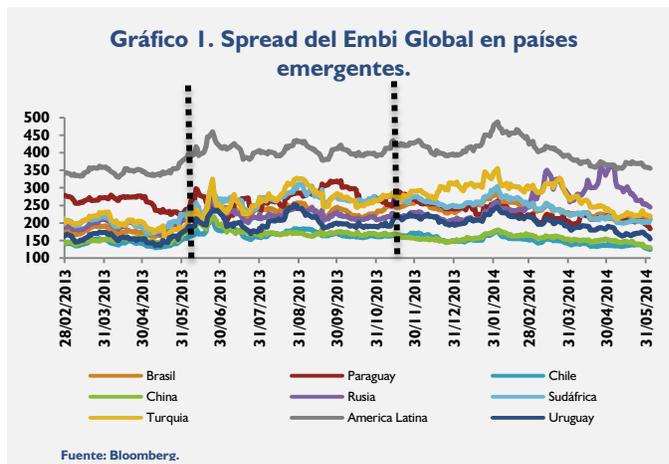




## Normalización de las Condiciones Monetarias Globales: ¿Estamos listos?

Carlos G. Fernández Valdovinos  
Presidente Banco Central del Paraguay

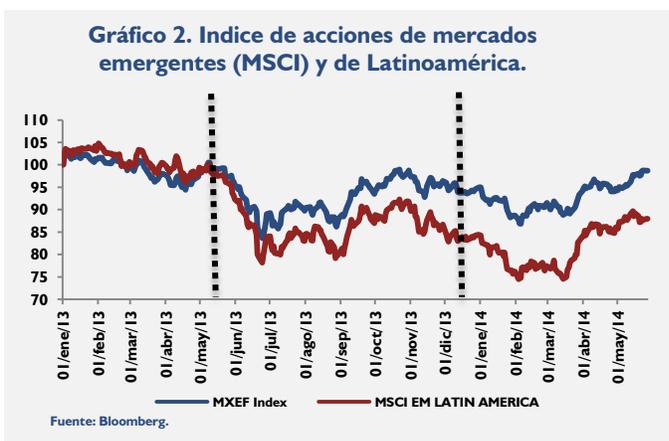
El 21 de mayo de 2013 el entonces presidente de la Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke, realizaba un anuncio **imprevisto** por el mercado: las medidas de estímulos que habían sido



implementadas para contrarrestar los efectos recesivos de la crisis global podrían comenzar a reducirse a finales de ese mismo año. El **sorpresivo** anuncio desató una fuerte volatilidad en los mercados financieros, principalmente de los emergentes. Estas economías vieron como sus monedas se depreciaban fuertemente frente al dólar, el diferencial de tasas de interés que debían pagar con respecto a los bonos del tesoro americano (el llamado riesgo-país) aumentaba considerablemente, los

mercados de valores sufrían una caída abrupta y los flujos de capitales revertían su dirección y migraban de vuelta a los países avanzados.

En los gráficos 1 y 2 se observan, el aumento del spread de riesgo global en países emergentes especialmente a partir de junio del 2013 y, la fuerte caída del índice de acciones de los mercados emergentes y de Latinoamérica luego del anuncio de Bernanke.



La experiencia fue tomada como ejemplo de lo que ocurriría con las economías emergentes ante una normalización de las condiciones monetarias de la principal economía del mundo. Lo que en principio era una hipótesis si se confirmaban los pronósticos de recuperación de la economía americana, se hizo efectivo a mediados de diciembre de ese año. Ese mes, Benanke anunciaba que, a principios del 2014, la Fed comenzaría a disminuir gradualmente su

inyección de dinero en el mercado (implementada a través de la compra de bonos).

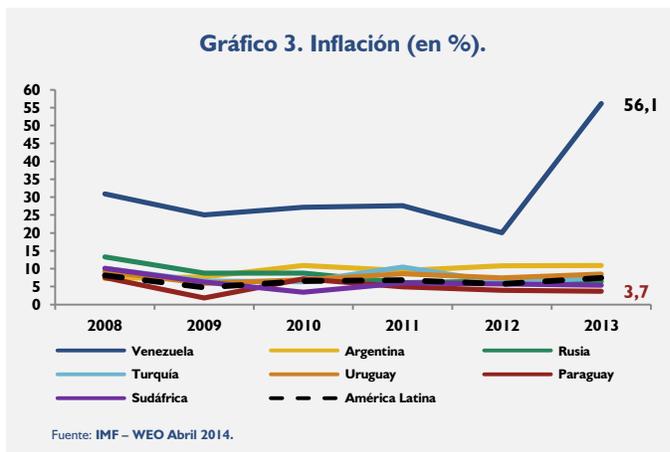


Como consecuencia, los mercados emergentes volvieron a sufrir la presión con una nueva ronda de devaluaciones de sus monedas, salidas de capitales y endurecimiento de las condiciones financieras para el endeudamiento externo. No obstante, este nuevo impacto fue menor al observado luego del anuncio de mayo y sus efectos se mostraron temporales para la mayoría de los países.

La sucesiva reducción en la compra de activos del banco central americano no se ha reflejado en un empeoramiento sustancial y permanente en las condiciones económicas y financieras de los países emergentes. Inclusive algunas economías experimentaron desde finales de enero una apreciación de sus monedas y/o una disminución en sus costos de endeudamiento. ¿Qué cambió? ¿Por qué la implementación del ajuste monetario de la Fed no ha tenido el impacto esperado luego del inesperado anuncio de mayo? Si bien ningún país ha sido totalmente inmune al cambio de política de la Fed, ¿Por qué los impactos no han sido homogéneos a través de las economías?

### Las lecciones aprendidas

Lo ocurrido luego del anuncio de mayo dejó importante lecciones, tanto para la Fed como para las autoridades de los países emergentes. Para el banco central americano quedó claro que los efectos de su nueva política monetaria dependerían de la gradualidad de su implementación y de su estrategia de comunicación. Como se ha señalado en diversas ocasiones por el FMI, el cambio de política no debería llevar a mayores problemas siempre y cuando el mismo sea “anunciado apropiadamente, de una manera articulada, con una

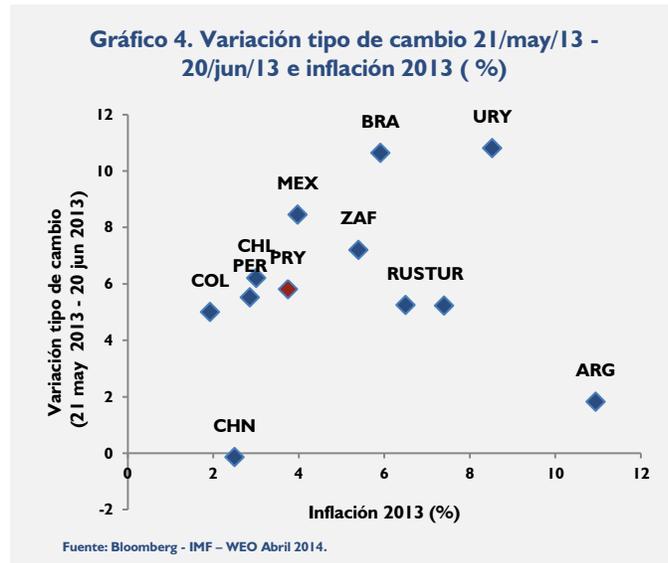


transición apropiada, no abruptamente, y con buena comunicación”. Las volatilidades observadas en mercados emergentes a partir de mayo no se repitieron luego de las recientes decisiones de la Fed de recortar su programa de compra de activos. La diferencia radicó en que estas reducciones eran esperadas por el mercado, estuvieron acorde a las expectativas y, por tanto, no representaron una sorpresa para los agentes.



Para las autoridades de nuestros países la principal lección fue que los fundamentos económicos importan. La recuperación económica de los Estados Unidos será un evento

positivo, pero en el corto plazo podrían existir perturbaciones en los mercados financieros. Así, si el proceso de normalización monetaria se combina con políticas domésticas poco robustas, aumentará la probabilidad de una fuga de capitales mayor a la esperada y de cambios abruptos en el valor de las monedas locales. Esa es la razón por la cual las tensiones financieras luego del anuncio de mayo fueron mayores en países que presentaban vulnerabilidades macroeconómicas, como inflación alta o elevados desequilibrios externos, (Gráficos 3 y 4).



Los efectos de las nuevas políticas implementadas en los Estados Unidos pueden llegar a ser turbulentos, pero ello dependerá de las expectativas, los fundamentos y la capacidad de respuesta de las economías. Debido a que la normalización monetaria es una crónica anunciada, las autoridades deberían implementar inmediatamente acciones para ampliar sus márgenes de maniobra a fin de minimizar potenciales contagios. De este modo, nuestros países podrán ganar mucho más de la inminente recuperación global.

### ¿Preparados para los vientos de frente?

América Latina se ha beneficiado recientemente de condiciones externas particularmente favorables. Las economías de la región han tenido acceso a financiamiento internacional excepcionalmente barato —que se tradujo en considerables entradas de capital y reflejó en buena parte las bajas tasas de interés en el mundo desarrollado— y precios de sus exportaciones especialmente elevados— las exportaciones de los países emergentes muchas





veces se vieron beneficiadas por el aumento de los altos precios de los *commodities* originado en el dinamismo de otras economías emergentes (Gráfico 5). Ambos factores se constituyeron en fuertes catalizadores para que las economías se expandan por encima de sus promedios históricos de crecimiento.

Sin embargo, se espera que estas propicias condiciones externas vayan cambiando

gradualmente con la recuperación de la economía americana. En ese nuevo ambiente, elementos que antes eran favorables podrían convertirse en un obstáculo para mantener el crecimiento económico en tasas comparables a las observadas en años anteriores. La región, en general, posee márgenes de maniobra para lidiar con choques externos dado sus moderados niveles de deuda externa, elevadas reservas oficiales (Gráfico 6), sistemas bancarios solventes y tasas de cambio flexibles. Sin embargo, desde el 2008 las políticas se han deteriorado en

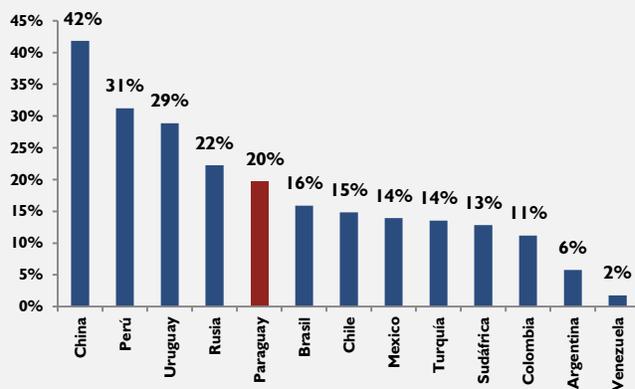
algunos países, como consecuencia de la implementación de medidas contra-cíclicas que no fueron revertidas tempestivamente.

En el Paraguay, los marcos de política y los fundamentos macroeconómicos se han fortalecido

durante la última década. Así, las reservas internacionales fueron aumentando gradualmente hasta representar a la fecha cerca del 20 por ciento del PIB, uno de los mayores ratios en la región como puede verse en el gráfico anterior. A su vez, el prudente manejo fiscal durante el periodo ha permitido reducir sustancialmente los niveles de endeudamiento público externo, (Gráfico 7), en el año 2003 el endeudamiento público externo como porcentaje del PIB se encontraba en un nivel de 40% y para el año 2013 se redujo a un 11%. Estos

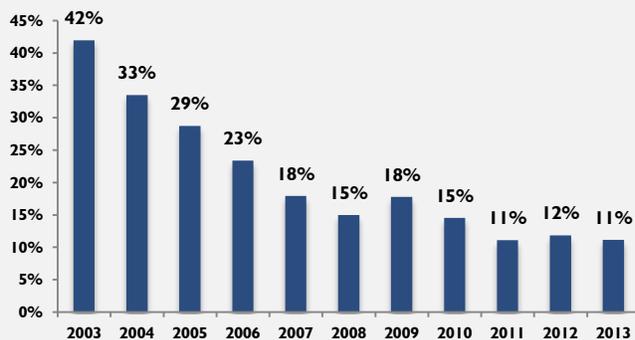
factores han posibilitado que el país tenga ahora una posición acreedora neta frente al resto del mundo.

**Gráfico 6. Reservas internacionales año 2013 (% del PIB).**

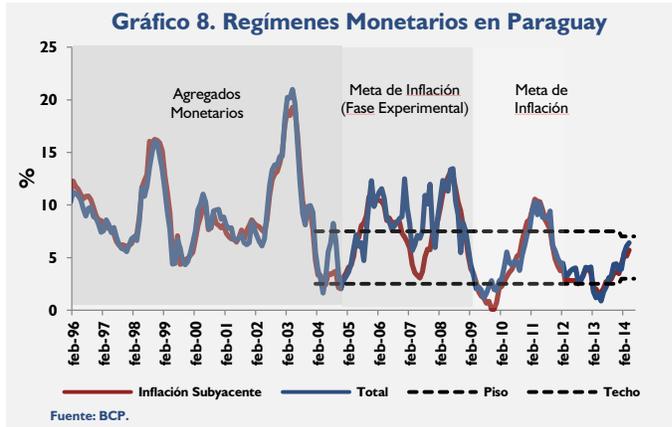


Fuente: IMF – International Financial Statistics. - IMF – WEO Abril 2014.

**Gráfico 7. Endeudamiento público externo de Paraguay (% del PIB).**



Fuente: BCP.



En términos de control de precios, la implementación de la política monetaria se ha visto fortalecida con la adopción de un esquema de metas de inflación, implementado a partir del año 2011, lo que se tradujo en tasas de inflación más bajas y menos volátiles (Gráfico 8). Por último, nuestro régimen de cambio flexible se constituye en un importante amortiguador de potenciales choques externos.



Todo lo anterior se ha reflejado en un aumento gradual en la calificación de nuestra deuda soberana (Gráfico 7), la última de las cuales, la nota BB otorgada por S&P ubica a la economía paraguaya a dos peldaños del grado de inversión, fue dada en una coyuntura poco favorable para el resto de las economías emergentes.



En el gráfico 10, a su vez, se observa una comparación en precios de los bonos soberanos de todos los países que tienen la misma calificación que nuestro país y Paraguay es el que presenta actualmente el precio más favorable. Lejos de empeorar, las perspectivas económicas para el 2014 han mejorado recientemente para el Paraguay: el informe de Perspectivas Económicas Regionales del FMI ha elevado su proyección para el crecimiento del PIB este año, un movimiento contrario al experimentado por la gran mayoría de los países regionales que sufrieron una revisión a la baja.



Además, las nuevas proyecciones indican que el Paraguay sería este año el tercer país de mayor crecimiento en América Latina.

En resumen, la normalización de las condiciones monetarias en los Estados Unidos no es necesariamente un evento negativo: los efectos económicos y financieros dependerán de cuán sostenibles sean las políticas de los países. Por tanto, nuestras economías necesitarán de marcos de política que sean flexibles, ágiles y resistentes para atenuar turbulencias que podrían producirse. El Paraguay se encuentra bien preparado para los nuevos desafíos, ya que cuenta con una política monetaria creíble, una situación fiscal solvente, un amplio colchón de liquidez en moneda extranjera y un sector financiero fuerte. Si se preservan estos elementos, estarán dadas las condiciones para que el futuro próximo siga siendo seguro y exitoso, aun ante un ambiente externo más adverso.