

NOTA 47. ESTABILIDAD FINANCIERA Y FLUJO DE CAPITAL

Septiembre 3 de 2013

1. El ex Secretario de Hacienda y ex Gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz, señaló recientemente que en el gobierno mexicano se pensó que tras la crisis financiera de finales de 1994, el objetivo principal debía ser conseguir y mantener la estabilidad macroeconómica. Es más, eso debía ser una condición necesaria y suficiente para que la economía retomara un ritmo de crecimiento más elevado y sostenido. Esto, reconoció abiertamente, no sucedió.

El actual gobierno sigue sosteniendo que dicha estabilidad es un requisito indispensable de la política económica y sobre ella se montan las reformas financiera, la energética y la fiscal. La primera para aumentar el nivel del crédito bancario y aminorar sus costos, en especial para las PyMEs; la segunda para alentar la inversión privada en las industrias del petróleo y la electricidad; y la tercera para elevar los ingresos del gobierno y compensar la pérdida de las transferencias tributarias de Pemex.

Las dos primeras reformas se conocen, ya están en el Congreso y se aprobarán. La tercera está aun por presentarse y representa el complemento necesario de las dos anteriores. Juntas serán la plataforma para presentar el Presupuesto de Egresos y Ley de Ingresos para 2014.

2. El entorno financiero global sigue siendo inestable. Además de la situación de fragilidad de los grandes bancos en Estados Unidos y Europa y que se trasmite a otras economías, inciden los cambios en la política monetaria de la Reserva Federal, en especial la expectativa de reducir en los próximos meses la tercera etapa de relajamiento monetario. Esto significó la compra de 85 mil millones de dólares al mes de bonos del tesoro y valores hipotecarios, lo que alzó su precio y mantuvo bajas las tasas de interés.

La liquidez en aumento se desplazó hacia los países emergentes, entre ellos México, para aprovechar los diferenciales de rendimiento de los bonos gubernamentales, al tiempo que se fortalecieron sus monedas frente al dólar. Con la mayor restricción que se anuncia, se espera una salida de capitales y, con ello, un menor ritmo de expansión de las economías receptoras de las inversiones en cartera. Estos se quejan de lo que consideran como una falta

de transparencia en el proceso de la política monetaria de la Fed. “Vivimos en un mundo interdependiente por lo que este asunto debe discutirse de una mejor manera” dijo apenas el ministro de finanzas de Indonesia.

En México, los datos de la balanza de pagos muestran que la posición de no residentes en títulos de renta variable llegó a un nivel máximo de 181.5 mil millones de dólares en enero de 2013 y al mes de julio el saldo era de 160.2 mil millones (una reducción de 11.6 por ciento). La inversión extranjera total en valores del sector público alcanzó su saldo máximo en abril de este año con 140.9 mil millones de dólares y cerró en junio con 130.1 mil millones.

Morgan Stanley lo ha puesto así: “La marea del desempeño positivo de las economías emergentes y del relajamiento monetario en Estados Unidos produjo un influjo de capital en las primeras. Ambas fuerzas son ahora menos potentes y plantean la pregunta de si la marea retrocederá llevándose los flujos de capital. Si es así, ¿lo hará lentamente con una disminución de los flujos de entrada o será con un alto súbito? Los países más expuestos son Brasil, México, Sudáfrica, Turquía y Ucrania”. Desde principios de mayo pasado la rupia hindú se ha depreciado 23% ante el dólar, la lira turca 15% y la rupia indonesia 16 por ciento.

3. Las políticas monetarias de los países desarrollados se han definido como “no convencionales” debido al efecto de la crisis financiera en curso. Los flujos de capital hacia las economías emergentes se estiman en el orden de 1 trillón de dólares al año. Con ello aumentó el crédito en varios países receptores, se elevaron los precios de los activos y se fue acrecentando la vulnerabilidad financiera.

La restricción monetaria de la Fed implica ajustes necesarios en las economías donde entraron los capitales (gestión de la liquidez, tasas de interés, disponibilidad de crédito y tipo de cambio). Un asunto a considerar es cómo será la “normalización” de las tasas de interés luego de haber estado en el límite de prácticamente cero por ciento.

México cuenta, en esta situación de ajuste, con una defensa que es la abundancia de reservas internacionales y la renovación que se hizo en diciembre de 2012 de la línea flexible de crédito del FMI por 73 mil millones de dólares, la cual está diseñada para apoyar la política económica y servir de amortiguador ante los riesgos globales.

Otro asunto que repercutirá sobre el proceso de ajuste es el de la guía hacia delante (“forward guidance”). La Fed lo describe así: “Mediante la guía hacia delante, el Comité Federal

del Mercado Abierto provee una indicación a los hogares, negocios e inversionistas con respecto a la postura de política monetaria que prevalecerá en el futuro” en cuanto a la tasa de fondos federales. Esto altera las expectativas sobre la tasa de interés de largo plazo y el costo del crédito.

4. La política monetaria en los países emergentes tendrá que adecuarse a las nuevas condiciones de liquidez y de los flujos internacionales de capital. Este fue el tema de discusión en el simposio de política económica que auspicia la Fed de Kansas cada año en Jackson Hole (agosto 22-24, 2013) y que giró en torno a las políticas monetarias no convencionales y el efecto del fin de QE3.

Ante la salida de capitales se ha puesto nuevamente sobre la mesa el llamado “trilema” que enfrenta la gestión monetaria. La idea convencional es que se debe optar entre los flujos libres de capital, una tasa de cambio fijo y una política monetaria independiente. Las economías deben, según esta visión, estar entre dos de ellas. Si se tiene apertura a los flujos de capital se puede tener un tipo de cambio fijo, siempre y cuando la gestión monetaria se supedite a su mantenimiento (mediante la elevación de las tasas de interés). Alternativamente, una economía puede tener flujos libres de capital y una política monetaria independiente si deja flotar sin restricción el tipo de cambio. Cabe, por supuesto, una intervención acomodaticia en el mercado cambiario, o bien, aplicar controles a los capitales.

En un trabajo presentado¹ en Jackson Hole y que ha sido ampliamente comentado se plantea una postura más restringida en función de las idas y venidas de los flujos de capital: “El ciclo financiero global transforma el “trilema” en dilema, o en un dúo irreconciliable: la política monetaria independiente es posible sí y solo sí se administra la cuenta de capital” de la balanza de pagos y esto de manera directa o indirecta por medio de las políticas macroprudenciales.

En este sentido Agustín Carstens (gobernador de Banxico) señaló en ese mismo foro que: “Lo que tendría un mayor impacto en estos momentos sería contar con una mucho mejor y clara implementación de la moderación en la expansión monetaria”. “Si se sigue consintiendo a los mercados, la entrada de capitales puede ser tal que se acumulen los riesgos contra la estabilidad en las economías emergentes”. “El acomodo no convencional tiene efectos indeseables en los mercados emergentes aun cuando tiendan a estabilizar a la economía

¹ Ver Hélène Rey; Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. Disponible en: www.kc.frb.org



global”. Un aspecto relevante en términos del dilema de política monetaria planteado más arriba fue su señalamiento de que aceptar cada vez más la alta paridad de la moneda no es factible; “en un cierto momento será demasiado; la apreciación del tipo de cambio real tiene repercusiones reales”. Si la paridad sube demasiado es “perfectamente racional y deseable” jalarla de regreso.

Este documento es propiedad de la Unión de Instituciones Financieras Mexicanas A.C., su uso es exclusivo de sus asociados y debe ser tratado como información confidencial. Queda prohibida la copia parcial o total de este documento.