

DOSSIER: OBSERVATORIO DE ECONOMÍA INTERNACIONAL

TENDENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

En este tercer informe se realiza un estudio de las principales tendencias financieras a nivel internacional en el primer semestre del año 2014, destacándose como un año bisagra en materia monetaria y financiera, dando inicio a un nuevo ciclo que impactará tanto a nivel local como global. A diferencia de la etapa de gran liquidez mundial, inaugurada a partir de las políticas monetarias y financieras expansivas ensayadas tras la crisis financiera internacional, se avecina un nuevo esquema más restrictivo, teniendo ello profundas consecuencias para la economía mundial. A continuación se analizan las estrategias que los países desarrollados y "emergentes" llevan adelante para afrontar este nuevo ciclo. Además de los problemas que se presentan para Argentina en este contexto financiero y monetario internacional.

POR MIRCO SILVA*

El 2014 marcó el inicio de un nuevo ciclo en la economía mundial. Desde la crisis financiera de 2008 en adelante, los gobiernos y autoridades monetarias de los países desarrollados se encargaron de buscar medidas tendientes a evitar una depresión global. Para ello, se inició un primer sub-período de fuerte intervención de los bancos centrales en los mercados monetarios y financieros a través de una política monetaria laxa, es decir, implementando tasas de interés inusual-

mente bajas para lograr recomponer la oferta de crédito y liquidez mundial.

En el segundo sub-período, que puede señalarse a partir de 2011 una vez descartado el temor a nuevas catástrofes financieras, los gobiernos comenzaron a preocuparse por cómo estimular una senda de crecimiento sostenido, lo que vendría a traducirse en cómo fomentar los diferentes componentes de la demanda.

Con respecto a los estímulos monetarios y financieros utilizados, cabe señalar que las herramientas desplegadas para lograr ese objetivo no han diferido de las implementadas para salir de la crisis.

Estímulos monetarios y su impacto en economía global

Las autoridades monetarias más importantes del mundo han coincidido en que debía facilitarse la toma de créditos para inversión por parte de las empresas y estimular el consumo a través de financiación barata. En ese sentido se explica la insistencia en mantener las tasas de interés (tanto las de corto como de largo plazo) en niveles bajos, inyectando liquidez a los mercados. Al respecto, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) ha insistido con su programa de relajación cuantitativa o QE.¹ Su par japonés ha emulado esta política logrando así un

* Estudiante avanzado de la Licenciatura en Relaciones Internacionales de la UNR. Miembro del Observatorio de Economía Internacional. Informe disponible en: <http://us9.campaign-archive1.com/?u=1072ba47c46b5998aec4ae1c1&id=351896c3fa>

1- Emisión de moneda para la compra de activos financieros (obligaciones privadas y bonos públicos). Este programa tuvo por objeto en un primer momento garantizar la solidez del sistema financiero norteamericano a través de la compra de títulos respaldados por hipotecas que se encontraban en el epicentro de la crisis. En un segundo momento la emisión monetaria fue dirigida a la compra de bonos públicos con el objetivo de sostener su valor e impulsar las tasas de interés de largo plazo hacia la baja.

tibio crecimiento luego del profundo estancamiento de los años 90 y los efectos devastadores del terremoto de 2011.

Capítulo aparte merece el Banco Central Europeo (BCE), ya que la situación de la eurozona es la más frágil en este momento y a su vez los condicionantes que enfrenta el BCE son mayores que los de sus homólogos estadounidense o japonés. A raíz de la crisis financiera de 2008, agravada por la crisis de deuda soberana europea, Europa ha entrado en una fuerte contracción económica, a los que se suman altos niveles de desempleo y una intensificación del temor a la deflación.

La respuesta de los decisores político-económicos a esta situación ha sido enfatizar en programas fiscales de ajuste tradicionales, aunque acompañados con una política monetaria relativamente relajada (manteniendo tasas de interés de corto plazo bajas). La razón por la cual la eurozona no ha reaccionado de ma-

nera satisfactoria a estos estímulos monetarios se explica por vía comparativa. El BCE ha quedado como el banco central más ortodoxo frente a las innovadoras experiencias monetarias que han realizado el resto de los bancos centrales del mundo al negarse y verse obstaculizado de intervenir de forma directa en los mercados financieros. Si bien es discutible la efectividad de la política monetaria a la hora de traccionar una economía estancada², el retraso del BCE en acompañar y emular los programas de la FED y el Banco de Japón derivó en sostener a un euro fuerte, dejando que el resto de las monedas ganaran mayor competitividad frente a la moneda europea.

Lo que se ha venido discutiendo en la prensa, círculos académicos y ámbitos gubernamentales es hasta dónde y/o cuándo sostener las actuales políticas monetarias. Más interesante aún es el debate en torno a los efectos locales y sistémicos de un eventual viraje. Con respecto al primer tópico, si bien la FED realizó anuncios a fin del pasado año precisando que para el 2014 iba a dar por terminado su programa de estímulo monetario no convencional, a comienzos del corriente año se encargó de aclarar que ciertas



condiciones deberían darse para que eso suceda. En particular, Janet Yellen³, la autoridad máxima dentro la institución monetaria más importante del mundo, se refería a que, por un lado, el tapering o recorte de la política monetaria no debía ser una medida de urgencia ya que no existen riesgos serios de una escalada inflacionaria en los países desarrollados – por lo cual se podría seguir inyectando dinero sin percibir mayores daños colaterales. Por otro lado, el viraje se daría siempre y cuando el mercado de trabajo mostrase signos sólidos de consolidación dado que una política monetaria menos laxa podría poner en peligro la recuperación del crecimiento en los EEUU. (Ver Observatorio

Economía Internacional, semana del 29/03/14 al 04/04/14)

La situación de Europa era la opuesta. Debido al escaso crecimiento económico y al riesgo de deflación el BCE se debatía qué herramientas ensayar para combatir esas situaciones. Es pertinente recordar que el BCE cuenta con una tradición de independencia frente a los gobiernos de la UE, y que si bien las normativas a las cuales está sometido suponen algún grado de coordinación con las autoridades políticas de la zona euro, el

banco tiene prohibido financiar de forma directa a los Estados. Esto se presenta como un obstáculo a sortear si se decide intervenir en los mercados para, por ejemplo, comprar deuda pública. (Ver Observatorio Economía Internacional, semana del 03/04/14 al 11/04/14 y 02/05/14 al 09/05/14)

En cuanto a los efectos que estos cambios de política monetaria pueden acarrear sobre el conjunto de países y

mercados del mundo cabe señalar que existen dos grandes temores. Por un lado, se especula en torno a la magnitud del impacto sobre los flujos internacionales de capitales. Gracias a la política monetaria expansiva de la FED, el mundo ha gozado de enormes cantidades de liquidez de dinero, el cual ha beneficiado a la mayoría de los países emergentes ya que han ingresado a sus mercados en carácter de inversiones financieras.

Las dificultades se iniciarán en cuanto las autoridades monetarias de los países desarrollados decidan constreñir el grifo de liquidez. Esto impactará aumentando las tasas de interés en esos países, lo que a su vez probablemente gatille el fenómeno conocido

2- Lo que se conoce como trampa de liquidez.

3 Desde el 1 de febrero de 2014 ocupa la presidencia de la Reserva Federal de Estados Unidos. Su predecesor, Ben Bernanke, ocupó el cargo de 2006 hasta 2014.

como reversión de los flujos de capital⁴ afectando particularmente a los países que tengan alto grado de dependencia del ingreso de divisas a través la cuenta de capital.

Los mercados de capitales y las bolsas de valores que operan a escala global han sido también beneficiados por esta etapa de gran liquidez internacional. A partir de la implementación de las medidas expansivas tras la crisis financiera de 2008, se han recuperado los principales índices bursátiles del mundo y los precios de commodities vinculados a estas actividades también han manifestado alzas en sus precios. La gran inquietud que se presenta es en qué magnitud algunos de los precios de activos financieros o commodities se encuentran inflados como consecuencia de nuevas burbujas financieras que se hayan venido gestando, y que, una vez retirado los estímulos monetarios esto se manifieste a través de turbulencias en los mercados de valores y commodities. En síntesis se puede decir que “la actual estrategia, aunque originalmente encaminada a prevenir un desplome económico, esté sembrando la inestabilidad futura, incluida la aparición de otra burbuja de precios de los activos.”^{5 6}

A modo de conclusión de este apartado, se dirá que los intensos programas de estímulo monetario ayudaron a evitar caídas aún mayores que las registradas post-crisis, sin embargo, han tenido dificultades en adjudicarse una recuperación exitosa. El lento crecimiento en los EEUU y la falta de despegue de la UE se deben ya no a un limitante de la



oferta de crédito, tal como sucedió tras la crisis, sino a la débil demanda del mismo. En definitiva, los grandes flujos de moneda inyectados al sistema no se han trasladado hacia la economía real, sino que han impulsado y acentuado la escisión entre ésta y el sector financiero de la economía. Esto se manifiesta en el impulso alcista que han tenido los índices bursátiles en los últimos tiempos, frente a un estancamiento de los precios de activos reales, o vale decir, una inflación baja.

¿Qué rol juegan los países emergentes en esta etapa?

Sin duda, el hito más significativo del año para los miembros del BRICS ha sido la creación de un nuevo “Banco de Desarrollo pertenecientes a estos países, a los que se añade la conformación de un “Fondo Contingente de Reservas Internacionales” en el marco de la Sexta Cumbre Anual de los BRICS realizada en julio en Fortaleza, Brasil.

Estas nuevas instituciones se presentan como alternativa a los tradicionales organismos multilaterales de crédito presididos por Europa y Estados Unidos (Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional). Al respecto, puede señalarse que la frágil coordinación que existe entre los países y las tensiones que afloran del actual esquema monetario y financiero internacional reflejan que ciertos aspectos de la arquitectura financiera internacional establecida bajo el orden de Bretton Woods quedan ya obsoletos. Es en este sentido que la creación del banco del BRICS representa,

aunque de manera incipiente, un paso más hacia la construcción de nuevas instituciones financieras multilaterales que se orienten hacia la constitución de un nuevo esquema de arquitectura financiera multilateral.⁷(Ver Observatorio Economía Internacional, semana del 11/07/14 al 18/07/2014)

Por otra parte, los meses objeto de análisis han evidenciado el desarrollo de un fenómeno en curso, el cual da cuenta de transformaciones en el orden monetario internacional. Nos referimos al proceso apertura financiera de la economía china y a la

La actual estrategia, aunque originalmente encaminada a prevenir un desplome económico, esté sembrando la inestabilidad futura, incluida la aparición de otra burbuja de precios de los activos.

lisis han evidenciado el desarrollo de un fenómeno en curso, el cual da cuenta de transformaciones en el orden monetario internacional. Nos referimos al proceso apertura financiera de la economía china y a la

4- El fenómeno explica como un cambio de condiciones, particularmente las fluctuaciones de las tasas de interés de los diferentes países, impacta sobre el flujo de capitales financieros a través del mundo. En una situación de tasas de interés internacionales bajas, los capitales salen en busca de mercados que ofrezcan mayores rendimientos que los ofrecidos en sus países, tales como los denominados países emergentes. El flujo tiende a revertirse en cuando las tasas internacionales tienden a subir, debido a que esos capitales financieros ya no encuentran tal atractivo para arriesgar mayores rendimientos o ganancias en mercados externos, y prefieren asegurar sus posiciones en activos más seguros como, por ejemplo, bonos del tesoro norteamericano.

5- Hampl, Mojmír. (2014). Los denigradores del Banco de Pagos Internacionales. Proyect Syndicate. Disponible en: <http://www.project-syndicate.org/commentary/mojm-r-hampl-asks-why-so-many-central-bankers-have-turned-on-the-bank-for-international-settlements/spanish>

6- Para mayor información acerca del debate si existen burbujas financieras y de quienes son los responsables de las mismas ver: SHILLER, Robert. “¿Tanto boom que duele?”. Proyect Syndicate. 15 de julio de 2014. Disponible en: www.project-syndicate.org/commentary/robert-j-shiller-believes-that-recent-warnings-that-asset-prices-are-rising-dangerously-fast-may-be-correct/spanish y Observatorio Economía Internacional, semana del 28/06/14 al 04/07/14

7- Para un debate más profundo ver: - EL-ERIAN, Mohamed. “La fragmentación de Bretton Woods”, en Proyect Syndicate, 15 de agosto de 2014. Disponible en: www.project-syndicate.org/commentary/mohamed-a-el-erian-says-that-refusal-to-reform-the-imf-and-the-world-bank-is-making-the-world-more-dangerous/spanish

internacionalización de la renminbi.⁸ El liderazgo que China ha sabido cultivar en diferentes áreas de la relaciones internacionales no ha tenido el correlato correspondiente en aspectos financieros y monetarios internacionales. Sin embargo, esto parece comenzar a revertirse. El proceso de modernización de la economía china se encuentra en período de transformación de una economía orientada hacia el exterior, teniendo como motor principal las exportaciones, hacia un modelo orientado hacia el interior donde el consumo se comporte como principal locomotora. Para eso, las autoridades chinas han decidido liberalizar de forma gradual sus mercados financieros y abrir sus cuentas de capital, para lograr canalizar recursos financieros hacia el interior. Fortalecer el sistema financiero chino -modernizando y liberalizándolo- e impulsar la internacionalización de su moneda puede acarrear grandes beneficios para su economía, así como también puede presentar amenazas tales como mayores niveles de endeudamiento externo y repercusiones negativas de los vaivenes financieros globales. (Ver Observatorio Economía Internacional, semana del 09/05/14 al 16/05/14 y 26/07/14 A 01/08/14)

Argentina enfrenta sus propias batallas. La normalización con la comunidad financiera internacional

Con respecto a Argentina, el ciclo abierto en estos últimos dos años estuvo centrado en los esfuerzos del gobierno argentino por solucionar las dificultades del frente externo arrastradas del pasado. En el sentido planteado, debe señalarse el acuerdo al que llegaron el Club de París y Argentina en el mes de mayo para saldar la deuda que mantiene el país con este grupo de países acreedores. La novedad en este asunto fue que la delegación argentina consiguió impedir que el FMI actuase como garante o auditor de la negociación, evitando de esa forma tener

que cumplir condicionalidades para garantizar los desembolsos pactados. (Ver Observatorio Economía Internacional, semana del 09/05/14 al 16/05/14)

No obstante, estos esfuerzos normalizar la situación con sus acreedores se vieron desbaratados por el revés sufrido en el litigio que mantiene Argentina frente a los holdouts en las cortes de los Estados Unidos. El rechazo de la Corte Suprema de los Estados Unidos a aceptar la apelación de Argentina en el caso mencionado derivó en que la sentencia del juez neoyorquino Thomas Griesa

El liderazgo que China ha sabido cultivar en diferentes áreas de la relaciones internacionales no ha tenido el correlato correspondiente en aspectos financieros y monetarios internacionales. Sin embargo, esto parece comenzar a revertirse.

— que indica que Argentina debe pagar de forma inmediata el 100% de lo adeudado a los fondos litigantes-queda vigente y definitiva. A raíz de esta situación, el gobierno argentino desplegó una serie de estrategias para evitar entrar en el denominado default técnico, aunque seguramente cabe esperar una solución definitiva recién entrado el año 2015.⁹ (Ver Observatorio Economía Internacional, semana del 13/06/14 al 20/06/14 y 21/06/14 al 27/06/14)

Como consecuencia de esta situación, se ha abierto un debate a nivel internacional en

cuanto a la necesidad de contar con mayores marcos regulatorios en temáticas referidas a reestructuraciones de deuda soberana y el rol de los fondos buitres en el sistema financiero internacional. En estos aspectos, Argentina ha logrado importantes apoyos (sobre todo de países emergentes y en vías de desarrollo) a pesar de que los principales países desarrollados y los centros financieros más importantes del mundo se negaron a incorporar reformas profundas al sistema financiero internacional.¹⁰ (Ver Observatorio Economía Internacional, semana del 28/06/14 al 04/07/14)

Conclusiones

A modo de cierre, el año 2014 se presenta como un año bisagra. Nuevos ciclos monetarios y financieros internacionales se abren y sus consecuencias todavía no han sido del todo manifestadas. La estabilidad y equidad que la actual arquitectura financiera internacional garantiza se encuentran desafiadas tanto por las dificultades que los países desarrollados manifiestan a la hora de establecer sendas firmes de crecimiento, así como también por la (in)conformidad de los países emergentes con el sistema. En ese sentido los emergentes han impulsado reformas, aunque sin confrontar abiertamente con países que defienden el statu quo.

En cuanto a Argentina, por un lado cabe esperar a la última etapa del año para ver cómo se sortean los obstáculos para aliviar la situación de restricción externa y escasez de divisas, es decir, cómo se evita entrar en el denominado default técnico así como amortiguar los costos asociados en caso de que entremos en esa situación. Paradójicamente, esta situación fortalece los argumentos y la posición de Argentina en los diferentes foros internacionales a la hora de reclamar por reformas que tiendan hacia una nueva arquitectura financiera internacional.

8- Así se conoce la denominación de la moneda oficial china.

9- Cabe recordar que el gobierno argentino se encuentra obstaculizado a desembolsar los montos exigidos por los holdouts ya que aún se encuentra vigente la cláusula RUFO (Rights Upon Future Offers). En el momento de reestructurar su deuda en los años 2005 y 2010, el país se comprometió bajo la cláusula RUFO (Rights Upon Future Offers) a otorgar las mismas condiciones de pago para la totalidad de sus acreedores. En caso de que Argentina se vea forzada o decida saldar su deuda con los holdouts, el resto de los acreedores del país podrían litigar para conseguir las mismas condiciones. Esta cláusula vence el 31 de Diciembre de 2014.

10- Al respecto ver: KRUEGER, Anne. "Limitaciones soberanas para Argentina", en Project Syndicate. 9 de julio de 2014. Disponible en: www.project-syndicate.org/commentary/anne-krueger-examines-the-fallout-from-the-us-supreme-court-s-recent-ruling-in-favor-of-bondholders/spanish

BIBLIOGRAFÍA

- ❑ EL-ERIAN, Mohamed (2014), "*La fragmentación de Bretton Woods*", en Project Syndicate, 15 de agosto de 2014. Disponible en: www.project-syndicate.org/commentary/mohamed-a-el-erian-says-that-refusal-to-reform-the-imf-and-the-world-bank-is-making-the-world-more-dangerous/spanish
- ❑ HAMPL, Mojmir (2014), "*Los denigradores del Banco de Pagos Internacionales*", en Project Syndicate, 4 de setiembre de 2014. Disponible en: <http://www.project-syndicate.org/commentary/anne-krueger-examines-the-fallout-from-the-us-supreme-court-s-recent-ruling-in-favor-of-bondholders/spanish>
- ❑ Informes semanales del Observatorio de Economía Internacional de la Universidad Nacional de Rosario. <http://economaiinternacionalunr.wordpress.com/> y <http://www.facebook.com/pages/Observatorio-Economía-Internacional-UNR/609255072431295>
- ❑ KRUEGER, Anne (2014), "*Limitaciones soberanas para Argentina*", en Project Syndicate, 9 de julio de 2014. Disponible en: www.project-syndicate.org/commentary/anne-krueger-examines-the-fallout-from-the-us-supreme-court-s-recent-ruling-in-favor-of-bondholders/spanish
- ❑ MAULDIN, John (2014), "*Bubbles, Bubbles Everywhere*", en The Big Picture, 16 de agosto de 2014. Disponible en: www.ritholtz.com/blog/2014/08/mauldin-bubbles-bubbles-everywhere
- ❑ SHILLER, Robert (2014), "*¿Tanto boom que duele?*", en Project Syndicate, 15 de julio de 2014. Disponible en: www.project-syndicate.org/commentary/robert-j-shiller-believes-that-recent-warnings-that-asset-prices-are-rising-dangerously-fast-may-be-correct/spanish
- ❑ The Economist. "*Be Bold, Mario*", en revista semanal The Economist, 23 de Agosto de 2014. Disponible en: www.economist.com/news/leaders/21613259-european-central-bank-should-learn-success-unconventional-policies-america-and
- ❑ TURNER, Adair (2014), "*El gran error sobre el crédito*", en Project Syndicate, 6 de junio de 2014. Disponible en: www.project-syndicate.org/commentary/adair-turner-warns-that-policymakers-focus-on-credit-supply-constraints-ignores-the-main-impediment-to-growth/spanish