

Financierización en América Latina

Sebastián Valdecantos y Facundo Grimberg

CEPAL

November 3, 2016

Estructura de la Presentación

- 1 El Ciclo Financiero Global y su impacto en América Latina
- 2 Manifestación de la financierización en América Latina
- 3 Nuevas formas de vulnerabilidad externa

Bibliografía

- Torija-Zane, E (2015), "Bancos centrales 'periféricos': el caso de América Latina", en Bárcena, Alicia, Prado, Antonio y Abeles, Martín (editores), "Estructura productiva y política macroeconómica: enfoques heterodoxos desde América Latina", Libros de la CEPAL, No. 138 (LC/G.2653-P), Santiago.
- Kaltenbrunner, A & Paineira, J. P (2016), "International and Domestic Financialisation in Middle Income Countries; The Brazilian Experience", Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development, Working paper 146.

Estructura de la Presentación

- 1 El Ciclo Financiero Global y su impacto en América Latina
- 2 Manifestación de la financierización en América Latina
- 3 Nuevas formas de vulnerabilidad externa

Ciclo financiero global y su impacto en América Latina

- El ciclo de América Latina
- El ciclo financiero global
- Relaciones entre los ciclos. Implicancias.

El ciclo económico en América Latina

- El los últimos 30 años el desempeño de América Latina se caracterizó por una elevada volatilidad real (no así, en términos nominales, donde se produjeron avances importantes).
- La volatilidad real de la producción y la inversión ha aumentado, llegando incluso a constituir la región con mayor volatilidad en el planeta.
- Otras regiones, en cambio, han logrado una mayor estabilidad en los movimientos cíclicos.
- En paralelo con esta elevada volatilidad, la región tampoco presenta tasas de crecimiento altas en términos comparados.

Volatilidad del PIB per cápita

Región o agrupación	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-2007	2000-2011
Asia Oriental y el Pacífico	2,92	0,53	0,27	0,40	0,23	0,20
Europa y Asia Central	...	...	...	-3,17	0,33	0,83
América Latina y el Caribe^b	0,71	0,39	-6,77	1,39	1,17	1,22
Oriente Medio y África del Norte	0,65	1,77	-15,76	0,88	0,54	0,47
Asia Meridional	1,25	3,72	0,43	0,50	0,45	0,43
África Subsahariana	0,84	1,81	-1,98	-3,81	0,58	0,62
Mundo	0,34	0,95	0,96	0,64	0,50	1,26
Países de ingresos altos (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE))	0,32	0,81	0,60	0,46	0,44	1,90
América del Norte	0,70	1,30	1,27	0,78	0,58	2,27

Tasa de crecimiento del PIB per cápita

	Asia Oriental y el Pacífico	Europa y Asia Central	Países de ingresos altos (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE))	América Latina y el Caribe	Oriente Medio y África del Norte	Asia Meridional	África Subsahariana
1971-1980	4,5	...	2,7	3,2	2,7	0,7	0,9
1981-1990	5,7	-1,7	2,7	-0,8	0,2	3,0	-0,9
1991-2000	7,1	-1,7	1,9	1,6	1,8	3,2	-0,3
2003-2007	9,3	7,4	1,9	3,7	3,3	6,6	3,0
2001-2011	8,2	4,7	0,9	2,2	2,6	5,3	2,1

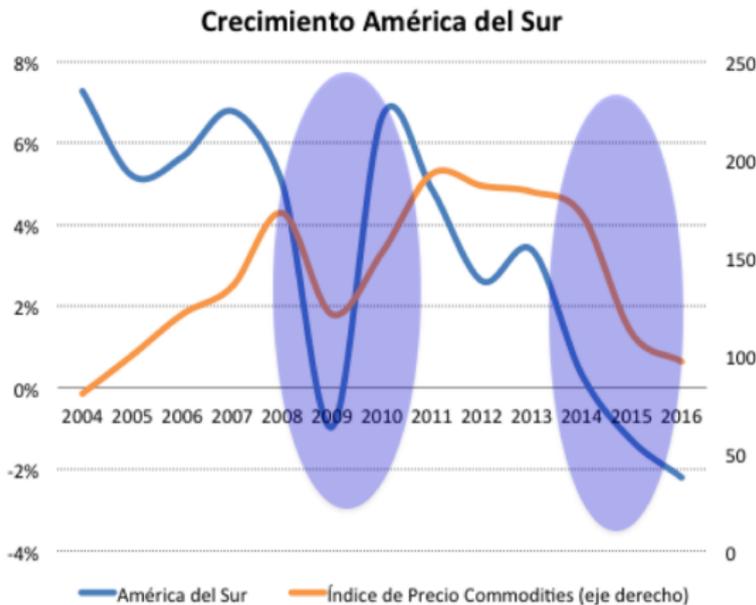
El movimiento cíclico universal

- Prebisch (1946) sostenía que existe un **movimiento cíclico universal** que se manifiesta de forma diferente según las características estructurales y específicas de cada país.
- Su epicentro está en los países desarrollados, y se propaga hacia la periferia a través del **canal real** (determinado por el tipo de especialización comercial) y el **canal financiero** (cuya dinámica depende de los ciclos de liquidez internacional y del grado de apertura financiera).

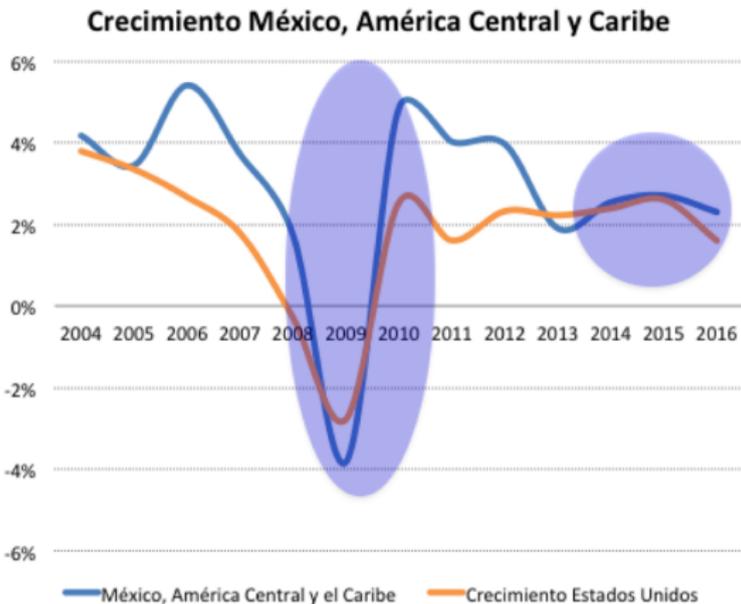
Tres clases de países en América Latina y el Caribe

- Exportadores de productos primarios, algunos con mayores niveles de concentración (Ecuador, Venezuela, Trinidad y Tobago) y otros con mayores niveles de diversificación (Argentina, Brasil, Uruguay).
- Exportadores de bienes manufacturados bajo el régimen de producción de maquila (Guatemala, Honduras, El Salvador y México).
- Paraísos turísticos (El Caribe, aunque no exclusivamente).
- El crecimiento de los exportadores de productos primarios está muy correlacionado con el precio de los commodities. El crecimiento de los otros dos grupos, con el crecimiento de Estados Unidos.

Transmisión del movimiento cíclico universal

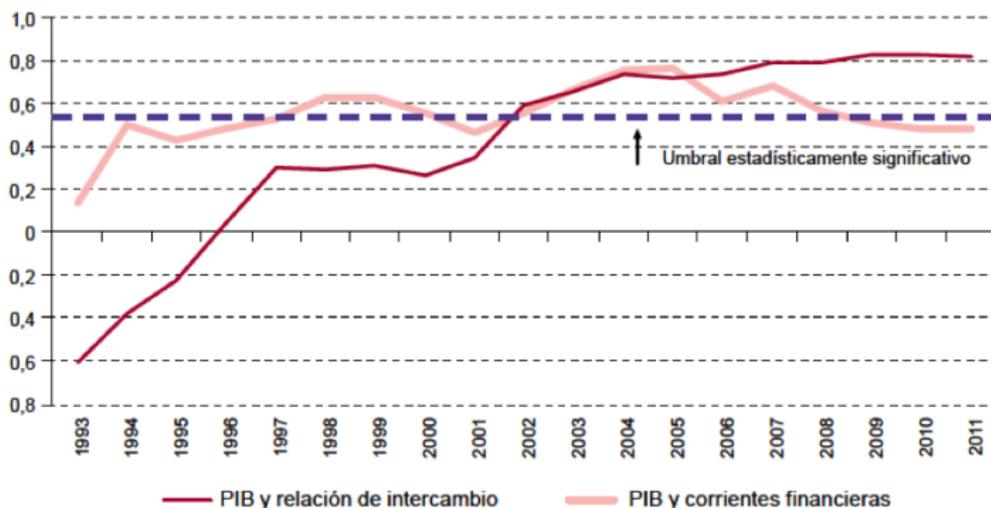


Transmisión del movimiento cíclico universal



Transmisión del movimiento cíclico universal

América Latina y el Caribe: evolución de los coeficientes de correlación móviles entre los ciclos del PIB y las corrientes financieras, y entre los ciclos del PIB y los términos de intercambio con una ventana de cinco años, 1993-2011



Dominancia de Balance de Pagos

- Como señala Ocampo (2011), la dinámica de corto plazo de la región está determinada esencialmente por una serie de shocks, reales y financieros, positivos y negativos, cuyo origen está en los países centrales y que se transmiten a través del balance de pagos.
- Estos shocks suelen inducir conductas procíclicas en materia de política económica (por ejemplo, ajustes fiscales ante la caída del precio del principal producto de exportación).
- De esta manera, la política económica termina funcionando como un mecanismo amplificador de los shocks externo.

El ciclo económico de América Latina y el Caribe

- Producto de la elevada volatilidad y de la dominancia de balance de pagos, el ciclo económico de la región presenta dos características (Pérez-Caldentey y Titelman, 2015):
- En primer lugar, la región suele experimentar expansiones menores en comparación con otras regiones del mundo.
- En segundo lugar, las contracciones suelen ser, tanto en duración como en amplitud, similares a las de otras regiones del mundo en desarrollo.
- Por lo tanto, el ciclo completo de expansiones y contracciones en América Latina presenta una frecuencia mayor que en las demás regiones.

El ciclo económico de América Latina y el Caribe

- El ciclo económico puede caracterizarse sobre la base de su duración e intensidad.
- La duración (D) puede definirse como la relación entre el número total de trimestres de expansión y el número total de "picos".

$$D = \frac{\sum_{t=1}^T S_t}{\sum_{t=1}^{T-1} (1 - S_{t+1}) S_t}$$

- La intensidad (I) de la expansión se mide como la relación en el cambio total de la actividad económica y el número total de "picos".

$$I = \frac{\sum_{t=1}^T S_t \cdot \Delta Y_t}{\sum_{t=1}^{T-1} (1 - S_{t+1}) S_t}$$

- Donde $S_t=1$ si $\Delta Y_t > 0$ y $S_t=0$ si $\Delta Y_t < 0$

El ciclo económico de América Latina y el Caribe

	Contracción		Expansión	
	Duración (en trimestres)	Amplitud (en porcentajes)	Duración (en trimestres)	Amplitud (en porcentajes)
Asia Oriental y el Pacífico	3,3	-10,6	32,5	39,0
Europa y Asia Central	3,8	-11,6	25,0	43,8
América Latina y el Caribe	3,8	-4,6	13,6	26,3
Oriente Medio y África del Norte	7,3	-7,0	3,5	15,6
Asia Meridional	...	...	...	...
África Subsahariana	2,7	-7,1	37,5	40,9
Países de ingresos altos	4,0	-4,9	23,0	26,3

El ciclo económico de América Latina y el Caribe

- América Latina exhibe expansiones más cortas y menos intensas que otras regiones del mundo.
- Esto implica que el período durante el cual nuestras economías pueden acumular capital (de calidad) y ganancias de productividad es más breve.
- En consecuencia, las posibilidades de crecimiento de largo plazo se ven restringidas.
- El "equilibrio" de largo plazo está compuesto por factores estructurales e institucionales (estructura productiva, balances de poder entre sectores, mecanismos a través de los cuales se resuelven los conflictos, estructura social, etc.) cuya modificación en el tiempo es lenta.

El ciclo económico de América Latina y el Caribe

- Relación bicausal entre el corto plazo (ciclo) y el largo plazo (tendencia).
- Lo que suceda con las fluctuaciones cíclicas de las variables reales (inversión y productividad) y financieras (crédito) que vinculan al corto con el largo plazo será decisivo para las posibilidades de desarrollo.
- Por otra parte, la dinámica de corto plazo está fuertemente condicionada por la estructura (el largo plazo) pues esta impone límites al crecimiento y, fundamentalmente, determina los aspectos cualitativos del mismo (patrones distributivos, estabilidad macroeconómica, etc.).

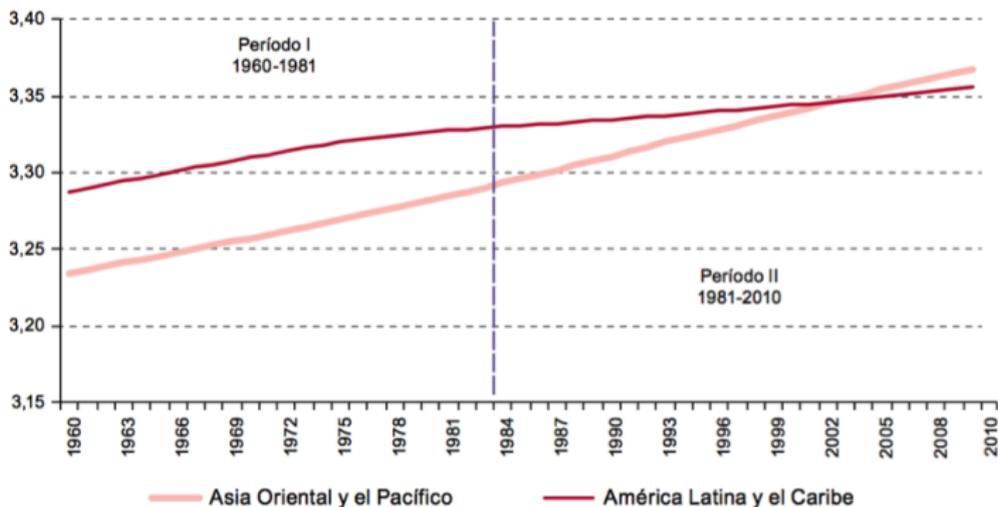
Tendencias divergentes determinadas por ciclos divergentes

Regiones y agrupaciones seleccionadas: duración y amplitud de la fase expansiva del ciclo de productividad laboral, mediante la metodología del ciclo clásico, 1990-2012^a

	Duración (en años)
Asia Oriental y el Pacífico	4,3
Europa y Asia Central	5,5
América Latina y el Caribe	3,8
Oriente Medio y África del Norte	3,3
Asia Meridional	4,8
África Subsahariana	2,6
Países de ingresos altos	6,3
	Amplitud (en porcentajes)
Asia Oriental y el Pacífico	23,4
Europa y Asia Central	33,7
América Latina y el Caribe	13,6
Oriente Medio y África del Norte	17,2
Asia Meridional	16,0
África Subsahariana	8,5
Países de ingresos altos	17,7

Tendencias divergentes determinadas por ciclos divergentes

América Latina y el Caribe y Asia Oriental y el Pacífico: tendencia del PIB, 1960-2010^a
(En escala logarítmica)



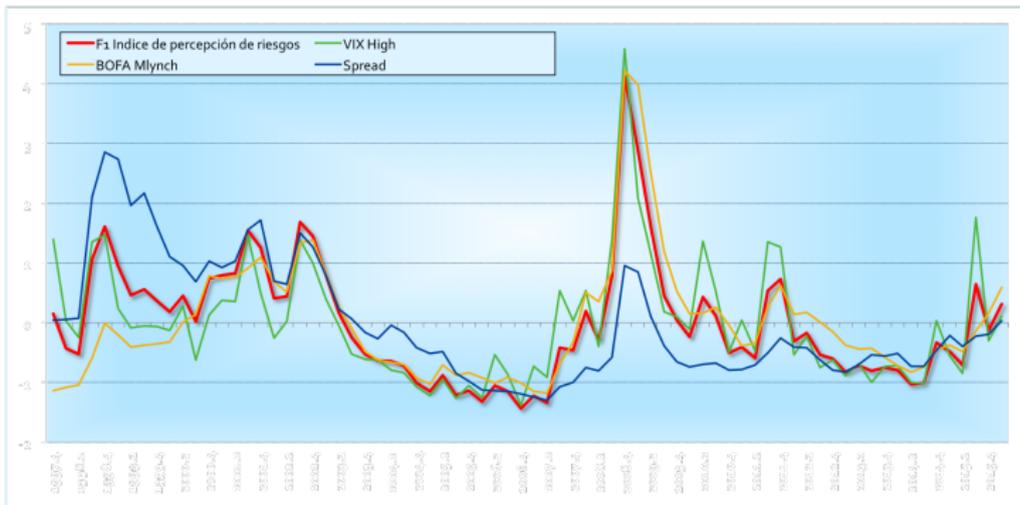
Ciclo financiero global y su impacto en América Latina

- El ciclo de América Latina
- El ciclo financiero global
- Relaciones entre los ciclos. Implicancias.

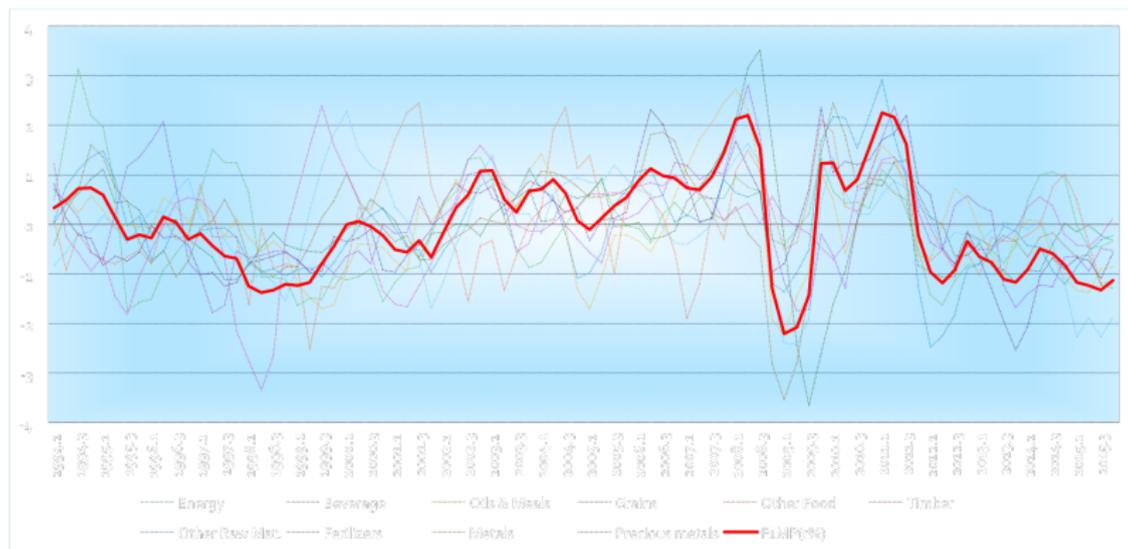
Viento...

- En línea con el planteo de Prebisch y su movimiento cíclico universal, Miotti (2016) modela el "viento" a través del análisis de componentes principales.
- Miotti (2016) considera que el "viento" está compuesto por tres tipos de factores: el precio de los commodities, el crecimiento de los países centrales y el ciclo financiero global. Estos factores no son independientes los unos de los otros.
- El método ACP permite obtener, para cada uno de estos tres factores, una serie que representa el factor común subyacente a las variables que componen a cada uno de ellos.
- A partir de estos factores comunes es posible aproximarnos al "viento".

Ciclo financiero global



El ciclo de los commodities



El ciclo de los países centrales



Modelización del viento

- El factor común del PIB de América Latina puede estimarse como función de los tres factores que componen el viento.

$$P\bar{I}B_t = \alpha_0 + \alpha_1 \bar{F}in_t + \alpha_2 \bar{C}om_t + \alpha_3 \bar{Y}_t + \epsilon_t$$

$$Wind_t = \alpha_1 \bar{F}in_t + \alpha_2 \bar{C}om_t + \alpha_3 \bar{Y}_t$$

- En función del tamaño de los α veremos la importancia y la significatividad de cada uno de los componentes del viento en el factor común del ciclo de América Latina.

Modelización del viento

Variable	Europa Central y Oriental (F1PECO)		América Latina (F1AMLAT)		Asia (F1ASIA)	
	Coefficiente	Sig.	Coefficiente	Sig.	Coefficiente	Sig.
Constante	0.196	NS	-0.316	NS	0.096	NS
COM	-0.090	NS	0.252	***	0.183	NS
FIN	-0.562	***	-0.288	***	-0.624	***
Y	0.810	***	0.313	***	0.654	***
AR(1)	0.851	***	0.735	***	0.787	***
R ²	0.943		0.889		0.870	
Log likelihood	-58.117		-67.224		-92.626	
F-statistic	215.879		102.296		87.278	
Prob(F-statistic)	0.000		0.000		0.000	
Prob(Wald F-statistic)	0.000		0.000		0.000	
Durbin-Watson stat	1.934		1.661		1.964	

Modelización del viento



Qué determina el movimiento de capitales?

- Factores **push** vs Factores **pull**
- Factores push: condiciones en los mercados financieros globales (aversión al riesgo de los grandes inversores, volatilidad en los mercados más importantes, política monetaria de los países centrales).
- Factores pull: *fundamentals* en los países receptores (inflación, resultado fiscal, bajos niveles de regulación, presencia de un gobierno *market-friendly*).
- Si bien se trata de tipos ideales, la distinción ayuda a pensar sobre los determinantes de los movimientos de capitales.

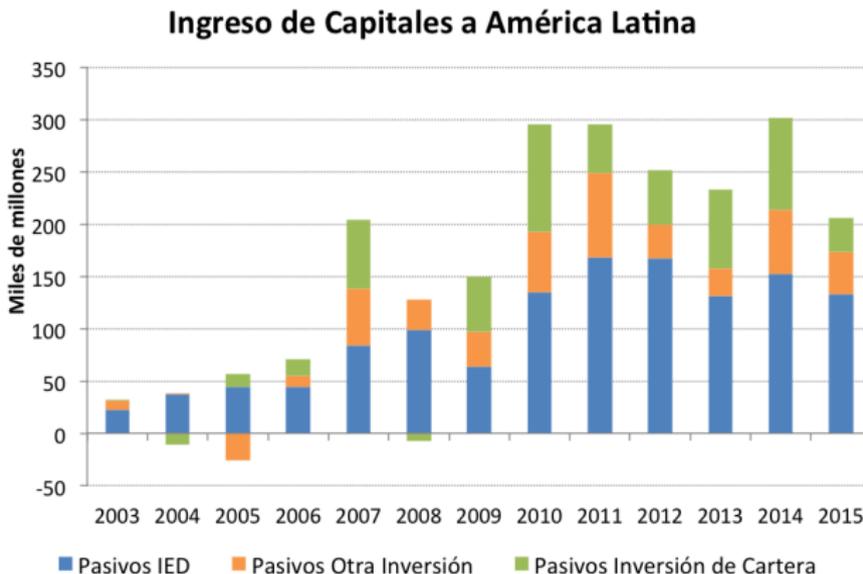
Push vs Pull

- A principios de la década de 1990, en un contexto de bajo crecimiento de EEUU y de tasas de interés bajas, se produjo una fuerte afluencia de capitales hacia el mundo emergente, los cuales fueron atribuidos a las condiciones económicas en EEUU (Calvo et al, 1993).
- Como cuando EEUU se recuperó y subió la tasa los capitales siguieron fluyendo hacia el mundo emergente, nuevos estudios (que incorporaban efectos fijos, a diferencia de los trabajos anteriores) mostraron que las "reformas estructurales" asociadas al Consenso de Washington habían jugado un rol importante.
- Tanto en la crisis de 2008 como en los años subsiguientes muchos estudios encontraron una fuerte relevancia de los factores *push*.

Tipos de flujos de capitales

- Inversiones de cartera (*Portfolio investment*): activos financieros (bonos y acciones, aunque no exclusivamente). Horizonte temporal de corto plazo.
- Inversión extranjera directa: activos financieros (acciones) que, por su cantidad, permiten influir en las decisiones de la empresa (en general la posesión debe superar el 10%). Si bien el horizonte temporal de estos capitales puede ser de más largo plazo, esto no impide que existan motivaciones especulativas que en algunos casos la IED se asemeje a las inversiones de cartera.
- Otras inversiones: préstamos y cuentas bancarias. Pueden ser de variados plazos.

Tipos de flujos de capitales



Push vs Pull (Koepke, 2015)

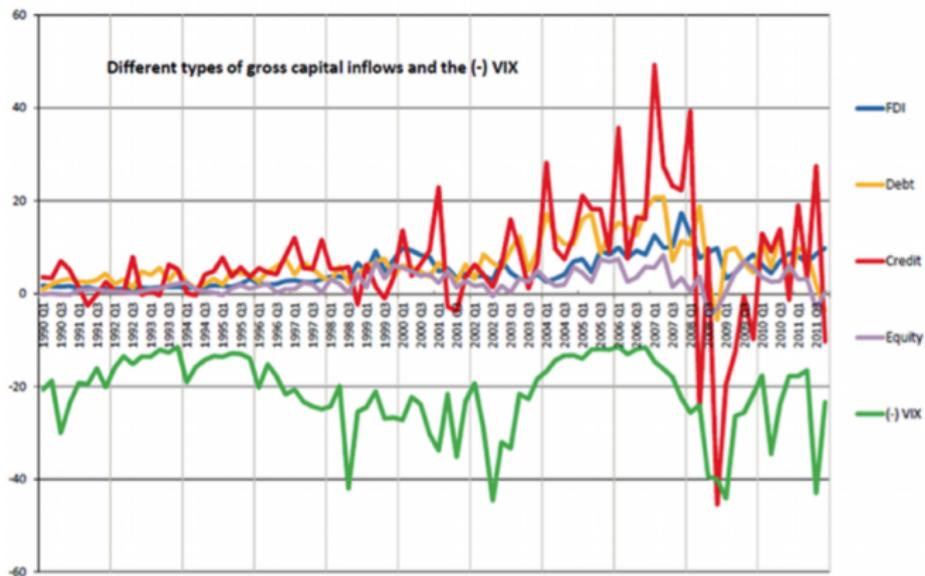
Type	Driver	Portfolio Equity	Portfolio Debt	Banking Flows	FDI
Push	Global risk aversion	-	-	-	?
	Mature economy interest rates	-	-	-	?
	Mature economy output growth	+	+	?	?
Pull	Domestic output growth	+	+	+	+
	Asset return indicators	+	+	+	?
	Country risk indicators	-	-	-	-

+	Strong evidence for positive relationship
+	Some evidence for positive relationship
?	Mixed evidence, no clear relationship
-	Some evidence for negative relationship
-	Strong evidence for negative relationship

El impacto del ciclo financiero global

- Dada la importancia de los factores *push* hallada en la literatura más reciente, existe consenso acerca de la fuerte correlación entre el VIX y los flujos de capitales entre países.
- El VIX es considerado como una medida de la incertidumbre y la aversión al riesgo.
- Durante el período 2002-2007, el VIX registró una tendencia decreciente al tiempo que los capitales hacia el mundo emergente se multiplicaban.
- Los capitales de corto plazo (bonos y acciones) son los que exhiben una mayor correlación con el VIX.

VIX y flujos financieros brutos (% del PIB global)



El impacto del ciclo financiero global

- Para determinar el impacto del ciclo financiero global a nivel local Rey (2013) propone la estimación de la siguiente ecuación:

$$c_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 VIX_t + \alpha_2 fl_{i,t} VIX_t + \alpha_3 fl_{i,t-1} VIX_{t-1} + \alpha_4 X_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

- Donde $c_{i,t}$ pueden ser los retornos del mercado bursátil, el crecimiento del apalancamiento de los bancos o el precio de las viviendas.
- $fl_{i,t}$ pueden ser distintos tipos de flujos hacia cada país normalizado por el PIB.
- $X_{i,t}$ es un vector de variables de control.

El impacto del ciclo financiero global (Rey, 2013)

Stock Market Returns $s_{i,t}$ is the Dependent Variable (1990-2013)

β_{it}	Credit L	C. nonbank L	Credit A	Debt L	Debt A	Equity L	Equity A
VIX _t	-0.0952*** (-12.64)	-0.0914*** (-12.78)	-0.0951*** (-12.25)	-0.0952*** (-12.66)	-0.0962*** (-12.34)	-0.0959*** (-11.96)	-0.0995*** (-12.94)
Δ VIX _t	-0.1743*** (-15.14)	-0.1669*** (-16.61)	-0.1759*** (-14.71)	-0.1737*** (-14.81)	-0.1751*** (-14.54)	-0.1758*** (-15.51)	-0.1744*** (-13.39)
β_{it} *VIX _t	0.00 (-0.02)	0.0042 (1.17)	0.0002 (0.99)	0.0025* (1.98)	0.0006*** (3.54)	0.0010*** (6.63)	0.0016*** (3.2)
β_{it-1} *VIX _{t-1}	-0.0007* (-1.88)	-0.0012** (-2.13)	-0.0004*** (-5.61)	-0.0005* (-1.77)	0.0006** (2.4)	0 (-0.55)	0.0001 (0.26)
Adj. R2	0.24	0.222	0.234	0.239	0.245	0.254	0.255
N	3042	3267	3073	2924	2971	2631	2770

Note: Fixed effect estimator, standard errors adjusted for clustering on country, t stat in parentheses. All specifications include the control variables and a linear time trend. Each column corresponds to a different specification of the flow in the interacted term.

El impacto del ciclo financiero global (Rey, 2013)

Banking Sector Leverage Growth Δv_{it} is the dependant variable (1990–2013)

Δv_{it}	Credit L	C. nonbank L	Credit A	Debt L	Debt A	Equity L	Equity A
VIX_t	-0.0125*** (-3.84)	-0.0122*** (-3.82)	-0.0127*** (-3.87)	-0.0121*** (-4.02)	-0.0127*** (-3.87)	-0.0140*** (-3.70)	-0.0121*** (-3.43)
ΔVIX_t	0.0164*** (4.06)	0.0167*** (4.4)	0.0171*** (4.44)	0.0167*** (4.26)	0.0174*** (4.39)	0.0175*** (4.49)	0.0190*** (4.81)
$\Delta v_{it} * VIX_t$	0.00 (1.28)	0.0014 (-1.39)	0 (0.67)	0.0007 (1.09)	0 (0.89)	0 (-0.36)	0.0005 (1.24)
$\Delta v_{it} - \Delta v_{it-1} * VIX_{t-1}$	-0.0002 (-0.61)	0.0014 (-1.43)	0 (-0.56)	0.0001 (0.34)	0.0001 (0.67)	0 (0.29)	-0.0003 (-1.18)
Adj. R2	0.01	0.008	0.008	0.009	0.008	0.007	0.011
N	2,352	2,405	2,370	2,273	2,332	2,018	2,167

Fixed effect estimator, standard errors adjusted for clustering on country, t-stat in parentheses. All specifications include the control variables and a linear trend.

El impacto del ciclo financiero global (Rey, 2013)

House Price Inflation $h_{i,t}$ is the dependant variable (1990-2013)

β_{it}	Credit L	C.nonbank L	Credit A	Debt L	Debt A	Equity L	Equity A
VIX	-0.0174*** (-3.66)	-0.0127*** (-3.68)	-0.0170*** (-3.52)	-0.0183*** (-3.52)	-0.0179*** (-3.74)	-0.0166*** (-3.60)	-0.0178*** (-3.36)
ΔVIX_t	0.0073*** (2.91)	0.0051*** (-2.03)	0.0072*** (2.88)	0.0076*** (2.87)	0.0082*** (3.5)	0.0081*** (4.33)	0.0074*** (2.89)
$\beta_{it} * VI$ X^c	0.00 (1.04)	0.001 (-0.99)	0.0001 (1.07)	0.0003 (1.16)	0 (0.3)	0 (0.59)	0.0001 (0.65)
$\beta_{it-1} * VIX$ $t-1$	0.0001 (1.00)	0.0018 (-1.11)	0 (-0.09)	0.0001 (0.56)	0 (0.08)	0 (-0.02)	0.0001 (0.59)
Adj. R2	0.07	0.064	0.068	0.066	0.063	0.058	0.076
N	2,335	2,490	2,358	2,263	2,303	2,044	2,166

El impacto del ciclo financiero global

- Existe un ciclo financiero global compuesto fundamentalmente por la política monetaria de los países centrales y por la aversión al riesgo en los mercados más importantes.
- Este ciclo, que se origina en el *centro*, es transmitido hacia la *periferia* a través de los principales bancos globales.
- En las economías emergentes, el ciclo financiero global se manifiesta en los rendimientos de los activos financieros, el endeudamiento (privado) y la dinámica del mercado inmobiliario.
- Los capitales tienden a moverse más es sintonía con los factores *push*. Esto implica que por más que algunos países exhiban *fundamentals* sólidos, esto no los vuelve inmunes a los vaivenes del ciclo financiero global.

Ciclo financiero global y su impacto en América Latina

- El ciclo de América Latina
- El ciclo financiero global
- Relaciones entre los ciclos. Implicancias.

Dilemma, not Trilemma

- Según el *trilemma* en un mundo integrado financieramente los regímenes cambiarios fijos en las economías periféricas tienden a importar la política monetaria de los países centrales. Por lo tanto, si existe plena movilidad de capitales resulta imposible combinar una política monetaria autónoma con un régimen cambiario administrado.
- En tanto el capital se mueva libremente, el ciclo financiero global restringe la política monetaria local de los países periféricos, con independencia del régimen cambiario adoptado.
- El tradicional *trilemma* se convierte así en un dilema que Rey (2013) sintetiza de la siguiente manera: solo es posible conducir una política monetaria autónoma si la cuenta financiera es administrada (ya sea de forma directa mediante controles a los flujos de capitales o de forma indirecta, a través de la política macroprudencial).

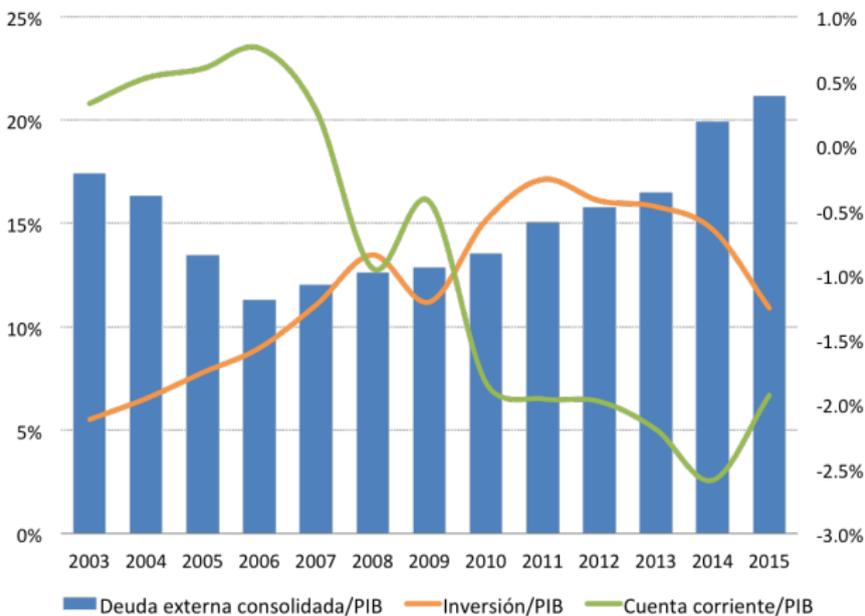
Persistentemente periféricos

- Siguiendo el espíritu de los estructuralistas Fischer (2015) plantea que la integración financiera de la periferia también se caracterizó por relaciones de dependencia, subordinación y jerarquía.
- Diferencias de status entre monedas. A mayor status, mayor capacidad para diferir el ajuste externo. Mientras menor status, mayor exposición al ciclo financiero global y a la voluntad de los acreedores externos.
- Más allá de algunas experiencias que demuestran la capacidad de agencia de los países periféricos, los principios sistémicos que rigen el funcionamiento de la hegemonía de los países centrales y la subordinación de la periferia en torno a ellos a través de la tecnología, la industria y las finanzas, siguen siendo operativos.

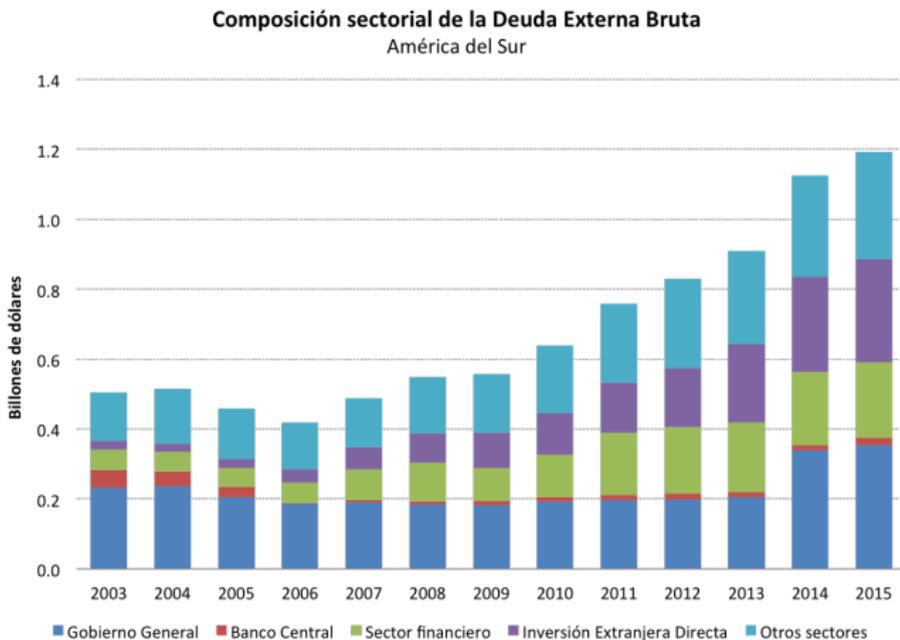
Persistentemente periféricos

- La integración subordinada -e insuficientemente regulada- a los mercados financieros internacionales no solo permite que el ciclo financiero internacional penetre en nuestras economías imponiendo límites a la autonomía de la política económica, sino que además puede inducir ciclos de inestabilidad financiera a nivel local, de la manera descrita por Minsky (1977).
- Según el BIS el crédito total otorgado en dólares a mercados externos entre 2009 y 2014 ascendió a USD 9,8 billones (McCauley et al, 2015). Gran parte de este financiamiento fue destinado al sector corporativo con fines que difícilmente puedan asociarse con inversiones productivas.

Utilización del endeudamiento externo



Utilización del endeudamiento externo

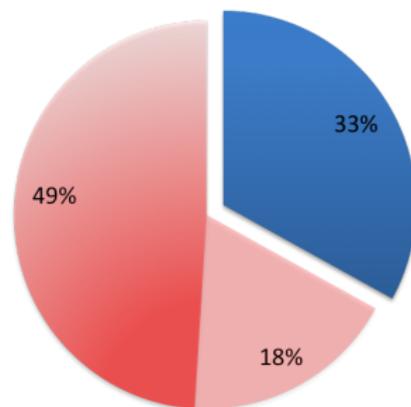


El caso de la IED

- Algunas investigaciones recientes el período post-crisis concluyen que las firmas utilizaron la mayor parte del crédito para realizar operaciones de *carry trade* (tomar deuda en los mercados externos (a tasas muy bajas) para realizar inversiones financieras en el mercado local (con retornos más altos)).
- En los casos en los que se observa un aumento de la inversión productiva esto sucede sobre todo en los sectores intensivos en recursos naturales (UNCTAD, 2016).
- A partir de un estudio de las hojas de balance de las filiales de las principales empresas transnacionales que operan en la región, encontramos una creciente orientación de los flujos de IED a operaciones de naturaleza financiera.

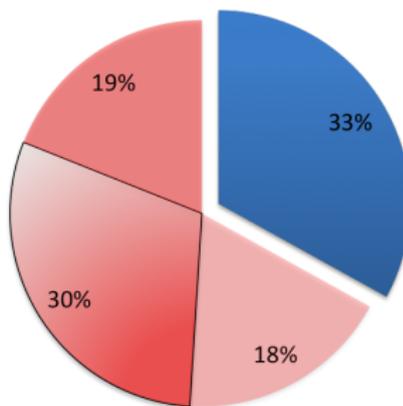
La IED - Buen colesterol?

- IED \leq Inversión real
- IED > Beneficios Retenidos \leq Inversión Real
- IED > Beneficios Retenidos > Inversión Real



La IED - Buen colesterol?

- $IED \leq$ Inversión real
- $IED >$ Beneficios Retenidos \leq Inversión Real
- [$IED >$ Beneficios Retenidos $>$ Inversión Real] con Aumento Pasivo
- [$IED >$ Beneficios Retenidos $>$ Inversión Real] sin Aumento Pasivo



El caso de la IED

- Analizando el caso de Colombia, por ejemplo, Botta, Godin y Misaglia (2015) muestran cómo el ingreso de inversión extranjera directa orientada a los sectores energético y minero induce una apreciación cambiaria que no solo afecta negativamente a la industria local, sino que propicia el ingreso de capitales especulativos de corto plazo que refuerzan este proceso.
- La apreciación cambiaria y la repatriación de utilidades le imprimen a la cuenta corriente un fuerte peso negativo cuya contracara es la acumulación de deuda externa.
- El país queda así vulnerable ante factores que escapan a su control.

El ciclo financiero global y su impacto

- Existe un ciclo financiero global, cuyo epicentro se encuentra en los países centrales y que se transmite hacia la periferia a través del accionar de los grandes bancos y empresas.
- El tipo de inserción externa adoptada por América Latina la vuelve especialmente sensible a los múltiples shocks producidos por este ciclo (dominancia de balance de pagos).
- Como resultado de ello, la región está expuesta a una elevada volatilidad que, a su vez, condiciona fuertemente las posibilidades de desarrollo.
- En un mundo de predominio de las finanzas la autonomía de política necesaria para promover el desarrollo requiere de una mayor regulación de los movimientos de capitales (*dilemma*, not *trilemma*).

Estructura de la Presentación

- 1 El Ciclo Financiero Global y su impacto en América Latina
- 2 Manifestación de la financierización en América Latina
- 3 Nuevas formas de vulnerabilidad externa

Financierización

- Como planteaba Lapavitsas (2014), la actual fase de financierización se caracteriza esencialmente por cambios en los comportamientos de los principales actores económicos.
- Las empresas no financieras se desligan de los bancos y pasan a participar activamente en los mercados financieros.
- Los bancos dejan de enfocarse solamente en las actividades de intermediación y se concentran crecientemente en el *trading* y la oferta de productos a los hogares.
- Los hogares son incluidos forzosamente a participar de los mercados financieros.
- Para el análisis de este proceso en América Latina nos enfocaremos en la conducta de los bancos comerciales y el banco central.

Bancos centrales periféricos

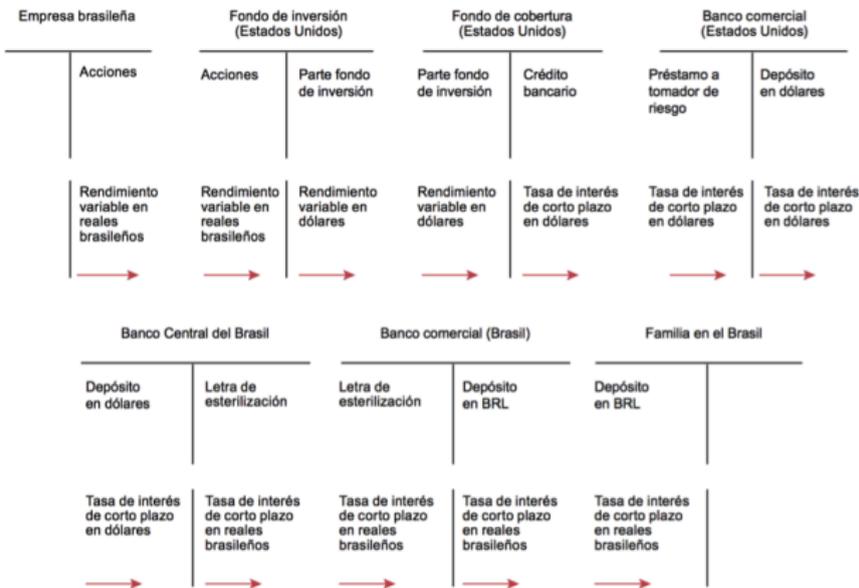
- El carácter subordinado bajo el cual las economías periféricas se hallan insertas en el sistema monetario internacional en el marco de la desregulación de los flujos de capitales y del predominio del ciclo financiero internacional resignificó el rol de los bancos centrales.
- Torija-Zane (2015) los denomina "bancos centrales periféricos".
- En los tiempos de Bretton Woods estos tenían como objetivo garantizar la paridad de sus monedas con respecto al dólar.
- El bajo grado de integración financiera internacional les permitía un mayor grado de libertad -y eficacia- para enfocarse en los asuntos de la economía local.
- El ascenso de las finanzas post-Bretton Woods los liberó de la necesidad de garantizar una paridad cambiaria pero, al mismo tiempo, les quitó autonomía para controlar la evolución del sistema monetario local.

Ejemplo

- Una empresa brasileña se financia en el mercado local mediante la emisión de acciones, que son compradas por un fondo de inversión estadounidense.
- En ese acto, se produce un ingreso de divisas, parte del cual es absorbido por el banco central, lo cual contribuye al aumento del stock de reservas internacionales.
- En general, estas adoptan la forma de bonos del Tesoro de Estados Unidos adquiridos en los mercados secundarios. Se produce así el "reciclaje" del ahorro externo.
- Los fondos de las instituciones financieras del Norte que se desprenden de los bonos del Tesoro constituyen una fuente de liquidez que se destina al financiamiento de fondos de inversión que, a partir de ello, puede realizar nuevas inversiones en Brasil o cualquier otra economía emergente.

Ejemplo

Caso 2: cadena global de agentes que toman riesgos



Ejemplo

- Los bancos centrales periféricos no son entonces instituciones autónomas comprometidas únicamente con el control de la inflación y la estabilidad financiera local, sino que constituyen una pieza clave en el sistema financiero global.
- Su función consiste en la captación de recursos internos (ya sea ofreciendo títulos de bajo riesgo, ya sea propios o del gobierno, o remunerando las reservas de los bancos) para ser invertidos en activos externos seguros (los que en su balance aparece como las reservas internacionales).
- Esta inversión en activos externos contribuyen, como se explicó anteriormente, al financiamiento de no residentes tales como fondos de inversión e incluso hogares de bajos recursos (como ocurrió, por ejemplo, con el caso de las hipotecas *subprime*).

Bancos centrales periféricos

- Torija-Zane (2015) analiza el rol de los bancos centrales de la región siguiendo un enfoque contable.
- El balance del banco central puede expresarse (en términos de flujos) como:

$$\Delta BM + \Delta L + \Delta FL + \Delta DG + \Delta K = \Delta A^* + \Delta A + \Delta AG + \Delta R$$

- Donde BM es la base monetaria, L es la deuda con residentes, LF es la deuda con no residentes, DG son los depósitos del gobierno, ΔK son las ganancias de capital, A son los activos distintos de reservas y títulos del gobierno, AG son los activos emitidos por el gobierno, A^* son las reservas y R son los redescuentos.

Bancos centrales periféricos

$$\Delta BM + \Delta L + \Delta FL + \Delta GD + \Delta K = \Delta A^* + \Delta A + \Delta AG + \Delta R$$

- Definiendo a:

$$ADN = A + R - K - L$$

$$AEN = A^* - FL$$

$$ADNG = AG - DG$$

- Donde ADN son los activos domésticos netos excluyendo al gobierno, $ADNG$ son los activos domésticos netos en relación con el gobierno y AEN son los activos externos netos. Podemos definir:

$$\Delta BM = \Delta ADN + \Delta ADNG + \Delta AEN$$

Cuatro tipos de intermediación

$$\Delta BM = \Delta ADN + \Delta ADNG + \Delta AEN$$

- Esta identidad contable nos permite no solo saber la orientación de la política monetaria del Banco Central (siempre que aumente BM será expansiva) sino también el tipo de intermediación que está adoptando.
- Intermediación puramente interna: el banco central capta recursos internos a través de un incremento de los pasivos no monetarios (que reducen ADN o aumentan DG) y los invierte en activos internos (aumentando ADN o AG).
- Intermediación entre residentes y no residentes para financiar al resto del mundo: el banco central capta recursos internos y los invierte en activos externos (aumentando AEN). Al respecto se destacan dos mecanismos: la "esterilización" de las compras de divisas (que disminuye ADN) y la compra de divisas a cuenta de un ahorro público (mediante el incremento de DG).

Cuatro tipos de intermediación

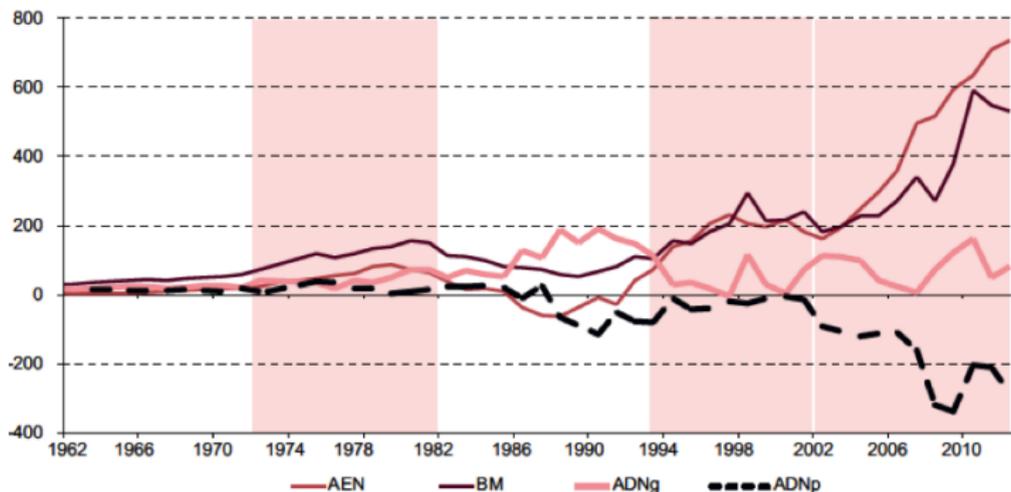
$$\Delta BM = \Delta ADN + \Delta ADNG + \Delta AEN$$

- Intermediación entre residentes y no residentes para financiar la economía local: el banco central obtiene recursos a partir de su endeudamiento con no residentes y financia la economía local. Un ejemplo es el uso de recursos del FMI para asistir a los bancos en un escenario de crisis de liquidez en moneda extranjera.
- Intermediación entre no residentes: el banco central capta recursos externos y los recicla vía la acumulación de reservas internacionales. Un ejemplo de este circuito de financiamiento es el de la suscripción de una letra de esterilización por un no residente, lo que deriva en un nuevo incremento de los activos externos.

Bancos centrales periféricos

América Latina (8 países seleccionados)^a: estado de situación patrimonial del banco central, 1962-2012

(En miles de millones de dólares, a precios de 2013)



Cinco etapas en el rol de los Bancos Centrales

- 1945-1972: Hasta mediados de la década de 1970, la tarea de intermediación de los bancos centrales de América Latina fue esencialmente local, con estos participando en diversos grados del esquema llamado de "represión financiera".
- El incremento de la base monetaria es atribuible al aumento del financiamiento al gobierno (ADNG) y a otros agentes, sobre todo del sector financiero (ADN).
- Los Bancos Centrales de América Latina se asemejaron bastante a los Bancos Centrales "centrales": su tarea de intermediación buscaba enmarcar el crecimiento del sistema monetario local.
- El "respaldo" de la base monetaria en las reservas internacionales netas se situó en apenas un 20 %.

Cinco etapas en el rol de los Bancos Centrales

- 1973-1980: Fin del sistema de Bretton Woods y aumento significativo de los flujos de capital transfronterizos que siguió a los shocks petroleros.
- Incremento sustancial de las reservas internacionales netas de los bancos centrales de América Latina, que alcanzan un máximo en 1979.
- La tasa de cobertura de la base monetaria trepó al 60%.
- La acumulación de reservas internacionales se debió al aumento de las intervenciones cambiarias en un contexto de crecimiento de los préstamos de bancos internacionales que canalizaron la liquidez excedente proveniente de los ingresos recibidos de los países productores de petróleo.

Cinco etapas en el rol de los Bancos Centrales

- 1981-1991: Volcker shock (aumento de la tasa de interés de 11% en 1979 a 21% en 1981).
- Incremento sustancial de las reservas internacionales netas de los bancos centrales de América Latina, que alcanzan un máximo en 1979.
- Reducción del flujo de crédito hacia la región.
- Crisis de la deuda (dificultad de pagar los intereses).
- Los Bancos Centrales retomaron la tarea de financiar el déficit fiscal (notable alza de ADNg) captando recursos del sector financiero privado (el correlato es la caída de los ADNp desde 1985).

Cinco etapas en el rol de los Bancos Centrales

- 1992-2002: Consenso de Washington. Reformas "estructurales".
- Ámbito amplio acceso al crédito externo. Llegada de inversiones (privatizaciones).
- Acumulación de reservas y reducción de la exposición a la deuda pública, la cual fue colocada al sector privado externo.
- Las reservas internacionales caen hacia el final del período, cuando el régimen vigente entra en crisis.

Cinco etapas en el rol de los Bancos Centrales

- 2003-...: Superada la coyuntura de finales de la década de 1990, los bancos centrales retomaron la tarea de reciclar la sobreabundancia de capitales. Comenzó una nueva etapa en que la tendencia observada en los '90 se consolida y acentúa.
- Crecimiento exponencial de los flujos de capitales hacia la región y consecuente "reciclaje" por parte de los bancos centrales.
- Fuerte acumulación de reservas.
- El rasgo novedoso de este nuevo período es el esfuerzo creciente por "esterilizar" las compras de divisas (marcada caída de los ADN, que se asocia a una emisión creciente de letras del banco central y las ventas de títulos en cartera).

Cambios de conducta inducidos por la Financierización

- El cambio en la función de los bancos centrales periféricos que supone la elevada integración financiera, los ingresos de capitales en la fase de auge del ciclo financiero global y la consecuente acumulación de reservas no solo retroalimentan el volumen de transacciones financieras a escala global sino que inducen cambios de conducta a nivel local.
- Kaltenbrunner y Paineira (2016) muestran, tomando como caso ilustrativo la experiencia de Brasil, que los bancos centrales periféricos se vieron obligados a esterilizar la masa monetaria emitida como contrapartida de la acumulación de reservas.
- Para ello incurrieron en operaciones de pasajes, por medio de las cuales la autoridad monetaria le entrega instrumentos de corto plazo (pasivos emitidos por el propio banco central o bonos del gobierno en poder de la autoridad monetaria) a los bancos a cambio de la liquidez excedente.

Cambios de conducta inducidos por la Financierización

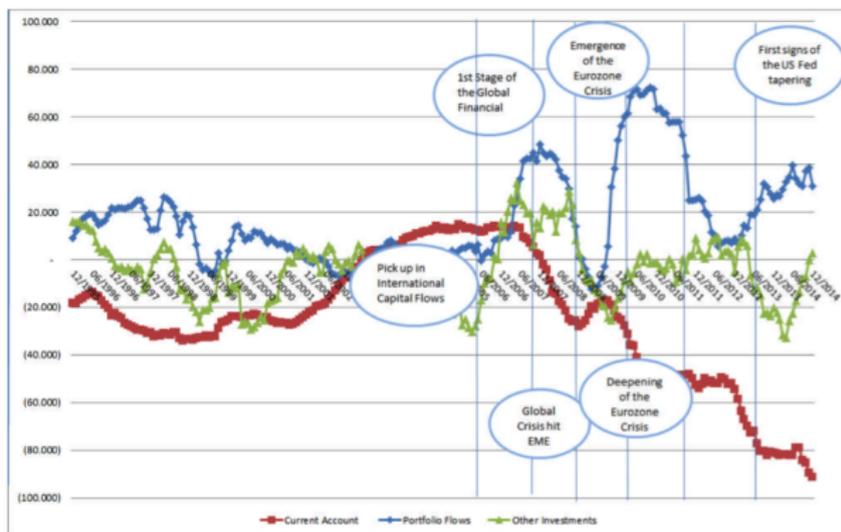
- La tenencia de estos activos de corto plazo le permitió a los bancos emitir pasivos propios de corto plazo bajo la certeza de que siempre podrían responder por ellos (sobre todo en momentos de pánico en los mercados), ya que estos estaban calzados con las operaciones de países.
- Como resultado de esta nueva forma de fondeo los bancos readecuaron también el plazo de las aplicaciones de estos fondos. En particular, se registró un aumento relativo del crédito al consumo (de corto plazo) en detrimento del crédito productivo (inherentemente de más largo plazo).
- Kaltebrunner y Paineira (2016) concluyen entonces que el ingreso masivo de capitales a la periferia pone en marcha una serie de operaciones monetarias que terminan reconfigurando las relaciones financieras entre los diferentes actores.

Secuencia de Kaltenbrunner y Paineira

- Acumulación de reservas vía ingreso de capitales y/o superávit de cuenta corriente.
- Esterilización de la masa monetaria emitida en contrapartida. Aumento de los activos líquidos en posesión de los bancos.
- Incremento de las "pasivos propios" de los bancos.
- Aumento de los activos de corto plazo de los bancos (crédito al consumo).
- Expansión del balance de los bancos, lo cual refuerza el proceso de financierización.

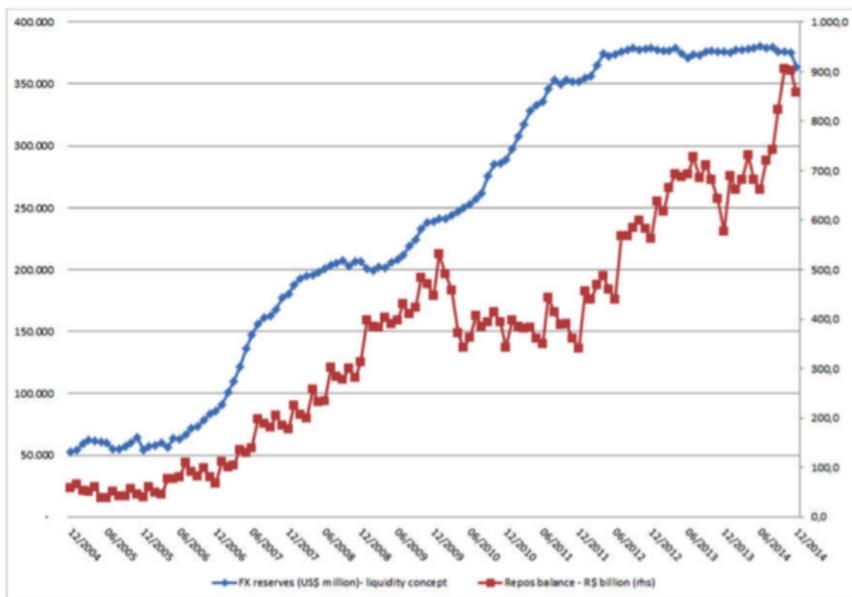
Financierización en Brasil

Figure 1: Net Short-Term Capital Flows and Current Account Balance (US\$ millions)



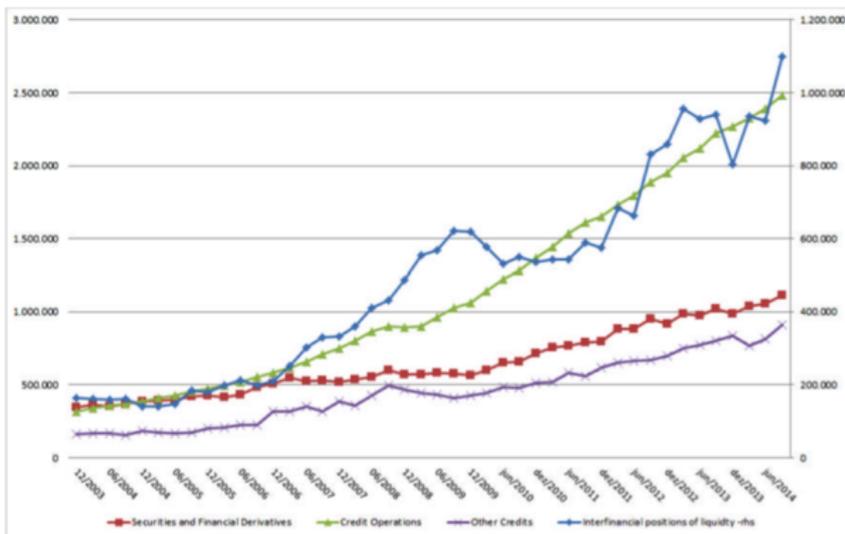
Financierización en Brasil

Figure 2: Foreign Reserves and Monetary Sterilization Operations (repos)



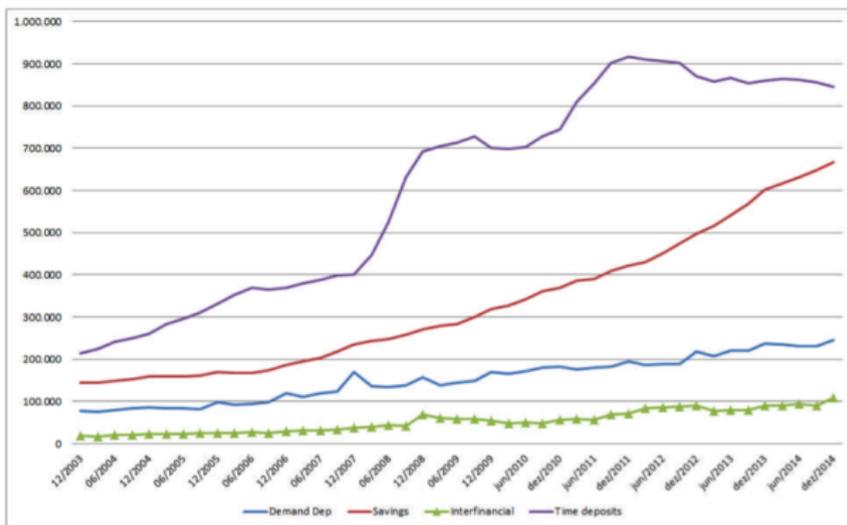
Financierización en Brasil

Figure 3: Brazilian Banking System – Main Assets (R\$ million)



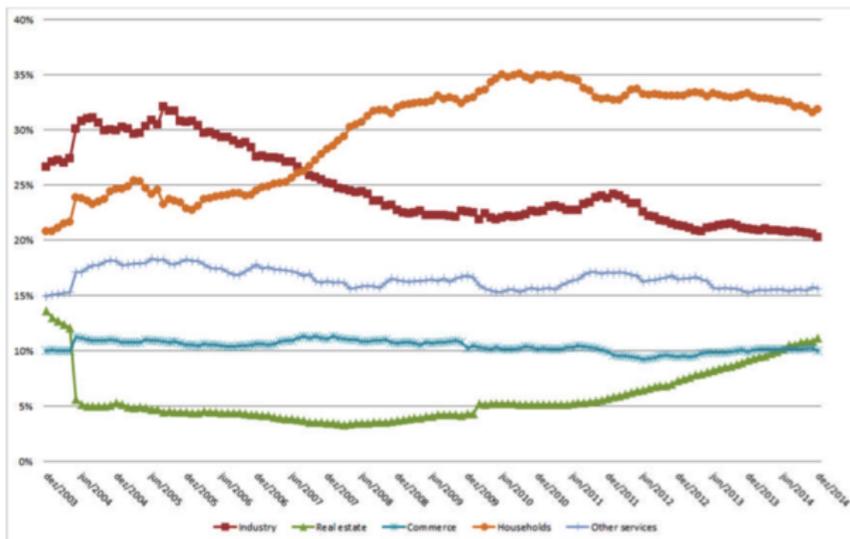
Financierización en Brasil

Figure 4: Types of Banking Deposits (R\$ million)



Financierización en Brasil

Figure 5: Brazilian Financial System – Credit Allocation – Main Items (%)



Repensando el significado de las Reservas

- El proceso de acumulación de reservas internacionales registrado en los últimos años adquiere un cariz distinto.
- A excepción de los casos en los que la acumulación de reservas coincide con excedentes de cuenta corriente, un elevado stock de activos en el banco central no debe interpretarse como reflejo de una situación de holgura externa, sino como el correlato de un cambio de composición de los portafolios de residentes y no residentes.
- Un nivel alto de reservas internacionales no implica que el banco central disponga de un *gran poder de fuego*, ya que la simple liquidación de la posición del inversor extranjero induciría una presión en el mercado cambiario, forzando a la autoridad monetaria a desprenderse de parte de su stock de reservas.

Estructura de la Presentación

- 1 El Ciclo Financiero Global y su impacto en América Latina
- 2 Manifestación de la financierización en América Latina
- 3 Nuevas formas de vulnerabilidad externa

Pecado Original

- Tradicionalmente se argumentaba que los países periféricos habían cometido el "pecado original" de endeudarse en una moneda que no emitían.
- Esto los volvía vulnerables porque su capacidad para poder honrar sus compromisos de deuda estaba supeditada a factores que escapaban a su control (ej: el precio de los commodities).
- La incapacidad de emitir deuda en moneda local resultaba de la implementación de políticas económicas incorrectas y/o de la baja calidad institucional.
- La implementación de instituciones y políticas macroeconómicas adecuadas (bancos centrales independientes, regímenes de metas de inflación, reglas fiscales, etc.) debería aumentar la capacidad de los países para endeudarse en moneda local.

Nuevas formas de vulnerabilidad externa

- Más allá de que muchos países de América Latina avanzaron en la agenda de reformas sugeridas desde las visiones más convencionales (incluso en algunos casos logrando emitir una gran parte de su deuda en moneda local, como en el caso de Brasil), de ninguna manera esto condujo a una reducción de la vulnerabilidad externa.
- Como resultado de esta integración financiera subordinada Kaltenbrunner y Paineira (2016) sostienen que los países periféricos se hallan expuestos a nuevas formas de vulnerabilidad externa, las cuales se vinculan a los movimientos súbitos de los flujos de capitales y del tipo de cambio con independencia de los *fundamentals* exhibidos por el país en cuestión.
- Lo que resulta decisivo es el tamaño del endeudamiento externo bruto y su liquidez, no tanto su denominación.

Nuevas formas de vulnerabilidad externa

- Uno de los rasgos distintivos de la integración financiera subordinada de los países emergentes pareciera ser, entonces, que ninguno está exento de sufrir crisis de liquidez en divisas.
- Si bien siempre será deseable registrar superávits de cuenta corriente y elevados stocks de reservas, estas variables, tradicionalmente usadas como medidas para evaluar la solidez externa de un país, ya no resultan suficientes.
- Por el contrario, el tamaño bruto de los pasivos externos y su grado de liquidez parecen reflejar con mayor precisión la exposición que un país exhibe a los vaivenes del ciclo financiero internacional.

Vulnerabilidad externa en América Latina

