

## XI Jornada Monetaria

# “Políticas Económicas Heterodoxas en la Región: Experiencias y Retos Hacia Adelante”

Corrientes heterodoxas en países de la región

Banco Central de Bolivia, 20 de Julio de 2017

Esteban Pérez Caldentey (esteban.perez@eclac.org)  
Jefe de la Unidad de Financiamiento para el Desarrollo  
CEPAL

# Sin teoría no hay política económica...y sin “visión” no hay teoría

---

Todo esfuerzo y proceso científico conlleva dos dimensiones distintas y sin embargo relacionadas entre sí

## La representación (visión)

- ✓ El acto cognoscitivo pre-analítico.
- ✓ Proporciona la materia prima al análisis.
- ✓ Es un acto creativo, intuitivo e inductivo
- ✓ Precede y es condición previa a la investigación analítica.

## La investigación analítica

- ✓ Verbaliza la representación.
- ✓ Conceptualiza con un determinado orden.
- ✓ Construye esquema de conjunto.
- ✓ Investigación empírica y relación con teoría.

# Elementos de la visión para la investigación analítica desde una perspectiva heterodoxa

---

- Centro-periferia
- La estructura productiva
- El rol de las instituciones
- El sector financiero y su interrelación con la actividad real

Centro-periferia

# Centro-Periferia

---

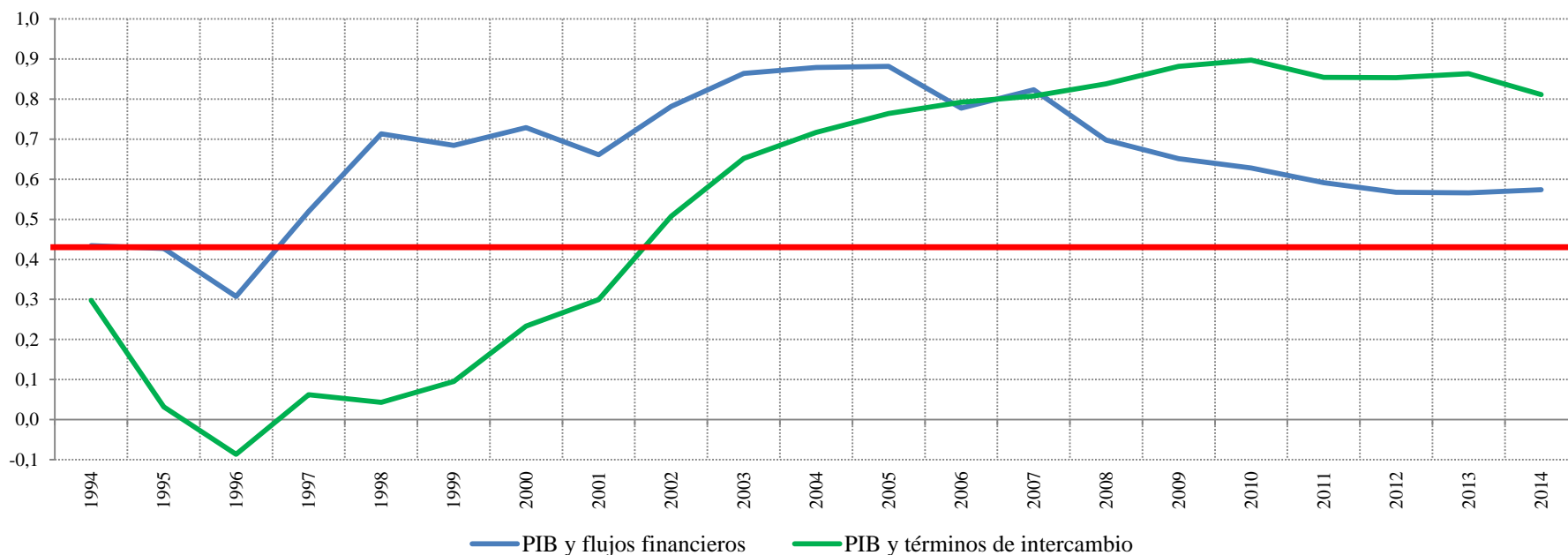
- El desarrollo se enmarca en un “sistema [particular] de relaciones internacionales.”
- De manera analítica este sistema de relaciones internacionales se caracterizó a partir de la dicotomía entre centro y periferia, que permitió captar la especificidad de los países en desarrollo en relación con los más desarrollados y mostrar las diferencias cualitativas entre las estructuras de los países desarrollados y en desarrollo.
  - “Los Estados Unidos [...] desempeñan activamente el papel del centro cíclico principal, no solo en el continente, sino en todo el mundo; y los países latinoamericanos estamos en la periferia del sistema económico [...] **¿Por qué llamo centro cíclico a los Estados Unidos?** Porque de ese país, dada su magnitud y sus características económicas, parten los impulsos de expansión y contracción en la vida económica y especialmente en la periferia latinoamericana, cuyos países están sujetos a la influencia de esos impulsos, como lo habían estado antes cuando Gran Bretaña tenía el papel de centro cíclico principal” (Prebisch, 1993, vol. 4, pág. 224)

# Lejos de ser estática la categoría analítica centro-periferia es dinámica y tiene distintas manifestaciones y distintos efectos

- A partir de mediados de los ochenta la evolución del ciclo económico se correlacionó de manera más estrecha con las fluctuaciones de los flujos financieros.
- No obstante a partir de los 2000, la influencia de los términos de intercambio se hace patente demostrando el carácter dinámico de la dominancia de la balanza de pagos.

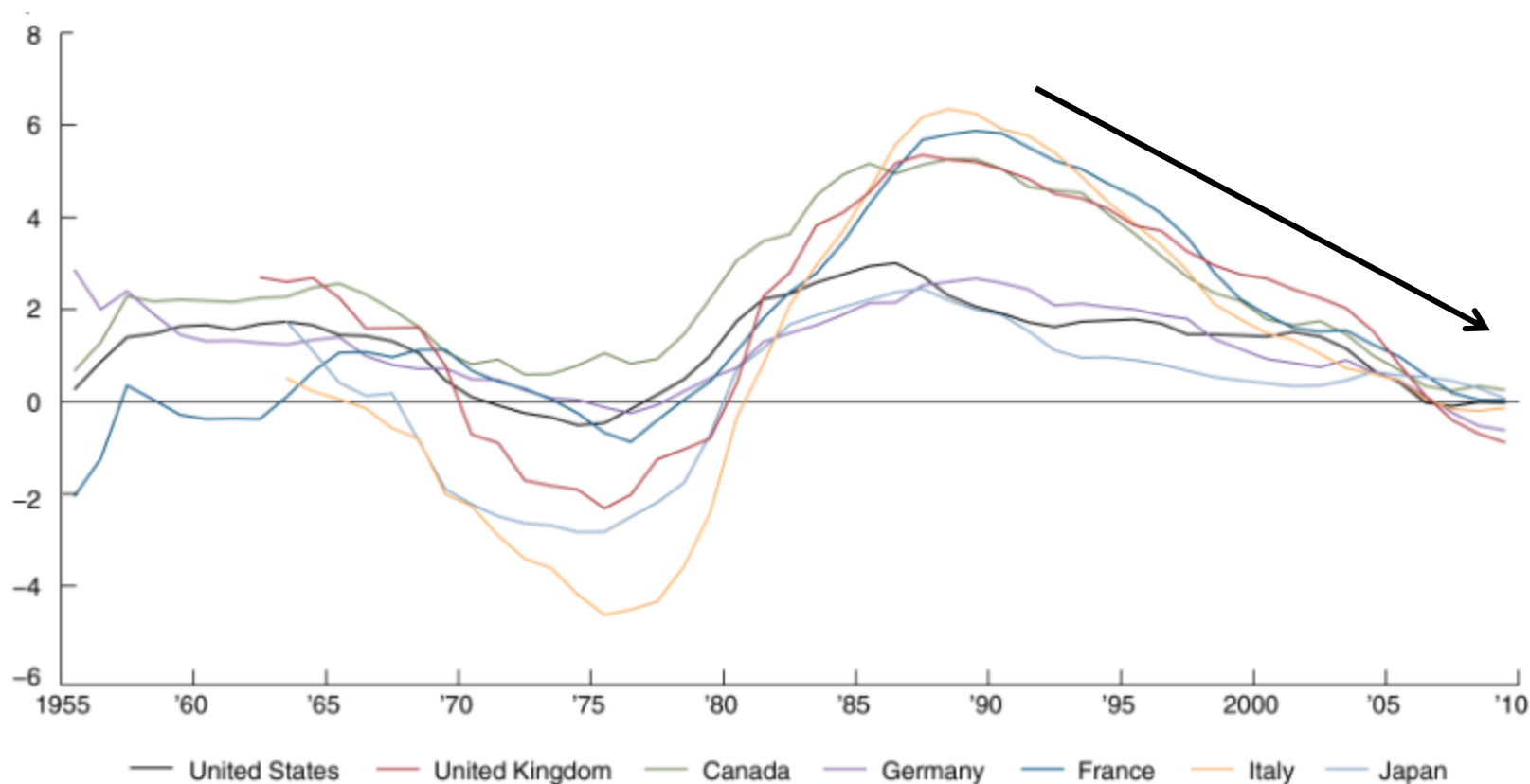
## América Latina y el Caribe

Evolución del coeficiente de correlación móvil entre los ciclos del PIB y los flujos financieros privados y los ciclos de PIB y los términos de intercambio  
1993-2014



Además de la mayor correlación entre los ciclos del PIB y de los términos de intercambio las tasas de interés reales en los países desarrollados muestran una tendencia a la baja desde la década de los noventa

### Tipos de interés reales de largo plazo para los países del G-7 (1965-2010)



# El desafío de la residencia versus la nacionalidad

---

- El registro de transacciones (por ejemplo balanza de pagos) se realiza en base a criterios de residencia.
- No obstante debido a los cambios y transformaciones que ha tenido la actividad productiva y las finanzas a nivel global, en la realidad algunas transacciones deberían realizarse por criterios de nacionalidad.
- Esto puede cambiar la manera como concebimos las relaciones económicas y comerciales entre los países y la manera en la cual se articulan la relaciones entre el centro y la periferia.
- Esto afecta no sólo a los países desarrollados sino también a algunos países de América Latina.
  - Por ejemplo los títulos de deuda (mercado de bonos emitidos por Brasil representan 6% de su PIB por criterios de residencia y 13% de su PIB por criterios de nacionalidad.



# La estructura productiva y el cambio estructural

# La estructura productiva y el cambio estructural

---

- La estructura productiva se refiere a la especialización productiva y exportadora.
  - Generalmente se ilustra por la estructura sectorial (la composición de la oferta agregada).
- La estructura productiva es distinta para los países desarrollado y en desarrollo y lo es también para las distintas regiones en desarrollo, y para sus sub regiones.
  - En el caso de América Latina y el Caribe, América del Sur, Centroamérica y el Caribe tienen estructuras productivas distintas.
- Esto hace que los impulsos que recibe la región no se transmitan de manera homogénea a los países cuando se trata de impulsos reales (que afectan al canal comercial) e impactan de manera diferenciada según la estructura productiva.
  - El impacto de una variación en los términos de intercambio o del tipo de cambio real no tiene el mismo efecto en América del Sur o en Centroamérica.
  - Además los cambios en los términos de intercambio se mueven en dirección opuesta a las variaciones en el tipo de cambio real lo que complejiza el análisis.

# Pero el análisis de la estructura productiva no debe enfocarse sólo por el lado de la oferta...la demanda también importa

---

- El análisis de la demanda agregada generalmente establece una igualdad entre gasto, PIB e ingreso.

$$(1) \text{ PIB} = \text{Ingreso} = \text{Gasto}$$

- Pero de hecho estas tres variables pueden ser distintas.
- El ingreso nacional bruto disponible ( $IN_t$ ) puede expresarse como el producto interno bruto ( $PIB_t$ ) más el pago neto de factores al resto del mundo ( $PNRMT_t$ ), las transferencias corrientes ( $TC_t$ ) y el efecto de la relación de términos de intercambio ( $ETI_t$ ). Es decir:

$$(2) IN_t = PIB_t + PNRMT_t + TC_c + X_t \left( \frac{P_x}{P_m} - 1 \right)$$

$$ETI_t = X_t \left( \frac{P_x}{P_m} - 1 \right)$$

# Pero el análisis de la estructura productiva no debe enfocarse sólo por el lado de la oferta...la demanda también importa

---

- El análisis de la demanda agregada generalmente establece una igualdad entre gasto, PIB e ingreso.

$$(1) \text{ PIB} = \text{Ingreso} = \text{Gasto}$$

- Pero de hecho estas tres variables pueden ser distintas.
- El ingreso nacional bruto disponible ( $IN_t$ ) puede expresarse como el producto interno bruto ( $PIB_t$ ) más el pago neto de factores al resto del mundo ( $PNRMT_t$ ), las transferencias corrientes ( $TC_t$ ) y el efecto de la relación de términos de intercambio ( $ETI_t$ ). Es decir:

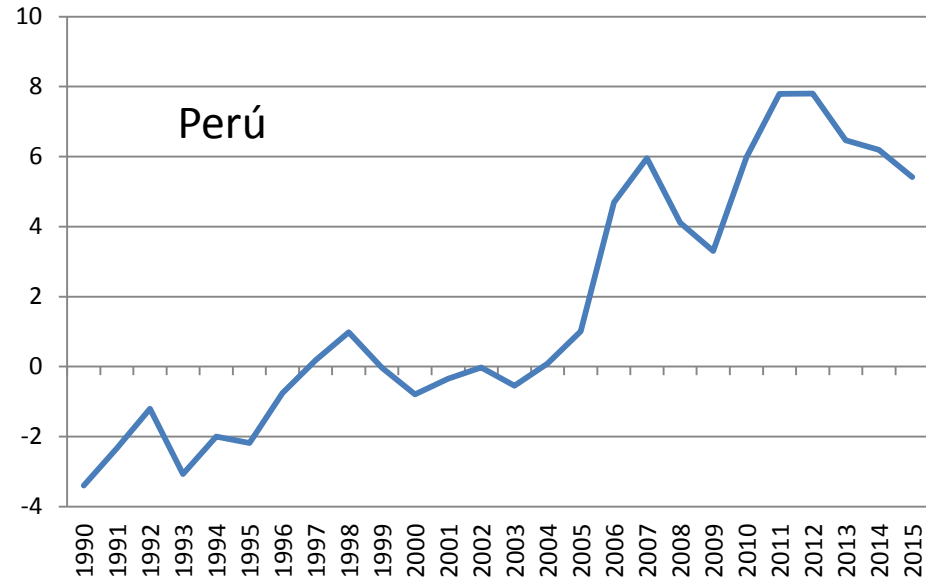
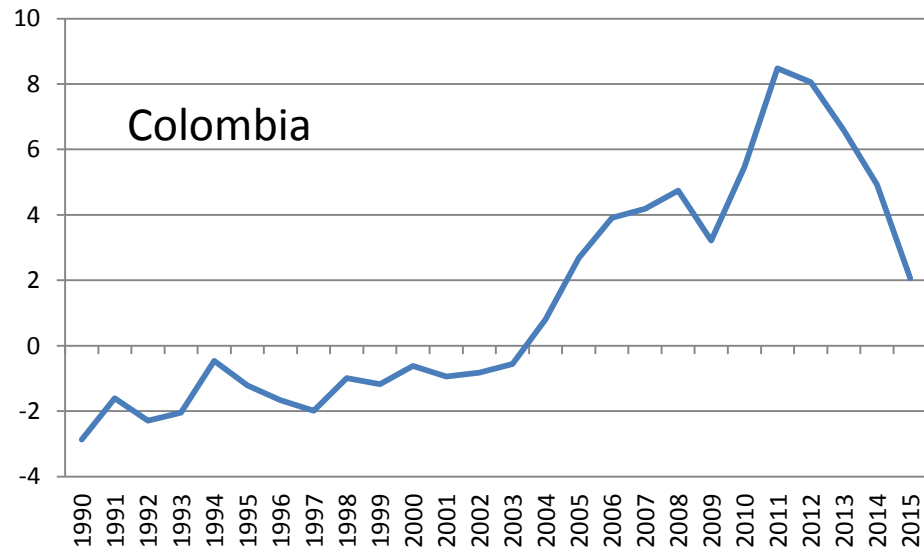
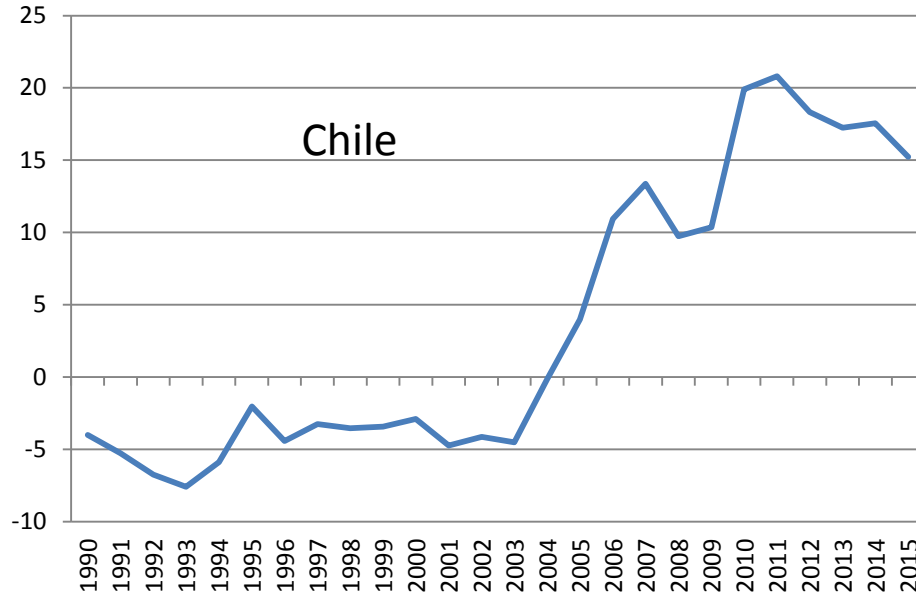
$$(2) \text{ IN}_t = \text{ PIB}_t + \text{ PNRMT}_t + \text{ TC}_t + X_t \left( \frac{P_x}{P_m} - 1 \right)$$

$$\text{ ETI}_t = X_t \left( \frac{P_x}{P_m} - 1 \right)$$

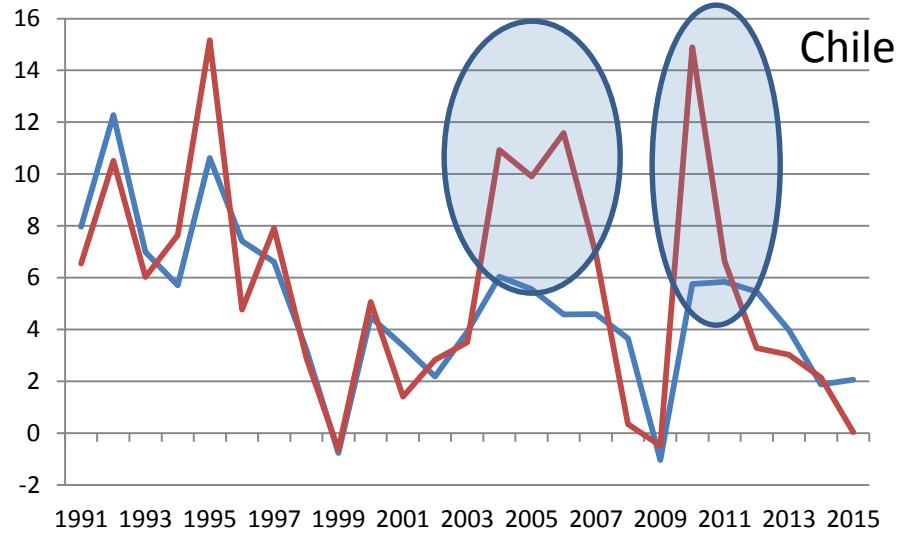
$$\text{ ETI}_t > 0 \Rightarrow \text{ IN}_t > \text{ PIB}_t$$

$$\text{ ETI}_t < 0 \Rightarrow \text{ IN}_t < \text{ PIB}_t$$

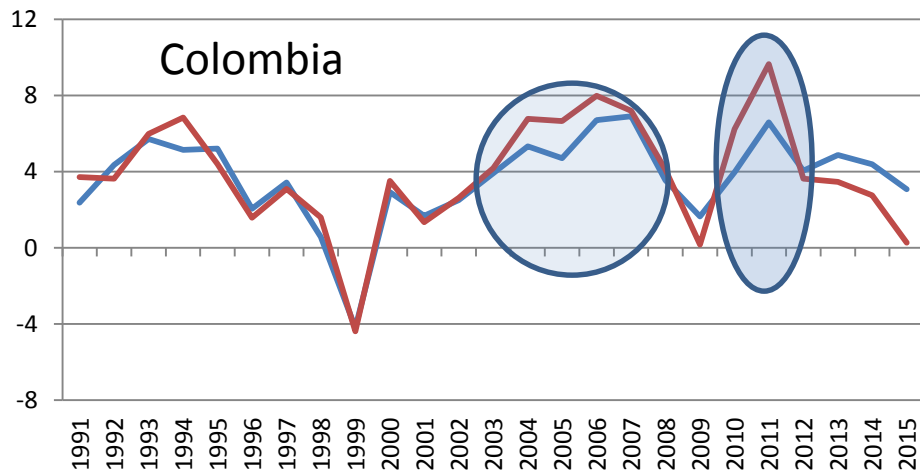
# Diferencial entre ingreso y PIB como porcentaje del PIB (Países seleccionados de LA)



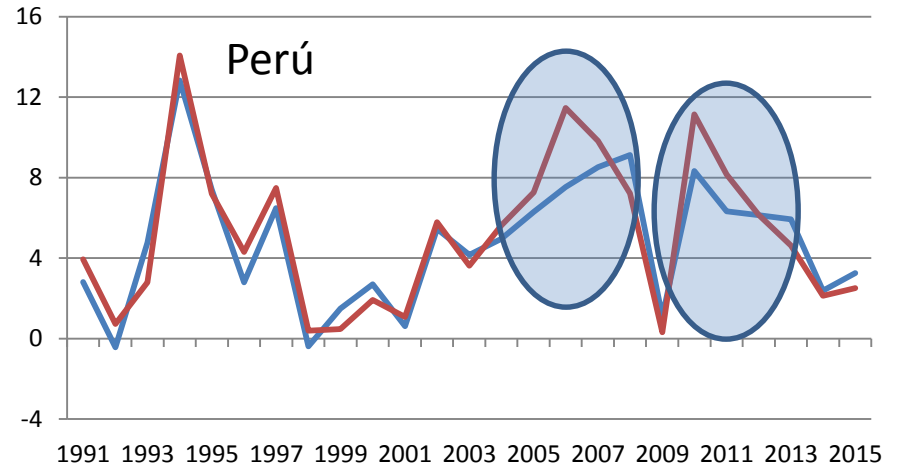
# Las tasas de variación del ingreso y del PIB pueden ser distintas y esto tiene impactos macroeconómicos



— PIB — INB



— PIB — INB



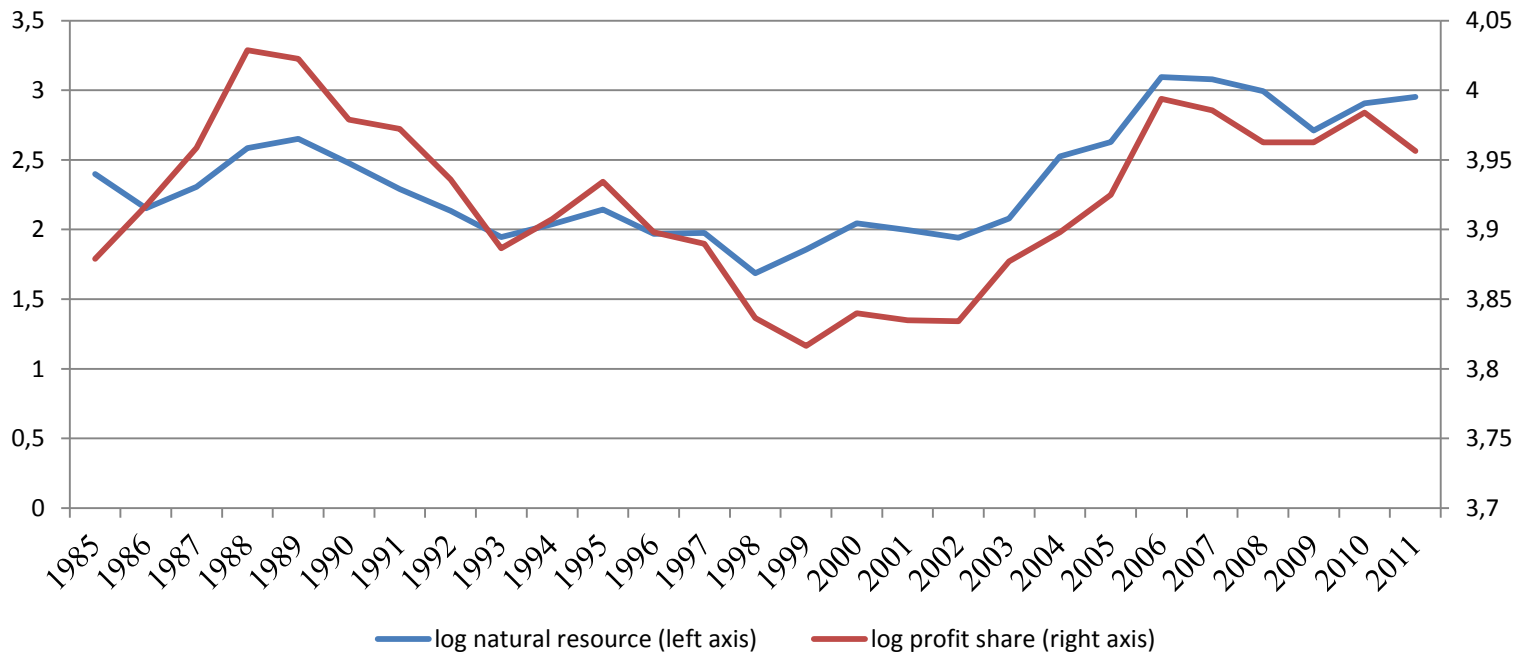
— PIB — INB

# Y la demanda también afecta la distribución del ingreso

$$(3) IN_t = B_t + (WN)_t$$

Chile:

participación de los beneficios y rentas de recursos naturales como % del ingreso  
(logarítmos, 1985-2011)



Y la demanda también afecta la distribución del ingreso

---

$$(3) IN_t = B_t + (WN)_t$$

The diagram illustrates the decomposition of the total income  $IN_t$  into three components:  $R_t$ ,  $I_t$ , and  $(WN)_t$ . Three blue arrows originate from the terms  $B_t$ ,  $(WN)_t$ , and  $(WN)_t$  in the equation above, pointing to  $R_t$ ,  $I_t$ , and  $(WN)_t$  respectively.



# El rol de las instituciones

# El rol de las instituciones

---

- En la teoría el rol de las instituciones se articula en torno a los derechos de propiedad, las fallas y las imperfecciones del mercado.
  - Los derechos de propiedad constituyen una pre-condición lógica para que el mercado pueda asignar recursos de acuerdo a los grados de escasez relativa de éstos.
  - Las fallas de mercado son inherentes al funcionamiento del mercado e impiden que se llegue a una asignación eficiente de recursos.
    - ✓ Se dan en cuatro grandes casos: bienes públicos y externalidades, rendimientos crecientes a escala, monopolio natural y asimetrías de información.
  - Las imperfecciones de mercado se imponen sobre la base de la existencia de un equilibrio competitivo.
    - ✓ Las imperfecciones más conocidas en la literatura son la rigidez de precios (salarios o tasas de interés), las barreras institucionales que impiden que el mercado asigne recursos de manera eficiente en el corto plazo y la falta de una respuesta apropiada de los agentes a los incentivos de precios

## América Latina y el Caribe.

### Proporción de la inversión financiada con fondos propios para la manufactura y los servicios por tamaño de empresa

	Manufactura			Servicios		
	Pequeña	Mediana	Grande	Pequeña	Mediana	Grande
Argentina2010	81.6	76.7	74.2	85.3	78.3	74.0
Chile2010	78.9	74.0	77.6	66.5	78.0	69.2
Colombia2010	69.8	66.2	64.0	73.2	80.5	72.2
Ecuador2010	69.6	76.5	69.2	76.4	76.2	77.6
El Salvador2010	80.0	68.5	73.0	79.6	73.8	72.8
Guatemala2010	80.7	84.9	77.8	92.9	80.0	73.3
Honduras2010	83.2	63.2	68.9	77.2	80.3	70.8
México2010	84.5	76.9	82.6	91.7	91.3	86.8
Nicaragua2010	90.7	86.5	83.7	95.7	92.2	87.5
Panamá2010	100.0	98.3	95.0	85.6	100.0	98.0
Paraguay2010	88.8	78.4	74.8	84.6	83.3	77.9
Perú2010	73.5	65.7	57.4	75.4	59.7	73.9
Uruguay2010	86.6	79.5	79.7	89.8	86.3	85.3
Venezuela2010	80.0	78.6	72.9	80.0	92.6	63.2
<b>Promedio regional</b>	<b>81.4</b>	<b>76.4</b>	<b>74.7</b>	<b>82.3</b>	<b>82.6</b>	<b>76.7</b>
<b>América del Sur</b>	<b>78.1</b>	<b>74.2</b>	<b>71.1</b>	<b>79.0</b>	<b>80.1</b>	<b>73.5</b>
<b>Centroamérica</b>	<b>86.9</b>	<b>80.3</b>	<b>79.7</b>	<b>86.2</b>	<b>85.3</b>	<b>80.5</b>

# El rol de las instituciones

---

- En el caso del sistema financiero la asimetría de información se refiere al efecto que tiene en el mercado de crédito la diferencia de información que posee el prestamista y el prestatario de un determinado proyecto de inversión.
  - Esto produce dos importantes efectos en el mercado de crédito: la selección adversa (los individuos que más desean pedir prestado son aquellos que son menos deseables desde el punto de vista del prestatario, es decir los más riesgosos) y el riesgo moral (el riesgo que el prestatario lleve a cabo acciones que dañen al prestamista: por ejemplo gastar fondos prestados para un proyecto de inversión en consumo no pudiendo hacer frente a las obligaciones de deuda).
- Los problemas de información asimétrica implican que los hogares y las empresas enfrentan restricciones de liquidez.
  - Es decir que no pueden obtener el volumen de préstamos que desean, incluso en circunstancias en las cuales se espera que puedan, en promedio, hacer frente al pago del interés y principal del préstamo.

# En la práctica el rol de las instituciones es diferente

---

- La evidencia histórica demuestra que las economías desarrolladas utilizaron una combinación de políticas públicas en la manufactura, el comercio y la tecnología para promover su proceso de crecimiento y desarrollo.
- Estas involucraron el uso activo de subsidios y aranceles, así como la distribución de derechos de monopolio para estimular el establecimiento de determinados sectores y la supervivencia de las industrias más nuevas.
- Las políticas públicas también incluyeron el desarrollo de capacidades nacionales mediante la investigación, la educación, el estímulo de la adquisición, el aprendizaje de tecnología extranjera y las prácticas de cooperación público-privada
- Además, la evidencia demuestra que estas estrategias y prácticas también se han extendido como una manera de consolidar la supremacía tecnológica de las grandes potencias industriales actuales

# Actualmente existe un mayor reconocimiento al papel que pueden jugar las instituciones en el desarrollo económico que el que sugiere la teoría tradicional

---

- Pueden destacarse tres ejemplos:
  - La banca de desarrollo
  - La política industrial
  - La inversión pública

# El sector financiero y su interacción con la actividad real

# El modelo canónico de metas de inflación

---

$$y_t^g = E_t y_{t+1}^g - \sigma(i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n) + \varepsilon_t$$

IS (Demanda)

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa y_t^g + v_t$$

Curva de Phillips

$$i_t = r_t^t + \phi_\pi \pi_t^g + \phi_y y_t^g$$

Regla monetaria

## Mecanismo de transmisión

$$i \rightarrow y_t^g \rightarrow \pi_t^g$$

## Propiedades

Contraciclicidad ('leaning against the wind')

Simetría

Flexibilidad

La coincidencia divina



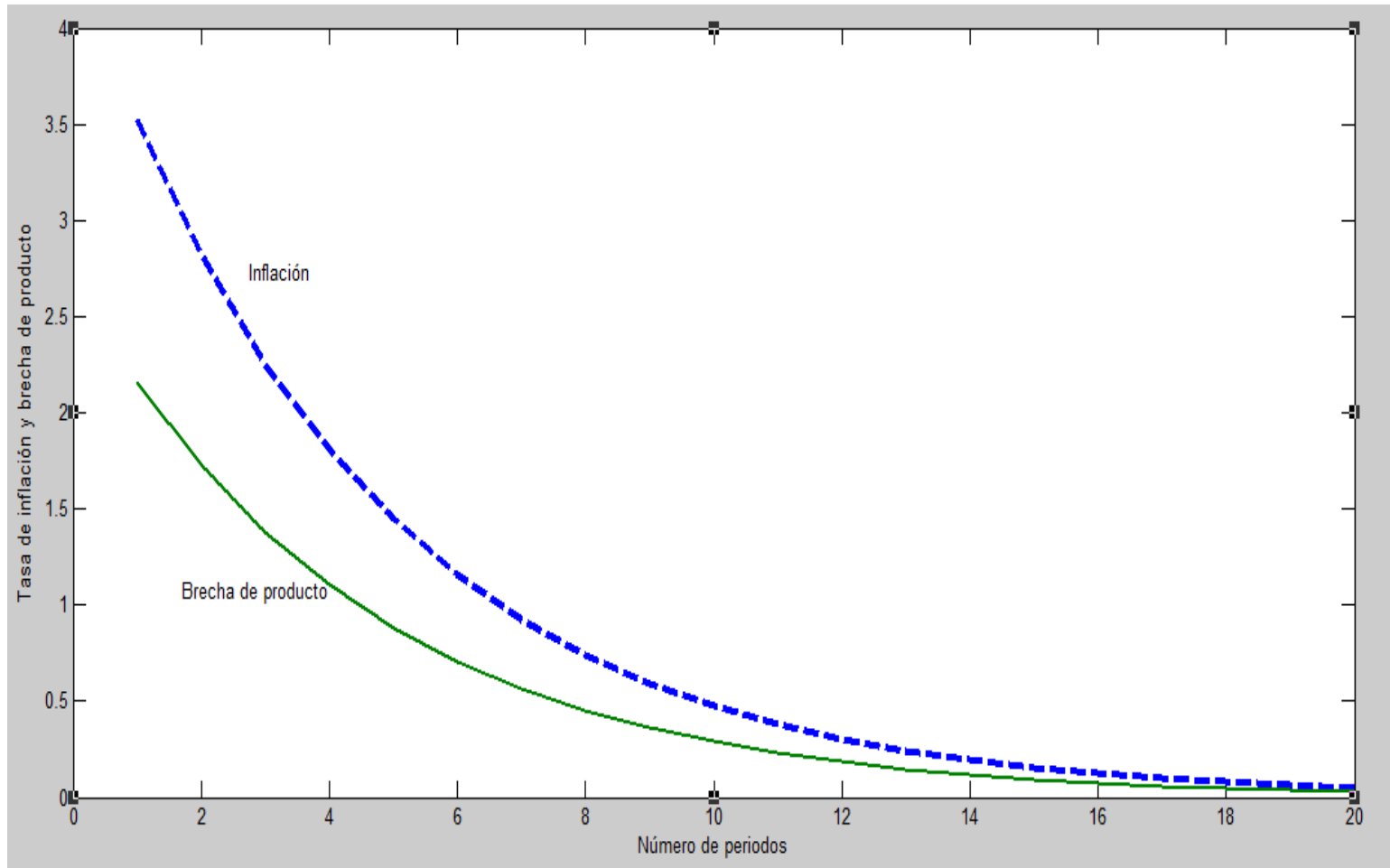
# La estabilidad

---

$$\pi \uparrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow r \uparrow \Rightarrow y^g \downarrow \Rightarrow \pi \downarrow$$

$$\phi_{\pi} > 1$$

# La coincidencia divina



# Todos los teoremas financieros comparten un conjunto de supuestos

## Principales suposiciones de los teoremas (hipótesis) de las finanzas modernas

	Teoremas/hipótesis			
	EM	RR	MM	BSM
Los agentes maximizan funciones de utilidad de buen comportamiento y son adversos al riesgo	X	X	X	X
Agentes tienen expectativas racionales	X	X	X	X
Los mercados no tienen fricciones, la información es gratis y está simultáneamente disponible a todos los agentes	X	X	X	X
Los agentes actualizan sus expectativas de manera continua y apropiada a la nueva información relevante disponible	X	X	X	X
Las decisiones de inversión se basan en valores esperados y desviaciones estándares de los retornos de los portafolios	X	X	X	X
Los inversionistas son tomadores de precios	X	X	X	X
Los precios se ajustan rápidamente pero suavemente para reflejar toda la información	X	X	X	X
Los inversionistas tienen expectativas homogéneas	X	X	X	X
Todos los activos (títulos-valores) pueden comercializarse y son infinitamente divisibles	X	X	X	X
Los agents toman prestado y prestado de manera ilimitada a una tasa de interés constante libre de riesgo	X	X	X	X
Los precios de la bolsa de valores siguen un camino aleatorio	X	X	X	X
No hay impuestos		X	X	X
No existe el peligro de bancarrota o quiebra			X	
Las decisiones de inversión son independientes de cómo estas se financian			X	
Los retornos de los activos (títulos valores) son variables aleatorias normalmente distribuidas (de manera conjunta)	X	X	X	X
Las correlaciones entre activos son fijas y constantes en el tiempo	X	X	X	X

Nota: EM = hipótesis de mercados eficientes; RR = riesgo y retorno (modelo CAPM); MM = teorema Modigliani-Miller; BSM = ecuación Black- Scholes-Merton.

Fuente: Jarrow (1994)

# Existen dos visiones sobre el impacto del sistema financiero en la economía real

---

- La primera visualiza las finanzas como un importante contribuyente al crecimiento y el bienestar
  - Esta visión se remonta por lo menos a Schumpeter (1912). According to Schumpeter, the banker is “the capitalist par excellence...He is the ephor of the exchange economy”; ‘the money market is the headquarters of the capitalist system’.
    - ✓ Schumpeter atribuye dos roles a los banqueros two roles for bankers: provision of funding for start-up entrants and a filter screen to determine the feasibility and profitability of a project.
  - More recent analyses document the relationship between development and growth through cross-country studies.
    - Finance contributes to growth by: (i) producing ex ante information about investment opportunities; (ii) improving ex post monitoring of investment and exerting corporate governance; (iii) facilitating risk management and diversification; (iv) mobilizing and pooling savings; (v) easing the exchange of goods and services (Levine, 2005).

# Una segunda visión concibe al sector financiero como una fuente de inestabilidad y de asignación ineficiente de recursos

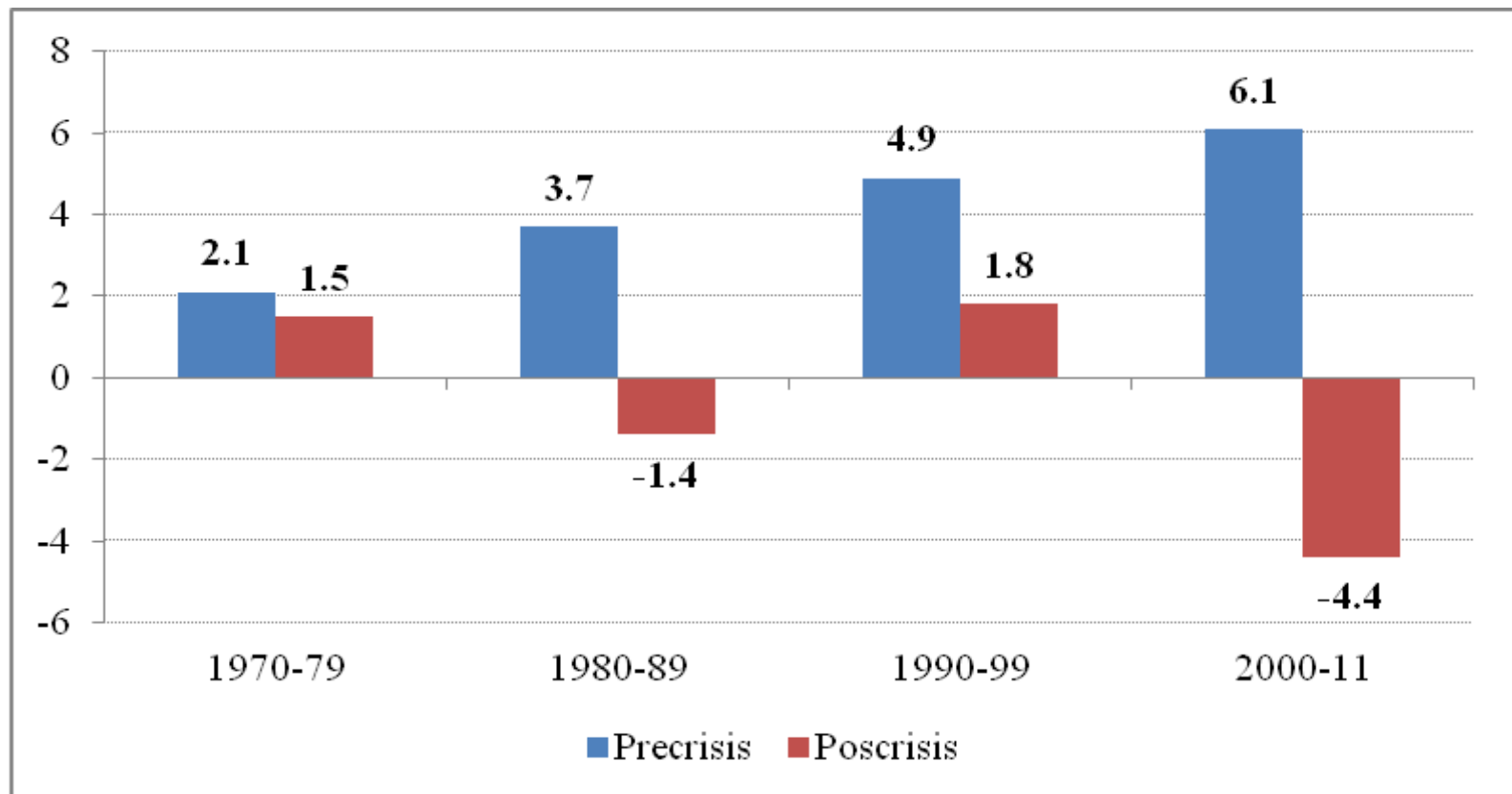
---

- El desarrollo financiero puede crear una red de externalidades a nivel macro que incluyen riesgo creciente, fragilidad financiera y riesgo sistémico
  - Parte de la literatura ha demostrado que el crecimiento del crédito es un buen indicador de crisis bancarias y monetarias (Kaminsky and Reinhart, 1999).
  - También se identifica el desarrollo de las finanzas como una fuente de inestabilidad (Minsky, 1986).
    - Minsky examinó la relación entre el banquero y el empresario. Describió como los estándares de préstamos y comportamiento fluctuaban en el ciclo and la progresión desde posiciones de portafolio más sólidas (hedge) hacia posiciones más frágiles (speculativa y Ponzi).
    - La crisis financiera se produce como consecuencia de un colapso en la confianza del prestamista, llevando a un proceso de racionamiento del crédito, la liquidación forzada de activos a precios muy bajos para repagar préstamos, una caída drástica de la inversión y un consecuente declive de la producción y del empleo.

# La evidencia empírica muestra que las crisis financieras tienen efectos prolongados en el crecimiento

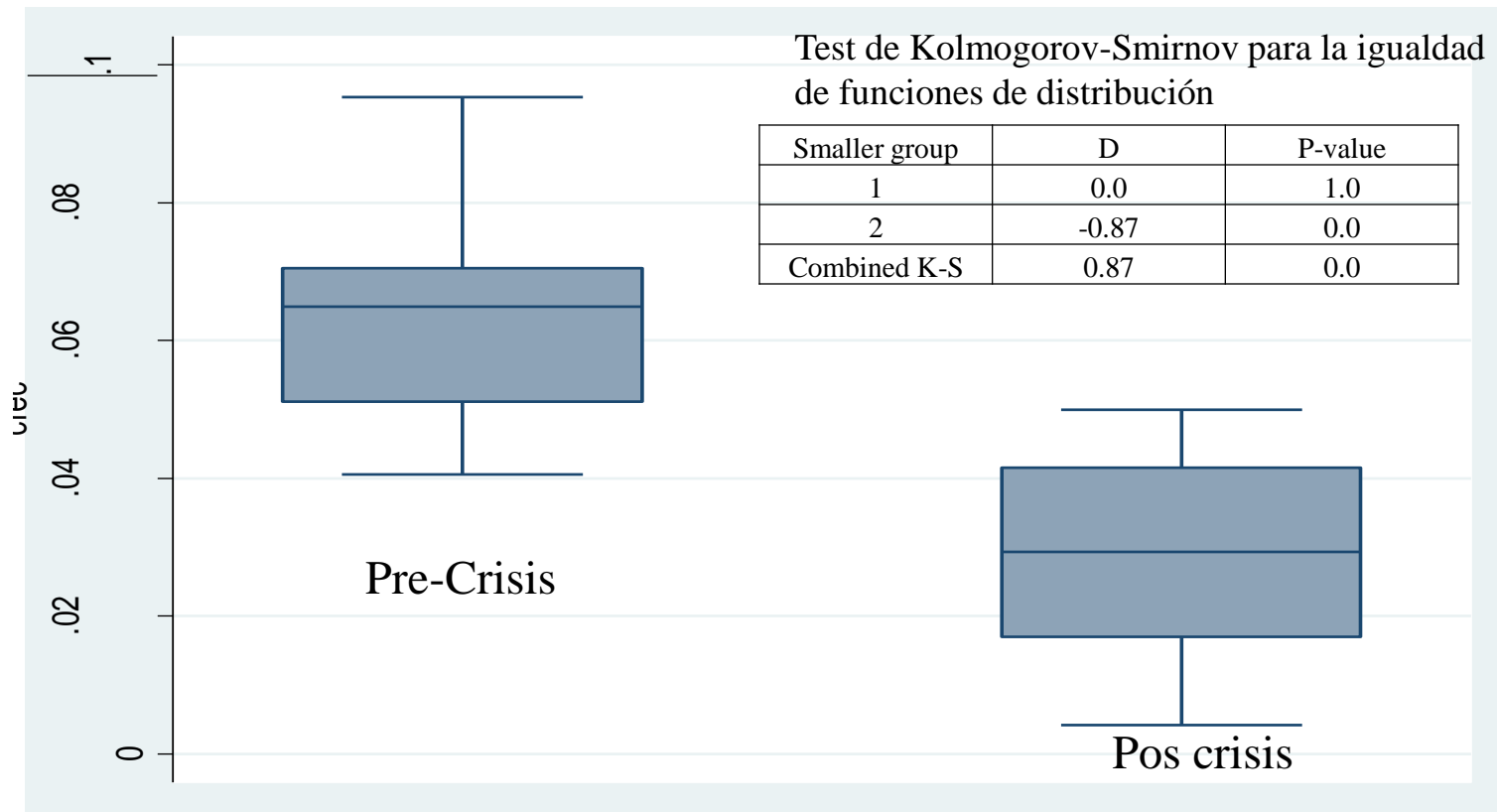
## Países desarrollados

**Tasas de crecimiento de la inversión en el quinquenio pre y post crisis financieras**  
(Percentages)



# En América Latina las crisis financieras han tenido efectos permanentes en la actividad real

Distribución de la variación del producto real (PIB) para América Latina antes y después de la crisis de la deuda (1980-1983)



# El sector financiero y el costo de intermediación

---

- Los modelos macrofinancieros incluyen de manera explícita o implícita financiera una ecuación de intermediación financiera.

$$r_{activa} = r_{pasiva} + \psi \quad \psi = \text{costo de intermediación}$$

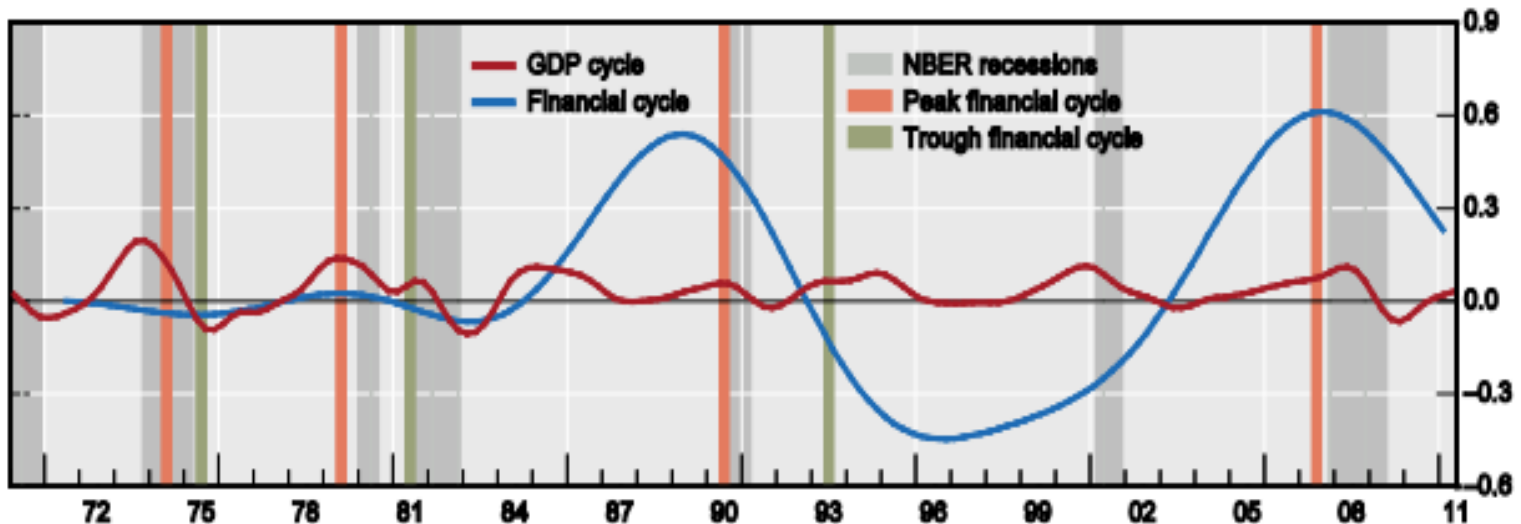
- Los costos de intermediación reflejan la compensación que los intermediarios reciben por juntar fondos, compartir riesgos, transferir recursos, producir información y proveer incentivos
- Evidencia disponible para los Estados Unidos muestra que el costo de intermediación ha aumentado.
  - Esto no refleja una mejor distribución de riesgos o producción de información.
  - Mejoras en la tecnología de la información deberían haber reducido los costos de intermediación.
  - ¿Porqué el sector no-financiero transfiere recursos al sector financiero? (Philippon, 2012).



## El análisis anterior implica:

- Entender cual es la función primordial del sector financiero.
  - El sistema financiero provee y garantiza la aceptación de deuda.
- Analizar la relación entre el ciclo financiero y el ciclo real

### Estados Unidos: el ciclo financiero y el ciclo real 1970-2011



# América Latina (países seleccionados): duración y amplitud de las fases de expansión y contracción del ciclo crediticio real en relación con el PIB real, 1990-2012

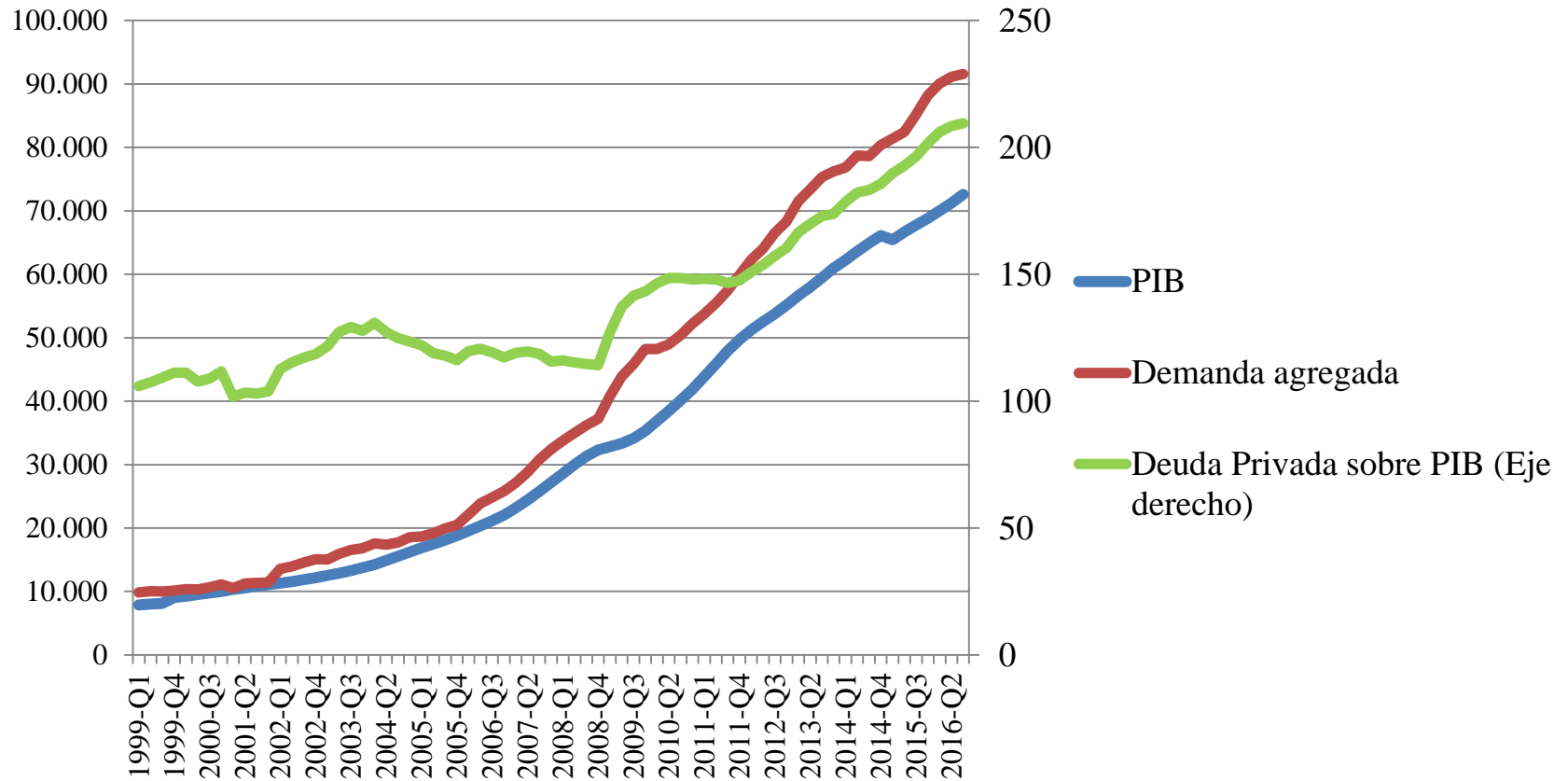
	Duración (En trimestres)		Amplitud (En porcentajes)		Efecto acumulado	
	Expansión	Contracción	Expansión	Contracción	Expansión	Contracción
Argentina	1,0	2,5	1,5	6,3	0,8	7,9
Brasil	0,6	2,4	0,9	3,0	0,3	3,5
Chile	1,0	0,7	1,6	0,8	0,8	0,3
Colombia	...	1,7	...	3,2	...	2,8
México	0,5	1,2	1,4	0,8	0,3	0,4
Paraguay	0,8	1,4	0,9	11,6	0,3	8,3
Perú	0,9	1,8	1,5	3,0	0,7	2,6
República Dominicana	2,8	1,3	8,1	12,1	11,1	8,1
Mediana	1,0	1,6	1,5	3,6	0,8	2,8
Promedio	1,1	1,6	2,4	4,9	1,3	4,0

**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de información oficial de los países y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Latin America and the Caribbean Macro Watch Data Tool* [en línea] <http://www.iadb.org/research/latinmacrowatch/lmw.cfm>.

<sup>a</sup> Los puntos suspensivos indican que no se dispone de datos.

# Finalmente este análisis significa incorporar 'financiero en lo real'

## El concepto de la demanda monetaria. El caso de China



Fuente: Sobre la base de Keen (2017) y BIS (2017)