

DOCUMENTOS DE TRABAJO N° 5

Inestabilidad financiera y Brexit Desafíos para Latinoamérica

Mariano Beltrani
Juan Manuel Telechea

Diciembre 2016



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

Resumen

La salida no anticipada del Reino Unido de la Unión Europea, conocida como “Brexit”, tuvo consecuencias drásticas en los mercados financieros globales, dejando en claro la importancia que tienen estos eventos disruptivos en los movimientos de los flujos financieros. Ante este escenario, y frente a un panorama de precios bajos de commodities, este trabajo busca analizar los principales desafíos que plantea la apertura de la cuenta capital y, en base a esto, identificar la estrategia adecuada que permita un manejo macroeconómico sostenible en el tiempo.

Código de clasificación JEL: F21, F32, F34, F41, F44.

Palabras claves: Flujos financieros, política monetaria, ciclos económicos.

Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente coinciden con las del Instituto de Trabajo y Economía de la Fundación Germán Abdala.

1. Introducción

En los últimos meses, el mundo ha sido testigo de renovadas tensiones financieras en el epicentro del sistema financiero global. Como es sabido, el 23 de junio el Reino Unido votó a favor de la salida de la Unión Europea (UE), lo que públicamente se ha dado a conocer como "Brexit". La respuesta inicial de los mercados fue dramática, y las autoridades de la región reaccionaron casi inmediatamente tratando de evitar el pánico.

Recientemente, la Primer Ministra Theresa May anunció que el Reino Unido empezará hacia fines de marzo de 2017 el proceso de negociación oficial para el Brexit¹, lo cual hizo que la libra siguiera cayendo y alcanzara su mínimo histórico en tres décadas.

Ante este panorama, un aspecto llamativo, que ya es recurrente en lo que hace al comportamiento de los mercados financieros, fue la larga estela de errores de pronóstico que dejó la primera oleada del Brexit. 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"), lo cual refleja lo sorpresivo de la decisión de los ciudadanos británicos.² Los mercados financieros tampoco anticiparon el Brexit, lo cual quedó en evidencia luego de las importantes correcciones que sufrieron los precios los activos financieros y las monedas en los distintos mercados.³

El segundo tipo de error de pronóstico tuvo que ver con los efectos económicos del Brexit. En un primer momento, varios economistas predijeron un impacto negativo, significativo y rápido sobre la economía y la confianza de los

¹ La activación del art. 50 del Tratado de Lisboa dará inicio formal a la transición, lo cual impedirá a las autoridades de Reino Unido tomar decisiones en la UE al más alto nivel. A partir de este punto no habrá vuelta atrás, a menos que exista consentimiento unánime por parte de los países miembros.

² Fuente: <https://goo.gl/lhJ6Ea>

³ Fuente: <https://goo.gl/PoyEmg>

consumidores en el Reino Unido. Lo cierto es que estas predicciones estuvieron lejos de cumplirse. Aunque la OCDE corrigió su estimación de crecimiento a la baja para 2017 (de 2% a 1%), prácticamente mantuvo su proyección para 2016 (de 1,7% a 1,8%).

En la actualidad existe un consenso más o menos difundido de que los efectos del Brexit, si bien relevantes para la UE y Reino Unido, tendrían una maduración lenta, y por ende su impacto macroeconómico se manifestaría más que nada en el mediano y largo plazo. Así, resulta poco probable que este período de turbulencias financieras, que probablemente se extienda en el tiempo, sea lo suficientemente severo como para desestabilizar las finanzas del Reino Unido y de la región.

Más allá de sus particularidades, lo que sin dudas demuestra este tipo de acontecimientos, a los cuales las finanzas globales nos han acostumbrado en los últimos años, es la incapacidad sistemática de los mercados financieros de anticiparlos y de medir sus consecuencias, como así también la ineficacia de los esquemas de contención contruidos por los gobiernos para suavizar sus efectos macroeconómicos adversos, sobre todo en los países en desarrollo.

Para los países latinoamericanos, estos aspectos se volverán especialmente importantes en los próximos años, ya que el agotamiento del ciclo de precios altos de *commodities* genera una mayor dependencia de los flujos financieros internacionales. Ante esto, 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, y en base a eso, identificar cuál es la mejor estrategia a seguir para el manejo de estos flujos.

El trabajo continúa de la siguiente manera. En la sección 2, repasamos brevemente la literatura sobre los mecanismos de transmisión de los shocks internacionales y analizamos las perspectivas para los precios de los *commodities*

y las condiciones de liquidez global, mostrando que los flujos de capitales vuelven a ocupar un lugar predominante en el balance de pagos de los países en desarrollo. En la sección 3, analizamos las consecuencias de la apertura financiera y las herramientas que se pueden utilizar para administrar de manera adecuada la cuenta capital, mientras que en la última sección se ensayan algunas conclusiones al respecto.

2. Flujos Financieros Internacionales: Determinantes y Perspectivas

En las últimas décadas, los movimientos internacionales de capitales han tenido un rol cada vez más importante. Particularmente para los países latinoamericanos, son un factor primordial a tener en cuenta para la estabilidad financiera, debido a la volatilidad que estos presentan y a su capacidad de derivar en situaciones de crisis. Por este motivo, el punto de partida debe ser la comprensión y el análisis de los determinantes de estos flujos.

Para poder identificar correctamente cuáles son los factores que determinan el movimiento de capitales hacia los países de la región, repasaremos la literatura empírica que analizó el tema. 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.

El cuadro a continuación resume los resultados obtenidos por Koepke (2015), una de las reseñas más actuales y abarcativas al respecto, donde se relevan más de 40 trabajos empíricos sobre el tema.

Cuadro 1. Determinantes de los flujos financieros, por tipo y componente⁴

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

Fuente: Koepke (2015)

Los factores *push* son muy relevantes para explicar los flujos de cartera, y en menor medida los préstamos bancarios. Un incremento en la aversión global al riesgo (comúnmente medido por los índices VIX o VXO, que captan la volatilidad del mercado bursátil estadounidense), tiene un efecto adverso muy fuerte en los movimientos de cartera (tanto las inversiones como la deuda) y en los flujos bancarios. Lo mismo sucede ante una suba de las tasas de referencia internacional, aunque en el caso de los préstamos bancarios la evidencia es menor. Respecto de la Inversión Extranjera Directa (IED) la evidencia es mixta para todos los factores *push*.

Los factores *pull* son relevantes para explicar los movimientos de todos los componentes, sobre todo los flujos bancarios. El crecimiento económico

⁴ La IED implica transacciones donde el inversor es dueño de una parte importante de las acciones de la empresa y, en muchos casos, implica la compra/venta de plantas o equipamientos. Por eso, estos flujos están determinados más que nada por decisiones de largo plazo asociados con la economía real, y no tanto por motivos financieros de corto plazo.

Los flujos de cartera (deuda e inversión) involucran transacciones que pueden ser llevadas a cabo casi de manera instantánea, con lo cual este tipo de capital financiero reacciona mucho ante cambios repentinos en los mercados de capitales, ajustando la composición de sus portafolios en función de las noticias o eventos que suceden en dichos mercados.

doméstico es el determinante que para casi toda la literatura presenta una relación fuerte y estadísticamente significativa con los cuatro tipos de capital financiero. De manera similar, mayores rendimientos de los activos domésticos también estimulan el ingreso de todos los flujos financieros, salvo para la IED donde no se observa una relación clara. Análogamente, mayores niveles de percepción en el riesgo y la solvencia del país (medido a través de la participación de deuda externa en el PBI, la calificación de la deuda, etc.), provocan salidas de los capitales, aunque la evidencia es menor en todos los casos, salvo para los préstamos bancarios. Es dable destacar que la mayor parte de la literatura muestra que los factores *push* tienen un peso bastante más elevado que los *pull* a la hora de explicar los movimientos de capital.

Ahora bien, este enfoque presenta algunos problemas para capturar la interacción entre los ambos tipos de factores. Frecuentemente, se observan estrechas relaciones entre las condiciones externas y los *fundamentals* de los países latinoamericanos, lo que dificulta la identificación de la causa del movimiento en los flujos de capital.

En este sentido, es interesante el aporte de Bastourre, Carrera, Ibarlucia y Sardi (2012). Allí, los autores muestran que hay un conjunto común de factores globales que no solo explican el comportamiento de los precios de los *commodities* y de los flujos de capitales hacia los países exportadores de materias primas (los autores seleccionaron 12 economías emergentes, entre las que se encuentra Argentina), sino que además esos mismos factores son los responsables de acentuar la prociclicidad de los shocks negativos que afectan a esas economías⁵.

⁵ Para lograr esto, primero aplican una técnica de análisis factorial para identificar las dinámicas conjuntas subyacentes a estas variables, de modo de aislar los eventos puntuales o los factores idiosincráticos que también podrían afectarlas. Luego, a partir del análisis econométrico encuentran, por un lado, que la caída del precio de los *commodities* impacta de manera directa empeorando las condiciones de acceso a los mercados de créditos internacionales (por medio del aumento de los *spreads* soberanos); pero también que éste es solo uno de los canales por medio del cual se observa la relación entre ambas variables, ya que hay varios determinantes globales que inciden de manera marcada en esta relación.

Los autores muestran que un deterioro en las condiciones globales de liquidez (medidas a través de un aumento de la tasa de referencia), una menor “confianza” de los inversores o un aumento en la aversión global al riesgo (medidas a través del Índice S&P 500 y el VIX, respectivamente) provoca simultáneamente una caída del precio de los *commodities* y un incremento del *spread* soberano⁶, explicando casi la totalidad de la correlación observada entre ambas variables. En definitiva, lo que se observa es que un shock global negativo afecta a estos países de manera simultánea por medio del canal real, reduciendo el valor de las exportaciones, y por el canal financiero, deteriorando las condiciones de acceso al financiamiento externo.

A partir de lo anterior, en la siguiente sub-sección se analizan las perspectivas de corto y mediano plazo tanto de los precios de los *commodities* como de las condiciones de liquidez global, con el objetivo de tener una mejor aproximación al problema.

i) 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. El Índice de Precios de la Energía del Banco Mundial (BM) aumentó casi un 30% durante el segundo trimestre de 2016 respecto del trimestre anterior, debido a un aumento de la demanda y a un recorte en la oferta⁷, mientras que el índice

Por último, realizan un análisis de descomposición de correlaciones en base a las series estimadas y encuentran que las variables globales del modelo explican casi la totalidad de la correlación observada entre los precios de los *commodities* y los *spreads* soberanos de los países considerados.

⁶ Si bien los signos asociados a las medidas de liquidez son los esperados, en la ecuación de los precios de los *commodities* la tasa de interés internacional no resulta estadísticamente significativa. Lo mismo sucede con el efecto del VIX sobre los *spreads* soberanos.

⁷ Esta evolución de los precios de la energía tiene mucho que ver con el rebote en el precio del petróleo a partir de niveles mínimos, luego de la caída experimentada durante la segunda mitad de 2014. Este recorrido había estado influido por el débil desempeño de las economías de China,

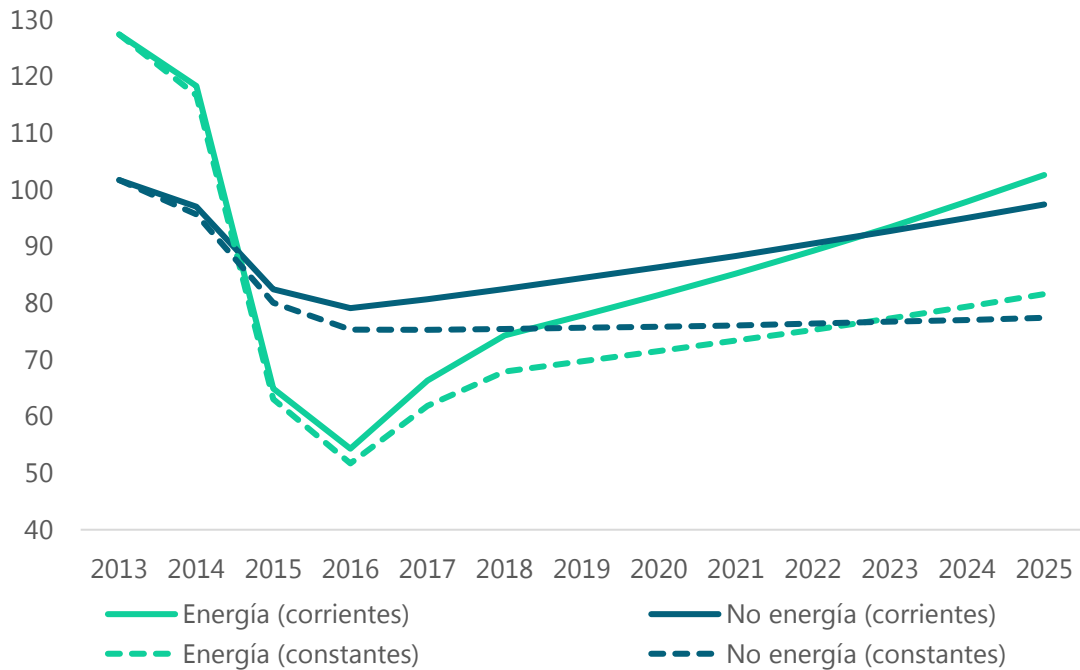
equivalente de productos agrícolas subió un 10% como consecuencia de los patrones climáticos en Sudamérica, y se ubica en niveles similares a los de igual período del año pasado.⁸ Luego de este rebote, en el tercer trimestre de 2016 los precios se mantuvieron relativamente estables. Para 2017 se espera un crecimiento moderado de la mayoría de los precios de los *commodities*.

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.

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.

⁸ Según un modelo econométrico publicado en el *Commodity Market Outlook* de Julio de 2016, entre 2011 y 2016 cerca de un tercio de la caída en los precios de los granos y de los porotos de soja se explican por la reducción en los precios de la energía. Esto se debe naturalmente a que la agricultura es una actividad intensiva en el uso de energía. Pero además, la baja en los precios de la energía desestimula la producción de biocombustibles, que es un factor clave detrás del crecimiento de la demanda de alimentos.

Gráfico 1. Proyecciones IP de *commodities* 2010 =100
En dólares corrientes y constantes



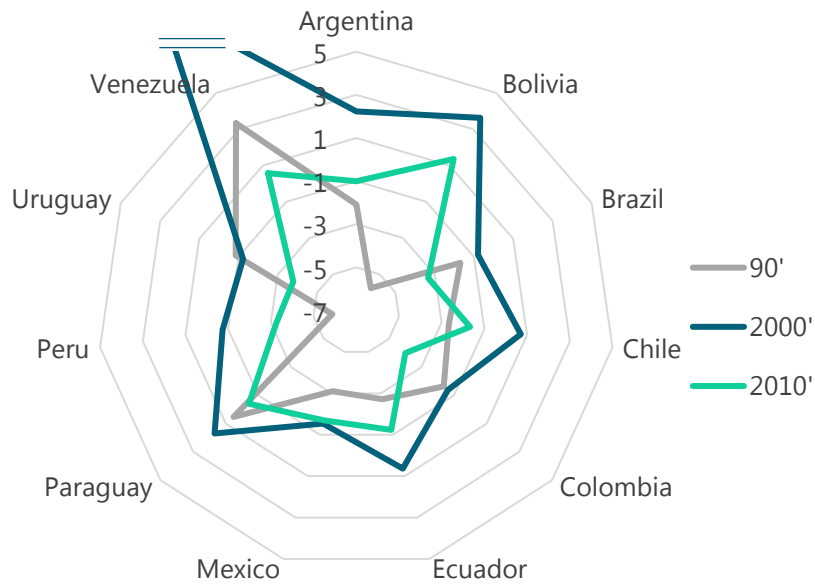
Fuente: Banco Mundial

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, según la información disponible en el WEO de FMI, retrotrayéndose a una situación similar a la observada en la década de los 90'. Así, 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.⁹

⁹ De acuerdo al informe de flujos de capitales del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) de abril, la entrada neta de capitales hacia América Latina se redujo 38% en 2015 hasta los USD 113.000 millones, y proyecta que se reduzca un 22% más en 2016.

Gráfico 2. Cuenta Corriente

En % del PIB



Fuente: WEO

Ahora bien dada la importancia del precio de los *commodities* para el balance de pagos de los países de la región, ¿cuáles son sus perspectivas de corto plazo? Un factor común a los metales, la energía y los *commodities* agrícolas es sin duda las perspectivas de moderación, o de caída (en un escenario más pesimista), en el ritmo de crecimiento de la demanda de China. Esto, claro está, descartando cualquier tipo de escenario disruptivo, que según algunos autores tiene cierta probabilidad de ocurrencia, dados los desbalances que la economía china acumuló en los últimos años.¹⁰

En los próximos años, y nuevamente según el BM, es esperable que los precios de los *commodities* no muestren grandes cambios. En el caso de la energía, para la próxima década la recuperación desde los niveles actuales sería lenta, mientras que en el caso de los *commodities* no agrícolas los incrementos serían casi nulos. Este escenario plantea una continuidad de las presiones que ya vienen afectando a las cuentas corrientes de los países de la región, y por ende obliga a buscar

¹⁰ Para una discusión respecto de la evolución de la deuda china y sus implicancias para el crecimiento económico de ese país y para las perspectivas globales, véase: <https://goo.gl/vTFNVz>

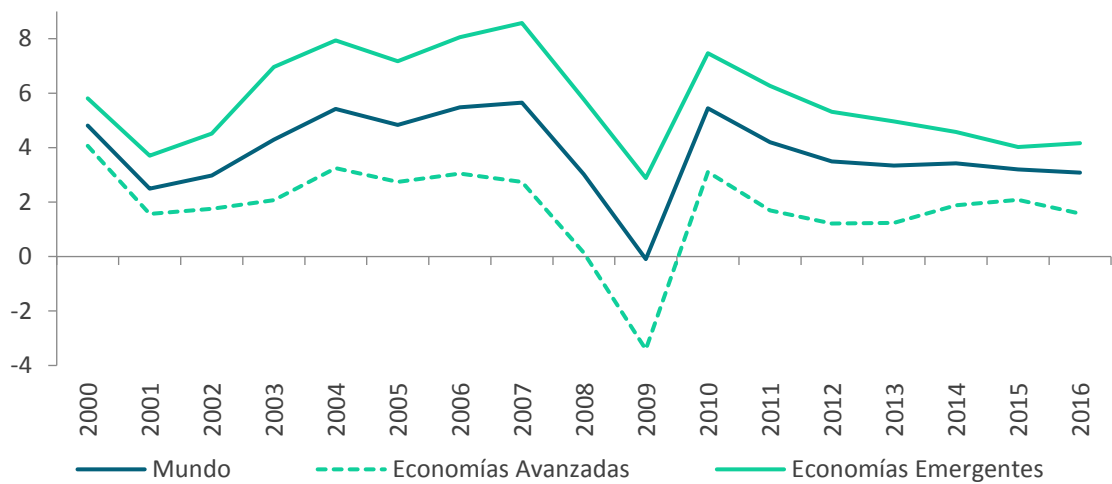
fuentes de financiamiento externo a través del ingreso de capitales, que como vimos dependen en gran medida de las condiciones de liquidez globales.

ii) Política monetaria y liquidez global

Antes de explicar los actuales procesos en la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo, es necesario introducir el contexto económico internacional de los últimos años para entender cómo se ha llegado a tal escenario.

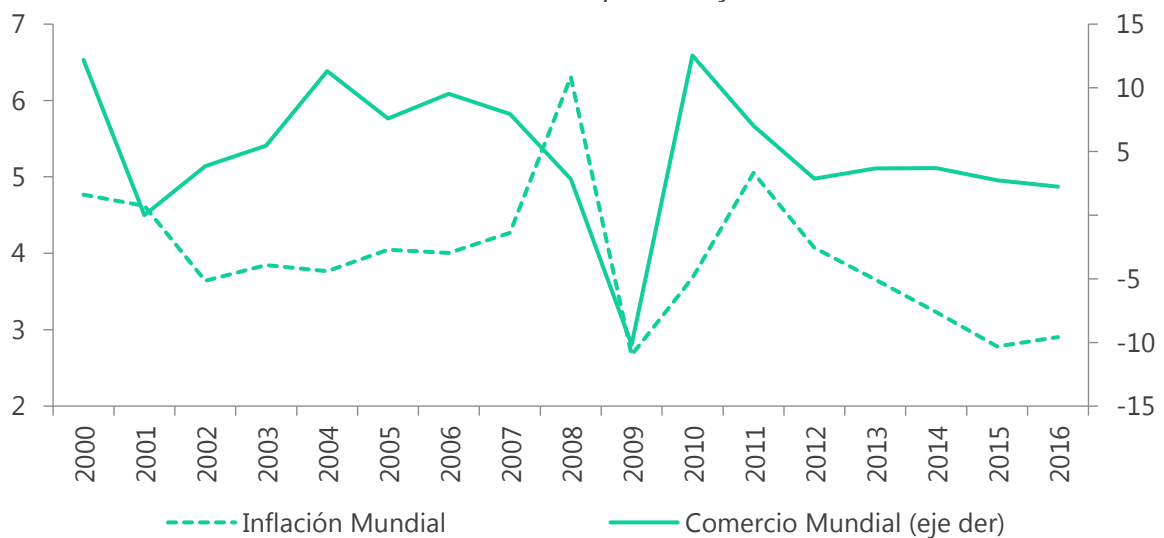
3.a. Menor crecimiento del PIB

Var. % anual



3.b. Menor ritmo comercial e inflación

Var. % del volumen exportado y del IPC



Fuente: FMI

La economía global todavía no ha superado el impacto de la crisis internacional, la cual ha dejado daños que todavía no se han revertido y su superación todavía es incierta. Resumidamente, se pueden mencionar tres tendencias que no se han podido revertir: menores tasas de crecimiento en las economías avanzadas y desaceleración de las economías emergentes, menor ritmo de comercio internacional y tendencias deflacionarias globales.

Primero, 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%), como resultado de una tasa de crecimiento baja en términos históricos en Estados Unidos, el continuo estancamiento en Japón y la recesión europea, que recién en los últimos años comenzó a recuperarse y llevó la tasa de crecimiento de los países avanzados al 2,1% en 2015. De todas formas, la probable desaceleración de Estados Unidos en 2016 lleve a las economías avanzadas a crecer 1,6% en el corriente año.

Por su parte, las economías emergentes también sufrieron los efectos post crisis al disminuir su ritmo de crecimiento todos los años luego del rebote de 2010. Si bien el factor más importante de este proceso es la desaceleración china, la región latinoamericana ha sido una de las más desfavorecidas, con un crecimiento nulo en 2015 y una probable contracción de -0,5% en 2016. Esta situación es más crítica si sólo se tiene en cuenta los países de América del Sur.

A esto hay que sumarle que desde el año 2012 el comercio internacional creció por debajo del 4,0% y con una tendencia marcadamente contractiva, y que la caída de los precios de los *commodities* internacionales (ver sub-sección anterior) y el bajo ritmo de la actividad a nivel mundial llevaron a que existan tendencias deflacionarias en todo el mundo.

Ante un escenario de bajo crecimiento, menor ritmo de expansión comercial y menores precios internacionales, la respuesta de política monetaria parecería ser una reducción de la tasa de interés. En teoría, esto ayudaría a incentivar los

créditos e impulsar la actividad, reducir el valor de la moneda frente al dólar (estimulando las exportaciones) y a revertir la tendencia de menores precios. Sin embargo, la respuesta no es tan obvia si se tiene en cuenta que en la actualidad nos enfrentamos a un contexto de “política monetaria divergente”. Dicho contexto hace referencia a que mientras que la mayoría de los bancos centrales tienden a bajar la tasa de interés o dejarla inalterada, la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos tiene perspectivas de aumentar la tasa de interés (ver Cuadro 2).

Cuadro 2. Principales tasas de interés y sus últimas modificaciones

País	Tasa de Interés (último movimiento)	País	Tasa de Interés (último movimiento)
Argentina	26,75% (-0,50) sep-16	Japón	-0,10 % (- 0,10) ene-16
Australia	1,50% (-0,25) ago-16	México	4,75 % (+ 0,50) sep-16
Brasil	14,25% (+0,50) jul-15	Nueva Zelanda	2,00 % (- 0,25) ago-16
Canadá	0,50% (-0,25) jul-15	Noruega	0,50 % (- 0,25) mar-16
Chile	3,50% (+0,25) dic-15	Polonia	1,50 % (- 0,50) mar-15
China	4,35% (-0,25) oct-15	Rusia	10,00 % (- 0,50) sep-16
República Checa	0,05% (-0,20) nov-12	Arabia Saudita	2,00 % (- 0,50) ene-09
Dinamarca	0,05% (-0,15) ene-15	Corea del Sur	1,25 % (- 0,25) jun-16
Zona Euro	0,00% (-0,05) mar-16	Sudáfrica	7,00 % (+ 0,25) mar-16
Hungría	0,90% (-0,15) may-16	Suecia	-0,50 % (- 0,15) feb-16
Islandia	5,25% (-0,50) ago-16	Suiza	-1,25 % (- 0,25) ene-15
India	6,25% (-0,25) oct-16	Turquía	7,50 % (- 0,25) feb-15
Indonesia	5,00% (-0,25) sep-16	Reino Unido	0,25 % (- 0,25) ago-16
Israel	0,10% (-0,15) feb-15	Estados Unidos	0,25 / 0,5 % (+ 0,25) dic-15

Fuente: Bancos centrales

Esta divergencia está estrechamente relacionada con las distintas respuestas de política económica que, frente a la crisis, aplicaron los diferentes países. Si se tiene en cuenta a las economías avanzadas, se puede señalar que 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 sortear los años post crisis de una mejor manera. En los últimos años, esta dinámica dio un giro de 360 grados. En la actualidad, se puede observar que los bancos centrales de Europa y Japón están volcando todos sus esfuerzos

en impulsar la actividad y aumentar la tasa de inflación, mientras que en Estados Unidos se busca la manera menos disruptiva de incrementar la tasa de interés de referencia.

Si bien Estados Unidos muestra tasas de crecimiento todavía insuficientes para impulsar la economía global y lleva más de cincuenta meses con una tasa de inflación por debajo de su meta de 2,0%, la recuperación del mercado laboral en los últimos años llevó a la tasa de desempleo por debajo del 5,0%.

Este desempeño indujo a la Reserva Federal (FED) a tomar la decisión de comenzar un proceso de “normalización” de la tasa de interés¹¹, el cual comenzó en diciembre de 2015 con el primer incremento desde 0,0%-0,25% a 0,25%-0,50%. De todas formas, los pronósticos actuales respecto a los futuros aumentos son mucho más moderados respecto a lo proyectado en diciembre de 2015. Las proyecciones de los miembros del Comité de Mercado Abierto en diciembre de 2015 indicaban una tasa Fed Funds de 1,4% en diciembre de 2016, lo que probablemente hubiese implicado cuatro aumentos a lo largo del 2016.¹²

¹¹ La normalización de la política monetaria ya había comenzado en 2014 con el retiro del programa QE3, el cual consistía en la inyección de USD 85.000 M mensuales a través de compras de bonos del Tesoro y Mortgage Backed Securities (MBS). Por su parte, el anuncio de la intención elevar la tasa de interés se hizo a mediados de 2014, lo que disparó el valor del dólar y afectó los precios de los *commodities* internacionales.

¹² Sin embargo, la dinámica de la economía internacional, marcada por la devaluación china en los primeros meses del año (y su impacto en los mercados financieros mundiales) y el “Brexit” en junio, sumado al no cumplimiento de las optimistas proyecciones de inflación y actividad y a una preocupación no tan explícitamente marcada respecto a la dinámica del dólar, impidieron más subas en lo que va de 2016 y modificaron sustancialmente las proyecciones.

Gráfico 4.a. EE.UU.: Tasa de interés e Índice Dólar

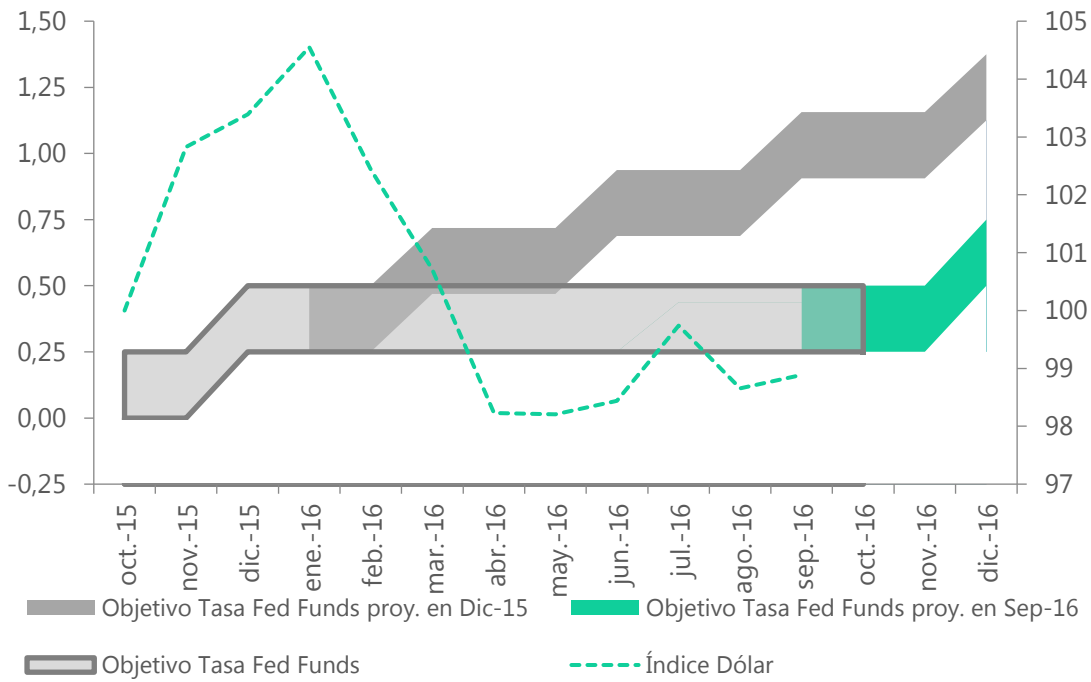
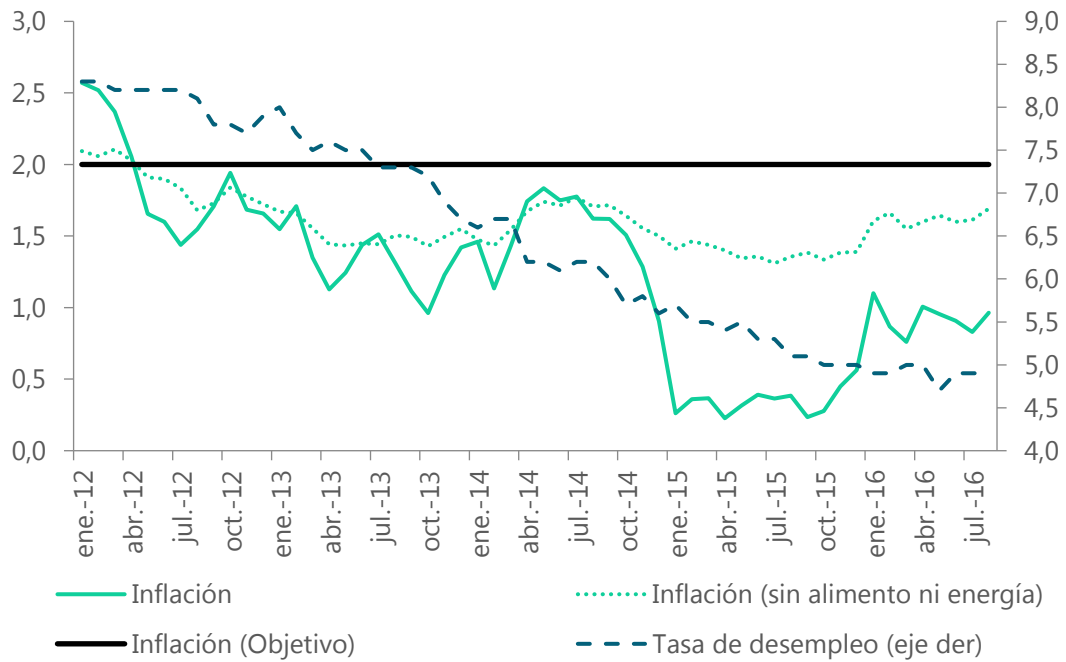


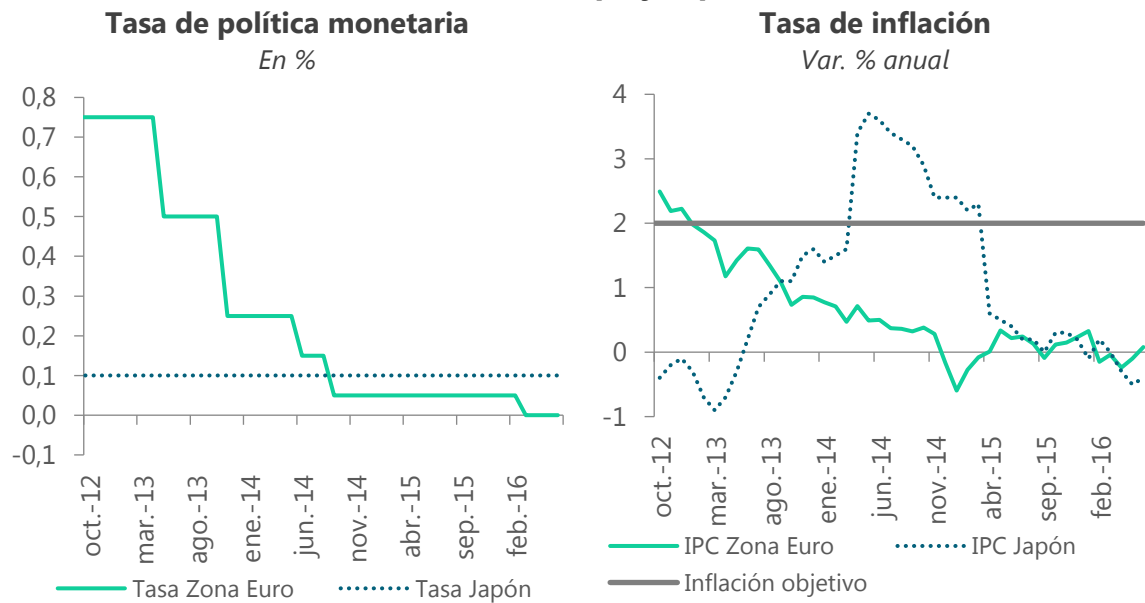
Gráfico 4.b. EE.UU.: Desempleo e inflación



Fuente: FED.

Por otro lado, en Europa la situación fue inversa. A medida que la paciente espera de una expansión que provenga de un ajuste fiscal se fue agotando, el Banco Central Europeo (BCE) decidió llevar adelante recortes en las tasas de interés y aplicar programas de compras de activos y de estímulo al crédito. Desde fines de 2011 el BCE viene aplicando recortes en la tasa de interés de referencia, lo que la llevó desde 1,25% a 0,0% en la actualidad. Además, la tasa de depósitos está en terreno negativo (-0,4%).

Gráfico 5. Europa y Japón



Fuente: BCE, BOJ, Ministerio Interior Japón y Eurostat.

Adicionalmente, el BCE lleva adelante dos importantes programas de inyección de liquidez al sistema bancario. El primero es un programa de compras de activos llamado Asset Purchase Program (APP), que promedió entre marzo de 2015 y marzo de 2016 unos €60.000 millones mensuales entre activos privados y públicos. Esta cifra fue llevada al alza hasta €80.000 millones mensuales a partir de marzo de 2016, y se extenderá hasta marzo de 2017, aunque no se descarta una continuación. En segundo término, los programas Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTROs) fueron lanzados en junio de 2014 y marzo de 2016 y estuvieron especialmente diseñados para alentar a los bancos a otorgar créditos al sector no financiero.

Por último, el Banco Central de Japón (BOJ) también está llevando adelante políticas para revertir la tendencia deflacionaria y estimular la economía. La tasa de interés de referencia fue nula desde 2010 y recientemente fue llevada hasta el terreno negativo a -0,1%. Adicionalmente, también cuenta con programas de compras de activos por ¥80 B.

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 Estados Unidos (donde las tasas todavía se encuentran en mínimos históricos) será más moderada y suave que lo pronosticado anteriormente, todavía no se puede caracterizar a la situación actual como un escenario donde la liquidez global este en jaque.

Sin embargo, tampoco se pueden descartar eventos disruptivos que afecten sustancialmente las condiciones globales y produzcan cambios abruptos. Si bien ya se dijo que en el corto plazo no generó mayores impactos a nivel global, la salida no anticipada del Reino Unido de la Unión Europea puede servir como enseñanza para los próximos meses. Acontecimientos o contingencias inesperadas podrían afectar las condiciones financieras internacionales con magnitudes importantes en un mundo donde la tasa de crecimiento es frágil, el comercio se desacelera y los precios internacionales están estancados o caen. Un inesperado aterrizaje forzoso de la economía china, la fragilidad de algunas economías europeas y sus bancos, los conflictos geopolíticos alrededor del mundo, y el liderazgo y rumbo económico de Estados Unidos son algunos de los factores que podrían potencialmente causar efectos de gran magnitud.

3. La Administración de la Cuenta Capital y Financiera

A partir de lo analizado en las secciones anteriores, queda claro que las economías, en especial las periféricas, se encuentran expuestas a una variedad de

shocks que pueden provenir tanto del plano comercial como financiero, y que a su vez pueden estar correlacionados entre sí. Teniendo en cuenta que en términos de precios de *commodities* se parte desde un piso bajo, y que en los próximos años se espera que esta situación continúe relativamente estable, 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, y en base a eso, identificar cuál es la mejor estrategia a seguir para el manejo de estos flujos.

En este contexto, es interesante notar que las diversas crisis que tuvieron lugar desde mediados de los '90 fueron disipando el optimismo inicial con que la literatura y los organismos internacionales habían promovido la liberalización financiera, particularmente el FMI¹³.

A nivel teórico, los beneficios de la liberalización de los flujos de capital estarían dados por una mayor eficiencia en la asignación de los recursos a nivel global, fluyendo desde los países con mayor capital y menores rendimientos hacia los países con escaso capital y mayores tasas de retorno. Esto a su vez generaría mayores tasas de crecimiento y una menor volatilidad en el consumo y la inversión. Sin embargo, a pesar de la abundante cantidad de trabajos empíricos abocados a medir estos efectos, los resultados indican que hay muy poca evidencia que permita sostener que la liberalización de la cuenta capital promueva el crecimiento (Bank for International Settlements, 2009).

Ante esto, algunos trabajos trataron de identificar beneficios "indirectos" (desarrollo del sector financiero local, mejores instituciones, estabilidad macroeconómica, etc.), aunque los argumentos utilizados son poco sólidos y no está claro el orden de causalidad entre apertura, crecimiento y grado de desarrollo (Rodrik y Submaranian, 2009). De manera similar, la reseña de Obstfeld

¹³ Este apego por la libre movilidad de capitales quedó plasmado en los programas de asistencia que otorgó la institución a raíz de la crisis asiática. Por ejemplo, Tailandia, Corea del Sur e Indonesia incluyeron explícitamente incisos que excluían la posibilidad de regular los flujos de capital privado dentro de su programa de asistencia financiera (Kaplan y Rodrik, 2002).

(2009) concluye que hay muy poca evidencia que sustente beneficios directos de la liberalización financiera, mientras que Kim y Yang (2008) encuentran lo mismo para los beneficios indirectos.

Al desagregar por componente, la literatura sobre los beneficios y la estabilidad de los flujos de IED es inconclusa, no obstante, a nivel microeconómico hay trabajos que encuentran un impacto positivo, mientras que para el flujo de inversiones de cartera la evidencia es más sólida, aunque esto puede estar explicado por las reformas financieras implementadas para estimular esos ingresos (Kose, Prasad, Rogoff y Wei, 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. Existen varios canales por medio de los cuales esto puede manifestarse. En primer lugar, los países se ven sometidos al disciplinamiento de los inversores globales, lo cual no solo quita grados de libertad para llevar a cabo la política económica sino que además le imprime una volatilidad mayor, dada la tendencia de estos capitales a sobre-reaccionar ante cualquier vaivén en los mercados financieros.

En segundo lugar, la imperfección de los mercados financieros puede desencadenar crisis económicas aun en presencia de fundamentos sólidos (o contribuir a su deterioro), debido a burbujas de activos, comportamientos "de manada", ataques especulativos, etc. Incluso, por más que no haya imperfecciones en los mercados, si un país depende del financiamiento externo se puede generar una crisis ante cambios repentinos en los flujos financieros. Por último, 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 un notable 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).

Según el FMI (2012), los beneficios de la apertura financiera son mayores para los países que han alcanzado cierto grado de desarrollo y profundidad de sus sistemas financieros, mientras que en los países menos desarrollados los riesgos (en términos de volatilidad macroeconómica y vulnerabilidad financiera) son mayores. Pero en ningún caso esto presupone que la liberalización total es un objetivo deseado para los países, algo que quedó de manifiesto tras la crisis global.

Ante esto, y presentando un cambio notorio respecto de su posición histórica, no solo en sus opiniones sino también en sus recomendaciones de política, el FMI manifestó su apoyo a las medidas de regulación de los capitales (Gallagher y Tian, 2014). Particularmente, se mostró a favor del control de capitales para limitar la apreciación cambiaria ante inlujos financieros y para limitar los riesgos de crisis debido al excesivo endeudamiento externo.

La revisión de la literatura empírica previa a la crisis global de 2008 muestra que, si bien a nivel individual los países que aplicaron controles de capital no lograron reducir el volumen agregado de los inlujos financieros, la comparación entre países da cuenta de un menor ingreso de capitales hacia aquellos con algún tipo de regulación. También se observa que las regulaciones fueron efectivas para obtener mayor autonomía de la política monetaria y para afectar la composición de los flujos, logrando alargar la madurez de los mismos. Tras la crisis, diversos trabajos registraron una asociación entre la severidad de la crisis y la acumulación de deuda y de IED en el sector financiero. Sumado a lo anterior, también se observó que los países que contaban con controles y regulaciones de capital previo a la crisis fueron los que mostraron un mejor desempeño económico (FMI, 2010).

Ante este panorama, y de cara a lo que serán los desafíos de la región en los próximos años, vale la pena remarcar tres puntos. En primer término, y tal como queda reflejado en buena parte de la literatura estructuralista, la única vía para que una economía en desarrollo pueda alcanzar un sendero de crecimiento sostenido y virtuoso en términos distributivos, es por medio de una estrategia de política industrial que logre transformar la estructura productiva, de manera tal de proveer de manera simultánea las divisas y el empleo de calidad necesarios para estimular el desarrollo.

Los aspectos vinculados con la política industrial y las instituciones vinculadas a la promoción del desarrollo exceden a los fines del presente trabajo. No obstante, sí vale la pena aclarar que los tiempos de maduración de esta estrategia son demasiado extensos como para lograr sortear los desafíos macroeconómicos de corto plazo, motivo por el cual deben implementarse políticas complementarias para evitar que la economía colisione con la restricción externa.

En segundo lugar, deben evitarse los atajos que habitualmente toman los gobiernos de las economías en desarrollo, que es recurrir al endeudamiento externo, llevando al balance de pagos a situaciones insostenibles intertemporalmente, que tarde o temprano derivan en crisis con elevados costos sociales y económicos. Una manera de llevar a la práctica esta estrategia es validar sistemáticamente tasas de interés con un diferencial relevante respecto de los parámetros internacionales¹⁴.

Lo cierto es que, tal como afirma Gandolfo (2002), una tasa de interés doméstica demasiado elevada puede terminar perjudicando al balance de pagos, en vez de beneficiarlo. Esto es así porque si bien una tasa de interés alta estimula los ingresos de capitales, a partir de cierto nivel de tasa de interés esos mismos

¹⁴ Además de estimular la entrada de capitales, la tasa de interés tiene un efecto adicional sobre el balance de pagos, que es el impacto contractivo sobre el nivel de actividad y las importaciones. Esto indica que utilizar la tasa de interés como instrumento para impedir que se amplifiquen los déficits de cuenta corriente tiene sus costos.

ingresos de capitales pueden ser insuficientes para pagar los intereses incrementados, impactando negativamente en el saldo de la cuenta corriente.

Incluso si se supone que el gobierno está en condiciones de elevar un escalón más la tasa de interés para financiar el déficit de cuenta corriente (por supuesto, a costa de una menor actividad y de un aumento continuo de los pasivos externos), el crecimiento sin límite de la deuda externa expone al país al riesgo de insolvencia en el caso de que los inversores externos decidan retirar sus inversiones (capital e intereses), o bien solamente dejen de estar dispuestos a volcar nuevos fondos en la economía, incluso ante un diferencial de tasas de interés muy favorable para la economía doméstica.

Cualquiera de las posibilidades aquí discutidas lleva a la economía a una espiral de tasas de interés más elevadas, deterioro del balance de pagos, incremento de la deuda externa y riesgo de insolvencia. A menos que el endeudamiento con el exterior esté orientado a fortalecer la capacidad exportadora de la economía o a promover la sustitución de importaciones (por ejemplo, vía préstamos del exterior a sectores productivos o IED), las dinámicas de sobreendeudamiento tarde o temprano derivan en crisis de balance de pagos.

Tercero, uno de los instrumentos a disposición de los países en desarrollo para minimizar los riesgos una vez expuestos a los flujos de capitales internacionales es a través de las denominadas "técnicas de administración de capitales". Como mencionamos anteriormente, estas estrategias recientemente incluso han sido validadas por organismos como el FMI. Oreiro y de Paula (2008) dividen estas medidas entre "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, y/o "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. En tanto, 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.

En este sentido, 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 en el mercado de cambios. En efecto, 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. En este sentido, 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 sido comunes en distintas experiencias regulatorias exitosas, que han avanzado de modo idiosincrático y dinámico en la aplicación de medidas macroprudenciales.

4. Conclusiones

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 de las economías en desarrollo, hace que los flujos financieros vuelvan a jugar un rol de importancia en el balance de pagos de los países de la región. Las condiciones de liquidez internacional no parecen en la actualidad particularmente restrictivas, aunque episodios como el Brexit nos recuerdan que no es posible confiar en los pronósticos de los mercados financieros internacionales.

Si bien los riesgos de la apertura financiera por parte de los países en desarrollo están bien documentados, la autarquía financiera tampoco es una posibilidad si

las perspectivas son las de consolidar una estructura productiva capaz de alejarse de la restricción externa. Es por esto que las políticas tendientes a promover el desarrollo deben ser complementadas por una adecuada gestión macroprudencial, que minimice los riesgos de la exposición a los flujos financieros internacionales, y a su vez evite caer en los atajos que, de manera recurrente, llevaron a los países en desarrollo a crisis financieras.

Bibliografía

Bank for International Settlements (2009). Capital flows and emerging market economies. Committee on the Global Financial System, no. 33. Recuperado de: <http://www.bis.org/publ/cgfs33.pdf>

Bastourre, D. Carrera, J. Ibarlucia, J. y Sardi, M. (2012). Dos síntomas y una causa: Flujos de capitales, precios de los commodities y determinantes globales. Banco Central de la República Argentina, Documento de Trabajo N°57.

Bernanke, B. (2016). Economic Implications of Brexit. The Brookings Institution. Tuesday, June 28, 2016.

Calvo, G., Leiderman, L. y Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. IMF Staff Papers, 40(1).

Capital Economics (2016). The economic impact of 'Brexit'. A report for Woodford Investment Management LLP. <https://woodfordfunds.com/economic-impact-brexit-report/>.

Chuhan, P., S. Claessens, y N. Mamingi (1993). Equity and Bond Flows to Asia and Latin America. Banco Mundial, Policy Research Working Papers, no. 1160.

Edwards, S. (2001). Capital mobility and economic performance: are emerging economies different? NBER, Working Paper, no. 8076.

Epstein, G. Grabel, I. y Jomo, K.S. (2004). Capital management techniques in developing countries: an assesment of experiences from the 1990' and lessons for the future. G-24 Discussion Paper Series. United Nations.

Fernandez-Arias, E. (1996). The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?. Journal of Development Economics, 48(2), 389-418.

FMI (2010). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note, no. 10/04. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>

FMI (2012). The liberalization and management of capital flows: An institutional view. Recuperado de: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

Gallagher, K. P. y Tian, Y. (2014). Regulating capital flows in emerging markets: The IMF and the global financial crisis. Global Economic Governance Initiative, Working Paper no. 5, Recuperado de: <http://www.bu.edu/pardee/research/global-economic-governance-2/regulatingcapitalflowsworkingpaper/>

Gandolfo, G. (2002). International finance and open-economy macroeconomics. ISBN 3-540-43459-3. Springer.

International Bank for Reconstruction and Development (2016). Commodity Markets Outlook July 2016. Quartely Report. <http://www.worldbank.org/commodities>.

Kaplan, E. y Rodrik, D. (2002). Did the Malaysian Capital Controls Work?. En Edwards, S. y Frankel, J. A. (eds). Preventing Currency Crises in Emerging Markets. Chicago: University Chicago Press.

Kim, S. y Yang, D. Y. (2008). Managing Capital Flows: The Case of the Republic of Korea. ADBI Discussion Paper, no. 88, Tokio: ADBI.

Koepke, R. (2015). What Drives Capital Flows to Emerging Markets: A Survey of the Empirical Literature. IMF Working Paper, Abril.

Kose, M. A., Prasad, E. S, Rogoff, K. y Wei, S-J (2009). Financial Globalization: A Reappraisal. International Monetary Fund Staff Papers, 56(1), 8–62.

Obstfeld, M. (2009). International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned? International Monetary Fund Staff Papers, 56(1), 63–111.

Oreiro, J.L. de Paula, L.F y Coelho Squeff, G. (2008). A post keynesian proposal for a flexible institutional arrangement of inflation targeting regime in emerging economies. Recuperado de:

http://www.boeckler.de/pdf/v_2008_10_31_de_paula_etal.pdf

Rodrik, D. y Subramanian, A. (2009). Why Did Financial Globalization Disappoint? International Monetary Fund Staff Papers, 56(1): 112–138.

Schmukler, S. L. (2008), The Benefits and Risks of Financial Globalization. En Ocampo, J. A. y Stiglitz, J. (eds.). Capital market liberalization and development, Nueva York: Oxford University Press.