

Los Riesgos del Estancamiento Secular para Economías Emergentes ¹

Pablo García Silva

Consejero - Banco Central de Chile

Quiero agradecer al Centro de Estudios Públicos por la invitación a conversar sobre los riesgos de un escenario de estancamiento secular para los países emergentes. Por estar en período de silencio dada nuestra próxima divulgación del Informe de Política Monetaria, me abstendré de realizar comentarios sobre coyuntura y política monetaria en Chile.

Aunque en los últimos meses la percepción de que el mundo está en un contexto de reflación más claro, vale la pena revisar los potenciales riesgos de un escenario de estancamiento secular, y cómo pueden impactar a economías emergentes. El foco de esta presentación estará en las implicancias de corto y mediano plazo, particularmente en lo que se refiere a la transmisión y efectos de las políticas monetarias ultra expansivas que los principales bancos centrales han implementado para combatir un escenario de bajo crecimiento y baja inflación.

La transmisión internacional de la política monetaria

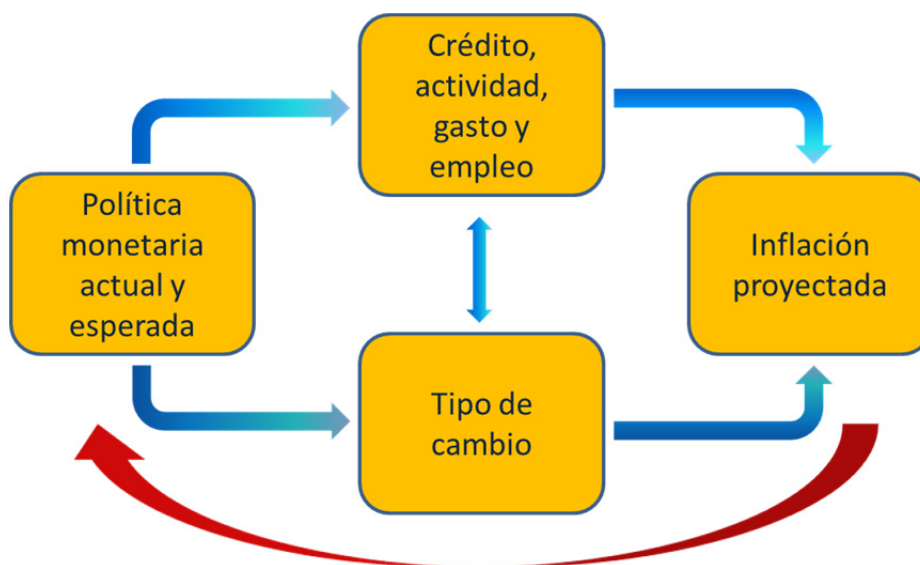
Un punto de partida útil para la discusión es una versión simplificada del mecanismo de transmisión de la política monetaria de economías avanzadas a economías emergentes. Lo habitual es considerar que la política monetaria de los países avanzados tiene dos principales canales a través de los cuales afecta la inflación proyectada y el ciclo económico: el canal crediticio y de gasto, y el canal cambiario.

Una expansión monetaria aumenta la inflación a través de ambos canales, pues facilita la generación de crédito, incentiva adelantar decisiones de consumo e inversión, y deprecia el valor de la moneda. Un entorno de débil crecimiento del gasto y la inversión, y que termina en bajas cifras de inflación, tal como se ha visto en el mundo avanzado durante los años recientes, suele llevar a las autoridades monetarias a intentar políticas monetarias expansivas.

¹ Presentación realizada en el Centro de Estudios Públicos, 30 de Mayo 2017. Se basa en trabajos recientes del autor sobre la misma materia, en particular “Latin America’s Challenges in an Era of Secular Stagnation”, presentado en el Peterson Institute for International Economics y publicado como Documento de Política Económica del BCCh No 60, y la presentación en el seminario Bloomberg FX16.

El diagrama que sigue muestra esta transmisión de política monetaria de manera esquemática, lo que de hecho no difiere de como se entiende la transmisión de la política monetaria en los esquemas de metas de inflación.²

Gráfico 1 – Mecanismos de transmisión de la política monetaria



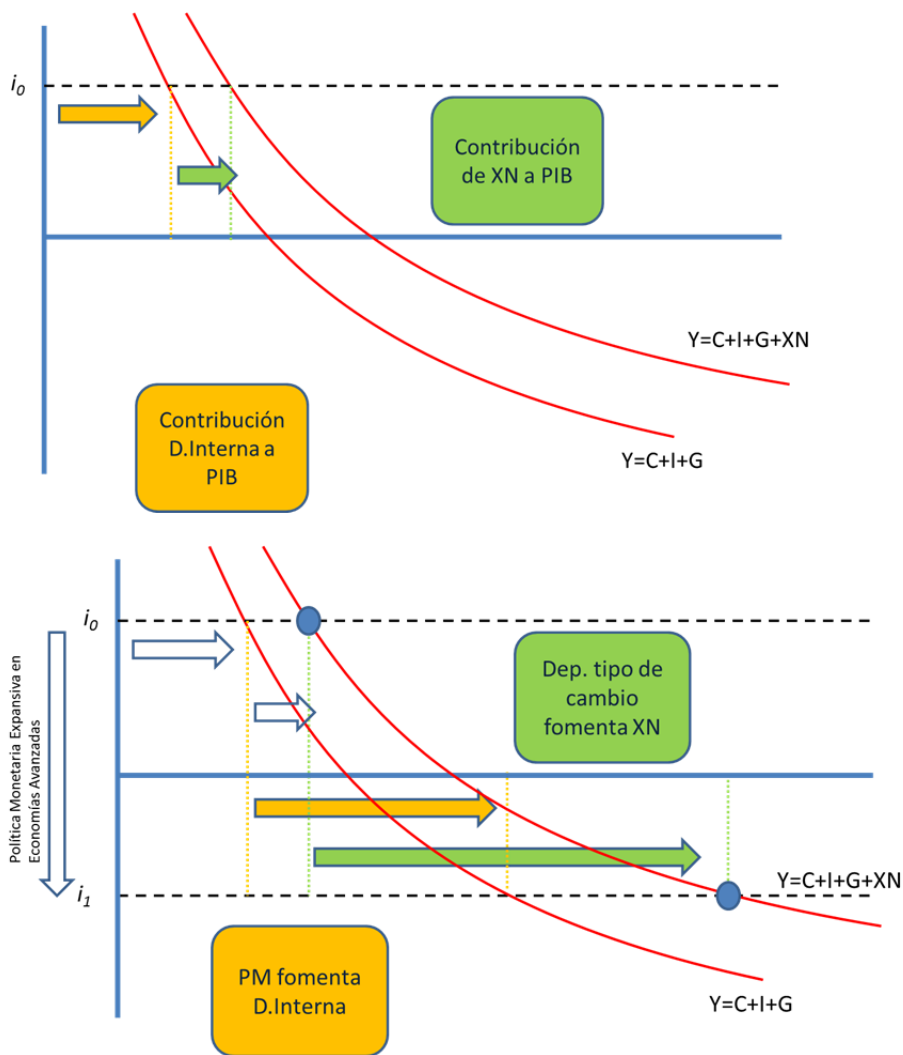
Supongamos ahora que en una economía globalizada el ciclo económico en el mundo avanzado (por ejemplo EE.UU.) evoluciona de acuerdo a procesos intrínsecos a dichas economías, como sus dinámicas fiscales, el desapalancamiento luego de crisis financieras, o *booms* crediticios. La política monetaria en dichas economías opera alterando su tasa de interés, lo que modifica las condiciones crediticias y también el valor de la moneda (el dólar). ¿Cómo se transmite esto al resto del mundo?

Tomemos como ejemplo un relajamiento monetario en EE.UU. para enfrentar una economía debilitada. Ello incentiva el crédito y el gasto, además de depreciar el dólar en el mundo. Lo primero aumenta la demanda por exportaciones desde países emergentes, por lo que el efecto es expansivo e inflacionario. Lo segundo es desinflacionario y contractivo para la actividad transable en economías emergentes pues reduce su competitividad. Puesto de manera simple, una política monetaria expansiva en las economías avanzadas impulsa el crecimiento doméstico tanto por el lado del gasto como del lado cambiario, mientras que dichos efectos se transmiten en direcciones opuestas a las economías

² Una versión más detallada de los mecanismos de transmisión se puede encontrar en el Recuadro 5 de [La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación](#), Banco Central de Chile (2007).

emergentes. El Gráfico 2 muestra en el espacio tasa de interés y actividad económica el efecto de un relajamiento monetario en el mundo avanzado.

Gráfico 2 – El efecto de una expansión monetaria en condiciones normales

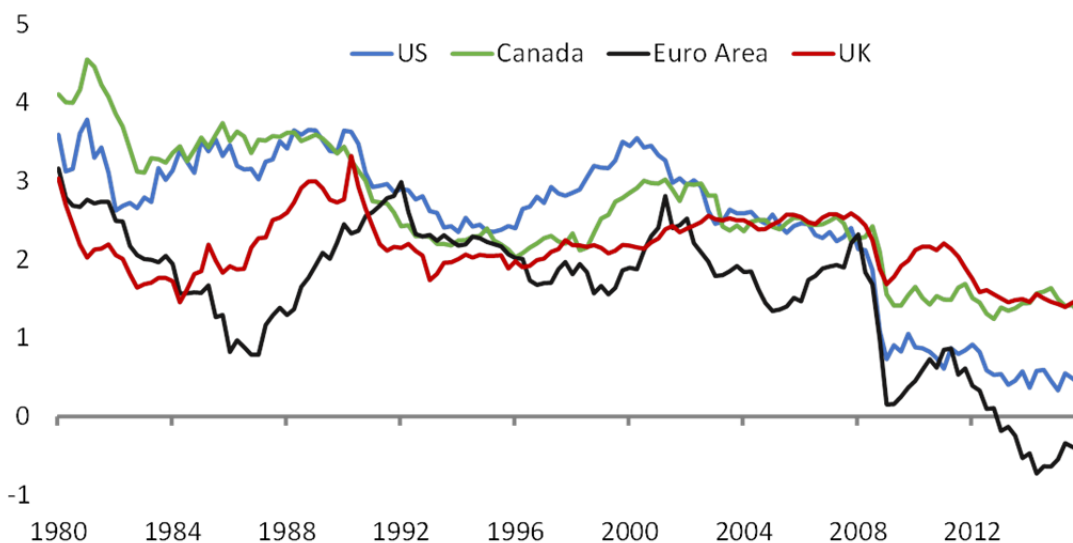


El efecto del estancamiento secular

¿En qué se diferencia el ajuste anterior cuando se está en presencia de estancamiento secular? Una forma muy sencilla de definir esta situación de estancamiento secular es asociándolo a que la economía transita por una trampa de liquidez debido a una caída relevante de la demanda por inversión. Si materializa una reducción importante de la demanda por inversión en las principales economías avanzadas, lo que implica que para lograr estimular el gasto la tasa de interés real de corto plazo debe tornarse significativamente negativa. Sin embargo, la existencia de una trampa de liquidez impone límites a lo reducida que puede ser la tasa de interés nominal de corto plazo, lo que dificulta por tanto el ajuste macroeconómico hacia una utilización más plena de la capacidad instalada.

Existe evidencia de que la tasa de interés real neutral se ha reducido de manera relevante. El Gráfico 3 muestra estimaciones de estas tasas reales neutrales para las principales economías.

Gráfico 3 – Tasas reales neutrales



Fuente: Holston, Laubach and Williams - Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. August 2016

El Gráfico 4 muestra el resultado de una expansión monetaria en economías avanzadas pero donde la respuesta de la demanda interna se detiene cuando la tasa de interés es igual a cero, producto de la trampa de liquidez. Nótese que el impacto del relajamiento monetario no se ve acotado en su efecto sobre exportaciones netas.

Gráfico 4 – El efecto de una expansión monetaria con estancamiento secular

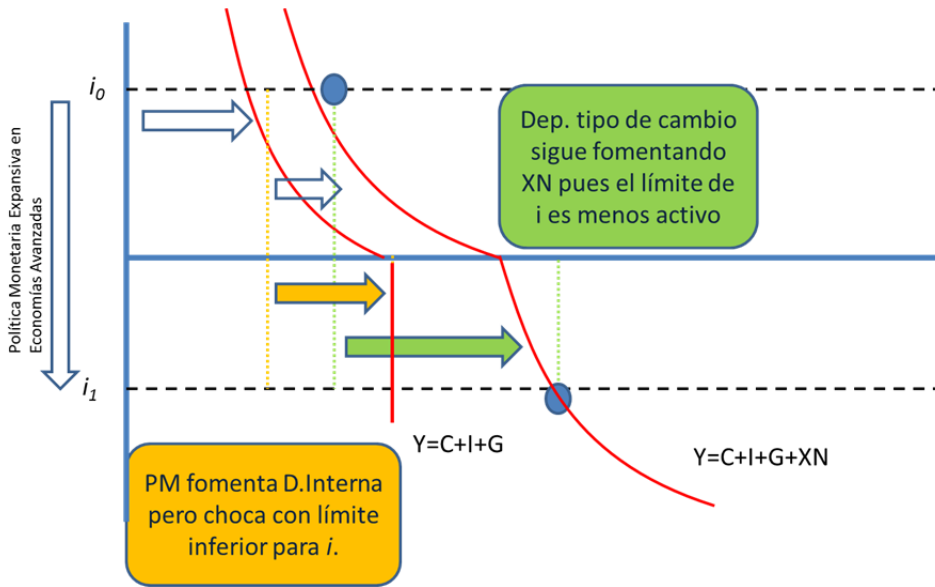
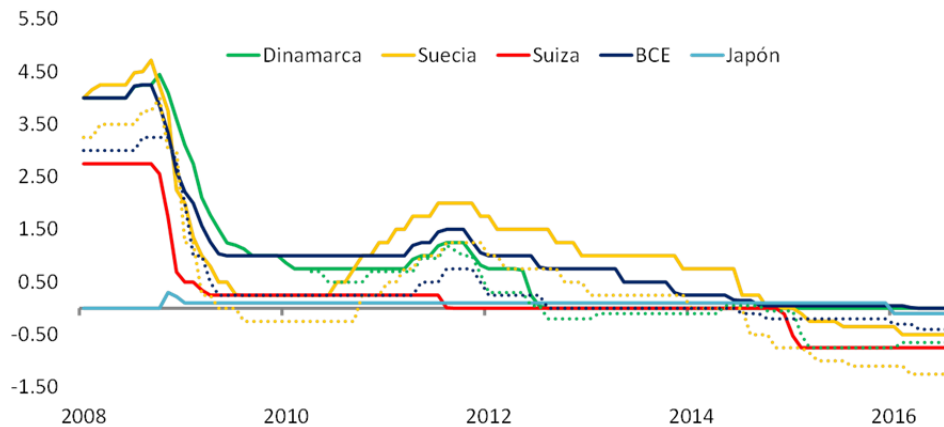


Gráfico 5 - Política monetaria en Europa y Japón

Tasas de interés de corto plazo



(*) Línea continua corresponde a las tasas de política monetaria, mientras que las líneas punteadas indican tasas de depósito overnight.

Esta ausencia de límite a la capacidad de la política monetaria de afectar exportaciones netas en el mundo avanzado, pero sí a su relativa mayor incapacidad para incidir en la inversión, puede explicarse porque la transmisión de este tipo de expansión monetaria difiere significativamente del que se experimentó en períodos recientes, como en 2010-2013.

En efecto, debido a razones de organización de mercado y regulatorias, la política de tasas de interés de corto plazo negativas no se ha trasladado a tasas de depósito igualmente negativas para los clientes minoristas de la banca en esas economías, lo cual debiese ser el principal mecanismo de incidencia en decisiones de ahorro e inversión. Como los bancos centrales han también utilizado expansión cuantitativa en todo tipo de activos, las tasas de interés de mercado y las primas por riesgo crediticio se han comprimido. Así, el habitual efecto positivo de una política monetaria expansiva sobre el margen de intereses de la banca no se ha materializado con la misma fuerza en la coyuntura actual, o incluso puede estar operando en reversa.³

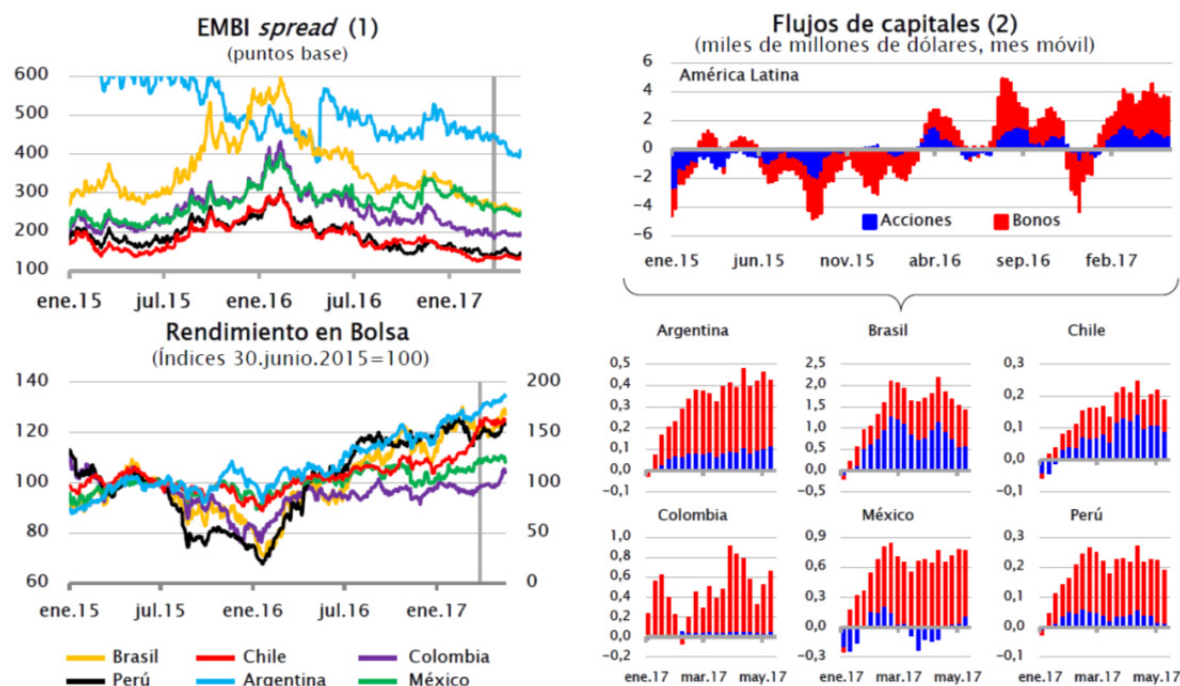
Por el contrario, el efecto de esta política monetaria vía el canal cambiario opera sin impedimentos, o incluso con mayor fuerza, gracias a las características del proceso de expansión cuantitativa de los balances de los bancos centrales que evitan empinamientos en la curva de rendimiento. En circunstancias normales, esto acotaría en algo el efecto de transmisión cambiario.

Creo que este tipo de fenómeno es el que está detrás de lo que hemos visto a lo largo del último tiempo: políticas monetarias que siguen siendo expansivas en el mundo avanzado, apreciación cambiaria y flujos de capital hacia el mundo emergente, pero una muy leve reacción del crédito, el gasto y la actividad económica. La estabilización de los precios de productos básicos es también un reflejo de lo anterior.

Volviendo a los mecanismos de transmisión de la política monetaria tradicionales, esto se puede también expresar como que el efecto expansivo en economías emergentes de políticas monetarias estimulativas en el mundo avanzado se ha visto amortiguado por la existencia de un problema de estancamiento secular.

³ [Markus Brunnermeier y Yann Koby \(2016\) "The Reversal Interest Rate: The Effective Lower Bound of Monetary Policy"](#).

Gráfico 6 – Flujos de capitales a economías emergentes



Conclusiones

El riesgo de una situación de estancamiento secular en el mundo avanzado ha estado vinculado con políticas monetarias ultra expansivas en las principales zonas económicas. En la medida que esta situación persista, es posible que el combate a presiones desinflacionarias en el mundo se traslade hacia un mayor fortalecimiento cambiario en economías emergentes. Ello, en un contexto de bajo crecimiento en el mundo avanzado configura un cuadro de debilidad que se transmite en general a lo largo de distintas zonas económicas. Larry Summers ha asociado esto con el “spreading of secular stagnation”.

La prevalencia de un escenario de riesgo de bajo crecimiento, presiones desinflacionarias y apreciación cambiaria podrían generar un dilema de política relevante en el caso de que el instrumental monetario estuviera llegando a su límite en las economías emergentes. Aunque esto se ha visto en diversas economías avanzadas, incluso financieramente estables, por ahora no ha sido el caso en economías emergentes. El historial de inflación elevada es, en este caso, un soporte para que las expectativas de inflación no caigan de manera significativa. Por lo mismo, el nivel de tasas de interés de política monetaria en el mundo emergente está también lejano de los límites a que ha llegado en economías avanzadas. Las novedades más recientes en las economías avanzadas son tentativas aún, pero en la medida que consoliden una visión de que dichas economías están en un

proceso más balanceado de crecimiento y reflación entre zonas económicas, a través de sectores económicos y componentes del gasto, podremos esperar que el estancamiento secular siga siendo solo un escenario de riesgo.