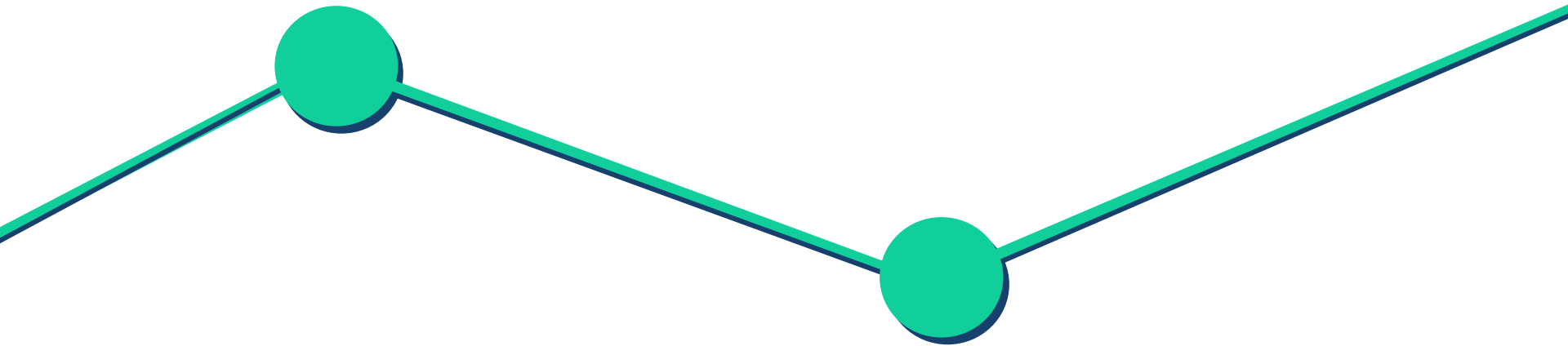


Inestabilidad Financiera y Brexit

Desafíos para Latinoamérica



Diciembre 2016

Mariano Beltrani | Instituto de Trabajo y Economía - FGA

Fernando Falbo | Universidad de Buenos Aires

Juan Manuel Telechea | Instituto de Trabajo y Economía - FGA

Introducción

- ❑ Un aspecto llamativo del Brexit, que ya es recurrente en lo que hace al comportamiento de los mercados financieros, fue la **larga estela de errores de pronóstico**.
- ❑ Según el periódico inglés **The Telegraph**, de las 168 encuestas que se llevaron a cabo desde que se decidió el referéndum, solo 55 predijeron que la ganadora sería la opción Leave ("Salir"). Tampoco los **mercados financieros** anticiparon el Brexit.
- ❑ Se predijo a su vez un impacto **negativo, significativo y rápido** sobre la economía y la confianza de los consumidores en el Reino Unido. Nada de esto ocurrió. Por ejemplo, la **OCDE** mantuvo su proyección de crecimiento para 2016 (1,8%).
- ❑ Hoy predomina la visión de que los efectos del Brexit, si bien relevantes, tendrían una **maduración lenta**, y por ende su impacto comenzaría a manifestarse recién en el **mediano y largo plazo**.

Introducción

- ❑ El Brexit desnuda la **incapacidad sistemática**, tanto de los analistas como de los mercados, **de anticipar estos eventos** y de medir sus consecuencias.
- ❑ También se destaca la **ineficacia de los esquemas de contención** construidos por los gobiernos para suavizar los efectos macroeconómicos adversos.
- ❑ Para la región, estos aspectos se volverán especialmente importantes, ya que el **agotamiento del ciclo de precios altos de commodities** genera una mayor dependencia de los flujos financieros internacionales.
- ❑ Así, el foco de la política económica debería virar hacia la **evaluación de los riesgos** que trae aparejados el financiamiento por medio de la cuenta capital.

Flujos Financieros Internacionales

- ❑ A partir de los trabajos seminales de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993), Chuhan, Claessens y Mamingi (1993) y Fernandez-Arias (1996) se comenzó a utilizar la distinción entre **factores pull**, propios de cada país para atraer capitales, y los **push**, de carácter global.
- ❑ Este enfoque se mostró vigente al momento de **explicar el comportamiento de los flujos financieros durante la crisis financiera de 2008**.
- ❑ La evidencia indica que **tanto los movimientos de cartera como los flujos bancarios son muy sensibles a los factores push** (aversión al riesgo global o tasas de interés internacionales), **aunque no la IED** (Koepke, 2015).
- ❑ A su vez, de los factores **pull** (crecimiento económico doméstico, rendimiento de activos locales, percepción de solvencia), **el único relevante para explicar la IED es el nivel de actividad**. Es de notar que **los factores push son más relevantes que los pull**.

Flujos Financieros Internacionales

Cuadro I. Determinantes de los flujos financieros,
por tipo y componente

Tipo	Factor	Inversiones de cartera	Deuda de cartera	Préstamos bancarios	IED
<i>Push</i>	Aversión global al riesgo	-	-	-	?
	Tasas de interés de referencia internacional	-	-	-	?
	Crecimiento de los países centrales	+	+	?	?
<i>Pull</i>	Crecimiento doméstico	+	+	+	+
	Indicadores de rendimiento de los activos domésticos	+	+	+	?
	Indicadores de riesgo	-	-	-	-

Fuerte evidencia de relación positiva (+) /negativa (-)

Poca evidencia de relación positiva (+) /negativa (-)

Evidencia mixta, no está clara la relación

Flujos Financieros Internacionales

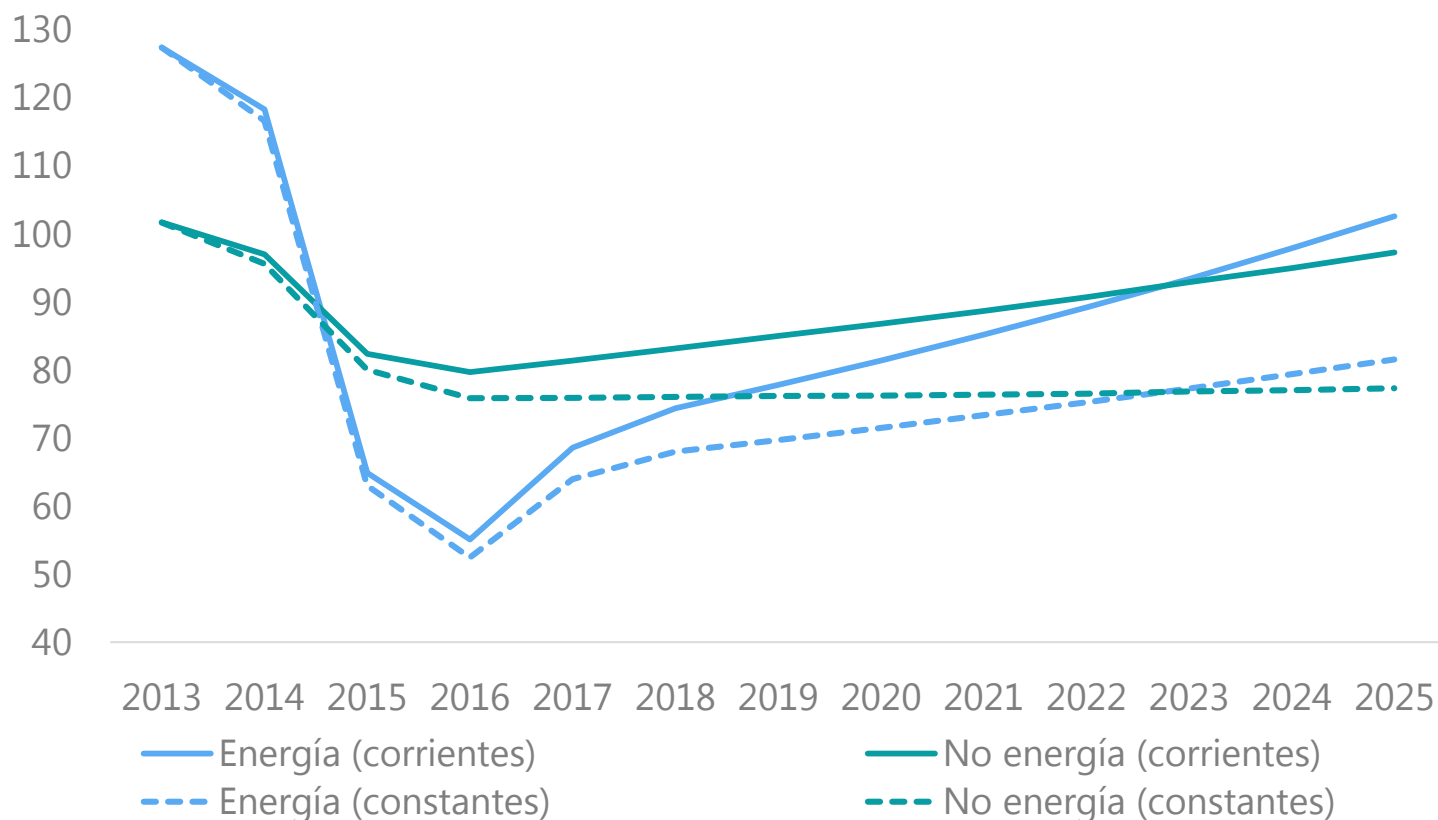
- ❑ Este enfoque presenta algunos problemas para capturar la interacción entre los ambos tipos de factores, y que frecuentemente se observan **estrechas relaciones entre las condiciones externas y los *fundamentals* de los países latinoamericanos.**
- ❑ Bastourre, Carrera, Ibarlucia y Sardi (2012) muestran que hay un conjunto común de factores globales que explican tanto el **comportamiento de los precios de los *commodities* como de los flujos de capitales** hacia los países exportadores de materias primas.

La “era de precios de *commodities* bajos”

- ❑ En lo que va del 2016, **la mayoría de los precios de los *commodities* mostraron un rebote**, continuando al alza respecto de los niveles bajos de fines del año pasado.
- ❑ En el caso del **petróleo**, este recorrido tuvo que ver con el débil desempeño de las economías de China, Brasil y Europa, así como también por el hecho de que la producción de EEUU alcanzó niveles máximos en 30 años. También contribuyó la continuidad de niveles elevados de producción en los países de la OPEP.
- ❑ Sin embargo, y tal cual afirma el propio BM, **el mundo atraviesa una “era de precios bajos de *commodities*”**. En efecto, en 2015 los precios de la energía en dólares constantes cayeron -42% respecto del período 2005 – 2010. El retroceso fue de -10% en el caso de los productos agrícolas y de -31% en los metales y minerales.

La "era de precios de *commodities* bajos"

Gráfico I. Proyecciones IP de *commodities* 2010 =100,
en dólares corrientes y constantes

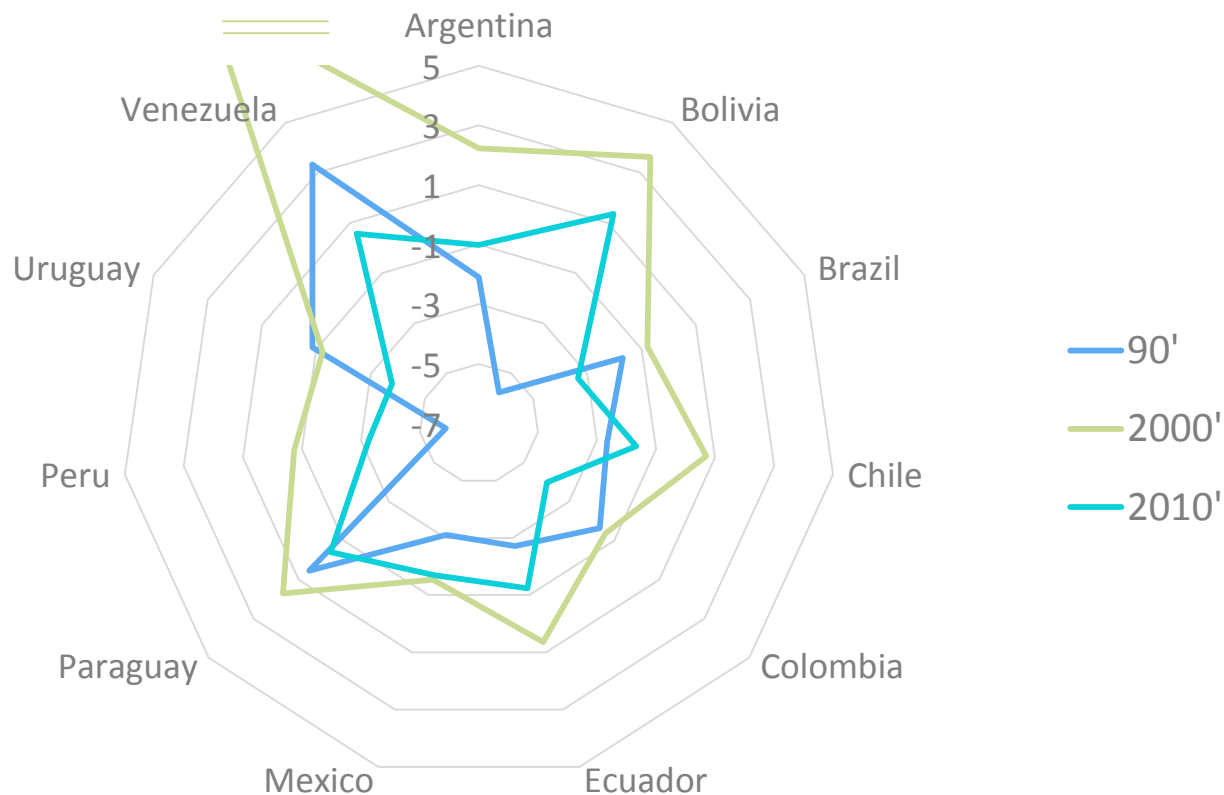


La “era de precios de *commodities* bajos”

- ❑ El retroceso en los precios que comenzó a observarse desde 2010, tuvo un **impacto directo en la cuenta corriente de la región**, que pasó de un superávit de 0,5% del PBI entre 2002 y 2007, a un déficit de -1,7% entre 2008 y 2013, retro trayéndose a una situación similar a la observada en la década de los 90’.
- ❑ El cierre del balance de pagos comenzó a exigir un **volumen creciente de capitales**: entre 2008 y 2013 ingresaron a Latinoamérica un promedio de USD 200.000 millones anuales en concepto de IED e inversiones de cartera, con un peso creciente de este último concepto.
- ❑ A pesar de esta magnitud en los flujos financieros, **la acumulación de reservas sufrió una fuerte caída** en los últimos años, lo que sin dudas da cuenta de una menor holgura externa en la región.
- ❑ En los próximos años, y nuevamente según el BM, **es esperable que los precios de los *commodities* no muestren grandes cambios**.

La "era de precios de *commodities* bajos"

Gráfico II. Cuenta corriente,
en % del PIB



La “era de precios de *commodities* bajos”

- ❑ Este nuevo escenario de precios en retroceso que comenzó a observarse desde 2010, tuvo un **impacto directo en la cuenta corriente de la región**, que pasó de un superávit de 0,5% del PBI entre 2002 y 2007, a un déficit de -1,7% entre 2008 y 2013, retrotrayéndose a una situación similar a la observada en la década de los 90’.
- ❑ El cierre del balance de pagos comenzó a exigir un **volumen creciente de capitales**: entre 2008 y 2013 ingresaron en Latinoamérica un promedio de USD 200.000 millones anuales en concepto de IED e inversiones de cartera, con un peso creciente de este último concepto.
- ❑ A pesar de esta magnitud en los flujos financieros, **la acumulación de reservas sufrió una fuerte caída** en los últimos años, lo que sin dudas da cuenta de una menor holgura externa en la región.

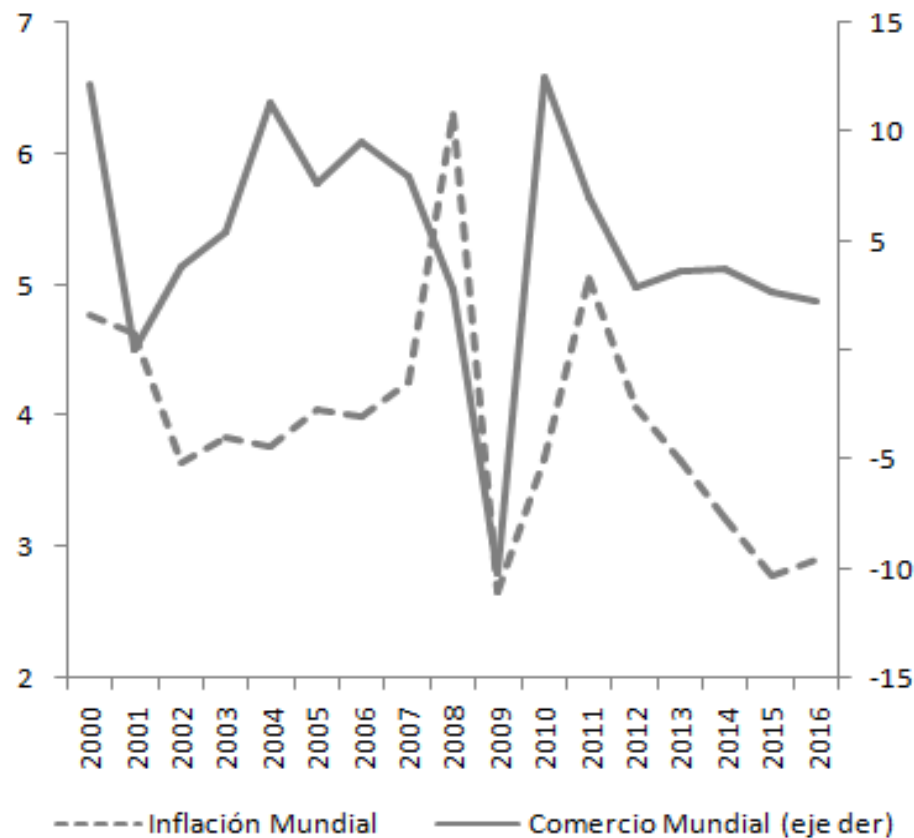
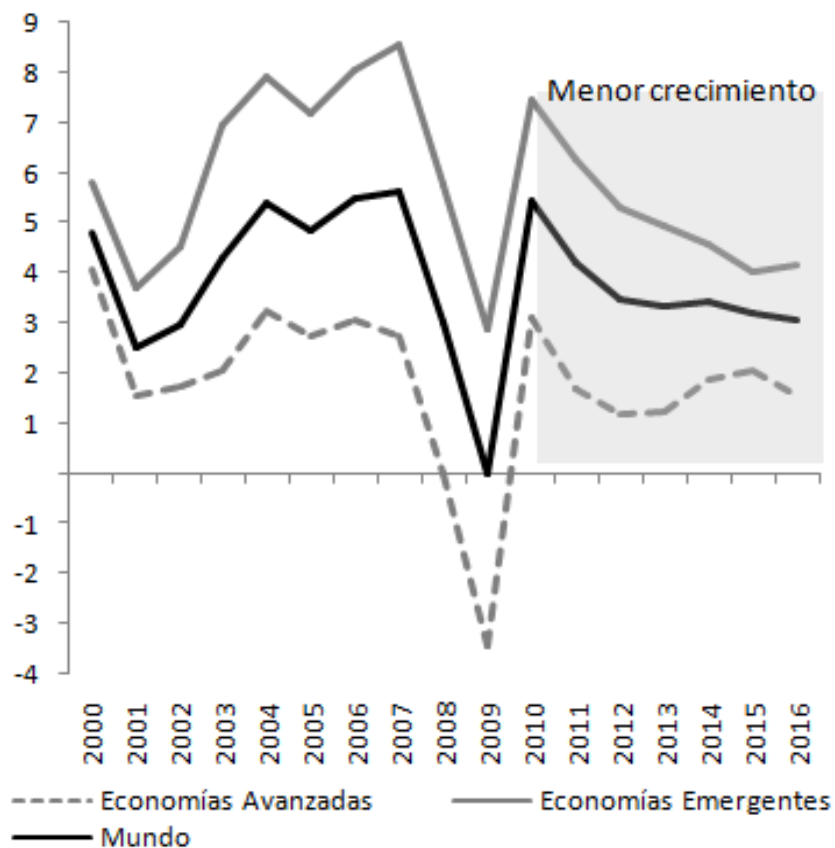
Política monetaria y liquidez global

❑ La economía global no ha superado el **impacto de la crisis internacional**, la cual ha dejado daños y su superación todavía es incierta. Resumidamente, se pueden mencionar **tres tendencias**:

- 1.** Luego del rebote de 2010, **las economías avanzadas crecieron sistemáticamente por debajo del 2,0%** (su promedio previo a la crisis desde 1980 fue de alrededor del 3,0%).
- 2.** Los **países emergentes** también sufrieron los efectos post crisis al disminuir su ritmo de crecimiento todos los años luego del rebote de 2010. El factor más importante de este proceso es la **desaceleración china**.
- 3.** Desde 2012 el **comercio internacional** creció por debajo del 4,0%. La caída de los precios de los *commodities* internacionales y el bajo ritmo de la actividad global llevaron a **tendencias deflacionarias en todo el mundo**.

Política monetaria y liquidez global

Gráfico III. Crecimiento, comercio e inflación mundial, variación % anual



Política monetaria y liquidez global

- ❑ La respuesta a este escenario ha sido **una “política monetaria divergente”**: mientras que la mayoría de los bancos centrales tienden a bajar la tasa de interés o dejarla inalterada, la FED de Estados Unidos tiene perspectivas de aumentar la tasa de interés.
- ❑ Mientras que en **Europa** se llevó adelante un ajuste fiscal que resultó peor que la propia crisis, en **Estados Unidos** hubo un estímulo fiscal en los primeros años más una fuerte política monetaria expansiva posterior, lo que permitió a la economía estadounidense capear la crisis.
- ❑ Teniendo en cuenta que la mayoría de los bancos centrales se encuentran llevando adelante una **política monetaria acomodaticia** y que el acomodamiento de las tasas de interés en EEUU será **más lento de lo esperado**, es claro que la **liquidez global no está en en jaque**.
- ❑ Sin embargo, tampoco se pueden descartar **eventos disruptivos** que afecten sustancialmente las condiciones globales y produzcan cambios abruptos, como ya lo ha demostrado el Brexit.

¿Cuáles son los riesgos de los flujos de capitales?

- ❑ Teniendo en cuenta que los países de la región están expuestos a una **variedad de shocks difíciles de anticipar**, y en un escenario de **precios de commodities bajos**, el foco de la política económica debería virar hacia:
 1. La **evaluación de los riesgos** que trae aparejados el financiamiento por medio de la cuenta capital, y en base a eso;
 2. Identificar cuál es la mejor estrategia a seguir para el **manejo de estos flujos**.
- ❑ Las crisis que tuvieron lugar desde mediados de los '90 fueron **disipando el optimismo inicial con que los organismos internacionales habían promovido la liberalización financiera**, particularmente el FMI.
- ❑ De hecho, recientemente el FMI manifestó su **apoyo a las medidas de regulación de los capitales** (Gallagher y Tian, 2014).

¿Cuáles son los riesgos de los flujos de capitales?

- ❑ A pesar de la abundante literatura sobre los efectos, los resultados indican que hay **muy poca evidencia que permita sostener que la liberalización de la cuenta capital promueve el crecimiento** (BIS, 2009).
- ❑ Respecto de los costos y riesgos que entraña la liberalización financiera, la experiencia de los propios países de la región muestra que los más importantes son aquellos vinculados con la **vulnerabilidad y la volatilidad macroeconómica**.
- ❑ La apertura financiera hace más proclives a los países a sufrir **efectos “contagio”**, por medio de shocks negativos transmitidos entre los distintos países (Schmukler, 2008).
- ❑ Existe consenso en la literatura sobre estos riesgos, cuyos resultados muestran sistemáticamente un **fuerte vínculo entre el grado de exposición al endeudamiento externo y la probabilidad y severidad de sufrir una crisis financiera** (Kose, Prasad, Rogoff y Wei, 2009).

La administración de la cuenta capital

□ En este escenario, los países en desarrollo deben tomar en cuenta **tres aspectos clave** en lo vinculado a la administración de los flujos de capital:

I. El **carácter extendido de los plazos de maduración** de las políticas orientadas a reducir la dependencia de los flujos financieros;

II. La necesidad de **calibrar el uso del endeudamiento externo** como puente ante escenarios de déficit de la cuenta corriente;

III. La variedad de instrumentos y experiencias a disposición en lo referido a las **técnicas de administración de capitales**.

La administración de la cuenta capital (I)

- ❑ En la literatura estructuralista, para que una economía en desarrollo pueda alcanzar un sendero de crecimiento sostenido y virtuoso en términos distributivos, hace falta que **modifique su estructura productiva** (p.e. Prebisch, 1963).
- ❑ A través de esta estrategia, se lograrían conseguir de manera simultánea **las divisas y el empleo** necesarios para estimular el desarrollo.
- ❑ Los aspectos precisos relacionados con la **política industrial** y otras **instituciones vinculadas a la promoción del desarrollo** exceden a los fines del presente trabajo.
- ❑ **Los tiempos de maduración de esta estrategia son demasiado extensos** como para lograr sortear los desafíos macroeconómicos de corto plazo. Por esto, deben implementarse **políticas complementarias** para evitar que la economía colisione con la RE.

La administración de la cuenta capital (II)

- ❑ Evitar recurrir al **endeudamiento externo indiscriminado**, que lleva al balance de pagos a situaciones insostenibles y de crisis.
- ❑ Es decir, debe eludirse como única vía **validar tasas con un diferencial sistemáticamente elevado sobre las internacionales**. Gandolfo (2002) analiza las consecuencias de esta estrategia, deduciendo que:
 1. A partir de cierto nivel de tasa de interés esos mismos ingresos de capitales pueden ser insuficientes para **pagar los intereses incrementados**, impactando negativamente en la cuenta corriente del BP;
 2. El aumento sin límite de la deuda expone al país a riesgo de insolvencia en el caso de que los inversores externos decidan **retirar sus inversiones** (capital e intereses), o bien simplemente dejen de volcar nuevos fondos.
- ❑ **Resultado**: espiral de tasas de interés más elevadas, deterioro del balance de pagos, incremento de la deuda externa y riesgo de insolvencia.

La administración de la cuenta capital (III)

- ❑ Uno de los instrumentos a disposición de los países en desarrollo para minimizar los riesgos una vez expuestos a los flujos de capitales son las llamadas “**técnicas de administración de capitales**”.

- ❑ Oreiro y de Paula (2008) dividen estas medidas entre:
 1. **Controles de capitales**, como por ejemplo aquellas normas que administran el volumen, la composición y/o el destino de los flujos de capitales privados internacionales;

 2. **Regulaciones prudenciales financieras domésticas**, como ratios de adecuación de capital, requerimientos informativos, o restricciones en los términos y plazos con los que las entidades financieras pueden proveer de fondos a ciertas actividades.

- ❑ Las economías con tasas de interés superiores a las internacionales pueden utilizar **requerimientos de reservas** a las entradas de capitales de modo complementario a la política monetaria y cambiaria.

La administración de la cuenta capital (III)

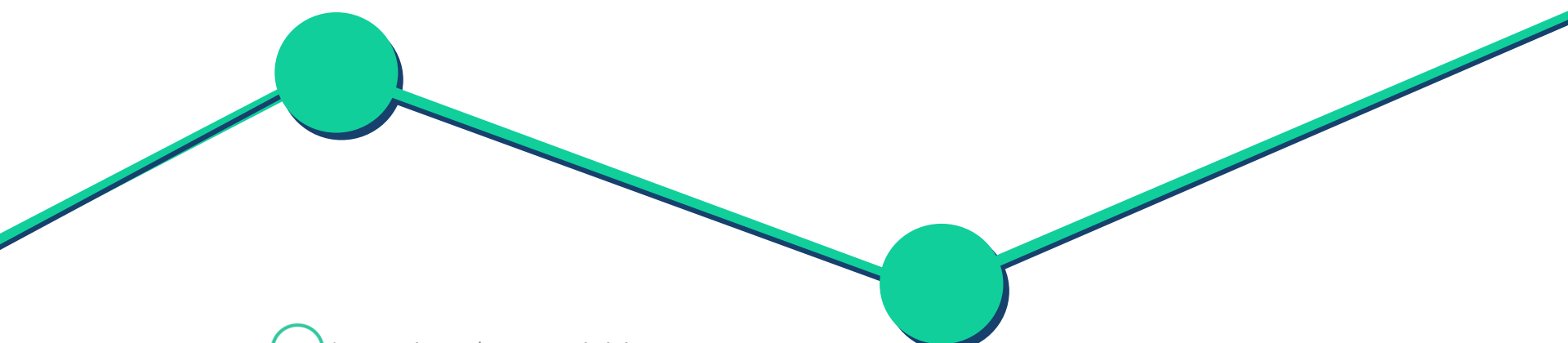
- ❑ Cabe rescatar la experiencia de países como **Chile o Colombia**, que en los 90' aplicaron una serie de técnicas de administración de capital en simultáneo a su política monetaria y a la intervención esterilizada (Epstein, y otros, 2004).
- ❑ Una manera de reducir la posibilidad de episodios de fugas repentinas de capitales es **desincentivando aquellos ingresos que son proclives a revertirse rápidamente** ante un cambio en las expectativas.


Los requerimientos de reservas, los impuestos a los préstamos internacionales y los requisitos mínimos de permanencia, tanto para la IED como para la inversión de cartera, así como también los límites a las inversiones en los sectores financieros, inmobiliario y de seguros financiadas con fondos del exterior, han logrado su cometido.

- ❑ Las distintas experiencias regulatorias exitosas, que han **avanzado de modo idiosincrático y dinámico** en la aplicación de medidas macroprudenciales, no pueden dejar de tomarse como referencia.


Reflexiones Finales

- ❑ En los próximos años, las economías latinoamericanas posiblemente sigan expuestas **a términos del intercambio menos favorables** en relación a los observados hasta la crisis de 2008.
- ❑ La permanente necesidad de divisas, hace que **los flujos financieros vuelvan a jugar un rol de importancia en su balance de pagos**. Las condiciones de liquidez internacional no son hoy restrictivas, pero episodios como el **Brexit** nos recuerdan que debemos ser cautelosos.
- ❑ Los riesgos de la apertura financiera están bien documentados, pero **la autarquía financiera no es una posibilidad real** para la región.
- ❑ Las políticas tendientes a promover el desarrollo deben complementarse con la **administración de los riesgos** que trae aparejados la exposición a los flujos financieros, **evitando caer en los atajos** que, de manera recurrente, interrumpieron etapas de crecimiento y llevaron a crisis financieras.



 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala