



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

Declaración No. 36

Buenos Aires, 14 de Diciembre de 2016

**América Latina ante un Nuevo Escenario Político y Económico
Global: ¿Qué implica para la Región?**

1. El nuevo escenario político y económico global

Como el Comité ha venido sosteniendo en declaraciones pasadas, la región viene enfrentando una confluencia de acontecimientos adversos desde, por lo menos, el año 2013. Estos se vienen presentando como *olas*: se materializa un evento, luego hay un período de calma y luego sigue otro. Hasta mediados de 2016, estos acontecimientos (interrelacionados) incluyeron: 1) la falta de dinamismo en las economías avanzadas; 2) la desaceleración de economía de China; 3) la fuerte caída en el precio de los commodities de exportación de la región; 4) la apreciación del dólar; y 5) la caída en los flujos de capitales. A diferencia de otros períodos de turbulencia financiera originados en factores externos, desde el año 2013 estos eventos han resultado de larga duración, lo cual implica que sus efectos para la región se han venido acumulando y las economías se han ido debilitando aún en un contexto de bajas tasas de interés y amplia liquidez internacional.

Desde mediados de 2016, una nueva ola de acontecimientos políticos en los países avanzados sacude a América Latina. Esta vez sus características son diferentes pues se refieren al crecimiento de los movimientos políticos que promueven un retroceso de la globalización. En el Reino Unido, el fenómeno Brexit dio comienzo a esta nueva tendencia y la elección presidencial

en los EEUU la cementó. Esta tendencia está aún materializándose pues elecciones en otros países Europeos podrían fortalecer más aún las posturas anti-globalización en el mundo avanzado.

De todos estos desarrollos, el más relevante ha sido el triunfo electoral de Donald Trump en los EEUU quien, con sus declaraciones de campaña, ha sacudido la ortodoxia política reinante tanto en el partido demócrata como en el republicano. Aunque existe considerable incertidumbre con respecto a las políticas de una futura administración Trump, ya que esta todavía no ha comenzado, las variables económicas y financieras han empezado a anticiparse a lo que se consideran puedan ser sus principales consecuencias para la economía americana. Por ejemplo, un mes después de la elección, el dólar se ha fortalecido 10% frente al yen y 6% frente al euro, el Dow ha subido 7,7%, la volatilidad implicada por VIX está en niveles cercanos a los más bajos históricamente y el índice de confianza del consumidor saltó 4,5% en diciembre.

Las perspectivas de la futura administración estadounidense están asociadas con los siguientes desarrollos. En primer lugar, se espera que la nueva administración rebaje la carga impositiva a las empresas y a las personas, adopte incentivos fiscales para promover el empleo a nivel de sectores y/o empresas específicas, e intente implementar una fuerte expansión del gasto público en infraestructura. El resultado de este estímulo fiscal, que se espera no tendrá fuerte oposición en el Congreso estadounidense, será un aumento posiblemente significativo en el déficit fiscal pero también una expansión de la demanda agregada. Es por ello que distintos analistas de la economía de EEUU están anticipando una mayor tasa de crecimiento por lo menos en el corto plazo.

Sin embargo, estas expectativas han hecho subir las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro americano de largo plazo. En particular, la posibilidad de que el Tesoro de EEUU recurra a una significativa emisión de bonos de madurez “ultra larga” (mayor a 30 años) puede alimentar la expectativa de un empinamiento en la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro americano. El aumento en la tasa de interés en EEUU coincide con el inicio de un periodo de normalización más rápida de la política monetaria de la Reserva Federal, con alzas esperadas en las tasas de interés de corto plazo del orden de entre 50 y 100 puntos básicos durante el año 2017. La presión a la alza en las tasas de interés también está alimentada por crecientes ventas de bonos del Tesoro americano por parte del banco central de China, uno de sus mayores tenedores.

En segundo lugar, se espera que la futura administración Trump se manifieste en un mayor proteccionismo comercial, en particular hacia China y Mexico, y que desista del Tratado Transpacífico (TPP por sus siglas en inglés). Como en el caso anterior, es posible que un mayor proteccionismo en los EEUU sea expansivo para dicha economía en el corto plazo, aunque generará con alta probabilidad efectos muy negativos para la economía global. Además, el aparente éxito cortoplacista de dichas políticas posiblemente impulse un crecimiento mayor de otros movimientos anti-globalización y antisistema en el resto de las economías avanzadas, en particular en Europa.

Un cambio brusco de orientación en las políticas en la principal economía del mundo trae consigo implicancias preocupantes para el panorama económico global. En primer lugar, la

expansión fiscal, como se ha indicado, resultará en un aumento en las tasas de interés internacionales y esto, como en ocasiones anteriores puede impulsar una mayor volatilidad en los flujos de capitales que afecte tanto a economías emergentes como avanzadas. En segundo lugar, el enfoque más proteccionista y menos interesado en la coordinación global puede hacer aumentar la volatilidad de los tipos de cambio entre las principales monedas (por ejemplo, la tasa USD/Euro), reviviendo la posibilidad de que se generen devaluaciones competitivas a nivel global. En consecuencia, los mercados de capitales pueden enfrentar turbulencias severas.

Cómo este Comité ha enfatizado en sus últimas declaraciones, la economía China viene enfrentando dificultades severas con anterioridad a la elección presidencial en EEUU. Dichas dificultades financieras derivan en gran parte de un amplio programa de estímulo fiscal y monetario que ha llevado a un sobredimensionado sistema financiero formal e informal. La consecuente y brusca disminución en la tasa de crecimiento y la retracción en los flujos de capitales ha generado una sostenida reducción en el amplio stock de sus reservas internacionales, con el propósito de contener una rápida depreciación del renmimbi. El Comité cree que uno de los riesgos principales que derivaría de la adopción de medidas más proteccionistas por parte de EEUU dirigidas en particular hacia China es que puede agravar de manera significativa una situación de fragilidad pre-existente. Por ejemplo, una depreciación del renmimbi puede ser interpretada por la administración de EEUU como una manipulación cambiaria.

Esta situación ocurre en un contexto de aumento del proteccionismo que ya ha estado ocurriendo, de manera relativamente sofisticada utilizando medidas para arancelarias en el contexto de las reglas de la OMC. De hecho, uno de las características salientes de la economía global ha sido el decrecimiento del comercio mundial. Por ejemplo, el volumen de exportaciones globales, como una medida del volumen de comercio, han reducido desde el 2008 su tasa de crecimiento a la mitad de lo que ocurría históricamente, situándose en un nivel incluso menor al ritmo de crecimiento del producto mundial.

Adicionalmente, Trump ha anunciado la intención de relajar las restricciones ambientales existentes a la utilización de técnicas de fraqueo y a la construcción de oleoductos y gasoductos. Con ello, podría darse una expansión considerable de la oferta de hidrocarburos no convencionales en los EEUU, lo cual, unido al efecto de un menor crecimiento en China, podría deprimir aún más los precios internacionales de los productos energéticos o, al menos, mantenerlos en niveles bajos por un período de tiempo prolongado.

Las economías emergentes son observadores pasivos de estos desarrollos. Con menor flexibilidad de respuesta que las economías avanzadas, y en muchos casos con déficits de cuenta corriente, el mundo emergente y, en particular, América Latina se encuentra particularmente expuesto a los riesgos que se derivan del nuevo enfoque de política en el norte.

2. ¿Qué implica para la región?

Los cambios en el panorama económico global descritos en la sección anterior afectarán a la región a través de tres canales principales: 1) un probable aumento en las tasas de interés internacionales; 2) dificultades adicionales en la economía de China por sus fragilidades financieras; 3) un eventual mayor proteccionismo por parte de los EEUU y, en particular, su efecto sobre la economía China; y 4) un mayor grado de incertidumbre sobre la evolución de las principales variables económicas, incluyendo a los tipos de cambios entre las principales monedas.

Desde el año 2013, el contexto externo ha estado volviéndose progresivamente más desfavorable. Los flujos de capitales hacia América Latina venían decreciendo ya antes de la elección presidencial en EEUU, aún con tasas de interés bajas. La reducción en los inlfujos de capitales convivió con una significativa caída en los precios de las materias primas, pero el impacto no fue tan fuerte porque, al mantenerse las tasas de interés internacionales en niveles bajos, la liquidez de los mercados fue amplia.

Como resultado y, a pesar del deterioro en el contexto externo, los sectores públicos y privados de la región no han sufrido una interrupción seria en su acceso al financiamiento porque los mercados centrales exhibieron tasas reales de rendimientos cercanas a cero o incluso negativas. La búsqueda por rendimientos impulsó a los inversores internacionales a proveer el financiamiento necesario hacia la región para que se pudieran refinanciar los vencimientos aún sin que hubiese nuevos proyectos de inversión, especialmente en países con estancamiento o caída en su actividad económica (por ejemplo, Brasil).

Si las tasas de interés internacionales aumentan, ahora la región puede enfrentar una combinación de factores que generó serios problemas en el pasado: 1) reducción de flujos de capital; 2) deterioro en los términos del intercambio comercial; y 3) un aumento en el costo del financiamiento para los sectores públicos y privados.

El impacto de un posible aumento en la tasa de interés de EEUU, y una posible apreciación del dólar, dependerá de las características particulares de cada economía de la región, en particular, el tamaño y composición del endeudamiento público y privado, y del espacio y credibilidad del banco central para responder con una política monetaria flexible. Por ejemplo, en la medida en que la deuda está denominada mayormente en moneda extranjera, el impacto de un aumento de la tasa de interés internacional tendrá un efecto directo sobre el costo de financiamiento. Además, la apreciación del dólar magnificará este impacto, medido en términos reales. Ante una mayor dolarización de la deuda, la política monetaria estará más presionada a evitar movimientos significativos en el tipo de cambio.

En el caso de países donde la deuda está denominada en moneda local, el efecto de un aumento en la tasa de interés internacional dependerá de su transmisión a las tasas de interés doméstica, las condiciones de inflación, y el nivel de endeudamiento doméstico. En algunos países, como Brasil y Colombia, los bancos centrales aumentaron las tasas de interés para evitar un desanclaje de las expectativas de inflación, ante la muy severa devaluación que tuvo lugar después del 2013, aún en un contexto de bajas tasas de interés internacionales. En Brasil, una vez el efecto sobre

tasas de inflación comenzó a ceder, la tasa de interés doméstica ha comenzado a caer de niveles muy elevados, a pesar de un aumento en los costos de financiamiento en moneda extranjera.

Otro elemento que importa a la hora de analizar los efectos de un aumento de la tasa de interés de EEUU sobre la región es la adecuación del stock de reservas internacionales, que fuera instrumental en acotar los efectos de la crisis financiera global de 2008/2009. En este sentido, la situación de los distintos países de la región es diversa. En un extremo se encuentran Argentina, Ecuador y Venezuela con un bajo nivel de reservas internacionales como proporción de la deuda de corto plazo, y en el otro están Bolivia, Chile (incluyendo los activos internacionales del gobierno) y Perú. La acumulación de reservas de Brasil, Colombia y México ha sido también importante.

La capacidad de la región de enfrentar condiciones financieras externas más adversas como la que hemos descrito dependerá de manera importante de la posición fiscal de las economías. La posición fiscal estructural en la gran mayoría de los países de la región se ha deteriorado, y particularmente en Argentina y Brasil. En el caso de Argentina donde existe un alto grado de dolarización de la deuda pública, esto conlleva una alta necesidad de financiamiento en moneda extranjera.

El segundo canal de transmisión a la región del nuevo contexto externo es el comercial. En la opinión del Comité, los mayores riesgos de un aumento del proteccionismo se relacionan con los efectos sobre las economías de México y China. En estos momentos se ha puesto en duda la permanencia de los tratados de libre comercio de la región con EEUU, siendo NAFTA (lo cual afecta particularmente a México) donde la incertidumbre es mayor. El potencial incremento de tarifas arancelarias a productos que importa EEUU y que se consideren como competencia a los productos elaborados internamente. Sin embargo, el Comité considera que la integración que ya existe en las cadenas de valor de bienes producidos en el Nafta actuará en la dirección de reducir las presiones proteccionistas hacia México. Sin embargo, la simple incertidumbre que se ha generado en base a los dichos de campaña puede producir un freno en la inversión extranjera directa en México.

Un mayor proteccionismo hacia China, por lo contrario, puede tener un impacto muy importante sobre la región. En algunos casos, una desestabilización de la ya frágil situación en la que se encuentra China tendrá un efecto directo sobre economías que han estrechado lazos financieros directos con dicho país. Por ejemplo, Ecuador y Venezuela, que han utilizado de manera creciente del financiamiento de China (entre el 15% y el 25% del PBI, respectivamente, hasta el año 2015), pueden enfrentar un freno en los flujos de financiamiento provenientes de dicho país.

Un posible deterioro adicional en la economía China afectará a la región a través de un deterioro en los precios de las materias primas, obviamente en los países exportadores de los mismos. Este fenómeno podría agravarse en el caso en que se materialice un significativo desmantelamiento de las restricciones ambientales en los EEUU. Especialmente en el área de hidrocarburos, la eventual adopción de una postura menos ambientalista por parte de la futura administración americana puede resultar en un aumento en la oferta de dichos productos.

3. Desafíos y recomendaciones en vista de la experiencia latinoamericana

En la opinión del Comité, el escenario externo que enfrentará la región en los próximos años será desafiante. En este contexto, el crecimiento potencial de la región ha disminuido reflejando una baja tasa de productividad y, en varios países, altos niveles de presión tributaria. El espacio para utilizar la política fiscal para estimular la economía se ha reducido. Las recomendaciones del Comité deben ser vistas como contribución a reducir el impacto adverso de los retos discutidos en las secciones anteriores. Estas recomendaciones son válidas en general, pero particularmente en un periodo donde la situación externa está sujeta a una significativa volatilidad e incertidumbre.

Políticas fiscal, monetaria, y administración de deuda

Diversos analistas sugieren que América Latina debería aprovechar la coyuntura de alta liquidez y bajas tasas de interés internacional, mientras dure, para financiar a largo plazo y bajo costo programas ambiciosos de infraestructura que, en el corto plazo, mitigarían el efecto de la baja demanda externa y, en el mediano plazo, contribuir a mejoras en productividad.

Sin embargo, el Comité enfatiza que la mayoría de los países de la región han aumentado su déficit fiscal estructural, en comparación con el promedio de la década anterior, y varios han incrementado con rapidez su nivel de deuda pública y, en algunos países, el endeudamiento externo con China ha sido significativo y no está incorporado en las bases de datos convencionales. Además, para un número importante de países la deuda privada externa aumentó mucho. En el pasado, en momentos de dificultad la deuda privada fue estatizada, lo que sugiere que, en algunas circunstancias el endeudamiento privado externo genera un pasivo contingente para el sector público.

En esas condiciones, el Comité recomienda prudencia fiscal. Algunos gobiernos, como el de Brasil y Colombia, se encuentran en el proceso de implementar medidas de consolidación fiscal. En Brasil, la consolidación fiscal está siendo atacada por medio de un techo al gasto público y una reforma del sistema de seguridad social, mientras que en Colombia se está discutiendo una reforma tributaria que compense parcialmente la pérdida de ingresos fiscales generados por la caída de los precios de las materias primas.

Sin embargo, una mayor prudencia fiscal no impide aprovechar la coyuntura para financiar programas de inversión cuidadosamente seleccionados y ejecutados, bajo estructuras institucionales confiables y utilizando en mayor medida la capacidad financiera y técnica del Banco Mundial, el BID y la CAF para estos propósitos.

Mientras las tasas de interés internacionales sigan relativamente bajas, el manejo activo de la estructura de la deuda pública puede contribuir significativamente a reducir la vulnerabilidad externa. Esto incluye tomar medidas para mejorar el perfil del endeudamiento, evitando concentraciones en sus vencimientos. Asimismo, resulta prioritario reducir la exposición a la volatilidad del tipo de cambio, y fortalecer la adecuación de las reservas internacionales.

Como se ha indicado arriba, la región tiene debilidades en materia de productividad que limitan su potencial de crecimiento de manera relevante. La región no volverá a crecer a los ritmos

observados durante los años del boom de los precios de las materias primas mientras no aumente de manera duradera la productividad. Con todo, el actual escenario global sumado a los riesgos descritos anteriormente ha debilitado la demanda y las brechas de capacidad se han ampliado. En este contexto se justifica un estímulo de demanda. Como se dijo anteriormente, el espacio fiscal es limitado y por lo tanto, esto debiera hacerse por el lado monetario. No obstante, la efectividad de la política monetaria en periodos de turbulencia depende fundamentalmente de su credibilidad, y por lo tanto el *timing* y magnitud debiera depender de las condiciones de cada país. Y mas aun, la credibilidad estará determinada por la sustentabilidad de largo plazo de la posición fiscal.

La debilidad económica respecto de su plena capacidad se ha reflejado, en la mayoría de los países, en trayectorias inflacionarias consistentes con sus metas. Después de haber enfrentado serios desafíos producto de las masivas depreciaciones del tipo de cambio ocurridas desde principios de 2013, con riesgosas consecuencias sobre el anclaje de las expectativas de inflación. Hoy día se abren espacios para estímulos monetarios que debieran contribuir a una recuperación económica, en el contexto de estabilidad de precios. En un ambiente de expectativas inflacionarias bien ancladas el “miedo a flotar” no debiera entorpecer la conducción de la política monetaria.

Integración regional

Quienes han sido siempre partidarios de practicar el proteccionismo en nuestra región, se sienten reivindicados ante los anuncios proteccionistas y nacionalistas que provienen ahora del mundo desarrollado. El Comité considera, sin embargo, que sería muy inconveniente ceder ante éstas tentaciones.

Por el contrario, la respuesta de América Latina debería ser la de una mayor integración regional, como forma de dinamizar nuestras economías en el corto plazo y de prepararlas para una integración más eficiente a la economía global, cuando pasen las actuales tendencias proteccionistas del mundo desarrollado. En efecto, una integración regional profunda, que tienda hacia la libre circulación de bienes, servicios, personas y capitales en la región, en el corto plazo mitigaría en algo los efectos adversos del escaso dinamismo del comercio global, que posiblemente se agrave si los anuncios proteccionistas en el primer mundo se vuelven realidad, así como la eventual reducción de flujos de capitales hacia la región. Y, al incrementar la eficiencia productiva regional convertirían a nuestra región en un área mas productiva y competitiva para su inserción global. Los frutos se apreciarían especialmente cuando el comercio global supere el período de postración actual.

El Comité observa que están dadas las condiciones para un impulso considerable a éstos objetivos de integración abierta. De una parte, hay dos grupos de países que ya han optado por una estrategia agresiva de ésta naturaleza: los miembros del mercado común centroamericano y los de la Alianza del Pacífico. Centroamerica ya se caracteriza por una significativa movilidad de bienes, servicios, capitales y personas dentro de esa subregión, así como por una considerable

integración comercial y financiera con el resto del mundo. La Alianza del Pacífico, por su parte, está procediendo con una ambiciosa agenda en la misma dirección.

Uno y otro grupo han desgravado la mayor parte de su comercio mutuo, han armonizado sus reglas de origen y permiten la acumulación, con lo cual se facilita el surgimiento de cadenas de valor regionales. El mercado bancario y de seguros está virtualmente integrado en Centroamérica y con Colombia. Para hacer más eficiente ese proceso y, al mismo tiempo reducir los riesgos de contagio financiero, el consejo de Reguladores y Supervisores de Centroamérica y Colombia colabora en forma estrecha en la supervisión financiera y ha avanzado en la armonización de regulaciones. Por su parte, la Alianza del Pacífico ha iniciado un ambicioso proceso de integración de sus Bolsas de Valores. El Comité observa, además, el interés societario adquirido por Bovespa en tres de las bolsas de la AP, indican el interés y la potencialidad de un proceso agresivo de integración financiera regional. El momento es muy oportuno, dados los riesgos de una reducción importante de flujos de capital hacia la región y del retiro de varios bancos globales como consecuencia de su debilitamiento desde la crisis del 2008 y las regulaciones de Basilea 3.

Por su parte, los miembros de Mercosur están comenzado a replantear sus estrategias de integración regional. Esto es particularmente cierto en el caso del nuevo Gobierno argentino, pero también se advierte un cambio en el nuevo Gobierno brasilero. Estos virajes, acentuados por un entorno global adverso, podrían resultar en una convergencia gradual entre Mercosur y la Alianza del Pacífico, como lo ha propuesto el Gobierno chileno. Como lo han hecho notar muchos observadores, lo que más falta le hace a la integración Latinoamericana es precisamente establecer vínculos comerciales y financieros más sólidos entre los países del Cono Sur y los del Norte.

Organismos multilaterales

Finalmente, es de esperar que las entidades financieras internacionales jueguen un rol precautorio más agresivo ante los nuevos riesgos del entorno global. En particular, el FMI ya capitalizado, debería ser más proactivo en el ofrecimiento de la línea de crédito contingente a países que tengan fundamentales sanos. El Comité considera que llegó la hora de contemplar que el Fondo precalifique automáticamente a los países que podrían beneficiarse del acceso incondicional e inmediato a esta facilidad, sin necesidad de que medie su solicitud o el pago de una comisión de compromiso, a cambio de que la tasa de interés de desembolso sea más alta que la actual.

Y, como ya se dijo, el Banco Mundial, el BID y la CAF deberían aprovechar el entorno de tasas de interés bajas, mientras dura, para canalizar recursos a bajo costo y de muy largo plazo a proyectos de infraestructura bien estudiados y gestionados en la región

La región debería proceder, como complemento, a fortalecer sus instituciones financieras regionales (CAF y FLAR). Como lo ha observado el Comité, convertir al FLAR en un Fondo

Monetario Regional de primera instancia (con el FMI como prestamista de última instancia) constituiría un desarrollo lógico de los principios acordados para la arquitectura financiera internacional y resultaría muy oportuno dados los riesgos que se advierten en el mercado financiero internacional.

Esta declaración fue redactada conjuntamente por:

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

Alberto Carrasquilla, socio mayoritario, Konfigura Capital; ex Ministro de Finanzas, Colombia

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

José De Gregorio, profesor de Economía, Universidad de Chile, Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics, y Ex Presidente del Banco Central de Chile

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

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

André Lara Resende, Adjunct Senior Research Scholar, International and Public Affairs, Columbia University, USA, y Ex Miembro del Directorio del Banco Central de Brasil

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

Carmen Reinhart, Minos A. Zombanakis Professor of the International Financial System, Harvard Kennedy School, USA.

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 la Ciudad de Buenos Aires, el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y el Banco Central de Chile por financiar sus actividades. El Comité es completamente independiente y autónomo en la emisión de sus declaraciones.