

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

Declaración No. 34

Washington D.C., 17 de Noviembre de 2015

América Latina: ¿de vuelta a los años 1980 o recuperación?

I. El contexto internacional que afecta a América Latina

En declaraciones pasadas, el comité advirtió acerca de la existencia de factores de riesgo que han deteriorado el entorno externo que enfrentan las economías emergentes y América Latina en particular. Muchos de estos riesgos se están manifestando y, por primera vez desde los años 1990, la región enfrenta la posibilidad de un contagio financiero. Este último podría surgir a partir de, por ejemplo, factores externos como China y otros mercados emergentes, o de la región misma.

En comparación a crisis en mercados emergentes durante los años 1980 y 1990 donde las subidas de tasas de interés internacionales jugaron un papel clave, actualmente los canales de contagio hacia la región serían de naturaleza diferente. Aunque el eventual proceso de normalización de la política monetaria en economías avanzadas, en los EE.UU. en particular, generaría un aumento en las tasas de interés internacionales, **el comité considera que este incremento sería pequeño y gradual. Sin embargo, aún incrementos marginales podrían generar un aumento significativo de las primas por riesgo soberanas en la región.**

Otros factores que impactan a la prima por riesgo soberano son la marcada caída en los precios de las materias primas, la desaceleración significativa en mercados emergentes, China en particular, la ausencia de recuperación del comercio global y la opacidad de los balances generales del sector público y privado. Actualmente existe una considerable incertidumbre acerca del nivel efectivo de apalancamiento público y privado y del uso de reservas. Riesgos geopolíticos en Turquía y en el Medio Oriente en particular, complican aún más el panorama global.

La incertidumbre acerca del nivel apalancamiento en muchas economías emergentes, deuda en moneda extranjera en particular, surge en un contexto de expansión de instituciones que se desempeñan al margen del sistema financiero internacional (conocido como *shadow banking*).

Este punto ha sido discutido por el comité en declaraciones pasadas. El endeudamiento externo del sector privado podría encontrarse subestimado, tanto para corporaciones financieras como no financieras. Actualmente los datos acerca del endeudamiento con China, el cual se ha incrementado significativamente durante el período de *boom* de materias primas, son escasos u opacos en las bases de datos convencionales (el FMI, el Banco Mundial y el BIS). Recientemente, la posición de reservas internacionales en mercados emergentes podría estar sobreestimada, dado que el uso de instrumentos financieros como derivados, deuda en moneda extranjera e intervenciones vía terceras partes en el mercado de divisas se ha intensificado. Por ejemplo, las líneas de *swaps* podrían estar ocasionando doble contabilidad en las reservas internacionales. En suma, existe incertidumbre considerable acerca de las posiciones efectivas de reservas netas, las cuales podrían estar contribuyendo a empeorar las evaluaciones de riesgo. **El comité recomienda que los gobiernos acreedores y deudores implementen políticas de mejor cuantificación del nivel y composición, a nivel sectorial y nacional, de pasivos y contingencias. El comité también recomienda que los bancos centrales aumenten los niveles de transparencia respecto a sus posiciones de reservas internacionales netas y sus balances en general.**

En diversos grados, los mercados emergentes han satisfecho sus necesidades de financiamiento a partir de dos fuentes globales: mercados financieros tradicionales, altamente anclados a las economías avanzadas (EE.UU. en particular), y China. Estos prestamistas comunes a mercados emergentes se están replegando. EE.UU. estaría en proceso de *tapering* por un determinado tiempo, mientras que el bajo crecimiento de China se ha asociado con menor inversión directa y financiamiento externo. Los productores de materias primas han recibido choques particularmente fuertes a partir de la desaceleración de China y de la reasignación de la inversión al consumo, en la medida que la inversión extranjera directa relacionada a materias primas se ha reducido. Dentro de América Latina, estos países con acceso limitado o nulo al mercado de capitales (Argentina, Venezuela y Ecuador) dependen fuertemente del financiamiento chino.

En suma, existen similitudes y diferencias en el actual entorno externo respecto a los años 1980. En ambos períodos ha habido una fuerte y sostenida caída en los precios mundiales de materias primas y los cambios en la política monetaria de EE.UU. se han encontrado en el foco de atención. Sin embargo, en esta ocasión, los cambios en la actividad económica china y de flujos financieros tienen un rol igual de importante respecto a los cambios en la actividad económica en EE.UU. y otras economías avanzadas y en los flujos de capital. Más aún, mientras que el *shadow banking* tiene una larga historia en las economías avanzadas, su existencia en mercados emergentes es relativamente reciente.

II. El ciclo regional interno-externo

Como en ciclos económicos anteriores, los flujos de capital a partir del *boom* de materias primas permitieron incrementos significativos del crédito doméstico (en diferente grado a través de la región). En esta ocasión, en algunos casos, una porción de estos flujos de capital no se intermediaron por el sistema bancario. Mediante diversos mecanismos, el incremento del crédito ocurrió a través del sector privado no financiero. Por ejemplo, las empresas grandes con acceso al mercado internacional de capitales se convirtieron en una fuente de crédito doméstico desregulado (desarrolladores en bienes raíces o minoristas de mercancías). En conexión con la amplia disponibilidad de crédito, *booms* en los precios de los activos se materializaron a través de la región, junto con monedas sobrevaluadas (incrementos en los precios de bienes no transables).

Después de muchos años de desaceleración económica y depreciaciones agudas de las monedas en la región, estos *booms* en los precios de activos han comenzado a relajarse, pero con considerable variación a través de la región. En estas situaciones, en la medida que una porción del crédito se encuentre efectivamente desregulado, los riesgos bancarios podrían encontrarse subestimados. En Brasil, donde el crédito al consumidor se expandió marcadamente, los préstamos morosos han empezado a aumentar sostenidamente. Sin embargo, no todos los riesgos asociados con la secuela del *boom* crediticio se han manifestado aún.

En un número países de la región, así como en otras economías emergentes, los *booms* de crédito se asociaron a tasas de ahorro declinantes. Como resultado, los balances en cuenta corriente, los cuales se encontraron en posiciones sólidas hasta la crisis financiera global, empezaron a deteriorarse. La caída en los precios de materias primas empeoraron significativamente los déficits de cuenta corriente. Estos déficits son aún significativos para varios países a pesar de la desaceleración económica en años recientes y depreciaciones pronunciadas de las monedas domésticas.

Los choques sobre los términos de intercambio, los cuales se originaron a partir de la caída en los precios de las materias primas, están contribuyendo a la desaceleración en la actividad económica pues estos choques son conductores importantes del ciclo económico en varios países en la región. Adicionalmente, el *boom* del precio de materias primas en años previos generó cambios en los precios relativos domésticos, los cuales indujeron efectos de Enfermedad Holandesa debido a la reasignación sectorial de capacidad productiva e inversión, particularmente a favor de inversión residencial. Esto implica que el ajuste macroeconómico (mientras que la caída en el precio de materias primas y los precios relativos domésticos cambien) persistirá en la medida que la reasignación de capital tome tiempo en revertirse.

La volatilidad de los flujos de capitales de corto plazo se ha incrementado, particularmente para componentes sensibles a cambios en las tasas de interés, debido a la incertidumbre acerca de la dirección y momento de cambio de la política monetaria en EE.UU. que continúa influenciando a los mercados financieros globales. Esta mayor volatilidad en flujos

de capitales ha complicado la gestión de riesgos en los bancos. Crisis bancarias no han ocurrido. Sin embargo, un gran número de instituciones financieras han recibido rebajas en sus calificaciones crediticias. En la declaración anterior, el comité resaltó el riesgo asociado a un dólar más fuerte en casos donde las deudas públicas y privadas en dólares son significativas. A partir de ese momento, fuertes depreciaciones en monedas domésticas han reforzado estas preocupaciones.

III. Implicancias para la región

Desde la última declaración, la región ha continuado deteriorándose y se espera que crezca -0.3% en el 2015, de acuerdo con el FMI. De hecho, este año el crecimiento de América Latina será el menor entre las economías emergentes. Brasil, la economía más grande de la región, estaría experimentando una contracción de 3% en el 2015. Se espera que la recesión continúe en el 2016. Estos desarrollos se asociaron a las depreciaciones agudas de las monedas domésticas, efectos relativamente modestos sobre la inflación e incrementos en las primas por riesgo país. Esto refleja que la región confía más fuertemente en la flexibilidad de los tipos de cambios, respecto al pasado, lo cual explica por qué a pesar de la severidad de los choques externos la región ha evadido ataques especulativos sobre sus monedas, los cuales fueron un fenómeno común en los años 1980 y 1990.

El comité considera que la flexibilidad del tipo de cambio ha sido un importante amortiguador efectivo, pero con ciertas advertencias. Hay riesgos asociados a depender del tipo de cambio como instrumentos principal para contener el impacto de un entorno global adverso. Depreciaciones acumuladas significativas podrían poner en peligro la credibilidad de los hacedores de política, reavivar el canal de transmisión del tipo de cambio a la inflación y por tanto, aumentar las expectativas de inflación. Sistemas de tipos de cambio flexibles exitosos requieren un anclaje de expectativas de baja inflación. De otro modo, expectativas crecientes de inflación podrían aumentar las tasas interés, lo cual generaría un círculo vicioso de insostenibilidad de deuda, lo cual fue un fenómeno común en los años 1980.

Un caso en punto es Brasil. La credibilidad de su política monetaria se basó en la introducción de un régimen de metas de inflación en 1999 y, más fundamentalmente, en un mayor compromiso para sostener un superávit fiscal primario significativo (3% del PIB). El ancla fiscal se debilitó desde la crisis de Lehman y Brasil registró un déficit fiscal primario en el 2014. La pérdida de su ancla fiscal, en el contexto de condiciones externas adversas, forzaron a Brasil a apoyarse fuertemente en el manejo de la tasa de interés como medio para anclar las expectativas de inflación. Como resultado, el déficit fiscal se expandió debido a mayores tasas de interés. Una dependencia fuerte sobre las subidas en tasas de interés podría ser una política contraproducente.

Lograr una sostenibilidad fiscal podría requerir más que una restauración del superávit primario. La falta de credibilidad y tasas de interés altas podrían introducir a la economía en recesión. Recuperar el ancla fiscal y la credibilidad de la política monetaria para bajar las tasas de interés requeriría el apoyo de la comunidad internacional. Esto es especialmente relevante en un momento en el que Brasil posee una calificación crediticia precaria y ya se encuentran experimentando una reversión de flujos de capitales significativa.

El Comité recomienda que la comunidad internacional, el FMI en particular, se prepare para ofrecer apoyo en Brasil. Esto es incluso más urgente, en la medida que la caída de Brasil impacte significativamente en varios países de la región y otros mercados emergentes. Efectos potenciales podrían ocurrir mediante canales de comercio (países del Mercosur) y financieros, debido a la importancia de Brasil en los mercados de deuda en América Latina como una clase de activos y su alto grado de liquidez en mercados financieros.

Si las reverberaciones de la situación en Brasil se contienen, un grupo de países de la región, como América Central y los países de la Alianza del Pacífico (Chile, Colombia, Perú y México) podrían recuperarse sin experimentar interrupciones importantes.

Existen diferencias importantes entre países. México se beneficia de la recuperación de EE.UU. Sin embargo, debido a su alta dependencia de ingresos a partir del petróleo, está emprendiendo un ajuste fiscal pro cíclico. América Central como un todo ahora se beneficia de mejores términos de intercambio (pues son importadores netos de materias primas) y de la recuperación de EE.UU., su mayor mercado de exportación y fuente de remesas. Sin embargo, un choque financiero adverso podría tener un efecto importante sobre algunos de estos países.

En Chile, Colombia y Perú (como en otros países de América del Sur) la caída abrupta en el precio de las materias primas ha reducido significativamente sus términos de intercambio, aumentado los déficits en cuenta corriente (a pesar del efecto mitigante de las devaluaciones de monedas domésticas), incrementado el riesgo país y reduciendo la inversión en sectores primarios. Todo esto resultó en una desaceleración significativa. Colombia enfrenta la necesidad de un ajuste fiscal significativo dada su dependencia presupuestaria sobre ingresos de petróleo y por el hecho de que, a diferencia de Chile y Perú, no produjo superávits fiscales durante el período de *boom*. Los bancos centrales en estos países han empezado a enfrentar un dilema. Presiones inflacionarias debido a un mayor efecto traspaso del tipo de cambio han requerido incrementos en las tasas de interés para anclar las expectativas de inflación en un período de menos crecimiento entre 2% y 3% por año. En ausencia de choques externos adversos adicionales, el comité espera una recuperación en los próximos años.

Contener un potencial deterioro abrupto de la situación brasileña podría ser particularmente importante para el prospecto de la economía argentina. Argentina se encuentra en medio de un cambio de cambio y encara desafíos significativos de política económica. **El comité considera que un amplio déficit fiscal, reservas menguantes, controles de capital y**

de tipos de cambio, inflación alta, estancamiento económico y conflictos no resueltos en la deuda externa representan un desafío formidable para las autoridades entrantes y se requeriría un amplio programa de reforma económica.

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, Escuela de Negocios ESAGS (Sao Paulo); ex comisionado, Comisión de Valores Mobiliarios, Brasil

Roque Fernandez, profesor de Economía, Universidad UCEMA; ex ministro de Economía, Argentina

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

Guillermo Perry, investigador no residente, Center for Global Development; profesor, Universidad de los Andes; ex Ministro de Finanzas, Colombia

Enrique Mendoza, profesor presidencial de Economía y director del Penn Institute for Economic Research, Universidad de Pennsylvania

Carmen Reinhart, profesora Minos A. Zombanakis de la Escuela de Gobierno John F. Kennedy, Universidad de Harvard

Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; investigadora principal y directora de la Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development; ex economista jefe para América Latina, Deutsche Bank

Ernesto Talvi, director, Brookings Global-CERES Economic & Social Policy in Latin America Initiative, Brookings; director académico, CERES; ex economista jefe, Banco Central de Uruguay

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) agradece el apoyo financiero del Centro para el Desarrollo Global (CGD), el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), el Banco Central de Chile y el Banco de la Ciudad de Buenos Aires por financiar sus actividades. El Comité agradece a Brian Cevallos Fujii por su apoyo durante la producción de esta declaración. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus declaraciones.