas mayores exposiciones implican que la volatilidad en los mercados financieros emergentes también podría contagiarse por rebote a las economías avanzadas. El FMI (2016a) encuentra que más de un tercio de la variación de los rendimientos de acciones y divisas en las economías avanzadas y más del 40% en el caso de las EME son atribuibles a los efectos de propagación financiera desde las EME (gráfica 11).

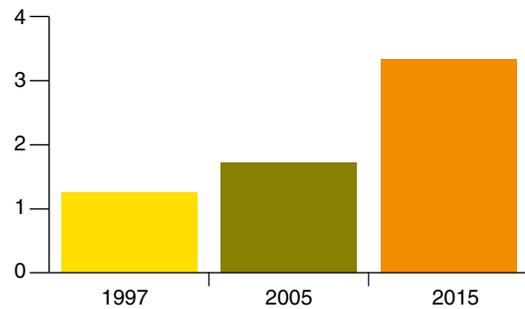
A la luz de los efectos financieros de propagación y de rebote, el argumento a favor de cierta

Gráfica 10

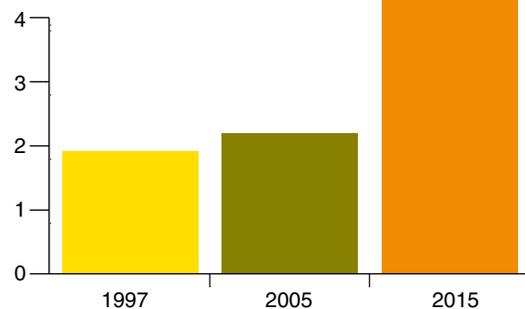
EXPOSICIONES FINANCIERAS DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS A CIERTAS EME¹

Como porcentaje del PIB

EXPOSICIONES DE CARTERA



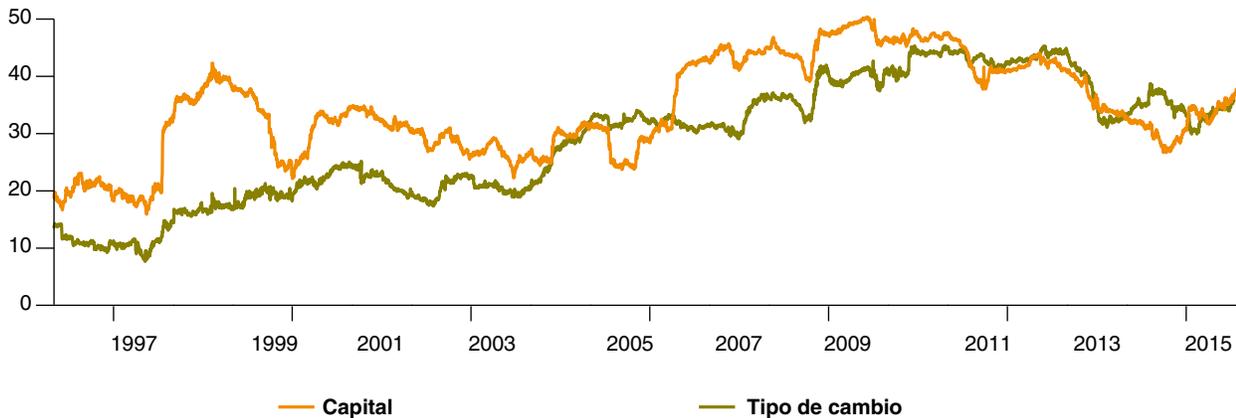
EXPOSICIONES BANCARIAS



¹ El grupo de economías avanzadas seleccionadas incluye Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Suecia y Suiza. El grupo de EME seleccionadas incluye Brasil, China, la India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía. Fuentes: FMI, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, estadísticas consolidadas de la banca internacional del BIS, cálculos del BIS.

Gráfica 11

ÍNDICES DE PROPAGACIÓN DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES A UNA ECONOMÍA AVANZADA PROMEDIO
Puntos porcentuales



¹ Las propagaciones promedio a las economías avanzadas se obtuvieron mediante el escalamiento de las propagaciones por el número de economías avanzadas. Las propagaciones del mercado financiero se definieron como la fracción de la varianza del error del pronóstico de 12 días del rendimiento nominal del capital en la moneda del país que puede explicarse por las innovaciones en el rendimiento del capital de otro país.

Fuente: FMI, *Informe sobre Estabilidad Financiera Mundial*, abril de 2016.

forma de cooperación internacional ha evolucionado poco a poco. En particular, dado el tamaño y el alcance de muchos bancos internacionales, las regulaciones nuevas que se aplican a la banca en una jurisdicción no sólo amortiguarán el auge en el crédito local, sino que afectarán también las condiciones crediticias en otras economías donde esos mismos bancos tienen una fuerte presencia. Por lo anterior, alguna forma de coordinación de políticas monetarias o macroprudenciales entre las economías avanzadas y las emergentes podría ayudar a moderar el movimiento correlacionado de los precios de los activos en todo el mundo y reducir la probabilidad de que algún país se apresure a instaurar controles de capitales como último recurso para recuperar la estabilidad financiera

(ver, por ejemplo, Cecchetti y Tucker, 2016).¹⁵ En este sentido, Jeanne (2014) analiza la justificación de coordinar internacionalmente las políticas macroprudenciales en un modelo donde las políticas macroprudenciales y los controles de capital prudenciales en los países individuales tienen repercusiones en otros países mediante su efecto sobre los flujos de capital. El uso descoordinado de las políticas macroprudenciales pudiera conducir a una *guerra de capitales*.

¹⁵ Claessens *et al.* (2010) argumentan que los reguladores nacionales que se concentran en subsanar los efectos de la quiebra de una institución financiera internacional dentro de sus fronteras tenderían a ignorar los efectos de propagación negativos internacionales asociados a dicho suceso. Sugieren también que una mejor coordinación internacional de la regulación y la supervisión sería un buen punto de partida para hacer frente a dichas externalidades.

El reconocimiento gradual de los beneficios mutuos de coordinar las políticas macroprudenciales entre países ha ido acompañado de investigación nueva. Por ejemplo, Agénor *et al.* (2017) utilizan un modelo de equilibrio general dinámico estocástico (DSGE) de dos países, núcleo-periferia y EME-economías avanzadas para estudiar los efectos de las políticas macroeconómicas coordinadas y no coordinadas cuando hay dependencia financiera de los bancos en las EME y la intermediación financiera está sujeta a fricciones. El ejercicio encuentra que las prescripciones de política cuando se coordinan las políticas internacionales son muy diferentes de las que emanan de las decisiones de política orientadas a cada país. En particular, las políticas macroeconómicas óptimas en el corto plazo deben ajustarse para mitigar las consecuencias adversas del acelerador financiero y sus efectos de contagio a múltiples países. Los beneficios de cooperar parecen ser considerables, aunque asimétricos, y las EME de la periferia se benefician mucho más que las economías avanzadas del centro. Eso confirma tal vez lo que intuían algunas autoridades de economías avanzadas y pudiera explicar la poca disposición a considerar cierta cooperación. También apunta a posibles obstáculos de economía política para la aplicación de políticas macroprudenciales cooperativas.

A pesar de lo anterior, existen indicios de que el pragmatismo es una responsabilidad compartida, en vista de los acontecimientos recientes, sobre todo por las lecciones aprendidas con el *taper tantrum*. La Reserva Federal ha mejorado hábilmente sus comunicaciones a los participantes del mercado sobre los posibles efectos de propagación financiera internacional. Por ejemplo, en la conferencia de prensa después de la reunión del FOMC de junio de 2015, la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, dijo a los periodistas:

Con respecto a los efectos de propagación financiera internacional, esto es algo a lo que hemos estado atentos desde hace tiempo. Obviamente,

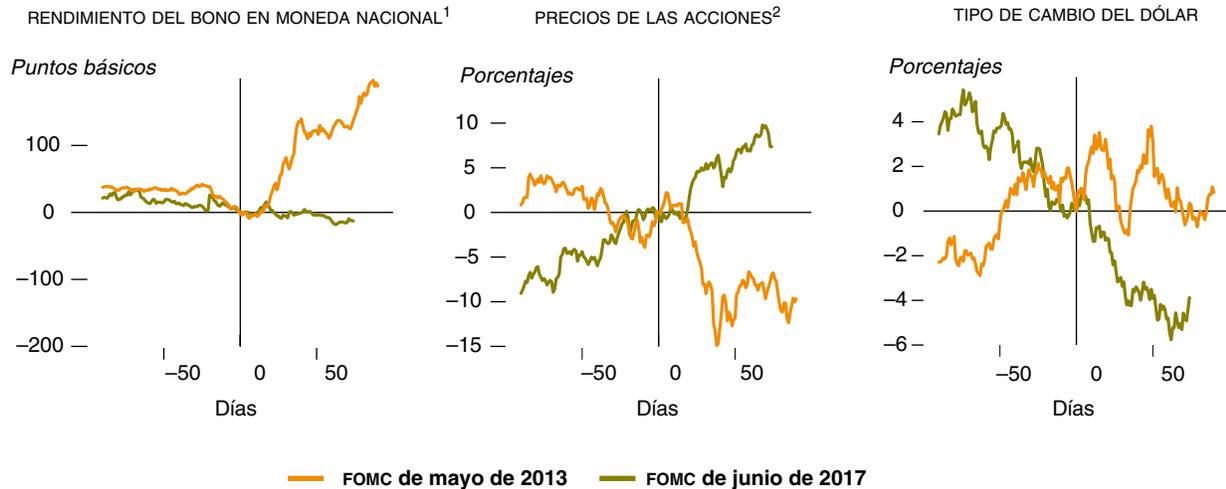
tenemos que instaurar una política que sea apropiada para las condiciones cambiantes de la economía estadounidense, pero no podemos prometer que no habrá volatilidad cuando decidamos subir la tasa. Lo que sí podemos hacer es nuestro mejor esfuerzo por comunicar claramente nuestra política y las expectativas para evitar cualquier tipo de mala interpretación innecesaria de nuestra política que pudiera generar volatilidad en el mercado y posibles efectos de propagación financiera también a los mercados emergentes, como lo hemos estado intentando hacer desde hace algún tiempo. He estado haciendo todo lo que puedo por cumplir esa promesa.

Más recientemente, Brainard (2017) discute cómo las distintas maneras de normalizar el balance general podrían afectar la composición de la demanda, las exportaciones netas, el tipo de cambio y el producto externo de Estados Unidos. Tal vez como reflejo de este nuevo estilo de comunicación, los mercados reaccionaron de manera diferente a la decisión del FOMC de junio de 2017¹⁶ de como lo hicieron al anuncio del *taper tantrum* (ver gráfica 12). Al reconocer que le preocupan los efectos de propagación financiera internacionales y la necesidad de mitigarlos, el banco central estadounidense parece haber logrado reducir la transmisión transfronteriza de volatilidad entre ambos episodios.

¹⁶ Esto es, al señalamiento de que la Reserva Federal iba a empezar a sopesar la reducción de su balance general hacia finales de 2017.

Gráfica 12

CAMBIOS ACUMULADOS EN EL RENDIMIENTO DE LOS BONOS DE LAS EME, EL PRECIO DE LAS ACCIONES DE LAS EME Y EL ÍNDICE DEL DÓLAR



¹ Promedio simple de los rendimientos del bono gubernamental de cinco años de Brasil, las Filipinas, la India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Sudáfrica y Turquía. ² Índice MSCI EM libre. ³ Índice del dólar ICE (DXY).
Fuentes: Bloomberg; Thomson Reuters Eikon.

7. CONCLUSIONES: CÓMO EVITAR LAS GUERRAS REGULATORIAS COORDINANDO INTERNACIONALMENTE LAS POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES

Por las lecciones aprendidas, la crisis financiera internacional desencadenó adaptaciones adicionales en el marco de políticas de las EME para lograr, de manera simultánea, tanto estabilidad macroeconómica como estabilidad financiera. Este marco de política pragmático le ha servido bien a las EME tras la evolución de la crisis financiera en Asia. Pero hasta el modelo integral de metas de inflación, complementado con políticas macroprudenciales e intervenciones cambiarias para atemperar los altibajos del tipo de cambio, parece ser insuficiente para aislar a las EME de los grandes efectos de contagio financiero derivados de las políticas monetarias no convencionales.

Así que, ¿qué ha cambiado con la crisis financiera internacional? Se han hecho nuevos llamados a la cooperación internacional básicamente porque se ha observado que las políticas no convencionales después

de la crisis financiera internacional, aplicadas por las economías avanzadas y emergentes, producen fuertes efectos financieros de propagación y de rebote a pesar de los regímenes de tipo de cambio flotante, las restricciones a los movimientos de capital y los regímenes exitosos de política monetaria con metas de inflación.

Las externalidades transfronterizas más notables (efectos financieros de propagación y de rebote) objeto de quejas mutuas dentro del G20 fueron las *guerras de divisas*, es decir, la antigua práctica de depreciación competitiva. Esa práctica, dados los actuales regímenes de tipo de cambio flotante, se ha asociado a los programas de compras masivas de activos que emprendieron los bancos centrales. Una queja relacionada fue que, al alejarse demasiado de la política basada en reglas (Taylor, 2013), ciertos bancos centrales importantes crearon incentivos para que otros se desviaran de igual modo, con lo que influyeron en la curva de rendimientos y, por ende, en el precio de los activos nacionales, incluidas las monedas. Pero los miembros del G20 también identificaron y debatieron otras externalidades, entre otras: el efecto de los diferenciales de tasas de interés sobre los ciclos de crédito nacionales, la falta de coordinación presupuestaria al aplicar/planear estímulos que afectan las primas de riesgo (sobre todo en la zona de euro), la importancia de la orientación futura de las políticas del banco central (que repercutió en el precio de los activos durante los episodios del *taper tantrum*), etc. En estas circunstancias especiales de política monetaria no convencional, las EME consideraron y empezaron a utilizar cada vez más las políticas macroprudenciales y las medidas para regular las entradas de capital como puntales útiles contra la entrada de capitales excesiva y desestabilizadora, la apreciación del tipo de cambio y la exuberancia financiera importada. Pero además de los posibles costos para el bienestar asociados a las medidas para regular las entradas de capital, el uso descoordinado y no sistemático de políticas macroprudenciales también empezó a mostrar externalidades negativas

potenciales. Si no se hace algo al respecto, el uso descoordinado de las políticas macroprudenciales podría verse como el inicio de una posible *guerra regulatoria* entre países.

Por lo tanto, parece que estamos en una coyuntura importante en la era posterior a la crisis financiera internacional. Una opinión realista asevera que la coordinación internacional concreta de políticas monetarias, aunque deseable, está muy lejos de volverse realidad. Pero aunque tal coordinación sea inalcanzable por el momento, también sabemos que el financiamiento globalizado seguirá dando pie a que los movimientos del capital afecten el precio de los activos locales e internacionales, incluido el tipo de cambio, a pesar (o a causa) de las intervenciones de política en las economías avanzadas y en las emergentes. También sabemos que la política monetaria y las políticas macroprudenciales afectan la estabilidad financiera. Una gran cantidad de publicaciones muestra que ocurren fuertes efectos de propagación financiera entre una y otras. En pocas palabras, si sabemos que la política monetaria y las políticas macroprudenciales requieren coordinarse dentro de un país y que las políticas macroprudenciales y las políticas monetarias producen externalidades internacionales negativas, entonces –por lógica– las políticas macroprudenciales también necesitan alguna forma de coordinación internacional. Por otro lado, la coordinación de políticas macroprudenciales podría toparse con menos limitaciones político-económicas que la política monetaria, a la luz de la globalización de las finanzas. El reto actual consiste en tratar de evitar las externalidades negativas que producen las *guerras regulatorias* coordinando las políticas macroprudenciales internacionalmente. Dicha coordinación internacional no sólo podría ayudar a las EME a lidiar con los grandes efectos de propagación financiera, sino que las economías avanzadas también se beneficiarían de menos rebotes provenientes de las EME. Esto representaría un innegable ganar-ganar para la economía mundial.

BIBLIOGRAFÍA

- Agénor, P.-R., y L. Pereira da Silva (2013), *Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World*, Banco Interamericano de Desarrollo y Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, <<http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=38367231>>.
- Agénor, P.-R., K. Alper y L. Pereira da Silva (2014), “Sudden Floods, Macroprudential Regulation and Stability in an Open Economy”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, pp. 68-100.
- Agénor, P.-R. y A. Flamini (2017), “Institutional Mandates for Macroeconomic and Financial Stability”, mimeo.
- Agénor, P.-R., E. Kharroubi, L. Gambacorta, G. Lombardo y L. Pereira da Silva (2017), *The International Dimensions of Macroprudential Policies*, BIS Working Papers, núm. 643.
- Altunbas, Y., M. Binici y L. Gambacorta (2017), *Macroprudential Policy and Bank Risk*, BIS Working Papers, núm. 646.
- Barroso, J., L. Pereira da Silva y A. Sales (2016), “Quantitative Easing and Related Capital Flows into Brazil: Measuring its Effects and Transmission Channels through a Rigorous Counterfactual Evaluation”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 67, pp. 102-122.
- Bernanke, B., y M. Gertler (1999), “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, en *New Challenges for Monetary Policy*, actas del simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto.
- Bernanke, B., y M. Gertler (2001), “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, *American Economic Review*, vol. 91, pp. 253-257.
- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999), “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, en *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C, Handbooks in Economics, vol. 15, Elsevier, pp. 1341-1393.
- Blanchard, O. (2017), “Currency Wars, Coordination, and Capital Controls”, *International Journal of Central Banking*, vol. 13, junio, pp. 283-308.
- Blinder, A. (2013), *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*, Penguin.
- Boar, C., L. Gambacorta, G. Lombardo y L. Pereira da Silva (2017), “Finance and Macroeconomic Performance. Is There a Role for Macroprudential Policies?”, *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 71-88.
- Borio, C. (2016), “Towards a Financial Stability-oriented Monetary Policy Framework?”, presentación en Central Banking in Times of Change, conferencia con motivo del 200 aniversario del Banco Central de la República de Austria, Viena, 13 y 14 de septiembre.

- Borio, C., y W. White (2003), "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes", en *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, actas del simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto.
- Brainard, L. (2017), "Cross-border Spillovers of Balance Sheet Normalisation", comentarios en la conferencia Normalising Central Banks' Balance Sheets: What Is the New Normal?, Universidad de Columbia.
- Bruno, V., y H. S. Shin (2015), "Capital Flows and the Risk-taking Channel of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pp. 119-132.
- Buch, C. (2017): "Data Needs and Statistics Compilation for Macroprudential Analysis", comentarios a la conferencia principal en el taller Irving Fisher Committee-National Bank of Belgium, Bruselas, 18 de mayo.
- Canzoneri, M., y J. Gray (1985), "Monetary Policy Games and the Consequences of Non-cooperative Behaviour", *International Economic Review*, vol. 26, pp. 547-564.
- Caruana, J. (2013), "Ebbing Global Liquidity and Monetary Policy Interactions", discurso en la Quinta Reunión Cumbre de Bancos Centrales sobre Metas de Inflación del Banco Central de Chile denominada Global Liquidity, Capital Flows and Policy Coordination, Santiago, Chile, 15 de noviembre.
- Caruana, J. (2015), "Beyond Zero Rates and Unconventional Monetary Policy", comentarios del panel en la sexta conferencia anual organizada por el Banco Central de Reserva del Perú y el Reinventing Bretton Woods Committee respecto a Monetary and Financial Shifts: Challenges and Possible Outcomes, Lima, 6 de octubre.
- Cecchetti, S., H. Genberg y S. Wadhvani (2002), "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework", en W. Hunter, G. Kaufman y M. Pomerleano (eds.), *Asset Price Bubbles: Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, MIT Press, pp. 427-444.
- Cecchetti, S., y P. Tucker (2016), *Is There Macroprudential Policy without International Cooperation?*, documentos de análisis del CEPR, núm. DP11042.
- Cerutti, E., S. Claessens y L. Laeven (2017a), "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence", *Journal of Financial Stability*, vol. 28, pp. 203-224.
- Cerutti, E., R. Correa, E. Fiorentino y E. Segalla (2017b), "Changes in Prudential Policy Instruments—A New Cross-country Database", *International Journal of Central Banking*, marzo, pp. 477-503.
- Claessens, S., R. Herring y D. Schoenmaker (2010), *A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions*, Geneva Reports on the World Economy, núm. 12.
- Claessens, S., S. Ghosh y R. Mihet (2013), "Macroprudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities", *Journal of International Money and Finance*, vol. 39, pp. 153-185.
- Committee on the Global Financial System (2010), *Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences*, CGFS Papers, núm. 38.
- Domanski, D., E. Kohlscheen y R. Moreno (2016), "Foreign Exchange Market Intervention in EMEs: What Has Changed?", *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- Dornbusch, R., y S. Edwards (1991), *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, National Bureau of Economic Research Conference Report, University of Chicago Press.
- El-Erian, M. (2015), "Tug-of-war Ahead as Central Banks Seek Control", *Financial Times*, 8 de junio.
- Filardo, A., y P. Rungcharoenkitkul (2016), *A Quantitative Case for Leaning against the Wind*, BIS Working Papers, núm. 594.
- FMI (1998), *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, septiembre.
- FMI (2014), *Informe sobre estabilidad financiera mundial*, octubre.

- FMI (2016a), *Informe sobre estabilidad financiera mundial*, abril.
- FMI (2016b), *Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View*, IMF Policy Papers.
- FMI-FSB (2015), “The Financial Crisis and Information Gaps”, Sixth Progress Report on the Implementation of the G-20 Data Gaps Initiative.
- Frankel, J. (2016), “International Coordination”, en R. Glick y M. Spiegel (eds.), *Policy Challenges in a Diverging Global Economy*, Banco de la Reserva Federal de San Francisco.
- Garcia, M., M. Chamon y L. Souza (2017), “FX Interventions in Brazil: A Synthetic Control Approach”, mimeo.
- Ghosh, A., y M. Qureshi (2016), *What’s in a Name? That Which We Call Capital Controls*, IMF Working Papers, núm. WP/16/25.
- Ghosh, A., J. D. Ostry y M. Qureshi (2017), *Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?*, IMF Working Papers, núm. WP/17/69, marzo.
- Haldane, A. (2014), “The Age of Asset Management?”, discurso en la London Business School, 4 de abril.
- Hamada, K. (1976), “A Strategic Analysis of Monetary Interdependence”, *Journal of Political Economy*, vol. 84, pp. 677-700.
- Hofmann, B., I. Shim y H. S. Shin (2017), *Sovereign Yields and the Risk-taking Channel of Currency Appreciation*, BIS Working Papers, núm. 538.
- Jeanne, O. (2014), *Macroprudential Policies in a Global Perspective*, NBER Working Paper, núm. 19967.
- King, M. (2003), discurso en la cena de la East Midlands Development Agency/Bank of England, Leicester, 14 de octubre.
- Kuttner, K., y I. Shim (2016), “Can Non-interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies”, *Journal of Financial Stability*, vol. 26, pp. 31-44.
- Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel y X. Wu (2011), *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences*, IMF Working Paper, núm. 11/238.
- Lim, C., I. Krznar, F. Lipinsky, A. Otani y X. Wu (2013), *The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements*, IMF Working Paper, núm. 13/166.
- Miranda-Agrippino, S., y H. Rey (2015), *World Asset Markets and the Global Financial Cycle*, Technical Report, National Bureau of Economic Research.
- Obstfeld, M. (2015), *Trilemmas and Trade-offs: Living with Financial Globalisation*, BIS Working Papers, núm. 480.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh y A. Taylor (2005), “The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 87, núm. 3, agosto, pp. 423-438.
- Pereira da Silva, L. (2015): “‘Sudden Floods’ and Sudden Stops of Capital Flows in an Environment of Ultra-low Interest Rates: An Equal Opportunity Menace for Emerging Market and Advanced Economies Alike”, comentarios en el 51st SEACEN Governors’ High-Level Seminar, Manila, 26 de noviembre.
- Pereira da Silva, L. (2016a), “Some Lessons of the Global Financial Crisis from an EME and a Brazilian Perspective”, en O. Blanchard, R. Rajan, K. Rogoff y L. Summers (eds.), *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, MIT Press.
- Pereira da Silva, L. (2016b), “Towards an Integrated Inflation Targeting Framework in Middle-income”, discurso principal en la Second ECBN Policy Research Conference on Macroprudential Instruments and Financial Cycles, Liubliana, 29 de septiembre.
- Rajan, R. (2014), “Competitive Monetary Easing: Is It Yesterday Once More?”, comentarios en la Brookings Institution, Washington, DC, 10 de abril.
- Ramos-Francia, M., y S. García-Verdú (2015), *Is Trouble Brewing for EMEs?*, BIS Working Papers, núm. 83.
- Rey, H. (2013), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence

- dence”, en *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, actas del simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto, pp. 285-333.
- Rey, H. (2017), “The Global Financial System, the Real Rate of Interest and a Long History of Boom-bust Cycles”, Andrew Crockett Memorial Lecture, BIS, junio.
- Shek, J., I. Shim y H. S. Shin (2015), *Investor Redemptions and Fund Manager Sales of Emerging Market Bonds: How Are They Related?*, BIS Working Papers, núm. 509.
- Svensson, L. (2015), “Cost-benefit Analysis of Leaning against the Wind: Are Costs Always Larger than Benefits, and Even More so with a Less Effective Macroprudential Policy?”, Stockholm School of Economics, inédito, septiembre.
- Taylor, J. (2013), *International Monetary Policy Coordination: Past, Present and Future*, BIS Working Papers, núm. 437.
- Tinbergen, J. (1952), *On the Theory of Economic Policy*, North Holland.
- Turner, P. (2015), “The Tug-of-war with Volatility: Policy Options for Emerging Markets”, *Revue d'économie financière*, núm. 119, pp.227-250.

ÍNDICE 2017

| | Núm. | Pág. |
|---|------|------|
| Bernardini, Marco, Forni, Lorenzo <i>Deuda pública y privada: ¿están en riesgo los mercados emergentes?</i> | 2 | 93 |
| Britton, Katie, Dawks, Lindsey, Debbage, Simon, Idris, Talib <i>Segmentación: ¿qué es y cómo afectará a los bancos y a sus clientes?</i> | 1 | 75 |
| Carney, Mark <i>[Des]Globalización e inflación</i> | 4 | 275 |
| Carrera, Jorge Eduardo, Rodríguez, Esteban, Sardi, Mariano <i>El efecto de la distribución del ingreso sobre la cuenta corriente</i> | 4 | 301 |
| Carrière-Swallow, Yan, Jácome Luis, Magud, Nicolás, Werner Alejandro <i>Banca central en América Latina: el camino hacia adelante</i> | 1 | 37 |
| Castañón Ibarra, Vicente, Ferreira Blando, Olaf Froylan <i>Densidades de cotización en el sistema de ahorro para el retiro en México</i> | 3 | 211 |
| Cecchetti, Stephen, Mancini-Griffoli, Narita, Machiko <i>¿La aplicación prolongada de una política monetaria expansiva aumenta la vulnerabilidad financiera?</i> | 2 | 133 |

| | Núm. | Pág. |
|--|------|------|
| Fender, Ingo, Lewrick, Ulf <i>La suma de todas las partes: el efecto macroeconómico de Basilea III y temas destacados de la reforma</i> | 1 | 1 |
| Hoon Limr, Cheng, Klemm, Alexander D., Ogawa Sumiko, Pani, Marco, Visconti, Claudio <i>Informes de estabilidad financiera en América Latina y el Caribe</i> | 4 | 236 |
| Lusardi, Annamaria, Mitchell, Olivia S. <i>La importancia económica de la alfabetización financiera: teoría y pruebas</i> | 4 | 301 |
| Kaminsky, Graciela Laura <i>Globalización en la periferia: qué se gana y qué se pierde en la política monetaria</i> | 2 | 121 |
| Pereira da Silva, Luiz Awazu <i>Cómo evitar guerras regulatorias con la coordinación internacional de las políticas macroprudenciales</i> | 4 | 333 |
| Pérez Ramírez, Jorge <i>Superstición y fetichismo matemático. La domesticación de la incertidumbre. El caso del riesgo de crédito</i> | 1 | 29 |
| Schoenmaker, Dirk <i>Un enfoque macro para el saneamiento bancario internacional</i> | 3 | 161 |
| Verón, Nicolas <i>Esbozo de los próximos pasos para la arquitectura de supervisión de la Unión Europea</i> | 3 | 199 |
| Wisman, Jon D. <i>La política, no la economía, determina en última instancia la desigualdad</i> | 3 | 179 |

Miembros del CEMLA

ASOCIADOS

| | |
|---|--|
| Banco Central de la República Argentina | Banco Central de Reserva de El Salvador |
| Centrale Bank van Aruba | Banco de Guatemala |
| Central Bank of The Bahamas | Bank of Guyana |
| Central Bank of Barbados | Banque de la République d'Haïti |
| Central Bank of Belize | Banco Central de Honduras |
| Banco Central de Bolivia | Bank of Jamaica |
| Banco Central do Brasil | Banco de México |
| Eastern Caribbean Central Bank | Banco Central de Nicaragua |
| Cayman Islands Monetary Authority | Banco Central del Paraguay |
| Banco Central de Chile | Banco Central de Reserva del Perú |
| Banco de la República (Colombia) | Banco Central de la República Dominicana |
| Banco Central de Costa Rica | Centrale Bank van Suriname |
| Banco Central de Cuba | Central Bank of Trinidad and Tobago |
| Centrale Bank van Curaçao en Sint Maarten | Banco Central del Uruguay |
| Banco Central del Ecuador | Banco Central de Venezuela |

COLABORADORES

Bancos centrales

| | |
|--|-----------------------------|
| Deutsche Bundesbank (Alemania) | Banca d'Italia |
| Bank of Canada | Bangko Sentral ng Pilipinas |
| Banco de España | Banco de Portugal |
| Federal Reserve System (Estados Unidos de América) | Sveriges Riksbank (Suecia) |
| Banque de France | Swiss National Bank |
| | European Central Bank |

Otras instituciones

| | |
|---|--|
| Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador) | Turks and Caicos Islands Financial Services Commission |
| Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador) | Banco Centroamericano de Integración Económica |
| Superintendencia de Bancos de Guatemala | Banco Latinoamericano de Comercio Exterior, S. A. |
| Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras) | CAF-Banco de Desarrollo de América Latina |
| Superintendencia de Bancos de Panamá | Fondo Latinoamericano de Reservas |
| Superintendencia de Bancos (República Dominicana) | |

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

