

Crisis del euro y expansión cuantitativa: impacto sobre América Latina

Santiago Fernández de Lis

Economista Jefe, Sistemas Financieros y Regulación

Asobancaria

Colombia, 15 de noviembre de 2012

Índice

1. La crisis del euro

2. La expansión monetaria global. Impacto en los países emergentes

3. Contagio hacia América Latina

4. Conclusiones

El área euro no era un área monetaria óptima y no ha llegado a serlo por sí misma

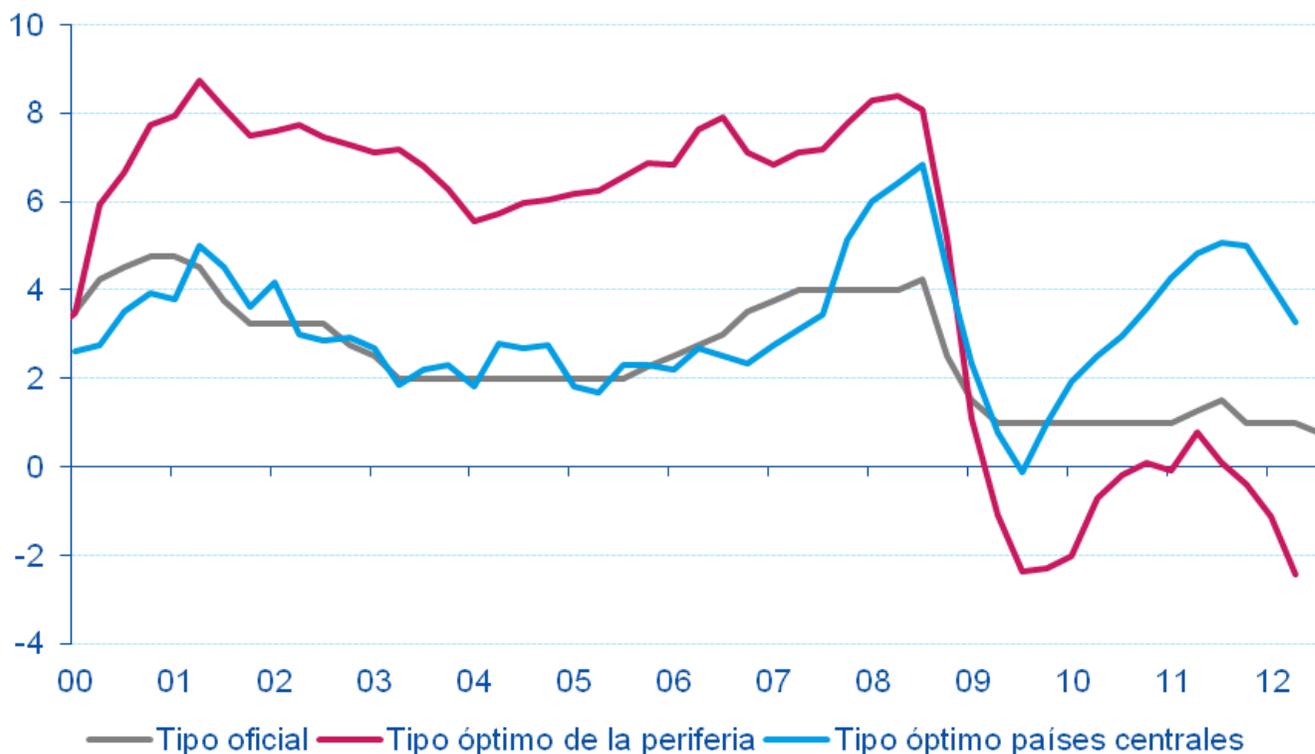
Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas:	Qué se esperaba que ocurriera:	Qué ha ocurrido:
Sincronía cíclica	Ya era elevada y subiría de manera endógena	El propio euro supuso un gran shock asimétrico
Apertura y flexibilidad de los mercados	Flexibilidad limitada, aumentaría con reformas	Fatiga reformadora
Movilidad del factor trabajo	Aumentaría lentamente	Muy limitada. Pocas medidas para fomentarla
Unión fiscal. Transferencias fiscales automáticas	Aumentaría lentamente con la unión política	PEC y regla de no bail-out: no han funcionado

El mercado no ayudó a disciplinar a los países

La política monetaria única estuvo muy sesgada hacia los países del núcleo

Regla de Taylor en la eurozona: países centro y periferia

Fuente: BBVA Research



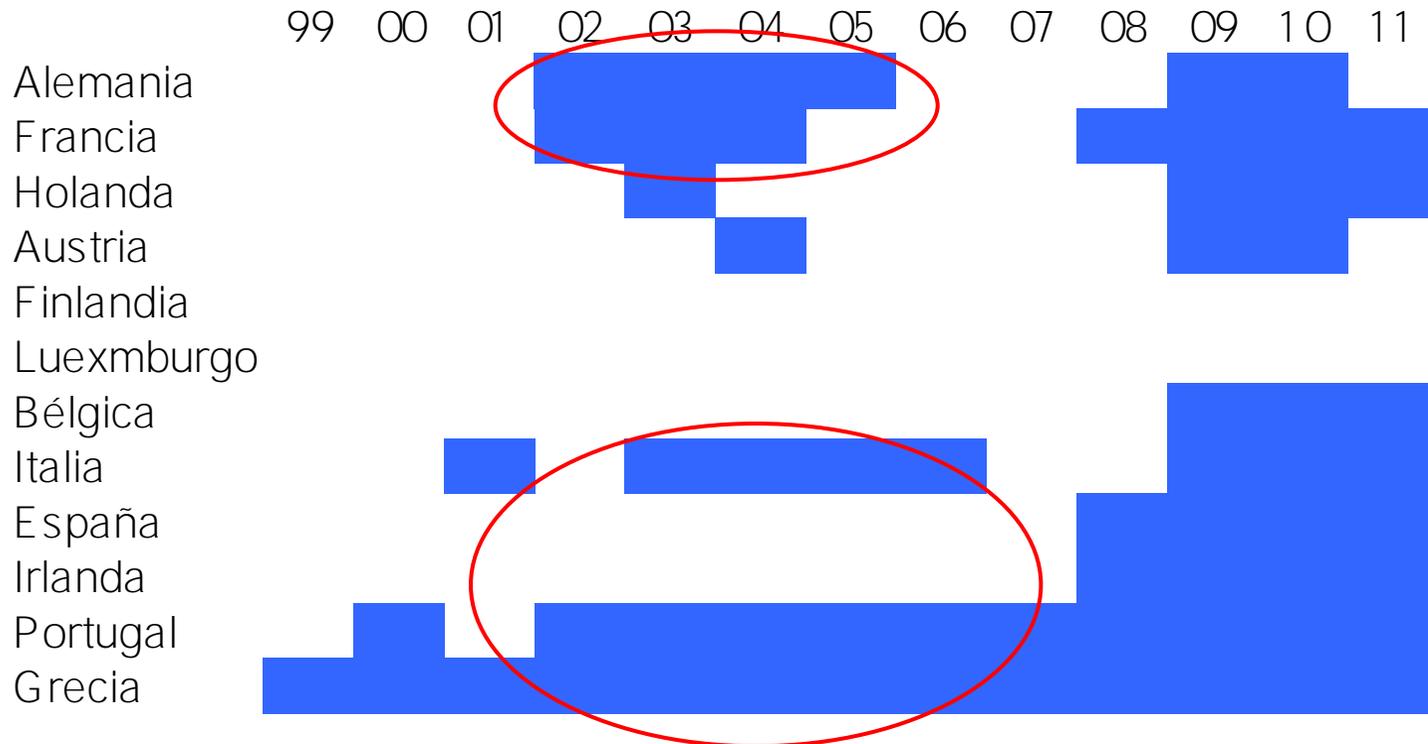
La política monetaria única exacerbó las burbujas en la periferia

Periferia=Italia, España, Grecia, Portugal e Irlanda: Países centrales= Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria y Finlandia

La política fiscal doméstica no compensó lo inapropiado de la política monetaria única

Años en los que el déficit público superó el límite del 3% del PEC

Fuente: BBVA Research and Eurostat



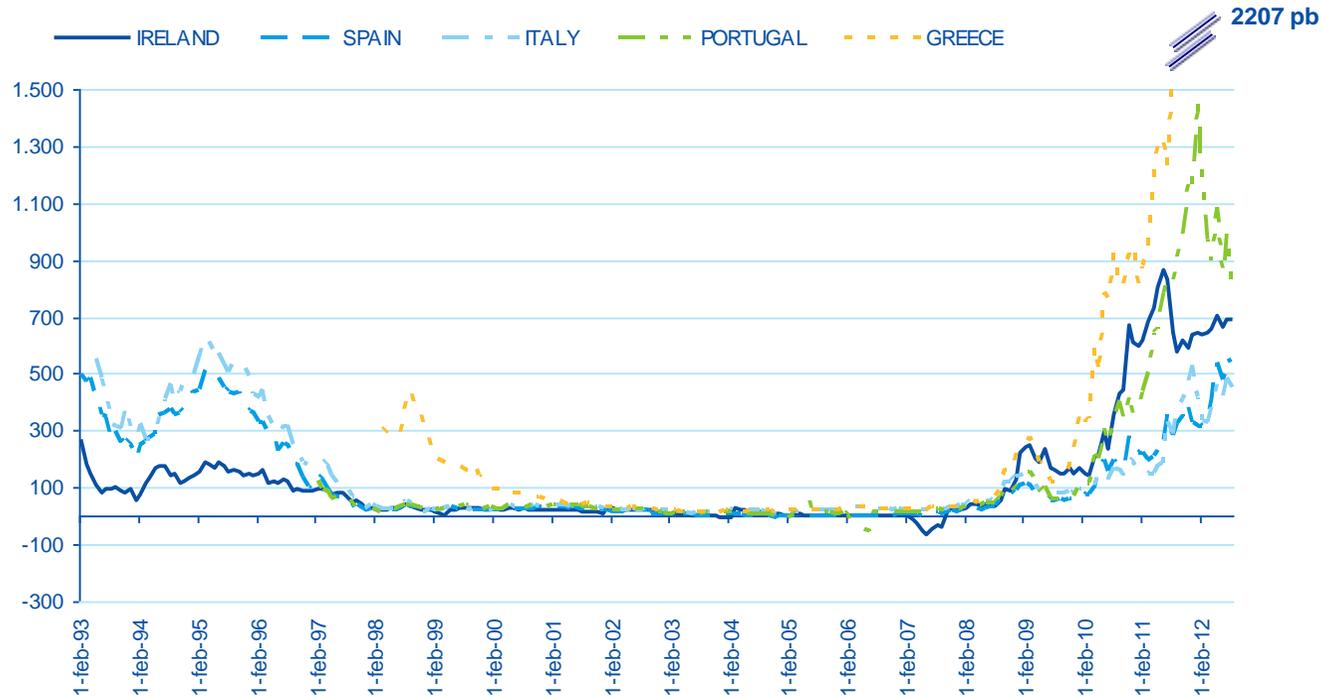
La disciplina fiscal no funcionó

España e Irlanda mantuvieron superávit fiscales en el auge ...
... pero deberían haber sido mucho mayores

La disciplina de mercado tampoco funcionó

Prima de riesgo soberano, spread bono a 10 años frente a Alemania, pb

Fuente: BBVA Research y Bloomberg

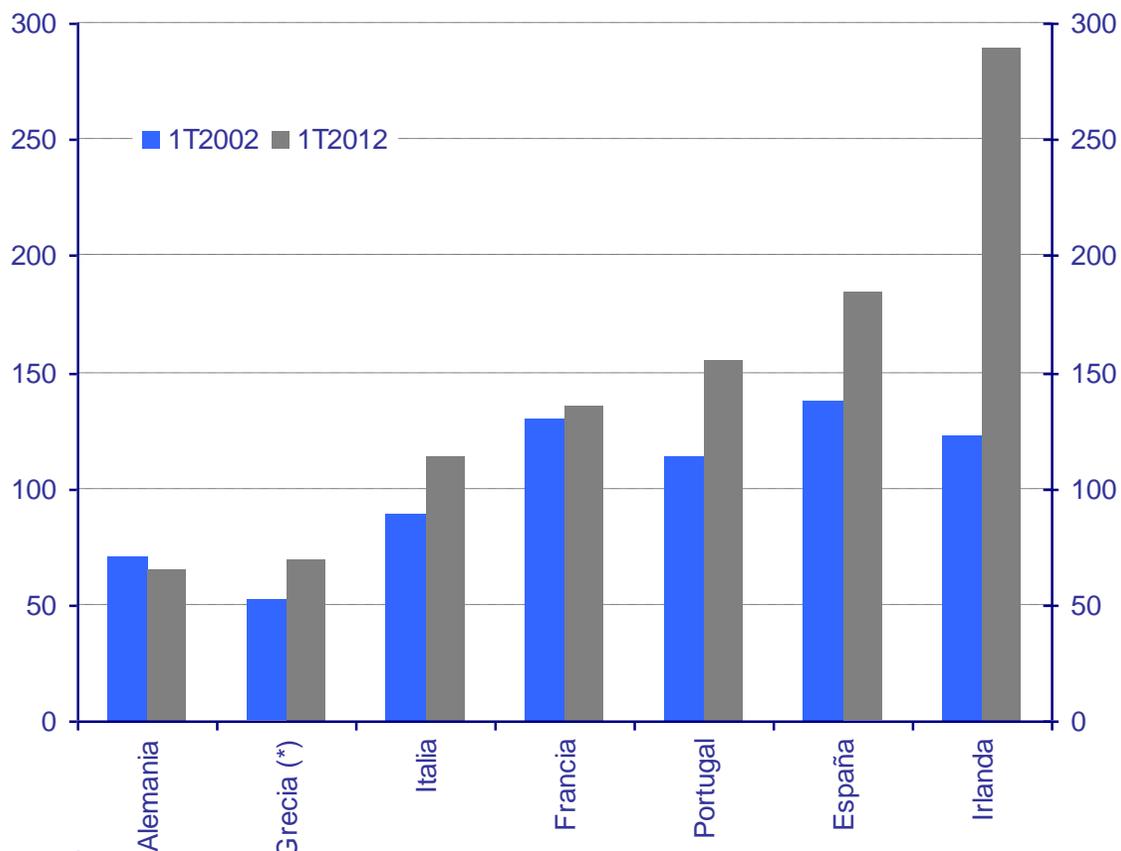


En la valoración que hacen ahora los mercados del riesgo de impago inciden las perspectivas de irreversibilidad de la unión monetaria

Como resultado, la deuda privada creció excesivamente ...

Deuda empresas no financieras como % del PIB

Fuente:BBVA Research con datos de Haver



(*): Último dato 1T2011

El diseño institucional puso énfasis, sin éxito, en los desequilibrios de financiación del sector público y muy poco en los privados

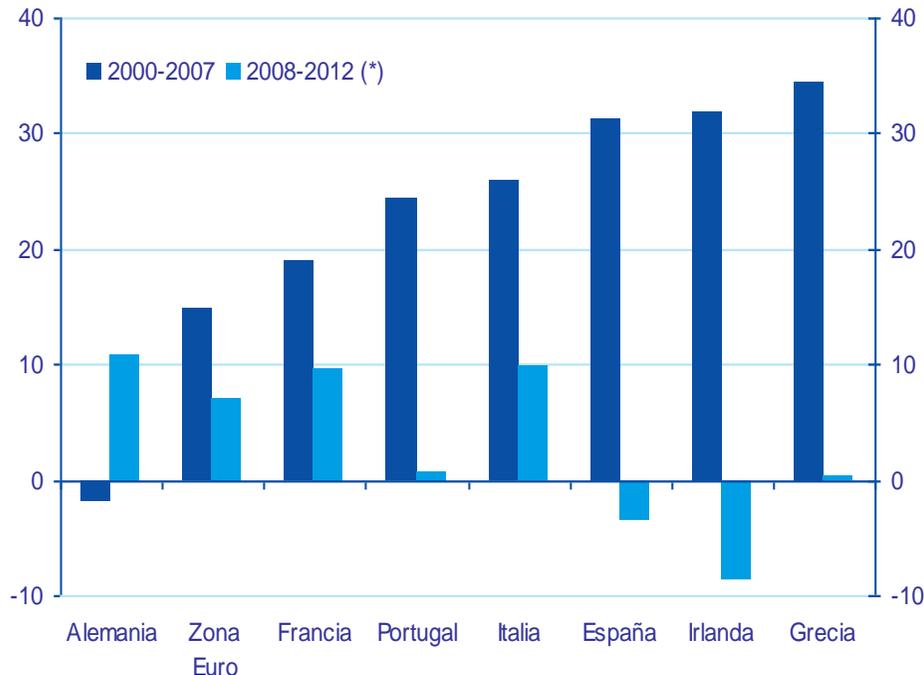
... y se produjeron pérdidas de competitividad

La ausencia de reformas en el mercado de trabajo ha favorecido el aumento relativo de los costes laborales y las pérdidas de competitividad en la periferia ... en parte recuperadas en los últimos años

Zona Euro: Costes laborales unitarios (variación en %)

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

(*) Último dato 2T12, salvo Grecia (1T11) y Zona Euro, Irlanda y Portugal (1T12)

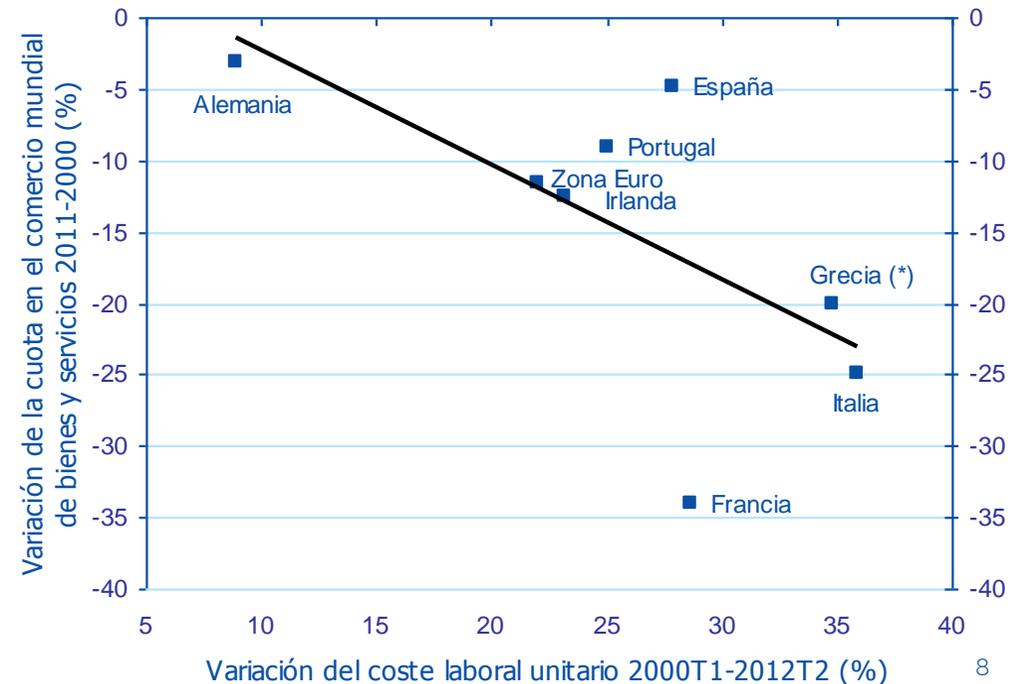


Competitividad vs “competitividad-precio”: Variación de

costes laborales (*) y cuota en el comercio mundial de bienes y servicios

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat y OMC

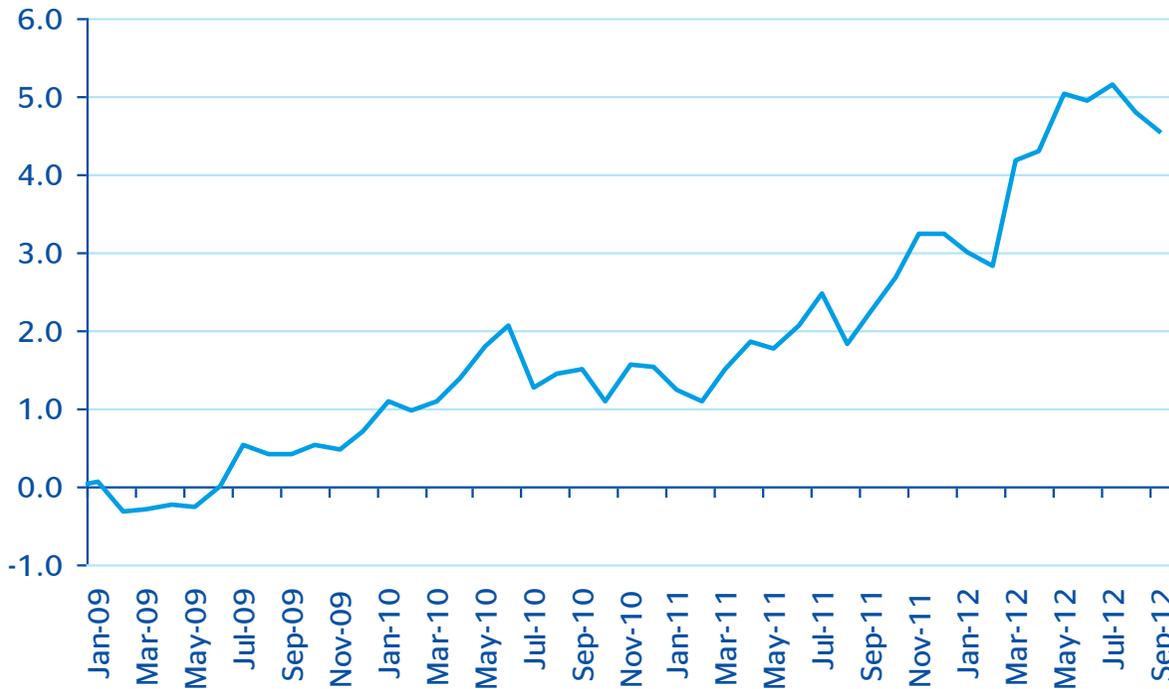
(*) Último dato 2T12, salvo Grecia (1T11) y Zona Euro, Irlanda y Portugal (1T12)



Crisis de fragmentación de los mercados financieros: el peor shock posible para la Zona Euro

Indicador compuesto de fragmentación financiera en la Zona Euro*

Fuente: Bloomberg and BBVA Research



Fragmentación en la Zona Euro

- Crisis subprime: desconfianza, ruptura mercados interbancarios
- En Europa: agudizada por falta de transparencia en ciertos segmentos del sistema bancario ...
- ... por el “ring-fencing” regulatorio (persuasión moral)...
- ... y por la actuación pro-cíclica de las agencias de rating
- Círculo vicioso riesgo soberano-bancario y sesgo doméstico

* Componentes; (i) coeficiente de variación entre países del crédito a empresas y hogares (media) (ii) Saldo TARGET2 (iii) provisión de liquidez del eurosistema como porcentaje de los activos bancarios, (iv) rango intercuartil del tipo de interés de los bonos a dos años. Para combinar estos indicadores, normalizamos cada uno de ellos y se estima mediante componentes principales. Fuente: BBVA Research

La solución a la crisis vendrá de combinar medidas con diferente horizonte temporal...

**Medidas a
largo plazo**

Unión fiscal y bancaria y proceso de reformas estructurales

**Medidas a
corto plazo**

Asegurar la financiación de los países con problemas, a través de los fondos de rescate y del BCE con estricta condicionalidad

...y es necesario avanzar simultáneamente en la integración fiscal y financiera

Avances realizados...

... tareas pendientes

Unión económica
y fiscal

Reformas estructurales
Desequilibrios del sector privado (“Six-Pack”)
Nuevo Tratado fiscal
Fondo permanente de rescate (ESM)

Mutualización de la deuda
(Eurobonos) a cambio de cesión de
soberanía fiscal

Integración
bancaria

Reforma de la supervisión bancaria
europea
Armonización de niveles de protección de
depósitos

Supervisor europeo único
Fondo de garantía de depósitos
único
Autoridad de resolución única

Europa se mueve

Tres acontecimientos positivos han abierto una nueva ventana de oportunidad

El BCE anuncia el nuevo programa de compra de bonos (OMT): un prestamista de última instancia “a la europea”, que funcionará bajo condicionalidad fiscal

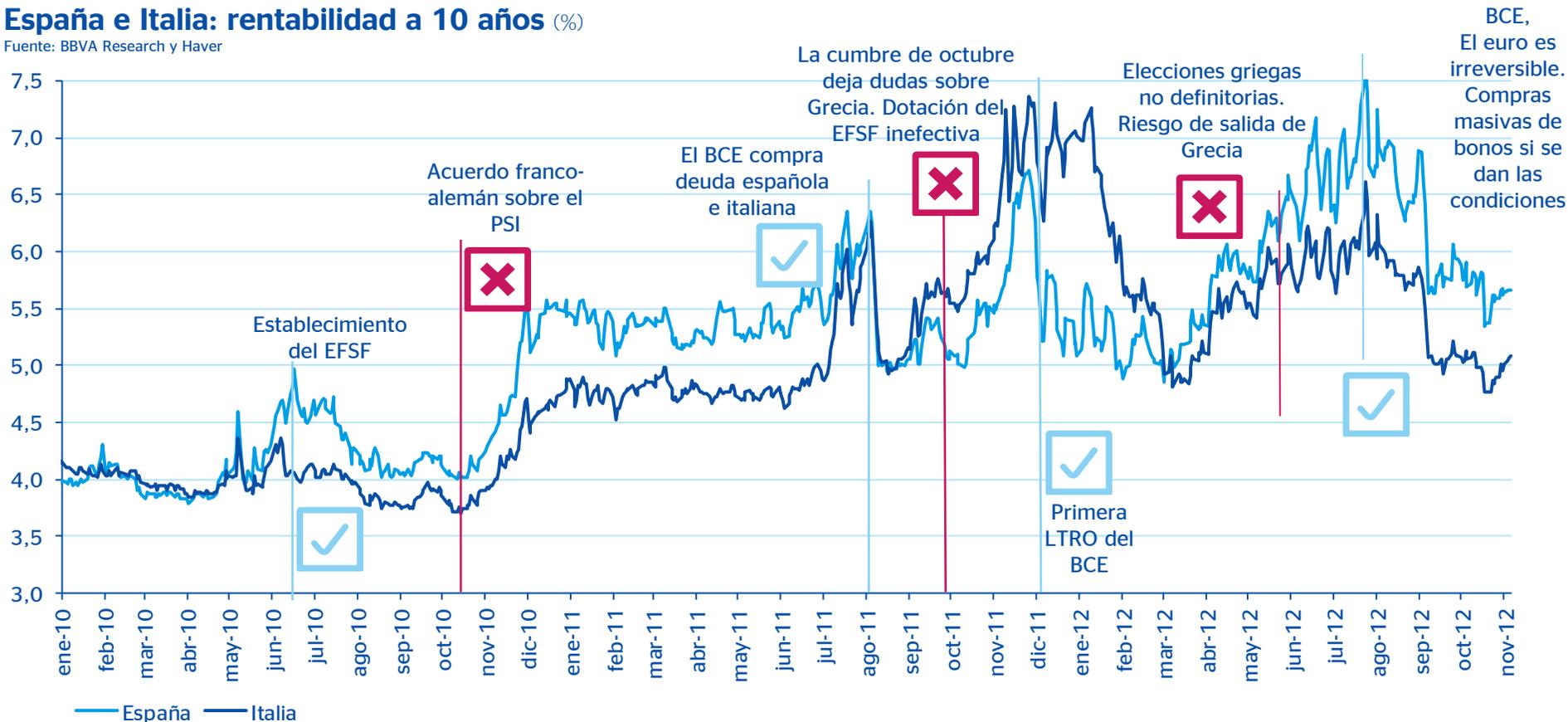
El Tribunal Constitucional alemán respaldó el compromiso con el ESM, que ya está listo para intervenir (hasta con 200.000 millones EUR)

La supervisión bancaria única sigue adelante, aunque más lentamente de lo esperado

¿Aprovechará Europa esta nueva oportunidad?

España e Italia: rentabilidad a 10 años (%)

Fuente: BBVA Research y Haver

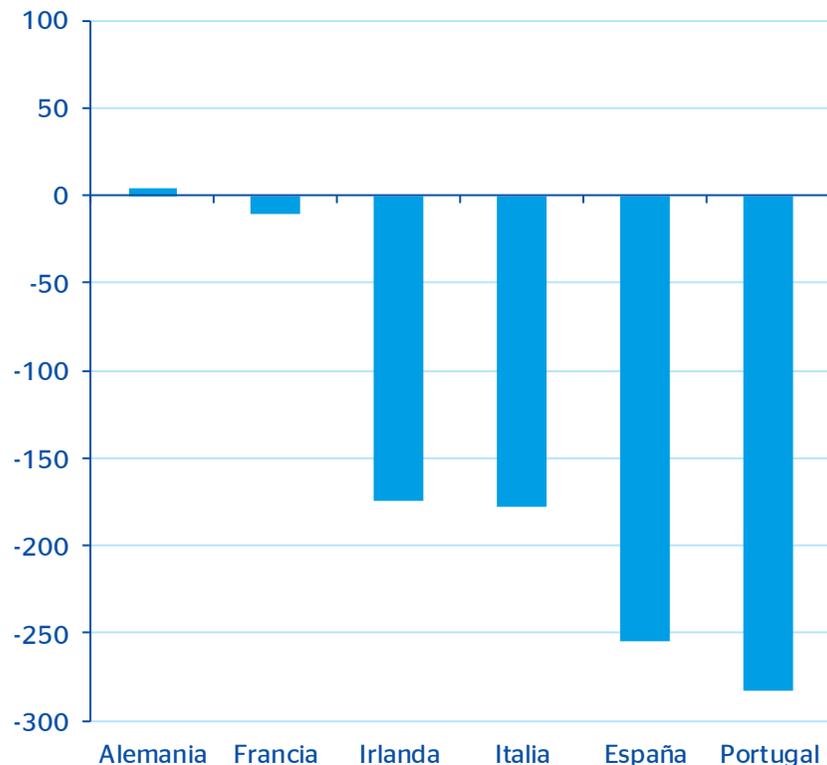


El escenario financiero europeo ha mejorado ...

Cambio en el rendimiento de la deuda pública a dos años, desde el discurso de Draghi (julio 2012)

(p.b.) (Último dato: 5 de noviembre de 2012)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



Hay entradas de capital a la zona euro, tanto en renta variable como en renta fija

La menor aversión al riesgo ha alentado algunas emisiones de deuda corporativa en la zona euro

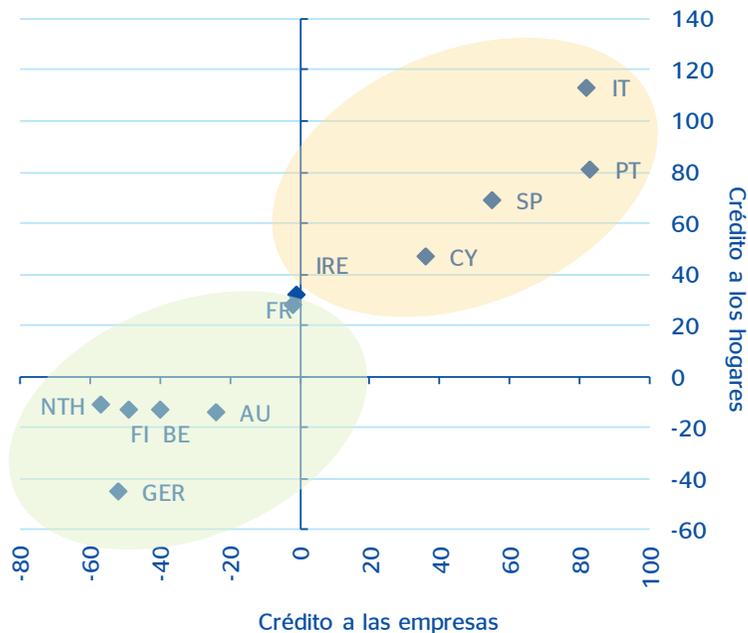
La demanda de no residentes de deuda pública española en el mercado secundario está reapareciendo

Los bancos españoles y las empresas no financieras han vuelto a emitir deuda

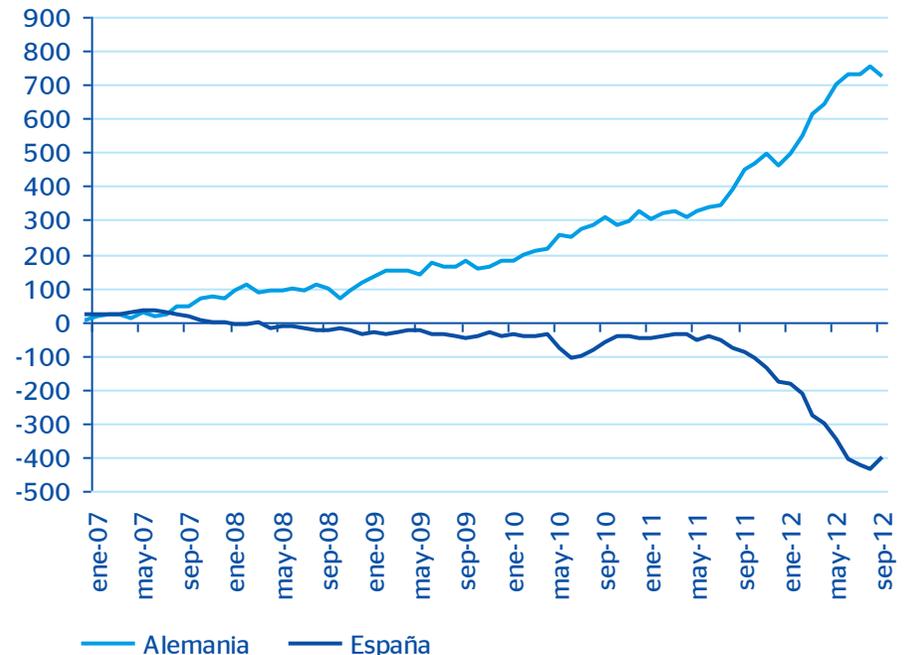
... aunque persisten desafíos importantes

La fragmentación de los mercados financieros se ve favorecida por regulaciones nacionales que deben evitarse con la unión bancaria

Cambio en el tipo de interés sobre los nuevos préstamos bancarios (En puntos básicos, diciembre 2010 a julio 2012)
Fuente: BCE, FMI y BBVA Research



Posición TARGET2 respecto al Eurosistema
posición acreedora (+) y posición deudora (-)
Miles de millones. Fuente: Bancos Centrales y BBVA Research



Índice

1. La crisis del euro

2. La expansión monetaria global. Impacto en los países emergentes

3. Contagio hacia América Latina

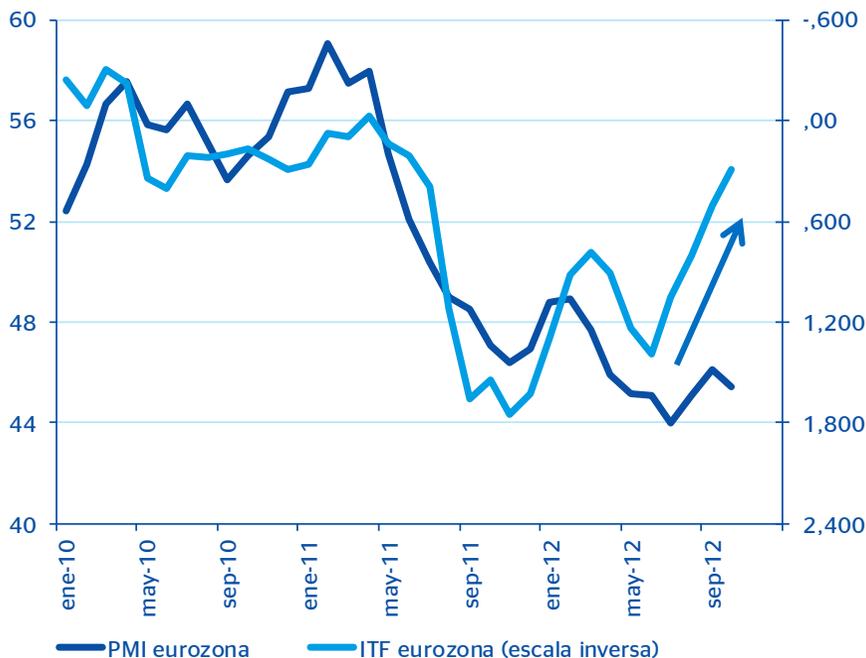
4. Conclusiones

La expansión de las políticas monetarias en EE.UU. y UEM

La contundente respuesta monetaria en la Zona Euro y EE.UU. contribuye a reducir la incertidumbre y estimular el crecimiento

Zona euro: expectativas empresariales y tensión financiera. PMI e Índice de Tensiones Financieras*

Fuente: BBVA Research y Markit



EE.UU.: expectativas empresariales y tensión financiera. PMI e Índice de Tensiones Financieras*

Fuente: BBVA Research y Markit



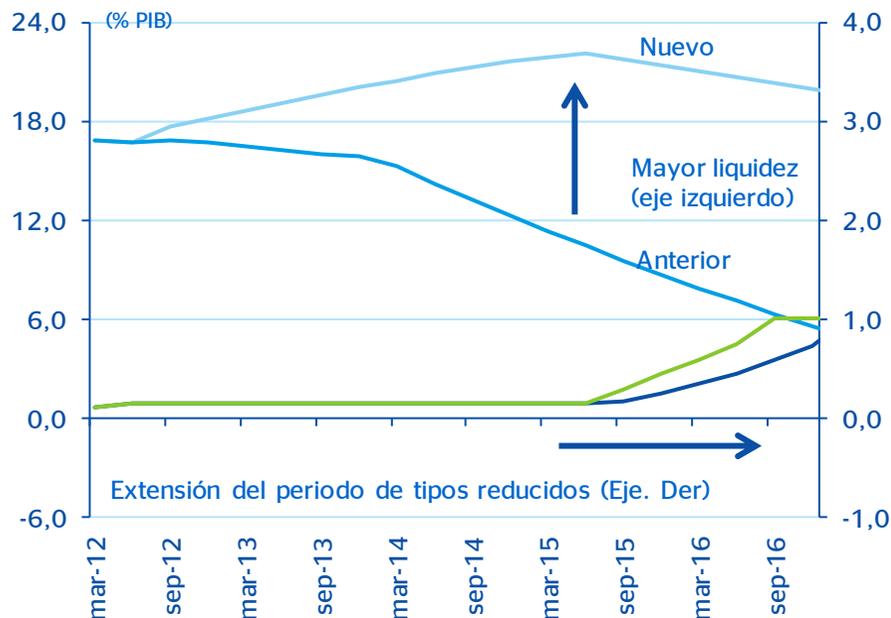
Índice de Tensiones Financieras (ITF) de BBVA Research: medidas de riesgo (CDS a 5 años, CDS de empresas no financieras y deuda financiera), volatilidad (acciones, tipos de interés y tipos de cambio) y tensión de liquidez (diferencial entre la tasa interbancaria y el activo libre de riesgo a 3 meses).

QE3 en USA: expansión monetaria "el tiempo que sea necesaria"

Fed: Estímulo monetario hasta que la tasa de desempleo disminuya cerca del 6%*

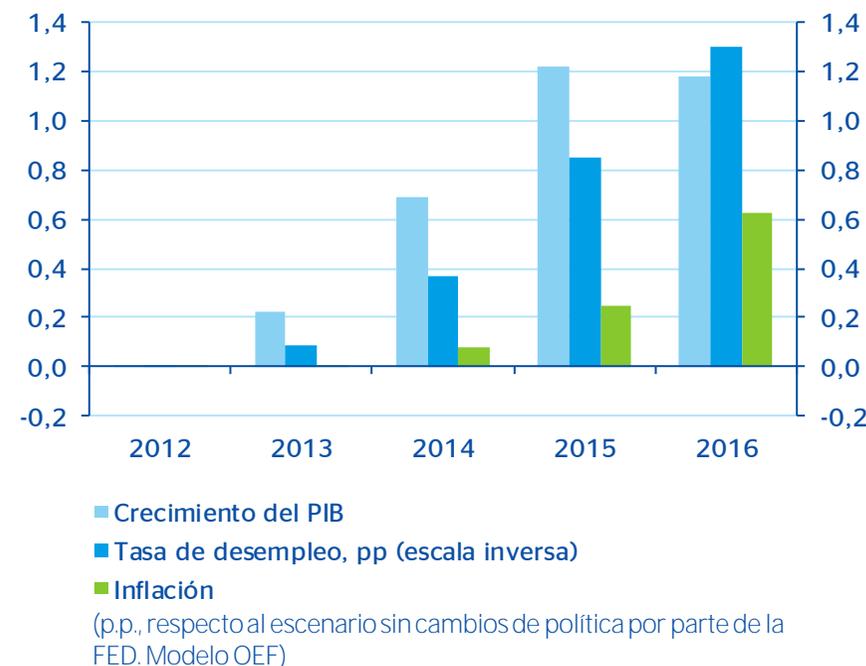
QE3 y ampliación del periodo de tipos de interés en niveles mínimos

Fuente: BBVA Research



EE.UU.: impacto estimado de QE3 y ampliación de la previsión de política monetaria

Fuente: BBVA Research



* J. C Williams (Chairman Fed San Francisco)

El impacto global de QE3

Impacto mundial de QE3 y ampliación de periodo de tasas bajas en EEUU (canal comercial)

Fuente: BBVA Research

Mundo	2012	2013	2014	2015	2016
Crecimiento	0.0	0.1	0.2	0.4	0.3
Inflación	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4

Ranking de impactos por áreas

Ranking	Crecimiento del PIB	Inflación
1º	Asia emergente	Asia emergente
2º	Latinoamérica	Latinoamérica
3º	Zona euro	Zona euro

Nota: sin cambios en la prima de riesgo mundial. Desviaciones en p.p. respecto al escenario sin cambios de política por parte de la FED. Modelo OEF.

El impulso positivo de la actividad en EEUU se transmite al resto del mundo no sólo a través del canal comercial

También favorece las mayores entradas de capital y caídas de la prima de riesgo en las economías emergentes

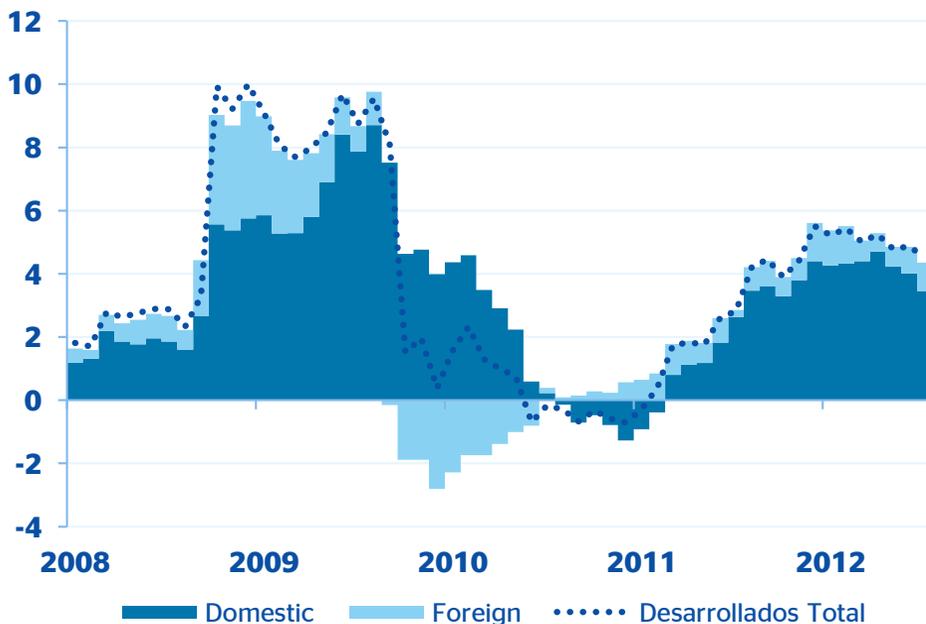
El coste para las economías emergentes es un aumento de la inflación, riesgo de burbujas en el precio de activos y presiones al alza del tipo de cambio

QE también produce un incremento de los balances del banco central en emergentes

- Pero con 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*).

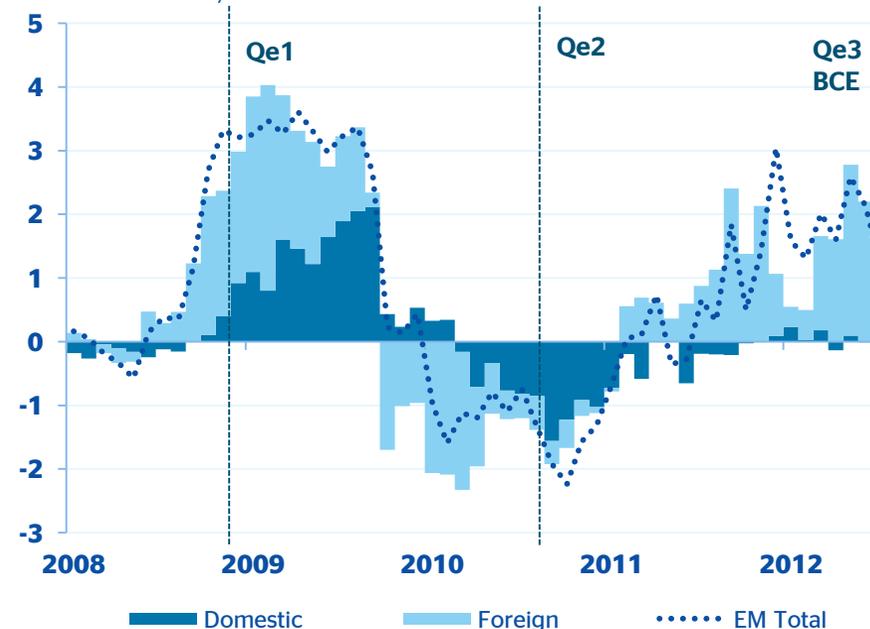
Fuente: BBVA Research y Haver



* 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



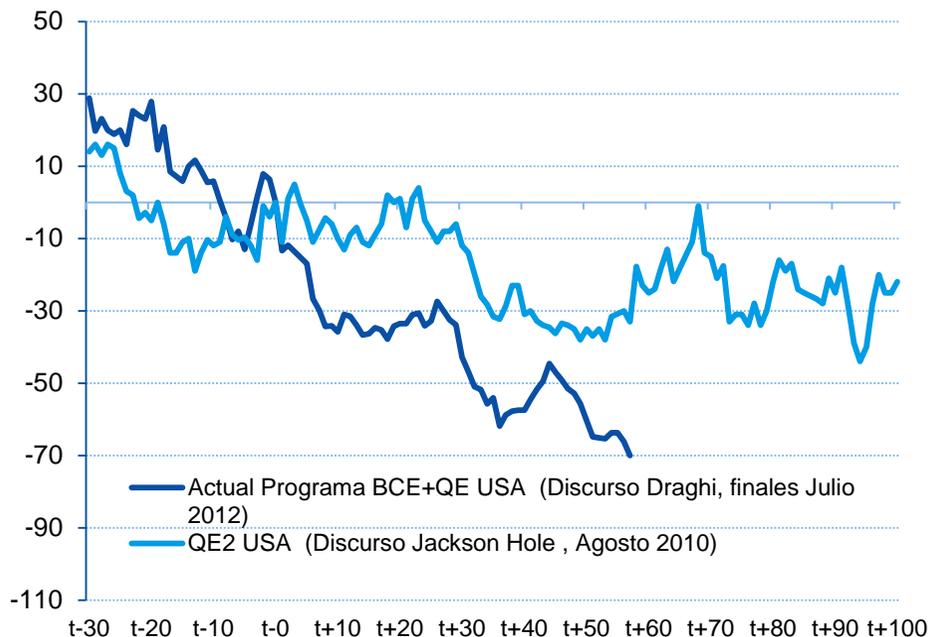
* Mediana de Brasil, México, Chile, Colombia, Perú, Corea y Turquía

La expansión monetaria (QE + BCE) comprime las primas de riesgo en economías emergentes...

El impacto de la reducción del riesgo global por parte del BCE y la Fed está siendo importante en algunos mercados emergentes, especialmente Europa del Este. En menor medida en Latam

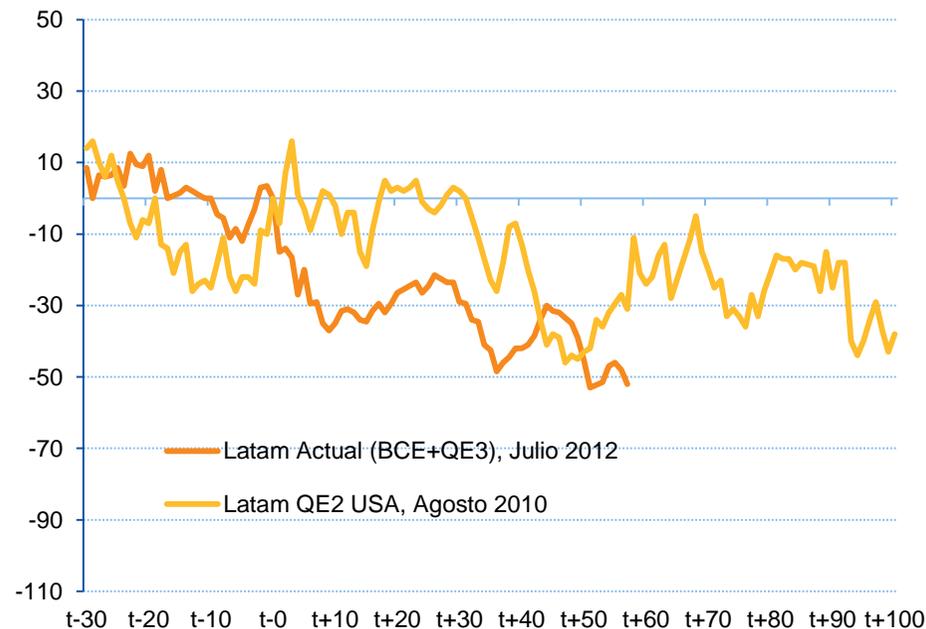
Ec. Emergentes: Variación en diferencial EMBI Global desde t=0 (discursos QE). Mediana de 16 países

Source: BBVA Research and Haver



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

Source: BBVA Research and Haver



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

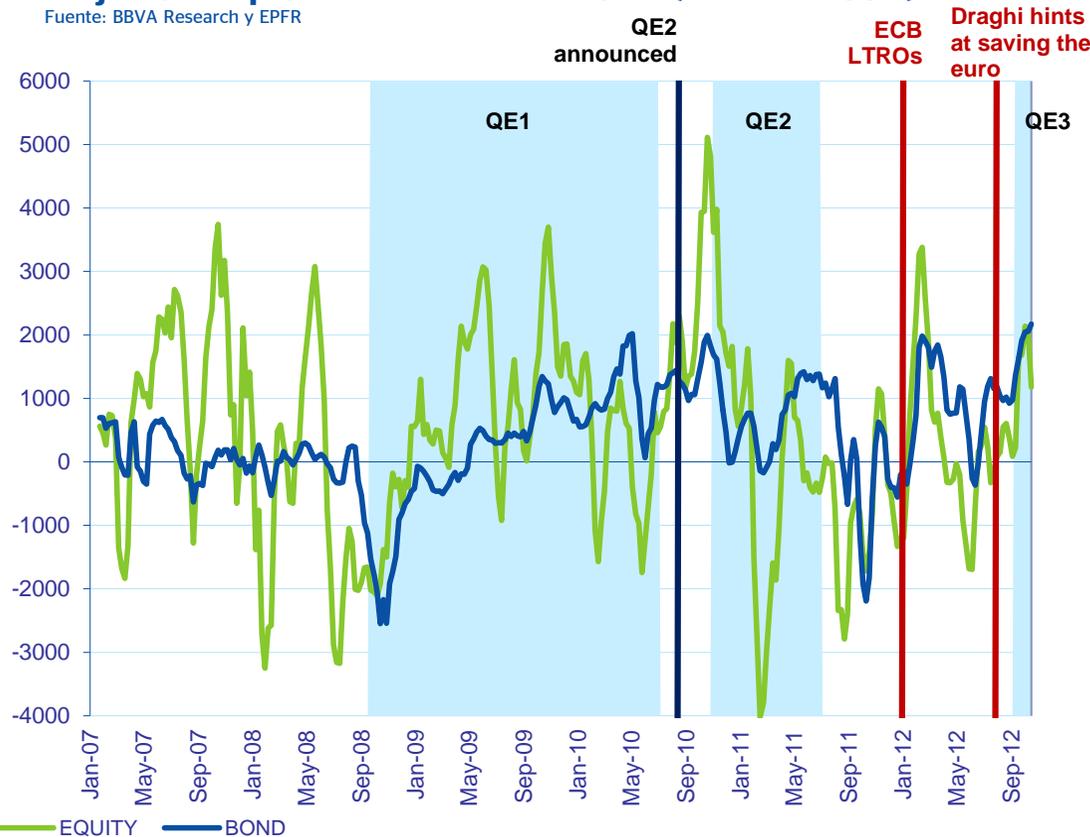
* Mediana de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú

... e incrementa los flujos de entrada de capitales a América Latina

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

Los flujos hacia Latam han sido más intensos ahora que en 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

Índice

1. La crisis del euro
2. La expansión monetaria global. Impacto en los países emergentes
- 3. Contagio hacia América Latina**
4. Conclusiones

Dos tipos de contagio a economías emergentes de signo contrario

Crisis del euro

Contagio real y financiero (“common lender channel”): desapalancamiento

-- especialmente en Europa del este --

Expansión cuantitativa

Desviación de flujos de capitales hacia emergentes: burbujas de precio de activos

Crisis del euro: el modelo descentralizado de sucursales independientes ha limitado el contagio a Latam

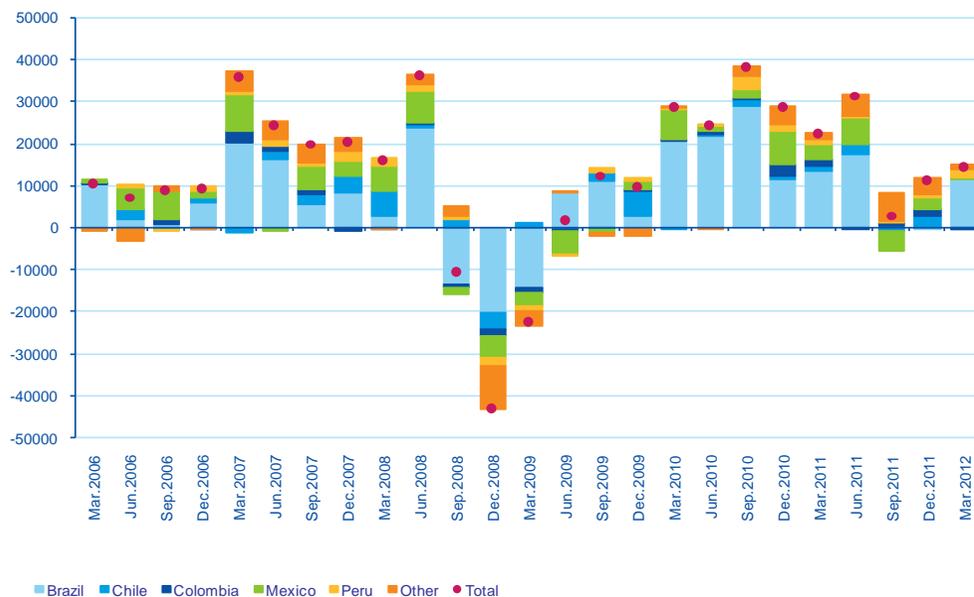
Latam: modelo descentralizado

vs

Europa central y del Este: modelo centralizado

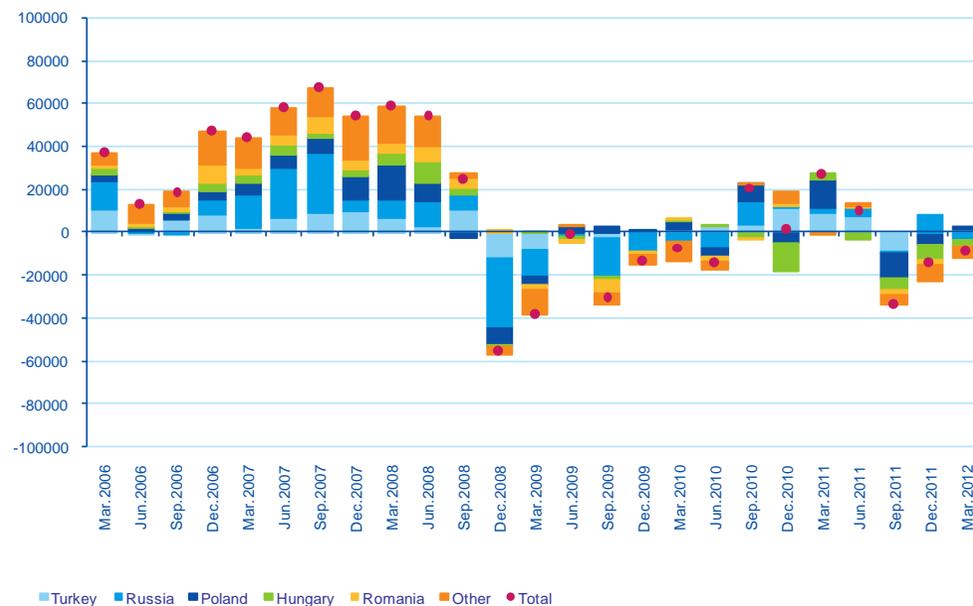
Cambios en la exposición transfronteriza de los bancos en residentes de América Latina y Caribe (Millones de dólares USD)

Fuente: BIS locational banking statistics



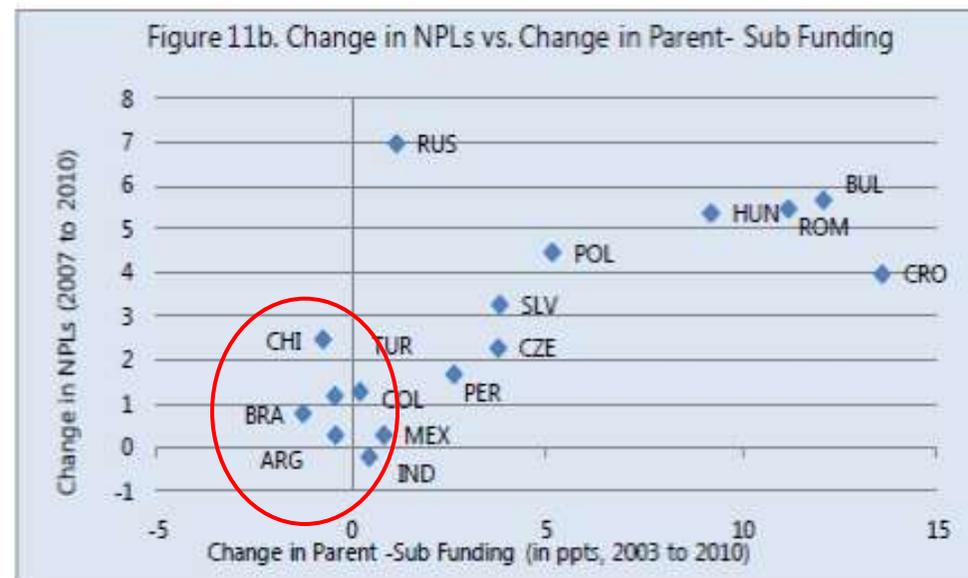
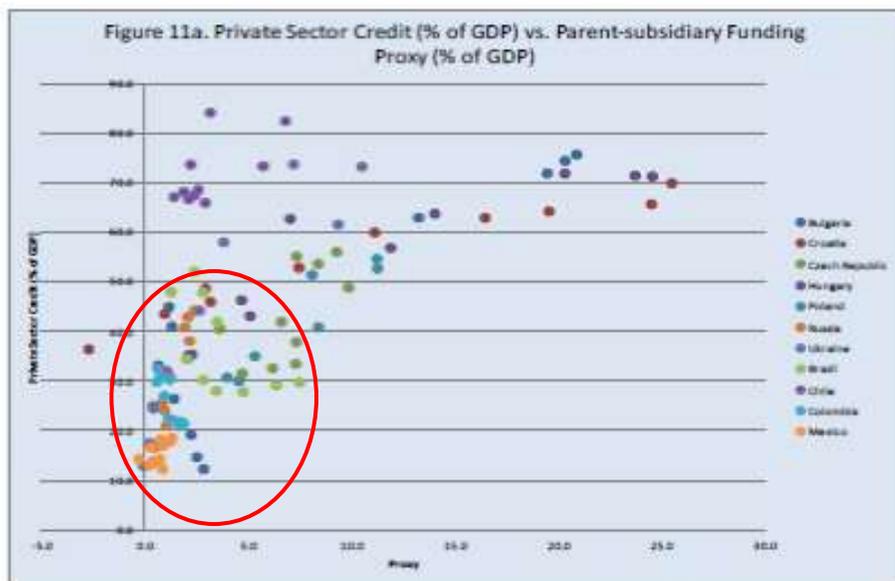
Cambios en la exposición transfronteriza de los bancos en residentes de Europa emergente (Millones de dólares USD)

Fuente: BIS locational banking statistics



Ventajas del modelo descentralizado para la estabilidad financiera internacional

- Mayor dependencia de la financiación de la matriz está asociada **con una mayor propensión a las burbujas crediticias...**
- **... y con mayores tasas de morosidad durante la recesión.**



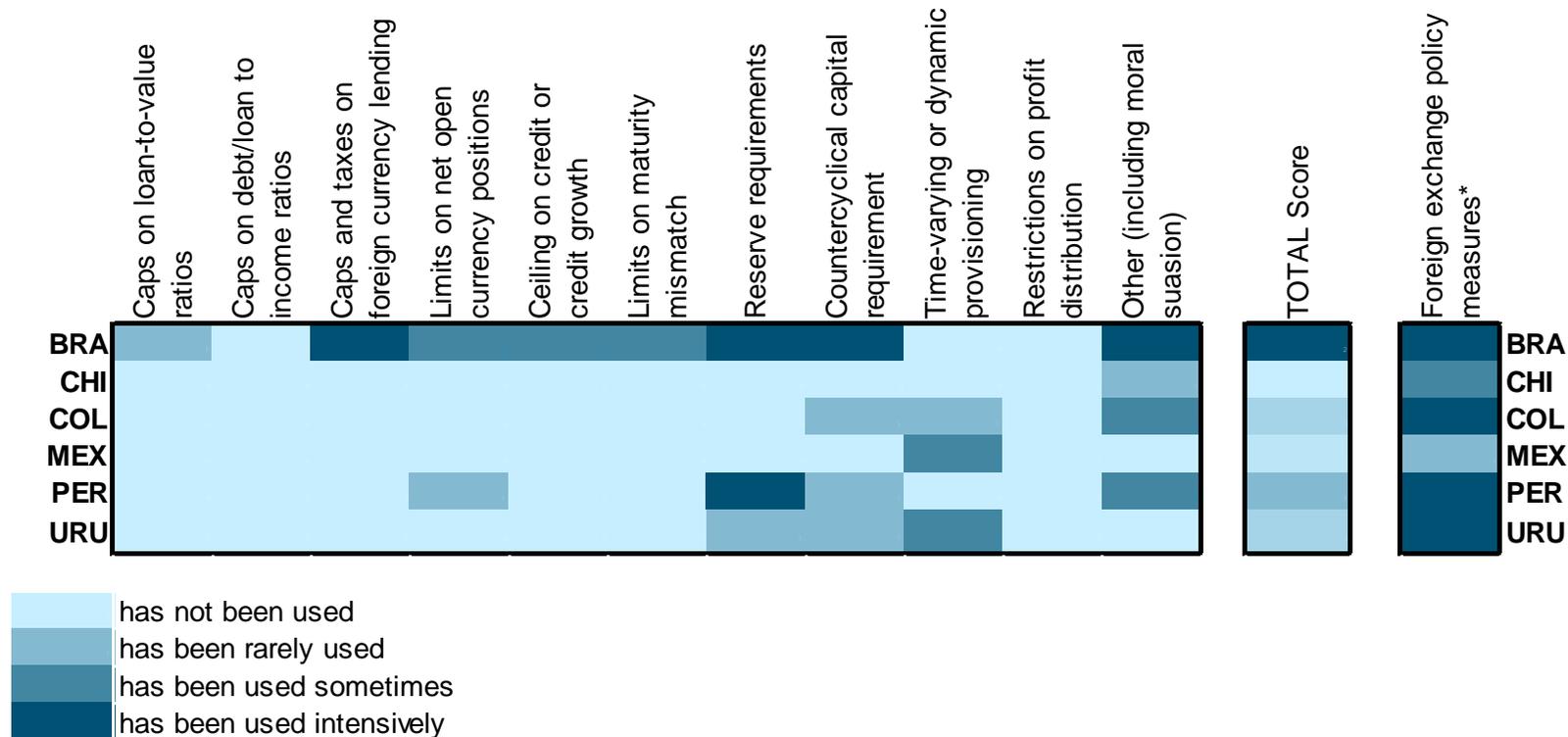
Fuente: IMF: Cross-Cutting Themes in Advanced Economies with Emerging Market Banking Links, Nov 2011

Reacción a QE: políticas macroprudenciales e intervenciones cambiarias

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

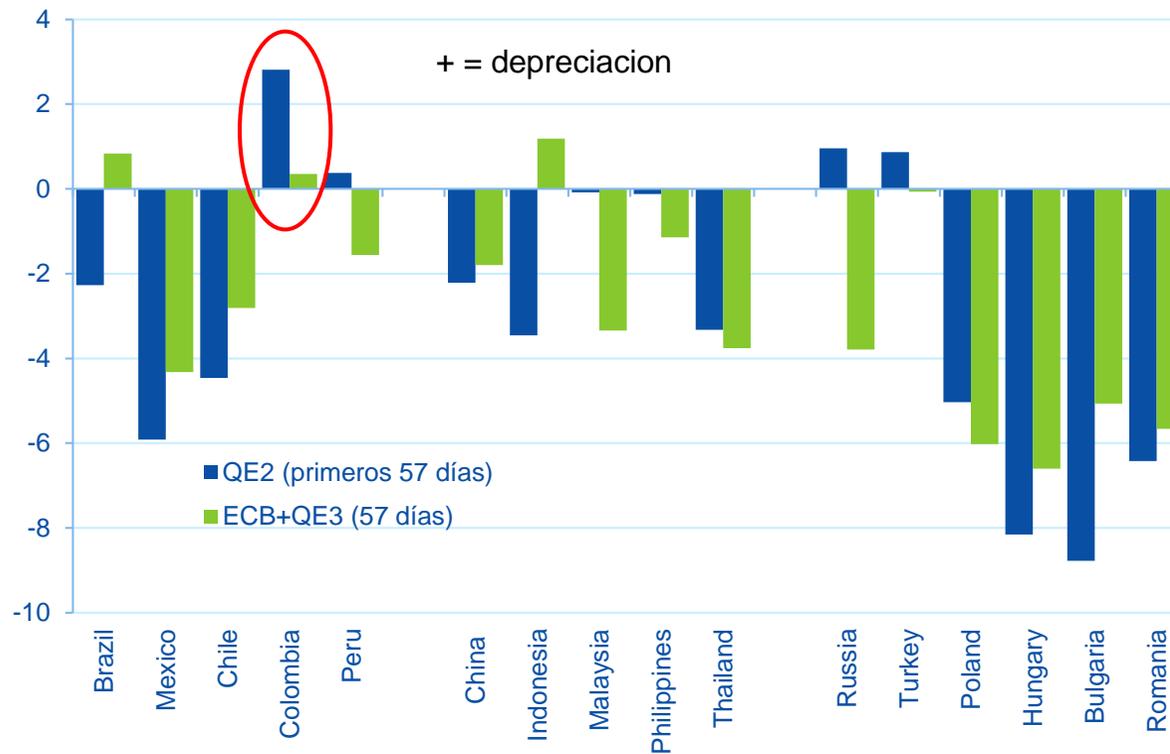


* Includes, for example, FX intervention, limits to foreign investment by pension funds, limits to foreign currency purchase by pension funds, etc.

QE: se mantiene la presión a la apreciación de 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

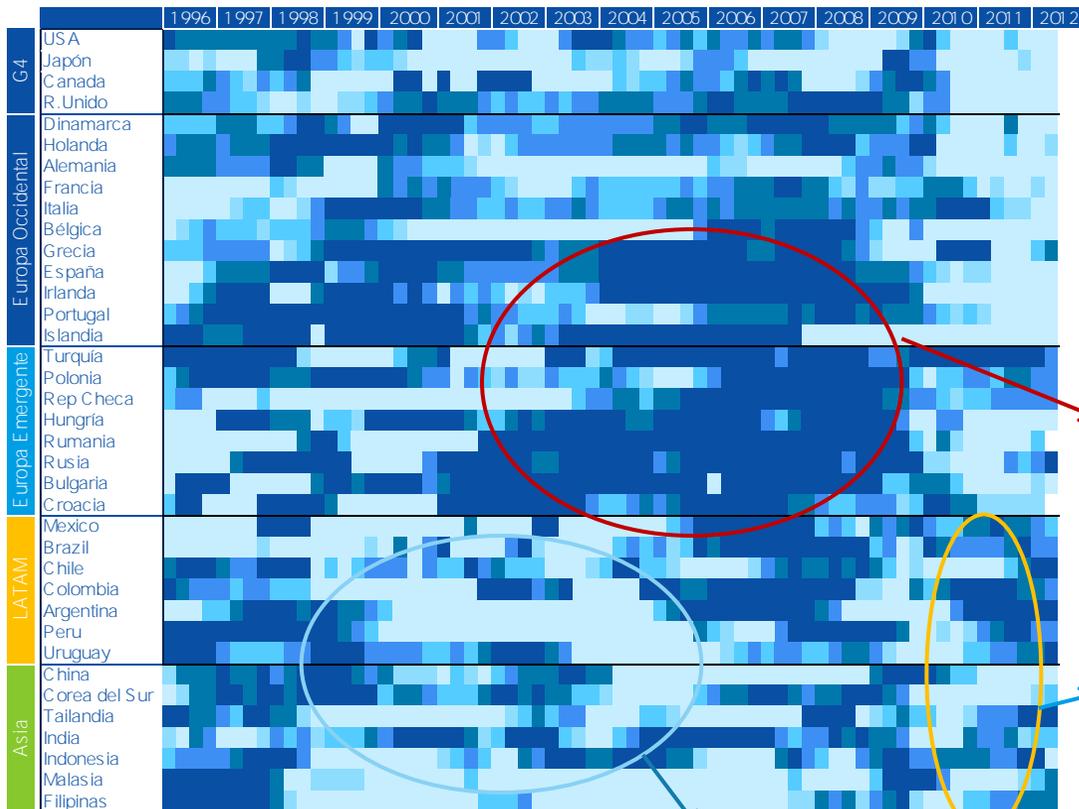


Efectos de largo plazo de la expansión monetaria global: aceleración del crédito

Mapa térmico de exceso de crecimiento de crédito.

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

Fuente: BBVA Research



Zona de Burbujas: 3-4 años con crecimientos excesivos

Despegue. Atención por parte de las autoridades

Desapalancamiento post-crisis en emergentes

Boom: crecimiento Crédito/PIB mayor 8%
 Crecimiento excesivo: Crecimiento Crédito/PIB entre 5% y 8%
 Crecimiento Elevado: Crecimiento Crédito/PIB entre 3% y 5%
 Crecimiento Moderado: Crecimiento Crédito/PIB entre 1% y 3%
 Estancamiento: Crecimiento Crédito/PIB entre 0% y 1%
 Desapalancamiento: contracción Crédito/PIB

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

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

Índice

1. La crisis del euro
2. La expansión monetaria global. Impacto en los países emergentes
3. Contagio hacia América Latina
- 4. Conclusiones**

Conclusiones

1. La crisis del euro: se han adoptado medidas de gran calado, que conducirán a una mayor integración fiscal y bancaria; pero persisten las dudas en los mercados financieros.
2. Es necesario despejar el riesgo de convertibilidad
3. La política monetaria expansiva de USA y Europa plantea un problema a los países emergentes: apreciación del tipo de cambio, aumento de reservas o medidas macroprudenciales
4. Los países Latinoamericanos están reaccionando de manera diversa a este dilema
5. Existe riesgo de burbujas de crédito, ante el que las autoridades deben permanecer vigilantes
6. El contagio de la crisis del euro por la vía del canal del prestamista común está siendo limitada en Latam, gracias al modelo descentralizado de los bancos internacionales con presencia en la región
7. Es importante que la reforma financiera global (Basel III) no frene los procesos de inclusión financiera en Latinoamérica

Muchas gracias!

sfernandezdelis@bbva.com

Asobancaria, Colombia, 16 de noviembre de 2012