

Política de represión financiera: lecciones de Iberoamérica para Rusia

Farid Akhmed Abu Bakr, Doctor en Economía,
Universidad MGIMO, Moscú, Rusia.
Farid.abubakr88@gmail.com

Resumen. La crisis económico-financiera mundial de 2008 reveló una serie de graves problemas estructurales de la economía mundial, afectando de manera acentuada los países desarrollados altamente endeudados. Entre tales se distinguen España, Italia, Portugal, EEUU, Gran Bretaña y Japón. Por otro lado, los mercados emergentes siguen siendo zona volátil de los flujos de capital privado, específicamente demostrando vulnerabilidad a las inversiones de cartera. La desaceleración de los ritmos de crecimiento del PIB en tales países como Argentina, Chile, Colombia, Brasil y México derivada de la caída de demanda de los productos básicos provocó un deterioro sustancial de las finanzas públicas.

Con este telón de fondo cobra importancia la modalidad inconvencional de la política monetaria. En particular se destaca la política de represión financiera que se ha convertido en un instrumento muy recurrente en los últimos 8 años. El presente artículo hace una aportación al estudio cuantitativo del efecto combinado de los instrumentos más frecuentemente usados de la política de represión financiera interna. El fin del estudio es identificar las consecuencias macroeconómicas de dicha política sobre la tasa de crecimiento del PIB y sus elementos.

Palabras clave: represión financiera, tipos de interés negativos, deuda soberana, política monetaria no convencional, crecimiento económico, análisis regresivo.

Farid Akhmed Abu Bakr

Financial repression policy: Latin America and Spain's lessons for Russia

Abstract. Global financial crisis that in 2008 struck the economy and revealed many structural problems for the first time after the Great Recession had developed countries with high debt level at its core. The world's richest economies such as Spain, Italy, Portugal, United States, the UK and Japan found themselves at the brink of default. Meanwhile emerging markets remain a volatile area with high fluctuations in portfolio investment. Lower economic growth rate in Argentina, Chile, Colombia, Brazil or México caused by a slump in commodity prices created a hole in national budgets.

Therefore, within a framework of nonconventional monetary policy both developed and emerging nations resorted to measures of financial repression between 2009 and 2014 to alleviate public debt problem and generate additional revenue for the government. However, recent studies dedicated to the phenomenon ambiguously assess the role of financial repression in achieving more efficient results of internal regulation. This article contributes to further quantitative analysis of a joint effect of financial repression measures. The purpose of the study is to identify macroeconomic consequences of the policy on the growth rate of GDP and its components.

Key words: financial repression, negative interest rates, sovereign debt, non-conventional monetary policy, economic growth, regression analysis.

La crisis económico-financiera mundial de 2008 reveló una serie de graves problemas estructurales de la economía mundial, afectando de manera acentuada los países desarrollados altamente endeudados. El foco de la recesión mundial se centró en naciones con deuda pública excediendo el 100 % del PIB. Entre tales se distinguen España, Italia, Portugal, EEUU, Gran Bretaña y Japón. En combinación con alta tasa de activos tóxicos provenientes de créditos hipotecarios morosos y baja tasa de crecimiento los gobiernos de dichos países se enfrentaron al problema de servicio y reducción de deuda tanto soberana como privada.

Por otro lado, los mercados emergentes siguen siendo zona volátil de los flujos de capital privado, específicamente demostrando vulnerabilidad a las inversiones de cartera. La desaceleración de los ritmos de crecimiento del PIB en tales países como Argentina, Chile, Colombia, Brasil y México derivada de la caída de demanda de los productos básicos provocó un deterioro sustancial de las finanzas públicas. En este contexto los gobiernos se ven obligados a ajustar el presupuesto y recortar el gasto social. Dada la mayor importancia del gasto público para la expansión de las economías en desarrollo la política de austeridad fiscal necesaria para recuperar el equilibrio presupuestario se vería acompañada de una considerable disminución de la renta personal generando tensiones sociales.

Con este telón de fondo cobra importancia la modalidad inconvencional de la política monetaria. En particular se destaca la política de represión financiera que se ha convertido en un instrumento muy recurrente en los últimos 8 años.

Para Rusia la represión financiera externa sigue siendo instrumento imprescindible a la hora de poner coto a los flujos de capital saliendo de nuestro país. Con las sanciones impuestas por parte de la UE y EEUU la coyuntura en el mercado financiero ruso ya revela características similares a un sector restringido por fuerzas ajenas al mercado. Consecuentemente las medidas interiores de política monetaria dirigidas a limitar el desarrollo del sector financiero no deberían ser reforzadas en Rusia. Sin embargo los resultados de estudios empíricos que revelen la relación entre la represión financiera y el crecimiento económico y asimismo los efectos macroeconómicos que dicha política ha tenido sobre las economías de España y países latinoamericanos pueden usarse para calibrar la respuesta del Banco de Rusia a la coyuntura monetaria actual con tipos de interés en los países desarrollados como Japón y EEUU marcando una tendencia alcista tras 10 años de flexibilización cuantitativa.

Concepto de represión financiera y la aplicación de la política en Iberoamérica

El término de represión financiera se introdujo en 1973 por E. Shaw y R. McKinnon [1, pp. 520–524], que publicaron dos estudios paralelos dedicados a las restricciones sobre los flujos de capital extranjero en el mercado financiero nacional de países latinoamericanos [2]. Este concepto ha ido ampliándose a lo largo de las siguientes décadas y actualmente se refiere a la política de las autoridades monetarias que restringe y limita la expansión del mercado financiero con el fin de generar ingreso adicional en las arcas públicas, a la vez reduciendo el principal de la deuda soberana y el costo de su servicio.

Entre los instrumentos que los bancos centrales y los gobiernos emplean para combatir las consecuencias negativas de la coyuntura actual se destacan los siguientes: 1) préstamos directos al gobierno o el alocamiento de bonos públicos en el balance de las entidades financieras nacionales (el así llamado “público cautivo”) influidas directamente o de forma implícita por el gobierno; 2) la imposición de política crediticia en la banca nacional que subsidia la financiación de industrias de prioridad; 3) el endurecimiento de los requisitos de liquidez que propician el aumento de la deuda pública en la cartera de los bancos (vea las reglas Basel III y Solvency II); 4) establecimiento del techo para los tipos de interés de créditos y depósitos; 5) establecimiento del rendimiento real negativo de los bonos soberanos; 6) impuestos sobre operaciones financieras; 7) restricciones sobre los flujos de inversión de cartera.

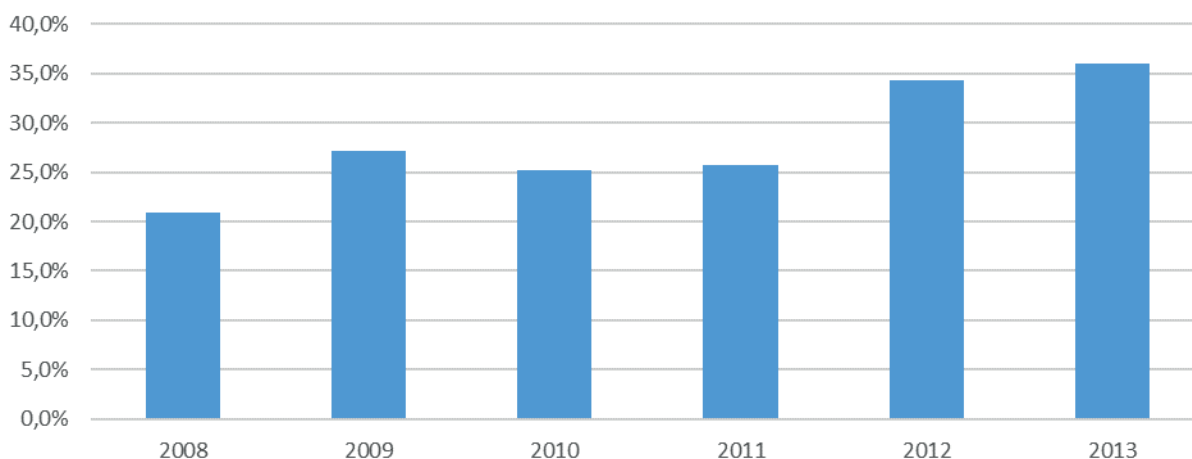
Como se puede apreciar las medidas que están a disposición de un gobierno endeudado son amplias y pueden clasificarse en dos grupos importantes: la represión financiera interna y externa. Entre los países iberoamericanos las naciones que más frecuentemente recurrían a las medidas de control interno se destacan España, Argentina y Brasil.

Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria el gobierno español impuso el techo para los tipos de interés de depósitos. En abril de 2010 se adoptó la ley orgánica que requería a los bancos privados duplicar sus cotizaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en el caso de que excedieran el rendimiento medio del mercado, la tasa que se establecía por el Tesoro [3, p. 7].

El gobierno español también promovió activamente la política de alocamiento de deuda soberana con bajo rendimiento en las cuentas de instituciones financieras nacionales. Los mayores bancos privados

y quasi públicos como CaixaBank y Bankia además de recibir la financiación pública también se convirtieron en mayores inversores en la deuda nacional con los bonos soberanos y municipales constituyendo hasta el 55 % del total de sus activos [4, p. 6]. Además del sector bancario importantes instituciones financieras como los fondos de pensiones y las aseguradoras se vieron afectados por las nuevas normativas. Entre tales instituciones cabe mencionar el Fondo de reserva de la seguridad social de España que vio la proporción de las obligaciones del gobierno aumentar en un 40 % dentro de su cartera de inversiones en 2012 [5]. El gráfico 1 sigue la dinámica del aumento de la proporción de bonos de estado en la cartera de la banca privada. Aunque la tendencia que se observa refleja el incremento del rendimiento de la deuda, la opinión generalmente aceptada es que la banca eligió los instrumentos de deuda nacional bajo la presión del gobierno y en el caso de estar guiada por el criterio de mercado libre habría elegido los títulos con menor riesgo inherente.

Gráfico 1. El peso de la deuda soberana de España en la cartera de los bancos privados nacionales



Fuente: Base de datos Bruegel, URL: <http://bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/>.

América Latina en cierto sentido puede llamarse “la cuna” de la política de represión financiera, donde sus medidas llevan carácter sistémico y se alteran los instrumentos internos y externos de depresión del sector financiero. Sin embargo hay excepciones. Chile es un país que representa el caso opuesto a las demás naciones del continente. A partir de 1974 el país andino inició el proceso de liberalización del mercado de depósitos, quitando el techo de los tipos de interés y no cambió de rumbo cuando en 1980 la crisis golpeó su economía [6]. Desde entonces el gobierno nunca retrocedió en su compromiso con la política liberal hacia el sector financiero.

Los casos de Argentina y Brasil a su vez pueden calificarse como clásicos ejemplos de una política monetaria represiva. En Argentina la política afectaba en primer lugar a los depositantes con el rendimiento real de los depósitos asciendo en la zona negativa durante la mayor parte de los periodos de posguerra entre 1944 y 1980 y el periodo de postcrisis de 2002–2007. En ciertos periodos la tasa de interés real alcanzaba la meta mínima del -72% [7, pp. 22–27].

Brasil lleva más de sesenta años recurriendo a medidas de restricción del sector financiero. Si en el periodo de 1970–1990 estas medidas tenían mayor impacto interno con el establecimiento de techo para los tipos de interés y la venta de la deuda soberana al público cautivo a partir de 1990 el gobierno brasileño empezó a combinar dichas medidas con instrumentos de control de flujos de inversiones de cartera extranjeras. A diferencia de Chile y Colombia donde en previas épocas se habían elevado los requisitos de reserva de capital para los bancos, en Brasil las autoridades adoptaron el impuesto sobre operaciones cambiarias que más tarde se transformó en el Impuesto sobre operaciones financieras (IOF).

En los años 1990ta la tasa más alta del impuesto se imponía sobre las transacciones en el mercado de bonos. Al estallar la crisis de 1998 en Rusia y Sudeste asiático el gobierno redujo la tasa hasta el 0% y volvió a elevarla solo en 2008 hasta el $1,5\%$ para igualar las condiciones para inversores residentes y no residentes (los últimos quedaban exentos del impuesto sobre la renta).

Los inversores procuraron esquivar el impuesto a través de conversión de los títulos en recibos de depósitos. Los últimos no se gravaban con el impuesto por no estar calificados como títulos de valor. Res-

pondiendo a tales distorsiones el gobierno introdujo la tasa del 1,5 % sobre la compraventa de los recibos de depósitos [8, pp. 157–168].

Cabe indicar que a lo largo de los últimos 15 años tanto España como países de América Latina emplearon una variedad de instrumentos represivos. Estas medidas han tenido efecto controvertido sobre el crecimiento económico. Por un lado se reconoce, que la represión financiera contribuye al aumento de consumo e inversiones a corto plazo con el rendimiento negativo de depósitos disuadiendo a los actores económicos (los hogares y empresas) ampliar sus ahorros. Otra virtud de la política consiste en su capacidad de generar ingreso adicional al presupuesto mediante la depresión artificial del rendimiento de los bonos de estado.

Por otro lado este tipo de intervención de las autoridades monetarias genera una serie de desequilibrios que a medio y largo plazo pueden resultar aun más costosas para la economía. Una de obvias consecuencias es que la aceleración del consumo a costa de ahorros reduce el volumen de inversiones en el capital fijo a medio plazo, lo que evidentemente resulta en la ralentización del desarrollo tecnológico – una de las pilares de crecimiento sostenible.

Dadas las opiniones controvertidas sobre los efectos macroeconómicos de las medidas no convencionales de restricción del mercado financiero la tarea de estimar la influencia del conjunto de medidas de represión financiera interna parece tan obvia como imprescindible y urgente.

El análisis cuantitativo de los efectos de la represión financiera

Uno de los primeros estudios dedicados al análisis de la política de represión financiera en América Latina fue la investigación realizada por N. Roubini y X. Sala-i-Martin. Los autores lograron estimar que el efecto de tipos de interés reales negativos como forma de represión financiera resta el medio de 0,14 de puntos porcentuales del PIB de las economías americanas. Sin embargo el estudio no analiza el efecto combinado de varias medidas sobre la dinámica de la economía nacional.

El presente artículo hace una aportación al estudio cuantitativo del efecto combinado de los instrumentos más frecuentemente usados de la política de represión financiera interna. El fin del estudio es identificar las consecuencias macroeconómicas de dicha política sobre la tasa de crecimiento del PIB y sus elementos. La hipótesis central del estudio es que la represión financiera no afecta la tasa de crecimiento del PIB sino fomenta el consumo a costa de los ahorros.

Para medir la influencia combinada de varios instrumentos de la política se construyó el índice de represión financiera (Financial Repression Index, FRI por sus siglas en inglés). Con este propósito se analizó la muestra de países miembros de la OCDE y naciones emergentes. Los datos recogidos de las bases de información del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional reflejan la dinámica de los elementos que forman el índice en el periodo de 2000-2014 y se normalizaron según la fórmula:

$$X_{scaled} = \frac{X - X_{\bar{n}}}{St.dev.X},$$

donde X_{scaled} es el valor normalizado de un indicador;

X es el valor original de un indicador;

$X_{\bar{n}}$ es el valor medio de un indicador durante el periodo de tiempo observado;

$St.dev. X$ es la desviación estándar de los valores X de la muestra.

El índice estaba compuesto de los siguientes instrumentos de la política de represión financiera:

1. El tipo de interés real (RIR por sus siglas en inglés) – es la tasa de referencia ajustada a la inflación estimada a base del deflador del PIB.
2. La tasa de depósito real (RDR) – es la rentabilidad nominal o tasa de interés de un depósito descontando la pérdida de valor del dinero a causa de la inflación.
3. El alocamiento de la deuda soberana en las cuentas del “público cautivado”, las instituciones financieras (PubDebtH). El indicador se calcula como la proporción de las obligaciones del estado frente al total de los activos de las instituciones financieras nacionales, incluidos los bancos comerciales, los bancos estatales y los fondos de pensiones.
4. El rendimiento real de los bonos públicos (Byields) es el tipo de interés nominal que el gobierno paga a sus acreedores restando la tasa de inflación.
5. Los requisitos de reserva (ResReq) – son los requisitos impuestos por el banco central hacia la estructura y proporción de las reservas bancarias.

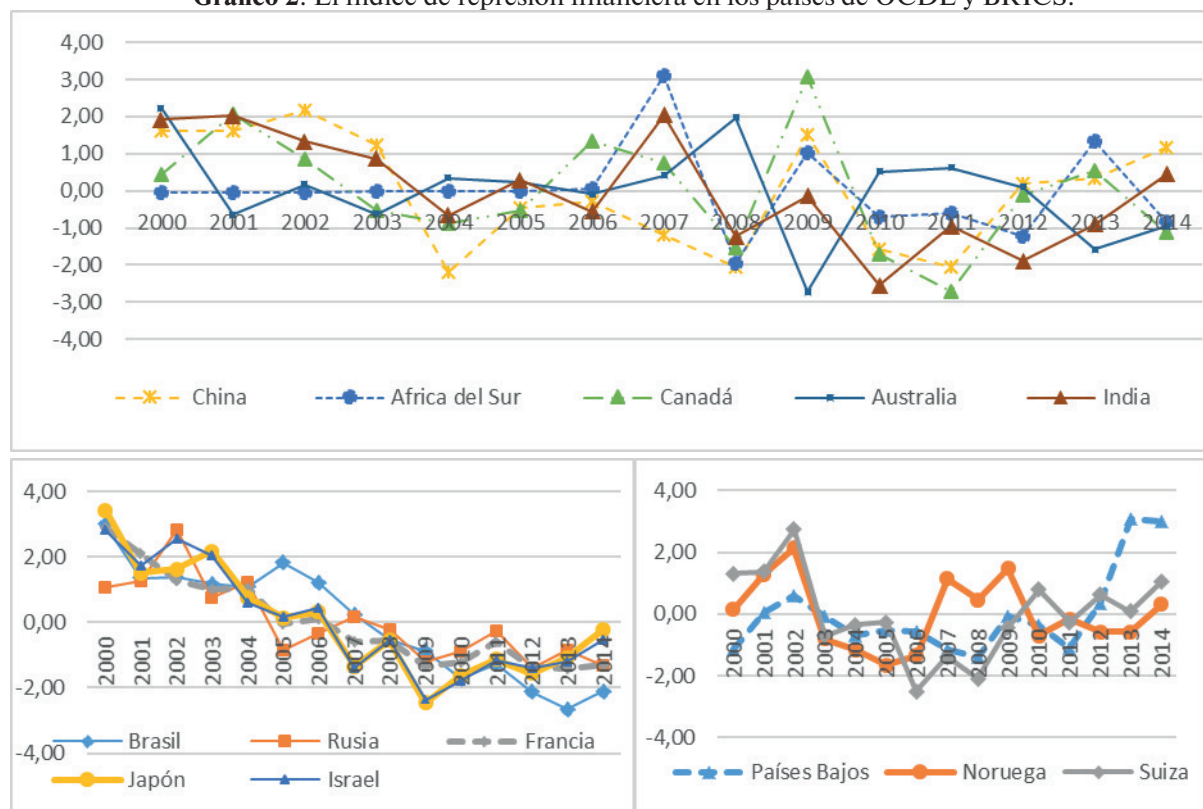
Los indicadores RIR, RDR y Byields actúan en la misma dirección, es decir su aumento apunta a un relajamiento de la política y viceversa. Los indicadores de PubDebtH y ResReq en cambio al alzarse revelan la tendencia de mayor austeridad. Por lo tanto, para conseguir que todos los elementos del índice actúen en la misma dirección se calcularon los valores inversos para PubDebtH y ResReq. Al mismo tiempo cabe destacar que la disminución del FRI refleja la intensificación de la política de represión financiera. Entonces el índice de represión financiera en su forma general puede presentarse como:

$$\text{FRI} = f(\text{RIR}, \text{RDR}, \text{PubDebtH}, \text{Byields}, \text{ResReq}).$$

Para construir el índice se emplea el método de componentes principales. Como resultado se han obtenido los valores del FRI para el periodo entre 2000 y 2014. La dinámica del índice en la muestra sometida al estudio apunta al aumento gradual de medidas represivas desde el inicio del periodo de tiempo estudiado. La característica común para todos los países de la muestra es que los gobiernos habían reforzado la política hasta 2009.

En el periodo de poscrisis la respuesta de los gobiernos fue muy variada: unos países siguieron endureciendo las políticas represivas (el consecuente descenso del FRI se observó en Brasil, Rusia, Francia, España y África del Sur. En los demás países de la muestra, el índice alcanza los valores mínimos entre 2009 y 2012 pero más tarde repunta levemente, lo que evidencia la flexibilización de represión financiera en estas naciones al mantenerse alta importancia de dicha política. El gráfico 2 describe la dinámica del índice FRI para unos países de la muestra. Alta variación de la dirección de las curvas del FRI sugiere la ambigüedad con la que los gobiernos de países en desarrollo y los países industrializados perciben las consecuencias de la política represiva. Los países que aguarda resultados positivos al llevar a cabo la represión financiera siguen reforzando su aplicación. Los gobiernos, que ven como consecuencia principal el deterioro de la actividad inversionista a largo plazo, eligieron el camino de relajación de las medidas restrictivas del sector financiero.

Gráfico 2. El índice de represión financiera en los países de OCDE y BRICS.



Fuente: calculaciones propias del autor obtenidas a base de datos del Banco Mundial y el FMI.

Por tal motivo la tarea de estimar el impacto macroeconómico de las medidas represivas en los países que las aplican parece muy actual. Con el fin de dar la característica cuantitativa del efecto macroeconómico-

mico de represión financiera se llevó a cabo el análisis regresivo de los datos de panel para el periodo de 2000-2014. El análisis se efectuó en dos etapas. En la primera fase estimamos la regresión donde la variable dependiente es la tasa de crecimiento del PIB (GDPrate). Los resultados de la estimación de la ecuación revelaron que el FRI no influye de manera estadísticamente significativa en el crecimiento económico.

En la segunda etapa se construyó la ecuación regresiva con la proporción de consumo (Cons) como variable dependiente. Se examinó la siguiente especificación del modelo:

$$\text{Cons} = \alpha + b1 \cdot \text{GDPpercap} + b2 \cdot \text{GrCapF} + b3 \cdot \text{Trade} + b4 \cdot \text{SecEdu} + b5 \cdot \text{FRI} + \varepsilon,$$

Como variables de control se utilizaron la proporción de inversiones brutas en el PIB (GrCapF), la relación entre el intercambio comercial y el PIB (Trade), así como el PIB per cápita para el primer año de observaciones. Según las regresiones de Barro [9, pp. 407–443], introducidas en la literatura científica a principios de 1990ta, además de las variables mencionadas cabe incluir el nivel de educación (SecEdu). (La variable del nivel de educación se calculó como la relación del número de personas que obtuvieron la educación media frente al total de los empleados en el mercado laboral). La ecuación original incluía inicialmente un mayor número de factores: las exportaciones netas, la proporción del gasto público en el PIB. Sin embargo, la importancia de dichos parámetros resultó muy baja para la variación de la variable dependiente Cons.

Los resultados de estimación de la ecuación regresiva están expuestas en la tabla 1. El análisis revela que la variable FRI es un factor significativo de la regresión. Los resultados deben ser interpretados de manera siguiente: el descenso del FRI (es decir el alza de nivel de políticas más represivas conlleva el incremento del consumo en 0,13 puntos porcentuales.

Tabla 1.

El efecto del FRI sobre el consumo

Variable	Estimador			
	Efectos fijos	Efectos variables	Mínimos cuadrados ordinarios	Método de los momentos generalizado
PIB per cápita	—	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)
Inversiones	−0,47** (0,04)	−0,48** (0,04)	−0,6* (0,05)	−0,49* (0,04)
Nivel de educación	0,01 (0,02)	0,01 (0,02)	0,10* (0,02)	0,02 (0,02)
El intercambio comercial	−0,11** (0,01)	−0,11** (0,01)	−0,1** (0,01)	−0,11** (0,01)
Índice de repression financiera	−0,13* (0,07)	−0,13* (0,07)	−0,14 (0,26)	−0,13* (0,07)
Hausman (P-value)	0,00	—	—	—
Número de observaciones	195	195	195	195
R-squared	0,46	0,47	0,52	—

NB. La variable dependiente — proporción del consume en el PIB. Los números en paréntesis indican el error estándar. Los asteriscos * y ** — son niveles de significado del 10 % — y 5 % respectivamente. Los datos no marcados con asterisco se refieren a las variables insignificantes.

Fuente: calculaciones propias del autor obtenidas a base de datos del Banco Mundial y el FMI.

De esta manera se ha confirmado la hipótesis nula que la política de represión financiera se deriva a medio plazo en el aumento de consume — elemento principal del PIB. Se ha concluido que el efecto de mayor estímulo al consumo se ha conseguido a costa de los ahorros, los que puede resultar en la desaceleración de acumulación de inversiones en los bienes capitales y consecuentemente en el declive del producto bruto.

Conclusiones: recomendaciones para política monetaria rusa

La política de represión financiera es un fenómeno que últimamente ha recibido renovado interés por parte de las autoridades monetarias en el contexto de alto endeudamiento de naciones industrializadas, entre ellas España. Sin embargo, estas políticas son propias para los países en desarrollo como Argentina, Brasil o Colombia. La imposición de restricciones sobre el desarrollo del sector financiero permite aliviar el gravamen de la deuda soberana y estimular el consumo a corto y medio plazo. Pero los riesgos que implica dicha política también merecen un análisis exhaustivo.

Entre las consecuencias negativas directas de la política de represión financiera cabe mencionar:

- la caída del nivel de ahorros y el descenso de las existencias de inversiones;
- la emergencia de burbujas financieras en los mercados de renta variable, mayor apalancamiento y volumen de operaciones con alto riesgo inherente;
- alocamiento irracional de los fondos y sobreestimación de los activos;
- aumento de desigualdad económica como consecuencia de rendimiento negativo de los depósitos (principal medio de ahorro de la mayoría de la población) y el alza exorbitante de los beneficios de los grupos de sociedad más acomodados que tienen acceso a instrumentos de inversión de alto rendimiento.

La experiencia de los países iberoamericanos a la hora de aplicar la política de represión financiera puede resultar de gran valor para el gobierno ruso. A pesar de ostentar el nivel de endeudamiento muy bajo Rusia se enfrenta con el problema de disminución de ingresos en el presupuesto y escasez de canales de crédito externos para financiar el crecimiento económico. Por este motivo los instrumentos de represión financiera pueden resultar útiles como medidas preventivas destinadas a mantener la sostenibilidad crediticia y financiera de la economía.

Uno de los riesgos que merecen atención especial es aplicación de los tipos de interés de depósitos negativos — una medida a la que el gobierno ruso recurre frecuentemente para ajustar las cuentas públicas. Al mantener la rentabilidad negativa de los depósitos afecta el modelo de consumo e inversiones en el mercado ruso. Y aunque en los últimos años los tipos de interés reales de depósitos han vuelto a la zona positiva esta política ya ha incidido negativamente en la propensión de los agentes económicos a ahorrar (solo el 8 % de la renta disponible).

La política de alocamiento de la deuda pública en las cuentas del público cautivo también tiene una serie de consecuencias. Los costos del beneficio perdido ascienden al 3–3,5 %. Dichas pérdidas se calculan como diferencia del rendimiento de bonos públicos comprados por instituciones financieras controladas por el gobierno y la remuneración que se ofrece al adquirir activos de similar nivel de riesgo y rendimiento más alto (como por ejemplo deuda corporativa con calificación de riesgo de A triple).

La represión financiera interna puede considerarse por las autoridades monetarias rusas como medio de estimular el consumo en las condiciones de inestabilidad financiera.

Literatura

1. *McKinnon R. I.* The Value-Added Tax and the Liberalization of Foreign Trade in Developing Economies: A Comment. *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, vol. 11 (2), June 1973.
2. *Shaw E.* Financial deepening in economic development. Oxford University Press, 1973, vol. 12.
3. *Reinhart, Carmen M.* The return of financial repression, 2012.
4. *Serrano, Salvador Climent.* ¿Quién paga, quién gana? El caso de la venta del BdV, 2015.
5. Spain Drains Fund Backing Pensions. *Wall Street Journal*, 2013.
6. *Marshall R.* et al. La apertura financiera en Chile y el comportamiento de los bancos transnacionales. — CEPAL, 1989.
7. *Reinhart C. M., Kirkegaard J. F. Sbrancia M. B.* Financial Repression Redux. International Monetary Fund, Finance & Development, 2011, vol. 48, no. 1.
8. *Chamon M., Garcia M., Souza L.* FX interventions in Brazil: a synthetic control approach // *Journal of International Economics*. 2017. Iss. 108.
9. *Barro R. J.* Economic growth in a cross section of countries // *The quarterly journal of economics*. — 1991. — T. 106. — №. 2.