

# **Políticas Económicas aplicadas por los países emergentes**

**Gabriel Loza Tellería**

**IX Jornada Monetaria**

**Banco Central de Bolivia**

**La Paz 23 de julio de 2015**

# ¿Fin de Fiesta de las EMs?

- Estaba de moda la Convergencia de las EMs: cierre de la brecha de ingreso con las economías avanzadas.
- Las altas tasas de crecimiento, reflejaban incrementos de la productividad y una confluencia de condiciones externas favorables. FMI (2014)
- Dani Rodrik (2014):
- "Yo siempre escribí que el sendero a la convergencia que hemos experimentado durante dos décadas era insostenible. **Había factores temporales** (capital barato, bajas tasas de interés, precios altos de commodities, rápida expansión de China), los cuales podían empezar a revertirse".
- Así realmente sucedió.

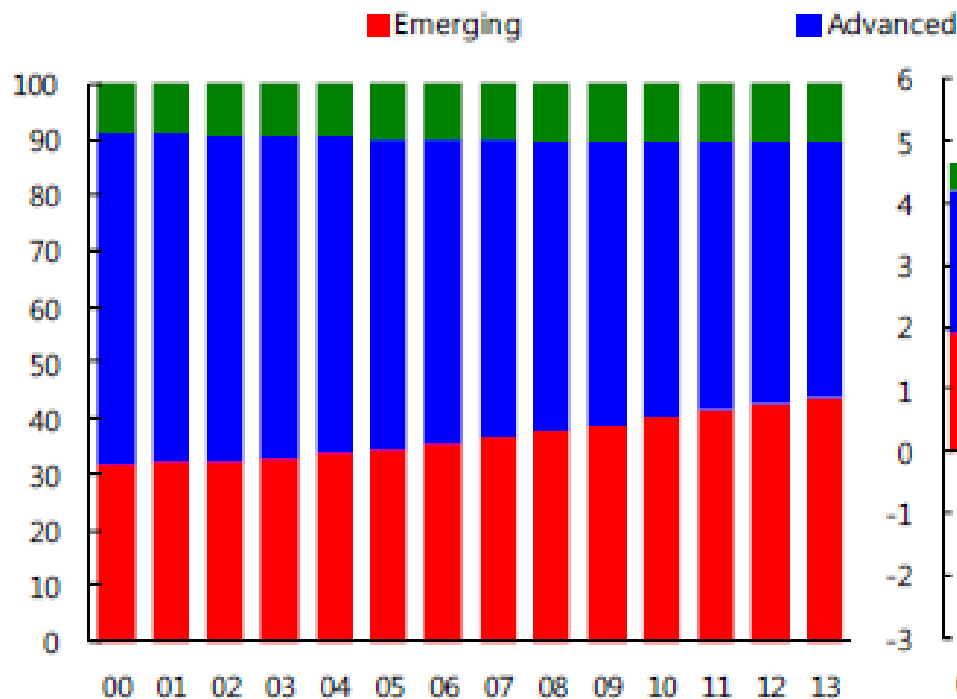
# **Respuestas de Política Fiscal y Monetaria en los emergentes de América del Sur**

1. Auge y declinación de las Economías Emergentes
2. Taxonomía de las Economías Emergentes
3. Reacciones de Política Económica:  
dependerán del tipo de shocks y el régimen monetario y cambiario.
4. Conclusiones

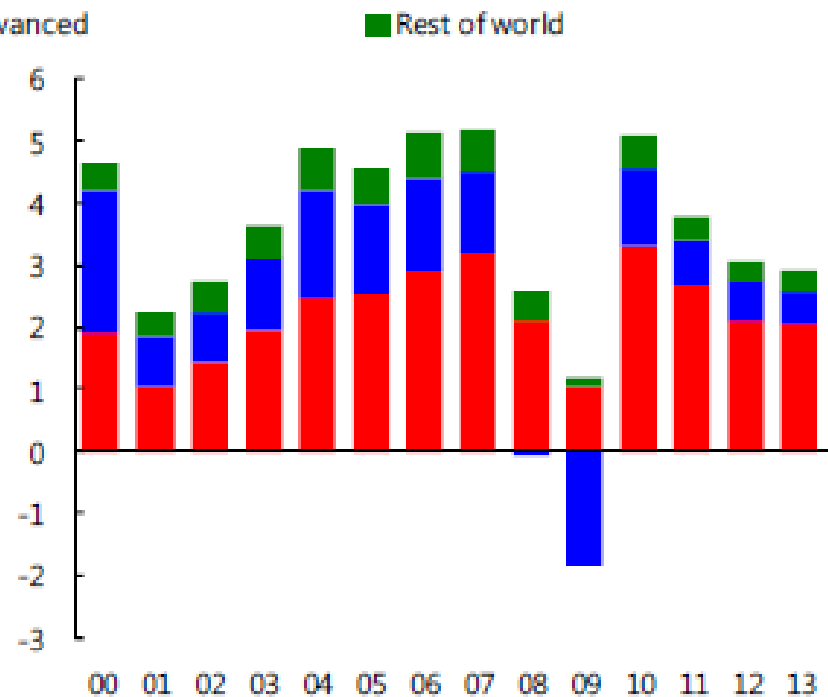
# **1. AUGUE Y DECLINACIÓN DE LAS EMs**

# Participación y contribución a la tasa de crecimiento del producto mundial

Participación en el Producto Mundial  
En porcentajes

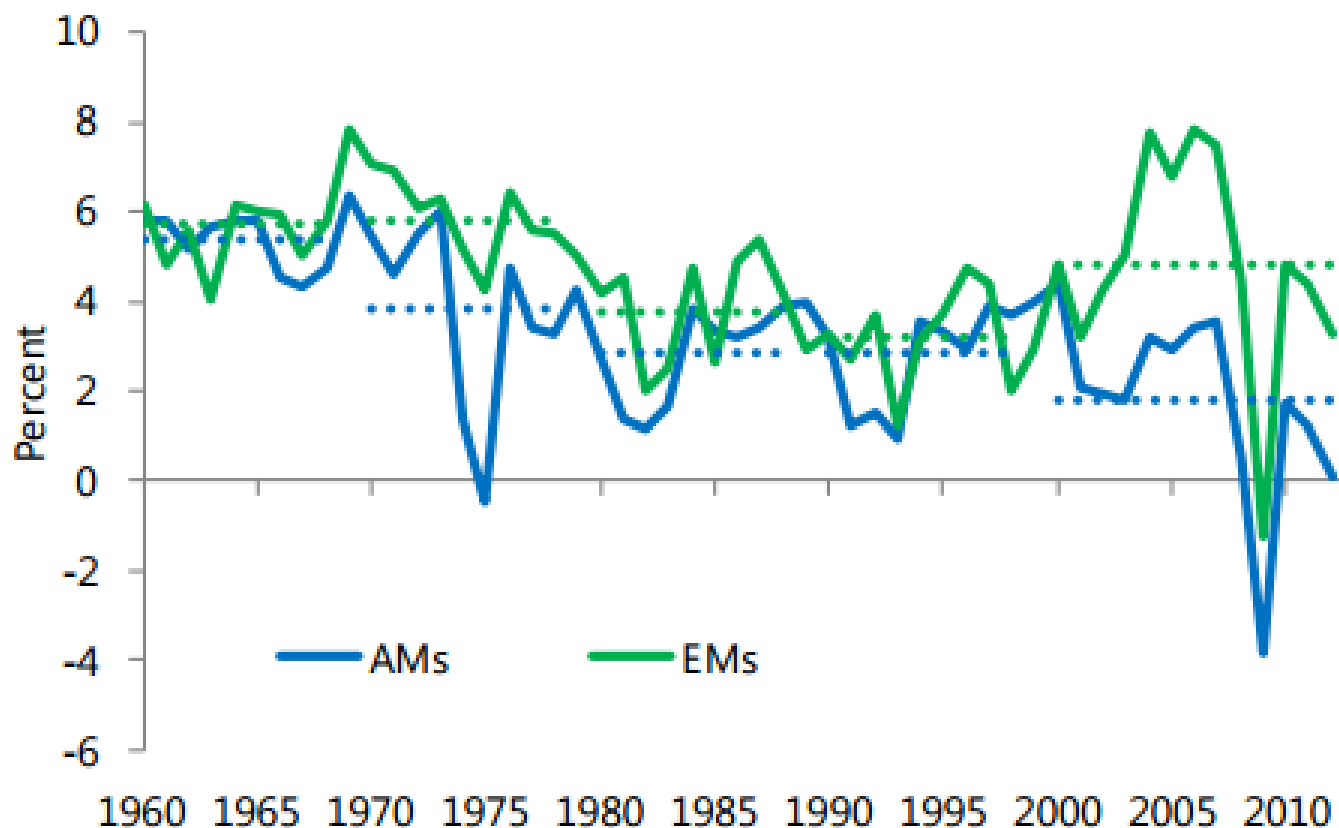


Contribución al crecimiento global  
En porcentajes



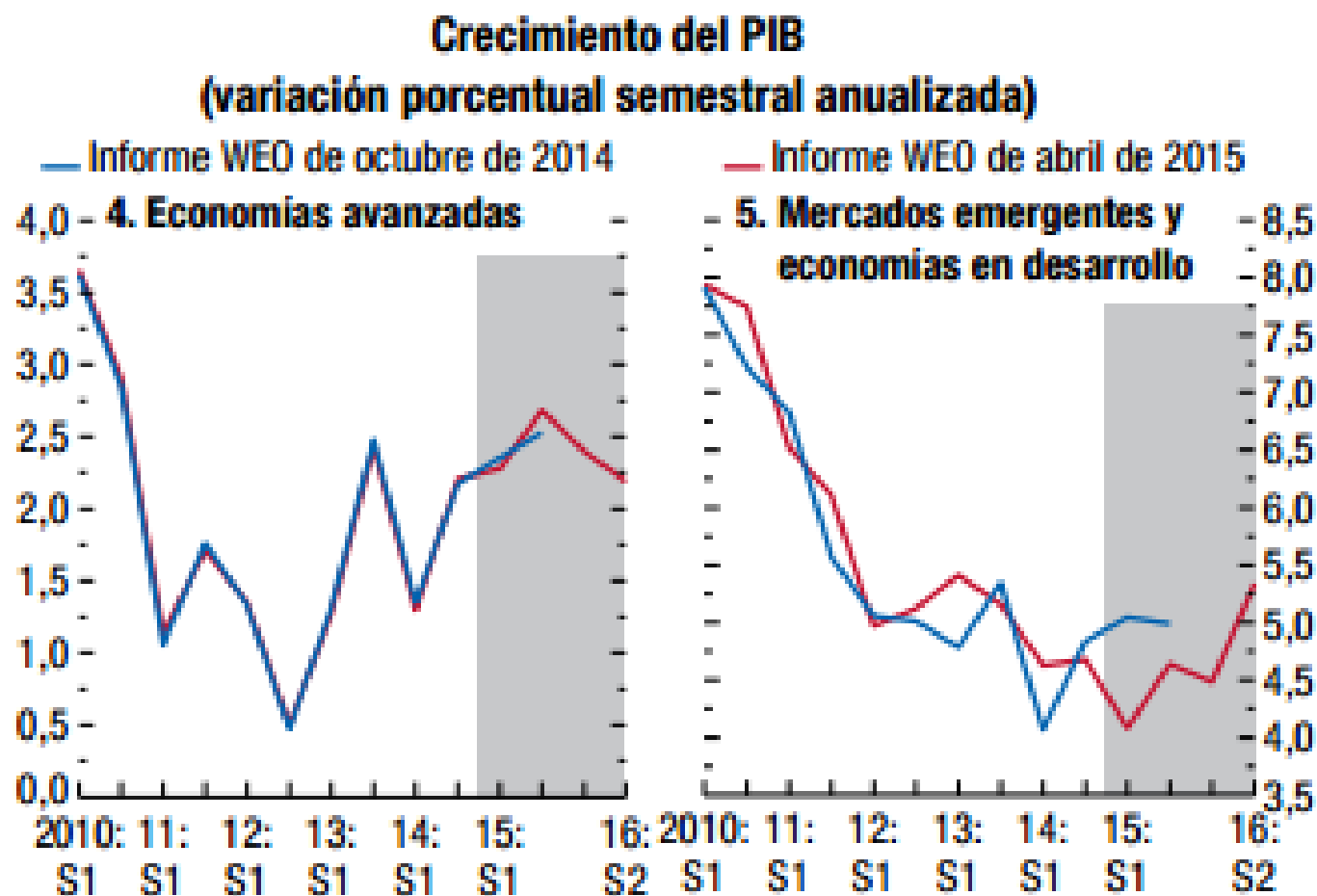
# Crecimiento espectacular de los Emergentes entre 2002 y 2011

Tasas de crecimiento del PIB: 1960-2013



IMF (2014b). Emerging Markets In Transition: Growth Prospects and Challenges. IMF Staff Discussion Note. June 2014.

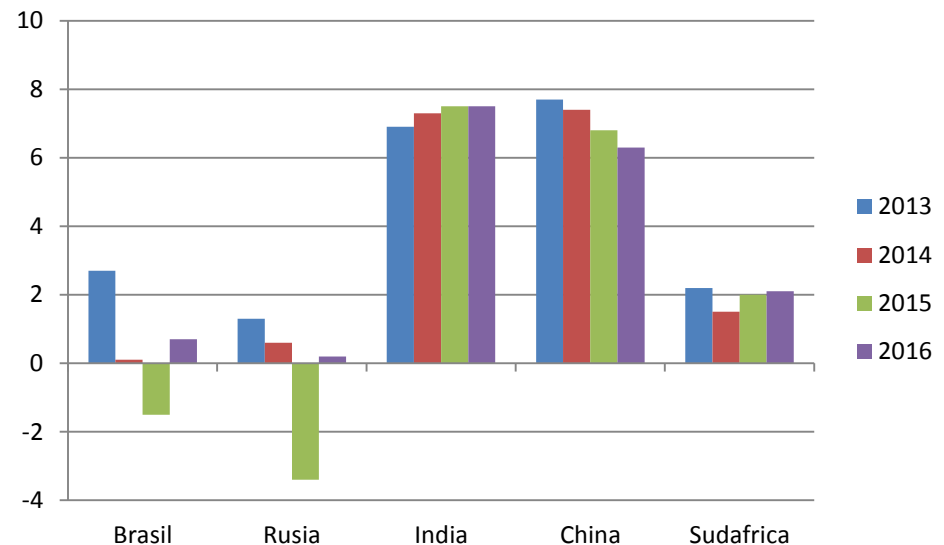
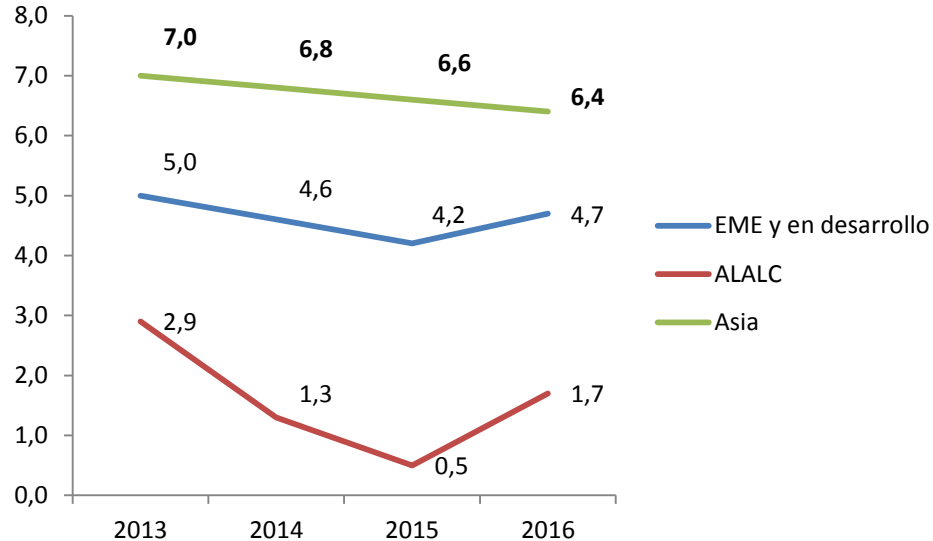
# Desaceleración en los últimos 4 años de las EMs y perspectivas modestas



Fuente: Extraído FMI (2015b) y FMI (2015 a).

# Perspectivas EMs y BRICS 2015-2016

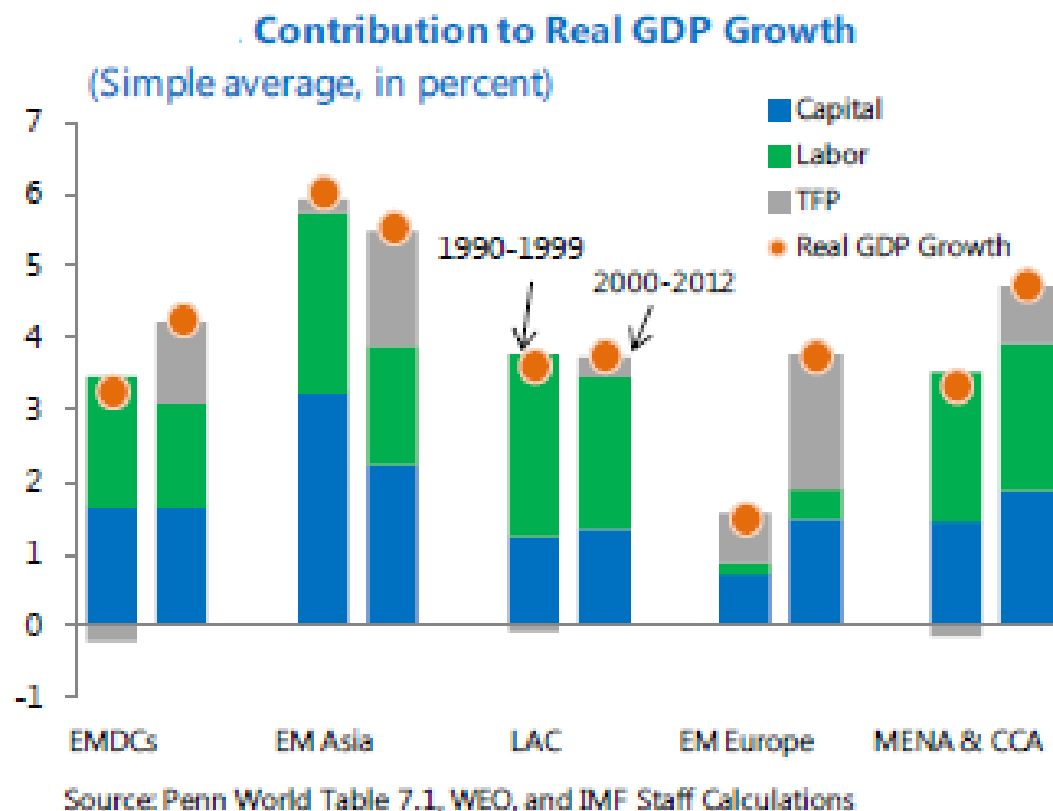
En porcentajes



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, Julio 2015.



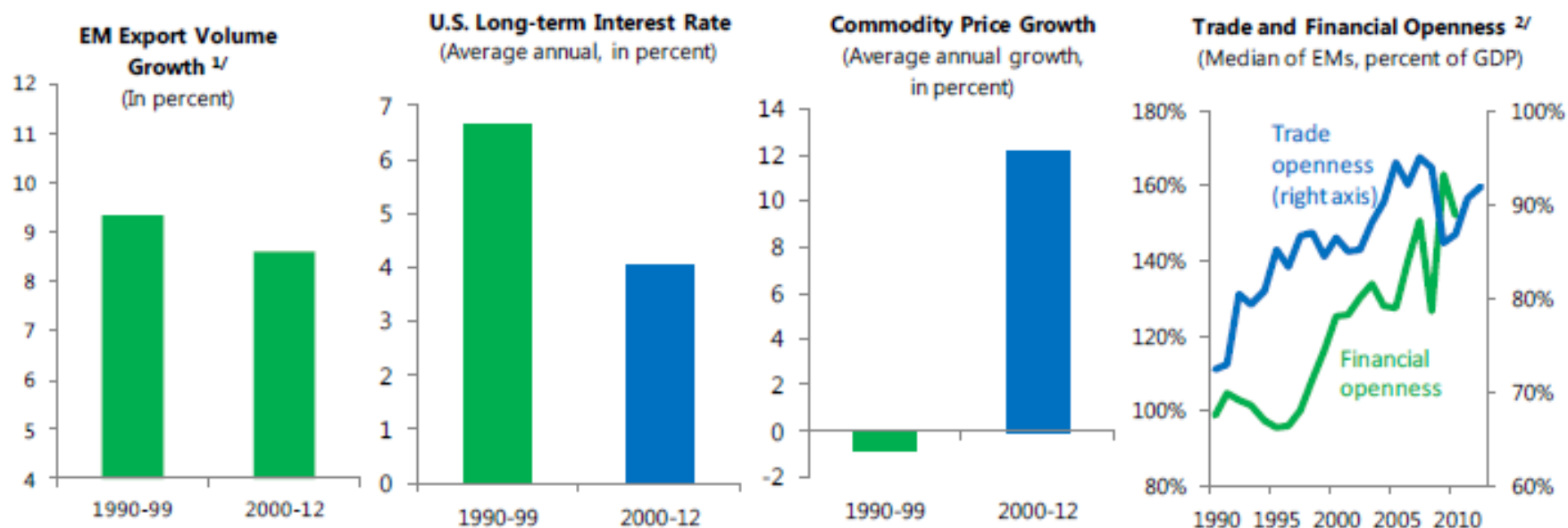
# Alto crecimiento de la productividad contribuyó a la convergencia



Fuente: Extraído de FMI (2014b)

# Favorables condiciones externas, apertura comercial y financiera explican el 50% del crecimiento de los EMs

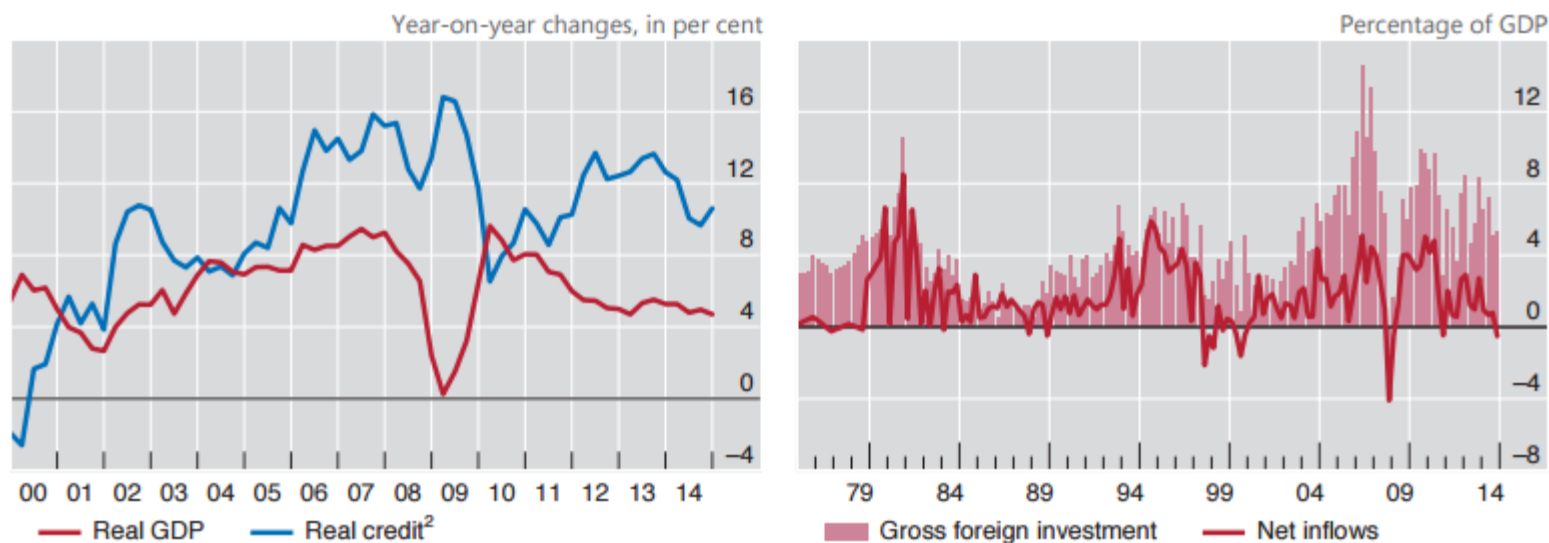
Favorable External Conditions and Increased Integration, 1990-2012



Fuente: Extraído de IMF (2014b).

# Crecimiento del PIB, Crédito y Entradas de Capital de las EMs

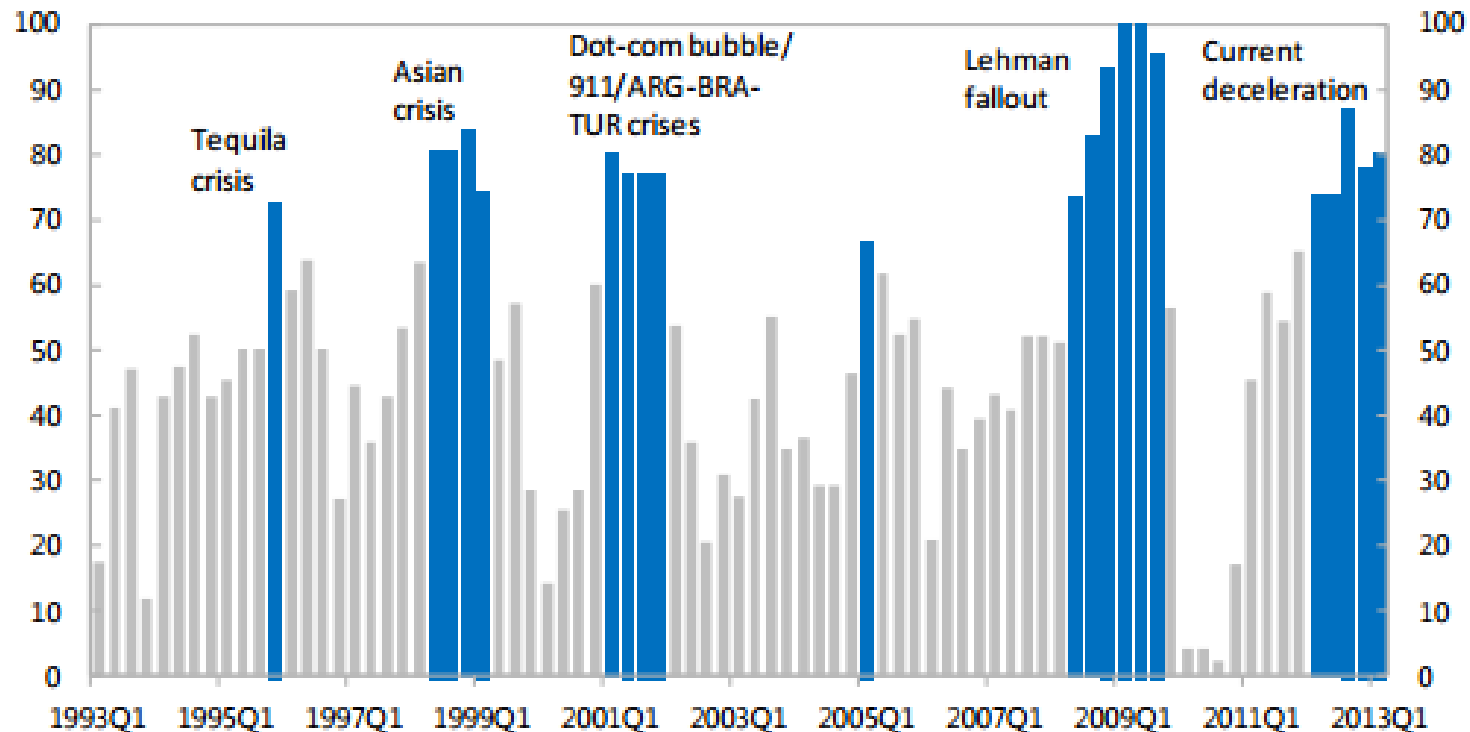
El rápido crecimiento desde 2002 asociado **al boom financiero**, impulsado por grandes entradas de capitales y una política monetaria acomodaticia tanto doméstica como externa



Fuente: BIS (2015), 85° Informe Anual

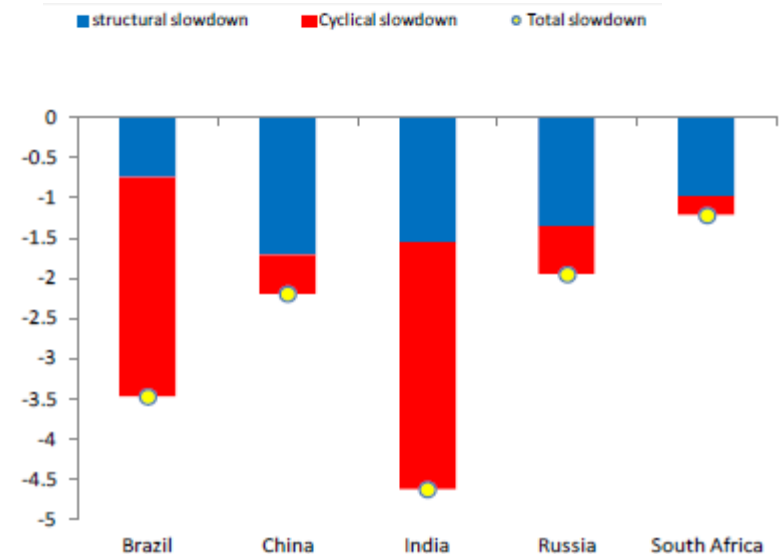
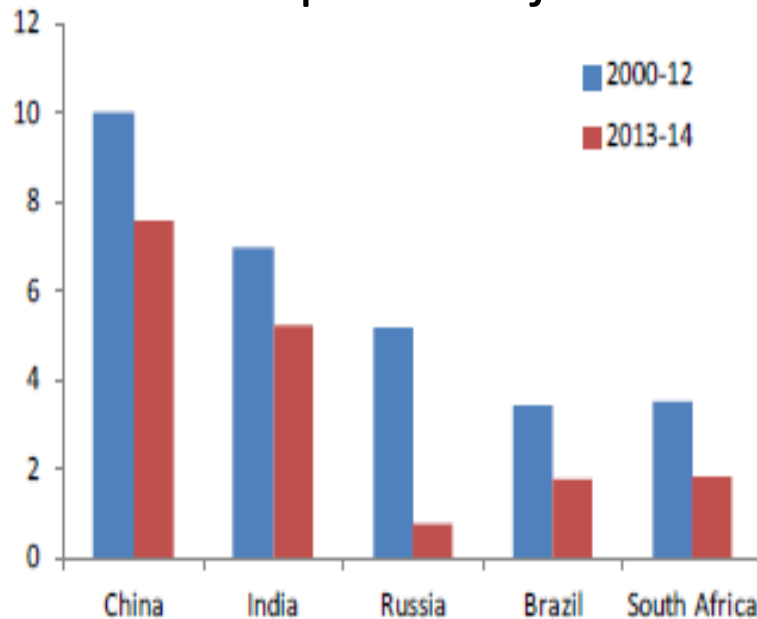
# Desaceleración simultánea de las EMs: 1993-2013

(Crecimiento trimestral, en porcentaje del total de la muestra)



# Desaceleración diferenciada cíclica y estructural de los BRICS

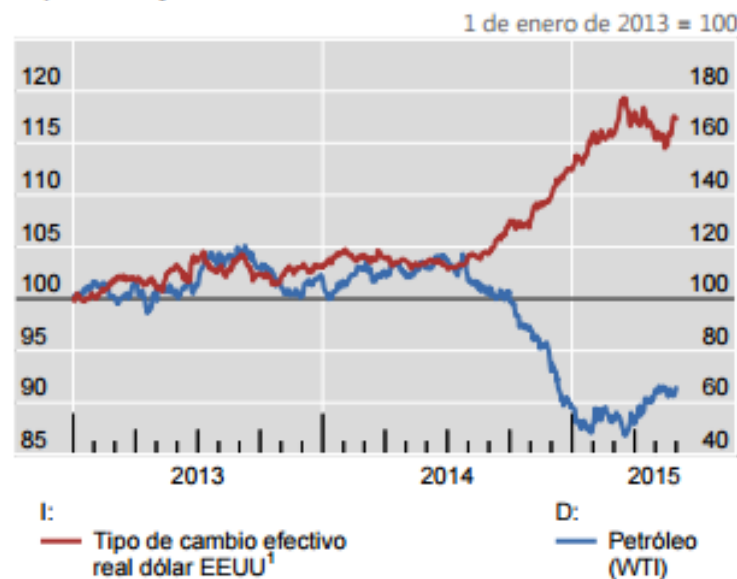
En porcentajes



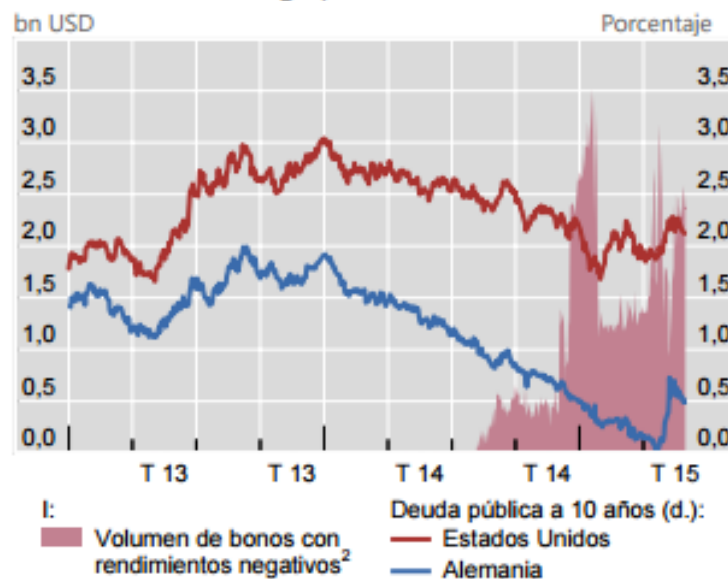
# BIS : Tres cambios en los mercados mundiales

1. La caída en cotización del petróleo en dólares
2. El dólar se apreció con fuerza frente a la mayoría de monedas .
3. Las tasas de interés a largo plazo continuaron bajando, tornándose incluso negativas en algunos casos .

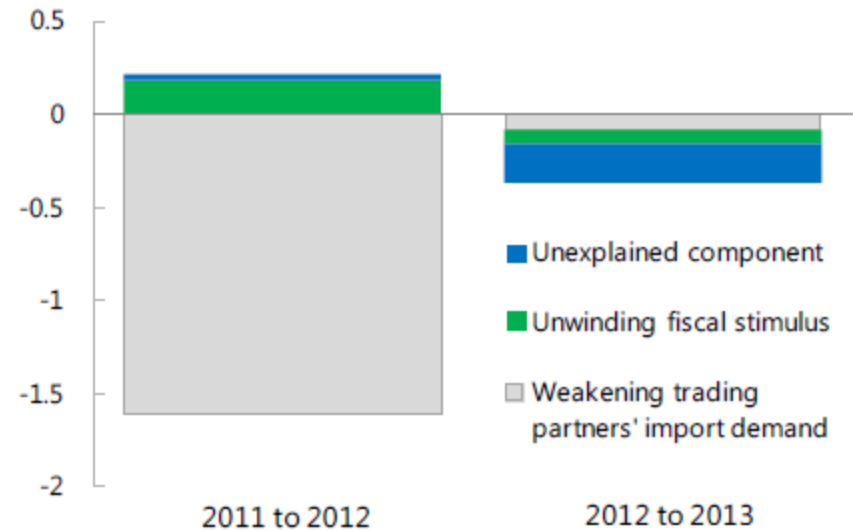
El petróleo y el dólar



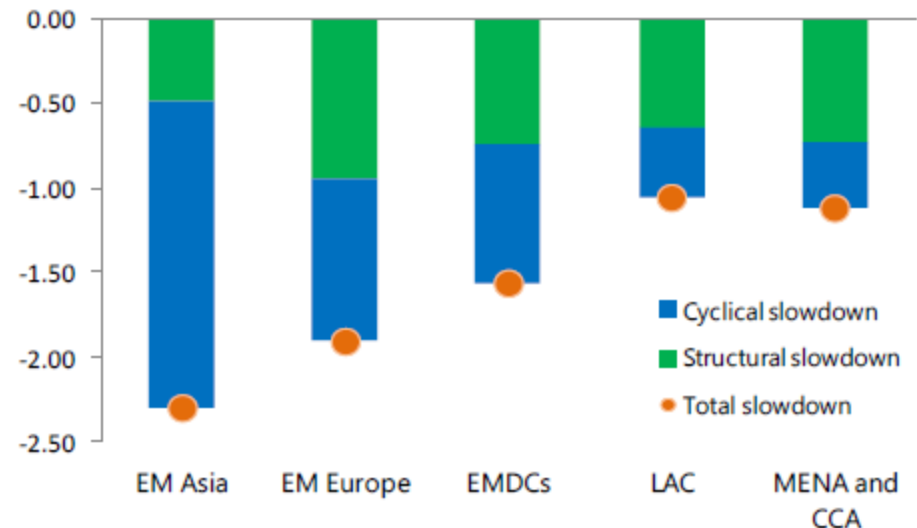
Tasas de interés a largo plazo



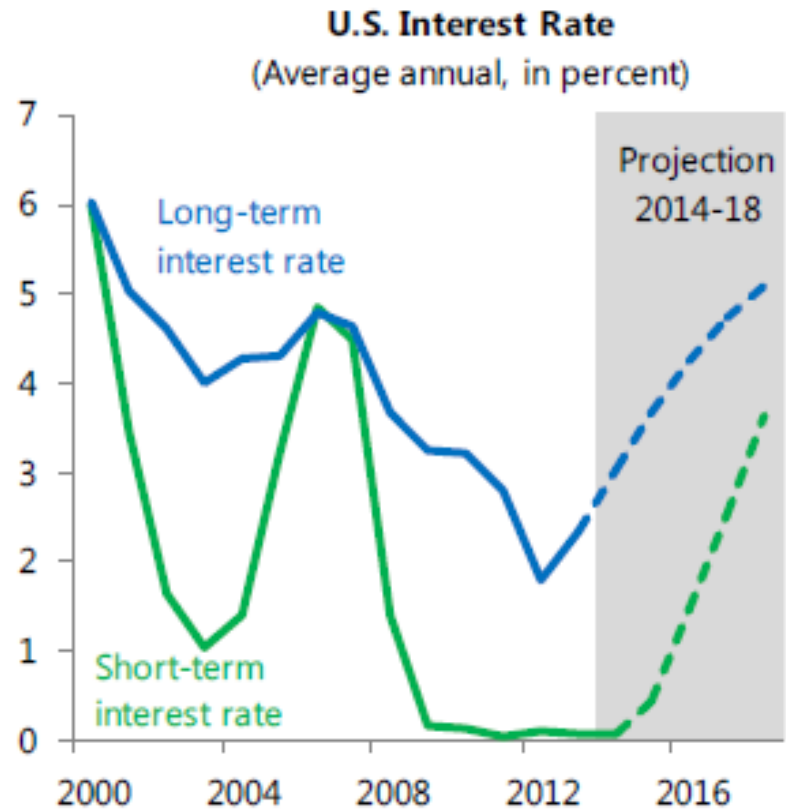
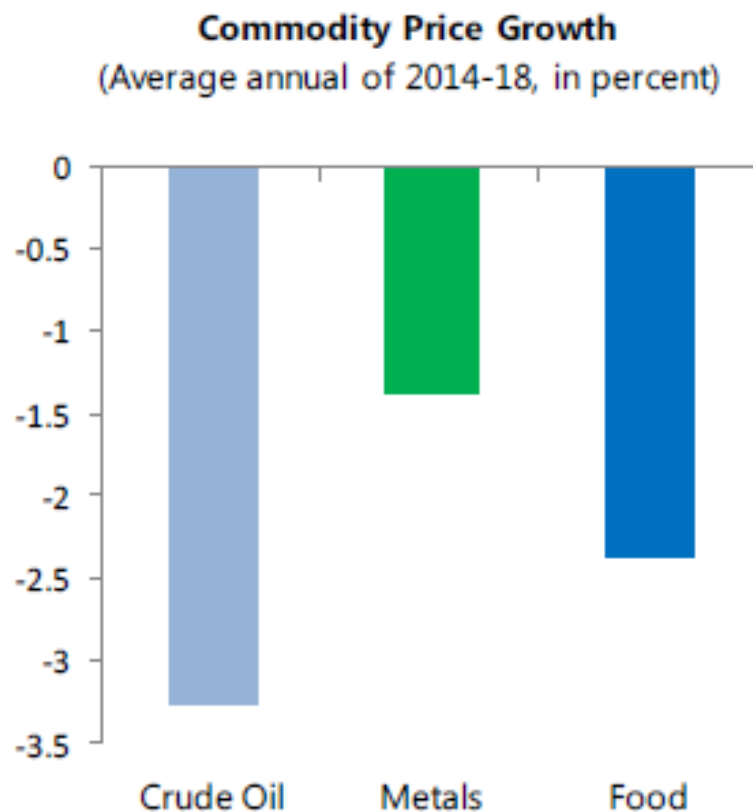
# Contribución a la desaceleración



¿Cíclica o coyuntural ?



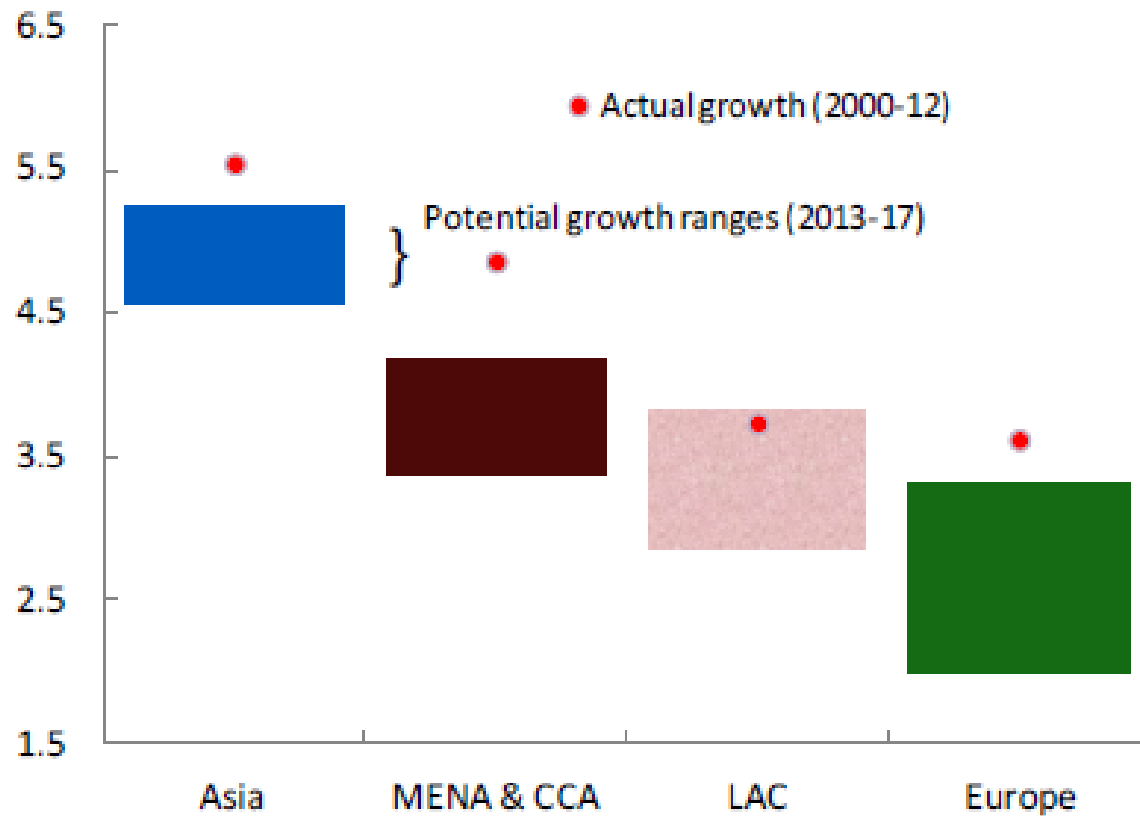
# Proyección de las condiciones externas





# Tasas de crecimiento del producto potencial por Región: 2013-2017

## Tasas promedio anual



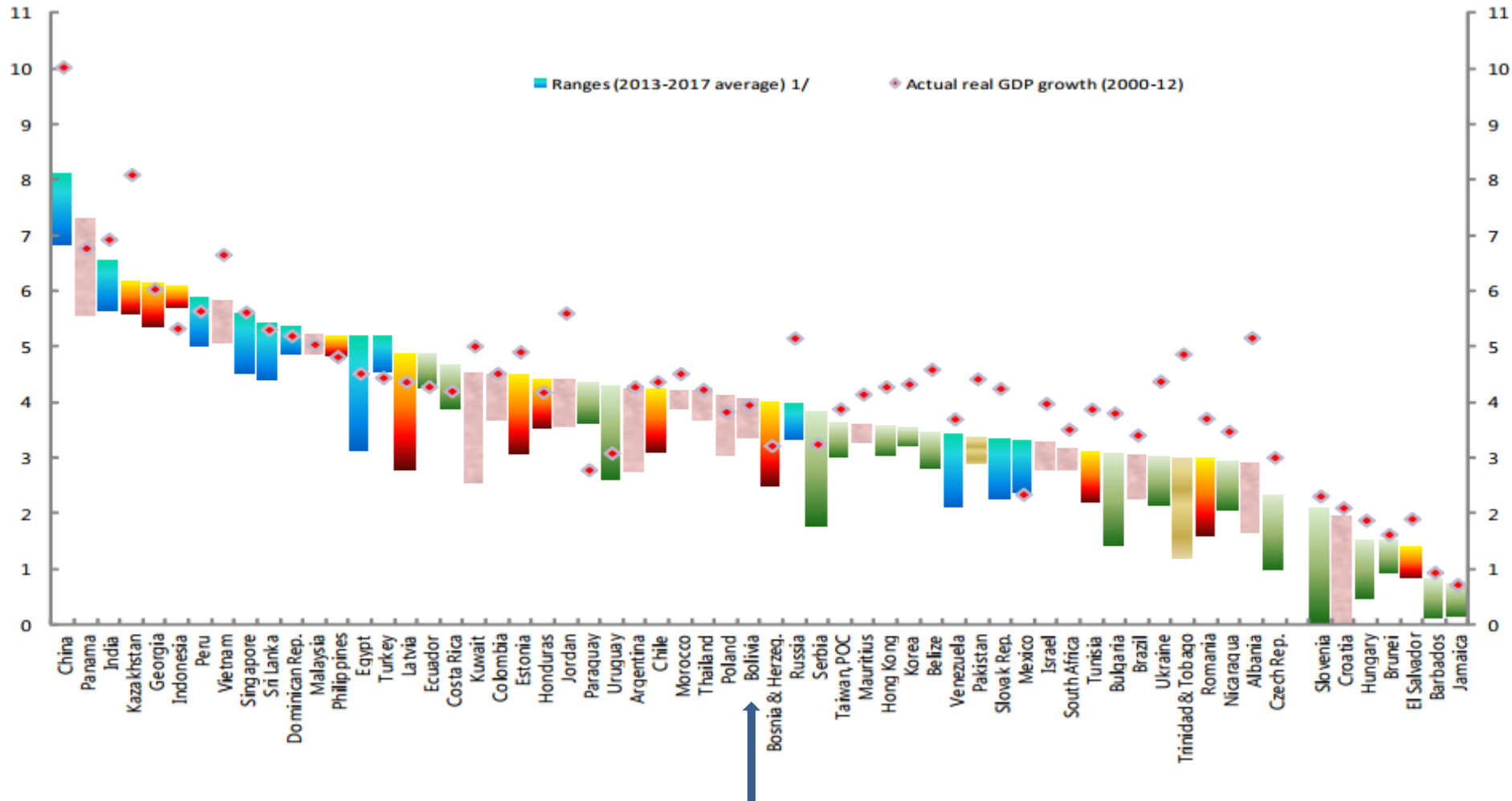
## **2. TAXONOMÍA DE LOS EMs**

# ¿Qué es un país emergente?

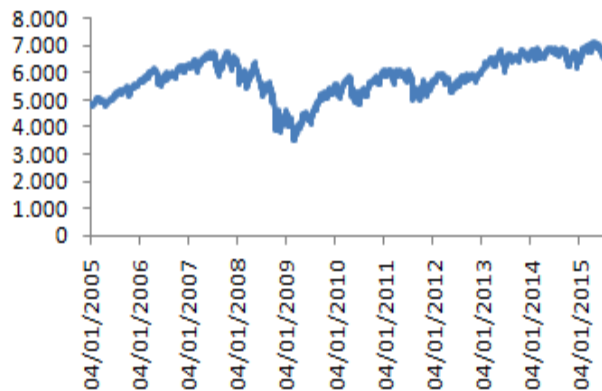
- **Los informes del FMI y el BM se refieren a mercados emergentes y economías en desarrollo, diferenciando a las economías de bajos ingresos**
- Los países emergentes, serían aquellos cuyas economías aún no alcanzan el status de desarrolladas, pero han avanzado más que sus competidores del mundo en desarrollo
- Estudios específicos sobre EMs del FMI, se basan en muestras de 43 economías emergentes y 9 países de industrialización reciente y en 62 EMs que incluye a los países de Sudamérica.
- Para los mercados, FTSE ha construido un Índice de 22 países emergentes con su ponderación en la bolsa.

# Un rango muy amplio en el desempeño y perspectivas de los emergentes:2013-2017

Tasas de crecimiento promedio anual



FTSE Emerging Index:  
22 países: Brasil, Chile,  
Colombia, México y  
Perú



### Country Breakdown

Country	No. of Cons	Net MCap (USDm)	Wgt %
Brazil	78	303,444	8.37
Chile	18	49,426	1.36
China	217	1,042,996	28.78
Colombia	11	22,166	0.61
Czech Rep.	2	7,239	0.20
Egypt	10	11,819	0.33
Hungary	4	9,181	0.25
India	126	416,149	11.48
Indonesia	30	90,963	2.51
Malaysia	46	150,670	4.16
Mexico	39	185,548	5.12
Morocco	1	373	0.01
Pakistan	4	2,986	0.08
Peru	2	9,630	0.27
Philippines	27	64,963	1.79
Poland	26	62,064	1.71
Russia	32	159,690	4.41
South Africa	82	324,433	8.95
Taiwan	93	524,777	14.48
Thailand	37	93,038	2.57
Turkey	34	59,571	1.64
UAE	17	33,070	0.91
<b>Totals</b>	<b>936</b>	<b>3,624,196</b>	<b>100.00</b>

**REACCIONES DE POLÍTICA  
DEPENDERÁN DEL TIPO DE SHOCKS**

# TIPOLOGÍA

**FMI (2015<sup>a</sup>):**

- Economías “financieramente integradas : Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.
- Demás países exportadores de materias primas o “menos financieramente integrados”. Bolivia, Argentina, Ecuador, Paraguay y Venezuela.

**Clasificación confusa porque**

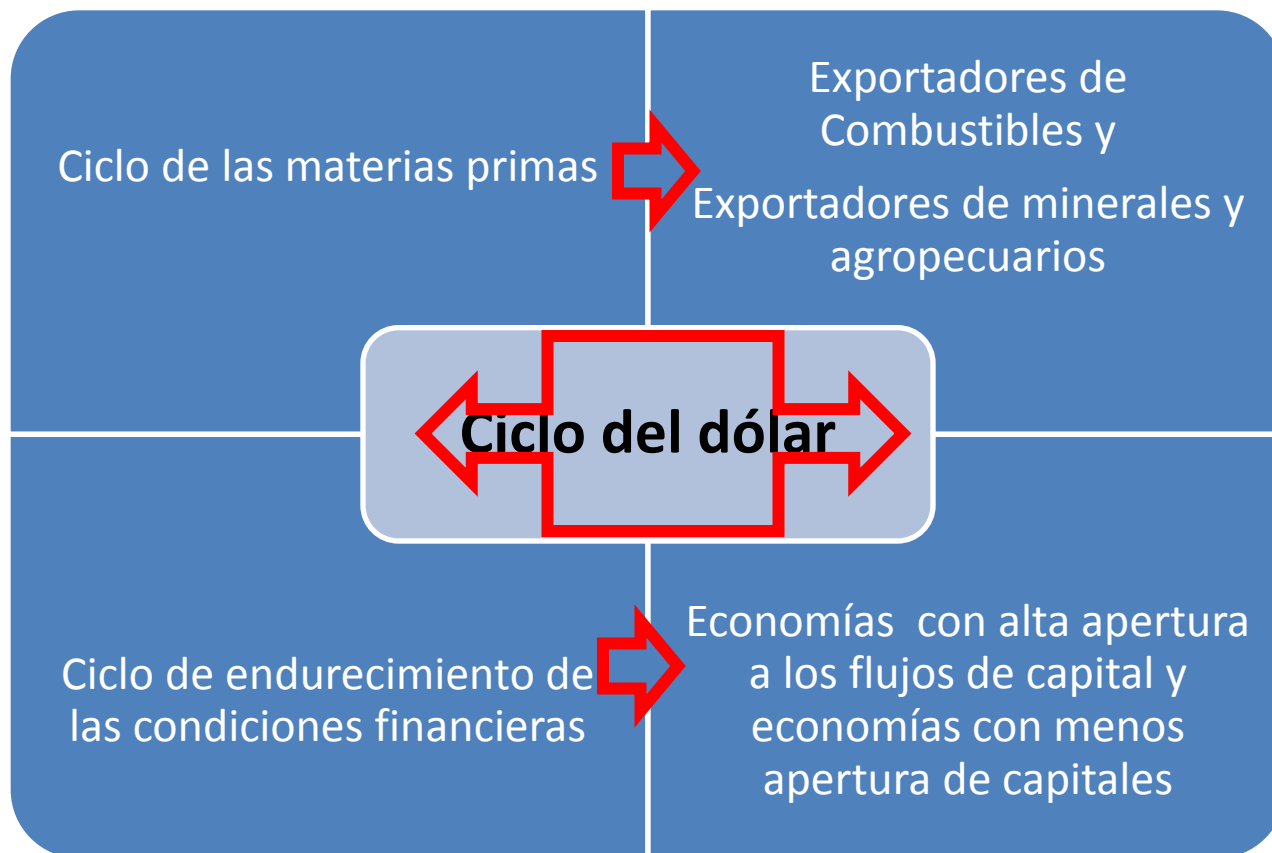
- 1) todos son exportadores de materias primas y
- 2) no utiliza el criterio de apertura de capitales.

Exportadores de PB		Importadores
<b>Combustibles</b>	No combustibles	Combustibles
<b>Venezuela</b>	Chile	Argentina
<b>Bolivia</b>	Peru	Brasil
<b>Ecuador</b>	Uruguay	Chile
(Colombia)	Paraguay	Paraguay
(Mexico)	Perú	Perú
	Argentina	

<b>Alta Integración</b>	Apertura Capitales	
<b>Financiera</b>	Alta	Baja
<b>Brasil</b>	Perú	Bolivia
<b>Chile</b>	Uruguay	Ecuador
<b>Colombia</b>	Chile	<b>Brasil</b>
<b>México</b>	Mexico	<b>Colombia</b>
<b>Perú</b>	Paraguay	Argentina
<b>Uruguay</b>		Venezuela

Fuente: Elaboración propia

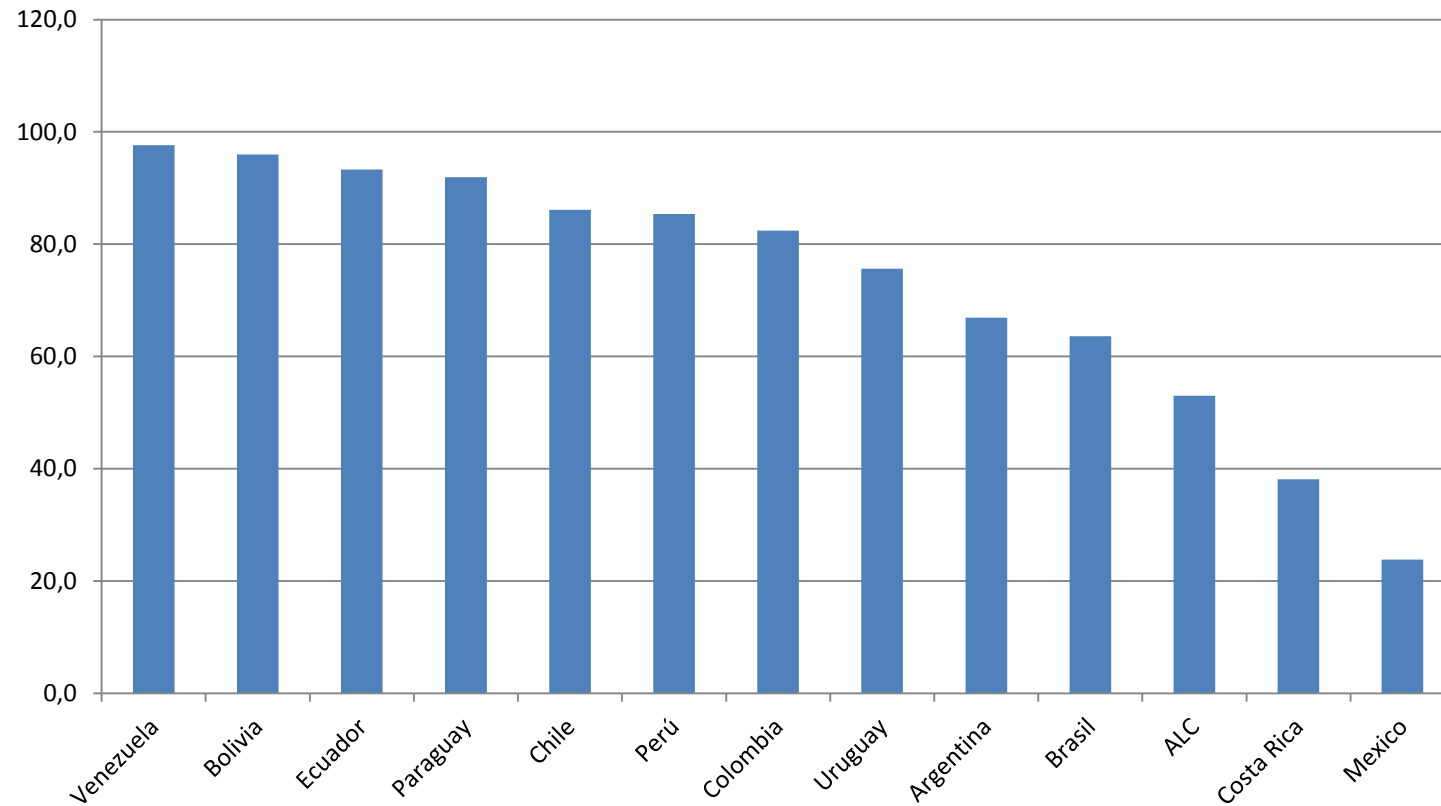
# Efecto diferenciado del shocks de precios, ciclo del dólar y del endurecimiento de las condiciones financieras





# Exportadores de productos primarios

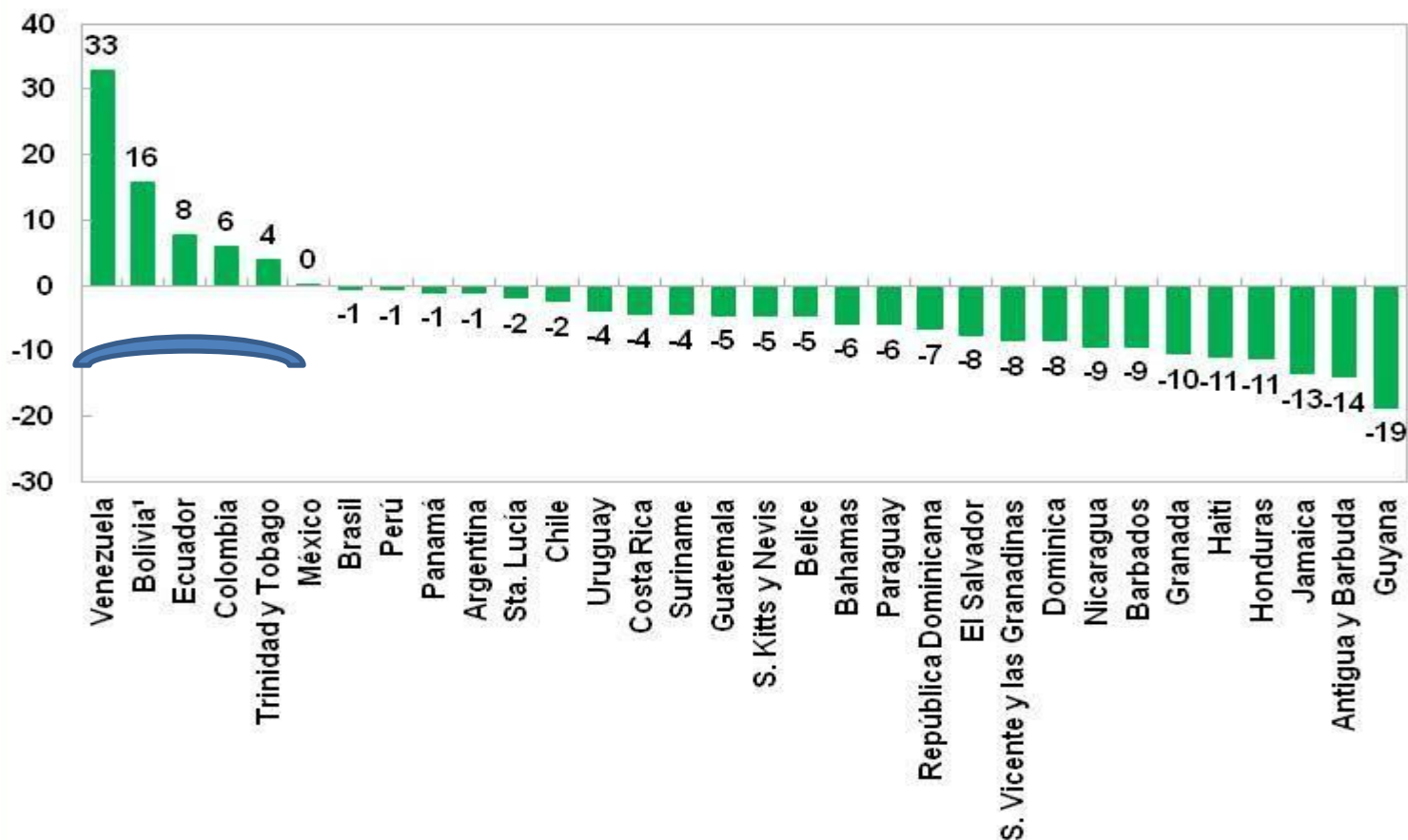
En porcentajes del total



Elaboración propia con datos de CEPAL(2014) Anuario estadístico de ALC.  
Diciembre de 2014.

# Diferenciado impacto de la caída de los precios del petróleo

**Exportación neta de petróleo, 2014**  
(Porcentaje del PIB)



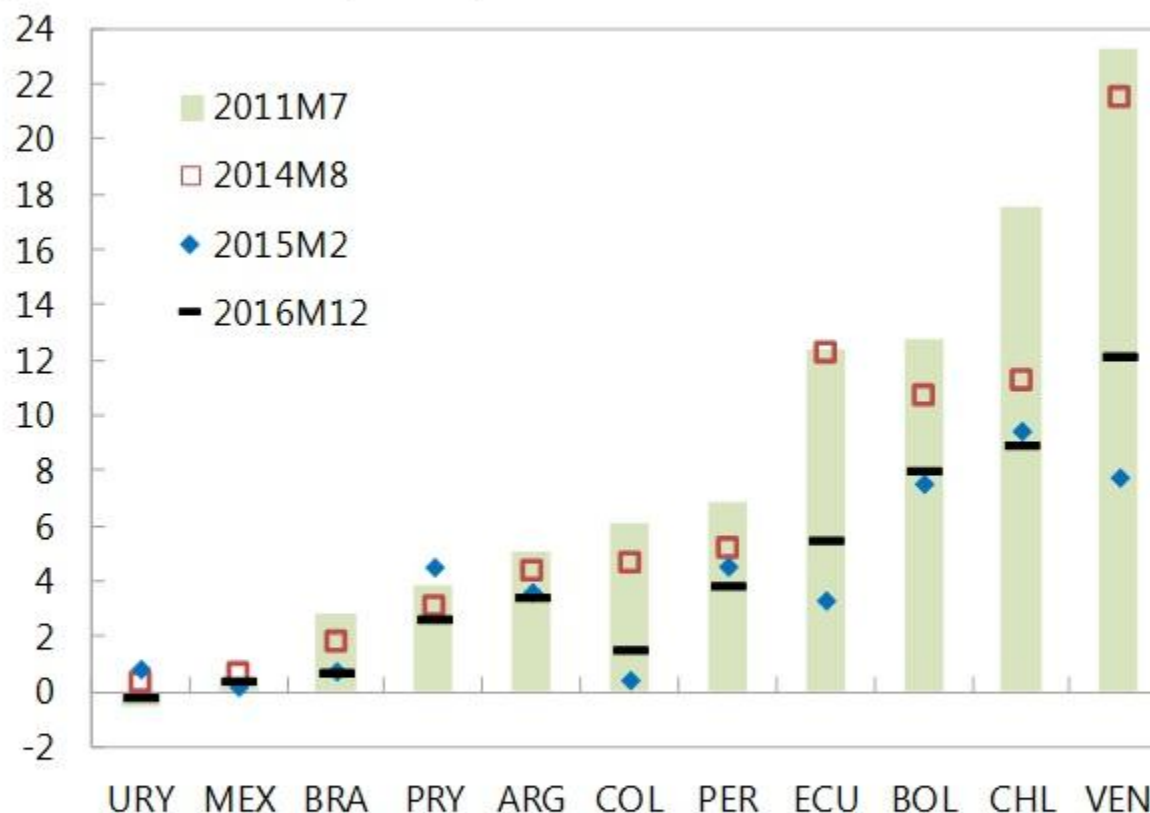
Fuentes: FMI, Perspectivas de la economía mundial (informe WEO) y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los datos de Bolivia incluyen las exportaciones de gas natural.

# Diferenciado deterioro de los términos de intercambio

## Términos de intercambio de las materias primas, 2003-16

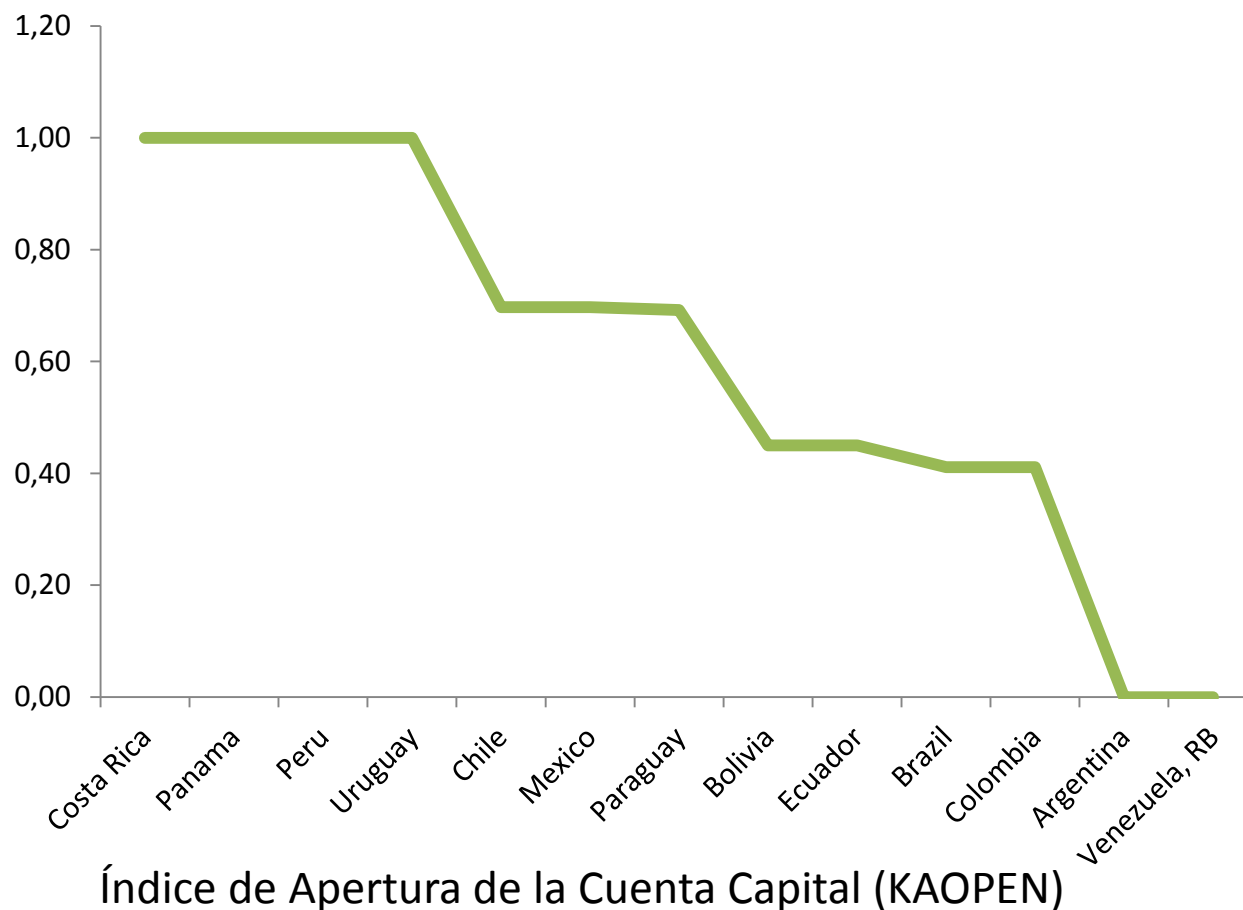
(Variación acumulada de índices de CTOT con respecto a niveles promedio en 2002; puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: ONU, Comtrade; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CTOT = Términos de intercambio de las materias primas. CTOT proyectados en base a precios de futuros de materias primas vigentes al final de febrero de 2015.

# Diferenciada apertura de la Cuenta Capital de los EMs de la región



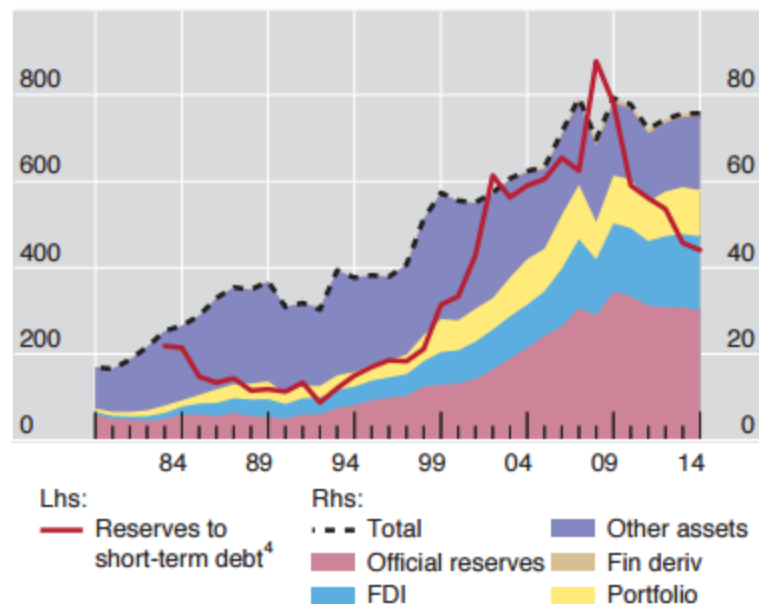
Fuente: Elaboración propia con datos de Chinn-Ito (2015).

**3. RESPUESTA DE POLITICA DEPENDERÁ  
DE LAS LINEAS DE DEFENSA:  
RESERVAS Y ESPACIO FISCAL**

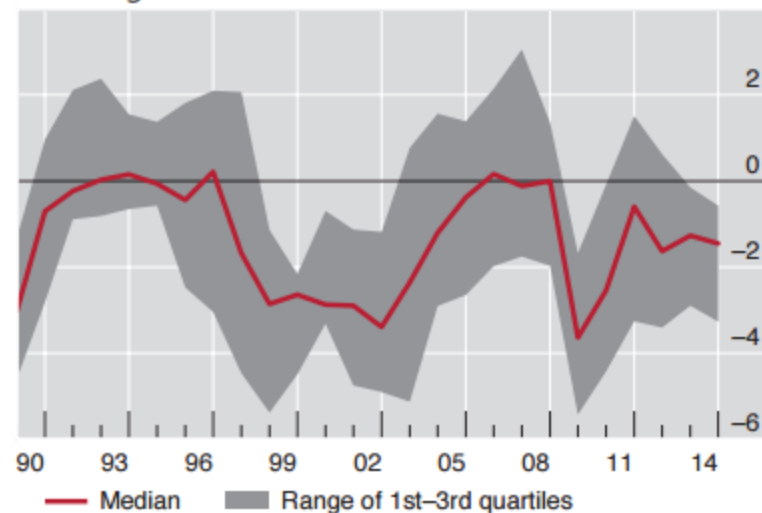
# Línea de Defensa

## En proporción al PIB

Gross international assets<sup>2</sup>

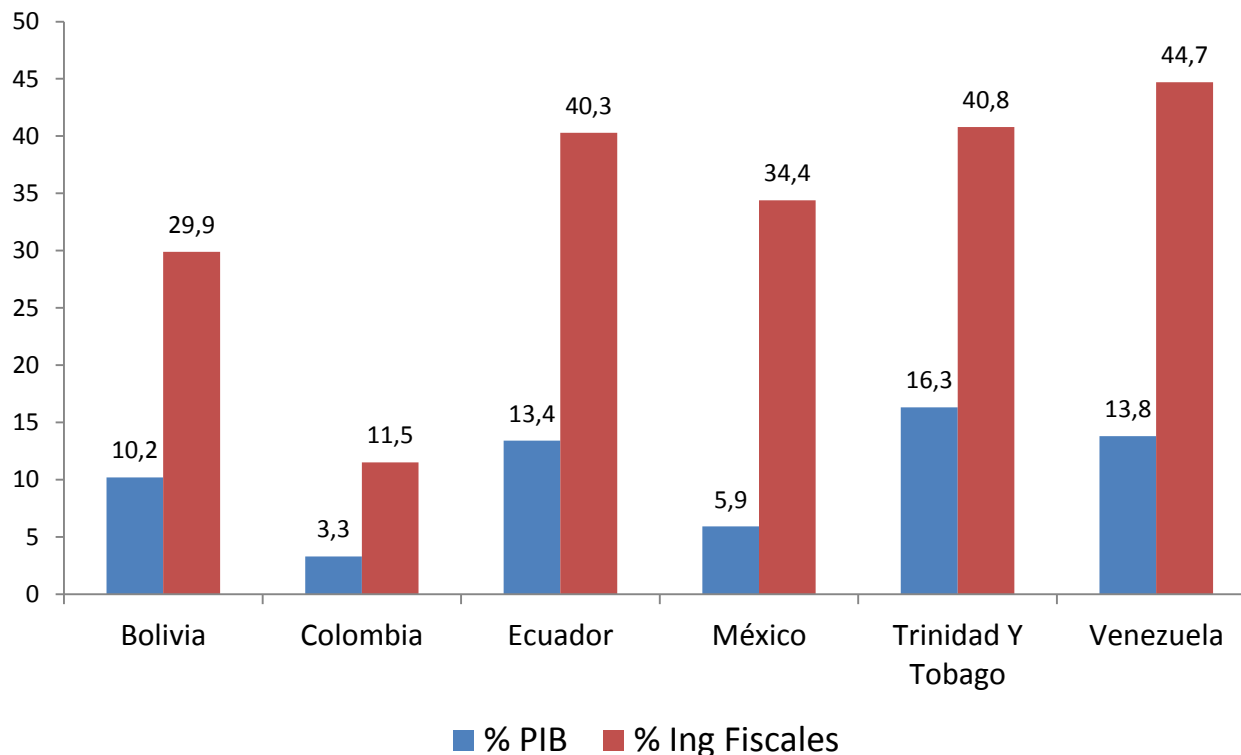


General government overall balance<sup>3</sup>



Fuente: Extraído de BIS (2015).

# Ingresos fiscales generados por la producción de hidrocarburos



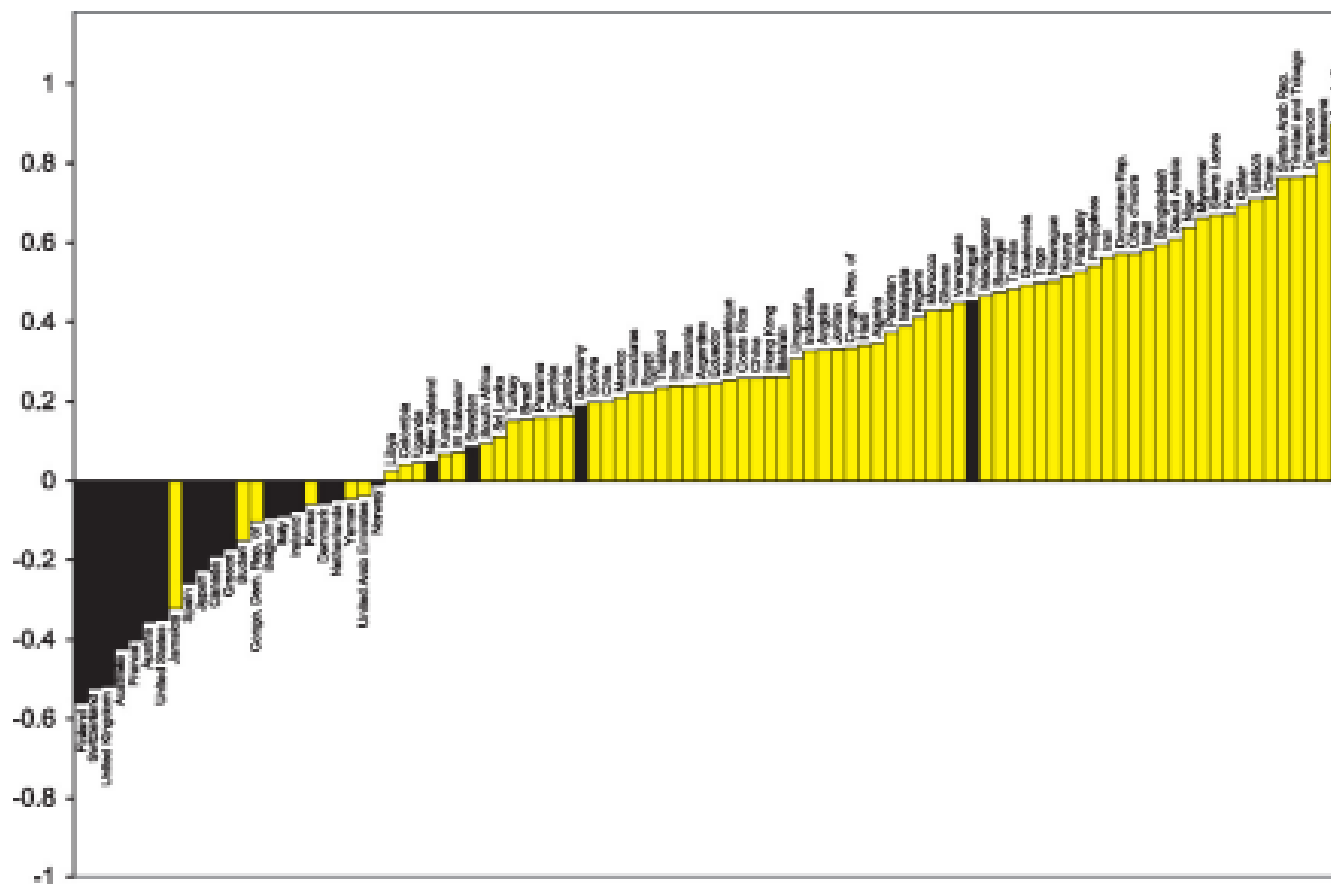
Fuente: Elaboración propia con datos de Gomez JC, Jimenes JP y D. Morán (2015). El impacto fiscal de la explotación de los recursos naturales no renovables en los países de América Latina y el Caribe.

# ¿Política Fiscal procíclica?

- Hay mucha evidencia empírica que nos dice que la política fiscal en los países emergentes ha sido típicamente procíclica.
- Política fiscal procíclica: política fiscal expansiva (aumenta el gasto) en los buenos tiempos (cuando aumenta el PIB) y contractiva (disminuye gasto) en los malos tiempos (cae el crecimiento del PIB).
- Es una política sub-óptima, amplifica el ciclo económico, en buenos tiempos hace que la economía se recaliente, y en los malos tiempos hace la recesión más profunda.



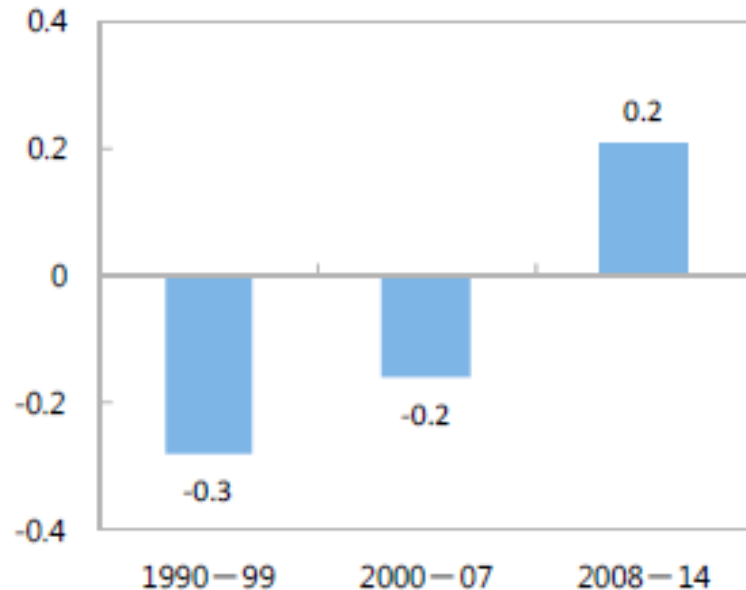
# Ciclicalidad de la política fiscal



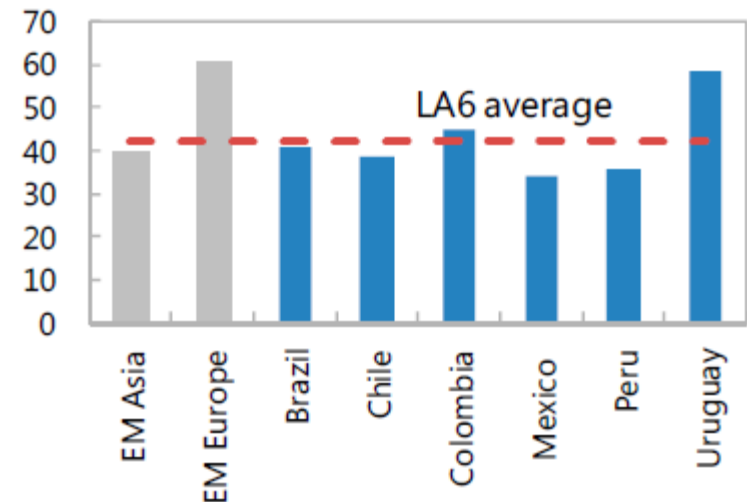
Para 94 países (73 emergentes y 21 industriales). Una correlación positiva indica una política de gasto público procíclica, es decir aumenta el gasto fiscal en tiempos buenos y una correlación negativa indica una política fiscal contracíclica. Vegh C. (2014).,

# Menor prociclicidad después de la crisis financiera y rigidez fiscal

## Coeficientes de Ciclicidad Negativo = prociclicidad



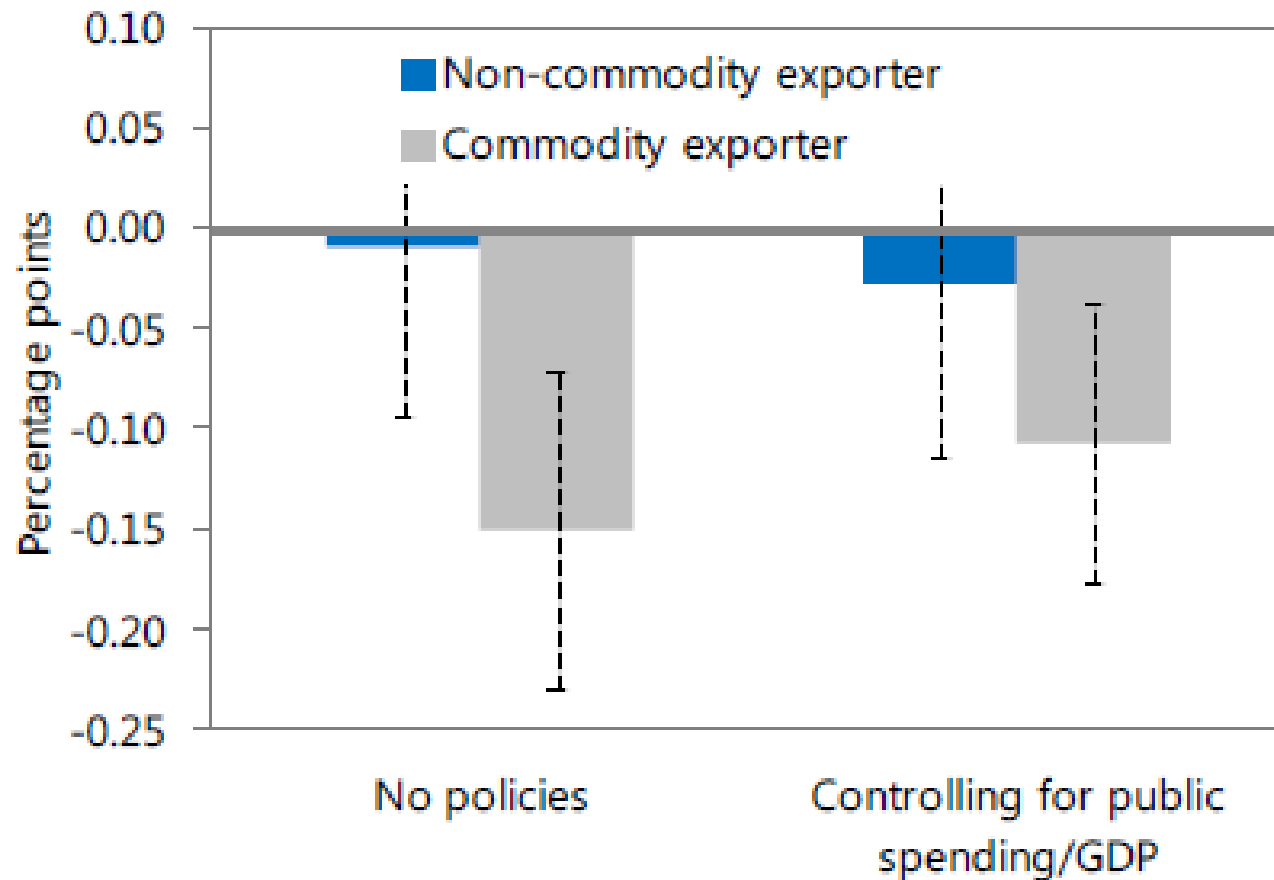
## Proporción del Gasto fiscal rígido respecto al Gasto Total



Fuente: FMI (2015c). Fiscal Policy In Latin America. Imf Staff Discussion Note. Abril.

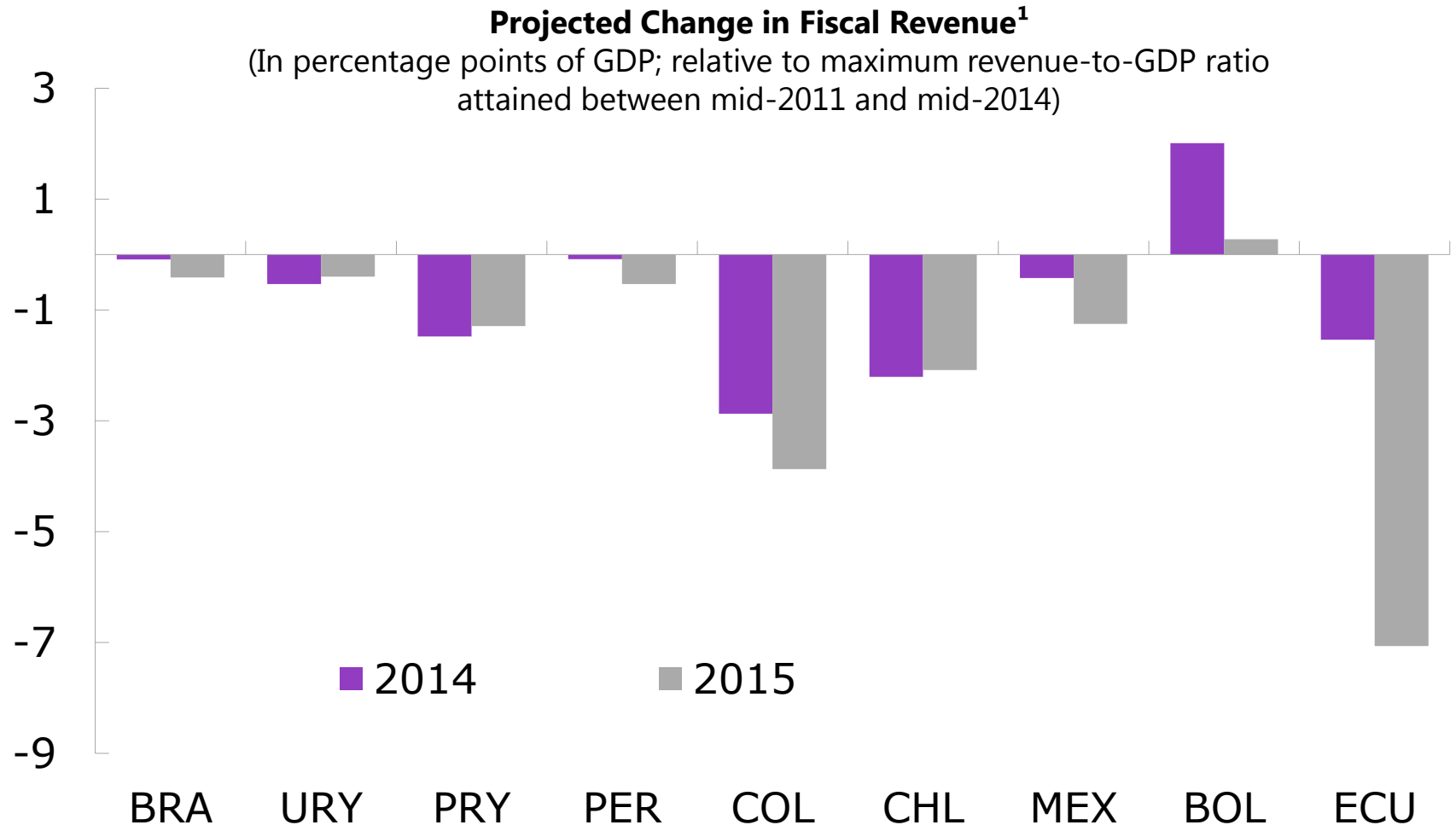
# Política Fiscal y shock de precios

Impacto sobre el crecimiento promedio de EMs de un 1% de empeoramiento de los términos de intercambio



# Perspectivas sobre los ingresos fiscales

En la previsions del FMI, se considera que Bolivia en 2015 tendrá un crecimiento en sus ingresos fiscales.



Source: IMF staff calculations.

<sup>1</sup> Values for 2014 are based on actual data up to 2014Q2 or 2014Q3. Out-of-sample forecast for the rest of the year and beyond is obtained from a VAR that estimates the impact of commodity prices on fiscal accounts. Conditional on futures-based commodity price forecasts.

**REACCIONES DE POLÍTICA DEPENDERÁN  
DEL RÉGIMEN MONETARIO Y  
CAMBIARIO QUE TENGA CADA PAÍS**

REGIMEN MONETARIO	REGIMEN CAMBIARIO
<b>METAS DE INFLACION</b>	
Brasil	Flotación Independiente
Chile	Flotación Independiente
Colombia	Flotación Controlada
Costa Rica en tránsito	Flotación Controlada
México	Flotación Independiente
Perú	Flotación Controlada
Uruguay	Flotación Controlada
<b>SIN METAS DE INFLACION</b>	
Argentina	Flotación Controlada
Bolivia	Intermedio- Tipo de Cambio Fijo
Ecuador	Paridad fija sin moneda nacional
Panamá	Paridad fija sin moneda nacional
Paraguay	Flotación Controlada
Venezuela	Tipo de Cambio Múltiple

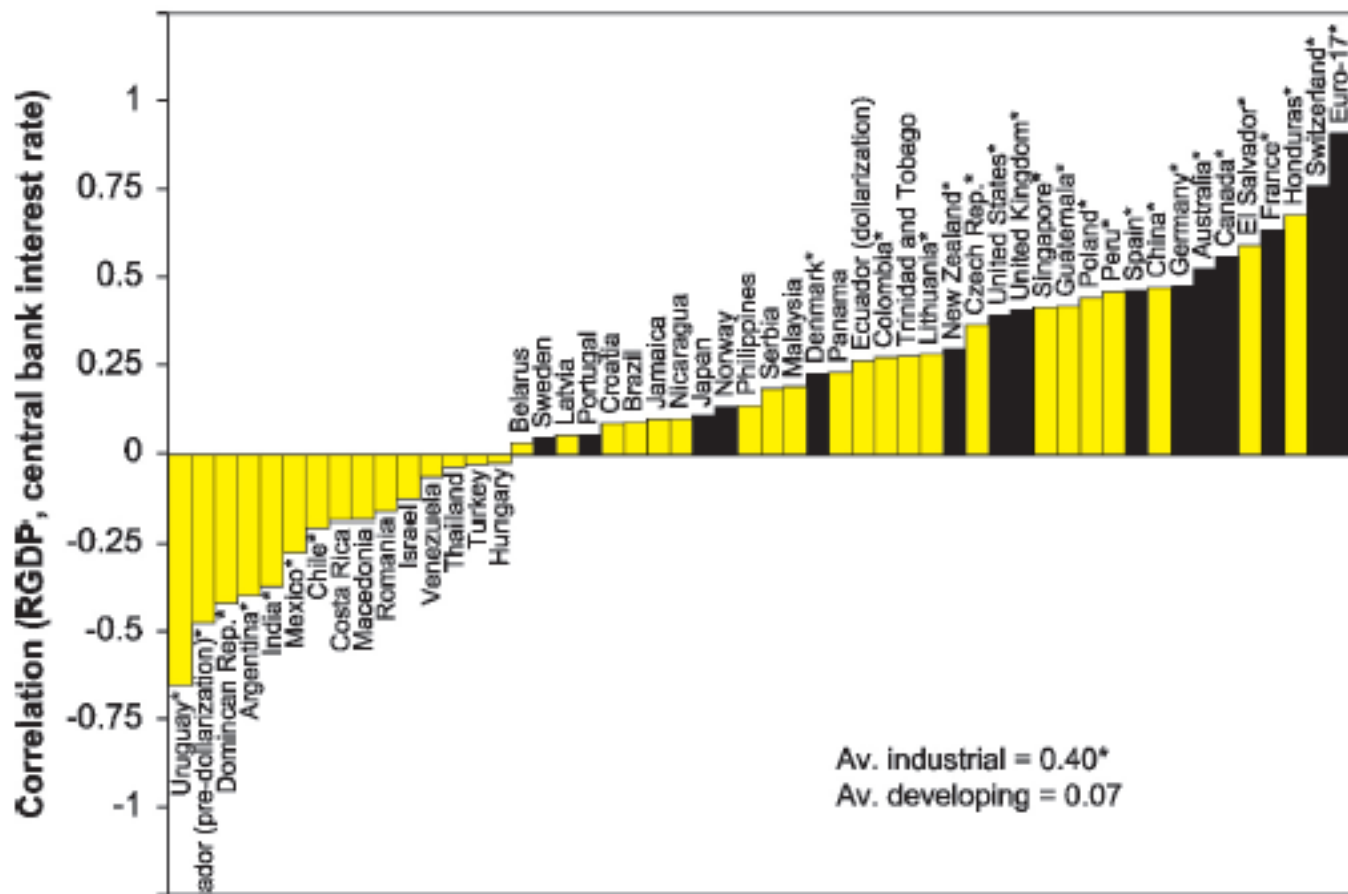
Fuente:  
Elaboración  
propia con  
datos de  
Bancos  
Centrales  
2015

# Régimen Monetario y Cambiario

	Metas Explícitas	Metas Implícitas	Discrecionalidad
Meta	Inflación	Metas cuantitativas sobre Crédito Interno	Tipo de Cambio
Instrumento	Tasa de interés	Variación de Cantidades	
Régimen Cambiario	Tipo de cambio flexible	Tipo de cambio administrado	Tipo de cambio fijo

Según el clásico modelo de Mundell (1961), los tipos de cambio fijos son preferibles cuando se producen choques nominales (cambios bruscos en la oferta y la demanda de dinero), mientras que los cambios flexibles dan una respuesta más rápida cuando los impactos son reales (es decir, de oferta o debido a cambios en los precios relativos de los bienes o precios internacionales).

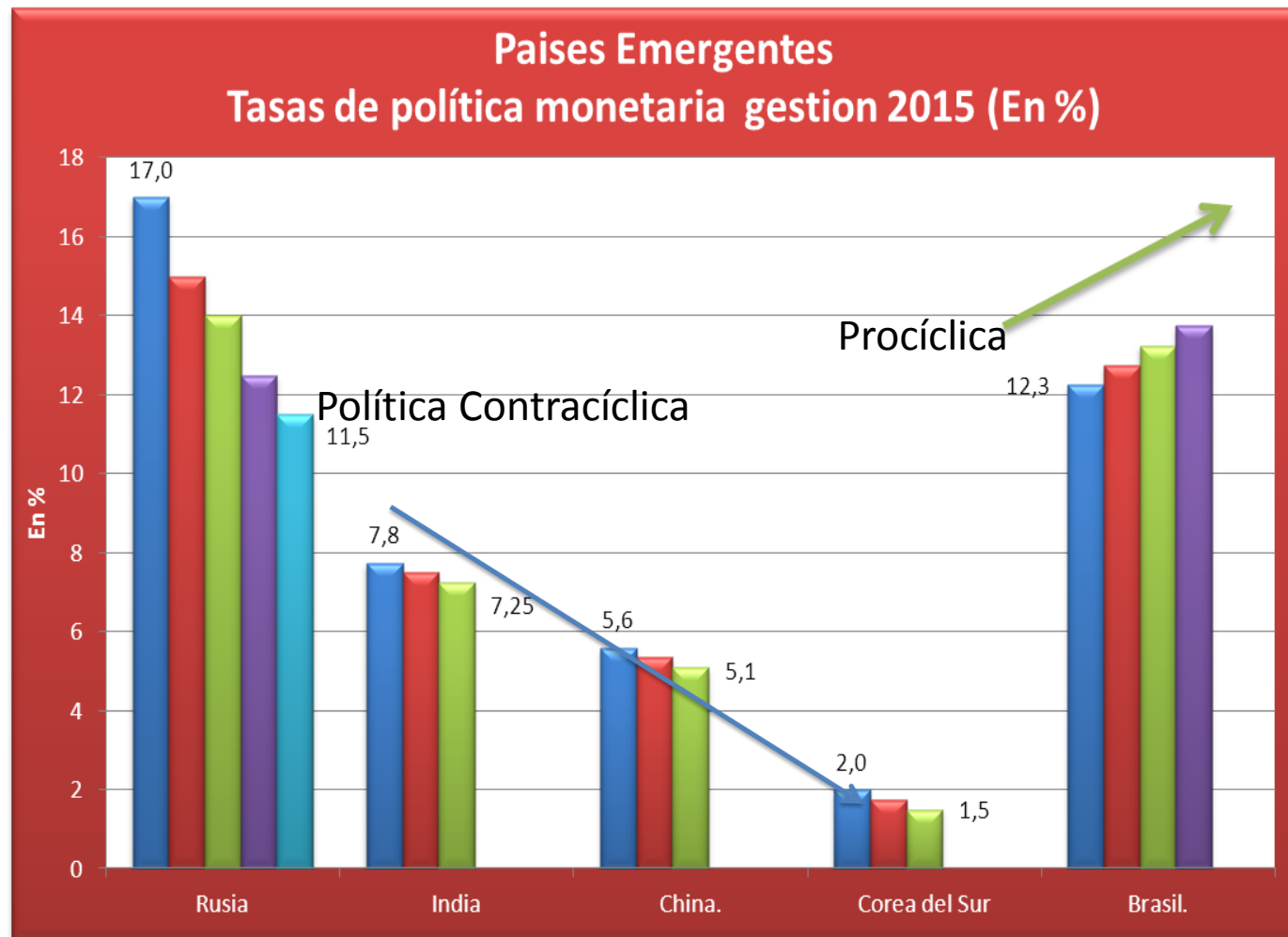
# Ciclicalidad de la política monetaria



Para 68 países, 21 industriales y 47 emergentes para el periodo 1960-2009. Al contrario de la política fiscal, una correlación negativa indica que la política monetaria es procíclica, porque quiere decir que se baja la tasa de interés en los tiempos buenos y se la sube en los tiempos malos. En cambio, una correlación positiva es una política monetaria contracíclica: sube en tiempos buenos y baja en tiempos malos. Vegh C (2014).



# ¿ Política Monetaria Contracíclica?

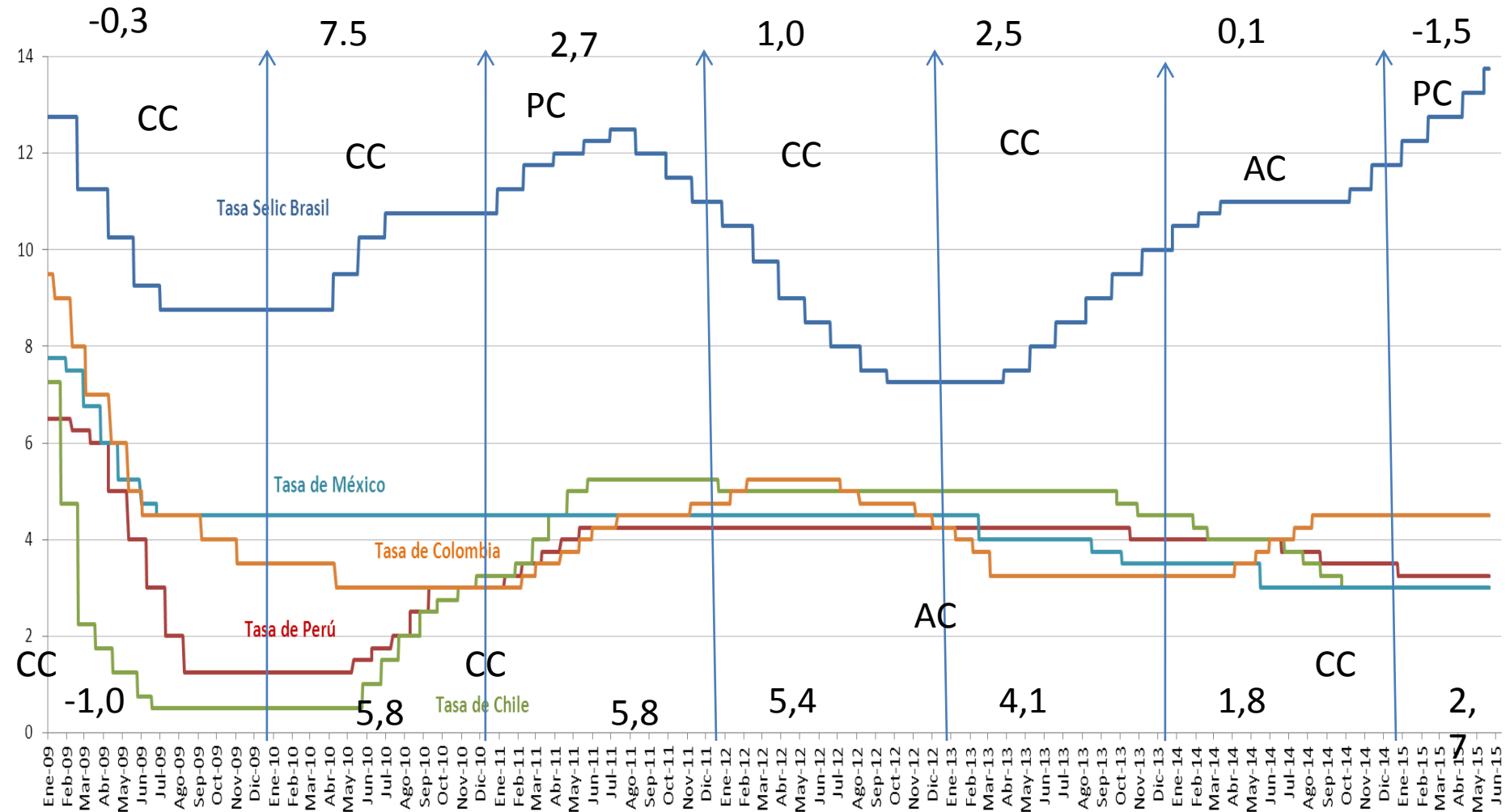


Al contrario de la política fiscal, una correlación negativa indica que la política monetaria es procíclica, porque quiere decir que se baja la tasa de interés en los tiempos buenos y se la sube en los tiempos malos.

Fuente: BCB (2015). Monitoreo de tasas de política con base en *Bancos Centrales. Junio.*

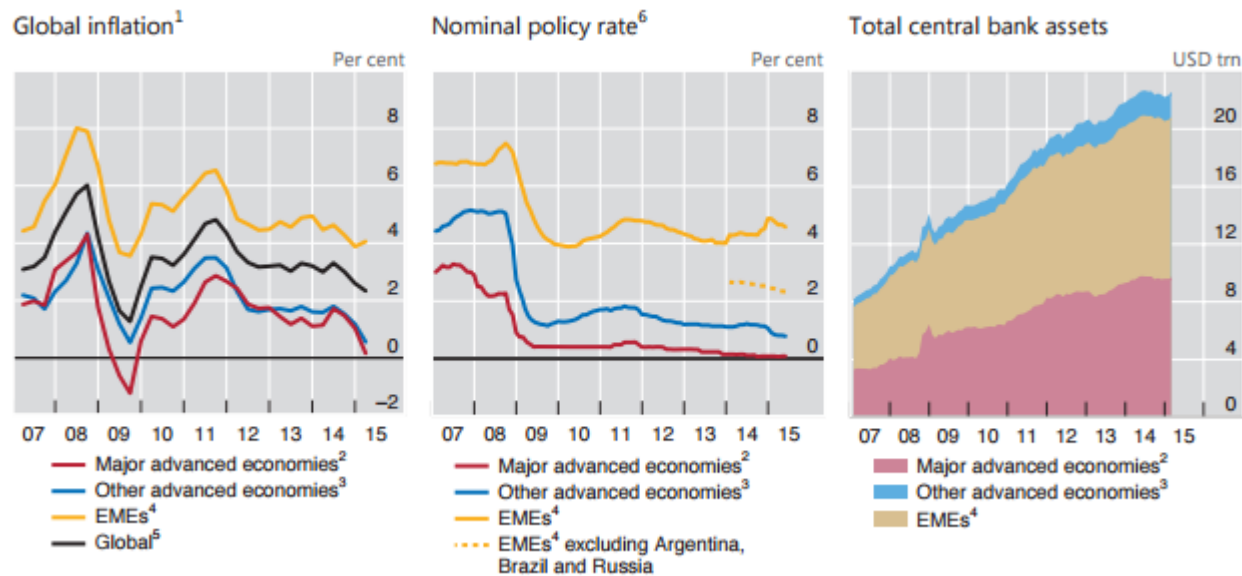
# ¿Políticas contracíclicas o procíclicas ?

Tasa referencial de Bancos Centrales: 2009 a junio 2015



Fuente: Elaboración propia con base a gráfico extraído de Monitoreo de Tasas de Política con base en *Bancos Centrales*..

# Política Monetaria Acomodaticia: Los EMs bajaron en menor medida sus tasas de interés y los bancos centrales aumentaron sus activos

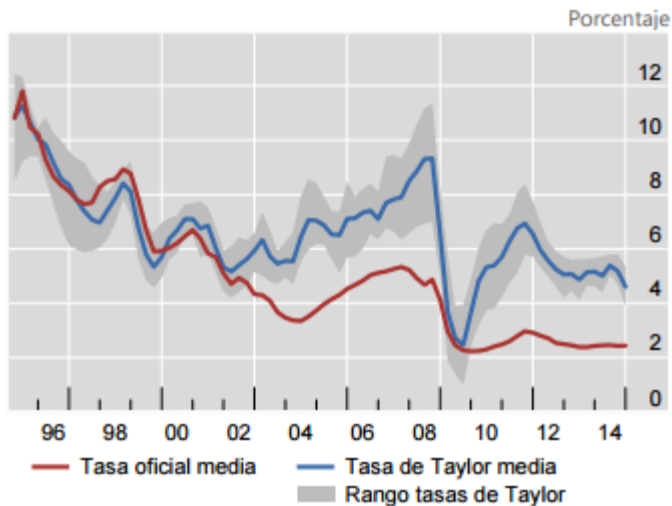


BIS (2015). 85° Informe Anual.

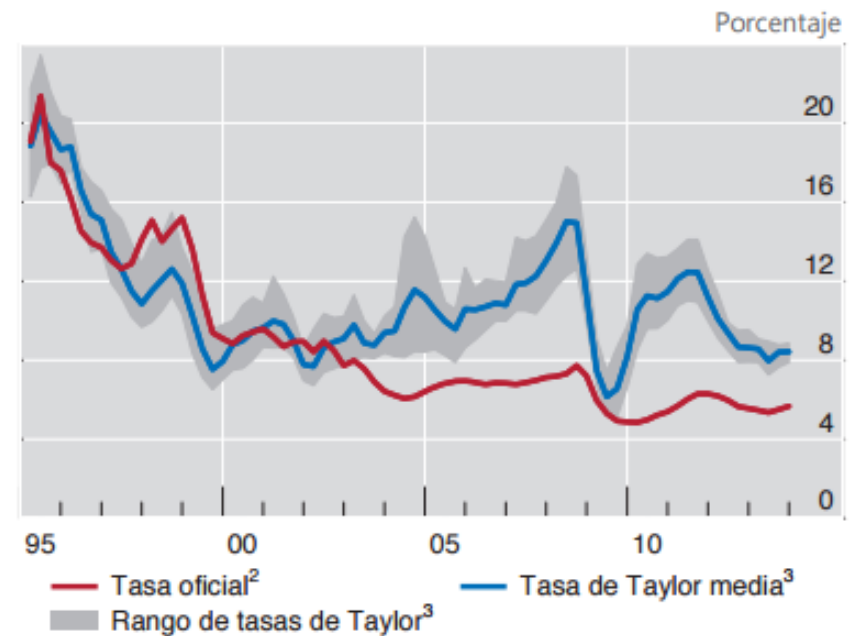
# La Política Monetaria no sigue la Regla Taylor

“No debemos aceptar las actuales tasas de interés excepcionalmente bajas como la nueva norma”

Regla de Taylor: mundial<sup>1</sup>



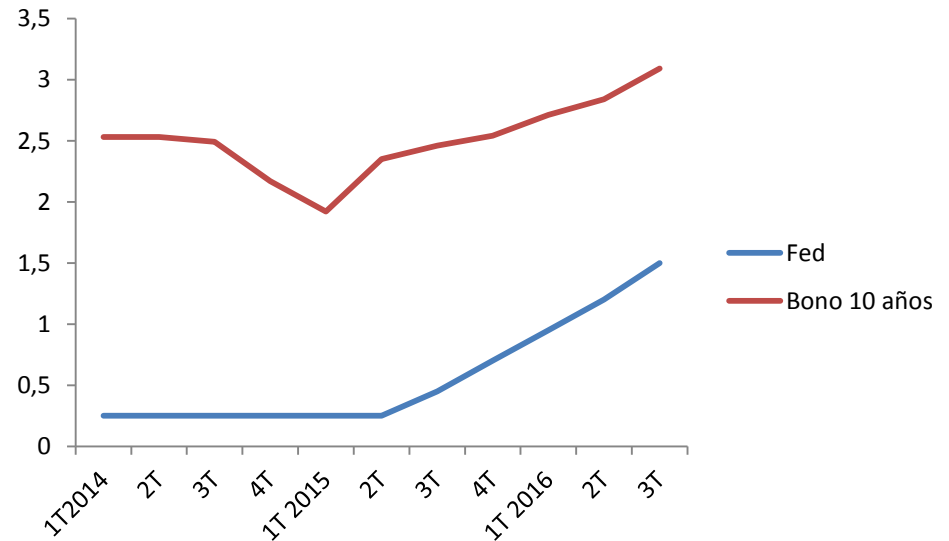
Tasas de Taylor en las EME



BIS (2015)

# Pronóstico sobre las tasas de interés en EEUU

- 15 de los 17 funcionarios de la FED aseguraron contemplar que se produzca antes de finalizar el 2015.
- No existe un consenso claro sobre en qué nivel se ubicará la tasa de fondos federales para el cierre de 2015.
- 5 miembros prevén la tasa en 0.375%; otros 5 en 0.625% y otros 5 que la vislumbran en 0.875%.
- Dos miembros esperan que la tasa permanezca prácticamente sin cambios

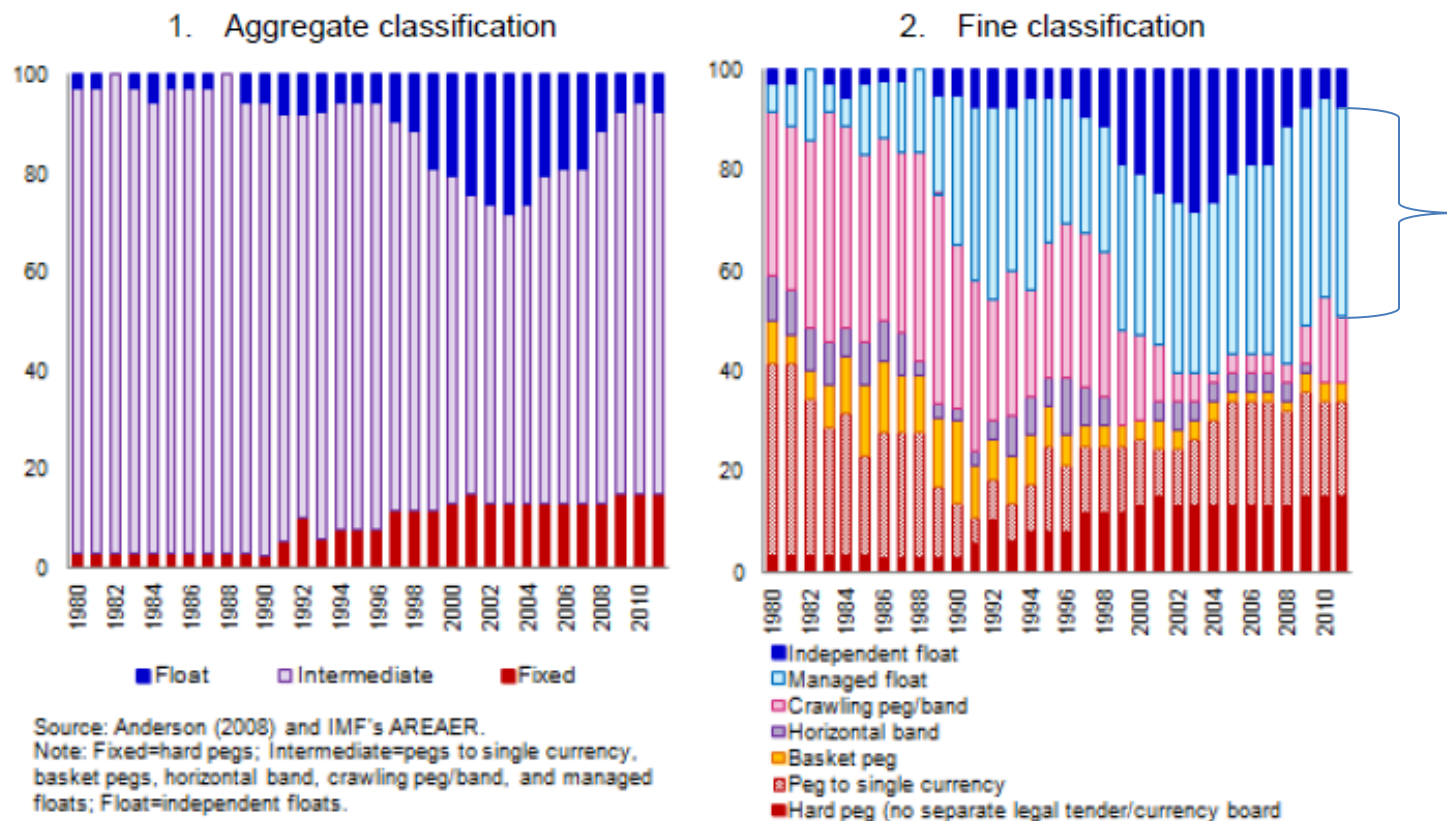


Fuente: Pronóstico de mercado de Bloomberg

# Distribución de Regímenes Cambiarios en EMEs:

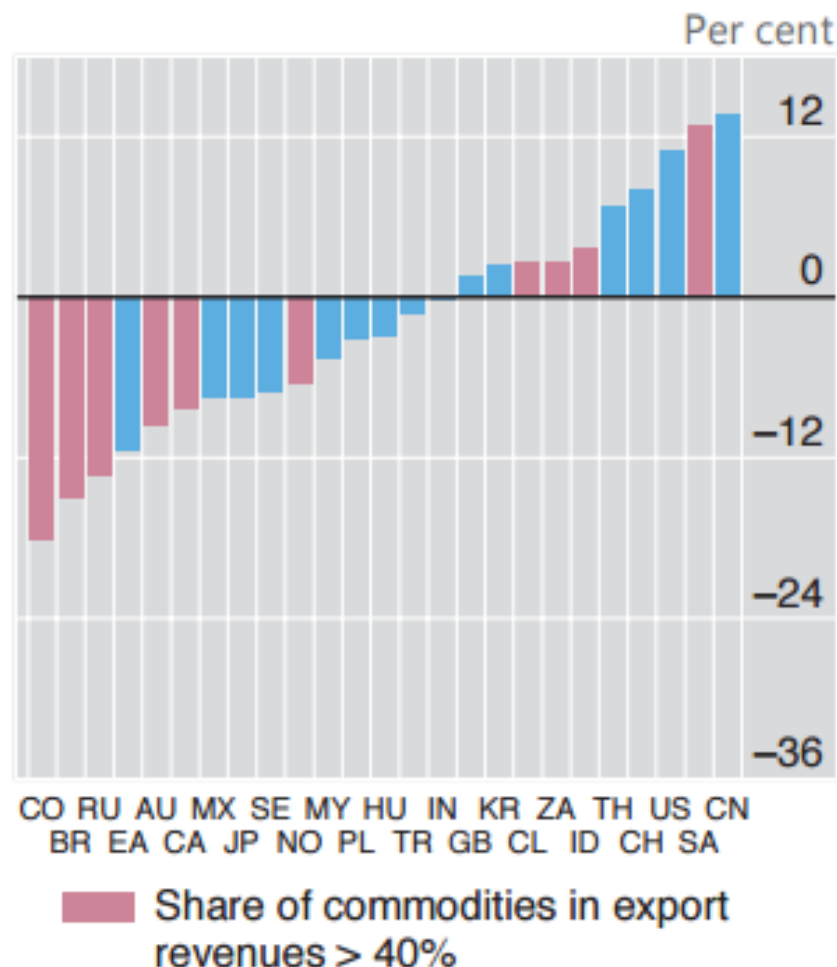
Clasificación de facto: 1980-2011

(En porcentajes).



Gosh A, Ostry J. and M. Qureshi (2014). Exchange Rate Management and Crisis Sucesptibility: A Reassessment. IMF WP/14/11.

# Variaciones en la Tasas de Cambio Real Efectiva y participación de las exportaciones de commodities: Julio de 2014 y abril de 2015



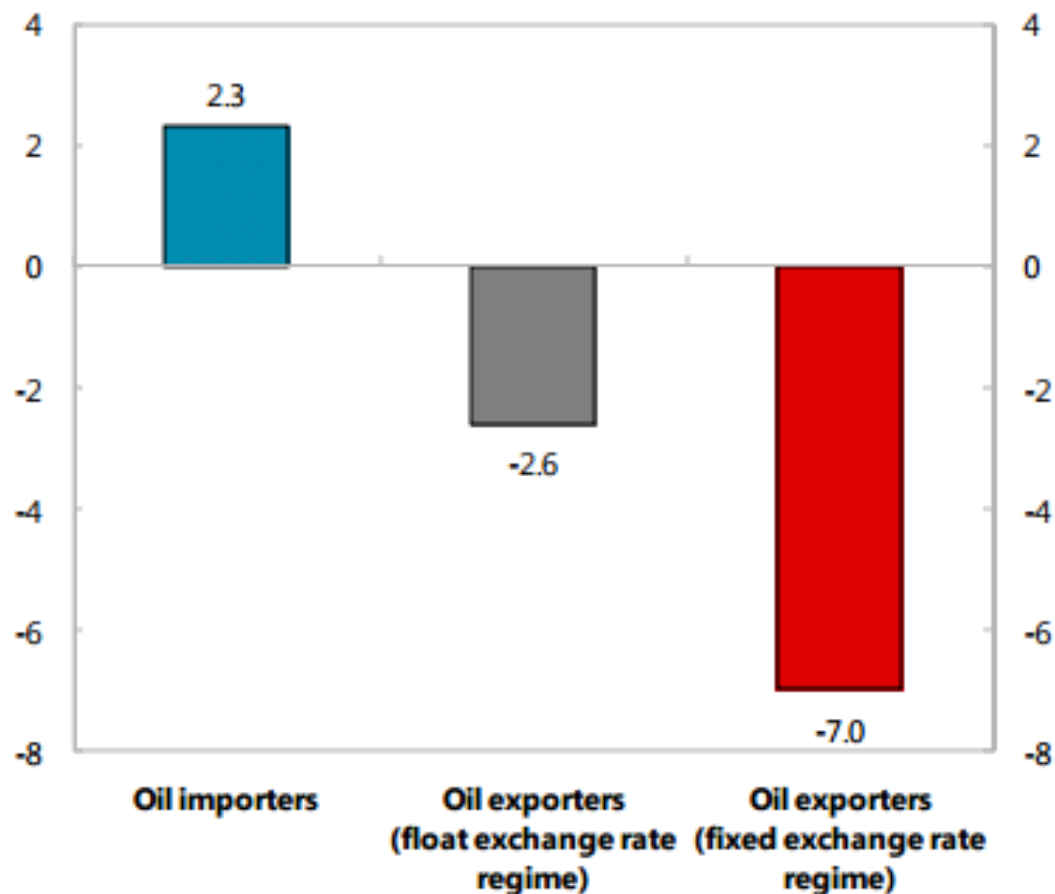
Apreciación real  
del dólar en 10%

Fuente: BIS (2015)

Nota: variación positiva implica apreciación.

# Impacto anual de los términos de intercambio según régimen cambiario

(En porcentaje del PIB)

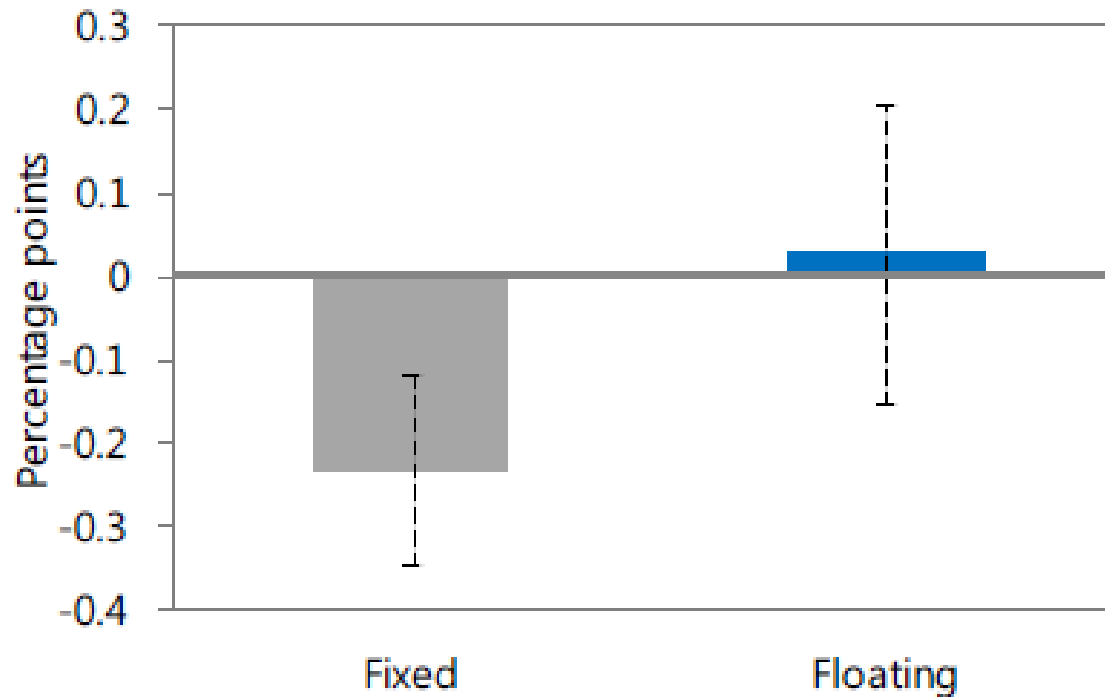


Fuente: extraído del FMI (2015) Global Implications Of Lower Oil Prices .Julio



# Política Cambiaria y endurecimiento de las condiciones financieras externas

Impacto en el crecimiento de un incremento de 100 bps en la tasa de interés de largo plazo de U.S.

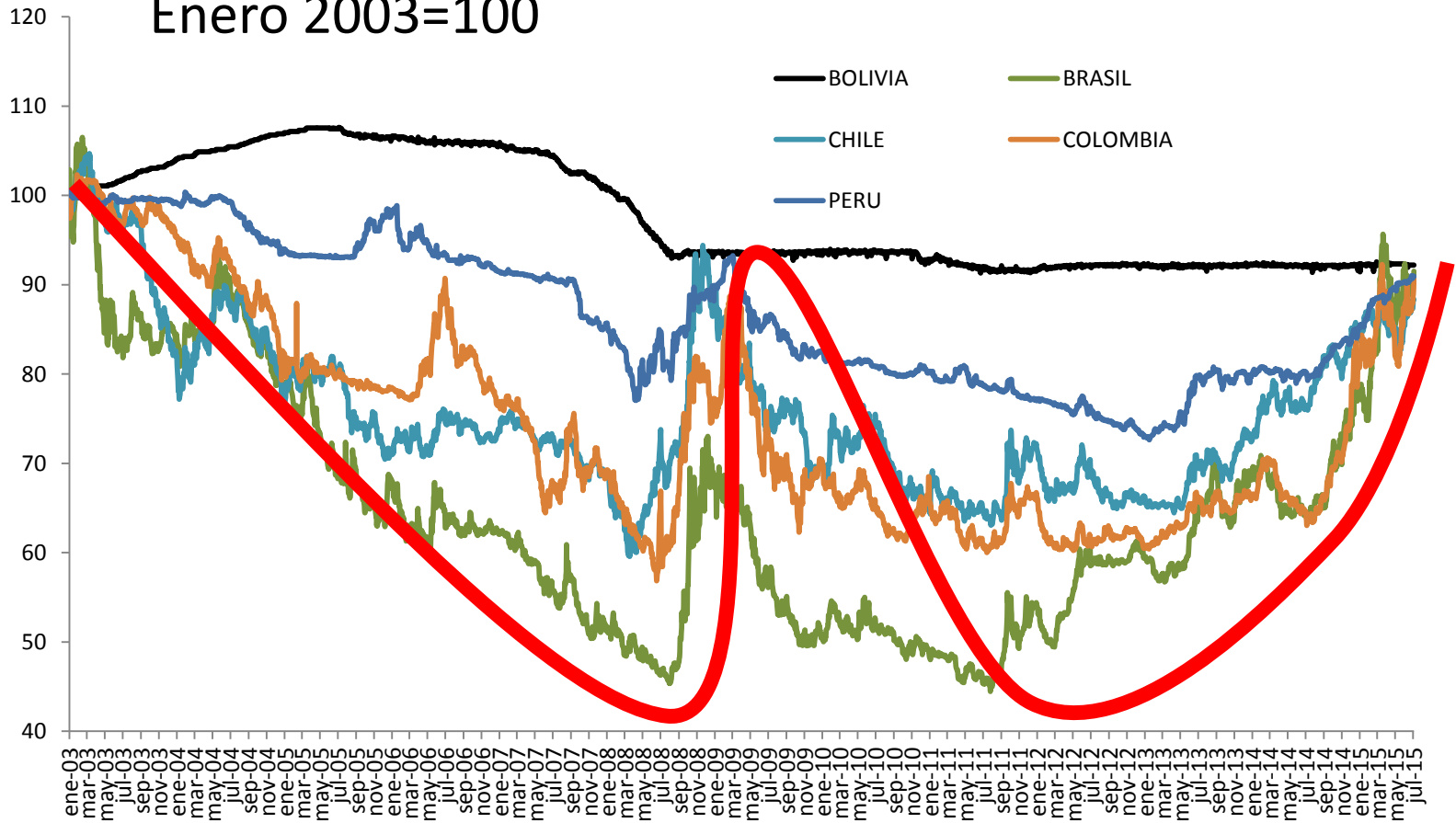


Fuente: Extraído de FMI (2014b)

# Estabilidad cambiaria: Rodeo Innecesario

Índices de Tipo de Cambio Nominal

Enero 2003=100

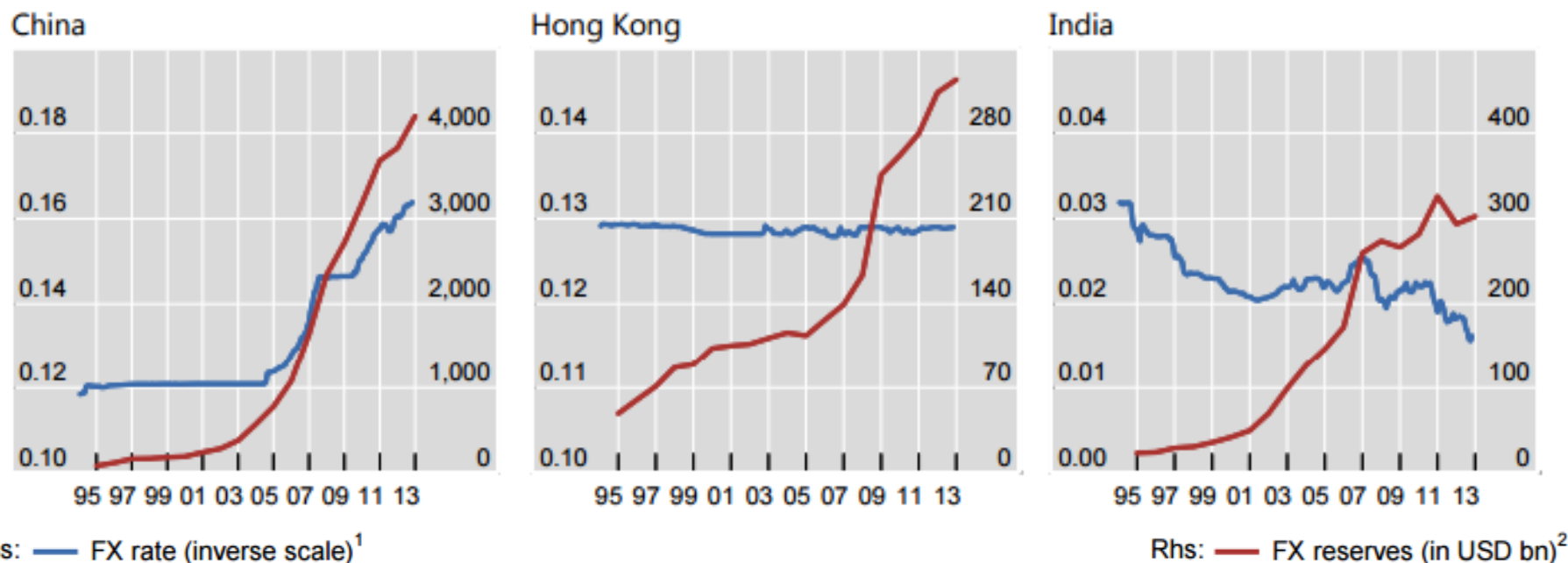


# Política Cambiaria y Reservas Internacionales de los Bancos Centrales

## Caso de los EMs de Asia

Foreign exchange reserves and exchange rates

Graph 1



Fuente: Extraído de Chutasripanich N and J Yetman (2015). Foreign exchange intervention. BIS Working Papers N° 499. Marzo.

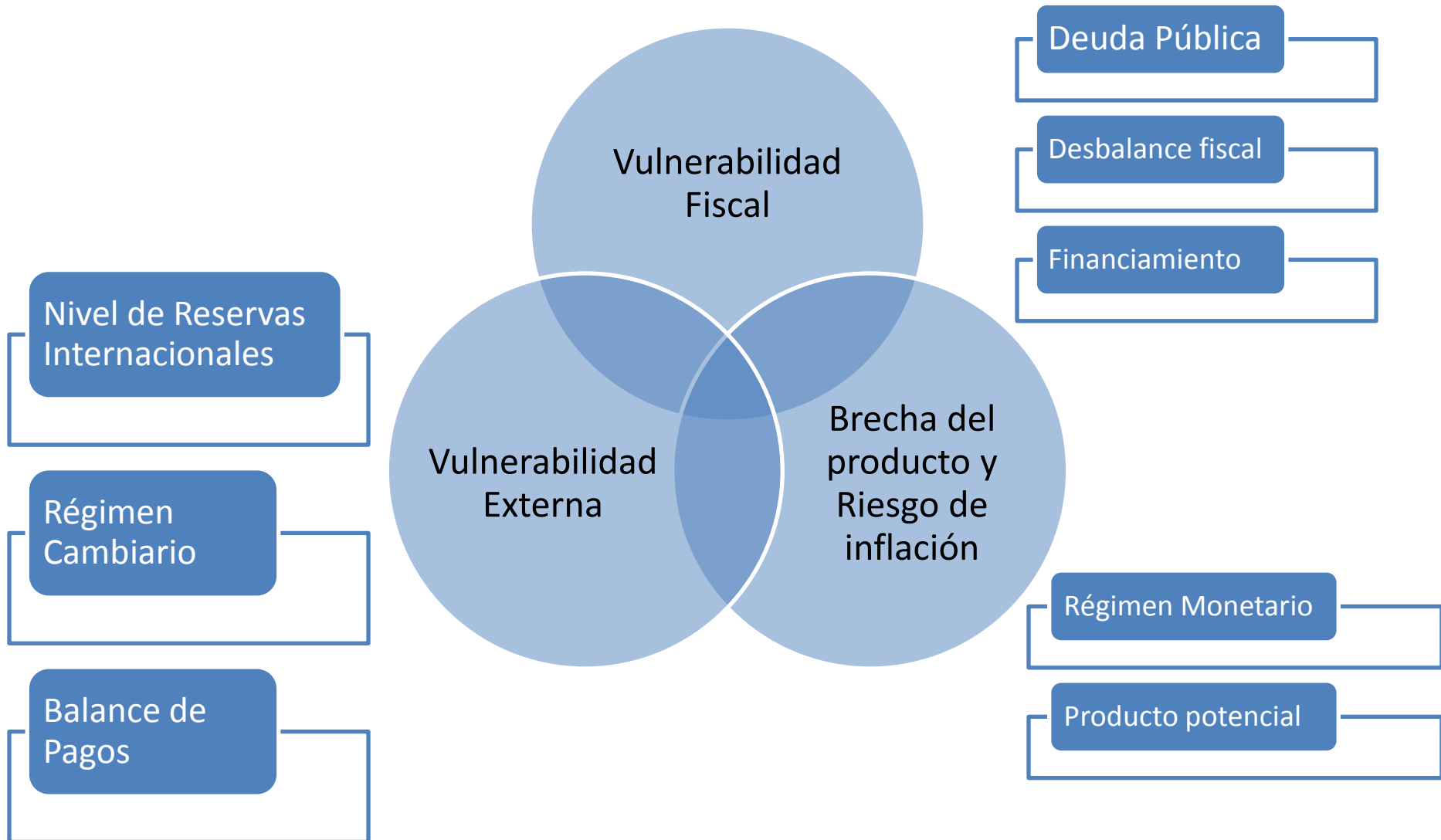
Nota: Moneda local por USD. Un incremento indica una apreciación de la moneda.

# **CONCLUSIONES**

# Prioridades en materia de políticas\*

- En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el margen de la política macroeconómica para apuntalar la demanda generalmente es más limitado, pero se lo debería aprovechar en la medida de lo posible.
- El respaldo a la demanda debería provenir de un reequilibramiento de la política fiscal encaminado a estimular el crecimiento a largo plazo, mediante la reforma tributaria y la reorganización de las prioridades de gasto .
- En los importadores de petróleo, la caída de los precios del petróleo han aliviado las presiones de los precios y las vulnerabilidades externas, lo cual aligerará la carga que habría recaído en la política monetaria. En los países exportadores de petróleo, el gasto público debería ajustarse a la caída de los ingresos petroleros en los casos en que no existe espacio fiscal.

# Decisiones de Política



# Conclusión

- Transitar de la “mercado emergente manía” al tiempo de la moderación, como dice Rodrik (2014).
- No se puede concluir sobre un tipo de respuesta de las políticas económicas de las EMs, dada su gran heterogeneidad.
- América del Sur: las diferencias de respuesta depende del tipo de inserción internacional comercial y financiera.
- Dependerá del tipo de shock y del espacio fiscal y nivel de reservas internacionales.
- Estará en función de su régimen monetario (metas implícitas de inflación o no), así como el régimen cambiario.
- Se observan rigideces en el gasto para aplicar políticas fiscales anticíclicas .
- Rigideces de las exportaciones e importaciones para dejar flotar los tipos de cambio y miedo a la flotación.

# Referencias bibliográficas

- BCB (2015). Diversas publicaciones y estadísticas.
- BIS (2015) , 85° Informe Anual. Junio
- CEPAL(2014) Anuario estadístico de ALC. Diciembre de 2014.
- Chinn M. and H. Ito (2015). Notes on The Chinn-Ito Financial Openness Index 2013 Up date. May1,2015.
- Chutasripanich N and J Yetman (2015). Foreign exchange intervention. BIS Working Papers N° 499. Marzo.
- Fernández A, Klein M, Rebucci A, Schindler M, and M. Uribe (2015). Capital Control Measures: A New Dataset. IMF WP/15/80
- FMI (2015a). Perspectivas de la Economía Mundial UPDATE. Julio
- FMI (2015b). Perspectivas de la Economía Mundial. Abril
- FMI (2015c). Fiscal Policy In Latin America. IMF Staff Discussion Note. SDN/15/06. Abril.
- FMI (2014a). Spillover Report. IMF Policy Paper. Julio.
- FMI (2014b). Emerging Markets In Transition: Growth Prospects And Challenges. IMF Staff Discussion Note. June 2014.
- Gosh A, Ostry J. and M. Qureshi (2014). Exchange Rate Management and Crisis Sucesptibility: A Reassessment. IMF WP/14/11.
- Rodrik D (2014). Back to sanity on economic convergence. Blog.
- *Tsounta E (2014)*. Slowdown in Emerging Markets: Sign of a Bumpy Road Ahead? IMF WP/14/205
- Vegh C. (2014 ). Política monetaria, cambiaria y macroprudencial a través del ciclo económico. Revista de Economía. Uruguay.