

**A recuperação global e
a normalização monetária
como evitar uma crônica anunciada?**

**La recuperación global y
la normalización monetaria
¿cómo evitar una crónica anunciada?**

**Global Recovery and
Monetary Normalization
Escaping a Chronicle Foretold?**

Coordenador
ANDREW POWELL

**MENSAGENS
PRINCIPAIS
MAIN MESSAGES**

A recuperação global e a normalização monetária **como evitar uma crônica anunciada?**

Andrew Powell
Coordenador

Mensagens principais

Banco Interamericano de Desenvolvimento

Março 2014

O uso não autorizado para fins comerciais de documentos do Banco é proibido e pode ser punido o âmbito das políticas do Banco e/ou das leis aplicáveis.

Copyright © 2014 Banco Interamericano de Desenvolvimento. Todos os direitos reservados. Pode ser livremente reproduzido para fins não comerciais.



Mensagens principais

As projeções mais recentes sugerem um quadro mais positivo para a economia global, com a recuperação mantida nos Estados Unidos e, embora a um ritmo um tanto mais lento, também na Europa.¹ As expectativas de crescimento para a América Latina e o Caribe situam-se em níveis próximos ao seu potencial de crescimento geral de aproximadamente 3% em 2014, com ligeiro aumento nos anos seguintes. Há porém riscos, tanto positivos como negativos, que poderão afetar as projeções de referência. Este relatório tem seu foco centrado nesses riscos e na forma como os países podem reduzir suas vulnerabilidades e ampliar suas oportunidades.

Sob um ângulo positivo, a recuperação dos Estados Unidos poderá ser mais vigorosa do que o previsto, com a diminuição das restrições fiscais, a recuperação continuada dos preços dos imóveis e o maior equilíbrio nos balanços das unidades familiares. De acordo com a análise apresentada no Capítulo 2, um crescimento mais vigoroso nos Estados Unidos poderá representar um impacto positivo relevante sobre as taxas de crescimento na América Latina e no Caribe. Todavia, os dados mais sólidos sobre a economia real também poderão ativar uma redução mais rápida do que o previsto nas compras de ativos pelo Federal Reserve dos Estados Unidos, além de aumentos mais rápidos do que o previsto nas taxas de juros a curto prazo. Esse processo de normalização monetária poderá seguir um curso sem grandes sobressaltos, mas há risco de que ele acarrete quedas bruscas nos preços de ativos, e até mesmo depreciações cambiais, em alguns casos. Os rendimentos mais altos que são oferecidos nas economias avançadas poderão induzir novas fugas de capital da região.

A região está também exposta a riscos oriundos de outras partes do mundo. A participação da China como parceiro comercial tem se tornado cada vez mais significativa e, embora as taxas de crescimento tenham diminuído, permanece o receio de que possam diminuir ainda mais. Um crescimento mais lento na China significa um risco significativo mas, como analisado no Capítulo 2, a forma como esse risco se apresenta também varia muito, conforme o país.

Para a região como um todo, o risco positivo de um maior crescimento nos Estados Unidos e os riscos negativos de baixa nos preços de ativos e menor crescimento na China podem ser mutuamente excludentes, mas os países na região estão expostos a esses riscos de formas diferentes. Conforme apresentado no Capítulo 2, o México, a América Central e o Caribe poderão

¹ Consultar, por exemplo, o Panorama Econômico Mundial de janeiro de 2014 do FMI.

se beneficiar em uma situação de crescimento maior nos Estados Unidos e crescimento menor na China, mas o resultado na América do Sul poderá ser um crescimento mais lento.

Os resultados finais também dependem do nível atual de prontidão da região para responder aos tipos de choques levados em consideração. O Capítulo 3 examina as posições fiscal e de dívida, bem como o uso potencial da política fiscal como instrumento de gestão macroeconômica. Em suas duas últimas edições, o Relatório Macroeconômico da América Latina e do Caribe assinalou a deterioração nos balanços fiscais reais e *estruturais* desde a Grande Recessão de 2008. Depois de um ano, continua o declínio e, como decorrência, os níveis de dívida pública (reais e *estruturais*) aumentaram nos últimos anos, com reversão da tendência anterior de queda nos índices de endividamento. Esse é um problema sério e que exige atenção imediata. Com efeito, considerando que as projeções de referência para o crescimento estão próximas ao potencial, a reconstrução dos amortecedores fiscais torna-se uma prioridade chave. O capítulo também analisa como os países estão posicionados para responder a eventuais choques negativos nessa linha básica de referência. O espaço fiscal pode ser restrito em alguns países, mas caso sejam utilizados devem obedecer a critérios cuidadosos para evitar políticas que sejam simplesmente expansionistas, em vez de realmente anticíclicas.

Um ponto vulnerável que afetou no passado a capacidade da região de responder a choques foi a diversificação ineficaz dos riscos devido à popularidade dos contratos expressos em moeda estrangeira, prática por vezes referida como “dolarização”. Conforme debatido no Capítulo 4, as medidas de dolarização nos sistemas financeiros nacionais certamente diminuíram desde a década de 1990, embora existam evidências de aumento recente dessas medidas. Não obstante, um ponto talvez mais preocupante tem sido o aumento na emissão de títulos em moeda estrangeira, por instituições tanto financeiras como não financeiras. Por um lado, isso pode ser encarado como perfeitamente natural, já que as empresas da região buscam aproveitar as taxas de juros internacionais excepcionalmente baixas. De fato, em vez de se apoiarem mais nos mercados internos, as empresas passaram a emitir com maior frequência títulos de dívida internacionais, com taxas fixas de juros e prazos relativamente mais longos de vencimento. Por outro lado, sem a proteção cambial contra os riscos de flutuação, com hedges naturais ou de outra forma, as emissoras podem ficar sujeitas, em seus balanços patrimoniais, aos efeitos das flutuações cambiais. Além disso, a emissão por instituições financeiras pode ser fonte de algumas preocupações. No geral, os descompassos cambiais nos balanços de bancos estão sujeitos a um controle rigoroso das instituições financeiras na região, mas os índices relativamente altos de emissão podem estar na base da tendência de crescente dolarização. Ademais, uma parte das emissões é feita por intermédio de subsidiárias *off-shore*, cujo controle ou acompanhamento pode não ser tão fácil.

Ocorreram também emissões por empresas não financeiras, inclusive no setor de bens e serviços não exportáveis. Isso também poderá acarretar problemas nas demonstrações contábeis, em face da depreciação cambial. Em alguns países, há provas de que tais emissões não aumentaram, em termos de porcentagem dos ativos das empresas. Todavia, uma depreciação

cambial no setor de bens e serviços não exportáveis reduziria o valor econômico desses ativos em dólares, com as dívidas em dólares mantidas constantes. Uma tendência final tem sido o aumento em depósitos de empresas não financeiras no sistema financeiro da região, atualmente responsável por cerca de 58% dos US\$ 2,2 trilhões em depósitos na região. No período de 2009 a 2012, o crédito ao setor privado não financeiro praticamente dobrou, e o crescimento em depósitos de empresas não financeiras, considerando apenas quatro grandes economias na região, representou cerca de 53% do aumento de US\$1 trilhão em crédito naquele período. A emissão internacional por empresas não financeiras surge efetivamente como um dos fatores que explicam, em alguns países, o forte crescimento do crédito proveniente do setor financeiro nacional para o setor privado não financeiro.

Há pelo menos duas possíveis fontes de preocupação neste ponto. Primeiramente, se essas operações representaram algum tipo de *carry trade*, com operações realizadas por empresas não financeiras, uma alteração das condições poderá causar uma inversão abrupta, criando problemas de liquidez no setor financeiro nacional. Em segundo lugar, no caso de captação de empréstimos volumosos em dólares por empresas não financeiras, e se esses depósitos constarem em moeda local, uma depreciação cambial afetaria as demonstrações contábeis, acarretando a possibilidade de problemas de solvência nessas empresas, as quais são também, provavelmente, os maiores captadores de empréstimo do sistema financeiro nacional. Em termos mais gerais, a região pode estar próxima do pico de um ciclo de crédito bastante forte, e com uma diminuição no ritmo de ampliação do crédito aumentará a pressão sobre as instituições financeiras. Tendo em vista o acima exposto, os sistemas financeiros na região mostram atualmente índices relativamente robustos de liquidez e de solvência, e os níveis de controle regulamentar e de supervisão melhoraram consideravelmente, conforme comprovam os desempenhos relativamente adequados ao longo da crise financeira mundial de 2008.

No que tange à política monetária, e conforme sugere o título deste relatório, a expectativa é que ocorra um processo de normalização monetária, conforme persistir a recuperação da economia dos Estados Unidos. Os dois episódios anteriores, em 1994 e 2004, de encerramento de períodos de baixas taxas de juros tiveram resultados bem diferentes. A experiência de 1994 trouxe uma volatilidade significativa, com fortes impactos sobre os preços de ativos, ao passo que o encerramento do período de 2004 transcorreu de forma relativamente calma. O encerramento de 2004 estava em larga escala previsto, e os dados econômicos fundamentais na região estavam claramente mais sólidos, com maior capacidade de resposta. Ainda assim, o anúncio de redução gradual (*tapering*) de maio de 2013 também produziu uma volatilidade considerável nos preços de ativos, com uma diminuição substancial dos fluxos de capital desde então. Assim sendo, o impacto da normalização monetária poderá variar bastante, dependendo da forma como o processo irá se desenrolar, com ou sem sobressaltos, e dependendo dos instrumentos que os países tenham para se defender de eventuais efeitos inesperados. Toda alteração na trilha prevista das taxas de juros dos Estados Unidos a curto prazo poderá afetar as entradas de capital, que representam efeitos fortes e persistentes para o crescimento em alguns países. O pleno impacto

da redução nas entradas de capital no segundo semestre de 2013 poderá ser sentido somente no segundo semestre de 2015. Ao mesmo tempo, fatores como taxas de câmbio flutuantes e a flexibilidade das políticas monetárias poderão atenuar os impactos, e muitos dos países sem flexibilidade irão se beneficiar de elos comerciais mais fortes com os Estados Unidos. Um último ponto de vulnerabilidade que é analisado no Capítulo 6 refere-se à probabilidade de ocorrência de um evento mais extremo que envolva fluxos de capital, conhecido como Parada Súbita (*Sudden Stop*). É possível que os investidores não analisem apenas os dados econômicos fundamentais ao tomar suas decisões de investimento, mas levem também em conta os pareceres e as iniciativas de outros investidores. Se um investidor, por exemplo, achar que os demais irão provavelmente investir em um determinado país, isso poderá levá-los a prever uma valorização cambial e um retorno mais elevado para seus investimentos individuais. O inverso também poderá ocorrer: os fluxos de capital poderão ser mais voláteis do que o previsto, levando em conta apenas os dados econômicos fundamentais. Em alguns casos, poderá ocorrer uma fuga muito marcada de capital, conhecida como Parada Súbita (em geral, considerada como uma queda de dois desvios-padrão nos fluxos de capital), acionada talvez por algum evento externo, frequentemente financeiro.

Os exames realizados sugerem que a probabilidade e os custos de uma Parada Súbita dependem de características específicas do país. Essas características correspondem a um indicador relacionado à conta corrente, ao nível de dolarização (líquido de reservas) e ao déficit fiscal do setor público. Esses fatores de vulnerabilidade eram elevados na América Latina e no Caribe durante a década de 1990, e vários países efetivamente sofreram os efeitos de Paradas Súbitas naquela década. Os níveis de vulnerabilidade diminuíram com a melhoria dos dados econômicos fundamentais, antes da Grande Recessão de 2008. Não obstante, as estimativas mais recentes sugerem que aumentaram novamente os riscos de uma Parada Súbita, com a deterioração desses três indicadores nos últimos anos, muito embora a região continue em melhor posição hoje do que na década de 1990, quando ocorreram tais episódios. Adicionalmente, os custos de uma eventual Parada Súbita também poderão ser maiores hoje. O custo estimado (probabilidade multiplicada pelo custo econômico) para uma economia típica da região ALC-7 é de aproximadamente 2,5% do PIB, comparado com apenas 1,8% do PIB em 2007. Em contrapartida, isso quer dizer que aumentou o nível ótimo das reservas internacionais. De fato, a calibração de um modelo recente para detenções de reservas em nível ótimo indica que, apesar do aumento das reservas reais em termos de dólares, elas estão hoje, na maioria dos países, abaixo dos níveis considerados ótimos.

Uma ressalva importante na análise desses resultados é que a natureza dos fluxos de capital parece ter mudado. Em especial, conforme avançou a integração financeira, os fluxos líquidos de capital ficaram mais estáveis, já que os fluxos de capital dos residentes (normalmente denominados fluxos de saída) tendem a compensar os fluxos de não residentes (normalmente denominados fluxos de entrada). Todavia, uma Parada Súbita nas entradas brutas de capital poderá ainda assim ser custosa e estar associada a um nível menor de intermediação financeira e de alavancagem, ainda que não exija um reajuste das taxas de câmbio reais.

Embora a expectativa para a região seja de um crescimento mais rápido nos próximos dois anos do que nos últimos três, as taxas de crescimento projetadas são da ordem de apenas 3% a 3,5%, próximas às estimativas de crescimento potencial e bem abaixo das taxas de crescimento que eram atingidas antes da Grande Recessão (4,9% durante 2003–2007). Essas taxas de crescimento projetadas não permitirão que a região enfrente muitas das necessidades sociais ainda não atendidas e estão bem abaixo das encontradas em outras regiões emergentes do mundo, principalmente no Leste Asiático. Em paralelo com o exame de oportunidades e de vulnerabilidades que é feito neste relatório, é essencial que sejam enfrentadas as razões do baixo crescimento potencial da região – vide Quadro 1.1 e Apêndice A.

Embora a normalização monetária dos Estados Unidos e as taxas de juros mundiais mais altas representem efetivamente uma crônica anunciada, inexistente motivo para supor que isso necessariamente acarrete problemas econômicos para a América Latina e o Caribe. Com efeito, as projeções de referência mostram uma recuperação moderada na região e, supondo-se um processo de curso suave e conforme as previsões, os impactos negativos sobre os preços de ativos poderão então já estar incluídos nas avaliações de preços, e os países deverão provavelmente colher os benefícios da recuperação do crescimento nos Estados Unidos e na Europa. Há riscos, porém, e a vulnerabilidade da região a determinados choques parece agora um tanto maior do que antes da Grande Recessão. Um ponto que deva talvez ser foco de maior inquietação é a

Quadro 1.1 Produtividade relativa em declínio na América Latina e no Caribe

Os resultados econômicos e, portanto, a renda auferida dependem tanto dos fatores envolvidos (capital e mão de obra) como da produtividade desses elementos, conhecida como Produtividade Total dos Fatores (PTF). Um aumento na renda será, em geral, considerado sustentável se for apoiado pelo crescimento nos PTF de base. O país típico da região teve na verdade uma acumulação de fatores mais rápida, em relação às economias avançadas (tanto os hiatos físicos como de capital humano foram reduzidos), mas a produtividade relativa desses fatores caiu de 78% para 53%, novamente em relação às economias avançadas. Desde 1960, a renda per capita do país típico na região caiu 16% em relação aos demais países do mundo, e a produtividade relativa caiu 18%. A Produtividade Total dos Fatores para a América Latina e o Caribe caiu pela metade, em relação a um país típico do Leste Asiático.

Em termos de renda per capita, a região realmente experimentou uma recuperação na década de 2000, mas o ritmo de crescimento agora voltou a diminuir. Em países como o Chile, a Colômbia, o México e o Uruguai, o motor do crescimento pareceu ser a mão de obra, embora uma expansão do capital acionário tenha exercido um papel substancial no Chile e no México. Em outros países, a produtividade não parece ter exercido nenhum papel. Todavia, para alguns países que estavam em recessão no início da década de 2000, a capacidade ociosa teve provavelmente algum papel no aparente aumento de produtividade que veio a seguir (vide outros debates no Apêndice A). Conforme os argumentos apresentados no Relatório Macroeconômico da América Latina e do Caribe do ano passado, as perspectivas a médio prazo para a região são de crescimento próximo ao potencial da região, em consonância com o crescimento subjacente mais baixo na produtividade. Para que sejam atingidas taxas de crescimento sustentável mais altas, a obtenção de um maior crescimento na produtividade continua sendo de importância crítica.

deterioração nas posições fiscais, em conjunto com o crescimento mais vigoroso do crédito, parcialmente financiado pelos volumes mais elevados de emissão em moeda estrangeira por bancos e empresas não financeiras, o que inverteu a tendência de se basear nos mercados internos, em moeda local. Ao mesmo tempo, a região avançou no fortalecimento dos sistemas financeiros e no desenvolvimento de sua capacidade de resposta a choques negativos. O fio condutor deste relatório é o debate dos riscos e do potencial de vulnerabilidades, bem como das oportunidades. O último capítulo tece as linhas gerais das principais sugestões sobre políticas, com embasamento nos exames feitos em cada capítulo.

La recuperación global y la normalización monetaria

¿cómo evitar una crónica anunciada?

Andrew Powell
Coordinador

Mensajes principales

Banco Interamericano de Desarrollo

Marzo 2014

Se prohíbe el uso comercial no autorizado de los documentos del Banco, y tal podría castigarse de conformidad con las políticas del Banco y/o las legislaciones aplicables.

Copyright © [año de primer publicación] Banco Interamericano de Desarrollo. Todos los derechos reservados; este documento puede reproducirse libremente para fines no comerciales.



Mensajes principales

Las proyecciones recientes dibujan un panorama más positivo para la economía global, con una recuperación que continúa en Estados Unidos y, aunque a un ritmo algo más lento, en Europa.¹ Se prevé que la región de América Latina y el Caribe crecerá a niveles cercanos a su potencial de aproximadamente 3% en 2014, y que el ritmo de crecimiento aumentará ligeramente en los años posteriores. Sin embargo, hay riesgos al alza y a la baja en las proyecciones de base. Este informe se centra en esos riesgos y en cómo los países pueden reducir las vulnerabilidades y mejorar las oportunidades.

Por el lado positivo, la recuperación en Estados Unidos podría ser más fuerte de lo previsto a medida que las restricciones fiscales disminuyen, los precios de las viviendas siguen recuperándose y los balances de los hogares mejoran. Como se señala en el capítulo 2, más adelante, un crecimiento más fuerte en Estados Unidos podría tener un impacto positivo importante en las tasas de crecimiento en América Latina y el Caribe. Sin embargo, datos más sólidos sobre la economía global también podrían propiciar una reducción más rápida de la prevista en las compras de activos por el sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y aumentos más rápidos de lo previsto en las tasas de interés a corto plazo. Si bien este proceso de normalización monetaria podría desarrollarse suavemente, uno de los riesgos es que provoque bruscas caídas de los precios de los activos y, en algunos casos, depreciaciones de la moneda. A su vez, un aumento de tasas de interés en las economías avanzadas podrían provocar más fugas de capitales de la región.

La región también está expuesta a riesgos provenientes de otras partes del mundo. China se ha convertido en un socio comercial cada vez más importante y aunque sus tasas de crecimiento han disminuido, subsiste la preocupación de que quizá puedan caer aún más. Concretamente, el rápido crecimiento del crédito para financiar altas tasas de inversión ha despertado inquietudes a propósito de la robustez del sistema financiero. El crecimiento más lento en China es un riesgo importante pero, como se verá en el capítulo 2, cómo se manifiesta ese riesgo es, una vez más, bastante diferente dependiendo del país.

Para el conjunto de la región, el riesgo positivo de un mayor crecimiento en Estados Unidos y los riesgos negativos de precios de los activos más bajos y de un menor crecimiento en China pueden anularse mutuamente, pero los países en la región están expuestos a estos riesgos de

¹ Ver, por ejemplo, “Perspectivas de la economía mundial”, enero de 2014, FMI.

maneras diferentes. Como se señala en el capítulo 2, México, Centroamérica y el Caribe podrían beneficiarse en un escenario de mayor crecimiento en Estados Unidos y menor crecimiento en China, mientras que el resultado en América del Sur podría ser un crecimiento más bajo.

Los resultados finales también dependen de lo preparada que esté la región actualmente para responder a los impactos. El capítulo 3 analiza las posiciones fiscales y de deuda y el uso potencial de la política fiscal como instrumento de administración macroeconómica. Las últimas dos ediciones del Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe señalaban el deterioro en los balances fiscales observados y *estructurales* desde la Gran Recesión de 2008. Un año después, estos han seguido deteriorándose y, como resultado, los niveles de la deuda pública (observado y *estructural*) han aumentado, invirtiendo la tendencia anterior de disminución de los ratios de deuda; se trata de un tema importante que requiere atención. En realidad, dadas las proyecciones de base de un crecimiento cercano al potencial, una de las prioridades clave consiste en reconstruir los amortiguadores fiscales. El capítulo también analiza cómo están situados los países para responder a cualquier shock negativo sobre las proyecciones de base. Algunos países tienen escaso espacio fiscal, pero si este se aprovecha, las políticas deberían estar cuidadosamente diseñadas para evitar medidas que sean simplemente expansionistas en lugar de verdaderamente contracíclicas.

Una vulnerabilidad que ha afectado la capacidad de la región para responder a los shocks en el pasado ha sido una escasa posibilidad de diversificar riesgos debido a la popularidad de los contratos denominados en divisas, a veces denominado *dolarización*. Como se verá en el capítulo 4, las medidas de dolarización en los sistemas financieros nacionales seguramente han disminuido desde los años noventa, aunque la evidencia sugiere que más recientemente han tendido a aumentar. Sin embargo, quizá provoque mayor inquietud el aumento de la emisión de bonos en moneda extranjera tanto de instituciones financieras como no financieras. Por un lado, esto se puede considerar perfectamente natural dado que las empresas en la región se aprovechan de tasas de interés internacionales excepcionalmente bajas. De hecho, se ha producido un cambio por el cual la emisión de deuda en mercados internos se ha desplazado hacia la emisión de valores de renta fija internacional a tasas fijas de interés y vencimientos relativamente más largos. Pero, si las empresas no tienen cobertura de riesgo cambiario, ya sea natural o de otra manera, puede que estén expuestas a efectos de hoja de balance debido a las fluctuaciones de las monedas. Además, puede que las emisiones de las instituciones financieras despierten cierta inquietud. En el agregado, los descalses de moneda en los balances de los bancos están estrictamente regulados en las instituciones financieras de la región, pero las tasas relativamente altas de emisiones podrían ser las responsables de la tendencia hacia una creciente dolarización; por otro lado, parte de las emisiones provienen de filiales en el extranjero que quizá no puedan ser fácilmente reguladas ni monitoreadas.

También las empresas no financieras han realizado emisiones, entre ellas las empresas del sector de bienes no transables. Esto también podría provocar problemas en los balances ante la depreciación de las monedas. Si bien la evidencia de algunos países demuestra que las

emisiones no han aumentado como porcentaje de los activos de las empresas, en el sector no transable una depreciación de la moneda reduciría el valor económico de los activos en dólares mientras que las deudas en dólares permanecerían constantes. Una última tendencia ha sido el crecimiento de los depósitos de las empresas no financieras en el sistema financiero de la región, que corresponden aproximadamente al 58% de los US\$2,2 billones en depósitos en la región.² Los créditos al sector privado no financiero también se duplicaron entre 2009 y 2012. Considerando solo cuatro grandes economías en la región, el crecimiento de los depósitos de las empresas no financieras representaba el 53% del crecimiento de US\$1 billón del crédito a lo largo de ese período. Las emisiones internacionales de empresas no financieras parece ser uno de los factores que explican el fuerte crecimiento del crédito proveniente del sector financiero nacional al sector privado no financiero en algunos países.

En este caso, hay dos posibles preocupaciones. En primer lugar, si estas transacciones representan algún tipo de *carry trade* por parte de las empresas no financieras, cuando las condiciones cambien puede que se vean bruscamente revertidas, lo cual crearía problemas de liquidez en el sector financiero nacional. En segundo lugar, si las empresas no financieras han recibido préstamos sustanciales en dólares y estos depósitos se realizan en moneda local, la depreciación de la moneda provocará efectos de hoja de balance que conducirán a potenciales problemas de solvencia en esas empresas. Dado que es probable que esas empresas también sean los grandes prestatarios del sistema financiero nacional, esto podría provocar efectos en cadena en los sistemas financieros nacionales. En términos más generales, el crédito ha crecido rápidamente y si el crecimiento del crédito disminuye, puede que se intensifiquen las presiones sobre las instituciones financieras. Dicho esto, los sistemas financieros en la región actualmente muestran ratios de solvencia y de liquidez relativamente altos, y la regulación y la supervisión han mejorado considerablemente, como lo demuestra el desempeño relativamente bueno a lo largo de la crisis financiera global de 2008.

En lo que se refiere a la política monetaria, y como sugiere el título de este informe, se espera un proceso de normalización monetaria a medida que la economía de Estados Unidos siga recuperándose. Dos episodios anteriores de salida de períodos de bajas tasas de interés en Estados Unidos ocurrieron en 1994 y 2004 con resultados bastante diferentes. Mientras la experiencia de 1994 produjo una volatilidad considerable con fuertes impactos en los precios de los activos, el episodio de 2004 pasó con relativa suavidad. La salida de 2004 fue en gran parte anticipada y los fundamentales en la región eran claramente mejores, lo que otorgaba mayor capacidad para responder. Aún así, el anuncio de una reducción en la tasa de adquisición de activos de parte de la Reserva Federal en mayo de 2013 (conocido como *tapering*) también produjo una volatilidad considerable en los precios de los activos, y los flujos de capital han disminuido sustancialmente desde esa fecha. El impacto de la normalización monetaria podría ser entonces bastante diferente, dependiendo de lo suave que sea el proceso y de los instrumentos

² 1 billion = 1.000.000.000.000 = 1×10^{12} .

de que disponen los países para contrarrestar cualquier efecto imprevisto. Los cambios en la dirección esperada de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos podrían influir en los flujos de capital que tienen efectos fuertes y persistentes en el crecimiento en algunos países. El pleno impacto de la reducción de los flujos de entrada de capitales en la segunda mitad de 2013 podría no sentirse hasta la segunda mitad de 2015.

Una última vulnerabilidad considerada en el capítulo 6 es la probabilidad de un caso más extremo en relación con los flujos de capital, concretamente una Parada Súbita (Sudden Stop). Puede que los inversores no consideren los fundamentales cuando toman decisiones de inversión pero puede que también tomen en cuenta las opiniones y acciones de otros inversores. Por ejemplo, si un inversor cree que es probable que otros inviertan en un país en particular, puede que prevean una apreciación de la moneda y un mayor rendimiento de su inversión individual. Lo mismo podría ocurrir a la inversa: puede que los flujos de capital sean más volátiles de lo esperado dado los fundamentales. En ocasiones, puede que se produzca una brusca fuga de capitales, un fenómeno conocido como Parada Súbita (normalmente considerada una caída de los flujos de capital de al menos dos desviaciones estándar), quizá desatada por algún acontecimiento externo que frecuentemente es financiero.

Los análisis sugieren que la probabilidad y los costos de una Parada Súbita dependen de las características específicas de cada país, a saber, un indicador relacionado con la cuenta corriente, el nivel de dolarización (neto de las reservas) y el déficit fiscal del gobierno. Estos factores de vulnerabilidad eran altos en América Latina y el Caribe durante los años noventa y, de hecho, varios países sufrieron paradas súbitas en ese momento; sin embargo, la vulnerabilidad disminuyó a medida que los fundamentales mejoraron antes de la Gran Recesión de 2008. Sin embargo, las estimaciones más recientes sugieren que los riesgos de una Parada Súbita han aumentado nuevamente dado que los tres indicadores se han deteriorado en los años recientes, a pesar de que actualmente la región mantiene una mejor posición que en los años noventa. Por otro lado, puede que los costos de las paradas súbitas, si estas llegaran a producirse, también hayan aumentado. El costo esperado (la probabilidad multiplicada por el costo económico) para una típica economía de ALC-7 se estima en alrededor del 2,5% del PIB, comparado con solo un 1,8% del PIB en 2007. A su vez, esto implica que el nivel óptimo de las reservas internacionales ha aumentado. De hecho, la calibración de un modelo reciente para el nivel óptimo de reservas señala que si bien las reservas han aumentado en términos de dólares, actualmente se encuentran por debajo de los niveles óptimos en la mayoría de los países.

Una importante atenuante ante estos resultados es que la naturaleza de los flujos de capital parece haber cambiado. Concretamente, a medida que ha avanzado la integración financiera, los flujos netos de capital se han vuelto más estables porque los flujos de capital de los residentes (normalmente denominados flujos de salida) tienden a contrarrestar los flujos de los no residentes (normalmente denominados flujos de entrada). Sin embargo, puede que una Parada Súbita en los flujos de entrada brutos, aunque no requiera un ajuste del tipo de cambio real, siga siendo

costosa, ya que podría asociarse con una menor intermediación financiera y forzar un costoso proceso de desapalancamiento.

A pesar de que se espera que la región crezca más rápidamente en los próximos dos años que en los tres años anteriores, las tasas de crecimiento proyectadas son del orden de solo 3% a 3,5%, cercanas a las estimaciones de crecimiento potencial y muy por debajo de las tasas de crecimiento alcanzadas antes de la Gran Recesión (4,9% en 2003–2007). Estas tasas de crecimiento no permitirán a la región abordar numerosas necesidades sociales aún no satisfechas y son sustancialmente inferiores a las de otras regiones emergentes del mundo, sobre todo el este asiático. Paralelamente al análisis de oportunidades y vulnerabilidades analizadas en este informe, es esencial abordar los motivos del bajo crecimiento potencial de la región (ver recuadro 1.1 y apéndice A).

Si bien la normalización monetaria en Estados Unidos y las tasas de interés mundiales más altas constituyen en realidad una crónica anunciada, no hay motivos para suponer que esto traerá necesariamente consigo problemas en América Latina y el Caribe. De hecho, la proyección de base es que habrá una recuperación moderada en la región y suponiendo que el proceso continúe suavemente y como se había previsto, puede que los impactos negativos en los precios

Recuadro 1.1 Caída de la productividad de América Latina y el Caribe comparada con otras regiones

El tamaño de la producción económica y, por lo tanto, de los ingresos obtenidos, depende de la cantidad de los factores empleados (capital y trabajo) y de la productividad de esos insumos, conocida como productividad total de los factores (PTF). El aumento en los ingresos normalmente se considera sostenible si está respaldado por el crecimiento de la PTF subyacente. El país típico de la región, en realidad, ha tenido una acumulación de factores más rápida que las economías avanzadas (se redujo tanto la brecha de capital físico como la de capital humano) pero la productividad relativa de esos factores disminuyó de 78% a 53%, una vez más en relación con las economías avanzadas. Desde 1960, el ingreso per cápita del país típico de la región disminuyó en un 16% en relación con el resto del mundo y la productividad relativa disminuyó en un 18%. La productividad total de los factores de América Latina y el Caribe llegó a ser la mitad de la del país típico de Asia oriental.

En términos de ingreso per cápita, la región experimentó un repunte en la década del 2000 pero posteriormente el crecimiento volvió a desacelerarse. En Chile, Colombia, México y Uruguay el motor del crecimiento pareció ser el trabajo, aunque una expansión del stock de capital jugó un rol considerable en Chile y México. En otros países, la productividad no parece haber jugado un rol. Sin embargo, para algunos países que se encontraban en recesión a comienzos de la década del 2000, la capacidad no utilizada probablemente jugó un rol en el posterior y visible crecimiento de la productividad (un debate más extenso, en el apéndice A). Como se sostenía en el Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe del año pasado, la perspectiva a mediano plazo para la región es que el crecimiento se acerque al potencial de la región, en consonancia con el menor crecimiento de la productividad subyacente. Para alcanzar tasas de crecimiento sostenible más altas, sigue siendo crucial un mayor aumento de la productividad.

de los activos ya estén incorporados en las valuaciones y los países deberían beneficiarse de la recuperación del crecimiento en Estados Unidos y Europa. Sin embargo, los riesgos existen y la región parece actualmente algo más vulnerable ante ciertos shocks, comparado con lo que ocurría antes de la Gran Recesión. Quizá más inquietante es el deterioro de las posiciones fiscales, junto con un fuerte crecimiento del crédito financiado parcialmente por emisiones más altas en moneda extranjera por parte de bancos y empresas no financieras que han invertido la tendencia de apoyarse más en los mercados nacionales en moneda local. Al mismo tiempo, la región ha avanzado en el fortalecimiento de los sistemas financieros y en el desarrollo de su capacidad para responder a shocks negativos. El espíritu de este informe es debatir sobre los riesgos y las vulnerabilidades potenciales, tanto como las oportunidades. El capítulo final reúne las principales sugerencias de políticas de acuerdo al análisis en cada capítulo.

Global Recovery and Monetary Normalization

Escaping a Chronicle Foretold?

Andrew Powell
Coordinator

Main Messages

Inter-American Development Bank

March 2014

The unauthorized commercial or personal use of Bank documents by Bank staff, contractual employees, interns, contractors or firms is prohibited and may be punishable under the Bank's policies and/or local laws.

Copyright © 2014 Inter-American Development Bank. All rights reserved
[may be freely reproduced for any non-commercial purpose].



Main Messages

Recent projections suggest a more positive picture for the global economy with recovery continuing in the United States and, albeit at a somewhat lower pace, in Europe.¹ The Latin American and Caribbean region is expected to grow at levels close to its overall potential growth of around 3% in 2014, rising slightly in subsequent years. However, there are both positive and negative risks to the baseline projections. The focus of this report is on those risks and how countries can reduce vulnerabilities and enhance opportunities.

On the upside, the U.S. recovery may be stronger than expected as fiscal constraints subside, housing prices continue to recover and household balance sheets improve. As reviewed in Chapter 2 below, stronger growth in the United States may have a significant positive impact on growth rates in Latin America and the Caribbean. However, stronger data on the real economy may also prompt a faster than expected tapering of asset purchases by the U.S. Federal Reserve System and faster than expected rises in short-term interest rates. While this process of monetary normalization may proceed smoothly, a risk is that it will prompt abrupt falls in asset prices, and in some cases currency depreciations. The higher returns available in advanced economies may induce further withdrawals of capital from the region.

The region is also exposed to risks from other parts of the world. China has become an increasingly important trade partner and while growth rates have declined, concern remains that they may not be sustainable. In particular, rapid credit growth to finance high investment rates has raised concern over the robustness of the financial system. Lower growth in China is a significant risk but as reviewed in Chapter 2, how that risk manifests itself is again quite different depending on the country.

For the region as a whole, the positive risk of higher U.S. growth and the negative risks of lower asset prices and reduced growth in China may cancel each other out, but countries in the region are exposed to these risks in different ways. As discussed in Chapter 2, Mexico, Central America and the Caribbean may benefit from a scenario of higher growth in the United States and lower growth in China, while South America may face lower growth as a result.

Final outcomes also depend on how well the region is prepared today to respond to the types of shocks considered. Chapter 3 analyzes fiscal and debt positions and the potential use of fiscal policy as a tool of macroeconomic management. The past two editions of the Latin

¹ See for example the IMF's January 2014 World Economic Outlook.

American and Caribbean Macroeconomic Report noted the deterioration in actual and *structural* fiscal balances since the 2008 Great Recession. A year later they have continued to decline and, as a result, public debt levels (actual and *structural*) have increased in recent years, reversing the previous trend of falling debt ratios; this is an important issue that needs prompt attention. Indeed, given baseline forecasts of close to potential growth, a key priority is to rebuild fiscal buffers. The chapter also reviews how countries are placed to respond to any negative shock to that baseline. Some countries may have limited fiscal space but if used, policies should be carefully designed in order to avoid measures that are simply expansionary rather than truly countercyclical.

One vulnerability that has affected the region's ability to respond to shocks in the past has been poor risk sharing due to the popularity of contracts denominated in foreign currency, sometimes referred to as dollarization. As discussed in Chapter 4, measures of dollarization in domestic financial systems have certainly declined since the 1990s, although evidence suggests that more recently they have been on the rise. However, perhaps of more concern has been the increase in bond issuance in foreign currency from both financial and non-financial institutions. On the one hand, this may be viewed as perfectly natural as companies in the region take advantage of exceptionally low international interest rates. Indeed, there has been a shift from relying more on domestic markets to issuance in international debt securities at fixed interest rates and relatively longer maturities. On the other hand, if firms do not have currency hedges, either natural or otherwise, they may be subject to balance sheet effects given currency movements. Moreover, the issuance from financial institutions may raise some concerns. Overall, currency mismatches on bank balance sheets are tightly regulated in financial institutions in the region but the relatively high rates of issuance may be behind the trend of increasing dollarization; moreover, some of the issuance is through offshore subsidiaries that may not be easily regulated or monitored.

There has also been issuance by non-financial firms, including firms in the non-traded sector. This may also provoke balance sheet issues in the face of currency depreciation. While evidence from some countries shows that such issuance has not increased as a percentage of firms' assets, in the non-traded sector a currency depreciation would reduce the economic value of those assets in dollars while dollar debts would remain constant. A final trend has been the growth in the deposits of non-financial firms in the region's financial system, which make up some 58% of the \$2.2 trillion in deposits in the region. Credit to the non-financial private sector almost doubled from 2009 to 2012. Considering just four large economies in the region, the growth in deposits of non-financial corporations represented 53% of the \$1 trillion growth in credit over that period. The international issuance of non-financial firms appears to be one of the factors behind the strong growth in credit from the domestic financial sector to the non-financial private sector in some countries.

There are at least two possible concerns here. First, if these transactions represent some type of carry trade on the part of non-financial firms, then when conditions change they may

be abruptly reversed, creating liquidity problems in the domestic financial sector. Second, if non-financial firms have borrowed substantial amounts in dollars and these deposits are in local currency, then currency depreciation will provoke balance sheet effects leading to potential solvency issues in those firms. As those firms are also likely the larger borrowers from the domestic financial system, this may lead to knock-on effects in domestic financial systems. More generally, credit has been growing fast and if credit growth diminishes, pressure on financial institutions may intensify. That being said, financial systems in the region currently display relatively strong solvency and liquidity ratios, and regulation and supervision has improved considerably, as evidenced by the relatively good performance through the 2008 global financial crisis.

Turning to monetary policy, and as the title of this report suggests, the expectation is for a process of monetary normalization as the U.S. economy continues to recover. Two previous exits from periods of low U.S. interest rates occurred in 1994 and 2004 with quite different results. While the experience of 1994 produced significant volatility with strong impacts on asset prices, the 2004 period passed relatively smoothly. The 2004 exit was largely anticipated and fundamentals in the region were clearly stronger with greater capacity to respond. Still, the *tapering* announcement of May 2013 also produced considerable volatility in asset prices and capital flows have fallen substantially since that date. The impact of monetary normalization may then be quite different depending on how smooth is the process and what tools countries have to counter any unforeseen effects. Changes to the expected path of short-term U.S. interest rates could affect capital inflows that have strong and persistent effects on growth in some countries. The full impact of the reduction in inflows in the second half of 2013 may not be felt until the second half of 2015. At the same time, floating exchange rates and monetary policy flexibility may ameliorate the impacts and many of those countries without flexibility will benefit from strong trade links with the United States.

A final vulnerability considered in Chapter 6 is the likelihood of a more extreme event involving capital flows, namely, a Sudden Stop. Investors may not only consider fundamentals when making investment decisions but may also take into account the opinions and actions of other investors. For example, if an investor thinks others are likely to invest in a particular country then they may foresee an appreciating currency and a higher payoff to their individual investment. The same may happen in reverse; capital flows may be more volatile than expected considering only fundamentals. On occasion there may be a very sharp withdrawal of capital known as a Sudden Stop (normally considered a fall in capital flows of at least two standard deviations), perhaps triggered by some external and frequently financial event.

Analysis suggests that the probability and costs of a Sudden Stop depend on specific country characteristics: namely, an indicator related to the current account, the level of dollarization (net of reserves) and the government's fiscal deficit. These vulnerability factors were high in Latin America and the Caribbean during the 1990s and indeed several countries did suffer from Sudden Stops at that time; but vulnerability fell as fundamentals improved before

the 2008 Great Recession. However, recent estimates suggest that the risks of a Sudden Stop have increased once again as all three indicators have deteriorated in recent years, although the region remains in a better position today than in the 1990s. Moreover, the costs of Sudden Stops if they were to occur may also have increased. The expected cost (the probability multiplied by the economic cost) for a typical LAC-7 economy is estimated to be some 2.5% of GDP compared to just 1.8% of GDP in 2007. In turn, this implies that the optimal level of international reserves has risen. In fact, calibrating a recent model for optimal reserve holdings indicates that while actual reserves have risen in dollar terms, they are now below optimal levels in most countries.

One important caveat to these results is that the nature of capital flows appears to have changed. In particular, as financial integration has proceeded, net capital flows have become more stable as the capital flows of residents (normally referred to as outflows) tend to offset the flows of non-residents (normally referred to as inflows). However, a Sudden Stop in gross inflows may still be costly, and may be associated with less financial intermediation and deleveraging, even if it does not require an adjustment in the real exchange rate.

Although the region is expected to grow faster in the next two years than it did in the previous three, projected growth rates are on the order of only 3% to 3.5%, close to estimates of potential growth, and well below growth rates achieved prior to the Great Recession (4.9% in 2003–2007). These growth rates will not allow the region to address many still unmet social needs and are substantially lower than those of some other emerging regions of the world, particularly East Asia. In parallel to the analysis of opportunities and vulnerabilities considered in this report, it is essential to address the reasons for the region's low potential growth (see Box 1.1 and Appendix A).

While U.S. monetary normalization and higher world interest rates are indeed a chronicle foretold, there is no reason to suppose that this will necessarily imply economic problems in Latin America and the Caribbean. Indeed, baseline projections are for a moderate recovery in the region and assuming the process goes smoothly and as anticipated, then the negative impacts on asset prices may already be priced-in and countries should benefit from the recovery in growth in the United States and Europe. However, there are risks and the region appears somewhat more vulnerable to certain shocks now compared to prior to the Great Recession. Perhaps of most concern is the deterioration in fiscal positions, coupled with the strong growth in credit financed in part by higher issuance in foreign currency by banks and non-financial firms that has reversed the trend of relying on domestic markets in local currency. At the same time, the region has advanced in strengthening financial systems and developing its capacity to respond to negative shocks. The spirit of this report is to discuss the risks and potential vulnerabilities as well as opportunities. The final chapter draws together the main policy suggestions given the analysis in each chapter.

Box 1.1 Declining Relative Productivity in Latin America and the Caribbean

Economic output and, hence, income earned depends on both the amount of the factors employed (capital and labor) and the productivity of those inputs, known as *total factor productivity (TFP)*. Growth in income is normally considered sustainable if backed by growth in underlying TFP. The typical country in the region has actually had faster factor accumulation relative to the advanced economies (both the physical and human capital gaps were reduced) but the relative productivity of those factors declined from 78% to 53%, again relative to advanced economies. Since 1960, income per capita of the typical country in the region declined by 16% relative to the rest of the world and relative productivity declined by 18%. Latin American and Caribbean total factor productivity halved relative to the typical East Asian country.

In terms of income per capita, the region did bounce back in the 2000s but subsequently growth slowed again. In Chile, Colombia, Mexico, and Uruguay the engine of growth appeared to be labor although an expansion of the capital stock played a substantial role in Chile and Mexico. In other countries, productivity does appear to have played a role. However, for some countries that were in recession in the early 2000s, unused capacity probably played a role in the subsequent apparent growth in productivity (see further discussion in Appendix A). As argued in last year's Latin American and Caribbean Macroeconomic Report, the medium-term prospect for the region is for growth at close to the region's potential, commensurate with the underlying lower growth in productivity. To achieve higher sustainable growth rates, higher growth in productivity remains critical.



www.iadb.org