

Expansión monetaria global y el impacto en América Latina

Jorge Sicilia

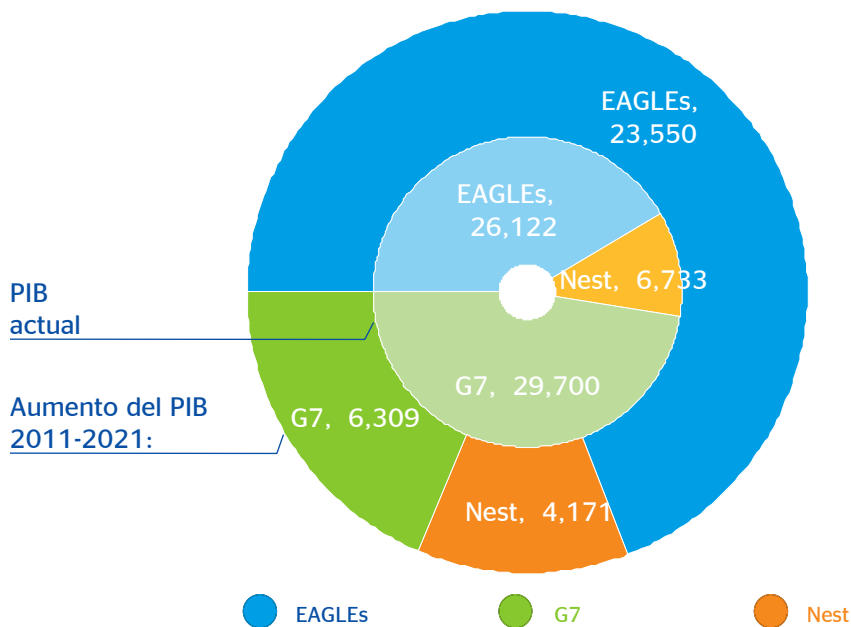
BBVA Research | Economista Jefe

Economías avanzadas: escaso dinamismo y salida lenta de la crisis

- El proceso de desapalancamiento público y privado implicará una salida muy lenta de las economías desarrolladas de la crisis financiera iniciada en 2008.
- ¿Es duradero este desacoplamiento entre desarrollados y emergentes?

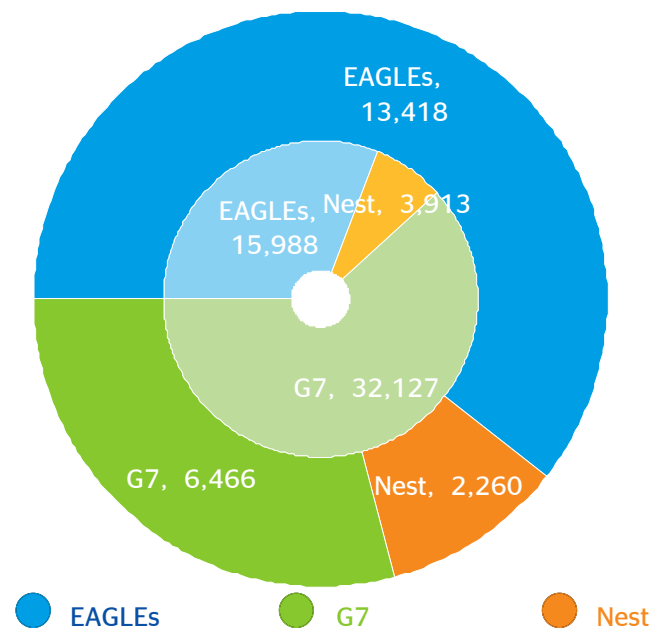
EAGLEs, Nest y G7: tamaño actual y PIB incremental entre 2011 y 2021 (mm de USD ajustados por PPA)

Fuente: BBVA Research y FMI (WEO)



EAGLEs, Nest y G7: tamaño actual y PIB incremental entre 2011 y 2021 (miles de millones de USD)

Fuente: BBVA Research y FMI (WEO)

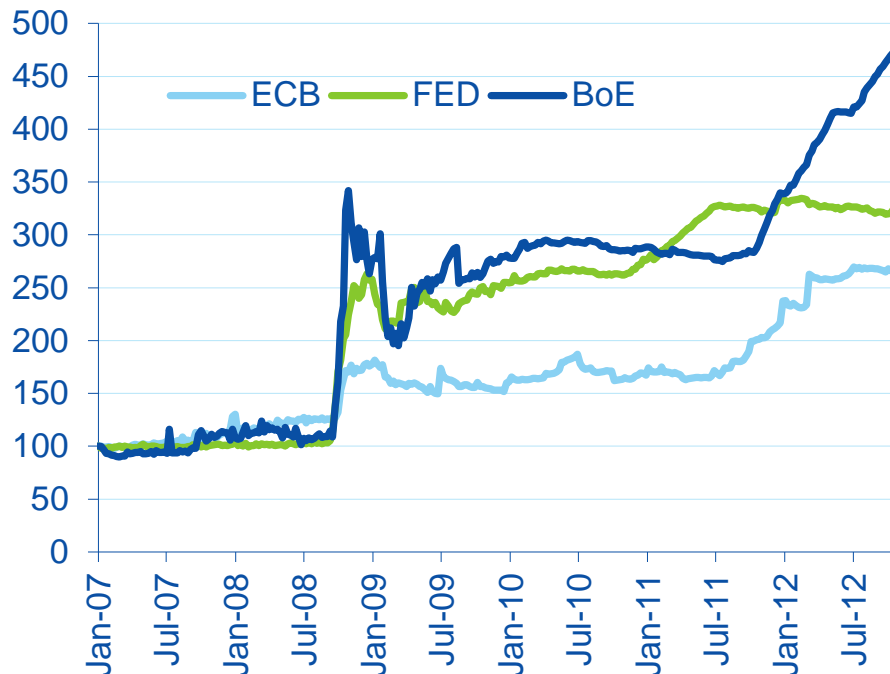


Fuerte expansión de los balances en los bancos centrales en países desarrollados...

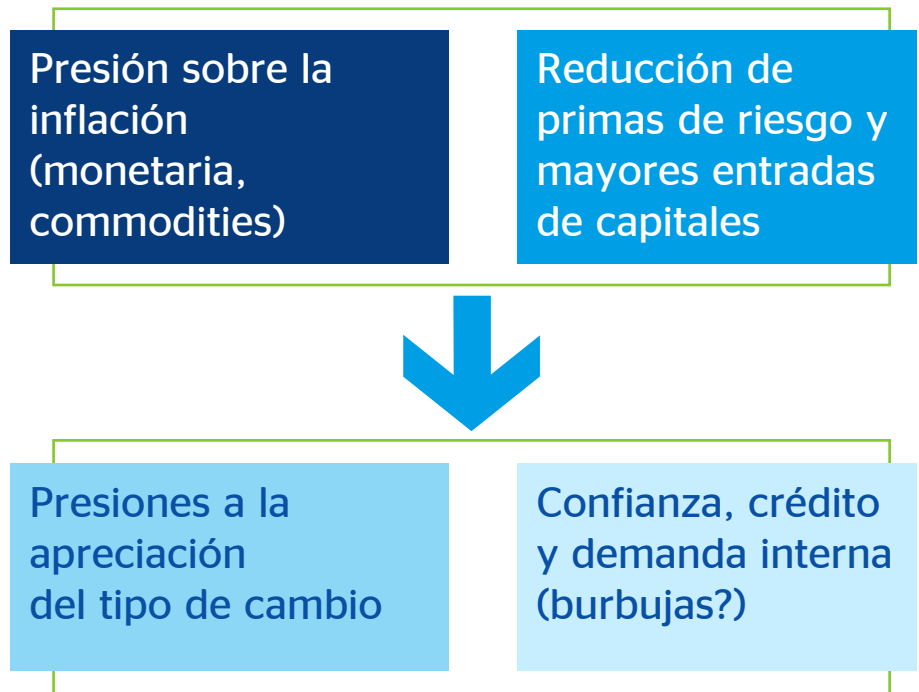
- Las restricciones al *policy mix* en los países desarrollados (escaso espacio fiscal) para enfrentar la debilidad cíclica hacen prever un estímulo monetario inusualmente grande y persistente

Balances de los bancos centrales (ene 2007=100).

Fuente: BBVA Research y Haver



Efectos en EMEs:

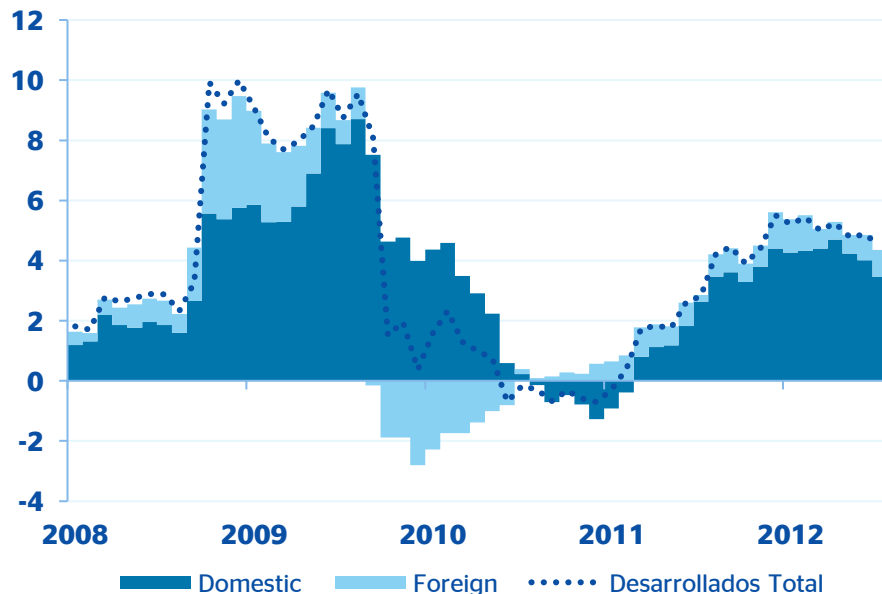


...que también ha correspondido con un incremento de los balances en emergentes

- Pero el incremento en los balances de los bancos centrales en economías emergentes ha tenido una composición diferente a la de los países desarrollados, más centrada en el incremento de activos exteriores netos que en activos domésticos

Economías desarrolladas: cambio acumulado (12m) en los componentes del activo y en el balance total del banco central (%PIB*)

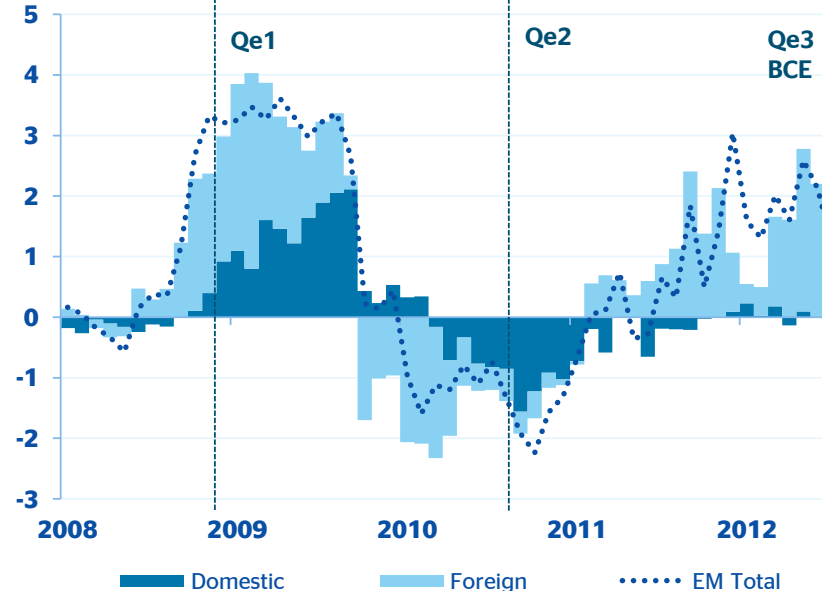
Fuente: BBVA Research y Haver



* Suma de Fed, ECB, BoE, BoJ, SwissNB, BoCanada, RBAustralia.

Economías emergentes: cambio acumulado (12m) en los componentes del activo y en el balance total del banco central (%PIB*)

Fuente: BBVA Research y Haver

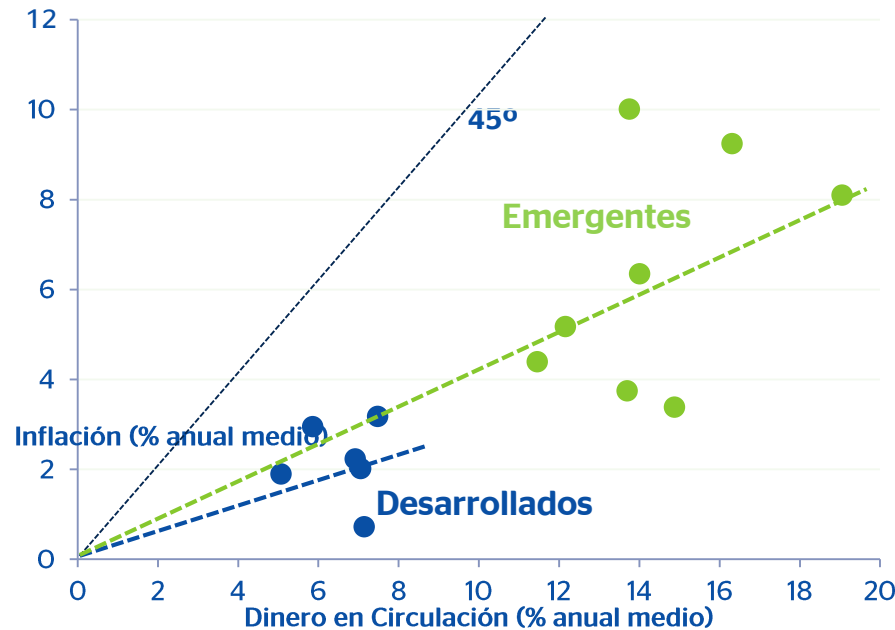


* Mediana de Brasil, México, Chile, Colombia, Perú, Corea y Turquía

La presión monetaria sobre la inflación es mayor en emergentes que en desarrollados

Aumento de dinero en circulación e inflación

(promedio anual 2007-2011)
Fuente: BBVA Research y Haver



Mayor pass-through a inflación en emergentes:

Output gaps más reducidos o positivos

Brechas de velocidad del dinero en niveles previos a la crisis

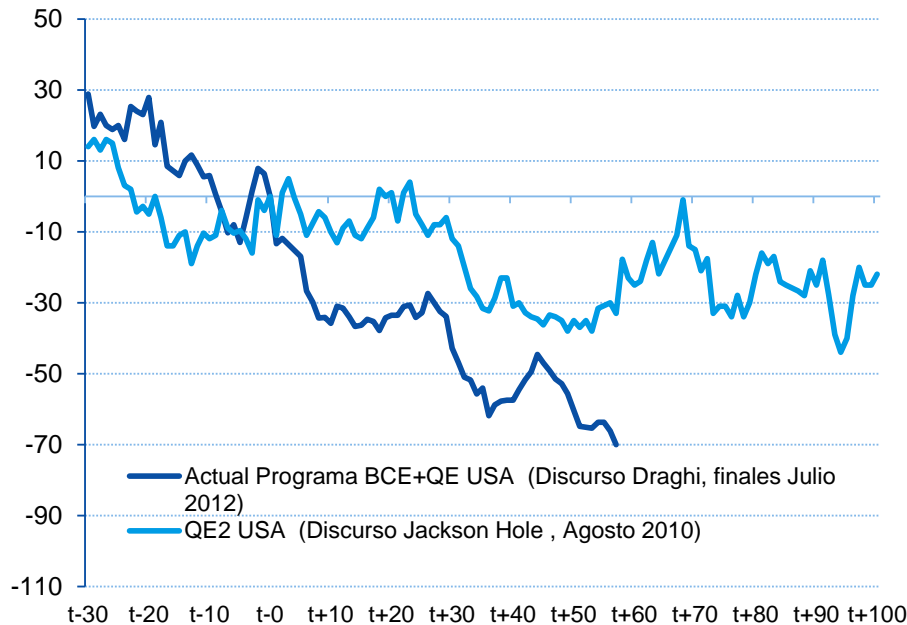
Mayor peso de las materias primas en la canasta de consumo

La expansión monetaria comprime las primas de riesgo en economías emergentes...

- El impacto de la reducción del riesgo global por parte del BCE y la expansión monetaria por parte de EEUU está siendo importante en algunos mercados emergentes, especialmente Europa del Este

Ec. Emergentes: Variación en diferencial EMBI Global desde t=0 (discursos QE). Mediana de 16 países

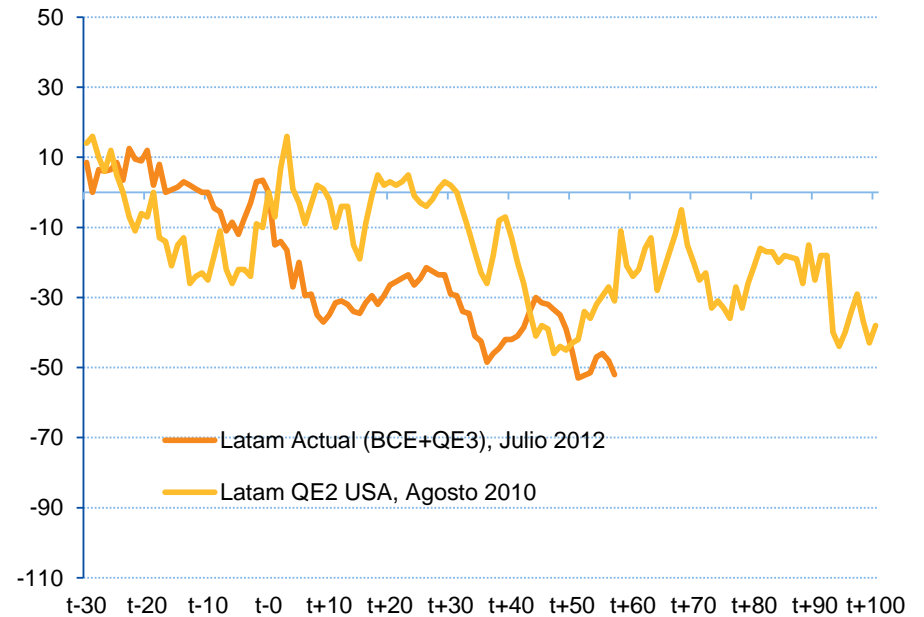
Fuente: BBVA Research y Haver



* Mediana de Brasil, México, Chile, Colombia, Perú, China, Indonesia, Malasia, Tailandia, Filipinas, Rusia, Turquía, Polonia, Hungría, Bulgaria y Rumanía.

Latam: Variación en diferencial EMBI Global desde t=0 (discursos QE). Mediana de 5 países

Fuente: BBVA Research y Haver



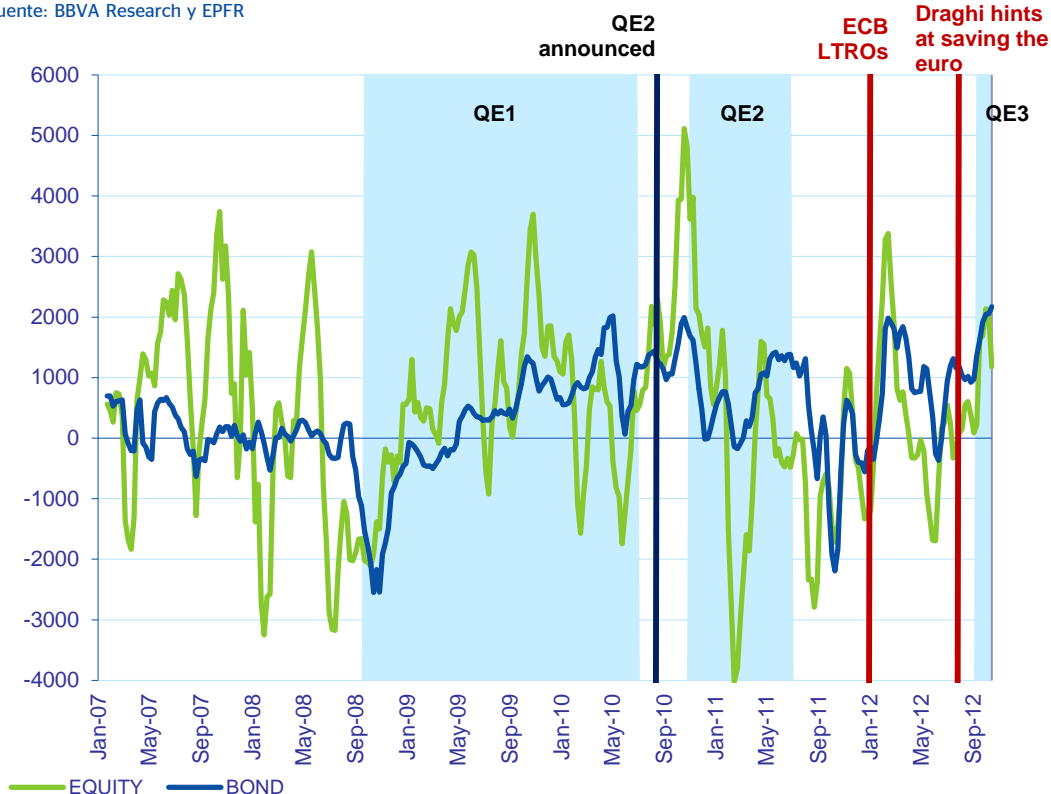
* Mediana de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú

... e incrementa los flujos de entrada de capitales a la región...

- Rondas previas de expansión cuantitativa han coincidido con cambios en la tendencia de entrada de flujos de capitales a economías emergentes, incluyendo Latam

Flujos de capitales a América Latina (millones USD)

Fuente: BBVA Research y EPFR



Flujos de capital

Push: Reducción de riesgo global y estímulo monetario

Pull: EMEs todavía tienen espacio para políticas contracíclicas

Reversión actual de flujos es más importante que en QE2

... la reversión de flujos ha sido más pronunciada que en el QE2...

Aumento en flujos de cartera, un trimestre antes y después de QEs, en número de desviaciones estándar

Fuente: BBVA Research y EPFR

QE1

QE2

BCE+QE3



Menos de una
desviación estándar

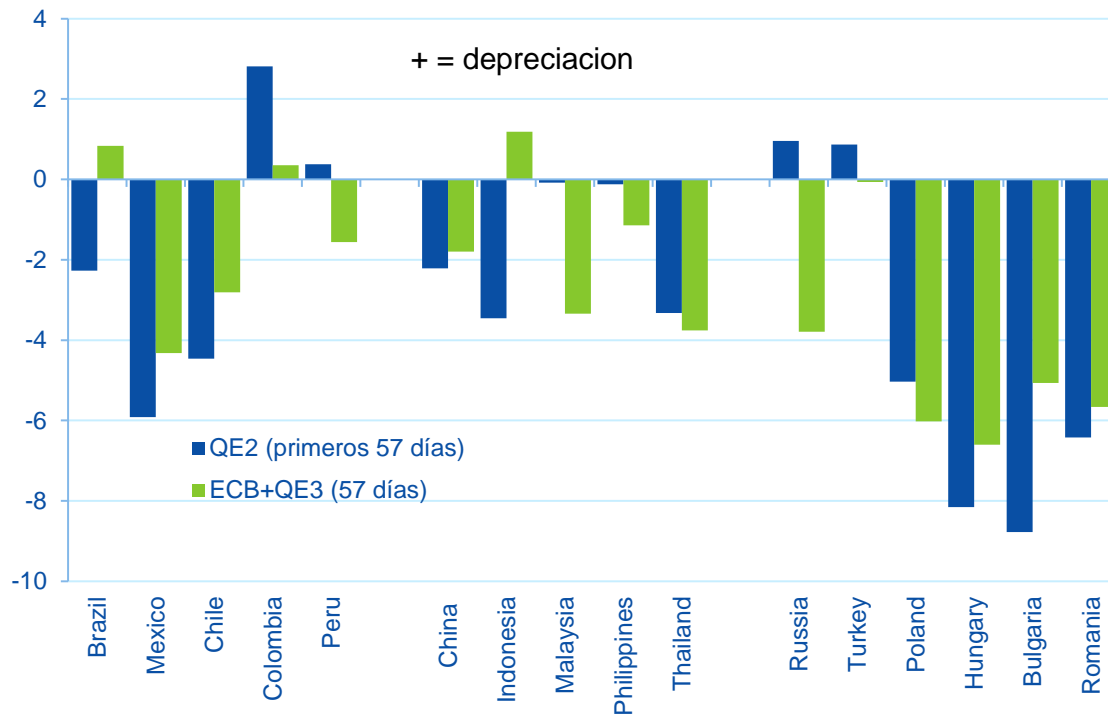


Más de una
desviación estándar

... al tiempo que se mantiene la presión apreciatoria sobre los tipos de cambio en Latam.

Variación del tipo de cambio en los primeros 57 días del programa de expansión de liquidez

Fuente: BBVA Research y Haver



Otras economías emergentes sistémicas permiten menor apreciación y mantienen restricciones sobre la cuenta corriente (China)

Desvía la presión del impulso de liquidez global sobre las áreas con mayor apertura de la cuenta de capitales (Latam)

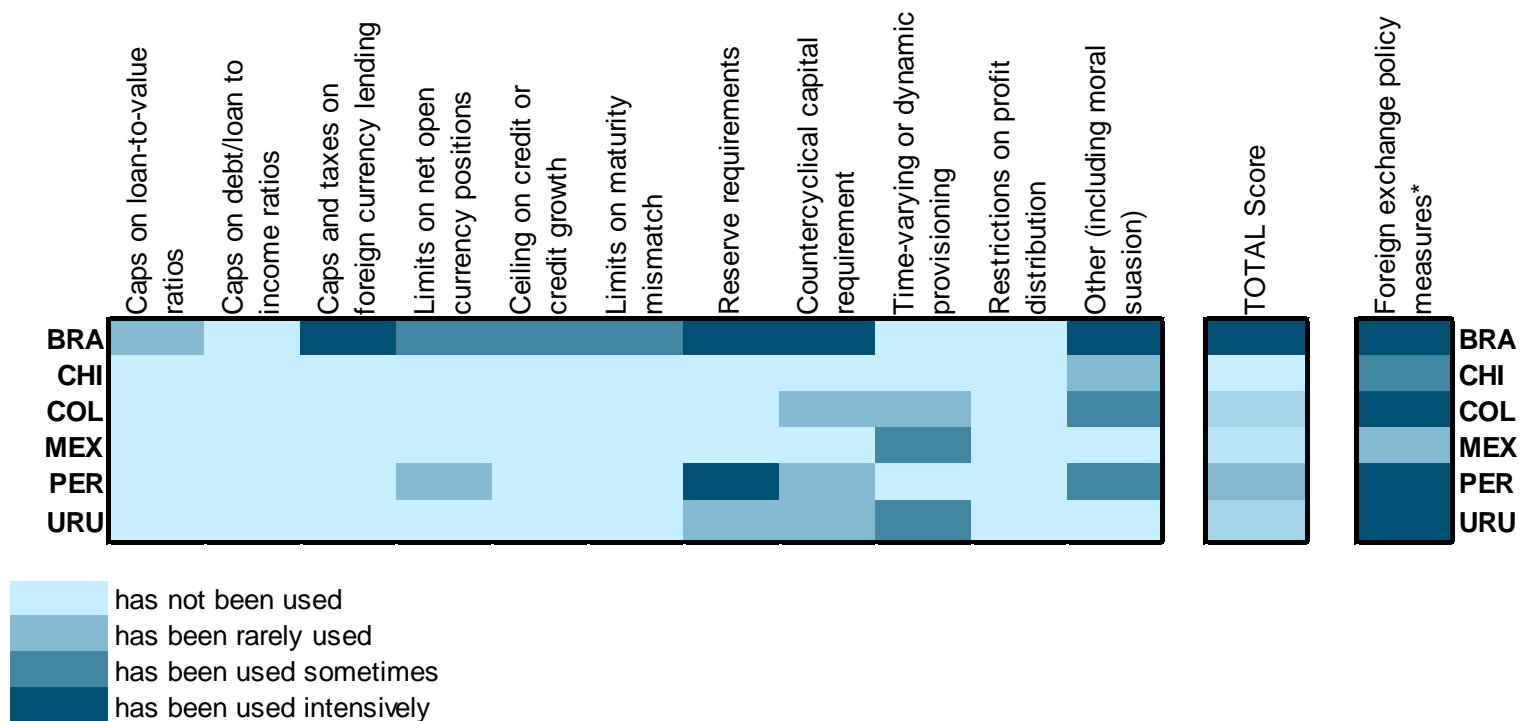
Mayor presión a apreciación en países con mercados financieros más amplios

¿Cómo ha respondido Latam? Intentando evitar sobrecargar a la política monetaria

- Se ha recurrido al uso de políticas macroprudenciales (especialmente Brasil, Perú) y, sobre todo, a la intervención en el mercado cambiario.

Intensidad de uso de las políticas macroprudenciales en Latam: Enero 2010 - octubre 2012

Fuente: BBVA Research



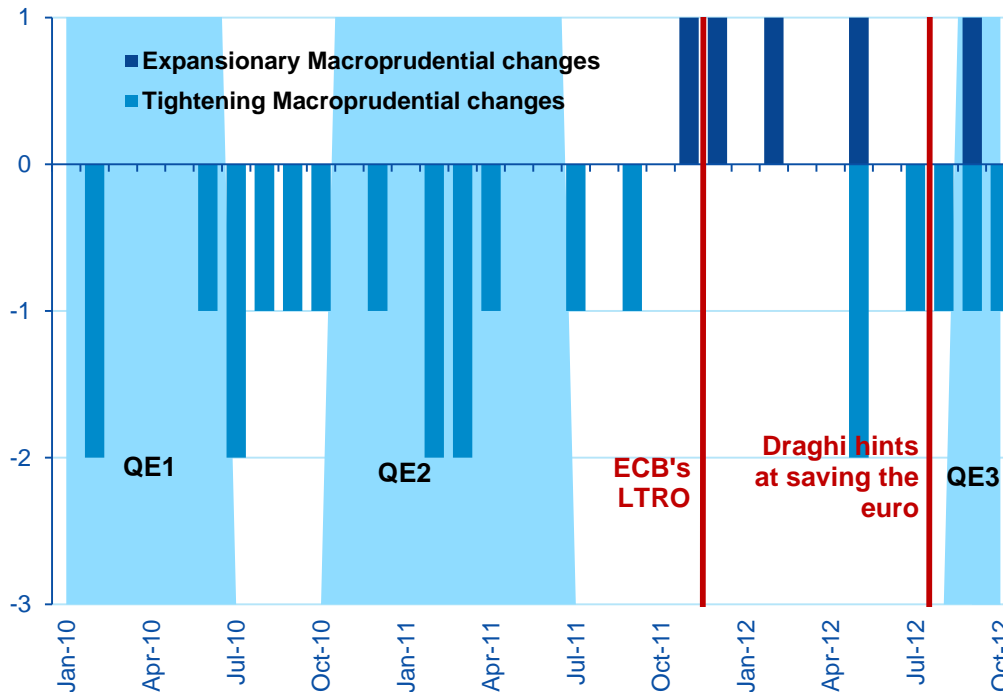
* Includes, for example, FX intervention, limits to foreign investment by pension funds, limits to foreign currency purchase by pension funds, etc.

Las políticas macroprudenciales han sido manejadas contra el ciclo de flujos...

- En ciertas instancias, la política macroprudencial ha tratado de reemplazar al uso del tipo de interés oficial como herramienta de endurecimiento monetario

Latam 5*: Número de países ajustando o relajando medidas macroprudenciales cada mes

Fuente: BBVA Research



Latam 5: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú

Riesgos

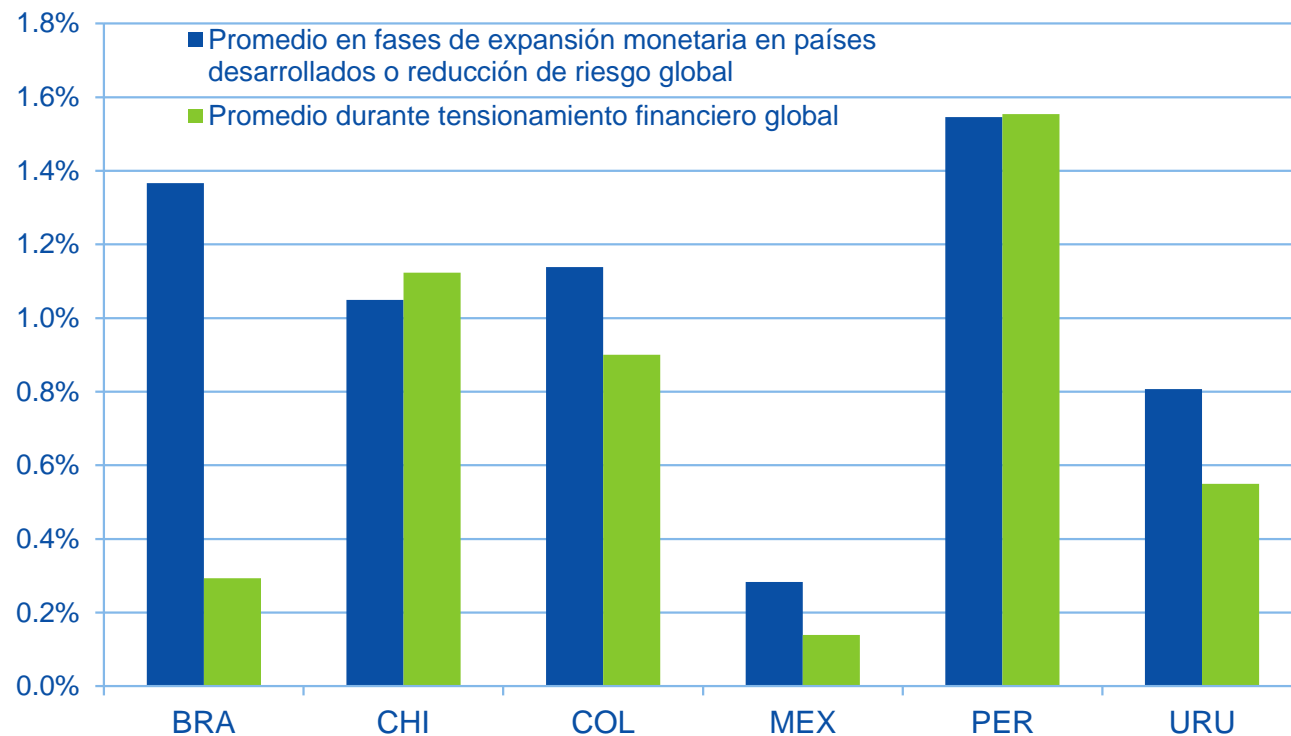
Posible uso excesivo de políticas macroprudenciales para desviar la presión de los flujos de capitales a los vecinos: “escalada macroprudencial”

Riesgo de introducir fricciones en el proceso de convergencia hacia niveles de desarrollo financiero acordes con sus características

... y la intervención cambiaria se ha intensificado en periodos de expansión monetaria o de reducción de riesgo global.

Intervenciones en el mercado cambiario: compras de dólares como % de las reservas internacionales. Promedio mensual

Fuente: BBVA Research



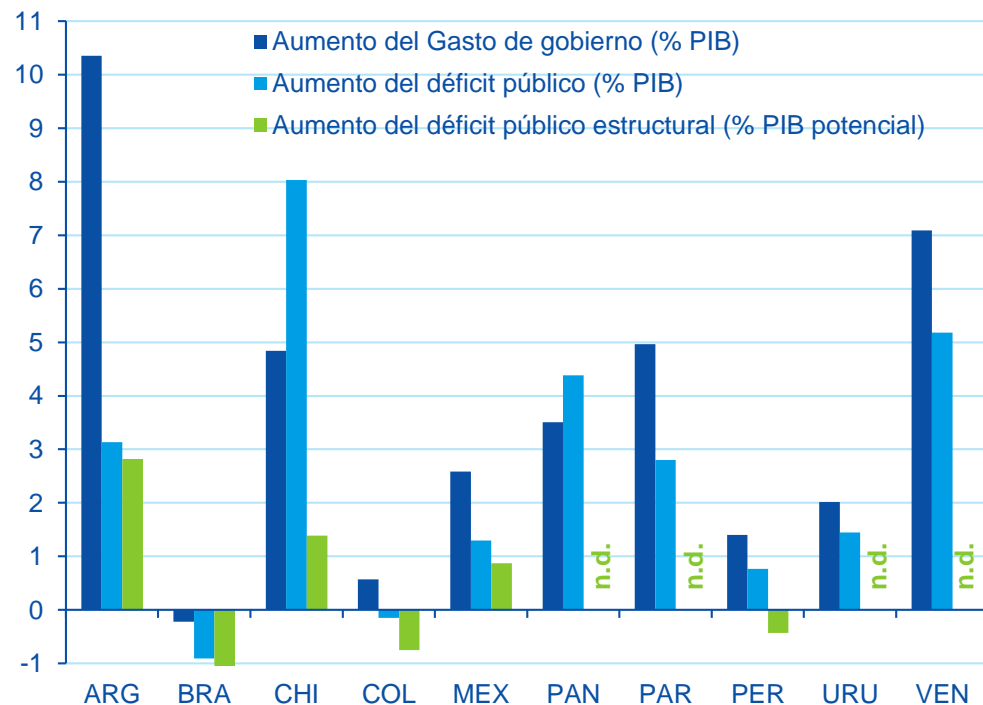
Periodos de expansión monetaria o reducción de riesgo global	
Parte final de QE1	Ene-Jul 2010
Durante QE2	Dic 2010 - Jun 2011
Efecto BCE-LTRO	Ene-Mar 2012
Después de discurso de Draghi sobre el euro	Desde Ago-2012 (último dato: Oct 2012)
Periodos de tensionamiento financiero global	
Entre QE1 y QE2	Ago-Nov 2010
Entre QE2 e inicio de BCE-LTRO	Jul-Dic 2011
Entre fin LTRO y discurso de Draghi sobre el euro	Abr-Jul 2012

Pero la política fiscal no ha reabsorbido completamente los estímulos de 2008-9

- La política fiscal debería por lo menos ser acíclica (e idealmente contracíclica) en un contexto de fuertes entradas de capitales. No ha aliviado el peso a la política monetaria frente a los “vientos de cola” exteriores

Aumento del gasto y déficit públicos: 2012 frente al promedio 2006-7

Fuente: BBVA Research y previsiones FMI



Hasta 2010: escapando a la prociclicidad de la política fiscal

Entre 2007-2010: adecuado impulso fiscal contracíclico

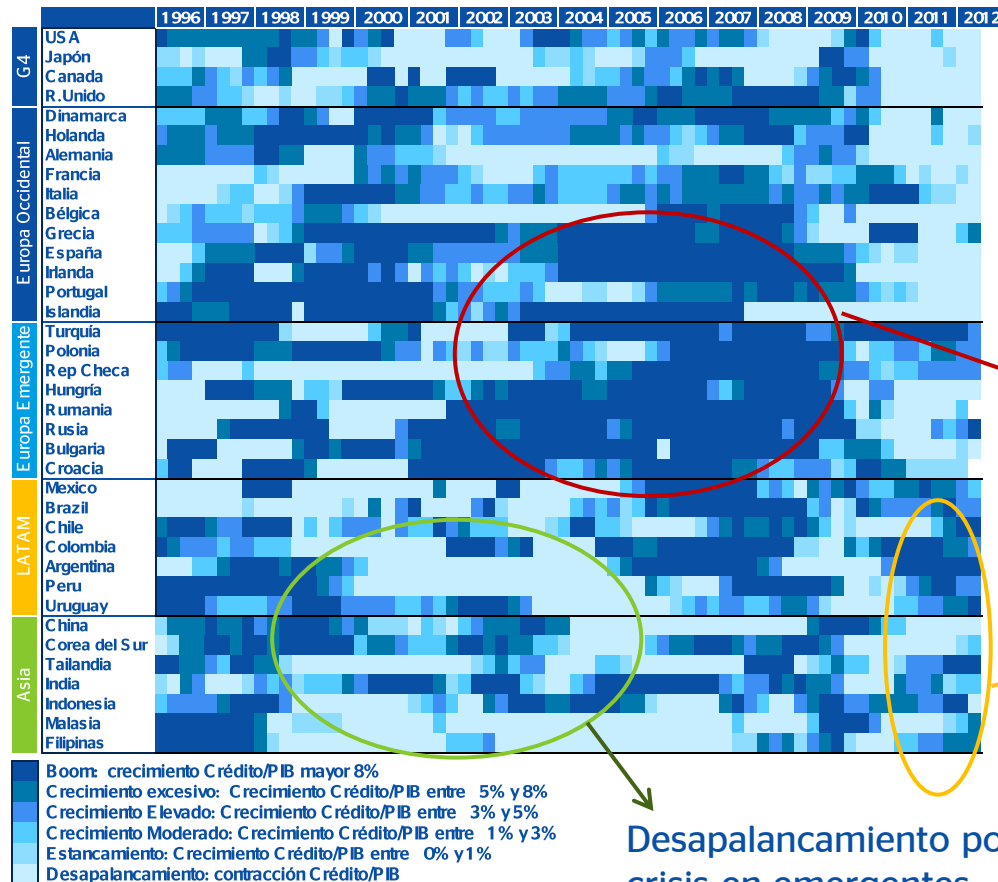
Pero hasta 2012 no se han terminado de reabsorber los estímulos implementados durante la crisis global

Efectos de largo plazo de la expansión monetaria global: aceleración del crédito, pero....

Mapa térmico de exceso de crecimiento de crédito

(cambio anual en la ratio de crédito al sector privado / PIB)

Fuente: BBVA Research



Aún es pronto para hablar de burbujas de crédito en Latam, pero hay que permanecer vigilantes

Zona de Burbujas: 3-4 años con crecimientos excesivos

Despegue. Atención por parte de las autoridades

Existe espacio para la profundización financiera en Latam, especialmente en aquellos países que no se encontraban apalancados en el estallido de la crisis

Desapalancamiento post-crisis en emergentes

Conclusiones

- 1 La expansión monetaria es una política en países desarrollados (primero) y emergentes (después),
- 2 Los países emergentes deben estar preocupados por la expansión monetaria y cómo reaccionan ante ellas (pero no conviene olvidar el contrafactual)
- 3 La gestión de la política económica está cambiando, se está experimentando y hay poca evidencia de sus efectos...
- 4 ... pero pronto tendremos evidencia. Su uso se va a generalizar

Expansión monetaria global y el impacto en América Latina

Jorge Sicilia

BBVA Research | Economista Jefe