

ECONOMÍA / PORTADA

Volatilidad financiera se deja sentir: ¿Quién está ganando, quién perdiendo?

El Ciudadano · 19 de febrero de 2014





Desde mediados de enero recrudecieron las turbulencias financieras en países emergentes, con notorias repercusiones en los mercados cambiarios y bursátiles, incluido desde luego los chilenos, país siempre extraordinariamente vulnerable a fenómenos externos. En el mes pasado los impactos más fuertes se expresaron en Argentina y Turquía. Como es usual en ello incidieron fuertemente hechos o decisiones adoptadas en las economías industrializadas. En esta ocasión estuvo muy presente la implementación a partir de este año de la disminución de la compra de activos realizada por la Reserva Federal norteamericana, hasta ahora de US\$10.000 millones mensuales cada vez en enero y febrero. En Argentina la devaluación del peso fue frenada por la venta de divisas efectuada por su banco central con efectos negativos en las reservas internacionales, que no son ilimitadas. En Turquía, al igual que en India y Sudáfrica, se trató de detener los procesos devaluatorios sin éxito subiendo las tasas de interés, que tiene el efecto negativo de afectar los niveles de actividad

económica. En Brasil se actuó con una combinación de venta de divisas y alzas en la tasa de interés que fue incrementada a un 10,5% anual.

Esta alza de intereses fue aprovechada en la salida de reservas desde el país, donde el Banco Central redujo su tasa de política monetaria para buscar frenar la desaceleración experimentada en la actividad económica. Estos hechos, comentó The Wall Street Journal, modificaron “ánimo de los inversionistas sobre las perspectivas de la economía global del optimismo a la duda” (05/02/14). La relación peso chileno/dólar cerró en enero a \$556,08, siendo la paridad más elevada desde octubre del 2009, mientras en el mercado bursátil el IPSA caía a su nivel más bajo desde diciembre de 2009. El mes cerró con el proceso de volatilidad financiera en pleno desarrollo.

En enero se repitieron en países emergentes las sacudidas financieras producidas en mayo de 2013 cuando la Reserva Federal anunció que proyectaba entrar a la fase de reducir el mecanismo de relajamiento cuantitativo. Ello se precipitó cuando la decisión comenzó a implementarse reduciendo en el mes la adquisición de activos financieros desde US\$ 85.000 millones a US\$ 75.000 millones. “Lo que comenzó como una ola de retiros repentinos a mediados de 2013 – comentó Financial Times – se ha transformado en un firme éxodo”. La problemática general se entrecruzó con situaciones particulares, las cuales adquirieron sus dimensiones más agudas en Argentina y Turquía.

El subdirector del FMI, Zhu Min, desde una perspectiva más general, manifestó que en las economías emergentes se dan cuatro fenómenos negativos: el endurecimiento de las condiciones financieras globales, por los cambios en las políticas monetarias de algunos grandes bancos centrales; el menor crecimiento de China, que eso sí estabilizó su proceso de desaceleración; la caída de los precios de las materias primas; y, finalmente, la debilidad observada en el comercio internacional.

De otra parte, desde la década de los ochenta del siglo pasado las crisis financieras han sido un tema recurrente en los mercados emergentes, después que, como anotó Paul Krugman, “tras las Primera Guerra Mundial y durante una generación, el sistema financiero (...) se libró extraordinariamente de las crisis, probablemente porque la mayoría de los países restringieron los flujos de capital internacionales, de modo que los préstamos estaban bastante limitados. Sin embargo, a finales de la década de 1970, la liberalización y la creciente agresividad bancaria condujeron a un aumento de los fondos que llegaban a Latinoamérica (...)” (02/02/14).

El alza de las tasas de interés acordada a comienzos de los ochenta por las grandes potencias y la revaluación del dólar que le acompañó, empujó a la crisis de la deuda externa y a la “década perdida”, precedidas con la salida de recursos de la región. Después en 1994 se produjo en México la “crisis tequila” nuevamente precipitada por los movimientos de capitales que entraron al país luego de que EE.UU. redujo sus tasas de interés para enfrentar una recesión a comienzos de la década y luego salieron cuando su economía se recuperó y subió los intereses. El economista norteamericano Lester Thurow, después de analizar la crisis azteca a partir de fenómenos internos, recalcó la necesidad de verla a partir de los movimientos producidos en EE.UU. y considerando sus efectos “contagio” en la región.

En la década de los noventa se produjo la crisis del sudeste asiático nuevamente muy influida por los movimientos de capitales, que tuvo una fuerte repercusión global, y también en Chile. En el año 2010 se desata la crisis en los países de la periferia de la eurozona igualmente después de un elevado ingreso de capitales favorecido por la moneda única y bajas tasas de interés del Banco Central Europeo, que condujo a elevados desequilibrios y a varios rescates en una historia que aún no termina de escribirse.

Krugman observa que las consecuencias de esta cadena de crisis no para de empeorar. La producción real – ejemplificó – cayó un 4% durante la crisis mexicana de 1981 – 1983, bajó un 14% en Indonesia entre 1997 y 1998 y en Grecia se ha reducido en más de un 23%. Situación directamente vinculada a la realidad que viven las economías industrializadas, donde en algunos países se puede repetir la “trampa deflacionaria” de la que Japón hace esfuerzos por salir, después de un largo período de estancamiento.

En general, la economía global se encuentra en una fase revaloratoria del dólar, que vive permanentemente evoluciones cíclicas en un sentido u otro. La situación no es la misma a la registrada en 2013 cuando el euro fue entre las divisas de los países desarrollados la que ganó valor, con la sola excepción de la corona danesa, que se devaluó ligeramente con relación a la moneda comunitaria (0,01%). En cambio el dólar se depreció, siempre en comparación con el euro, en 4% y el yen japonés en 21%. En la nueva situación de revaluación de la divisa de EE.UU., se acrecienta la apetencia por adquirir aumentando su demanda, también en Chile y otros países latinoamericanos.

La directora gerente del FMI, Christine Lagarde, observó “que en 2014, la política monetaria de los bancos centrales de las economías avanzadas inducirá (...) volatilidad en los mercados internacionales y en la situación monetaria de ciertos países emergentes”. Añadiendo que la situación será distinta entre “los países emergentes sólidos, que tienen espacio para maniobras, y aquellos que no han introducido este margen (...)” (30/01/14). Alejandro Werner, director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, por su parte, afirmó que en América Latina “la volatilidad será un factor relevante en los próximos meses”, lo que hace su panorama “muy incierto”, dependiendo el impacto en cada país de su inserción en el mercado mundial y en particular en los mercados financieros (31/01/14).

En este cuadro de inestabilidad financiera, la Fed – en su última reunión encabezada por Ben Bernanke-, volvió a reducir su compra de bonos en febrero en otro US\$10.000 millones hasta US\$65.000 millones. La decisión se adoptó por unanimidad considerando exclusivamente la evolución de la economía estadounidense, cuando acumulaba US\$4,1 billones en activos financieros, cantidad 30% superior al del inicio de su tercera ronda de relajamiento cuantitativo.

A mediados de enero en los mercados se intensificó, por lo tanto, deshacerse de monedas de países emergentes. Una de las caídas más fuertes fue la experimentada por el peso argentino, que el 23 de enero sufrió una baja en su relación oficial con el dólar de un 20% cuando su banco central dejó de intervenir en el mercado, lo que lo llevó de nuevo rápidamente a vender divisas afectando a sus reservas internacionales, que disminuyeron al finalizar enero a US\$ 28.000 millones, un monto que no se daba en siete años. Automáticamente ello encareció los productos extranjeros en Argentina.

La volatilidad en los mercados emergentes condujo a un fenómeno parecido a cuando en mayo la Fed hizo pública su perspectiva de reducir el relajamiento cuantitativo. “Hay muchas posiciones correlacionadas en el mundo – sintetizó Larry Fink en Davos, presidente de BlackRock, la mayor gestora de activos en el mundo, algunas con elevadas posiciones en los mercados emergentes que ahora las están deshaciendo” (26/01/14). En la semana del 20 al 26 de enero, acentuada por el derrumbe del peso argentino, se produjo en muchos países emergentes una caída fuerte de sus monedas. El peso trasandino varió en 17,73%, la lira turca en 4,62%, el rublo ruso, el real brasileño, el rand sudafricano y el peso chileno más de un 2%. El día 28, un índice de Bloomberg incluyendo veinte mercados emergentes registró una disminución promedio de las monedas locales a su menor nivel desde 2008, en el peor momento de la crisis financiera global, con un declive en doce meses de 9,4%. En esos días, se produjo también la mayor salida de recursos de los

mercados accionarios emergentes, con un total en el mes de US\$12.200 millones, según EPFR Global.

En enero las reservas del Banco Central argentino disminuyeron en más de US\$2.000 millones, tras hacerlo en US\$4.000 millones en octubre – diciembre de 2013. Su nivel máximo fue en enero de 2011 cuando anotó US\$52.600 millones. Desde entonces hasta el 31 de enero se contrajeron en más de US\$24.000 millones. Es un descenso impactante, que afecta la capacidad de acción del instituto emisor. Más aún al tratarse de una economía con dificultades para financiarse en los mercados internacionales.

La devaluación trasandina afecta a las empresas extranjeras radicadas en ese país. Argentina, es el segundo destino para las inversiones directas efectuadas desde Chile. El sector servicios es el que reúne un monto más alto con casi un 40% del total, según cifras de la Direcon, seguido por las de la industria (29,1%) y energía (18,5%). Hay sociedades como Cencosud en que un porcentaje significativo de sus ingresos proviene del vecino país. El departamento de Estudios de Inversiones Security, además de Cencosud, destaca entre las empresas de capitales chilenos más afectadas a Coca Cola Andina, dado que Andina – con mayoría accionaria de los Said – “luego de la fusión con KoPolar (...) alcanzó la mayor exposición de los últimos años a este país” (30/01/14). Así como a la filial de la eléctrica norteamericana AES Gener y a CCU del grupo Luksic. También se ven afectados las provincias y municipios trasandinos que adquirieron endeudamientos en la divisa norteamericana pero cuyos ingresos son fundamentalmente en pesos. Se estima que la mitad de la deuda de provincias y municipios está en divisas extranjeras o vinculadas a la evolución del dólar. La calificadora de riesgos Moody's colocó en perspectiva negativa la deuda de donde se produjo esta situación.

En Turquía, golpeada con la mayor caída de su moneda después de Argentina, desde mayo la lira perdió cerca de la tercera parte de su paridad con el dólar, en un

país con un déficit en cuenta corriente de 7% del PIB. Las ventas de dólares efectuadas por su banco central no logró contrarrestar la fuga de divisas. Su margen de maniobra para tratar de frenar la caída de la lira por esta vía se estrechó, ya que se les estaban agotando las reservas. En una semana destinó a este propósito un 12% del total. Para detener la fuga de capitales su banco central subió las tasas de interés de 7,75% al 10%, lo cual necesariamente debe impactar negativamente en la actividad económica, decisión a la que expresó en medio de un proceso electoral su desacuerdo el primer ministro Tayyip Erdogan.

El derrumbe de la lira produjo inmediatamente un contagio a otros países en los cuales las capitales especulativas también buscaron ponerse a salvo. Las maniobras especulativas se expresaron preferentemente en países con problemas en sus cuentas corrientes. “La falta de confianza en el banco central de Turquía – constató The Wall Street Journal – provocó un efecto dominó en el que varias monedas de mercados emergentes fueron vendidas de forma generalizada” (24/01/14). A su turno, el rand sudafricano se ubicó por primera vez desde la crisis financiera de 2007 por debajo de los once unidades por dólar, el rublo ruso llegó a su mínimo en cinco años, disminuyendo durante enero más de 5%, mientras el ringgit de Malasia y el peso filipino caían con relación al dólar igualmente a su menor nivel en cinco años.

Actuando en forma similar a Turquía, el Banco de la Reserva de India, dirigido por el ex economista jefe del FMI, Raghuram Rajan, anunció un alza de su tasa de interés al 8%. Fue su tercer incremento desde agosto. La medida fue fundamentada por Rajan en que “el riesgo más grave para el valor de la rupia procede de la inflación, que continúa siendo elevada y cerca de dos dígitos (...)” (28/01/14). Pero, sin duda, también buscó enfrentar las presiones cambiarias sobre la rupia. Al establecer la inflación como su principal prioridad, Rajan entró en contradicción con el Ejecutivo, que a través de su ministro de Finanzas expresó

que el banco central tiene la obligación de apoyar el crecimiento. A su turno, Sudáfrica aumentó su tasa en medio punto, a 5,5%.

A su vez, esta apreciación del dólar incide en forma inversa en los precios de los commodities, entre ellos el cobre, que el 31 de enero cotizó en US\$3,215 por libra, cayendo en el mes un 4,11%. Desde fines de junio, las reservas de cobre en la Bolsa de Metales de Londres descendieron, trasladándose en un porcentaje significativo a China, que explica cerca de un 40% de su comercialización global. La demanda china actúa sobre su cotización en forma contraria a la revaluación del dólar.

Los desequilibrios financieros globales se expresaron también claramente en los mercados bursátiles, que descendieron durante enero en forma generalizada, con una caída más pronunciada en las economías emergentes, donde se registraron sus peores registros desde 2008. El índice MSCI de emergentes experimentó en el mes una baja de 7%. En Wall Street, el principal índice de la Bolsa de Nueva York, el Dow Jones, descendió un 5,3%, su mayor reducción en un inicio de año desde 2010, perdiendo casi 1.000 puntos desde mediados del mes cuando comenzó la caída. En Europa, el FTSE de Londres disminuyó en enero un 5,4%, el CAC francés un 3,03% y el Dax alemán un 2,57%. Más fuerte fue la pérdida experimentada por el Nikkei nipón (8,45%).

Las caídas de los mercados bursátiles, las bruscas alzas de tasas de interés en algunos importantes países emergentes, junto con los resultados en grandes empresas inferiores a los esperados modificaron rápidamente la conducta de los inversionistas que se mueven en un alto porcentaje en función de sus expectativas. Kenneth Rogoff, execonomista jefe del FMI, observó que el ambiente predominante es diferente al vivido en Davos, donde percibió un “increíble optimismo de que nada podía salir mal” (05/02/14).

En Chile, el proceso de devaluación del peso que venía produciéndose desde mediados de 2013 se acentuó en la segunda mitad de enero, estando durante el

mes entre las monedas latinoamericanas de mayor caída. El presidente del Banco Central, Rodrigo Vergara, calificó su curso de “bienvenido” (22/01/14). Exclamación entendible para un instituto monetario cuya concepción es dejar que la paridad sea resuelta por el mercado y que poco hizo en el plano cambiario para detener la revaluación del peso cuando se acentuaba. Como la generalidad de los procesos económicos las variaciones de las paridades tienen pros y contras. Sin duda la depreciación mejora la complicada situación del sector exportador y beneficia a los productores de bienes transables que compiten con productos importados. En cambio tiene efectos negativos en materia de precios, pero en un contexto en que la inflación está dentro de los rangos buscados por el Banco Central. En abril de 2013, la paridad cambiaria cerró en \$471,54 por dólar. Al 23 de enero la caída de la moneda nacional alcanzó a un 16,5% y se acentuó luego del derrumbe cambiario argentino, cerrando el mes de \$556,08 por dólar, sobrepasando los \$560 al iniciarse febrero.

¿Qué explica, además de los fenómenos globales ya señalados, el proceso devaluatorio? En primer lugar, las diferentes políticas de tasas de interés de los bancos centrales. Por un lado, el Banco Central de Chile, que el año pasado disminuyó en dos ocasiones su tasa de política monetaria (TPM) y en enero, aunque no la modificó, explicitó que muy seguramente sí lo haría en el futuro próximo. De otro, la Reserva Federal que con el proceso de reducir la magnitud de su relajamiento cuantitativo incide en las tasas de interés de mediano y largo plazo, lo cual impacta en la conducta de actores económicos atrayendo recursos, aunque aseguró que seguirá sin modificar por un período prolongado la de corto plazo. Al mismo tiempo, el Banco Central de Brasil procedió a aumentar en enero su tasa de interés a 10,5% nominal anual, haciendo más atractiva la colocación de fondos en el importante mercado sudamericano.

Ello indujo a la salida de recursos financieros del país buscando mejores rentabilidades o perspectivas más favorables en este plano a futuro.

Generalmente, la salida de recursos es más veloz que el ingreso. En 2013, ya egresaron varios miles de millones de dólares[1] y en enero, particularmente luego de la resolución del Banco Central de política monetaria, lo hicieron en un monto superior a cuando anunció su primera reducción de tasas.

Paralelamente, en el mercado bursátil el IPSA llegó al finalizar enero a su punto más bajo desde diciembre de 2009. En el mes retrocedió 7,02%, cayendo por tercer mes consecutivo, con reducciones particularmente fuertes en los sectores del comercio al detalle (11,5%) y construcción (10,9%). Contracciones similares experimentaron en el mes el Bovespa de Brasil (7,5%) y el Colcap de Colombia (9,11%). Los descensos bursátiles condujeron a que la rentabilidad de los fondos de pensiones más riesgosos, dependientes en alto grado de inversiones en renta variable, registraron rentabilidades negativas. El fondo A disminuyó un 1,65% y el B un 1,05%.

Desde diciembre de 2012 a enero de 2014 en varios mercados bursátiles de la región se produjeron caídas similares constatándose así que predominaron causales comunes. En ese lapso el IPSA se contrajo en 26,8%, el Bovespa en 28,2%, el colombiano un 23,2% y el peruano un 33,5%. En enero, las cuatro mayores bolsas mundiales igualmente experimentaron pérdidas. Desde enero de 2010 que no se daba simultáneamente esta situación en EE.UU., el Reino Unido y Japón. Al inicio de febrero, cuando asumió Janet Yellen la presidencia de la Fed, los indicadores bursátiles estadounidense siguieron cayendo, al igual que las bolsas europeas.

¿Hasta dónde llegará el “éxodo” de recursos financieros desde los países emergentes? “(...) una de las principales lecciones de la crisis financiera – se contestó Financial Times – es que una vez que el pánico de los mercados comienza es difícil predecir donde terminará” (03/02/14).

Por **Hugo Fazio**

El Ciudadano

[1] Véase, Carta Económica, 18/01/14.

Fuente: El Ciudadano