

Perspectivas Globales y los Riesgos para América Latina



LILIANA ROJAS-SUÁREZ
Lima, Noviembre 2010

La Resistencia de América Latina a las Continuas Turbulencias Internacionales

Del 2007 a la fecha, el epicentro de la crisis migró:

- De una profunda crisis financiera en el sector privado iniciada en los Estados Unidos.
- A una crisis de deuda soberana que afectó a un número de países en Europa.
- Al reconocimiento de un “debt overhang” en buena parte del mundo desarrollado

- A pesar de las severas turbulencias (por casi ya 3 años) y profundas incertidumbres continuas, América Latina no ha experimentado ninguna crisis severa.
- Esto refleja, hasta cierto punto, las lecciones aprendidas de crisis anteriores.

La Resistencia de América Latina a la Crisis Financiera

Internacional

- Quizás la principal herramienta de política para lidiar con severos shocks externos de muchos países en América Latina es la existencia de regímenes de tipo de cambio “más flexibles” en el contexto de un marco de “metas de inflación”.
- Esto permitió una aguda depreciación del tipo de cambio en la fase de agotamiento de la liquidez internacional (comienzos del 2008 – 2009) y la combinación de la apreciación del tipo de cambio con algunas intervenciones en el mercado de divisas, ante la presencia de un gran flujo de entrada de capitales (finales del 2009 – a la fecha).

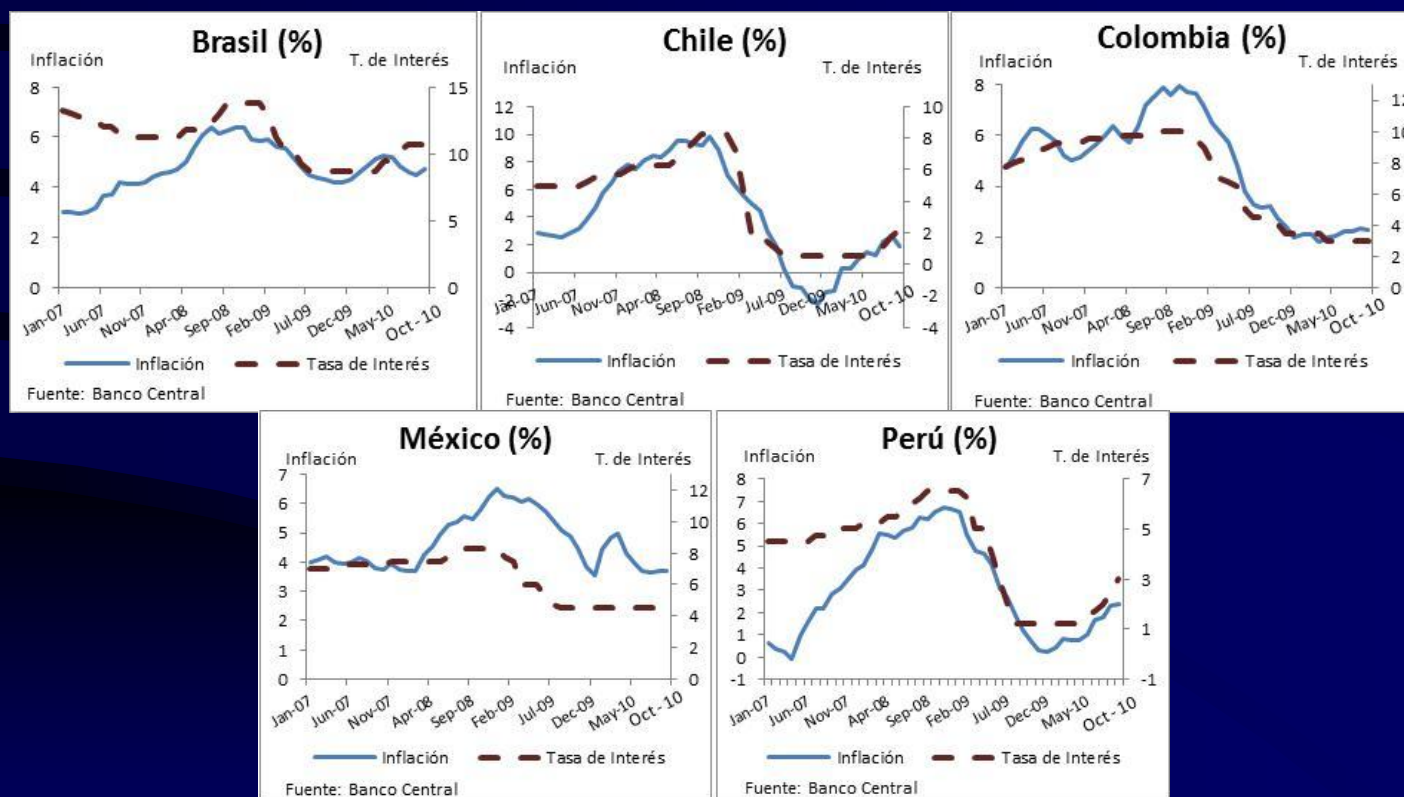


Por primera vez en muchas décadas, los especuladores no han considerado a América Latina como una “apuesta segura”

La Resistencia de América Latina a la Crisis Financiera Internacional

En claro contraste con los episodios de crisis anteriores, durante lo peor de la crisis las autoridades de América Latina no se vieron obligadas a incrementar las tasas de interés para defender tipos de cambio sobre valuados.

En consecuencia, han podido llevar a cabo políticas monetarias contra cíclicas y proveer de liquidez a los sistemas financieros locales.



Mientras que la recuperación económica ocurre en la región, las autoridades monetarias intentan regresar a posturas de política “normales” (políticas monetarias menos expansivas). Perú destaca en la región.

La Resistencia de América Latina a la Crisis Financiera Internacional

Dado que “una mayor flexibilidad cambiaria” no implica una “flexibilidad pura”, muchos países de América Latina (y Asia) continúan acumulando reservas internacionales como una defensa contra shocks externos adversos (y luchando contra lo que se percibe como una “excesiva” entrada de capitales)

Deuda de Corto Plazo / Reservas Internacionales (%)				
País	2007	2008	2009	2010 ^P
Argentina	85.33	75.21	81.86	89.65
Brasil	21.57	23.01	20.90	17.11
China	14.42	14.70	9.00	6.67
Colombia	24.63	26.04	29.39	26.03
Hungría	88.00	81.92	67.18	63.64
India	11.43	17.89	15.12	14.34
Indonesia	28.67	30.72	47.45	43.36
Malasia	13.81	24.95	23.52	19.00
México	45.08	49.24	50.61	44.55
Perú	20.97	19.71	9.01	8.38
Filipinas	23.93	21.49	19.72	16.11
Polonia	74.71	82.68	68.17	54.11
Taiwan	30.80	32.22	21.26	18.81
Venezuela	27.29	22.09	36.20	50.21

La deuda externa de corto plazo ha ido cayendo en muchos países de América Latina con respecto al stock de reservas internacionales. Excepciones importantes son Argentina y Venezuela. Perú destaca por su solidez.

La Resistencia de América Latina a la Crisis Financiera Internacional

Sólidos sistemas financieros sustentan la resistencia de la región.

Requerimientos de Capital en América Latina- 2010 (to T2)					
<i>(en porcentajes, %)</i>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>Colombia</u>	<u>México</u>	<u>Perú</u>
Capital Regulatorio Mínimo (como porcentaje de activos ponderados por riesgo)	11	10 - 12	9	10	10
Capital Observado (como porcentaje de activos ponderados por riesgo)	18	13.8	18.1	17	13.5
Capital Primario Observado (como porcentaje de activos ponderados por riesgo)	14.1	10.2	14.3	15	10.5

Y una serie de países ya cumple con los requisitos de capital de Basilea III. Perú y Colombia cumplen además con la recomendación de regulaciones contra-cíclicas pues cuentan con provisiones dinámicas

La Resistencia de América Latina a la Crisis Financiera Internacional

Pero no debemos olvidar la influencia de los factores externos positivos (y relacionados) que han apoyado el desempeño de América Latina.

I. El crecimiento impresionante de Asia (especialmente China). América Latina aprovechó este desarrollo, incrementando sus relaciones comerciales con Asia.

**Dirección de Exportaciones por Socios Comerciales
(en porcentajes)**

	América Latina		Estados Unidos		Europa		Asia		Resto del Mundo	
	1992	2009	1992	2009	1992	2009	1992	2009	1992	2009
Argentina	33.52	42.54	10.75	6.22	34.60	22.22	13.35	20.29	7.79	8.72
Bolivia^a	39.88	64.96	16.02	6.93	41.10	8.51	1.67	17.41	1.33	2.19
Brasil	22.43	20.51	19.34	10.20	32.64	26.73	18.93	30.77	6.66	11.78
Chile	17.33	16.84	15.37	11.68	32.10	20.33	33.11	47.28	2.10	3.87
Colombia^a	27.20	34.57	36.19	37.35	28.87	16.18	4.74	5.31	3.01	6.59
Ecuador	19.00	42.43	45.65	33.21	17.09	20.31	15.89	2.35	2.37	1.71
México	5.01	6.38	80.71	80.52	7.82	5.33	3.07	3.29	3.39	4.48
Perú^a	19.02	20.58	20.70	18.52	34.34	29.03	20.49	23.92	5.45	7.95
Venezuela	17.97	37.06	52.31	21.57	11.25	16.10	3.84	18.78	14.63	6.49

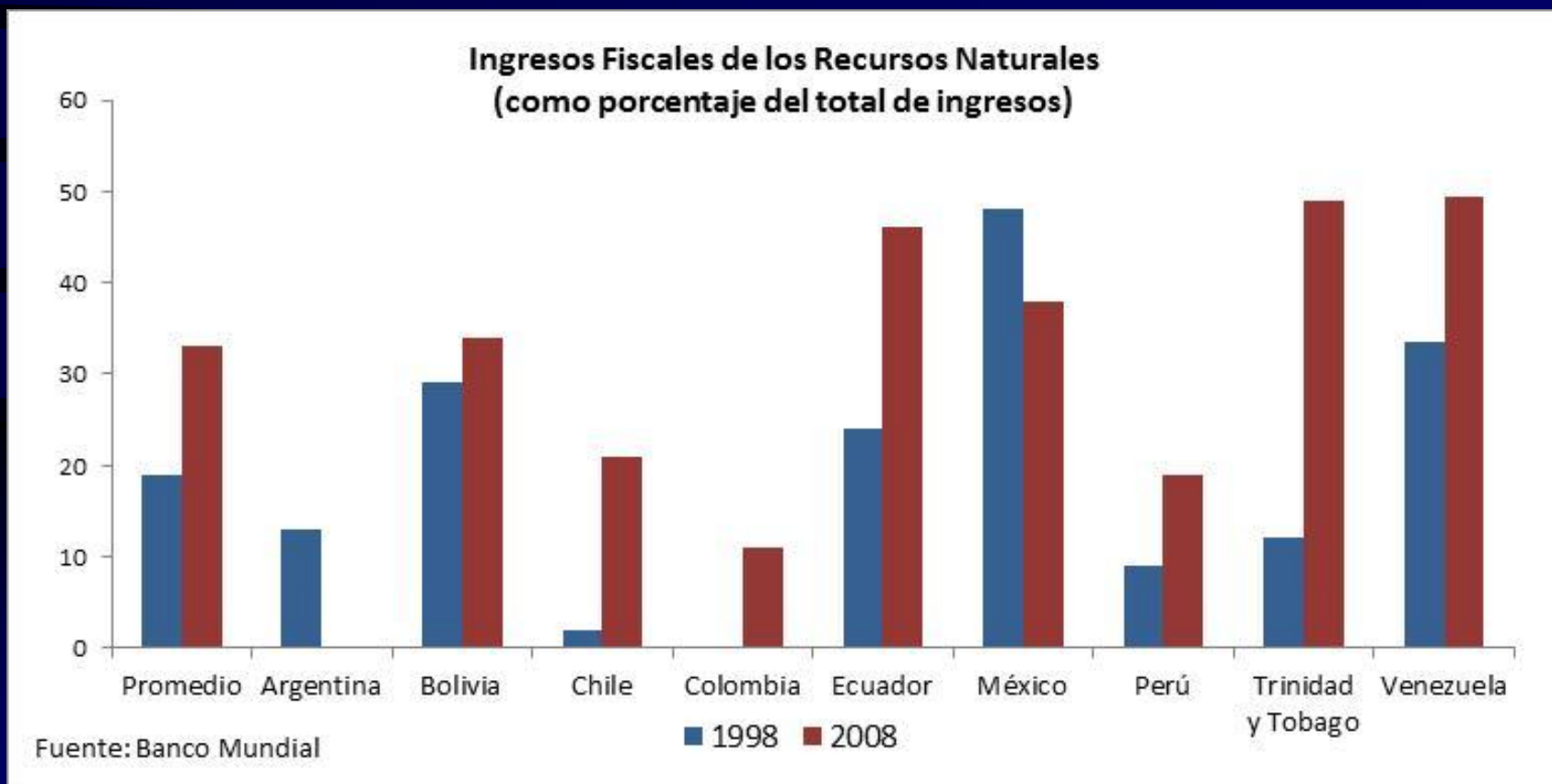
a. The information for the year 2009 corresponds to the year 2008

Source: INTAL - IADB

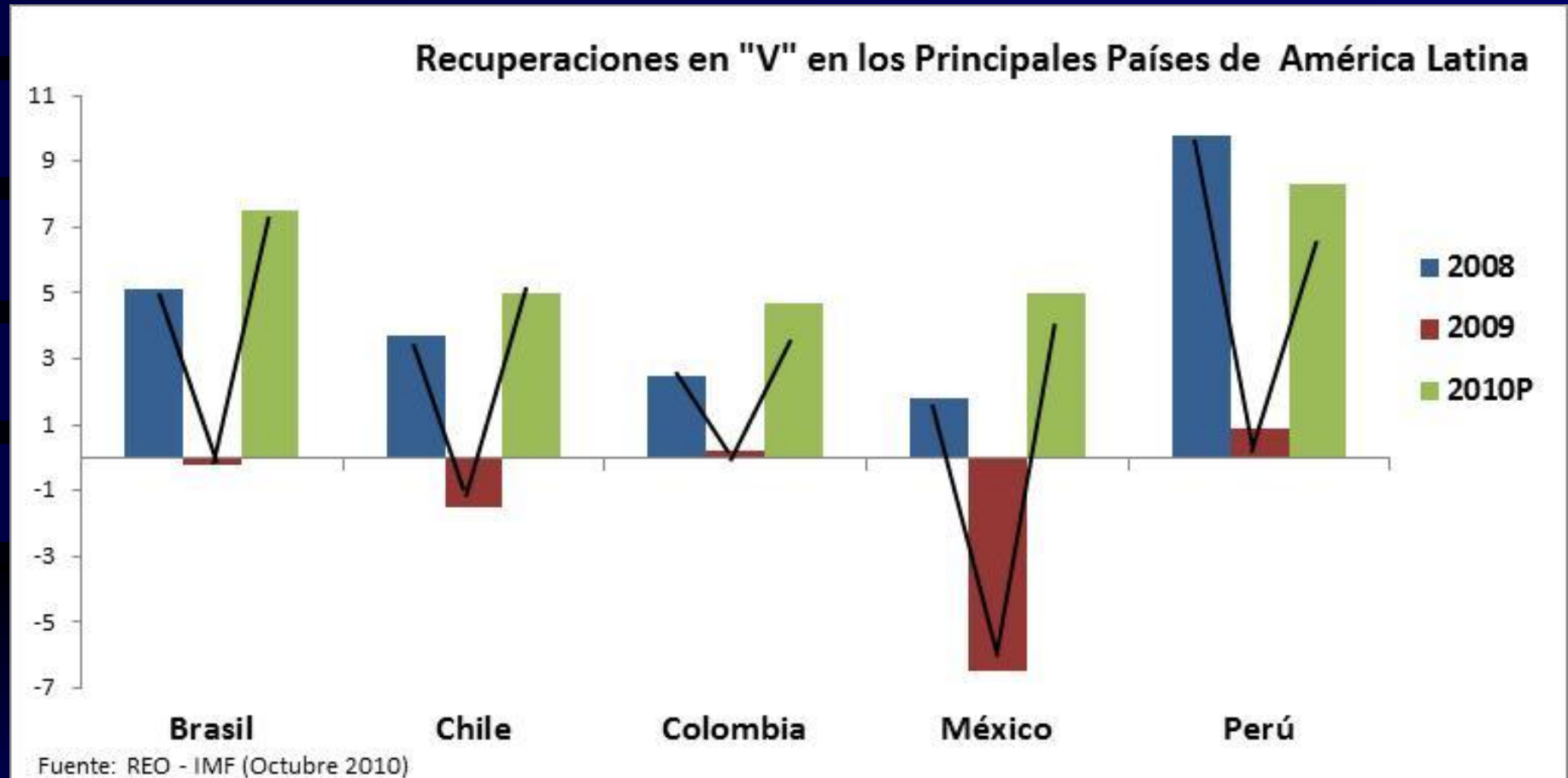
Con la excepción de México, Venezuela, y Ecuador, todos los países an incrementado su comercio con Asia. Chile sobresale.

La Resistencia de América Latina a la Crisis Financiera Internacional

II. La tendencia positiva en los precios de los commodities exportados por la región. Como tal, los ingresos fiscales provenientes de recursos naturales, han incrementado de manera importante para muchos países de América Latina.



Todos estos factores (domésticos y externos) se han traducido en una rápida recuperación del crecimiento económico en el 2010



Argentina no se encuentra incluido dado que su rápido crecimiento es no sostenible y Venezuela continúa en recesión.

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

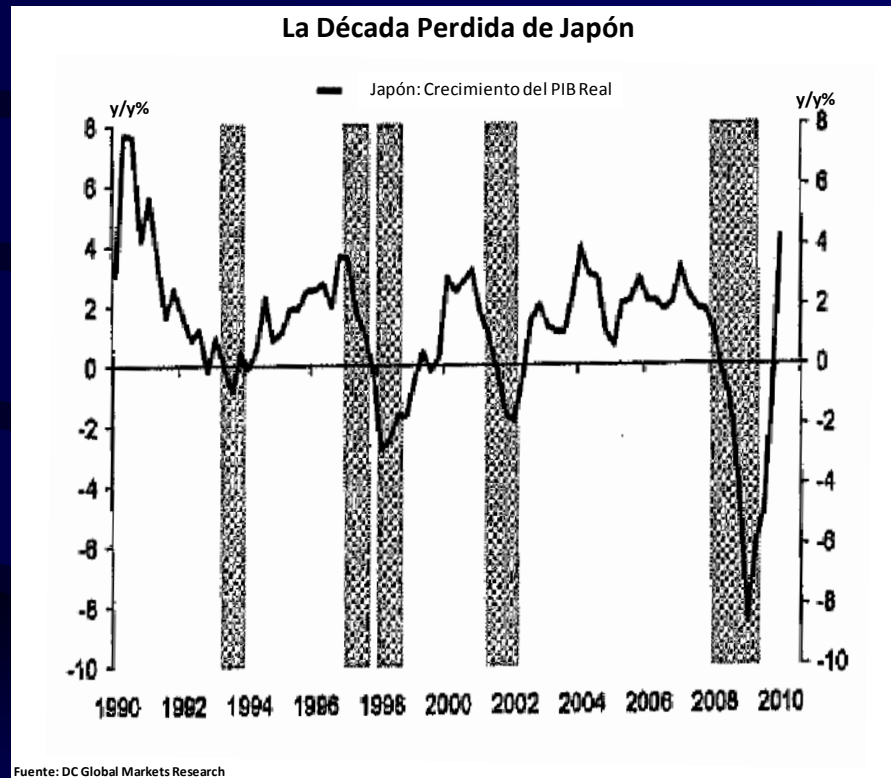
(algunos de ellos correlacionados)

1. ¿Doble recesión o largo y lenta recuperación en los Estados Unidos?
2. ¿Europa en mora?
3. Desaceleración de la actividad económica de China.
4. Precios de Commodities
5. La guerra internacional de divisas.

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

I. ACTIVIDAD ECONÓMICA DE ESTADOS UNIDOS

Las perspectivas no son muy alentadoras y las probabilidades de una década perdida al estilo de Japón va en aumento.



- En Japón en los 1990s (y en Estados Unidos hoy) se demoró (está demorando) la resolución total de la crisis bancaria.
- En ambos casos, la “esperanza” de que la recuperación económica facilitara el repago de préstamos morosos, llevó a decisiones de política económica erradas.

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

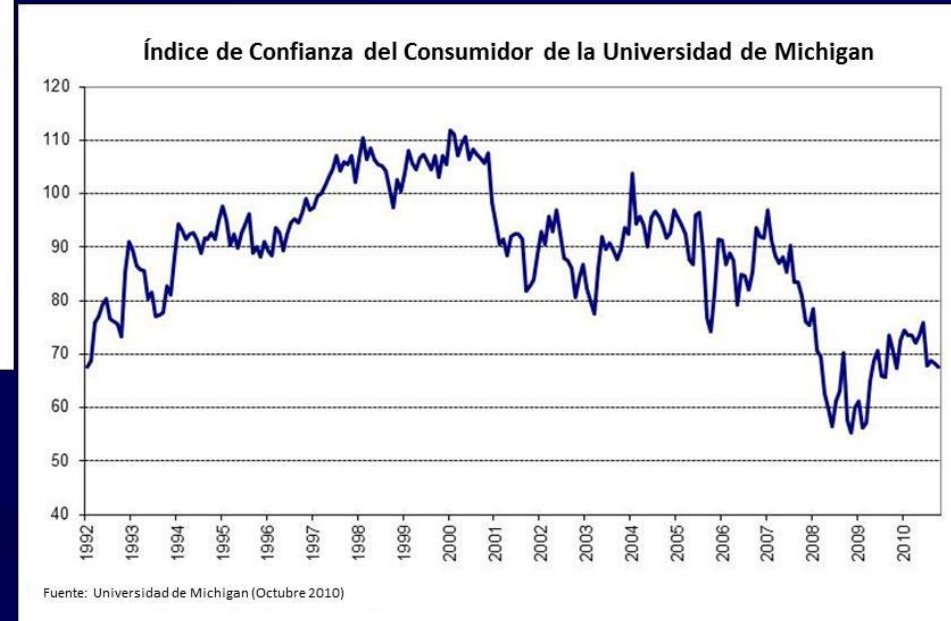
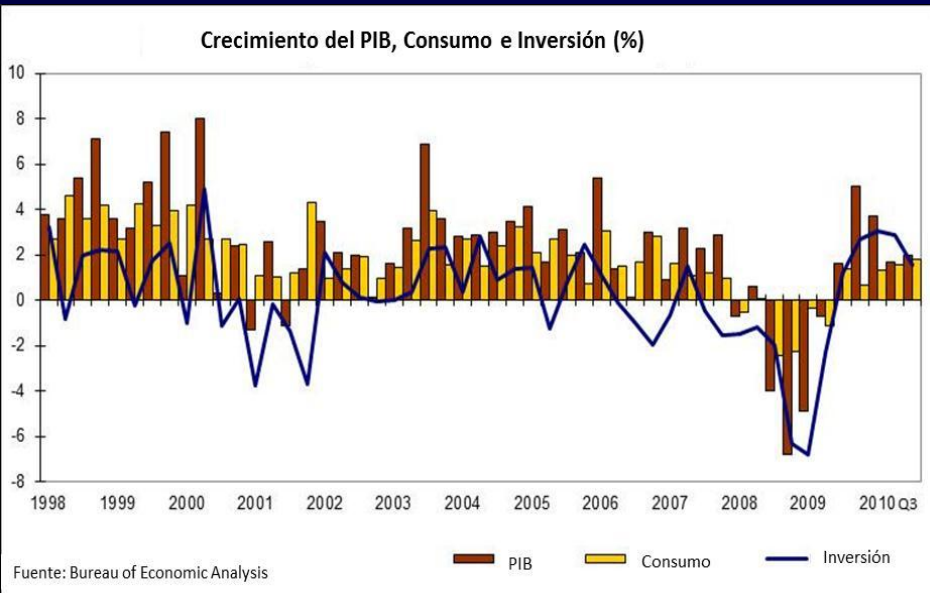
I. ACTIVIDAD ECONÓMICA DE ESTADOS UNIDOS

- Al igual que en Japón en los 1990s, en Estados Unidos no existe en estos momentos el consenso político para llevar a cabo la política fiscal correcta (que comienza por asumir los costos fiscales de reestructuraciones de deudas hipotecaria).
- Al igual que en Japón en los 1990s, en Estados Unidos el peso de obtener la recuperación lo está cargando el Banco Central (la Reserva Federal), cuyos instrumentos monetarios son cada vez menos efectivos.

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

I. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE ESTADOS UNIDOS: ENTENDIENDO EL PROBLEMA

- Para que el crecimiento acelere, el consumo privado necesita incrementar (este explica 70% del PIB de EEUU)

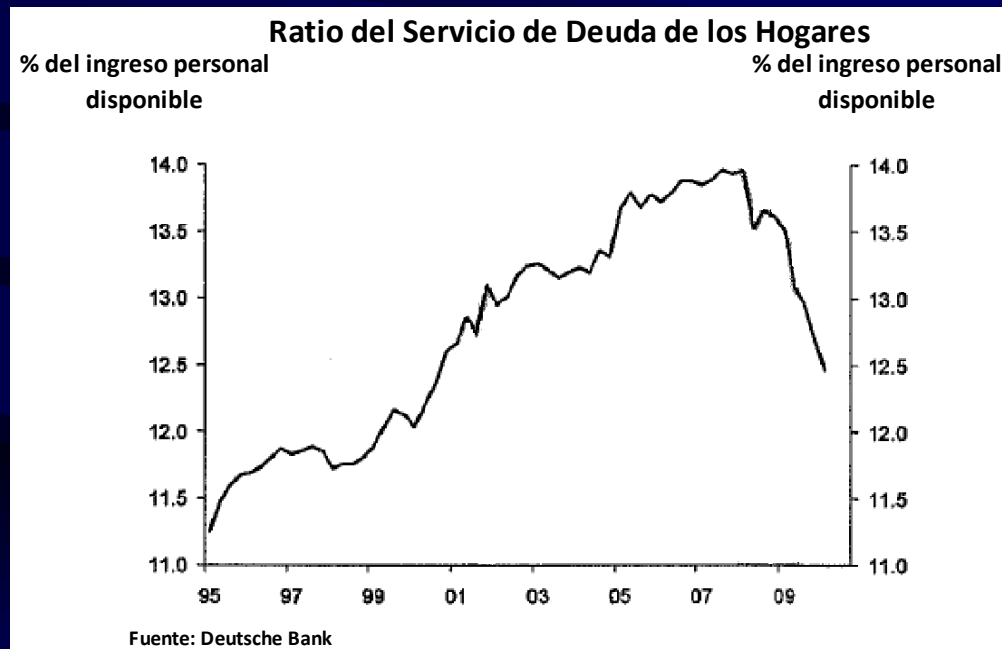


Pero, el crecimiento del consumo es muy lento y la confianza de los consumidores se mantiene baja.

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

I. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE ESTADOS UNIDOS: ENTENDIENDO EL PROBLEMA

Pero el crecimiento del consumo es limitado pues los hogares están en proceso de desapalancamiento para mejorar sus balances financieros.



- Aunque el **flujo** de servicios de deuda viene disminuyendo, el **stock** de deuda continúa extremadamente alto

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

I. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE ESTADOS UNIDOS: ENTENDIENDO EL PROBLEMA

En tanto el “debt overhang” hipotecario no se resuelva, la política monetaria no puede ser efectiva en reactivar el consumo utilizando medidas no convencionales como la compra de bonos del tesoro de largo plazo que han bajado la tasa de interés de largo plazo.



- La razón es que, a nivel agregado, un alto porcentaje del valor de los préstamos hipotecarios está por encima del valor de las propiedades. Ello descalifica a los individuos a refinanciar sus hipotecas o adquirir nuevos préstamos.
- La reciente demora en “foreclosure” también retrasa el reconocimiento en carteras bancarias de préstamos en mora.
- El “debt overhang” también limita el número de “sujetos de crédito” viables, lo que restringe la oferta de crédito.

La política monetaria no puede generar más crédito en estas condiciones.

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

I. ACTIVIDAD ECONÓMICA DE ESTADOS UNIDOS: ¿HAY SOLUCIÓN AL PROBLEMA?

Sí, pero el obstáculo es la voluntad política para implementar la solución.

Esta consta de varias partes:

1. Resolución de la crisis en el mercado hipotecario, lo cual implicará reconocimiento de pérdidas en el sistema financiero y, muy posiblemente, mayores gastos fiscales.
2. Utilización de política fiscal contra-cíclica tal como reducción de impuestos a las ventas y extensión de los recortes impositivos implementados durante la administración de Bush.
3. Introducción de elementos de disciplina fiscal que permitan revertir la expansión fiscal cuando se recupere la economía y atacar el problema de stock de deuda soberana en el mediano plazo.
4. Rápida implementación de reglas y normativas de regulación bancaria que clarifiquen el panorama a acreedores y deudores.
5. La contribución de las acciones de la FED en este contexto puede ser el de brindar confianza a inversores y consumidores (listo para actuar).

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

II. LOS PROBLEMAS DE DEUDA SOBERANA DE EUROPA

Los riesgos para la estabilidad del sistema financiero internacional derivados de una posible moratoria en los países de la periferia europea han aumentado recientemente. Esto se debe a:

1. **Fuertes tensiones políticas en Grecia** relacionadas a la creciente posibilidad de que el programa de ajuste fiscal requerido por el FMI/Unión Europea (apoyo de € 110 billones) no se pueda cumplir: los ingresos fiscales están muy por debajo de la meta y las reformas estructurales van muy atrasadas.
- Un temor fundado: **Grecia puede ser Argentina:**

Ajustes fiscales → menor crecimiento → menor recolección de impuestos
→ incumplimiento metas fiscales y descontento popular → parada de
apoyo financiero de multilaterales → incumplimiento de pagos de deuda
externa → default!

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

II. LOS PROBLEMAS DE DEUDA SOBERANA DE EUROPA

2. Las crecientes dificultades financieras en Portugal e Irlanda

- En Irlanda el “bail-out” del sistema bancario elevó fuertemente el déficit fiscal y la deuda soberana. Para corregirlo, las autoridades han implementado un drástico programa de austeridad, que está enfrentando fuertes tensiones políticas.
- En Portugal, la situación es similar, pero por problemas de manejo fiscal, no bancarios.
- En ambos países, la situación es menos grave que en Grecia debido al calendario de amortizaciones de deuda y de nuevas emisiones.
- Pero un error fundamental en ambos países está en no acceder a los recursos del “European Financial Stability Fund” (EFSF) (total = € 750 billones) por temor a que se les perciba como Grecia.

El EFSF está enfrentando los mismos problemas de la anterior línea de crédito CCL del FMI

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

II. LOS PROBLEMAS DE DEUDA SOBERANA DE EUROPA

3. El acuerdo reciente (inicios de Noviembre) en la Unión Europea de que los costos de futuros de “bail-out” de países miembros sean compartidos por el sector privado (tenedores de deuda soberana)
 - Aunque no hay claridad sobre los términos de un nuevo programa de rescate público-privado, lo que sí es claro es la fuerte señal de que los ciudadanos de Alemania no están dispuestos a continuar absorbiendo los altos costos de rescatar a los gobiernos con deuda soberanas excesivas.
 - Esto llevó a un nuevo incremento en las tasas de interés que enfrentan Grecia, Portugal e Irlanda...

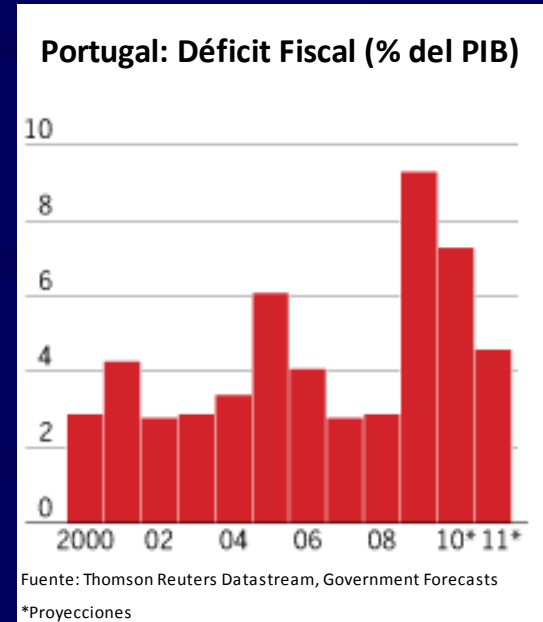
... y a una nueva compra de bonos Irlandeses y Portugueses por parte del Banco Central Europeo



Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

II. LOS PROBLEMAS DE DEUDA SOBERANA DE EUROPA

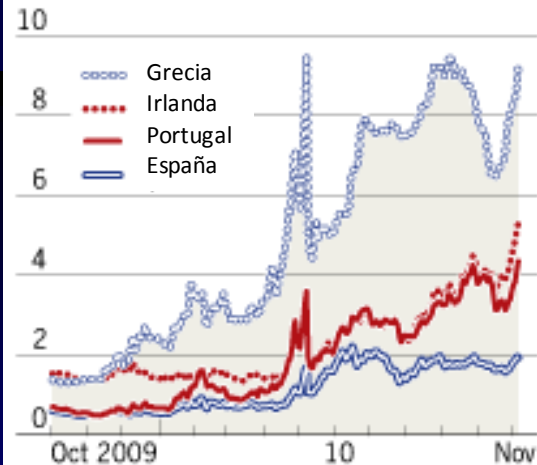
De esta forma, aunque los déficits han disminuido...



... la credibilidad en la estabilidad Europea ha disminuido

Bonos Europeos de 10 años: Spread sobre el Bund

(puntos porcentuales)



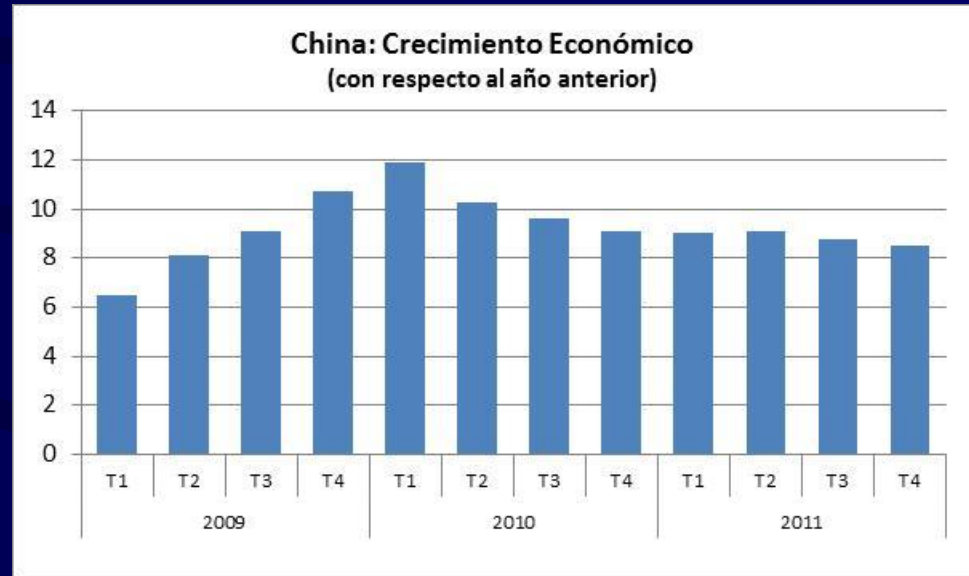
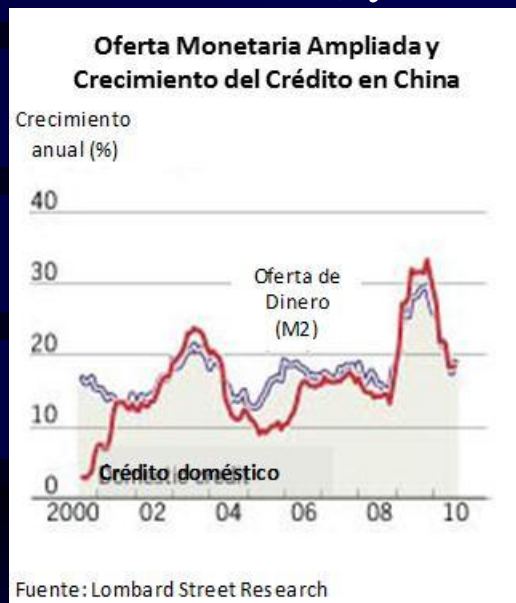
Fuente: Thomson Reuters Datastream, Government Forecasts

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América

Latina de la Situación Internacional

III. DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE CHINA

- El aumento en la inflación y en los precios de las propiedades en China son preocupaciones importantes para las autoridades.
- Esto justifica políticas que desaceleren el crecimiento de la oferta monetaria (algo que ya está ocurriendo) y un ritmo más lento de crecimiento económico en el 2011



- La desaceleración del crédito y del crecimiento económico en China es un desarrollo positivo para contener la erupción de burbujas en el precio de los activos.
- Una fuerte contracción en el crecimiento del PIB no es de esperarse. En cambio, una tasa de crecimiento anual de 8.5% en el 2011 es más probable. Esto no va a causar serios disturbios globales.

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina del Ambiente Externo

IV. PRECIOS DE LOS COMMODITIES

- Incertidumbres respecto al valor en el largo plazo del dólar estadounidense, y un incremento en la demanda por oro por parte de los bancos centrales, mantendrá alto el precio del oro.
- Pero la reciente discusión sobre la vuelta al “patrón oro” no tiene fundamentos sólidos



Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina del Ambiente Externo

IV. PRECIOS DE LOS COMMODITIES



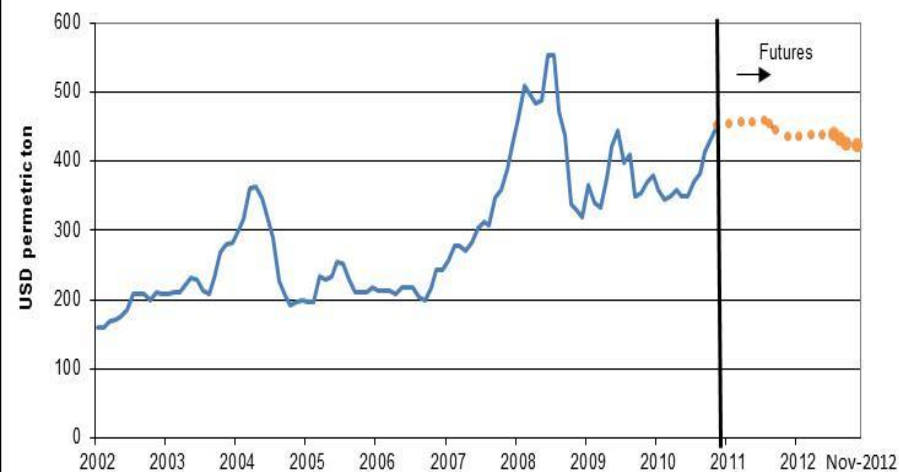
- La relación inversa entre el valor del dólar y el precio del petróleo se mantiene (a través de una mayor demanda pues el precio del petróleo se denomina en dólares)
- La reciente expansión monetaria en EE.UU. ha conducido a una depreciación del dólar y subida del precio del petróleo. Si el dólar sufre una caída profunda, la probabilidad de que el precio del petróleo se dispare es alta.
- El mercado no está anticipando ningún evento geopolítico severo que influencie el precio del petróleo.

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

IV. PRECIOS DE LOS COMMODITIES

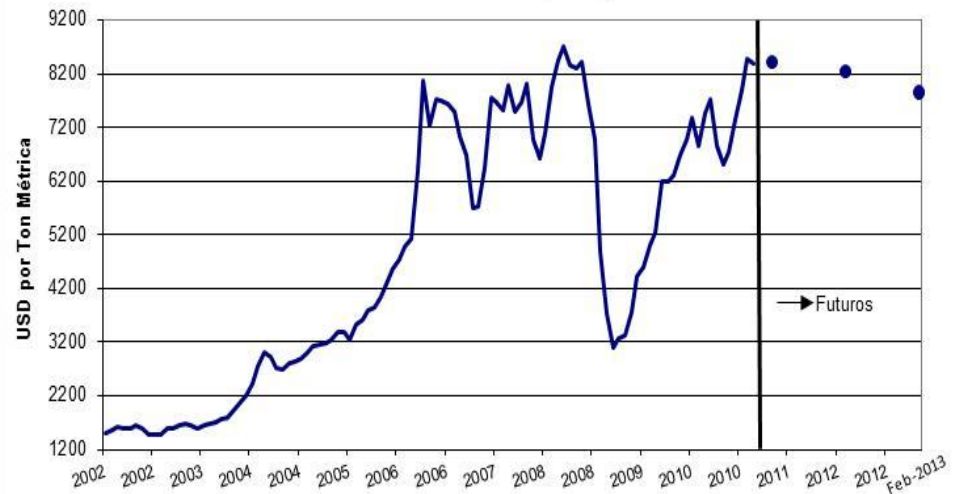
- Apoyado por el aumento de las importaciones agrícolas chinas, y la posibilidad de sequías que dañan la producción de soya, el precio de commodities de agricultura va a permanecer alto.
- Adicionalmente, la demanda por metales industriales estará apoyada por los nuevos sistemas de transferencia electrónica para “warrants” de metales aprobados por el London Metal Exchange. Dada su escasez relativa (bajos niveles de inventario) los precios del cobre se mantendrán altos.

Soybean Prices : Spots y Futures



Source: IFS - IMF, CBOT

Precios del Cobre: Sports y Futuros

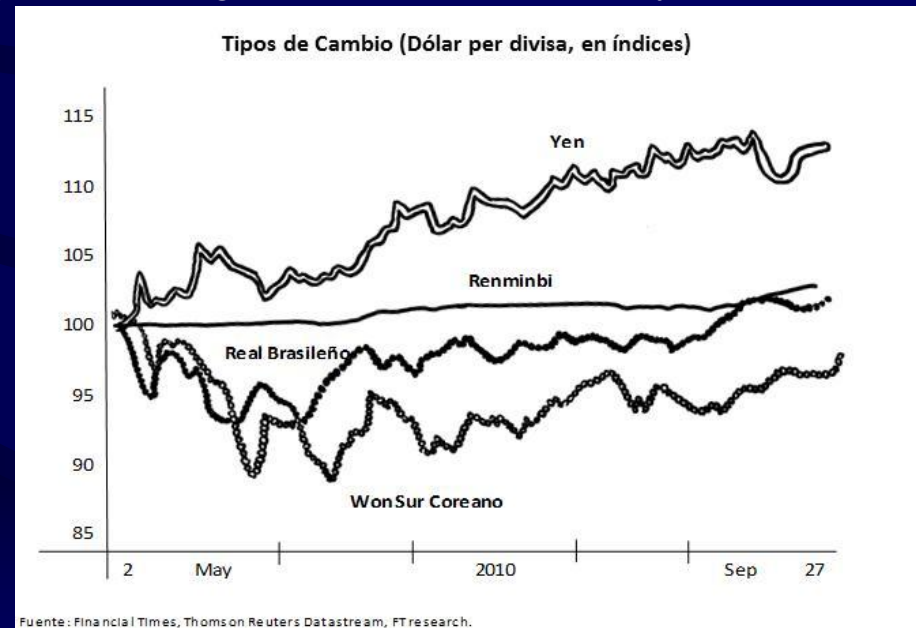


Fuente: IFS-IMF y LME

Mirando hacia Adelante: Los Riesgos para América Latina de la Situación Internacional

V. LA GUERRA DE LAS DIVISAS

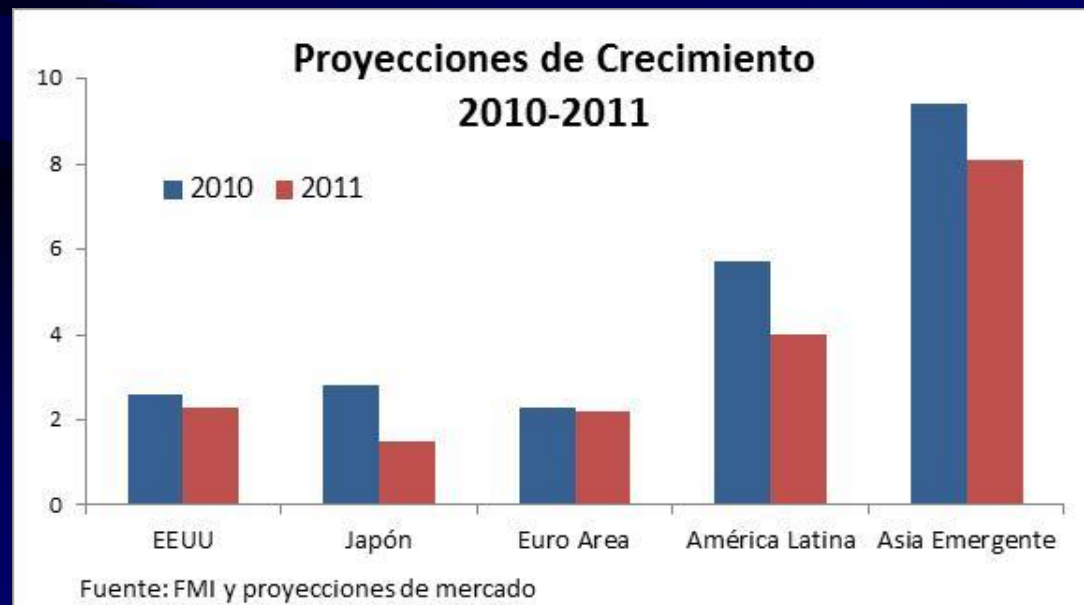
- En el corto plazo, un riesgo muy importante que enfrenta América Latina surge de la gran entrada de capitales que fortalece las monedas de la región y, por ello, reduce la competitividad de sus sectores transables. La reciente expansión monetaria en Estados Unidos acentúa el problema.
- El rechazo de China de apreciar su moneda, fuerza a otros países a absorber las presiones hacia la apreciación.
- La defensa de un número creciente de países se está dando mediante intervenciones en los mercados de divisas. Esto incluye a países emergentes asiáticos, Suiza y, más recientemente, Japón.



- En América Latina, la respuesta es mixta, incluyendo controles de capital en Brasil.
- Ver la declaración de CLAAF!!

¿Qué tan lista está América Latina para Lidar con Shocks e Incertidumbre?

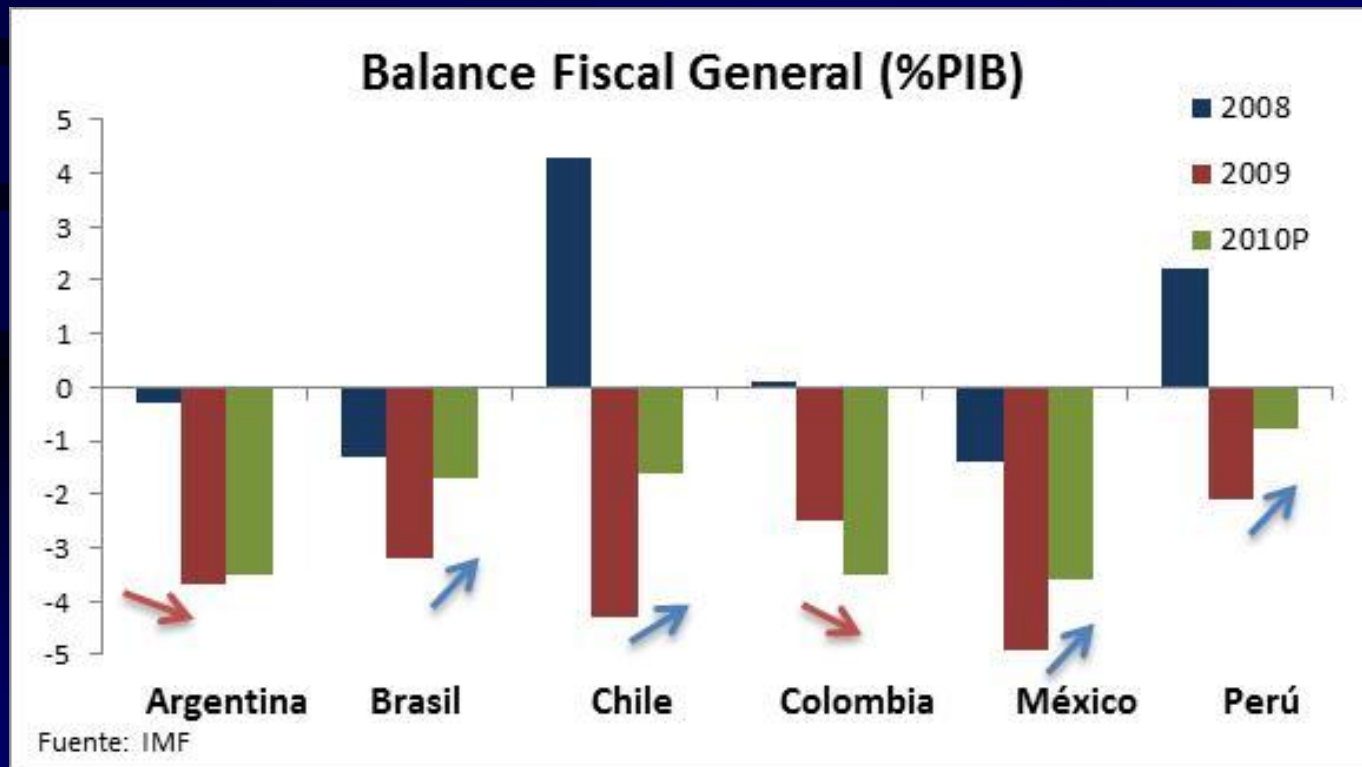
- Claramente, América Latina está mejor preparada que otras regiones para lidiar con (nuevos?) shocks externos:
 - Se ha recuperado rápidamente de la crisis financiera global del 2008-09
 - Ha continuado acumulando grandes stocks de reservas internacionales
 - En contraste con un número de países desarrollados, muchos países de América Latina aún tienen espacio para políticas monetarias expansivas a través de la reducción de sus tasas de interés si se necesitaran (como se discutió anteriormente)
- Todo esto se ha traducido en sanas proyecciones de crecimiento para el 2010-11



¿Qué tan lista está América Latina para Lidar con Shocks e Incertidumbre?

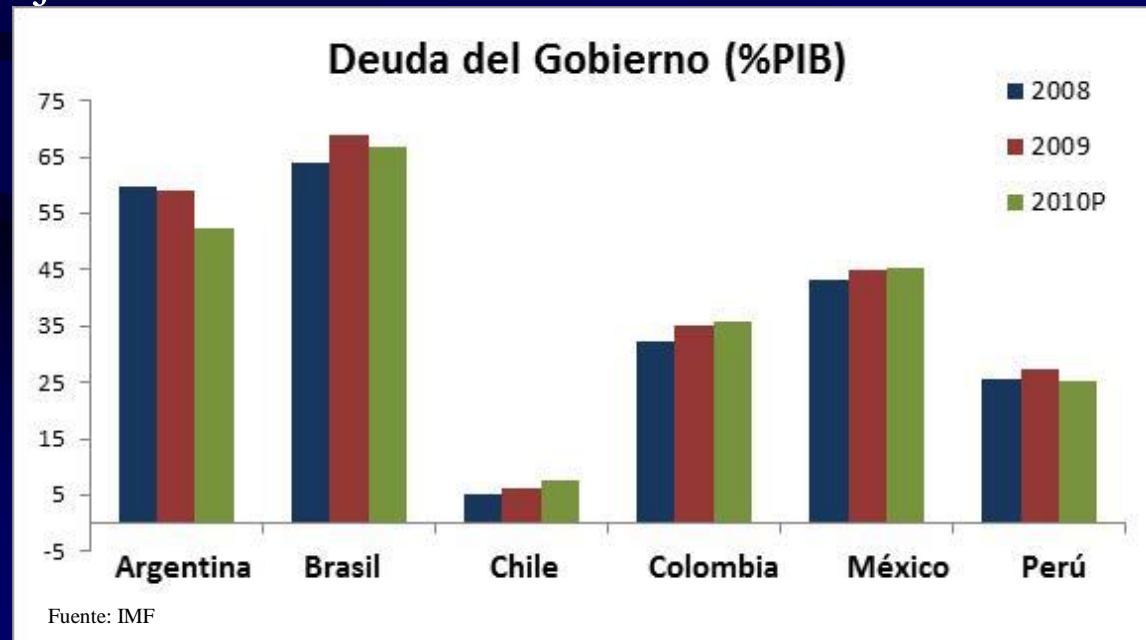
Sin embargo, hay restricciones importantes que pueden limitar el crecimiento sostenible.

- Problemas Fiscales son una preocupación en algunos países



¿Qué tan lista está América Latina para Lidiar con Shocks e Incertidumbre?

- Chile y Perú enfrentaron la crisis con las más fuertes posiciones fiscales. Ambos países estuvieron mejor preparados para sobrellevar una política fiscal contracíclica y ahora se encuentran en una clara estrategia de “salida”.
- Brasil se encuentra también mejorando su situación fiscal, pero el déficit se mantiene muy alto dado que el ratio de deuda/PIB es muy grande. Esto mantiene las tasas de interés altas y complica la política monetaria.
- A pesar de aún ser manejable, la situación fiscal de Colombia continúa deteriorándose, de manera consistente con un ratio de deuda de gobierno que va en aumento y presiones inflacionarias.
- El programa de ajuste fiscal en México se encuentra dando buenos resultados.



Comentarios Finales

- Las reformas y políticas de América Latina a finales de los noventa e inicios de la década del 2000, han dado resultado: la región ha sido bastante fuerte ante severos shocks externos.
- La resistencia de la región continuará poniéndose a prueba mientras que la turbulencia económica y financiera de países desarrollados continúe.
- En el corto plazo, un reto central es cómo manejar grandes entradas de capital (cómo las entradas de capital pueden ser dirigidas a inversiones productivas, en vez de solo beneficiarse de la especulación).
- Los países de están diferenciando de manera significativa: Chile y Perú tienen quizás el mejor desempeño en manejo económico. Mientras que las políticas monetarias de Brasil y Colombia son apropiadas, se necesita mayor consolidación fiscal. La dependencia de México al comercio con EEUU y problemas de crimen están complicando el desempeño general del país. El crecimiento económico de Argentina es insostenible y Venezuela...
- Con la excepción de Chile, todos los países necesitan mejorar significativamente su desempeño institucional, sus infraestructuras y sus políticas sociales, para sostener las ganancias del crecimiento (mediante mejoras en productividad).

Perspectivas Globales y los Riesgos para América Latina



LILIANA ROJAS-SUÁREZ
Lima, Noviembre 2010