

AMÉRICA LATINA

El impacto de la subida de tipos de interés por parte de la Fed sobre los flujos de capitales a América Latina

Juan Manuel Ruiz / Cecilia Posadas / Gonzalo de Cadenas

La retirada de estímulos monetarios por parte de la Fed tendrá implicaciones importantes en los flujos de capitales a la región, dada su relevancia en la determinación de las condiciones financieras globales. La normalización monetaria de la FED aumentará el atractivo relativo de los activos estadounidenses frente a los latinoamericanos, moderando las entradas de flujos en los siguientes años. Esta dinámica se podría traducir también en ajustes en las cuentas corrientes de los países de la región y volatilidad cambiaria, con implicaciones también sobre crecimiento e inflación.

Para estimar el posible impacto sobre los flujos a la región resulta de poca utilidad recurrir a la historia de episodios recientes de alza en las tasas de interés en EE.UU, en 1994 y 2004. Ambos episodios encontraron a América Latina con unos fundamentales y vulnerabilidad financiera muy diferentes. Al inicio de los años 90s persistían importantes desequilibrios que, por ejemplo, desembocaron en la crisis financiera en Argentina y la de balanza de pagos en México. A inicios de los 2000, sin embargo, la región gozaba ya de mucha mayor estabilidad, con esquemas de objetivos de inflación, política cambiaria flexible y políticas fiscales más prudentes, que permitieron soportar mejor la subida de tipos de interés en 2004.

En un entorno donde la creciente integración y profundidad financiera hace necesario el análisis global, más que regional, modelizamos los efectos que la política monetaria en EE.UU y la zona del Euro tendría en los flujos de capitales en economías emergentes¹. Además, es necesario tener en cuenta la divergencia esperada entre las políticas monetarias de la Fed, -que prepara el inicio de la retirada de estímulos monetarios hacia mediados de este año- y el BCE -que ha anunciado un ambicioso plan de estímulo incluyendo la compra de bonos soberanos.

Los resultados del análisis apuntan a que la retirada de estímulos monetarios se traducirá casi con seguridad en una reducción de los flujos de capital hacia las economías emergentes, entre de las cuales Latam será la más afectada. La magnitud dependerá de la anticipación de los mercados y del aumento de la aversión al riesgo. A pesar del histórico anuncio del BCE, a nivel global predominaría el efecto de la retirada de estímulos por parte de la Fed. La respuesta del BCE tendrá efectos positivos en los países de Europa emergente, en los que podría contrarrestar en alguna medida el impacto de las acciones de la Fed, pero no tanto en otras regiones como América Latina. La salida de flujos de capital en los escenarios en los que la Fed aumenta sus tipos de interés de acuerdo a lo esperado o incluso más agresivamente sería de entre 3,0% y 3,7% del PIB acumulado en tres años, hasta 2017.

1: Este observatorio se basa en el artículo: [Monetary Policy in the North and portfolio flows in the South](#), Gonzalo de Cadenas Santiago, Alicia García Herrero, Alvaro Ortiz Vidal Abarca.

Estrategia de modelización

En el modelo se usa una muestra desde el 1T05 hasta el 3T14 para 40 países, con igual representación de desarrollados y emergentes, y se mide el efecto sobre flujos de cartera acumulados como proporción de los activos totales bajo gestión. El modelo combina factores dinámicos (MFD) con la metodología VAR aumentada (FAVAR) para relacionar canales de transmisión de flujos (global, por regiones e idiosincráticos) con variables macroeconómicas.

El modelo consta de dos etapas: la primera etapa -la del Modelo Factorial Dinámico (MFD)- se basa en la hipótesis de que los flujos de cartera obedecen a una estructura no observable de cinco factores dinámicos latentes: factor global, emergente, desarrollado, activo refugio e idiosincrático. En una segunda etapa de la estimación se relacionan estos factores latentes por medio de un FAVAR con variables macroeconómicas permitiendo así dinámicas temporales entre flujos y entorno macro. En la estimación se encuentra una relación significativa entre factores y medidas de aversión al riesgo global y de mercados emergentes (VIX y EMBI), además de relación de estas variables y variables macro.

Con este modelo, se analizan escenarios que plantean las combinaciones más probables de actuación de la Fed y el BCE². Los escenarios considerados son combinaciones de políticas de la Fed, el BCE y medidas de aversión al riesgo; desde una retirada gradual de estímulos en EE.UU que implicaría aumento en la tasa de referencia a partir de mediados de 2015 hasta un escenario en el cual la Fed decide aplazar y limitar la normalización. En la siguiente tabla se plantean los supuestos de los escenarios; destaca como el escenario más probable (escenario central) el escenario 1, donde la Fed mantiene una salida que implicará llevar la tasa de Fondos Federales a un nivel de 2% a finales de 2016 y el BCE mantiene una política de expansión cuantitativa activa.

Tabla R.2.1

Descripción de los escenarios para el ejercicio de simulación

	Escenario	FED	BCE	Aversión Global al Riesgo
1	Salida de la Fed y Expansión cuantitativa del BCE	10y + 50pb en 2014 + 50pb en 2015	10Y -20 pb por trimestre entre el 4T14 y el 2T15	Vuelven al promedio de largo plazo
2	Sobrerreacción por salida de la Fed y Expansión cuantitativa del BCE	10y + 150pb en 2 trimestres	10Y -20 pb por trimestre entre el 4T14 y el 2T15	Pico como en la crisis del Euro que se desvanece un trimestre después
3	Sobrerreacción por salida de la Fed y BCE con mayor Exp. Cuantitativa	10y + 150pb en 2 trimestres	10Y -50 pb en 2 trimestres	Pico como en la crisis del Euro que se desvanece un trimestre después
4	Retraso en salida de la FED y BCE con Exp. Cuantitativa	La mitad del escenario (1)	10Y -50 pb en 2 trimestres	No aumenta el apetito por riesgo

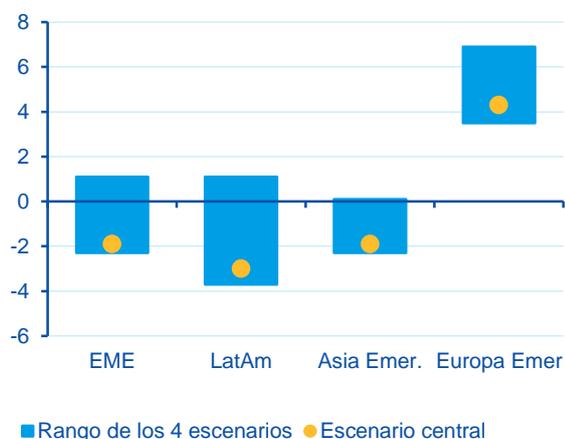
Fuente: BBVA Research

2: En el artículo original (agosto 2014) se planteaban seis posibles escenarios, en los dos primeros el BCE seguía manteniendo una postura reactiva ante movimientos de la Fed. Para este recuadro se exponen solo los escenarios en los cuales el BCE toma un papel activo.

Los resultados

Salvo en el escenario en el que la Fed actúa con rezago (escenario 4), en el resto de escenarios los resultados apuntan a la retirada de flujos en emergentes que irían desde 1,9% del PIB acumulado en tres años, hasta 2017, hasta 2,3% del PIB en el peor caso. En los escenarios donde el BCE toma un papel activo con una política de expansión cuantitativa, los efectos negativos sobre los flujos son parcialmente compensados aunque estos efectos son perceptibles únicamente en Europa emergente. A nivel regional Latam es la región más afectada: en el escenario central los flujos se contraerían cerca de 3,0% del PIB en el acumulado hasta 2017 (gráfico R3.1).

Gráfico 1.1 Efecto acumulado en flujos 2015-2017 como % del PIB



Fuente: BBVA Research

Tabla 1.1 Flujos de capitales a economías emergentes, simulación de escenarios. Respuesta acumulada como % del PIB

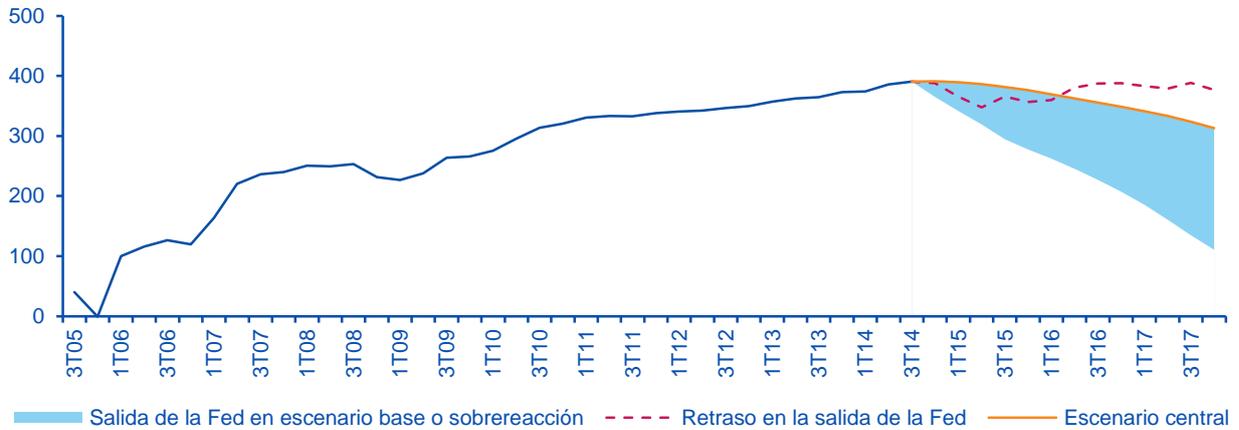
	EME	LatAm	Asia Emer.	Europa Emer.
1	-1,9	-3,0	-1,9	4,3
2	-2,3	-3,7	-2,3	3,5
3	-2,1	-3,4	-2,1	5,9
4	1,1	1,1	0,1	6,9

Fuente: BBVA Research

Destaca la importante heterogeneidad en la región, donde algunos países como Brasil y México gozan de una importante integración de carteras; Brasil además depende altamente de fondos indizados lo que añade volatilidad e importante prociclicidad. Con todo, la salida acumulada de flujos en Latam podría estar entre -3,0% y -3,7% del PIB, si bien en el escenario en el que la Fed retrasara la subida de tipos de interés seguiría produciéndose una entrada de flujos acumulada equivalente al 1,1% del PIB (Tabla II y gráfico R3.2) a lo largo de los siguientes dos años. La salida de flujos se traduciría en depreciaciones en las monedas de la región que a su vez presionará la conducción de la política cambiaria. Los países con mayor integración con el mercado norteamericano y con frágil estructura de financiamiento serán los más afectados.

Gráfico 1.2

Escenarios de flujos de capital a Latam (flujos acumulados a Latam desde 2005, miles de millones USD)



Fuente: BBVA Research

Conclusiones

La normalización monetaria por parte de la Fed implicará importantes efectos en América Latina, que experimentaría salidas de flujos de capital por cerca de 3,0% del PIB en los próximos dos años.

A pesar de la salida de flujos esperada para la región, cabe recordar que si bien con importante heterogeneidad, la mayor parte de países gozan de fundamentales mucho más sólidos que en el pasado para enfrentar estas salidas. La región acumula reservas internacionales que han permitido enfrentar los choques externos adecuadamente, al tiempo que el esquema de objetivos de inflación y la flexibilidad cambiaria ayudará a amortiguar los efectos sobre el crecimiento. Con todo, este ejercicio muestra hasta qué punto la región perderá uno de los vientos de popa que la acompañaron en los últimos años, resaltando la necesidad de relanzar las fuentes internas de crecimiento a través de las reformas estructurales.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.