

**Comité Latino Americano de Asuntos Financieros
Latin American Shadow Financial Regulatory Committee
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**

Declaración No. 33

Montevideo, 17 de Marzo de 2015

El Fin de un Ciclo en América Latina y sus Riesgos

I. La región al final de la bonanza

América Latina no está exenta del cambio que se ha producido en las condiciones de las economías emergentes desde mayo de 2013. La primera ola de malas noticias para los mercados emergentes que marcó el fin de la bonanza que caracterizó el periodo 2004-2013 ha incorporado factores, tanto externos como de origen doméstico, que el Comité identificó en declaraciones pasadas.

En primer lugar, el anuncio por parte de la Reserva Federal de los EEUU en mayo 2013 que reduciría su programa de compra de activos cambió la percepción de riesgo de las economías emergentes. A partir de allí, el potencial de que ocurra un aumento en las tasas de interés de EEUU ha estado en la mente de los inversores internacionales y ha generado una disminución marcada, aunque gradual, en los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

En segundo lugar, el Comité enfatizó el riesgo para la región de una desaceleración marcada en la tasa de crecimiento de la economía de China. El Comité alertó sobre las consecuencias del fin del super-ciclo en los precios de las materias primas. En particular, el Comité alertó que el proceso de disminución en los precios de las materias primas que inició en 2011 podría exacerbarse a raíz de la desaceleración económica de China.

En tercer lugar, la caída en el crecimiento de la economía china se deriva del agotamiento de un proceso de fuerte inversión en sectores de baja productividad iniciado en reacción a la crisis financiera global. El Comité puso especial énfasis sobre la fuerte expansión en el crédito, canalizado en gran medida a través de instituciones que desempeñan al margen del sistema financiero tradicional (conocido como *shadow banking*). Este factor hace que los riesgos provenientes de China puedan exceder simplemente a los derivados de una desaceleración económica, en la medida en que dicho fenómeno se combine con una crisis financiera.

A raíz de los factores mencionados, el Comité se enfocó en su última declaración sobre las consecuencias financieras derivadas del cambio en el escenario externo. La falta de claridad acerca de la evolución futura de la política monetaria en los EEUU, y la revaluación del riesgo de las economías emergentes en general, han aumentado la probabilidad de que ocurra un frenazo en los flujos de capitales a la región (*sudden stop*).

Por último, las políticas domésticas han contribuido a aumentar los riesgos derivados del escenario externo. El deterioro de los balances fiscales y de cuenta corriente en varias economías de América Latina, la presencia de riesgos ocultos asociados con altos niveles de endeudamiento en moneda extranjera, tanto del sector público como del sector privado, y la falta de políticas tendientes a aumentar la productividad, han contribuido a aumentar la vulnerabilidad económica de la región.

Todo este conjunto de factores ya han estado impactando la economía de la región. América Latina y el Caribe han sufrido una fuerte desaceleración. El crecimiento estimado cayó de un promedio regional de 4.5% en el 2011 a apenas 1.2% en el 2014. En comparación, de acuerdo a las estimaciones del FMI, el promedio de las economías emergentes pasaron de crecer 6.3% a 4.4% en el mismo periodo.

En la mayoría de los países de la región la caída en los precios de las materias primas ha sido la principal causa de la desaceleración observada. La reducción en los precios de los productos básicos fue mucho mayor de lo que se previó inicialmente. Por ejemplo, a partir del 2012, el precio de los metales (cobre, oro, plata, hierro) cayó en promedio más de 30% y el de los productos agrícolas en cerca de 20%; a su turno, el petróleo cayó posteriormente, desde finales del 2014, en aproximadamente un 50%. Mientras la disminución de precios de los metales y productos agrícolas se debió fundamentalmente a un menor crecimiento de la demanda internacional, como consecuencia de la desaceleración de la economía china y otros países emergentes importadores de materias primas, en el caso del petróleo se sumó, a los factores de demanda, una fuerte expansión de la oferta, asociada a la mayor producción de fuentes no convencionales, especialmente en EEUU y Canadá.

Más aún, algunos de los canales de transmisión de la caída de los precios de las materias primas sobre la economía fueron subestimados inicialmente. La inversión en los sectores productores de materias primas (minerales) ha colapsado¹ y ha afectado a otros sectores vinculados directamente con ellos como proveedores o procesadores. Más generalmente, tanto los flujos totales de inversión extranjera directa como los de portafolio han caído ante las

¹ En particular los gastos de exploración han caído fuertemente dado que este tipo de inversiones de alto riesgo, raramente es financiado con fondos externos a las empresas y las utilidades de las empresas mineras y petroleras, que tradicionalmente financian esta actividad, se redujeron de manera dramática ante la caída de los precios de las materias primas respectivas.

menores perspectivas de crecimiento económico.² Los flujos de capital (brutos) a América Latina tuvieron un máximo de más de trescientos mil millones de dólares en el 2012, y cayeron a aproximadamente doscientos setenta mil millones de dólares en el 2014. El Institute of International Finance proyecta una caída adicional a cerca de doscientos cuarenta y seis billones de dólares en el 2015. Como en otras ocasiones, los flujos de capital han amplificado el efecto de la caída brusca en los términos de intercambio.

Lo anterior significa que estamos en presencia de una moderación en los flujos de capitales originados en un deterioro en el precio de las exportaciones. Esta caída conllevó inicialmente a un deterioro considerable de la cuenta corriente. Pero, como consecuencia de la caída de los flujos de capital a la que hemos aludido, los países de la región están siendo forzados a realizar un ajuste en el déficit de cuenta corriente a través de devaluaciones bruscas de sus monedas y reducciones en su tasa de crecimiento económico. Las devaluaciones observadas en el último año han sido particularmente fuertes en los países que anteriormente habían sufrido las mayores apreciaciones de su moneda (Brasil y Colombia) y, como consecuencia, tenían desde antes mayores déficits en sus cuentas corrientes.

Adicionalmente, la caída de los precios de las materias primas ha tenido un impacto directo e indirecto significativo en las cuentas fiscales de la mayoría de los países de la región. Ante el convencimiento de que se están enfrentando a un shock adverso de carácter persistente, algunas autoridades fiscales están procediendo a efectuar ajustes fiscales, a través de recorte de gastos y aumento de recursos tributarios (como son los casos de México, Colombia y el anuncio de reformas fiscales en Brasil).

En este ambiente, se ha producido, además, el deterioro de algunas calificaciones crediticias.³ Este factor ha acentuado la reducción mencionada en los flujos de capitales en algunos países.

II. Nuevos desafíos del escenario externo

Hay nuevos riesgos que pueden generar una segunda ola de efectos adversos para la región y para los mercados emergentes en general. Si bien una reversión de los flujos de capital puede ser repentina, también puede darse en etapas u olas.

² Conviene observar que la estabilidad de la inversión extranjera directa había sido tradicionalmente sobreestimado pues puede sufrir también un *sudden stop* (caída de los flujos externos) cuando se reduce la inversión como consecuencia de un shock real (caída en los términos de intercambio).

³ Standard and Poor's disminuyó la calificación de Brasil a BBB- en marzo 2014 (citando las debilidades en las cuentas fiscales), mientras Moody's cambió la perspectiva del rating Baa2 de Brasil (el segundo más bajo de grado de inversión) a negativa en Setiembre 2014.

La primera fase se manifestó con claridad y virulencia desde mayo de 2013 cuando la Reserva Federal de los EEUU (FED) anunció el comienzo del fin de la política de expansión monetaria cuantitativa (QE, o *quantitative easing*). A pesar de su virulencia inicial, las declaraciones inequívocas del FED de que el aumento de las tasas de interés no sería inminente tuvieron el efecto de tranquilizar a los mercados y revertir parcialmente los efectos del anuncio inicial. Sin embargo, este episodio financiero dejó secuelas persistentes que sumadas a la ya comentadas caídas precipitadas en los precios de las materias primas, resultaron en una reducción en los flujos de capital hacia América Latina y las economías emergentes en general.

En la pasada década de bonanza, estuvieron notablemente ausentes los riesgos de contagio financiero provenientes de crisis en otros países emergentes, tal como ocurriera durante la crisis del Tequila en México, la crisis asiática de 1997 y la crisis de Rusia de 1998. Sólo la crisis global golpeó temporariamente a la región en 2008 y 2009.

Dado el deterioro de las condiciones económicas en varios países emergentes de importancia sistémica (por ejemplo, Brasil, Indonesia, Sudáfrica, Turquía y la India, conocidos en la jerga de los mercados como “*The Fragile Five*”, a los que más recientemente se ha sumado Rusia) el riesgo de contagio reemerge como una posibilidad latente.

Históricamente hay dos formas de contagio internacional: una rápida y virulenta en la que hay una pérdida abrupta del acceso a los mercados de capital internacionales y un colapso de la liquidez de los activos financieros.⁴ Estos episodios virulentos generalmente ocurren cuando se dan tres condiciones: un detonante que toma por sorpresa a los mercados financieros, un alto nivel de apalancamiento (alto nivel de endeudamiento en relación al valor del colateral) de acreedores y deudores, y un tipo de acreedor común (bancos, fondos de inversión etc.) que puede verse forzado a re-balancear su portafolio y cortar el crédito a otros países no necesariamente conectados al epicentro de la crisis.

Una segunda forma de contagio es la que ocurre de manera más gradual cuando estas tres condiciones están ausentes. En ese caso los efectos de contagio, aunque puedan tener consecuencias adversas significativas, tienden a ser más graduales y generalmente los canales de transmisión son más reales que financieros. Por ejemplo, cuando Brasil devaluó en enero de 1999 tuvo un impacto acumulativo muy fuerte sobre sus principales socios comerciales del Mercosur, aunque el contagio financiero fue muy limitado.

Dado que América Latina está transcurriendo el segundo año desde el fin de la bonanza, que ya se ha reducido la exposición de los inversionistas internacionales a la región, que las agencias calificadoras de riesgo ya han comenzado a reevaluar la calidad crediticia de varios países emergentes importantes, este episodio se viene desarrollando en fases u olas hasta este momento asociadas con una reducción gradual de los flujos de capital. La disminución gradual

⁴ Ver Kaminsky G., Reinhart, C. y C. Végh, “The Unholy Trinity of Financial Contagion,” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4 (Autumn 2003), pp. 51-74.

de la exposición de los inversionistas internacionales tiende a fragmentar la tenencia de deuda y a disminuir la concentración en un tipo de acreedor común, reduciendo la liquidez de dichos instrumentos.

En la opinión del Comité, existe la posibilidad de que se entre en una segunda fase u ola de reducción de la exposición de los inversionistas internacionales y de los flujos de capital a los mercados emergentes. Estos nuevos riesgos se basan en desarrollos y noticias que pueden elevar a otro plano la volatilidad y la incertidumbre y golpear a los mercados emergentes individual y colectivamente.

La lista de riesgos más relevantes incluye:

- i) **Apretón monetario en los EEUU.** El marco de política monetaria de la FED está cambiando en la dirección de abandonar las políticas monetarias expansivas no convencionales (QE). Como resultado existe la posibilidad de que el mercado cambie sus expectativas sobre la rapidez y la magnitud de la normalización de la política monetaria en los EEUU, aumentando la volatilidad y la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Dicho esto, el Comité cree que las tasas de interés internacionales aumentarán lentamente debido al alto endeudamiento de las economías avanzadas, intolerantes a un aumento en los costos de financiamiento.
- ii) **Apreciación abrupta del dólar.** La adopción de políticas de QE asimétricas por parte de los principales bancos centrales a nivel global (en particular, la FED, el Banco Central Europeo, y Banco de Japón) ha resultado en una apreciación significativa del dólar frente al euro y el yen y prácticamente todas las monedas. La velocidad y magnitud de esta apreciación tuvo un fuerte elemento de sorpresa. El rápido fortalecimiento del dólar ha vuelto a poner en el centro de la escena los riesgos asociados el endeudamiento en dólares en los sectores público y privado que se acumuló durante la gran bonanza. La vulnerabilidad se complica porque en muchos casos esta deuda fue acumulada por el sector privado y por lo tanto la localización de los riesgos se hace más opaca y la capacidad de acción directa por parte del sector público se ve reducida. Los episodios recientes de España e Irlanda nos recuerdan que la deuda privada tiende a ser un pasivo contingente del sector público. Cabe destacar como contrapartida, que para algunos países, la apreciación del dólar (en parte asociado a un mayor crecimiento de la economía de los EEUU) puede ser buena noticia.
- iii) **Contagio financiero en los mercados emergentes.** Han aparecido nuevas fuentes de potencial riesgo de contagio en los mercados emergentes. Posiblemente el caso más visible es el de Rusia y el potencial de que termine en episodio de default como en 1998. Un escenario de salida de Grecia de la zona Euro y sus consecuencias potenciales sobre los mercados financieros. A nivel regional, la crisis política y una probable rebaja en la

calificación de riesgo de Brasil por debajo del grado de inversión (*investment grade*). Otros países emergentes podrían ser también fuente de inestabilidad sistémica como, por ejemplo, Turquía. En la región, aunque sin una dimensión sistémica importante, cabe mencionar el caso de Venezuela como otra fuente potencial de inestabilidad.

III. Respuestas de política económica frente al nuevo escenario externo

La alta volatilidad esperada y el mayor endeudamiento debilitan el efecto de la política monetaria y fiscal y hacen más impredecibles sus resultados. Esto se complica aún más en aquellos casos en que las economías exhiben un alto grado de dolarización de sus pasivos. Además, como se indica más arriba, los cambios que está experimentando el panorama internacional hacen suponer que aquellos son altamente persistentes, lo que, como se argumenta más abajo, complica el panorama.

Bajo estas circunstancias, el Comité considera que la política monetaria basada en ajustar una tasa de interés de corto plazo para suavizar los efectos iniciales de un shock financiero, puede perder su efectividad rápidamente excepto que se complemente de una manera importante con otras medidas. En este respecto, dos herramientas de política económica toman prioridad: (1) política fiscal y (2) medidas para mitigar los efectos de situaciones de fuerte iliquidez y de pérdida de acceso a los mercados internacionales de capital.

Un shock negativo de tipo permanente debe acomodarse mediante un ajuste fiscal. Sin embargo, es importante que este ajuste se lleve a cabo de manera gradual y creíble. El gradualismo es importante para suavizar el costo social del ajuste. Por otro lado, la credibilidad es indispensable para poder financiar los desequilibrios financieros que el gradualismo fiscal involucra. Para ello, sería de gran importancia que estos ajustes se hagan acompañados por el apoyo de instituciones multilaterales como el FMI, el Banco Mundial, y el BID.

Pero, si bien estas políticas ayudan a mitigar los problemas de *flujos* de financiamiento, las autoridades de la región también requieren prestar atención a desequilibrios centrados en la deuda preexistente, por ejemplo, los descalces de moneda y de plazos. Para ello, el Comité cree que las reservas internacionales podrían tener un rol importante, particularmente para las economías con una alta proporción de deuda denominada en moneda extranjera. No hay que confundir esta política con aquella en la que se utilizan las reservas para evitar fuertes fluctuaciones en la tasa de cambio. Si bien esto último tiene un rol importante, concentrarse exclusivamente en evitar esas fluctuaciones puede ser contraproducente porque facilita una *fuga de capitales*.

Las reservas, aun cuando sean altas, pueden ser rápidamente absorbidas por una fuga de capitales, especialmente, como ocurre en muchos casos, cuando la entrada de capitales responde a movimientos altamente especulativos (*capitales golondrina*) que, por ejemplo, buscan beneficiarse de un diferencial de tasas de interés entre países. Por lo tanto, el Comité considera

que las reservas deben utilizarse mayormente para facilitar el financiamiento en moneda extranjera en sectores críticos. Un caso exitoso de este tipo de política, que podría denominarse “heterodoxa”, es Brasil en 2002 cuando hacia finales de la administración Cardoso el Banco Central facilitó líneas de crédito en dólares para el sector exportador.

Un riesgo importante a evitar es que el ajuste asociado a las políticas diseñadas para enfrentar cambios permanentes sea de mala calidad. Por ejemplo, que el proceso de ajuste resulte en reducciones inapropiadas en la inversión, en la introducción de impuestos distorsivos, o en un aumento en la inseguridad regulatoria, que puedan dañar a sectores productivos y expandir, aún más, la economía *informal*. Este es un periodo en que las economías dependen relativamente más del mercado *interno* y el crecimiento requerirá aumentos sostenidos en la productividad. Por lo tanto, el Comité considera que se deben privilegiar *políticas de Estado* que tengan un alto grado de credibilidad y sustentabilidad política.

Consideraciones acerca de los cambios recientes en la arquitectura financiera internacional

La importancia de contar con un marco de políticas diseñado para reducir la vulnerabilidad externa de la economía es aún mayor a la luz de la evolución reciente en la arquitectura financiera internacional. En particular, el marco de ayuda financiera externa proveniente de organismos multilaterales como el FMI ha cambiado radicalmente en comparación al que prevaleció en las crisis financieras en mercados emergentes en los años 90s.

En la actualidad, la disposición del FMI y de los gobiernos de las economías avanzadas de proveer asistencia financiera a las economías emergentes estará probablemente condicionada por las experiencias recientes de Irlanda, Grecia, y Ucrania. En particular, en estos casos, la postura de la comunidad internacional ha sido la de complementar la ayuda financiera con una reestructuración agresiva de pasivos, ya sea bancarios (caso Irlanda) como de deuda pública (Grecia y Ucrania).

Esta postura, en la opinión del Comité, posiblemente aumente los riesgos de contagio financiero de surgir nuevas crisis en economías emergentes. El modelo de *asistencia con reestructuración*, cuyos efectos de contagio han sido relativamente contenidos en el caso de Europa gracias a la acción del Banco Central Europeo y a la fortaleza institucional de dicho grupo de economías, podría tener resultados mucho más inciertos en el contexto de los mercados emergentes.

Este cambio significativo en la arquitectura financiera internacional puede ser particularmente peligroso en economías dónde el marco de política doméstico tiene connotaciones populistas. Los casos de Argentina y Venezuela aparecen claramente como los más expuestos a no contar con apoyo significativo por parte del FMI.

Esta declaración fue redactada conjuntamente por:

Laura Alfaro, profesora, Escuela de Negocios de Harvard; ex-ministra de planificación nacional y política económica, Costa Rica

Guillermo Calvo, profesor, Universidad de Columbia; ex-economista jefe, Banco Interamericano de Desarrollo

Pedro Carvalho de Mello, profesor, Universidade de Sao Paulo; ex- comisionado, Comissao de Valores Mobiliarios, Brazil

Pablo Guidotti, profesor, Universidad Torcuato di Tella; ex-viceministro de finanzas, Argentina

Guillermo Perry, investigador no-residente, Centro para el Desarrollo Global; profesor, Universidad de los Andes; ex-ministro de finanzas, Colombia

Carmen Reinhart, profesora, Escuela de Gobierno John F. Kennedy, Universidad de Harvard

Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; investigadora principal y directora, Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development

Ernesto Talvi, Director, CERES; ex-economista jefe, Banco Central del Uruguay

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero del Centro para el Desarrollo Global (CGD), el Banco Central de Chile, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y el Banco de la Ciudad de Buenos Aires por financiar sus actividades. El Comité agradece el apoyo logístico del equipo de CERES, y muy especialmente a Mariana Rodriguez. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus declaraciones.