



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

Relaciones Macro-financieras

Alvaro Rodrigo Mateos

1-) A casi diez años de la crisis financiera global que estallo entre 2007 y 2008, hoy nos encontramos en un mundo de bajo crecimiento e inflación, sobre todo en los países desarrollados.

Entre las causas principales de esta gran crisis, se considera que el excepcional aumento del ahorro mundial, junto a los bajos tipos de interés fijados por la FED desde el año 2001, fueron determinantes del boom de créditos hipotecarios en EE.UU, créditos que en un primer momento se asignaron a clientes con capacidad de pago, pero que con el pasar del tiempo, y una vez cubiertos los clientes más seguros, se fueron asignando a los que estaban en niveles inferiores de calificación crediticia, en muchas ocasiones otorgando más de un crédito hipotecario a un mismo cliente. Los bancos perdieron interés en esta selección, ya que vendían las deudas provenientes de estos créditos a los grandes fondos de inversión, que se encargaban de la titulización de estos, resultando los más riesgosos los CDO (Obligaciones garantizadas por deuda), títulos que tenían, en general, 3 niveles de rentabilidad y riesgo, y que iban pagando en cascada, primero al más seguro y de menos rentabilidad, hasta llegar al más riesgoso y rentable. La gran integración del sistema financiero mundial, sumada a los avances tecnológicos que propagan los efectos casi instantáneamente, se encargaron de que ante las primeras señales de la crisis hipotecaria, y la suba de los tipos de interés por parte de la FED, los índices de morosidad y las ejecuciones aumentaran rápidamente. De este modo, solo fue cuestión de tiempo para que la burbuja inmobiliaria estalle, generando una de las crisis económicas globales más importantes de la historia, que marcó un punto de inflexión, sobre todo en el crecimiento posterior de las economías más desarrolladas.

Las principales economías, como Estados Unidos, la Unión Europea y Japón, han mantenido tasas de interés reales negativas (cerca al -1%) desde la gran crisis, confiando en que los mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria (en este caso, bajar la tasa de interés

real, para retornar al sendero de crecimiento de largo plazo) serían suficientes para recuperar el nivel de pleno empleo pre-crisis, donde las decisiones de inversión y ahorro se igualen a esta nueva tasa. La realidad ha demostrado que estas políticas no han sido lo efectivas que se esperaba a priori, y hoy el mundo económico discute si esta situación de estancamiento es transitoria, o de si nos encontramos ante una situación de estancamiento secular, término que nació en la crisis de 1929, pero que fue enterrado luego del gran crecimiento económico experimentado luego de la segunda guerra mundial.

Estancamiento secular es una situación en la cual no se puede alcanzar la tasa real de interés que equilibra el ahorro y la inversión, por dos razones principales. Por un lado, existe un límite inferior en las tasas de interés nominales, 0%. Si bien sería posible que un título pague una tasa de interés nominal negativa, no se sabe qué consecuencias podría traer en el público en general, que no ha vivido una situación semejante en el pasado. Por el otro lado, los niveles de inflación en las economías desarrolladas han tendido a decrecer, y hoy se encuentran en mínimos históricos, sobre todo en Europa, donde en Alemania, por ejemplo, la inflación actual no llega al 1% anual. La combinación de estos dos factores limita el alcance de la política monetaria convencional, ya que la tasa de interés nominal no se puede fijar por debajo del 0% y, dado el bajo nivel de inflación, no se puede alcanzar la tasa de interés real de equilibrio de pleno empleo, que iguale las decisiones de inversión y ahorro.

Aun si se lograra alcanzar el nivel de tasa de interés real requerido para volver al nivel de pleno empleo, surgen nuevos temores, principalmente el temor a la inestabilidad financiera. Una tasa de interés real muy baja o negativa, podría generar burbujas especulativas, ya que cuando esta es menor a la tasa de crecimiento de la economía, se generan incentivos para tomar crédito barato, y colocar ese dinero en activos, esperando que se revaloricen y así obtener una ganancia de capital. Esto puede llevar a generar una burbuja, elevando los precios de los activos más demandados,

y es justamente esto lo que se quiere evitar con las nuevas regulaciones internacionales en el sistema financiero.

Hay que entender, entonces, que es lo que hace que la tasa de interés real de equilibrio requerida, que iguala ahorro e inversión, se encuentre en niveles negativos. Por el lado del ahorro se observa, en los países desarrollados sobre todo, un aumento general en los últimos 40 años, del ahorro requerido para suavizar el consumo a través del ciclo de vida, lo que puede ser explicado tanto por la mayor expectativa de vida, la temprana edad de jubilación, como por la menor tasa de crecimiento de la población.

Por el lado de la inversión no se encuentran patrones tan claramente observable como por el lado del ahorro, para determinar la caída en las tasas reales de equilibrio, aunque el economista Edward Glaeser hace una interesante apreciación acerca de porque podría estar cayendo la demanda de crédito. Argumenta que las empresas más pujantes en la actualidad, se encuentran relacionadas a tecnologías de la información (Google, Microsoft, Facebook), y son empresas que necesitan relativamente poca inversión, comparadas con las empresas predominantes del siglo pasado, mas relacionadas a la industria, demandantes de grandes cantidades de capital para desarrollar sus inversiones. Esto no es un dato menor, ya que estas compañías relacionadas a tecnologías de la información representan el 25% del valor del mercado, si tomando las 100 compañías más importantes a nivel global.

Estas tendencias en el contexto financiero internacional actual son objeto de preocupación de las principales economías, que no parecen encontrar la solución al problema del estancamiento, quizá por seguir intentando con las mismas recetas que funcionaron en otros momentos de la historia. Algunos economistas muy importantes, como Larry Summers y Paul Krugman, creen que la política fiscal debe ocupar un rol más importante para aumentar la inversión y lograr una tasa de interés real de equilibrio más alta, que debe ir acompañada de mejoras en el sistema educativo, y

también con fuertes incentivos a la inversión en nuevos proyectos, simplificando los requisitos exigidos, como también quitando barreras en la movilidad de la mano de obra.

Por el lado de las regulaciones financieras, esta crisis profundizó las exigencias a las instituciones financieras ya contempladas en los acuerdos de Basilea, I y II, que hacían más hincapié en el nivel de reservas que los bancos deben mantener ante posibles pérdidas bancarias. Basilea III, implementado a inicios de 2011, cambia el foco principal, que pasa a ser el riesgo de pánico bancario, exigiendo distintos niveles de capital (en %) para las distintas clases de depósitos y préstamos, de acuerdo a su riesgo ante una eventual corrida bancaria.

Estas tendencias parecen ser las más predominantes en el contexto financiero actual, y son motivo de preocupación de los grandes responsables de hacer política económica, que necesitan encontrar una solución para retornar al sendero de crecimiento de largo plazo previo a la crisis, aunque para eso deben identificar claramente las causas del estancamiento, definir si es un problema que llegó para quedarse, como plantean los defensores del estancamiento secular, y de ser así, abrir el abanico de acciones hacia nuevas formas de hacer política económica, ante la insuficiencia que parece tener actualmente la política monetaria para salir de esta situación.

2-) el 2016 fue, sin dudas, un pésimo año para las encuestadoras, que no lograron percibir el movimiento anti sistema que parece estar en pleno proceso de ebullición, sobre todo en los países desarrollados. La gran mayoría de las encuestas preveían un brexín, al igual que el premier David Cameron, pero el 23 de junio las urnas decretaron el brexit, la renuncia del premier y el “aislamiento” de uno de los países históricamente más abiertos del mundo, que ahora pide mantener los acuerdos de libre comercio con la Unión Europea.

El 2 de octubre, los colombianos y sus principales socios esperaban un acuerdo para finalizar con la guerrilla de las FARC, pero nuevamente las encuestas chocaron contra la realidad, y la población decidió no acordar en esa instancia, aunque quedo abierto a un nuevo llamado.

Así se llegó al suceso político más importante del año, las elecciones presidenciales en EEUU, dominadas por un amplio rechazo popular a ambos candidatos, aunque todas las encuestadoras preveían (y deseaban, al igual que el 90% de los medios de aquel país) una clara victoria de Hillary Clinton, menospreciando al candidato republicano desde el mismo momento que anuncio que iba a presentarse a la interna republicana, donde arraso, y el 8 de noviembre Donald Trump se convirtió en presidente electo. Un completo outsider de la política, con un discurso racista, anti sistema y provocador, logro captar los votos de las clases medias industriales norteamericanas (la desigualdad creciente en este país no fue un factor menor), prometiéndole devolver el trabajo y la industria manufacturera al gigante país del norte, orientado desde hace décadas a una economía basada en el sector de servicios de alto valor agregado.

En línea con estos sucesos se dio el referéndum italiano llamado por Matteo Renzi, el 4 de diciembre, donde la población voto en contra del sistema nuevamente, decidió no otorgar mayor poder al ejecutivo (planteaban quitarle poder al senado, y reducir el gasto en instituciones y ministerios), terminando con la renuncia del primer ministro italiano.

A la hora de analizar el impacto de estos sucesos en el contexto actual de la economía mundial, parece ser claro que el más impactante, por lo menos en el corto y mediano plazo, es la victoria de Trump. Si bien el brexit tuvo un impacto negativo inmediato en las bolsas del mundo, los mercados financieros lograron absorber el golpe, y parece ser que el principal perjudicado fue el propio Reino Unido, con un debilitamiento marcado de la Libra y una desconfianza generalizada de su propia población (es claro que tambien parece marcar un techo al crecimiento futuro de la UE).

En cuanto al mayor cisne negro registrado en la política norteamericana, la victoria de Trump, el mundo y los mercados financieros reaccionaron inmediatamente. Incluso cuando la elección todavía no estaba definida, cerca de la medianoche, varias monedas comenzaron a desvalorizarse frente al dólar (el peso Mexicano perdió más de un 10% ese día). Este fortalecimiento del dólar continúa hasta el día de hoy, con los mercados financieros expectantes de que se dé la paridad Euro-Dólar en el corto plazo. Este fenómeno se puede explicar por las promesas electorales de Trump, principalmente una gran reactivación de la obra pública y reducción de impuestos, que se espera que se traduzca en un mayor crecimiento del producto y un aumento del déficit fiscal, llevando a un aumento en la tasa de inflación esperada. Estas dos últimas posibles consecuencias (mas inflación, mas déficit) podrían en el mediano plazo jugar en contra de la divisa norteamericana, ya que si la FED no sube las tasas en la misma proporción que la inflación, se registrarán tasas reales de interés negativas, que debilitarán el dólar, de mantenerse constantes los rendimientos en Europa y Asia.

La realidad parece ser que hasta que no asuma en enero, no se conocerán las verdaderas intenciones de Trump. Pero los mercados financieros ya hacen sus apuestas. Pronostican que el estímulo fiscal provocara un mayor crecimiento en 2017, lo que impulso el precio de las acciones a que tocaron un nuevo record histórico. El mercado de bonos actuó en dirección contraria, desvalorizándose en más de 1000 millones de USD desde la victoria del magnate, ante las sospechas de mayor endeudamiento y desvalorización de la deuda actual.

En el resto del mundo, sobre todo en los países emergentes, se ha observado una salida de capitales buscando la calidad (flow to quality), ante el aumento de las tasas de los títulos estadounidenses. Los bonos de largo plazo argentinos, por citar un ejemplo, cayeron más del 15% en su valor, lo que también deja claro que a partir de ahora el financiamiento externo va a

ser más caro, justo en el año en el que Argentina retorna a los mercados financieros, y cuando más los necesita.

Estas noticias son muy recientes, aún no hemos podido observar ni el sentido ni la magnitud que tendrán en el mediano/largo plazo. Quizá un año disruptivo como el 2016 era lo que esperaban los defensores de la idea del “estancamiento secular”. En principio, los mercados parecen ir en concordancia con las soluciones que planteaban ellos, con una mayor inflación esperada, un mayor estímulo fiscal, una baja en la tasa de interés real. Pero habrá que esperar un tiempo a ver como se acomodan tanto los países desarrollados, como los emergentes, a este cambio inesperado.

3-) La evolución financiera argentina en los últimos 25 años, ha estado estrechamente ligada a los cambios macroeconómicos experimentados por el país, con marchas y contramarchas, pero con un cambio significativo a partir de la crisis que estalla a fines de 2001. Si bien durante la década del 90 el sistema financiero y el crédito privado aumentaron a un ritmo considerable, el mercado financiero permaneció muy pequeño, y esto se agudizó luego de la crisis, dejando un sistema prácticamente congelado, con una deuda pública parcialmente declarada en default, corralito a los depósitos y corralón a los plazos fijos.

La renuncia del presidente De la Rúa en diciembre de 2001, trajo 3 presidentes interinos en 10 días (en ese lapso, Adolfo Rodríguez Saa declara el default en un congreso eufórico que lo aplaudió de pie), y el 1º de enero de 2002 asume Duhalde. Rápidamente toma la decisión de devaluar la moneda, que para a \$1,40 por dólar, luego se deja flotar para que alcance un precio de equilibrio que se estabilizó cerca de los \$3,70, con algunas intervenciones del BCRA para frenar burbujas que hacían pensar que se iba a disparar la cotización de la divisa.

Paralelamente, se reimplantaron los controles cambiarios, para que los exportadores liquiden en el mercado local gran parte de las divisas

generadas por comercio, se introdujeron retenciones a las exportaciones para amortiguar la desigualdad generada por el gran ajuste resultante de la devaluación, y se limitaron las salidas de capitales.

La política monetaria recuperó su poder de fuego, al pasar nuevamente a un régimen de flotación administrada, después de 10 años con un régimen de tipo de cambio fijo por caja de conversión.

La economía argentina, con tasas de pobreza record (mayores al 50%), un desempleo mayor al 25%, y una gran capacidad ociosa, reaccionó rápidamente a los cambios realizados, y de la mano sobre todo del sector transable, muy beneficiado por la devaluación y la pesificación de las deudas, comenzó una recuperación record, tras solo un trimestre de gran caída de todos los indicadores macroeconómicos. Ya en el tercer trimestre de 2002 la economía estaba creciendo, crecimiento que sería ininterrumpido hasta la crisis internacional de 2008.

Las claves de esta gran recuperación se encuentran en 3 factores principales. Un tipo de cambio real competitivo y estable, superávits gemelos (fiscal y de cuenta corriente) y una política monetaria que permitió evitar la apreciación del tipo de cambio, lo que llevó a una gran acumulación de reservas por parte del BCRA. No hay que despreciar el efecto del contexto internacional, con los precios de las commodities recuperándose a la par de la economía argentina.

Si hay que encontrar alguna razón del agotamiento del modelo descrito, que comenzó a mostrar algunos síntomas en 2007, esta es la inflación. La política monetaria fue claramente expansiva, por la necesidad de mantener el tipo de cambio real, y la incapacidad de esterilizar la gran cantidad de dinero emitida. A esto se le suma una política fiscal que fue en el mismo sentido. Si bien durante el mandato de Néstor Kirchner se discutió la creación de un fondo anti cíclico, rápidamente se desestimó, y la política fiscal fue expansiva durante los 12 años que estuvieron en el poder. Esto generó presiones inflacionarias ya desde el año 2004, acelerando el ritmo

hasta llegar a los dos dígitos en 2006, lo que llevo a la intervención de las estadísticas oficiales en 2007.

Los mercados rápidamente se dieron cuenta de la subestimación oficial de la inflación, ergo la subestimación del índice CER (coeficiente de estabilización de referencia), castigando el precio de los bonos emitidos en pesos por el estado nacional, que se contagió también a los bonos emitidos en moneda extranjera, disparándose la prima de riesgo del país, que previo a esta manipulación ya había convergido a los niveles de la región (Brasil, Perú, etc). Fue una gran oportunidad perdida por Argentina en un mundo de financiamiento barato, aprovechada sobre todo por países como Perú.

Este aislamiento financiero genero la desconfianza de los mercados, comenzando una sangría de capitales, que no ceso durante los dos años siguientes, hasta fines de 2009. Quizá el único beneficio de este gran error interno, fue que cuando exploto la crisis financiera internacional, el impacto no fue tan severo en Argentina, ya que el tamaño del sistema financiero era pequeño y relativamente aislado de los efectos externos. Por otro lado, la salida de capitales fue compensada por la mejora de la balanza comercial generada por una gran caída de las importaciones, en mayor medida que las exportaciones.

A partir de entonces, la tendencia inflacionaria continuo, generando una importante apreciación de nuestra moneda, que en 2014 ya se encontraba nuevamente en los niveles reales de la convertibilidad. El efecto de la devaluación de ese año duro solo unos meses hasta ser erosionado por la inflación, replicándose la misma situación ante la devaluación efectuada a días de ganar Mauricio Macri la elección de 2015.

Hoy en día nos encontramos en un país que acaba de salir del default, justo en el año en que parece haber cambiado la tendencia del sistema financiero mundial, por los efectos ocasionados por eventos políticos de alto impacto, principalmente el triunfo de Trump. Esto ocurre justo en años en que Argentina dependerá mucho del financiamiento externo, dado que se

ha tomado la decisión de controlar la inflación, y pareciera que la enfermedad del déficit fiscal va a seguir por lo menos unos años más.

En este contexto, el BCRA tiene cierto poder de fuego ante eventos negativos externos, al tener una política de tipo de cambio administrado, que da a la institución una limitada capacidad de intervención, ya que debe cumplir tanto objetivos de inflación como controlar que el tipo de cambio no se desvíe demasiado del nivel esperado. Dependerá del gobierno y de la sociedad encarar una reforma completa del sistema tributario, que aliente la producción y la aparición de nuevas empresas que generen trabajo privado, de comenzar a cerrar el agujero fiscal, que en 2017 estiman será de 40.000 millones de USD, y de generar un contexto macroeconómico estable para que el país vuelva a crecer después de 5 años de estanflación.

Bibliografía:

- Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000 - Damill, Frenkel, Simpson
- Secular Stagnation, Facts, Causes and Cures. Centre for Economic Policy Research (CEPR)
- <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_crisi
- <http://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-36484790>
- <http://www.abc.es/economia/abci-expansion-fiscal-trump-y-politica-monetaria->
- <http://www.lanacion.com.ar/1960936-que-se-vota-en-el-referendum-de-italia>
- Kosacoff Bernardo y Ramos, Adrián, 2006. "Comportamientos microeconómicos en entornos de alta incertidumbre: la industria argentina". CEPAL.