



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



MERCADO DE VALORES
DE BUENOS AIRES
MERVAL

23-12-2016

Posgrado de Especialización en Mercado de Capitales

CURSO DE RELACIONES MACRO-FINANCIERAS

Enriquez, Julieta Belen.

TRABAJO PRÁCTICO DE EVALUACIÓN

Para aprobar la materia, el alumno deberá elaborar un trabajo de investigación, en base a la consigna detallada más abajo, realizando referencias bibliográficas cuando corresponda. (Advertencia importante: La transcripción de párrafos extraídos de otros textos, sin la correspondiente cita bibliográfica, es inadmisibile.)

El trabajo es estrictamente individual. Se espera que la extensión de dicho trabajo no sea superior a las 12 páginas, escritas en una letra tamaño 12, interlineado a espacio y medio. El trabajo puede entregarse vía electrónica a la dirección de e-mail de la secretaría del posgrado. La fecha límite de entrega ha sido establecida para el viernes 23 de diciembre de 2016.

La economía argentina, así como otras economías emergentes, están insertas en un contexto internacional de alta integración de los mercados financieros.

- 1) Especifique las principales tendencias predominantes en el contexto financiero internacional a partir de la crisis financiera global de 2008/9.
- 2) Ensaye acerca cómo, en su opinión, las tendencias mencionadas en la pregunta anterior pueden verse afectadas por recientes sucesos políticos de alto impacto (Brexit, elección de Trump, rechazo en el referéndum italiano)
- 3) Describa brevemente la evolución financiera de la Argentina con posterioridad a la crisis de 2001-2002, haciendo mención a detalles relativos su tamaño, estructura y problemas de funcionamiento. Adicionalmente, evalúe en qué medida la evolución financiera argentina puede verse afectada por los eventos mencionados en la pregunta 2. ¿Piensa ud. que las regulaciones financieras internas –incluyendo el régimen cambiario vigente y la capacidad de intervención del banco central- son adecuadas para confrontar nuevos efectos negativos provenientes del exterior?

1) Especifique las principales tendencias predominantes en el contexto financiero internacional a partir de la crisis financiera global de 2008/9.

La crisis financiera global de 2008/09 impactó mundialmente a los mercados crediticios, financieros y economías reales. Este conflicto fue fruto del default de los créditos hipotecarios subprime¹ generado en Estados Unidos.

Su consecuencia hizo sentir la depresión en el mercado global y mostro evidencia de la falta de regulación tanto interna como externa de la actividad financiera (en este caso, proviniendo del otorgamiento de los créditos hipotecarios con alto nivel de riesgo, la creación de los CDO's² y otros componentes especulativos).

La entidad que promueve la mejora en la gestión de riesgos es el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS) que nació en 1988. Es un comité creado por los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, España, EE. UU., Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, el Reino Unido, Suecia y Suiza, con la finalidad de crear una serie de recomendaciones para establecer un capital mínimo que debería tener una entidad bancaria para mitigar los riesgos a los cuales está expuesto.

En la crisis financiera del 2008/09 estaba vigente Basilea II y tras la significativa repercusión en la economía mundial se establecieron nuevas pautas de medición de riesgos y se creó el nuevo acuerdo denominado Basilea III aprobado en Diciembre 2010, acuerdo que intento adaptarse a las nuevas necesidades surgidas de la crisis económica.

Basilea III (BIII) es también un conjunto integral de reformas para fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos bancarios. Incorpora esta nueva versión una visión macroprudencial para prestar mayor atención a los riesgos sistémicos y tratar de mitigar el problema de "too big to fail"³.

¹ "Las hipotecas subprime: son las hipotecas de alto riesgo, conocidas en Estados Unidos como subprime, constituyen una categoría específica que comprende a clientes individuales con un complicado historial de crédito (es decir, de poca solvencia) quienes por tanto, tienen un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de los sujetos de crédito." (Jackie Maubré, 2008).

² Collateralized Debt Obligation: Producto financiero respaldado por activos financieros. Obligación garantizada por deuda.

³ Too big to fail: Demasiado grandes para quebrar.

BIII presenta medidas que exigen aumento en el nivel de capital a las entidades financieras mediante un mayor requerimiento de mitigación de riesgos y exposición a estos mediante un indicador de cobertura de liquidez, de endeudamiento y reserva de capital más restrictivo y no tan ordinario (capital de mejor calidad solvente⁴). Además se suma la introducción de un nuevo ratio de apalancamiento como medida complementaria al ratio de solvencia.

Los coeficientes que se agregaron son en relación a los factores que afectaron el riesgo de liquidez en las entidades financieras. Esos son el coeficiente de cobertura de liquidez (Liquidity coverage ratio – LCR) y el coeficiente de financiación estable neta (Net stable funding ratio – NSFR). El objetivo es que las entidades cuenten con liquidez propia para afrontar salidas de fondos ante un escenario de stress sistémico.

“Las reformas se dirigen a:

La regulación de los bancos a títulos individual (dimensión microprudencial), para aumentar la capacidad de reacción de cada institución en periodos de tensión

Los riesgos sistémicos (dimensión macroprudencial) que puedan acumularse en el sector bancario en su conjunto, así como la amplificación pro cíclica de dichos riesgos a lo largo del tiempo.

Estas dos dimensiones son complementarias, ya que aumentando la resistencia de cada banco se reduce el riesgo de alteraciones en el conjunto del sistema.” (Bank for International Settlements, 2010)⁵

2) Ensaye acerca cómo, en su opinión, las tendencias mencionadas en la pregunta anterior pueden verse afectadas por recientes sucesos políticos de alto impacto (Brexit, elección de Trump, rechazo en el referéndum italiano).

⁴ Capital nivel I total: Negocio en marcha.

Capital nivel II Ordinario: Acciones + reservas libres – ajustes.

Capital nivel II: Quiebra

⁵ <http://www.bis.org/>

Las reformas surgidas en la crisis financiera del 2008/09 fueron para abarcar principalmente a los riesgos sistémicos (dimensión macroprudencial) y así tratar de prevenir la acumulación de riesgos que afectan al sistema financiero en su conjunto y mantener la estabilidad económica.

La política macroprudencial trata de limitar la incidencia de los riesgos sistémicos causada por las deficiencias micro y/o macro sectorial de la economía real o financiera y sus interacciones entre ellas.

El objetivo de la mitigación de riesgos es tratar de reforzar los intermediarios financieros para evitar una corrida bancaria que se podría derramar en una crisis mundial pudiendo afectar a cualquier sector macro. Los riesgos sistémicos pueden estar asociados a la naturaleza macroeconómica del país/sector originante o por cuestiones estructurales del sistema financiero.

Según un informe publicado por el Centro de Estudios Migratorios Latinoamericanos (CEMLA) tras la crisis del 2008/09 se pasó a mirar la política monetaria en conjunto con la regulación macroprudencial para obtener como finalidad una correcta mitigación de los riesgos financieros. El Grafico 1 demuestra el antes y después de la visión de la política monetaria y la regulación macropudencial.

Grafico 1: Estabilidad Macroeconómica y estabilidad financiera: Antes y después de la crisis.



Estas modificaciones fueron para enfatizar la problemática en la estabilidad económica ante posibles ataques especulativos en una irrupción de cambio de política monetaria o en la deficiencia estructural del sistema financiero.

Para hacer política es importante ver no solo el desarrollo las economías fronterizas, sino también, lo que pasa en el mercado mundial y principalmente en las economías líderes.

El caso de un posible riesgo sistémico post crisis 2008/09 puede ser el Brexit como el efecto más importante donde el proceso de negociación de la salida de Reino Unido (UK) de la Unión Europea tiene un impacto significativo sobre la fortaleza de la integración europea en el mediano plazo. Ningún país Europeo ha abandonado la unión tras sus inicios, sino lo contrario, ha adoptado más países que en sus cimientos.

Tras la confirmación de la salida del Reino Unido, en los mercados europeos se sucedió una caída de las bolsas europeas y una pronunciada caída de la libra esterlina.

“El Artículo 50 del Tratado de Lisboa incluye el mecanismo que permite a un país miembro - Reino Unido en este caso- a abandonar el bloque, el cual entrará en funcionamiento en un periodo de dos años tras la comunicación oficial por parte del gobierno británico.

Por parte de la Unión Europea, una vez presentada dicha comunicación el abandono requerirá el consentimiento de al menos 20 países de la Unión que representen más del 65% de la población, y el proceso concluiría finalmente con la aprobación definitiva por parte del Parlamento Europeo. Existe la posibilidad de que las negociaciones se extiendan a un plazo más amplio si los 27 países de la UE lo aprueban por unanimidad. Pero en caso de no ser así, la Ley de Comunidades Europeas perdería inmediatamente su validez sobre Reino Unido.”

(<http://www.eleconomista.es>; Sept. 2016)

El tema de la salida de la Unión Europea es resolver primero las implicancias jurídicas rápidamente para evitar el riesgo de incertidumbre que conllevaría a movimientos abruptos en el mercado tanto local de UK, las bolsas europeos y en el resto de los grandes mercados del mundo.

Hoy la intención del Reino Unido es no formar parte de la unión pero si poder acceder al libre mercado (excluyendo libre movimiento de personas y otras regularizaciones).

Lo que el mercado predice según informes publicados en las web de El Economista Español y la BBC, aseguran que los predictores consultados ven a la salida del Reino Unido como provocaría una crisis económica, disminución de inversión en los servicios públicos y la caída de la inversión extranjera. También con consecuencias severas en el comercio exterior de la UE ya que perdería atractivo y poder internacional en su conjunto.

Caso subsiguiente al Brexit donde el riesgo sistémico pudo verse afectado fue por la elección de Trump en los Estados Unidos.

En los mercados de EEUU y México principalmente y luego el resto mundo, ya se habla de la posibilidad de un incremento de capital para las entidades financieras por una posible corrida bancaria. Esto se plantea solo para aquellas entidades que tengan mayor riesgo y probabilidad de afectar al sistema financiero. Las medidas previstas son a causa de que las

expectativas tomen el rol el mando del mercado y produzca una caída en las bolsas más grandes del mundo.

Las medidas económicas que se están previendo una vez asumido Trump como presidente electo de los Estados Unidos es priorizar el comercio local. Esto generaría una caída de los volúmenes de operaciones del comercio exterior y destruiría relaciones bilaterales. Estos tipos de política impactarían negativamente a la economía mundial. Luego, la política fiscal según las promesas de campaña será expansiva con un incremento en gastos de defensa e infraestructura. Además agrega una posible baja en las tasas impositivas y los ingresos serán financiados con deuda pública. Con estas medidas que se prevé, el mercado se está anticipando al endeudamiento del gobierno. Es por ello que es una de las causas que motivó que los precios de los títulos públicos de Estados Unidos hayan caído con fuerza y se incremente la rentabilidad anticipándose también a la política de las tasas de interés.

Estos juegos que se plantean como expectativas de cara a un futuro no muy lejano ya pone en jaque al mercado de valores y estaría afectando al riesgo sistémico del mundo financiero. Es por ello también que hoy el mercado se plantea además rever los niveles de riesgos bancarios y mitigar la intermediación financiera.

Otro golpe más que toca a la Unión Europea es el caso del rechazo del referéndum italiano. Este caso parte de que Italia y su representante político Matteo Renzi llamo a votar a los ciudadanos para la reforma de que pretendió restarle poder al senado para facilitar la gobernabilidad al país, en el sentido de dejar de pasar los casos por el proceso bicameral para tramitar más fácil las leyes. No lo elimina, sino más bien que lo convierte en un órgano de representación excluido del poder legislativo.

La idea de Renzi era facilitar y simplificar la actividad del parlamento, pero lo llevo a que haya un conflicto político y una crecida en la tensión por la crisis social y económica que existe hoy en Italia. Este revuelo político llevo al presidente a presentar su renuncia y asumir de responsabilidad por el rechazo del referéndum.

Dado que Italia es una de las economías más grande de la Unión Europea, una crisis generada por una corrida bancaria puede afectarlos fuertemente dado que hay bancos en

dificultades de lograr aumentar los márgenes de beneficio (por el fenómeno presente de las tasas reales negativas).

Por supuesto, sin esperar a que la crisis se acentúe el mercado europeo operó en mayor volumen aquellos activos con más exposición al riesgo.

Aún está vigente la crisis política en Italia, lo cual esta exposición al mercado puede interrumpirse en un riesgo sistémico.

“Al igual que en el caso del Brexit o la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EEUU, los otros grandes obstáculos que han alterado el rumbo inversor a lo largo de 2016, las consecuencias económicas de la crisis política italiana están por determinar y dependerán de la evolución de los acontecimientos. Así, aunque se pueda prever que la incertidumbre acabe pasando factura a la confianza inversora, la cautela más que el miedo es la tónica dominante sobre el parqué”.
(www.elindependiente.com; diciembre 2016).

En este año 2016 ha habido muchas repercusiones en el mundo que puso en alerta al mercado financiero y la economía real. Cambios políticos que podrían afectar el rumbo del crecimiento. El mercado está en alerta ante los posibles accioneros de estos sucesos. Existe mucha incertidumbre en el mercado y es por ello que se debe tratar de mitigar los posibles riesgos que pueden traer estos acontecimientos.

3) Describa brevemente la evolución financiera de la Argentina con posterioridad a la crisis de 2001-2002, haciendo mención a detalles relativos su tamaño, estructura y problemas de funcionamiento. Adicionalmente, evalúe en qué medida la evolución financiera argentina puede verse afectada por los eventos mencionados en la pregunta 2. ¿Piensa ud. que las regulaciones financieras internas –incluyendo el régimen cambiario vigente y la capacidad de intervención del banco central- son adecuadas para confrontar nuevos efectos negativos provenientes del exterior?

En los años '80, en Argentina dominaba la alta volatilidad e incertidumbre en términos económicos, políticos y sociales, lo que condujo a los agentes económicos a desarrollar ciertas capacidades para sobrellevar dicha situación, como la retracción de sus inversiones. El país atravesó episodios de hiperinflación y cambios de gobierno, dejando un reducido margen de maniobra para la toma de decisiones, en particular, la realización de inversiones productivas.

A inicios de los años '90, se produjo un nuevo cambio en las decisiones de los empresarios. Con la creencia de que el periodo de crisis había quedado atrás, luego de la apertura de la economía, el entorno de la competencia se modificó, lo que trajo aparejado nuevas incertidumbres. Los empresarios argentinos, en particular las pequeñas y medianas empresas comenzaron a notar cierta incapacidad para responder al desafío presentado tras las nuevas condiciones macroeconómicas, por lo que, con las llegadas de nuevas firmas importadas, con mayor y mejores procesos productivos, fueron perdiendo terreno de mercado, siendo desplazadas hasta que muchas de ellas dejaron de existir. Dado el cambio del régimen, fue difícil discernir el ciclo de la tendencia (Kosacoff, Ramos, 2006). Entonces, con el nuevo contexto económico en los '90, utilizaron la financiación entre proveedores y clientes, con el propósito de superar la exclusión del sistema financiero. Esta situación permitió a muchas unidades productivas subsistir hasta inicios del nuevo siglo, pero generando un aumento en la fragilidad financiera, hasta llegar al colapso de la Convertibilidad del año 2001.

Durante la convertibilidad, la economía argentina carecía de un horizonte de proyección de largo plazo y se encontraban inmersas en un contexto de alta incertidumbre. Esto dio lugar a un insuficiente grado de inversión, capacitación de recursos humanos, y retrocesos en los procesos productivos.

Tras el colapso de este régimen en el año 2001, se produjo, en los años subsiguientes una progresiva normalización de los mercados asociados con el aumento de la demanda interna. En los primeros años de la post-convertibilidad, los costos laborales, tarifas de servicios públicos e impuestos prácticamente se mantuvieron constantes en términos nominales, permitiendo que en términos reales se condicionara favorablemente la estructura de costos

de las PyMEs. La economía argentina experimentó una de las fases de crecimiento más intensas en las últimas décadas, donde el nivel promedio del crecimiento fue cercano al 9% anual (Kulfas, 2009).

Entonces, tras el marco de las transformaciones macroeconómicas y microeconómicas en la economía argentina, siguen latentes los desafíos al financiamiento, innovación y las rigideces en las cadenas productivas.

“Sin embargo, para crecer sostenidamente, la Argentina necesita de un nuevo salto en la tasa de inversión. Esta mayor acumulación de capital hay que financiarla. En este sentido, la creación de mercados financieros de largo plazo y una orientación mayor del sistema crediticio hasta la selección y financiación de proyectos de inversión parecen inevitables” (Kosacoff, Ramos, 2006).

Sin dudas, el crecimiento de la economía debe estar acompañado por el financiamiento bancario, para que los empresarios logren responder a las necesidades de innovación y competitividad en el mercado, dado que con el autofinanciamiento no es posible satisfacer las demandas de fondos necesarios para la inversión productiva.

El cambio estructural debe relacionarse a variaciones en los comportamientos a largo plazo. Se debe recomponer el sistema financiero vía estabilidad económica y sostenibilidad cambiaria. A partir del año 2007, los episodios de tensión financiera, promovidos por la crisis internacional, limitaron nuevamente el crédito y produjeron subas de tasas de interés (Golombek, 2008)⁶. Con esta situación, y a través de fuertes estímulos de programas públicos, se buscó incentivar el financiamiento de proyectos productivos, ya que si las empresas no demandaban los créditos por sus altos costos, las subas en las tasas de interés y falta de estabilidad económica hacen retrotraer aún más las demandas crediticias.

Entonces, al contar con un mercado financiero cuya estructura es deficiente comparado con países en desarrollo, se concentran en un mercado que se referencia con un bajo nivel de

⁶ Golombek, Claudio, 2008. “Banca de desarrollo en Argentina. Breve historia y agenda para el debate”. CEFID-AR.

otorgamiento de créditos. Las empresas no logran contar con sus utilidades para poder autofinanciarse, entonces buscan acceder al crédito bancario. Sin embargo visto la dimensión del mercado financiero, contando con un bajo nivel de otorgamiento de créditos, las decisiones de inversión se postergan y limitan el crecimiento de las actividades empresariales.

“El insuficiente desarrollo del sistema financiero argentino constituye uno de los rasgos estructurales de su economía, basados en la ausencia de la moneda nacional como reserva de valor que se traduce en la escasez de depósitos en relación al PBI y, consecuentemente, en una baja capacidad prestable” (FOP, 2014, C)

Como consecuencia del exiguuo desarrollo del sistema financiero, es una economía que está sujeta a los vaivenes de la economía mundial, cualquiera de los 3 episodios detallados anteriormente puede verse afectado negativamente dada por la relación bilateral del comercio exterior.

Considero que el sistema financiero argentino es deficiente. Es un mercado pequeño con pocas operaciones en comparativa con los países vecinos. El mercado con incertidumbre sufre exponencialmente la salida de capitales, dado ante los riesgos sistémicos que se producen en el exterior, los inversores buscan rentabilidades seguras. Entonces, las regulaciones financieras no estarían capacitadas para afrontar estas salidas de capitales y/o una corrida bancaria.

Bibliografía:

- <http://www.iaef.org.ar/files/revista/212/crisis.pdf>
- <http://www.bis.org/>
- http://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB_BOL_LIX02-03.pdf
- http://www.cpcecba.org.ar/media/download/eventos/JD_10_Sebastian_Freille_crisis.pdf

- <https://www.pwc.com/ve/es/asesoria-gerencial/boletin/assets/edicion-12-2011.pdf>
- <http://www.eleconomista.es/firmas/noticias/7817610/09/16/El-Brexit-y-el-futuro-de-la-Union-Europea.html>
- <http://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-36484790>
- <http://www.cronista.com/financiamiento/Bancos-Citigroup-lidera-lista-de-riesgo-sistemico-20161122-0026.html>
- http://www.abc.es/economia/abci-expansion-fiscal-trump-y-politica-monetaria-201611211122_noticia.html
- <http://www.lanacion.com.ar/1960936-que-se-vota-en-el-referendum-de-italia>
- <http://www.elindependiente.com/economia/2016/12/05/las-dudas-se-ceban-la-banca-repunta-la-prima-riesgo-italiana/>
- Fundación Observatorio PyME, Octubre de 2014 (C). “Informe Especial: Acceso a financiamiento y crédito en PyME industriales”.
- Golonbek, Claudio, 2008. “Banca de desarrollo en Argentina. Breve historia y agenda para el debate”. CEFID-AR.
- Kosacoff Bernardo y Ramos, Adrián, 2006. “Comportamientos microeconómicos en entornos de alta incertidumbre: la industria argentina”. CEPAL.
- Kulfas, Matías, 2009. “Las pymes argentinas en el escenario post convertibilidad. Políticas públicas, situación y perspectivas”. CEPAL.