

La recuperación global y la normalización monetaria

¿Como evitar una crónica anunciada?

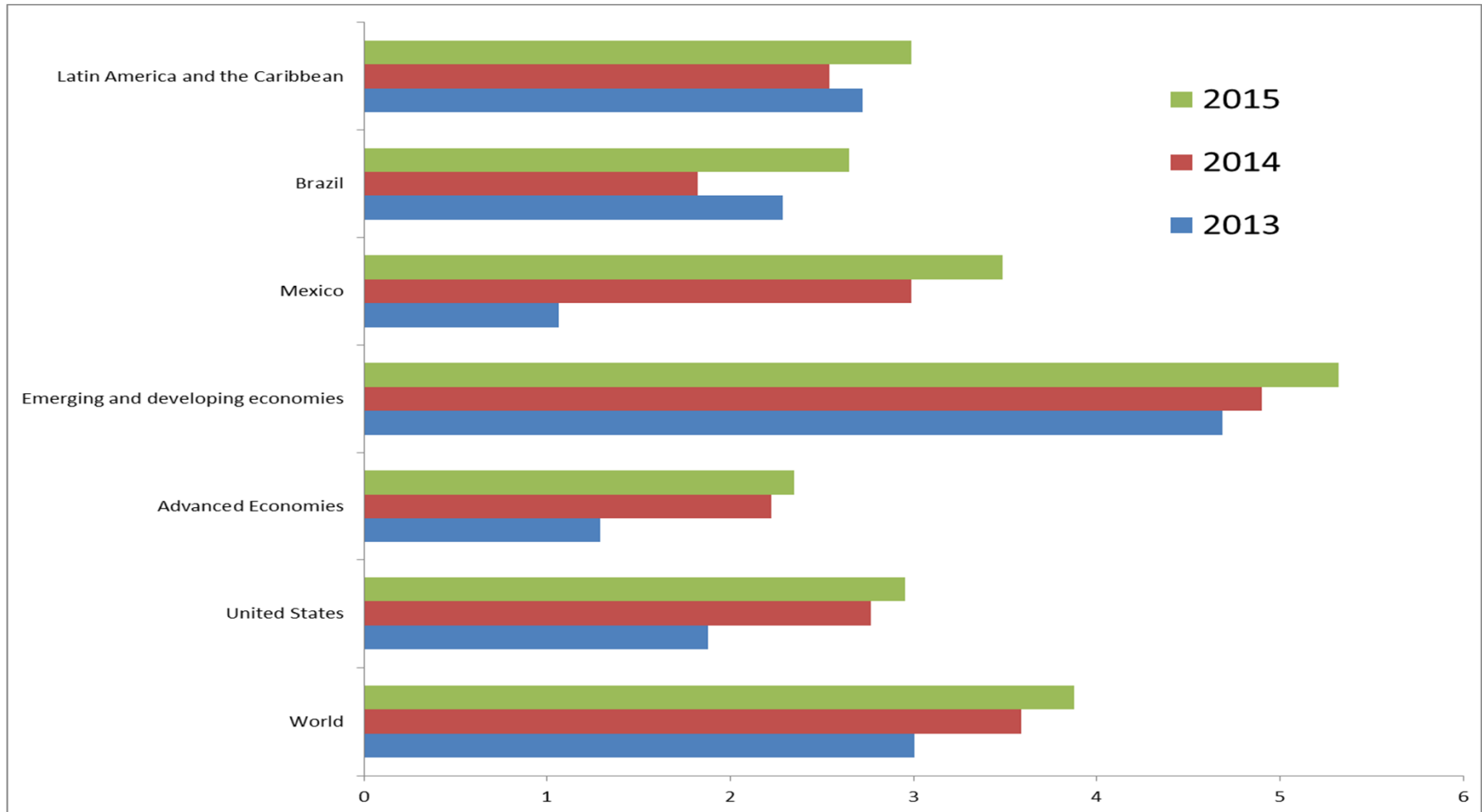
Andrew Powell
Coordinador, Asesor Principal
Departamento de Investigación

Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014
Seminario de Política Monetaria y Estabilidad Financiera,
Banco Central de Nicaragua, Septiembre 25, 2014



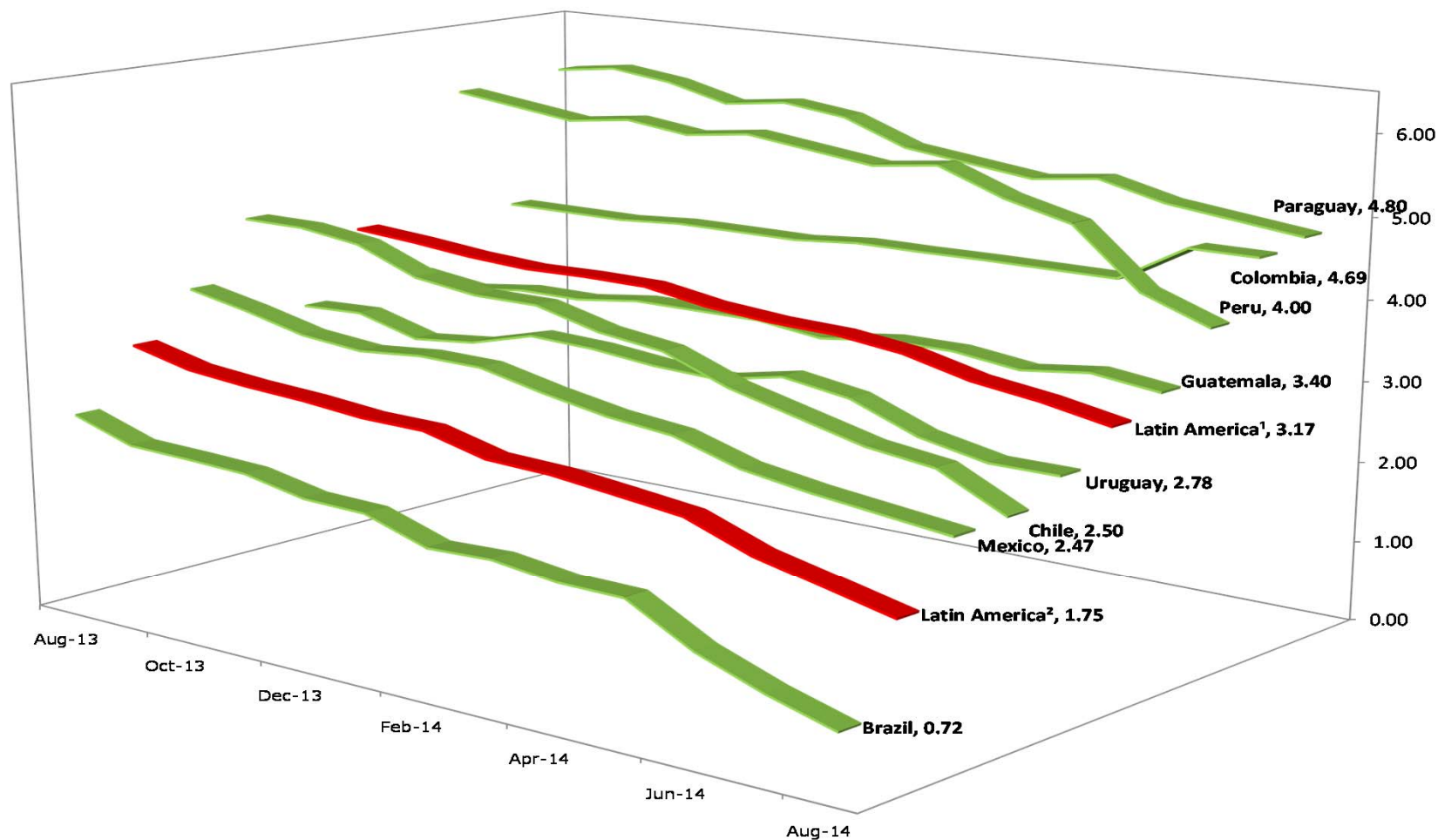
La economía global en recuperación, oportunidades y riesgos

Economía global en camino de recuperación



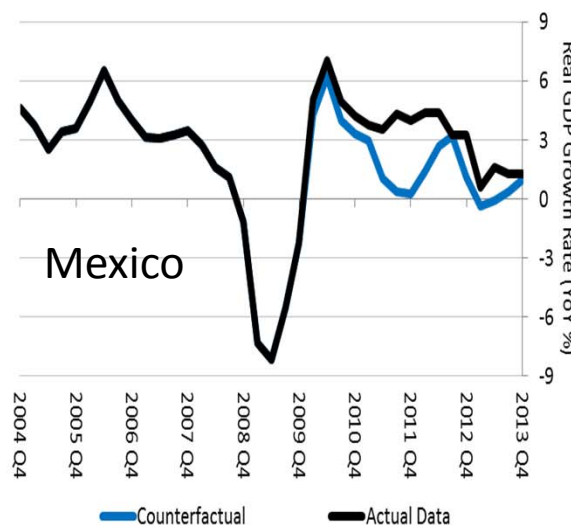
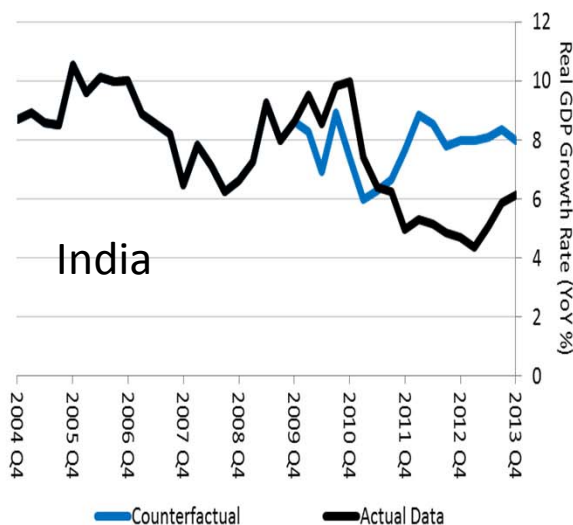
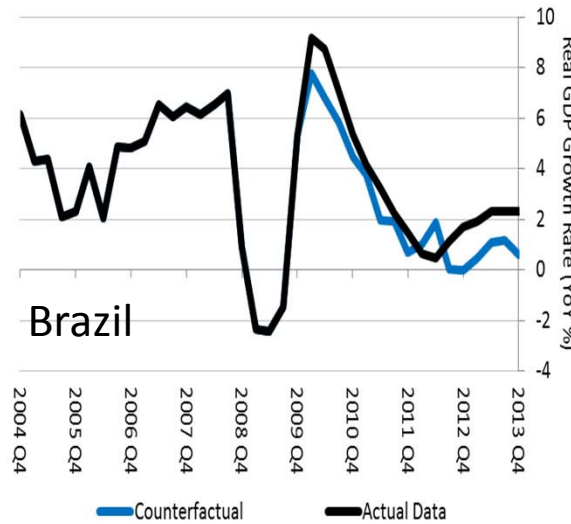
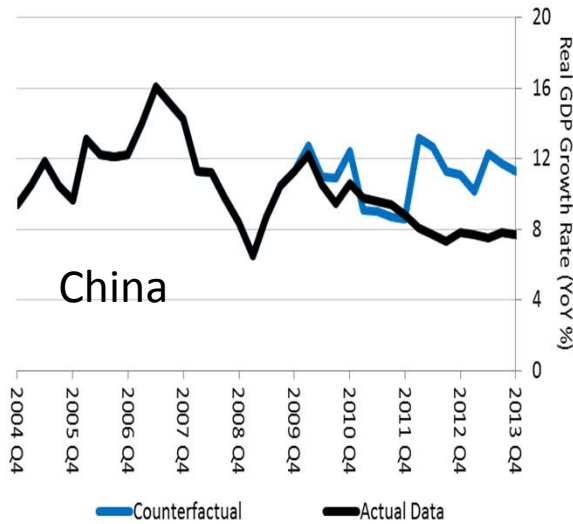
El mundo recuperandose pero siguiendo el WEO de Abril, con crecimiento en LAC de solamente 2,5% para 2014.

Las expectativas de crecimiento para la región bajaron a menos de 2% (ver *Revela* www.iadb.org/revela)



Latin America¹ es el promedio simple y Latin America² es el promedio ponderado por GDP.
Revela incluye solamente los países con un régimen monetario de *metas de inflación*

Y con crecimiento más bajo en los países emergentes más grandes, pero por qué?



Estimamos un modelo (G-VAR) para la economía mundial:

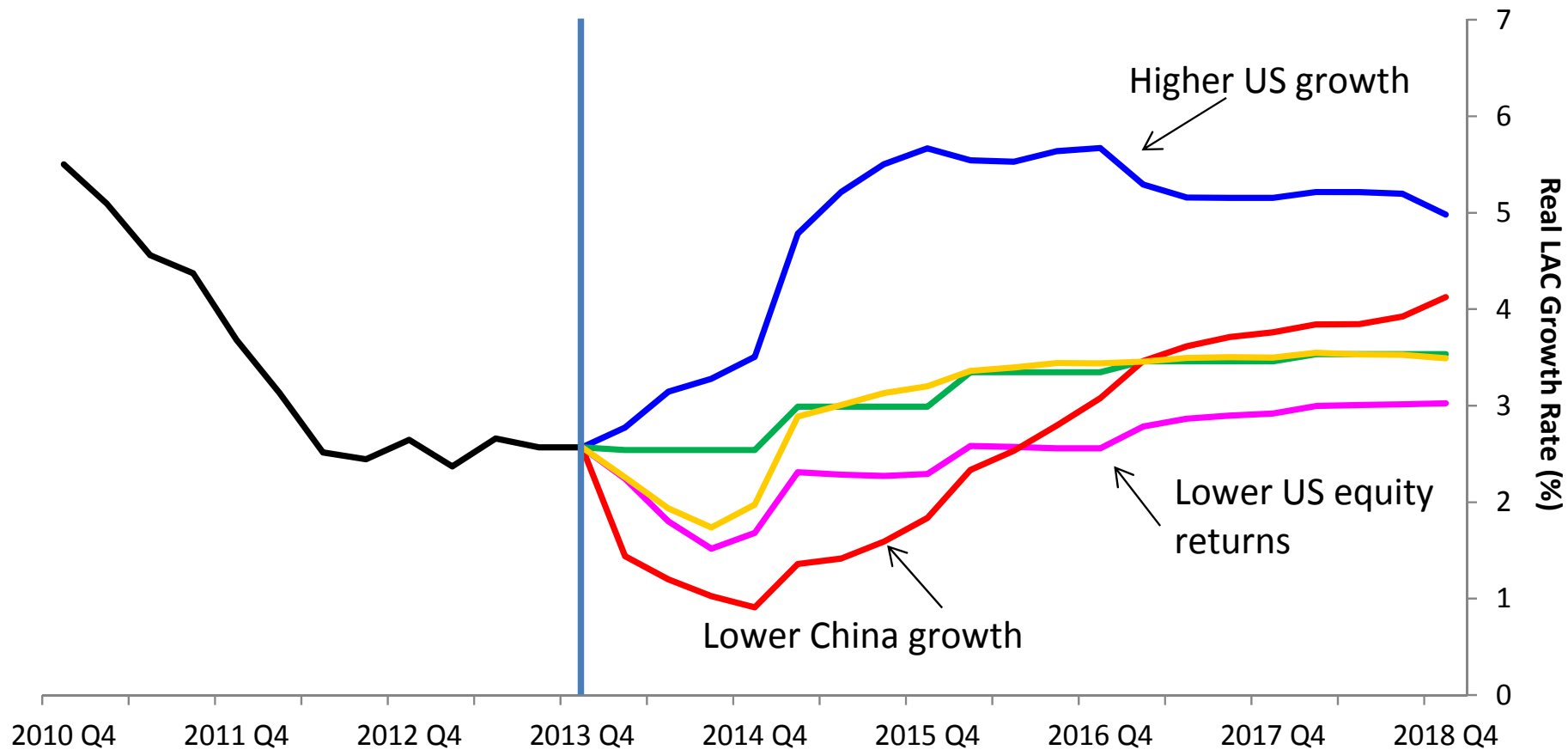
...en simulaciones encontramos que se puede explicar la caída en el crecimiento en Brasil y México dado el crecimiento en los países avanzados

...pero en China y India fue más relacionado con factores internos

Mirando hacia adelante, 3 riesgos significativos

- 1- Riesgo positivo de que la recuperación en EE.UU. sea más fuerte de lo previsto, impulsada por los mercados de la vivienda y laboral
- 2- Sin embargo, eso también puede propiciar una normalización monetaria más rápida de lo anticipado (podría provocar tropezones en el camino)
 - De hecho, el anuncio de una reducción en la tasa de adquisición de activos por parte de la Reserva Federal en mayo de 2013 produjo una volatilidad considerable en las tasas de interés en EE.UU. y en los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes
- 3- Riesgo de menor crecimiento en China (esp. por el rápido crecimiento previo del crédito y los riesgos en el sistema financiero - “shadow banks”)

Escenarios alternativos en función de lo que pase en EE.UU. y China

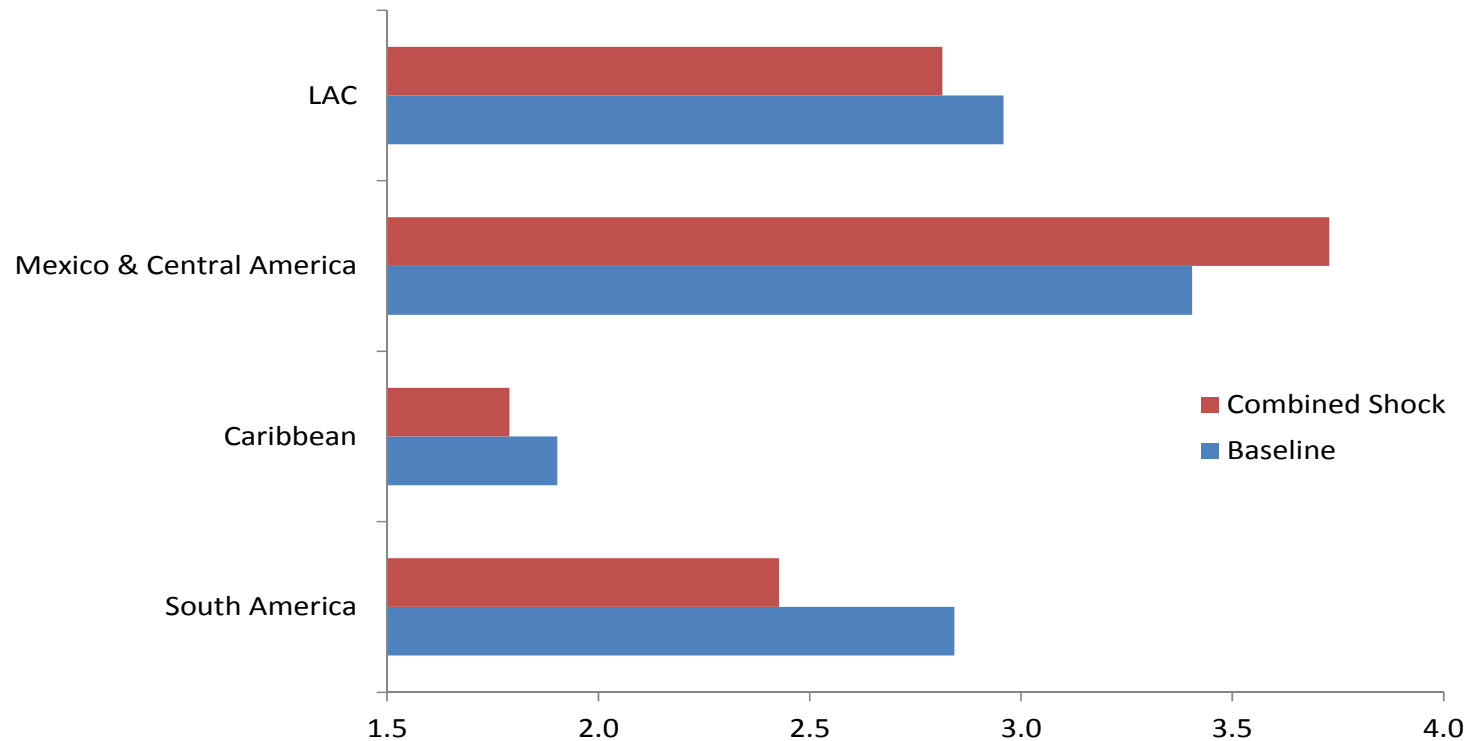


— Actual GDP
— WEO Baseline
— China Growth Shock (5.5% in 2015 vs 7.3%)

— US Growth Shock (4% in 2015 vs 3%)
— US Equity Shock (returns 5% below baseline)
— Combined Shock

Sin embargo, el efecto en diferentes países de la región varía significativamente

Crecimiento promedio 2014-2016 (%)



El shock combinado tiene un efecto ligeramente negativo sobre el crecimiento promedio de la región para el periodo 2014-2016, pero negativo para América del Sur y positivo para México y América Central 8

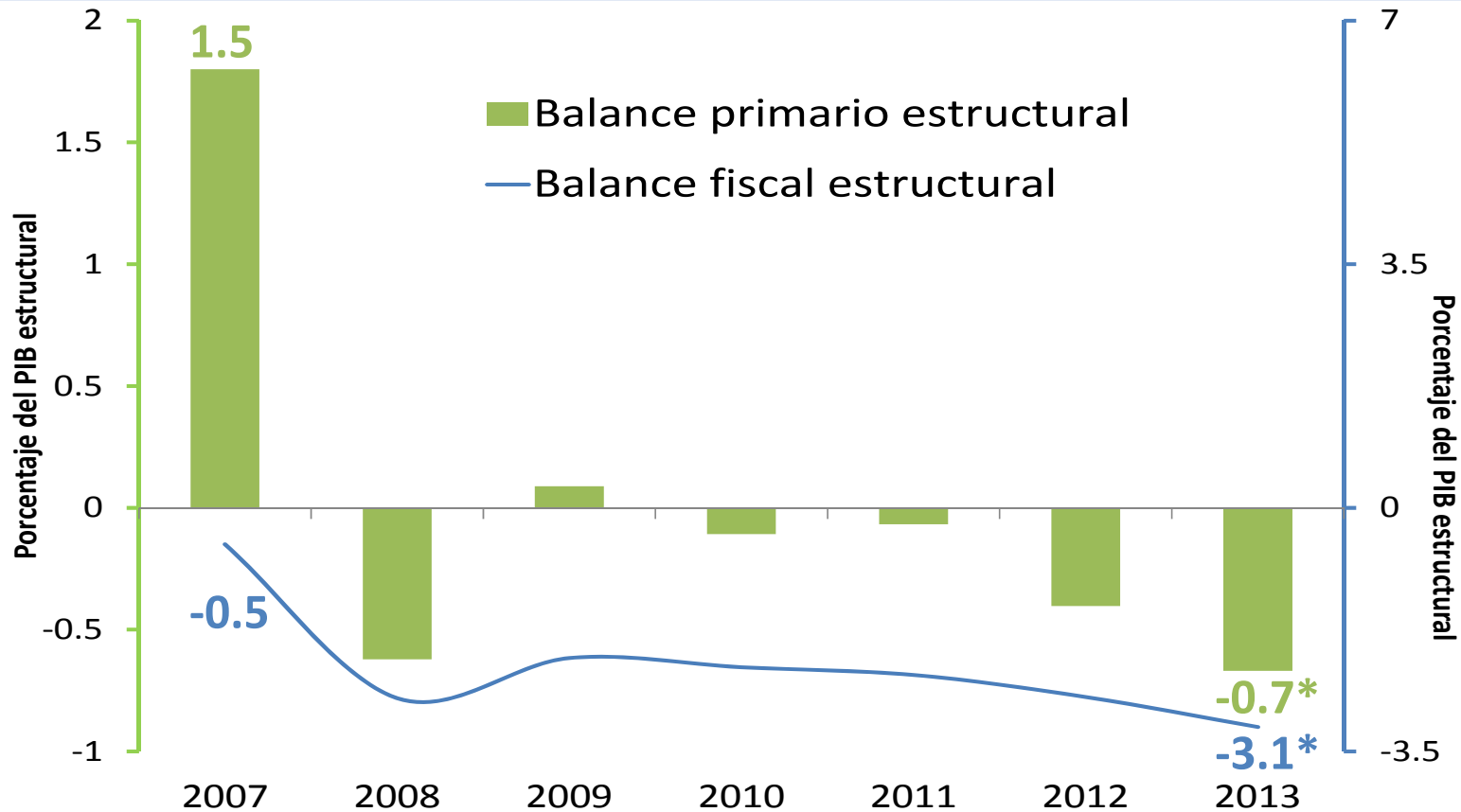
Vulnerabilidades y capacidad de respuesta

- Balances fiscales
- Financiamiento del sector privado
- Política monetaria/cambiaria
- Los riesgos de una Parada Súbita

¿Cuán preparada esta la región para reaccionar ante un shock negativo?

- Se anticipa que la normalización monetaria se desarrollara suavemente y que no habrán sorpresas en la economía China
- No obstante, es importante analizar la capacidad de respuesta de la región ante eventos inesperados

La posición fiscal se ha deteriorado

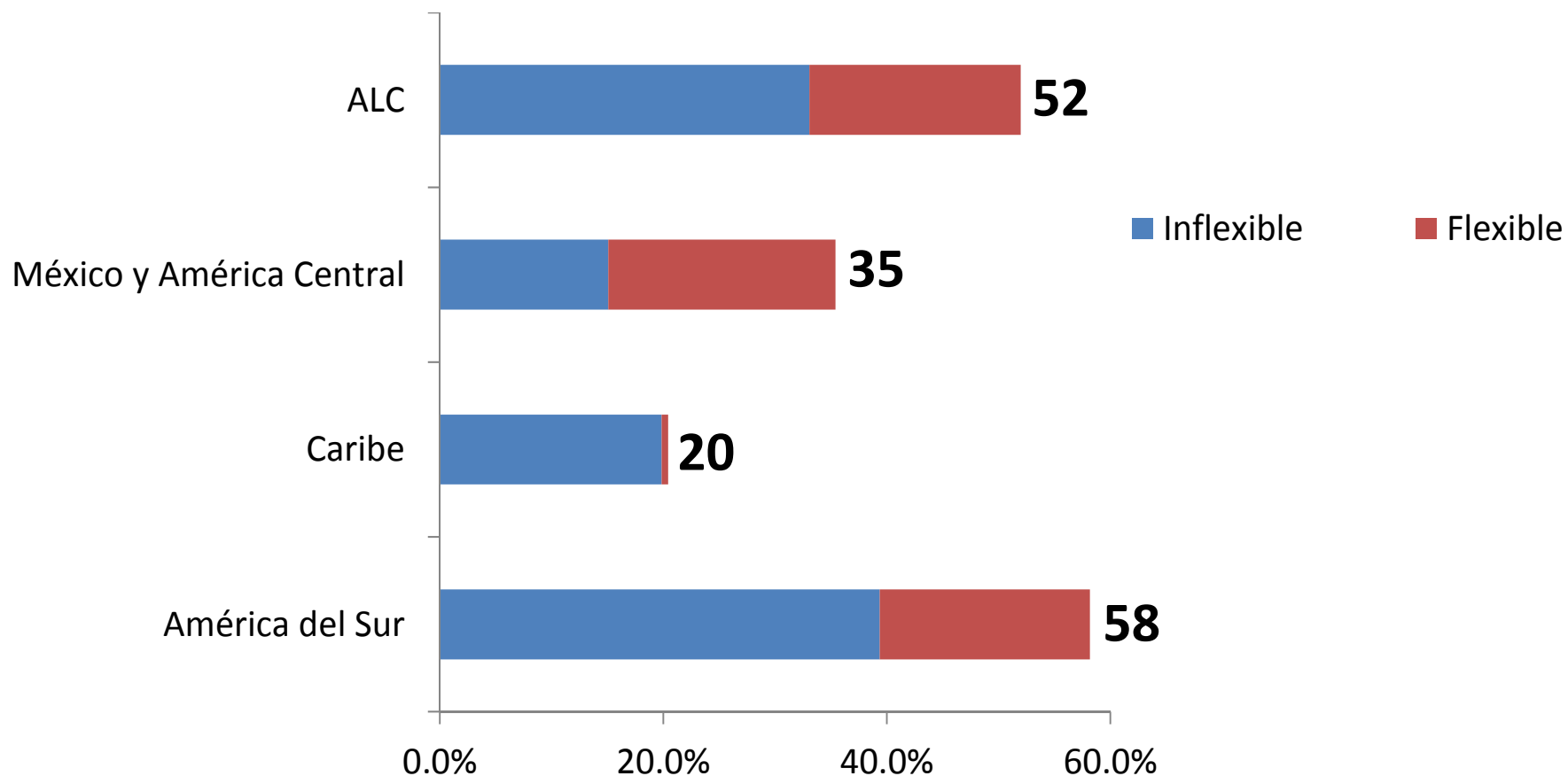


Los balances fiscales se han deteriorado, el déficit fiscal estructural en el país típico representa ahora 3.1% del PIB vs 0.5% en 2007

* Los datos para el 2013 son proyecciones

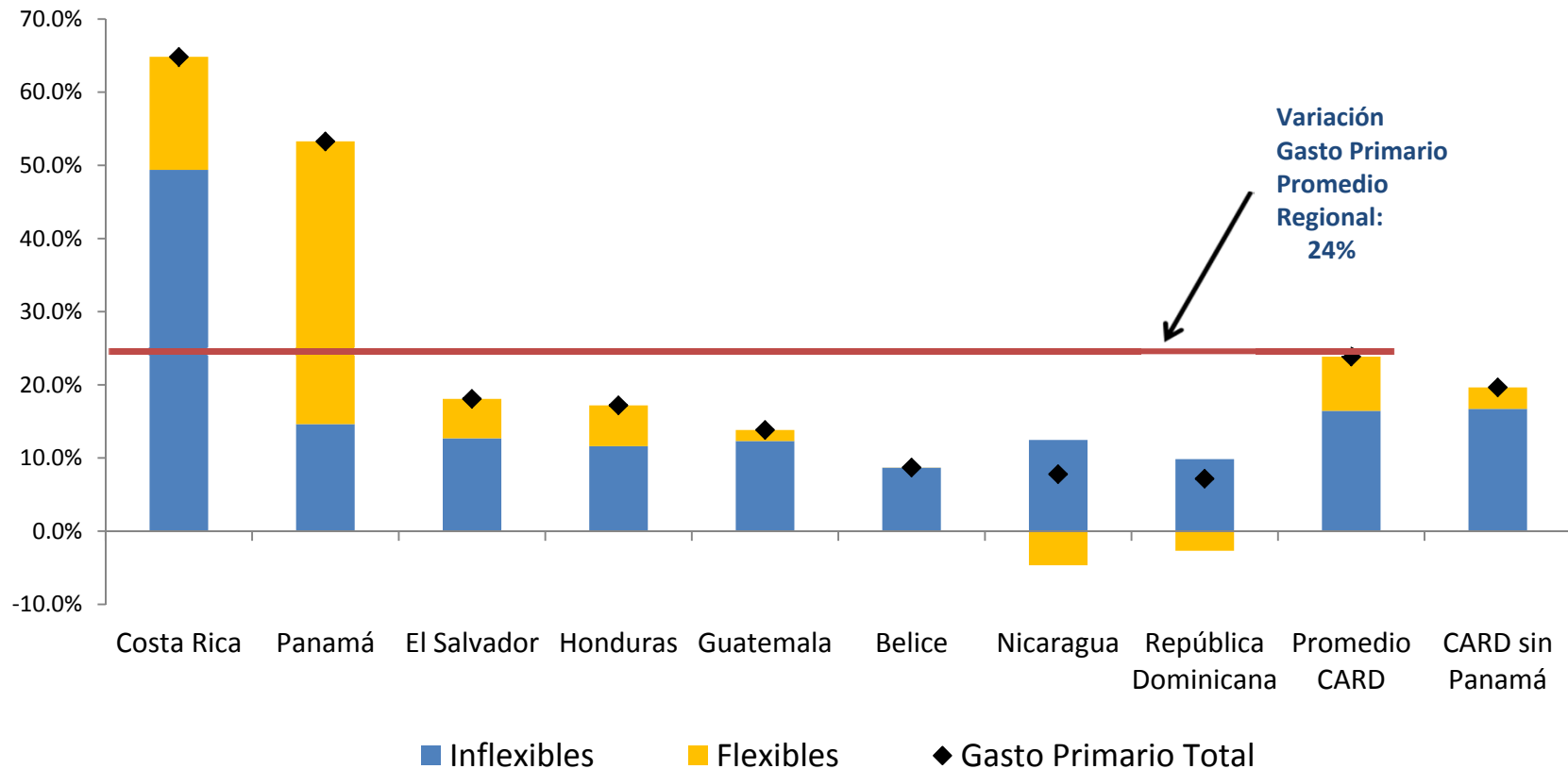
Se expandió el gasto público durante la crisis, pero no se reabsorbió el aumento posteriormente por la inflexibilidad del gasto

Cambio en el gasto real primario 2007-2013 (%)



La inflexibilidad en la expansión del gasto es marcada en América Central

Variación del Gasto Primario Real entre 2007 y 2010



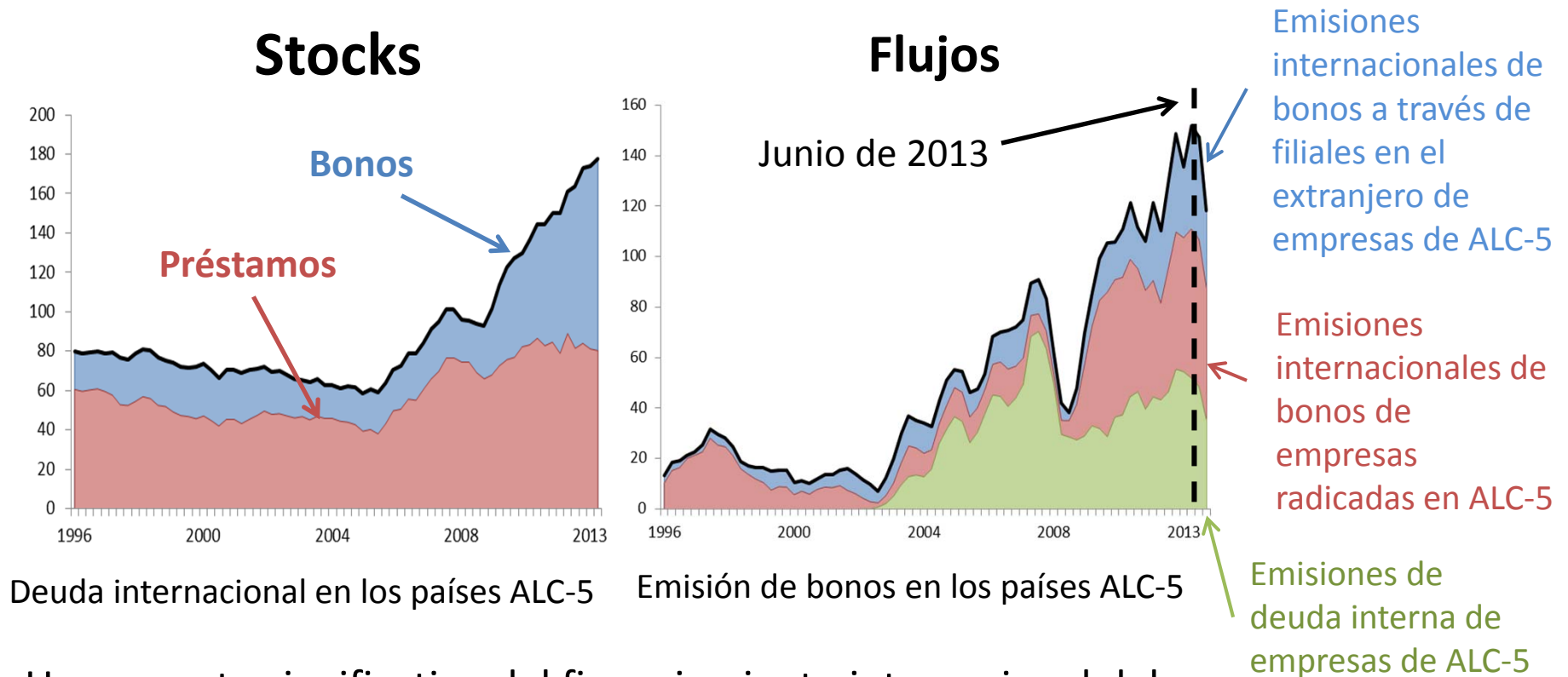
Fuente: “El Mundo Cambió: ¿Cambiará el Crecimiento en Centroamérica?”, BID. Promedio CARD incluye a Belice, Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Costa Rica, Panamá y República Dominicana. Datos para Guatemala muestran variación 2008-2010. Datos de inflación utilizados para obtener cifras reales provienen de WEO.

La región ha superado la pro-ciclicalidad?

- Lamentablemente no podemos concluir que la región ha superado la pro-ciclicalidad fiscal
- Para que la política fiscal sea contra-cíclica en general los déficits estructurales suben en los tiempos malos pero luego tienen que bajar en los tiempos mejores

Financiamiento: cambios en la magnitud y composición.

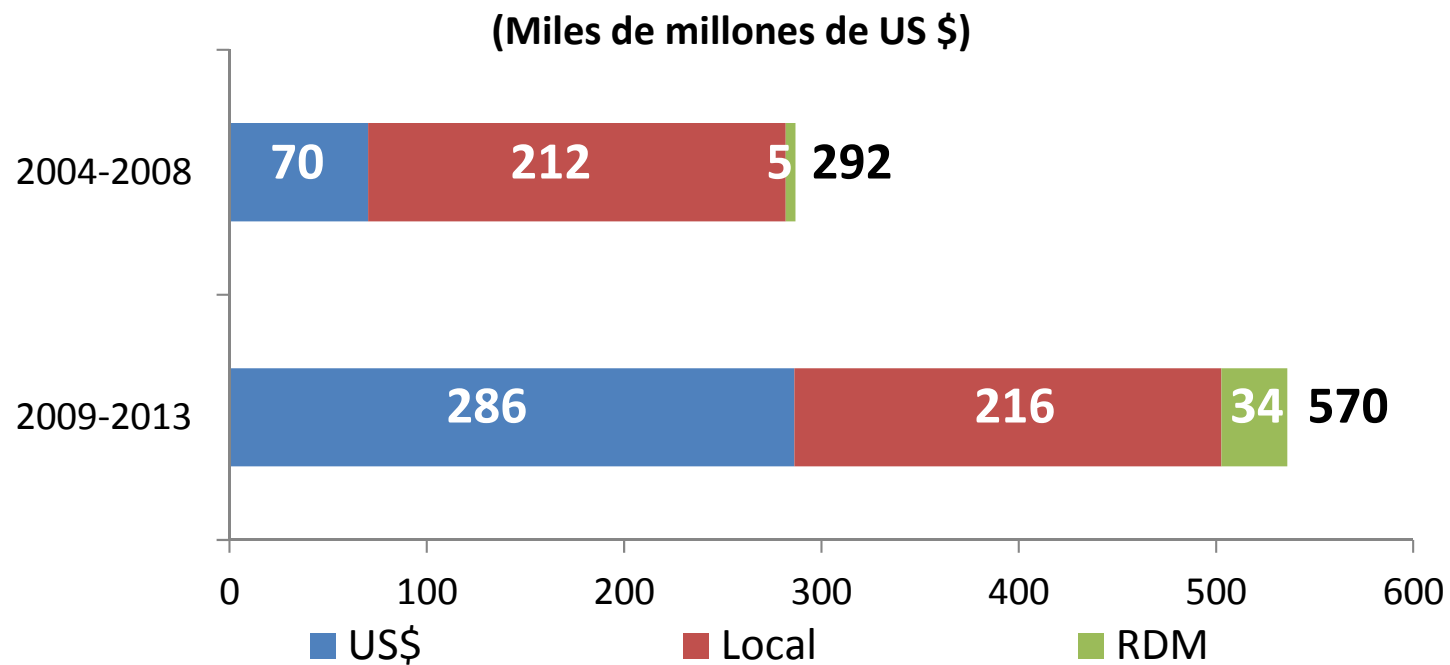
Financiamiento del sector privado (miles de millones de US\$)



Un aumento significativo del financiamiento internacional del sector privado en ALC-5 impulsado tanto por residentes como por filiales en el extranjero

Un giro hacia las emisiones en dólares

Descomposición por moneda de la emisión total de bonos privados en ALC-5



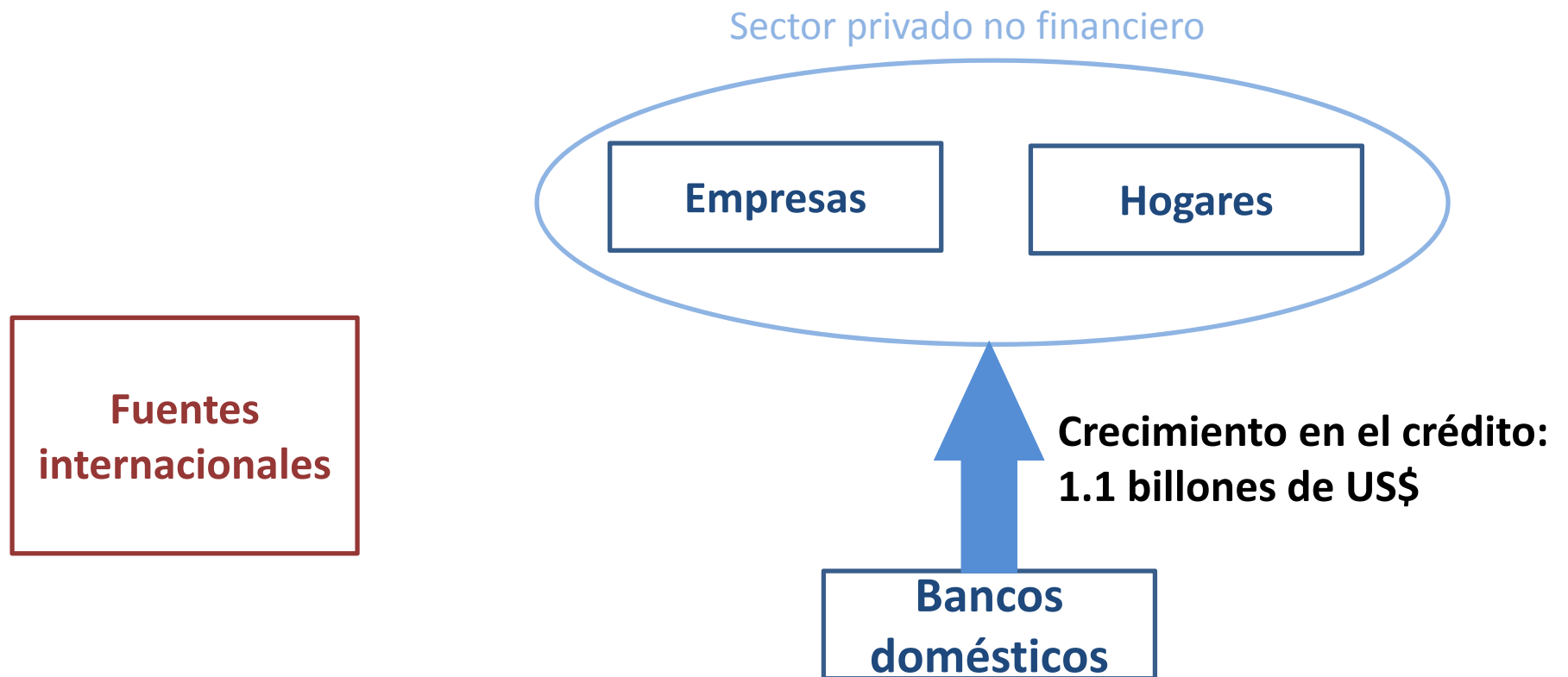
Se necesita un análisis mas detallado de la cobertura cambiara de las empresas

En líneas generales, el crédito doméstico ha crecido considerablemente

- El stock de crédito al sector privado no financiero se duplicó entre 2008 y 2013 (pasó de 1 billón de US\$ a 2.1 billones de US\$ en ALC-4*)
- Por un lado, esto puede ser positivo puesto que la región aún exhibe menos bancarización que las economías avanzadas y otros países emergentes
- Sin embargo, esto también puede acarrear otros riesgos, dependiendo de como se haya financiado el crecimiento del crédito

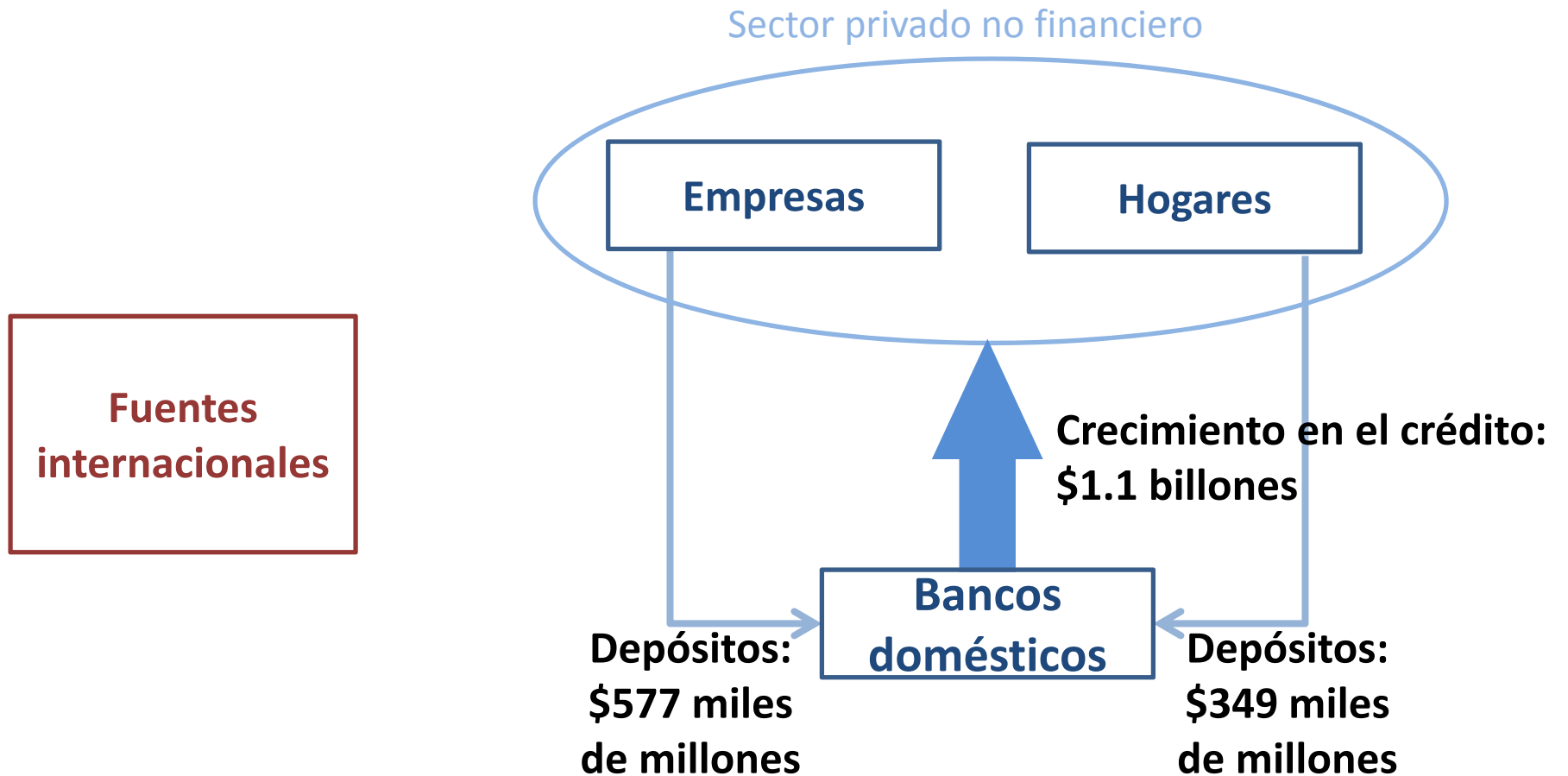
*ALC-4 : Brasil, Chile, Colombia y México

Flujo de capital en “ALC-4”

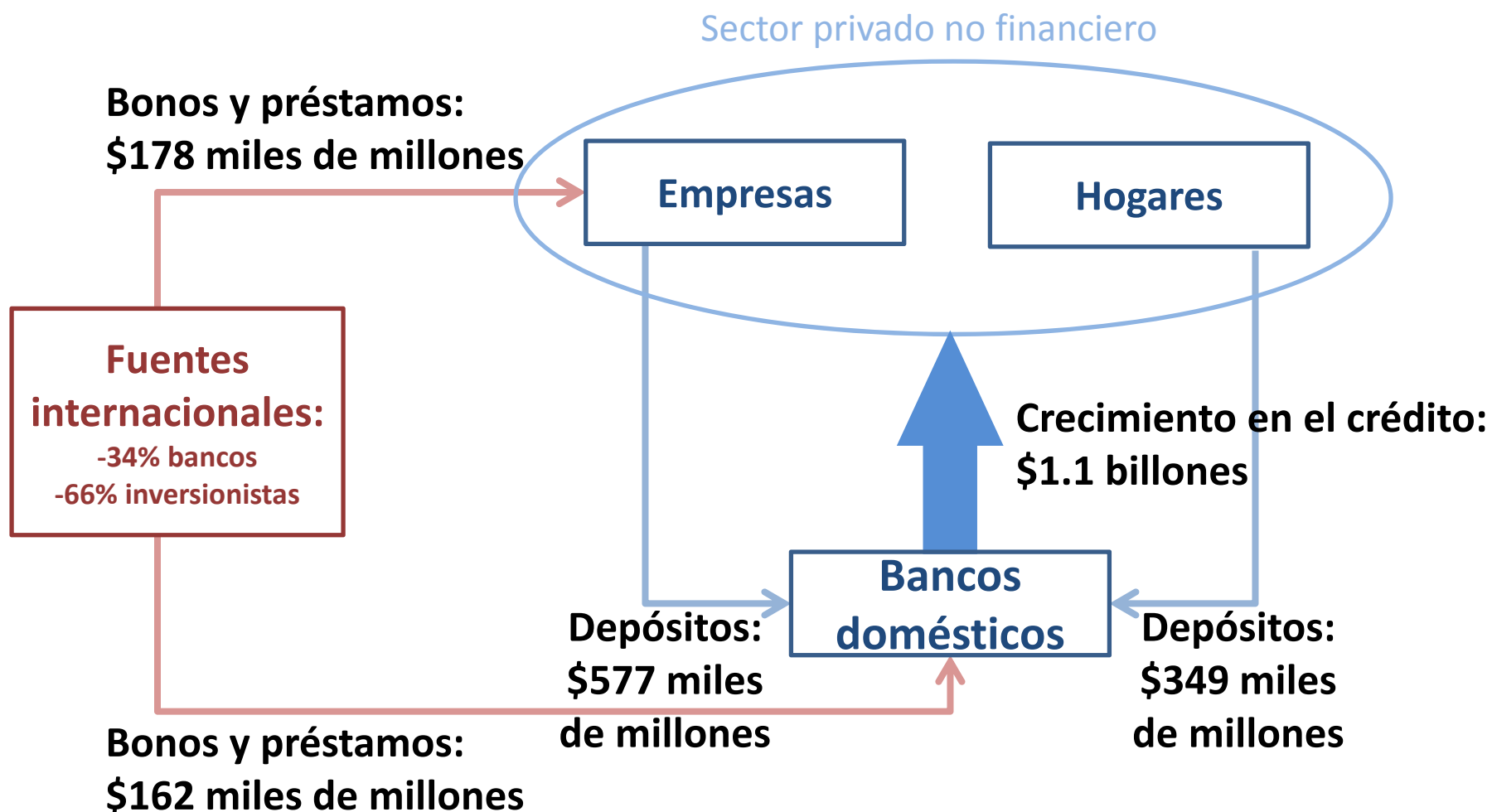


* El gráfico muestra el cambio en el stock de crédito entre finales de 2008 y junio de 2013, del crédito, los depósitos y las emisiones internacionales de bonos y préstamos

Flujo de capital en “ALC-4”

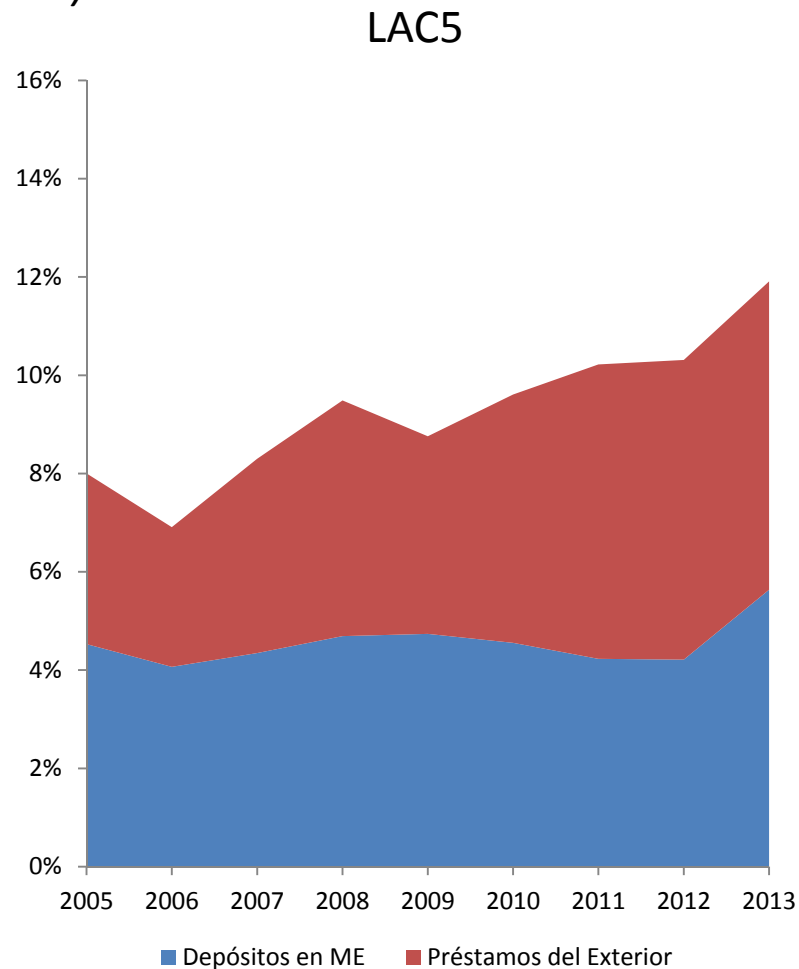
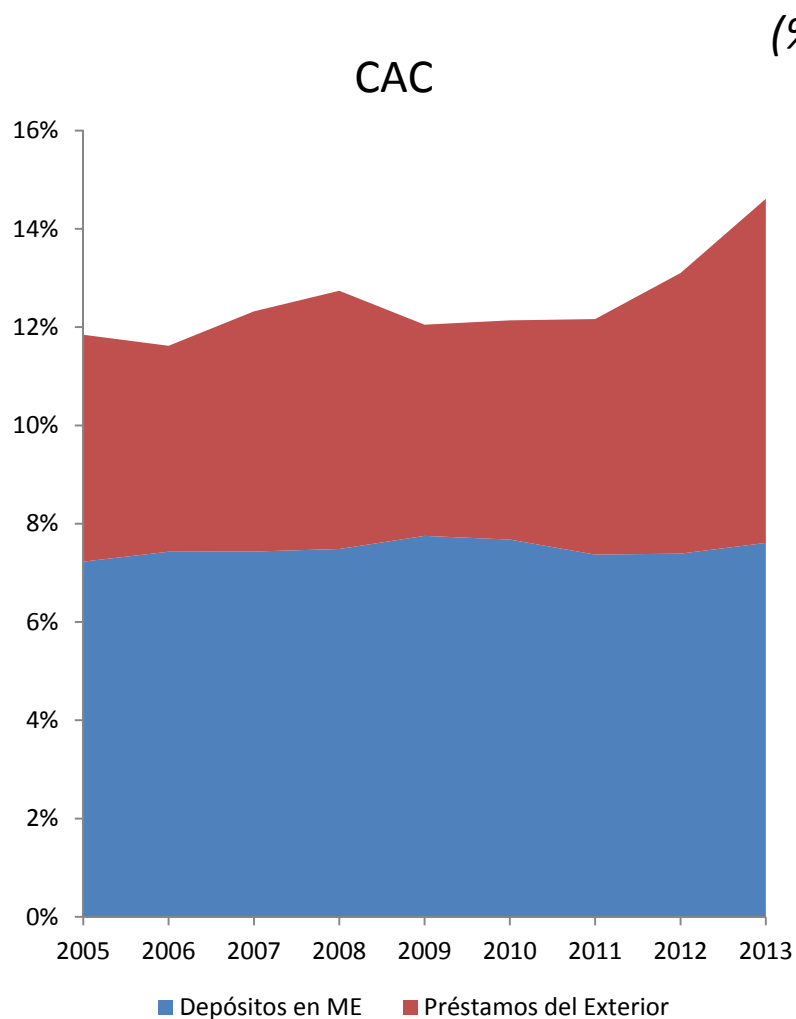


Flujo de capital en “ALC-4”



* Los balances del sector privado así como la liquidez del sistema bancario ameritan una mayor vigilancia (carry trade?)

Descomposición de Dolarización de Pasivos del Sistema Bancario



Fuente: Cálculos propios en base a Bancos Centrales y IMF IFS.

Tendencias en el financiamiento

- Un cambio de préstamos hacia bonos externos
- ...de bonos domésticos hacia bonos externos
- ...de moneda local a dólares
- Un aumento en el crédito doméstico
- Financiado en parte por un aumento en los pasivos externos de bancos
- Y por los depósitos de empresas no financieras
- Que también han emitido bonos externos en dólares

Descomposición de Dolarización de Pasivos por País

(% del PIB)

	2007			2013		
	DLD	Depósitos en ME	Préstamos del Exterior	DLD	Depósitos en ME	Préstamos del Exterior
Costa Rica	16.6%	9.8%	6.8%	18.0%	8.3%	9.8%
Guatemala	11.1%	5.7%	5.4%	16.3%	8.7%	7.6%
Honduras	19.4%	13.3%	6.1%	18.6%	13.3%	5.3%
Nicaragua	9.6%	3.9%	5.7%	12.2%	2.2%	10.0%
R. Dominicana	5.0%	4.5%	0.5%	8.0%	5.6%	2.4%

Fuente: Cálculos propios en base a Bancos Centrales y IMF IFS.

Vulnerabilidad a una parada súbita de capitales Inferior a la de 1997 pero superior a la de 2007

Indicadores macroeconómicos, promedios simples (% del PIB)

	Dolarización doméstica*		Balance de cuenta corriente		Balance fiscal	
	ALC 7	ALC 5	ALC 7	ALC 5	ALC 7	ALC 5
1997	10.9	11.5	-2.9	-4.0	-1.8	-2.7
2007	6.6	8.1	1.6	0.3	0.2	1.3
2012	7.9	10.4	-1.6	-2.8	-3.5	-0.7

*Pasivos bancarios en dólares

ALC 7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela

ALC 5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

Factores de Vulnerabilidad en Centroamérica

(% del PIB)

	2007			2013		
	Balance Cuenta Corriente	Dolarización Doméstica *	Balance Fiscal	Balance Cuenta Corriente	Dolarización Doméstica *	Balance Fiscal
Costa Rica	-6.3%	16.6%	0.3%	-5.1%	18.0%	-5.6%
Guatemala	-5.2%	11.1%	-1.4%	-2.7%	16.3%	-2.1%
Honduras	-9.1%	19.4%	-1.6%	-8.8%	18.6%	-7.4%
Nicaragua	-16.5%	9.6%	0.8%	-11.4%	12.2%	-0.5%
R. Dominicana	-5.2%	5.0%	0.1%	-3.5%	8.0%	-3.6%
Promedio CAC	-8.5%	12.3%	-0.4%	-6.3%	14.6%	-3.8%
Promedio LAC5	0.3%	8.1%	1.3%	-3.4%	11.9%	-1.7%

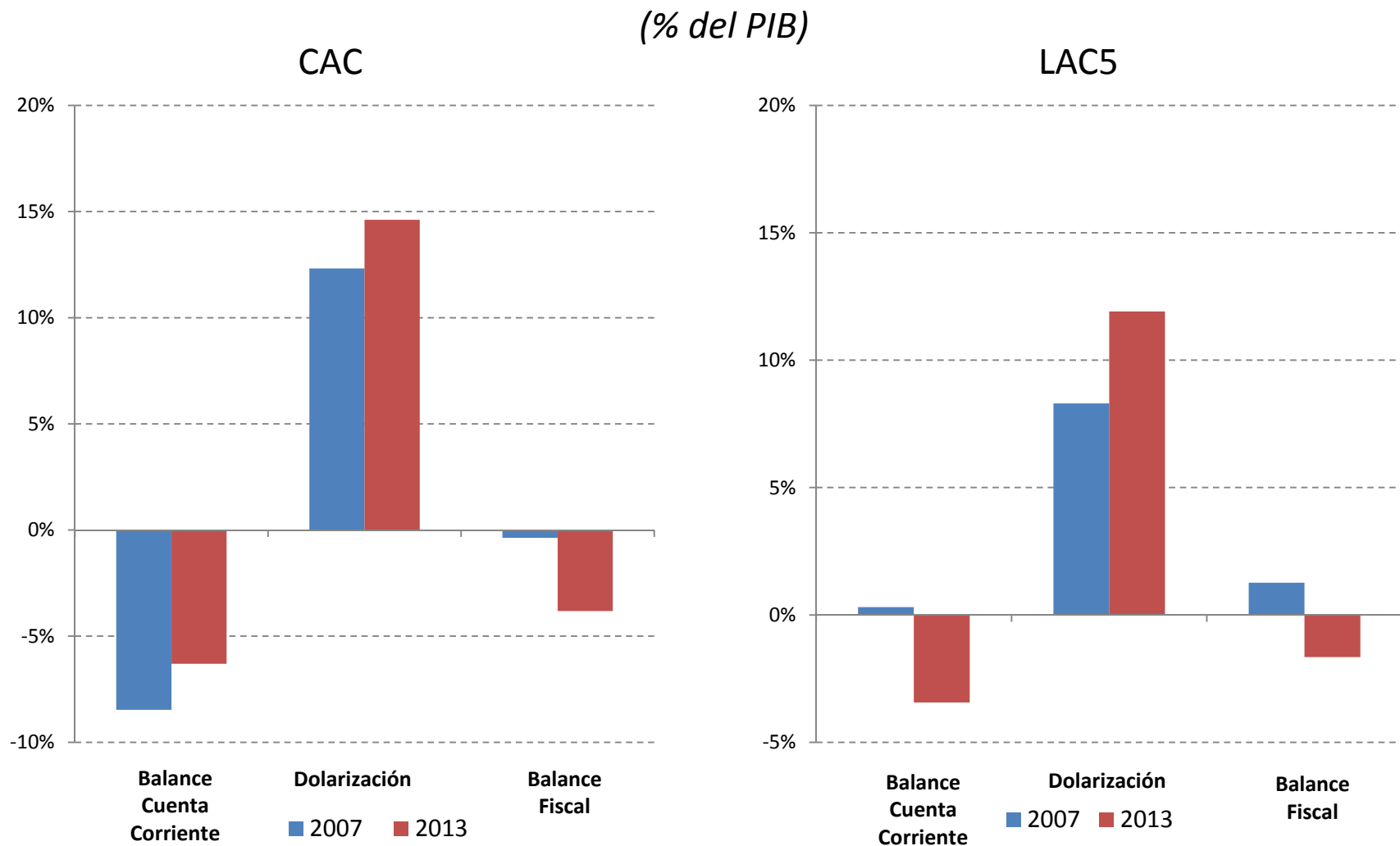
* Pasivos bancarios en dólares

Fuente: Cálculos propios en base a Bancos Centrales y IMF IFS.

CAC: Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua, R. Dominicana

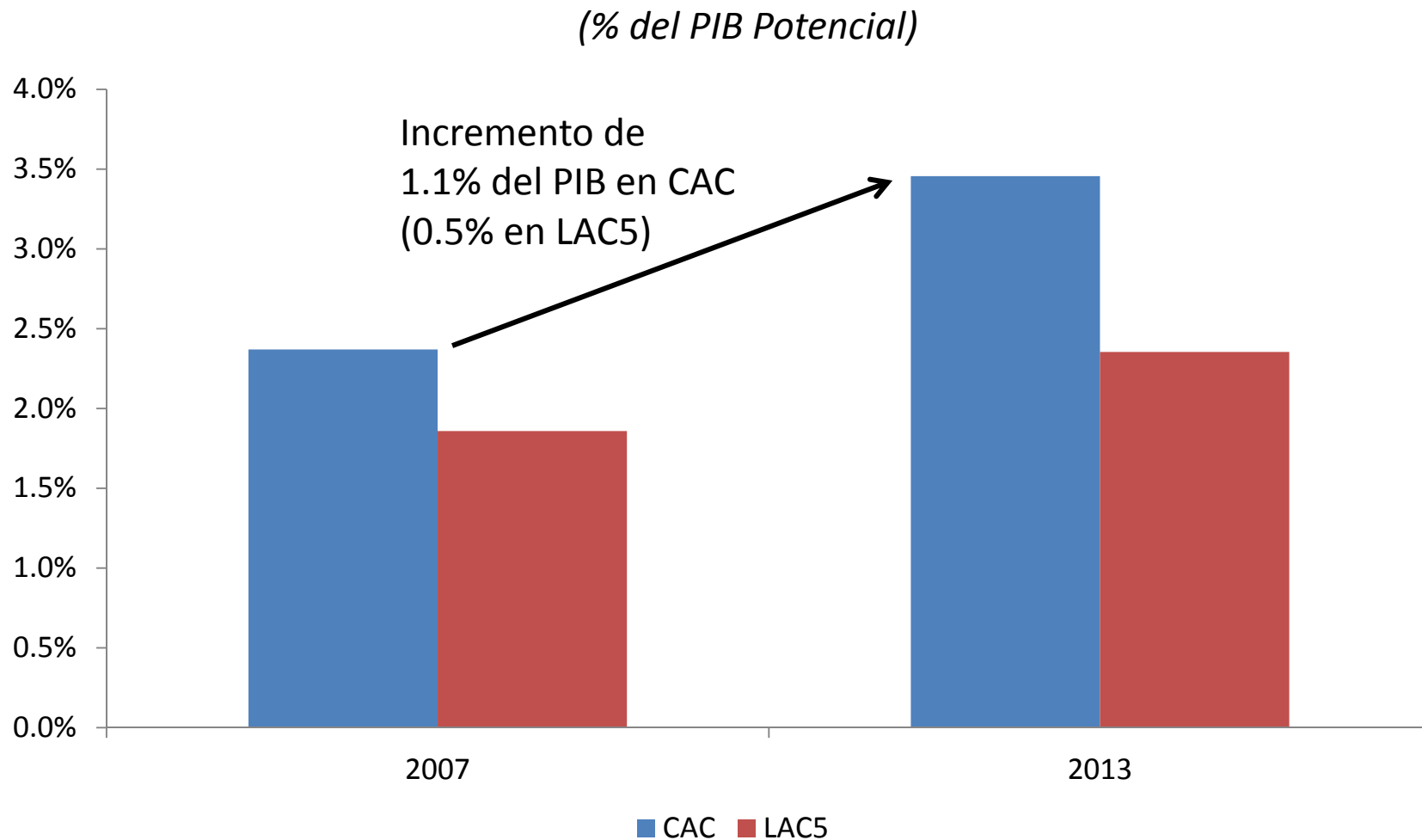
ALC 5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

Factores de Vulnerabilidad: Síntesis



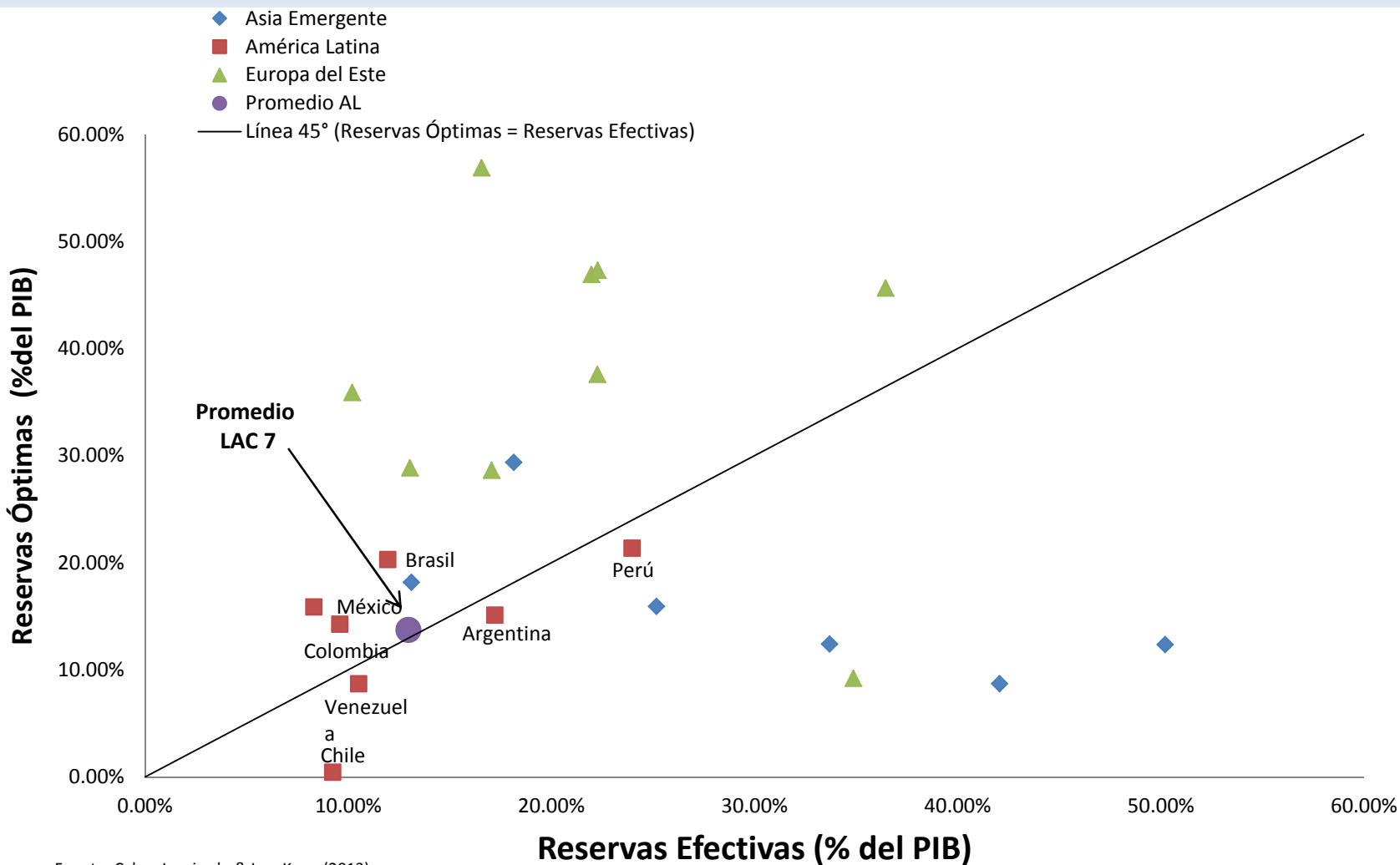
Fuente: Cálculos propios en base a Bancos Centrales y IMF IFS.

Costo Esperado de una Parada Súbita



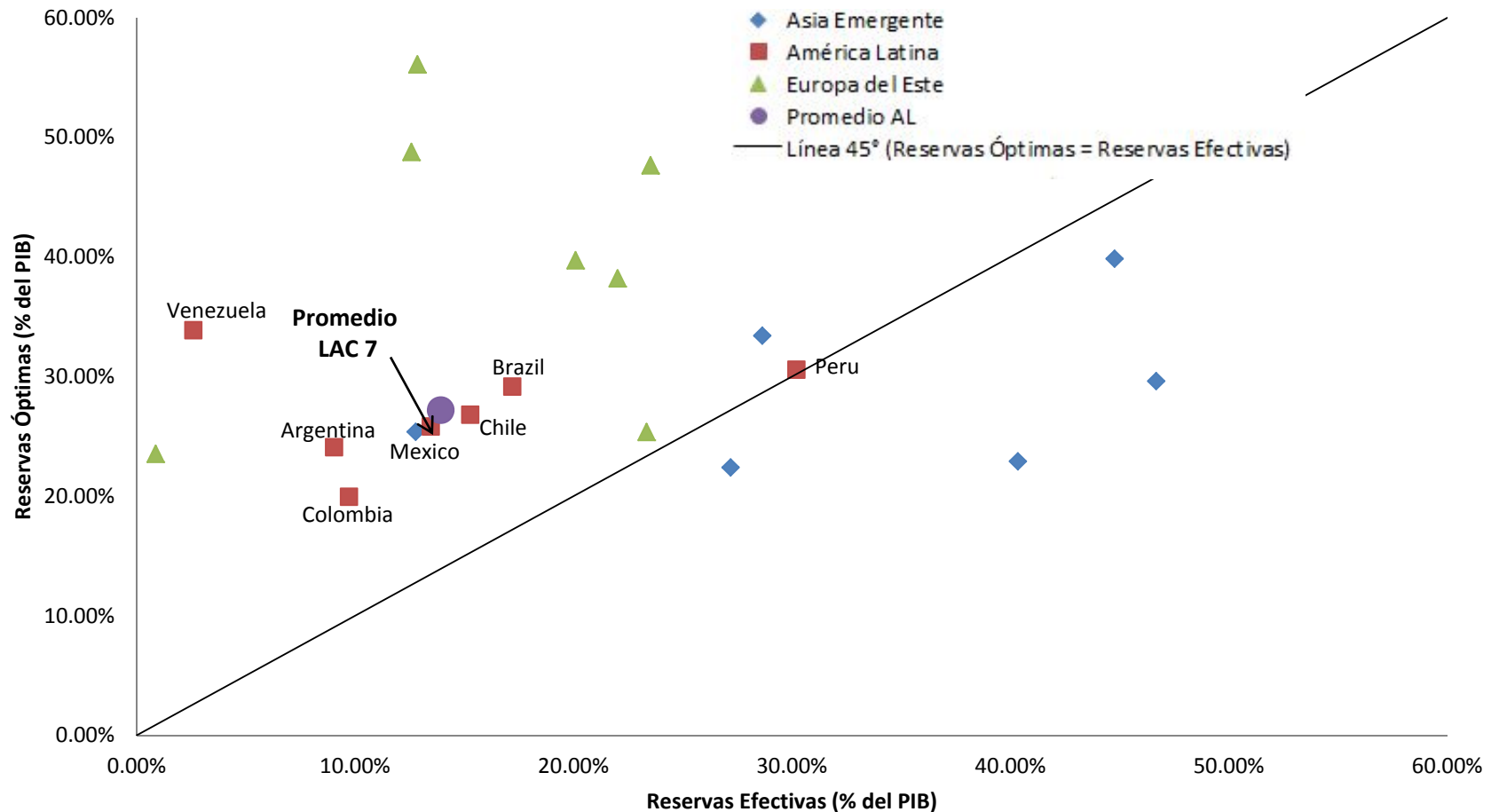
Fuente: Cálculos propios en base a Calvo, Izquierdo y Loo Kung (2013).

América Latina estaba muy bien posicionada en 2007, con reservas similares a las óptimas



Comparación de las reservas efectivas versus las reservas óptimas en 2007

Pero aunque el nivel de reservas internacionales aumentó, ahora es inferior al nivel óptimo

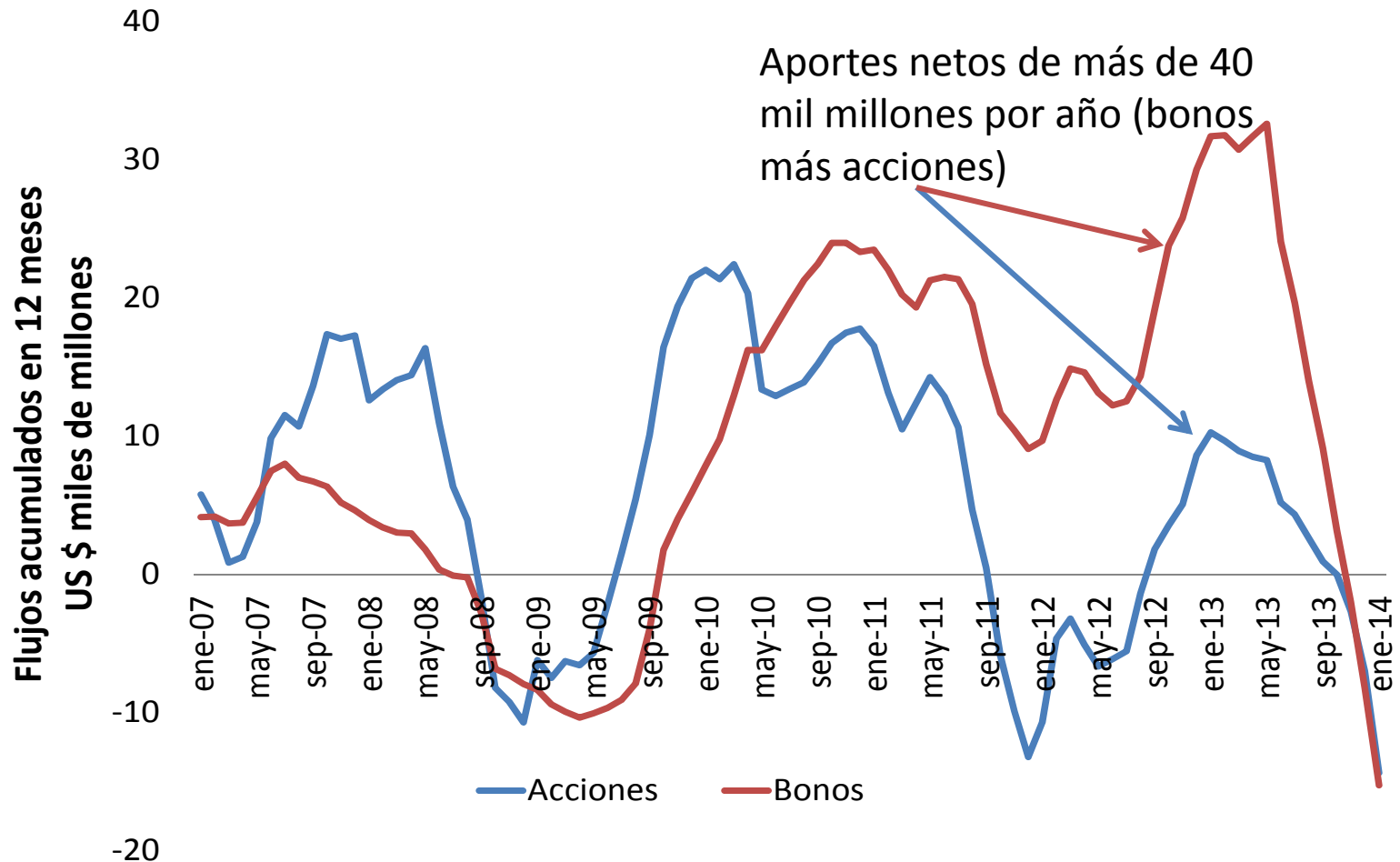


Fuente: Calvo, Izquierdo & Loo-Kung (2013)

Comparación de las reservas efectivas versus las reservas óptimas en 2012

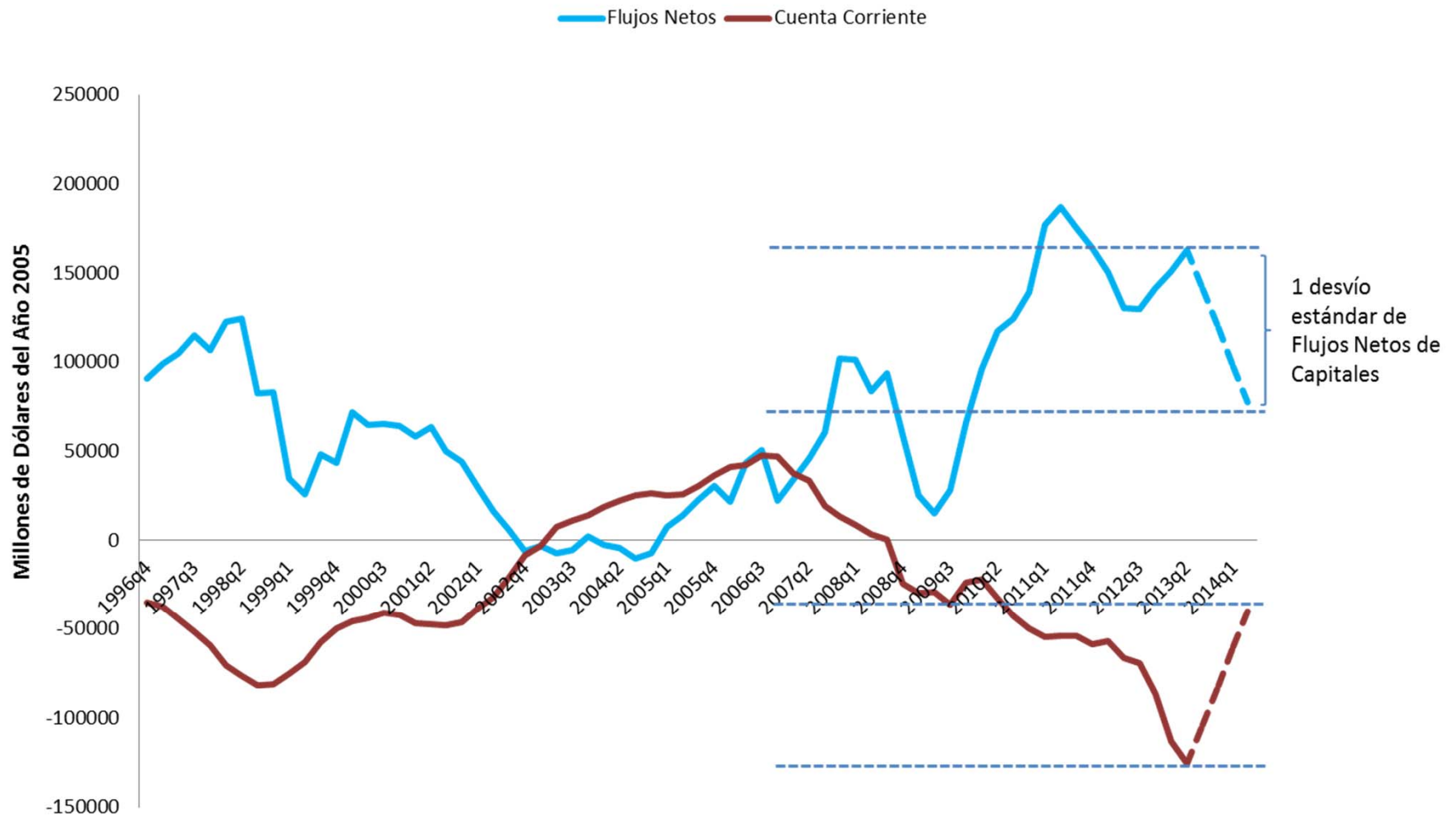
Las entradas de capital han caído

Aportes netos (+) y retiros (-) de flujos brutos de acciones y bonos en ALC*



*Media móvil de 12 meses

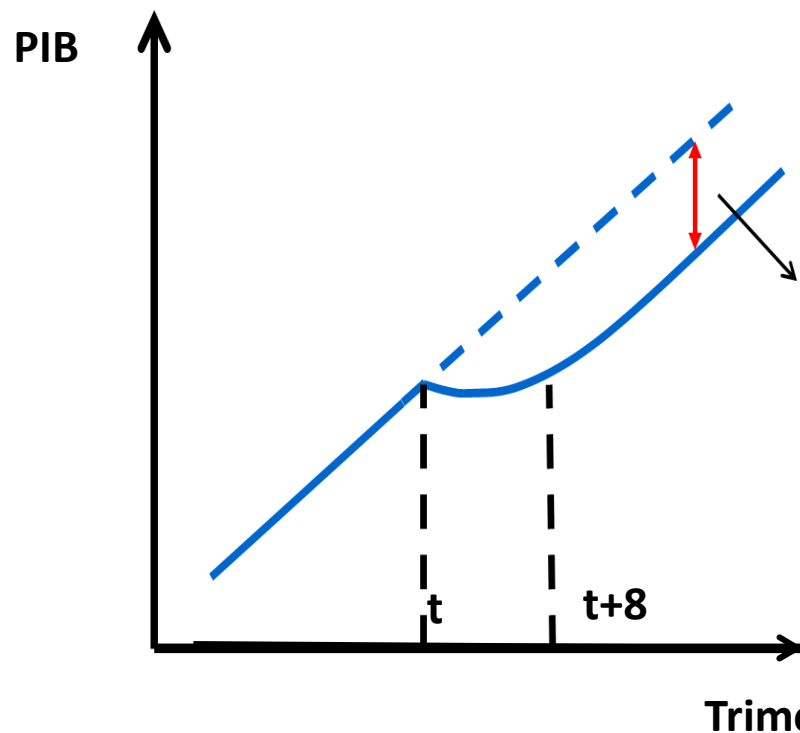
Una caída de 1 desvío estándar en los flujos de capital podría provocar una reducción del déficit de cuenta corriente cercana a cero



Países Incluidos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: Cálculo propio con datos de FMI: International Financial Statistics (IFS)

Y las consecuencias pueden ser costosas

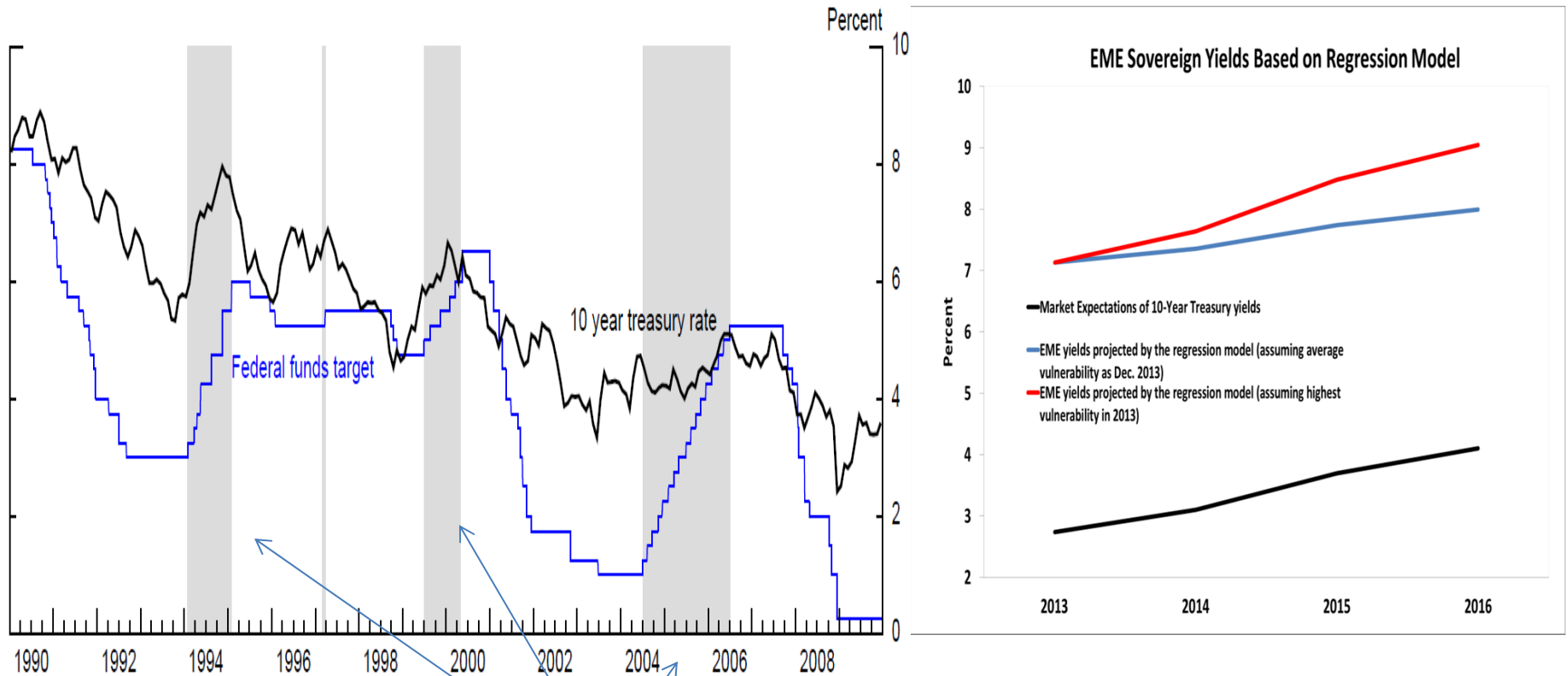
Una caída de la entrada de capitales debe ser compensada por un ajuste de la cuenta corriente, una depreciación del tipo de cambio real y una disminución del crecimiento



Para los países de ALC- 4, se estima que una caída de media desviación estándar en las entradas brutas de capital causa en promedio una pérdida del **1.6%** del producto en los dos primeros años

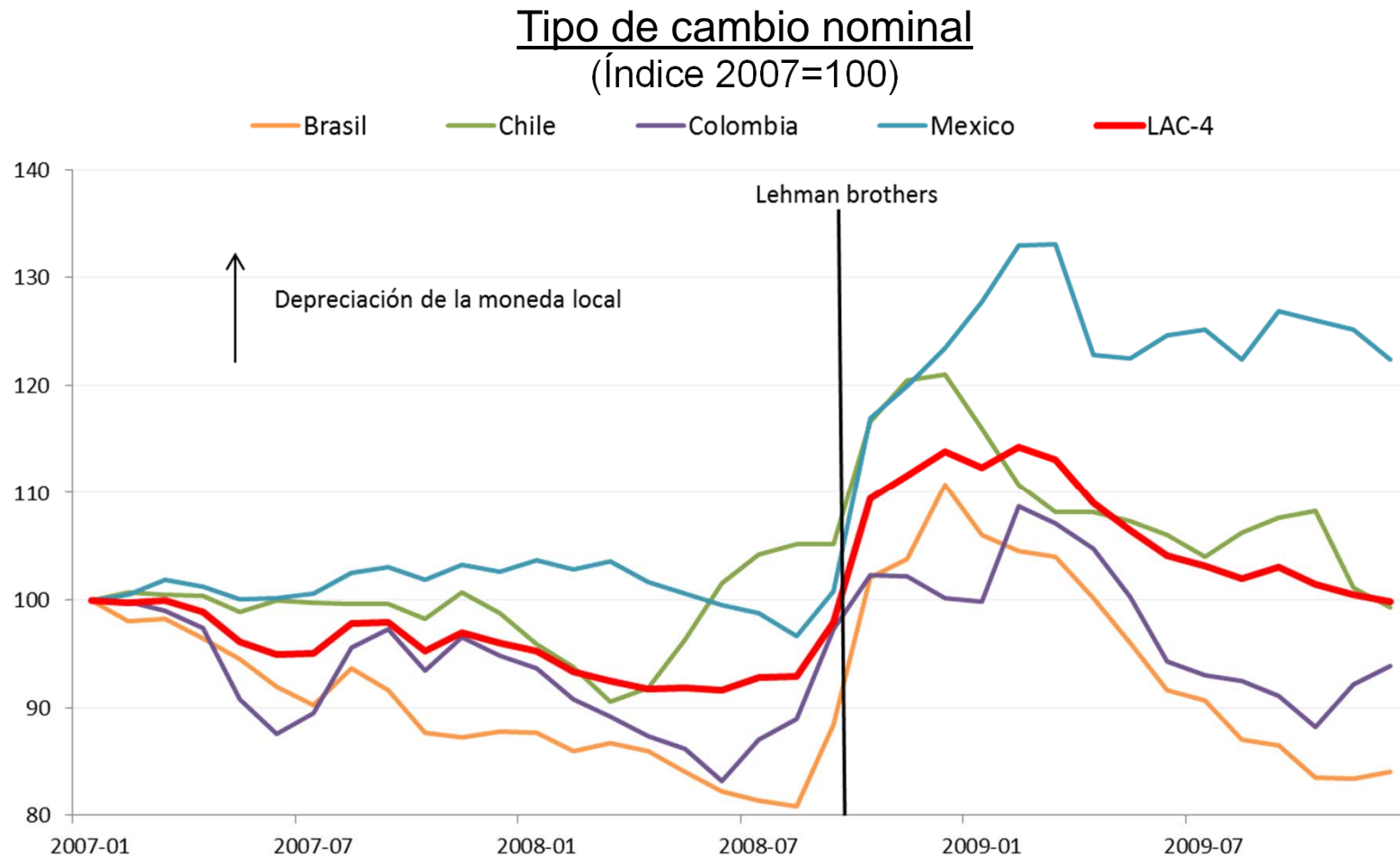
Estas estimaciones provienen de un análisis del periodo 1996-2013

Depende en gran parte de que las expectativas del mercado sobre la tasa de largo plazo sean correctas



Tasas de EEUU sobre periodos de salidas de tasas bajas, y expectativas del mercado

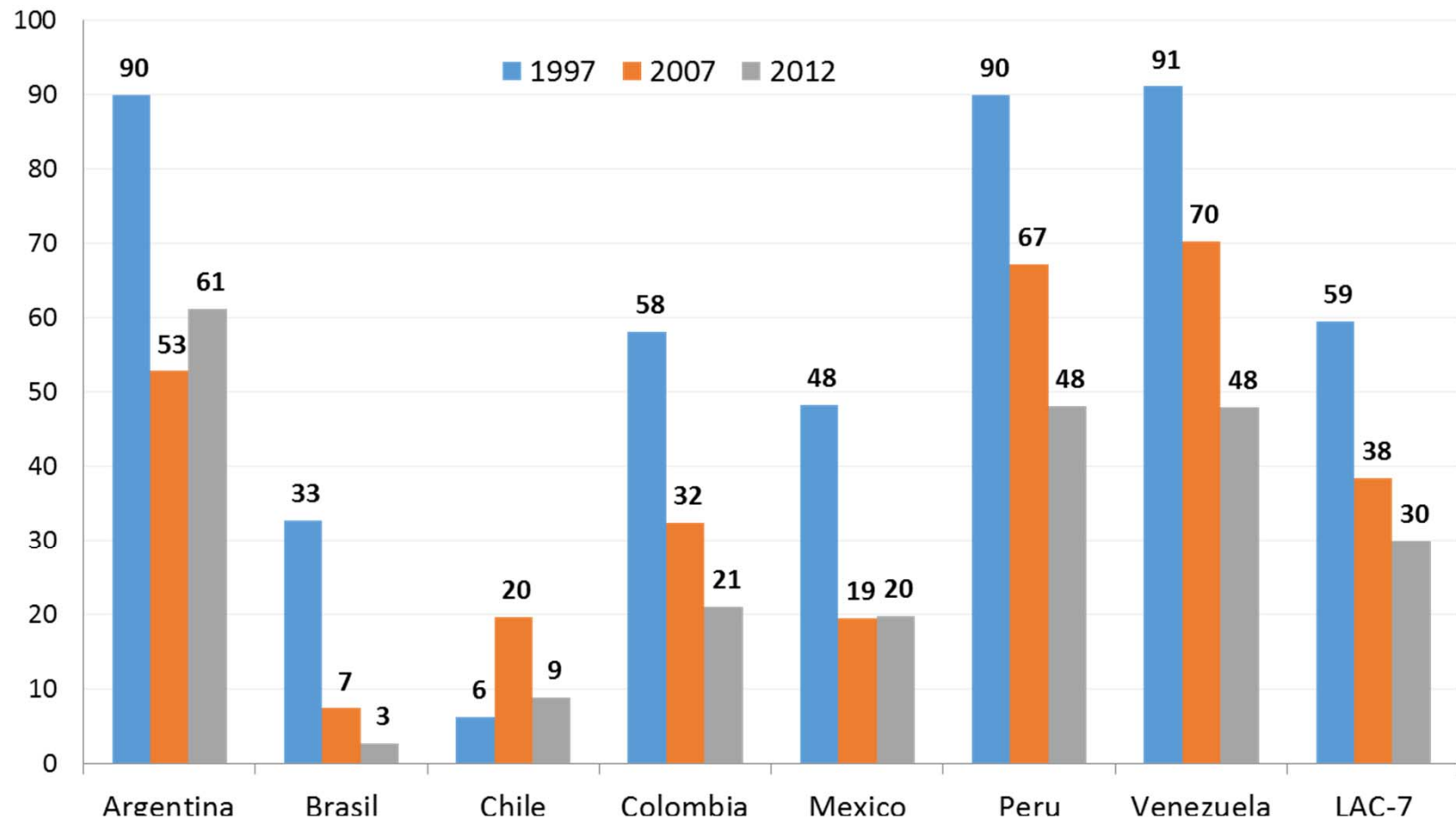
Mayor uso del tipo de cambio como mecanismo de ajuste



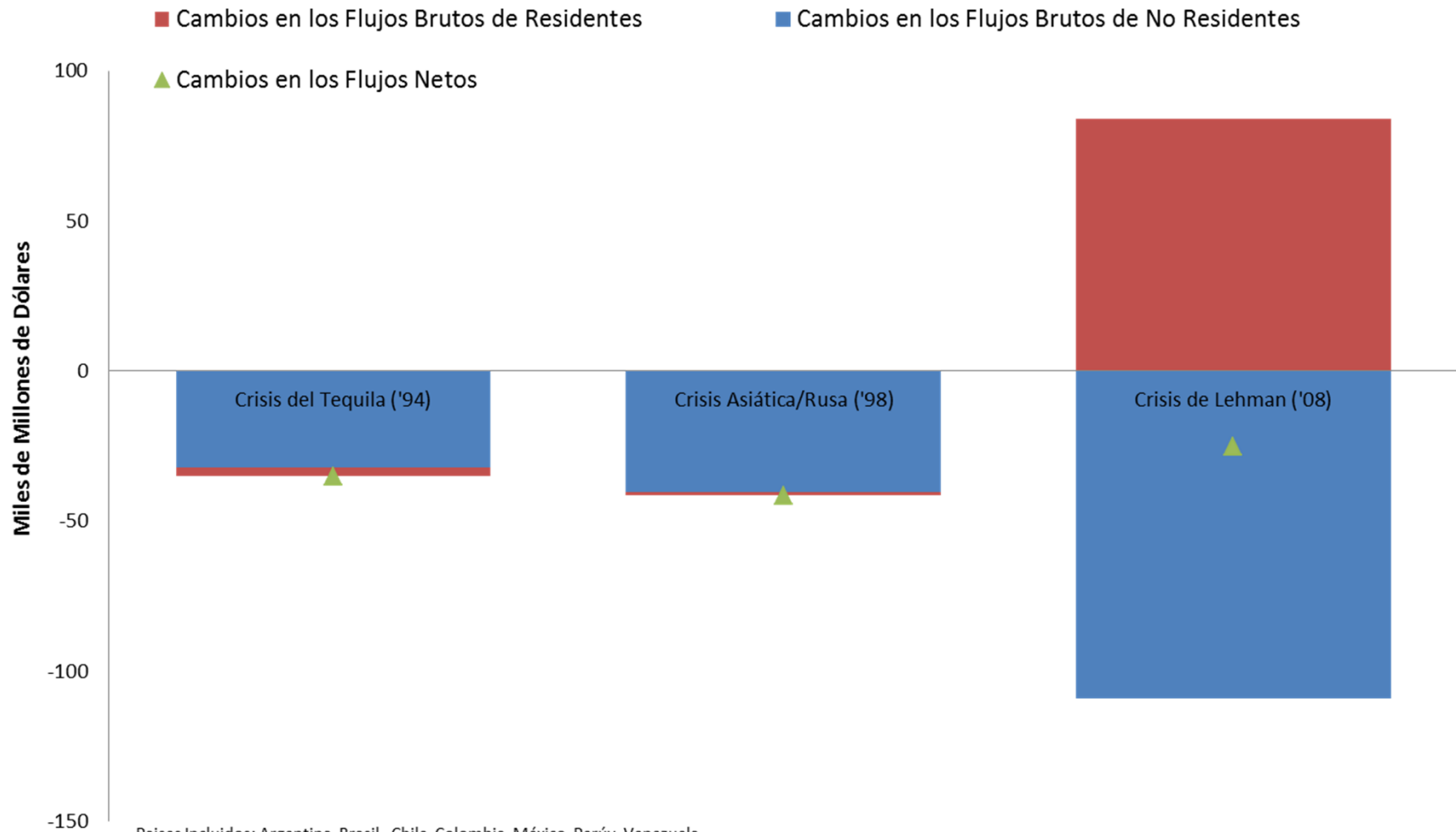
Depreciación punta a punta promedio para ALC-4 fue de 31%, sin crisis bancarias

Menor endeudamiento público en moneda extranjera

Porcentaje de la deuda pública en US\$



Compensación de flujos de capital en períodos de contracción a la entrada de capitales



Países Incluidos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela

Fuente: FMI: International Financial Statistics

Para cada evento computamos el cambio en las entradas brutas de capital de pico a valle (barras azules). Luego, para la misma ventana de tiempo, computamos los cambios en las salidas brutas de capital (barras rojas) y los cambios en los flujos netos (triángulo amarillo).

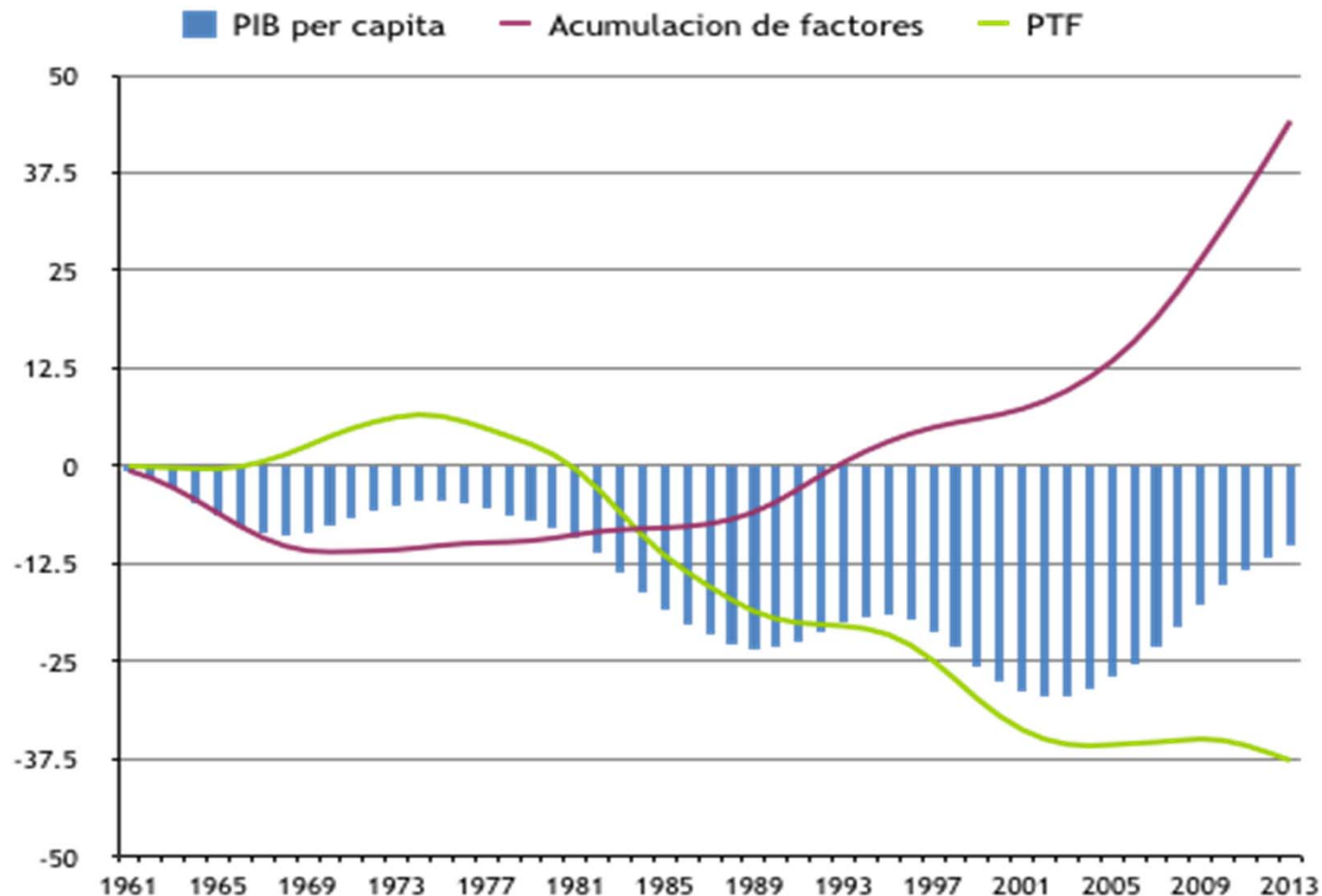
Un balance mixto

- El aumento en la proporción de deuda pública emitida en moneda local permitió que el tipo de cambio sea utilizado como un mecanismo de ajuste frente a los shocks en varias economías de ALC
- Los sistemas financieros tienen niveles altos de solvencia y liquidez, la regulación y la supervisión han mejorado a la vez que la cantidad de reservas internacionales en términos absolutos ha crecido
- Sin embargo, la posición de cuenta corriente y fiscal se ha deteriorado y los balances del sector privado (tanto el sector empresarial como el bancario) pueden estar expuestos a riesgos de tipo de cambio. De hecho, ha aumentado el costo esperado de un Sudden Stop.
- Las reservas efectivas se sitúan por debajo de las reservas óptimas tomando en cuenta los niveles de dolarización, la cuenta corriente y el balance fiscal

El crecimiento en el mediano plazo

La pérdida de la productividad relativa es la principal causa de pérdida en PIB per cápita relativo en el país típico de ALC

Evolución del PIBpc relativo, PTF y acumulación de factores, vs EEUU



La divergencia vs EEUU entre 1960 y 2013 aumentó un 10%.

La acumulación de factores no fue suficiente para compensar la PTF negativa.

Resumen y recomendaciones

- América Central se beneficiaría de la recuperación en EEUU y la economía mundial, con mayor demanda para sus exportaciones
- Pero, es probable que el choque financiero (negativo) llegue antes que el choque real, y la región cuente con menos margen de maniobra que en 2007
- El shock neto puede ser positivo en el mediano plazo pero con presiones significativas en el corto plazo
- Las prioridades para la región incluyen:
 - Fortalecer los balances externos y fiscales
 - Profundizar los estabilizadores fiscales automáticos y reformar las instituciones para establecer una política fiscal anticíclica y discrecional
 - Prestarle suma atención al balance del sector privado y bancario
 - Reformar para aumentar la productividad y el crecimiento sostenible
- La normalización monetaria es una crónica anunciada para la que la región debe estar preparada
- Pero se necesitan reformas que aumenten el crecimiento para que la región evite otra crónica anunciada: estabilidad macroeconómica acompañada de un crecimiento bajo a mediano plazo

Muchas gracias