

# Primer Control de Lectura

## Finanzas Internacionales

Felipe Ignacio Durán Aranda

Preguntas:

- 1.- "Debería preocuparse un Ministro de Hacienda cuando su país tiene un déficit en cuenta corriente?" Basarse en las lecturas de Belkar et al (2007) y Edwards (2004) y los capítulos 2 y 7 de DeGregorio.
- 2.- "Que debiese pasar con el TCR de Chile ante el shock del COVID 19" Responder usando Taylor et al (2004) y Ricci et al (2008).

*Abril de 2020*

1.- El déficit de cuenta corriente(DCC) no necesariamente tiene que implicar un problema en sí, sino que puede acarrear otros problemas o ser un indicador de ciertas fallas.

Por ejemplo, cómo podemos observar en DeGregorio, es común que muchas economías emergentes y países en desarrollo cuenten con DCC, y no necesariamente esto implica que se encuentran en problemas, sino que en muchos casos se encuentran incentivando su crecimiento, supliendo el ahorro que normalmente generarían.

DeGregorio expone varias situaciones por las que podemos contar con DCC, entre las cuales tenemos: cuando el ahorro privado es bajo, por ejemplo, hay un consumo en exceso, que no necesariamente implica algo malo; cuando la inversión es alta, que coincide con el caso Australiano, Belkar, que puede incentivar el crecimiento de un país; o cuando el ahorro de gobierno es deficitario, por que quizás el gobierno tiene un gasto excesivo, siendo el caso conocido como twin déficit.

Sin desmedro de lo anterior, las magnitudes altas del DCC pueden conllevar otro tipo de problemas, como los pueden ser las tasas de interés internacional y la exposición que se tiene a los shocks externos. En relación al primer punto, un crecimiento constante del DCC o niveles exageradamente altos de este no son sostenibles, dado que las tasas de financiamiento que vienen del ahorro externo, en este caso, de adquirir pasivos con el exterior, se irán haciendo cada vez más altos, lo que implica que es más probablemente que no se pueda responder a la deuda o que se de incluso el caso de no pago, que provoca el aumento del interés por prima de riesgo, lo que incluso no permite sustentar dos de los puntos en que se da DCC algunas veces para bien, que son cuando se quiere financiar la inversión a través de éste (niveles más grande), o se quiere incentivar el consumo. Por otra parte, un DCC tiene que ser sustentable frente a shocks externos, de tal forma que no se desmorone cuando ocurren implicaciones tales como las presentes hoy en día, como la caída del precio del petróleo.

Cuando hablamos de shocks externos, específicamente sobre el DCC, podemos entender que existen shocks temporales y shocks permanentes. En la mayoría de los casos, los shocks permanentes a la economía no generan un cambio a la CC, dado que, si, por ejemplo, baja el ahorro, tiene que bajar la inversión de forma permanente, por lo que mantenemos el nivel de cuenta corriente. Sin embargo, los shocks temporales a la CC implican que esta tiene que ajustarse para afrontar el shock, de manera que mejora si este es positivo y se deteriora si el shock es negativo (como lo puede ser el caso del Covid 19 y el costo de vida, los precios de vivires e insumos, o para algunos países el shock del petróleo).

Por otra parte, un alto DCC no significa estar exento de problemas, dado que nos encontramos más expuestos a situaciones como, por ejemplo, el aumento de las tasas de interés, descrito anteriormente, o una reversión del DCC, como vimos en Edwards, que puede implicar un ajuste del DCC y/o los siguientes costos: una reducción de la inversión, crisis del tipo de cambio (vemos depreciada la TCR), crisis de reservas internacionales o de divisas, o incluso un “*Sudden Stop*”, en donde se ve detenido el flujo de capitales a un país, que es lo que en un menor grado está pasando con Latinoamérica y el flujo de capitales dada la situación del petróleo, lo que deteriora el DCC. Sin embargo, muchas veces estos shocks los puede absorber un tipo de cambio flexible con una depreciación en la TCR. Por otra parte, el tipo de cambio flexible, como vimos en Belkar, tiene otro beneficio, que es el que el banco central pueda centrarse más en tratar de controlar la inflación.

Sobre el flujo de capitales y lo que se pudo aprender del caso australiano, podemos notar que un superávit de CC no necesariamente implica una situación favorable para la inversión(nacional), se pueden encontrar mejores condiciones de inversión afuera, por lo cual vemos una “fuga de flujo de capitales” (capital flight), que resultarían financiando la inversión de otro país, como el caso de Canadá, algo similar pasa con el caso australiano, en donde el tener DCC no necesariamente implica una condición desfavorable para la inversión, si no que se atrae la inversión externa, lo cual nos permite financiar la inversión nacional y así obtener un mayor crecimiento al que se lograría con un balance de la CC, es decir, utilizar solamente el ahorro nacional como fuente de inversión.

Finalmente, podemos decir que hay tantos motivos para preocuparse como para ignorar el DCC, la literatura no es concluyente al respecto. Por ejemplo, en casos empíricos, tenemos a Chile (80-82), en donde el DCC resultó un problema. Tenemos también a Australia, en que un DCC histórico y constante nunca significó un problema y les permitió financiar el crecimiento económico, aunque cuando existían shocks externos la TCR tenía que mitigarlos. Por otra parte, algunos motivos importantes para preocuparse son los que conllevan una reversión abrupta del DCC o cambios abruptos en los patrones de CC, como lo puede ser el cambio en el flujo de capitales que puede traer un shock externo, como el petróleo actualmente, aunque, y aquí podemos remarcar la importancia del régimen cambiario, un régimen flexible podría mitigar el impacto. Otro motivo de preocupación es la balanza comercial y su impacto según el control y relación entre el DCC y la TCR, dado que podría considerarse una “competencia desleal” o incluso se podrían asegurar beneficios para ganar competitividad, dada una depreciación de la TCR. Algunas razones para ignorarla son la teoría de “Consenting Adults”, en que el DCC es solamente el resultado de decisiones tomadas por agentes racionales en que saben que pueden pagar la deuda y que esto sirve como inversión, así como se asumen los riesgos, como el caso Australiano, en donde esto significa un crecimiento, dada una asignación eficiente de recursos, siempre y cuando el déficit de gobierno no sea muy alto. El caso anterior se contradice con el de Chile en los 80, que terminó en crisis (Los agentes no son perfectos).

Como conclusión, se debe poner atención al DCC, pero no por constituir algo negativo en sí mismo, sino que hay que entender lo que implica, sus fundamentos, y lo que puede conllevar. Es necesario respetarlo, y no temerle. Por otra parte, podemos verlo como una oportunidad de crecimiento, de mejorar aún más de lo que podríamos en situaciones normales, dada su relación como inversión y ahorro, suplementando el ahorro nacional con el extranjero, siempre que se tenga el DCC en un punto sustentable y sostenible, y que no quedemos expuestos en sobremedida a Shocks Externos.

2.- Las consecuencias que ha conllevado el shock temporal del Covid-19 no son pocas ni menospreciables, especialmente para el caso de una economía emergente y en desarrollo como lo es Chile. Por ejemplo, las medidas de distanciamiento social han impedido que muchas actividades laborales se desarrollen con normalidad, lo que termina generando un impacto en la economía y en la productividad de este período. Por otra parte, por estos mismos motivos, hemos visto una disminución del consumo de ciertos sectores y productos, que también pueden ser explicados por ejemplo por la descomposición de factores vista en Ricci.

Conjunto al shock que significa las medidas necesarias a tomar por el Covid-19, hemos visto que ha descendido el precio del petróleo debido a problemas con las cuotas de producción fijadas por la OPEP, lo cual, para países importadores de este Comodity, significa un beneficio en los términos de intercambio, cuyo caso corresponde al de Chile. Como pudimos observar en Ricci, un incremento o mejoría en los términos de intercambio de comodities, en el caso de Chile, siendo la razón entre sus exportaciones (cobre) e importaciones (petróleo), va a tender a apreciar la TCR, sin embargo, este no es el único factor explicativo de ésta. Por otra parte, debido al desacuerdo del petróleo hemos visto un impacto en el flujo de capitales (*Capital Outflows*) inicialmente dirigidos a América latina, esto podría repercutir en la inversión extranjera sobre activos latinoamericanos (En sus portafolios se ve más riesgosa, buscan venderlos para eliminar el riesgo), lo que termina provocando una depreciación de la TCR (En varios textos lo podemos encontrar como "*The sentiment of the market or investors*"), debido a un aumento de vulnerabilidad en, por ejemplo, los bonos latinoamericanos. Lo último, por Ricci, se puede relacionar con un cambio en los NFA (Net Foreign Assets), en donde un deterioro de éstos, correspondiente al cambio del flujo de capitales, implica una depreciación en la TCR.

Respecto al impacto directo del Covid-19, Chile y sus principales socios comerciales han visto deteriorada su producción debido a las medidas de distanciamiento social necesarias para evitar la propagación y daños generados por la pandemia. Por ejemplo, iniciando con el caso de China, país de origen de la pandemia, hemos visto que fue necesario parar o reducir la producción de bienes, y siendo el mayor país al que exportamos nuestro principal Comodity, el cobre, provoca un deterioro en nuestra balanza comercial, lo que, por consecuencia, se traduce a fin de cuentas en un motivo de deterioro de la TCR. Por otra parte, la producción de Chile también se ha visto deteriorada, y tal como podemos ver en el punto dos de Ricci, este cambio tiende a depreciar la TCR, y especialmente considerando que según los estudios presentados el impacto relacionado es mayor en los mercados emergentes. Por otra parte la producción de Estados Unidos también cayó, por los mismos motivos, con lo que podemos esperar un encarecimiento de los productos de ese país, lo que implicaría un deterioro de la TCR en un principio, sin embargo, por concepto de paridad de poder de compra, podemos pensar que debido a la misma situación los bienes chilenos también se van a hacer más caros, por lo que la TCR tenderá a estabilizarse, es decir, en la medida que los bienes extranjeros se están haciendo más caros los bienes nacionales también lo hacen. Finalmente, la depreciación de la TCR podría incentivar la competitividad de las exportaciones chilenas, pero no es un punto necesario que tratar para saber en qué estado terminará la TCR.

Cabe recalcar que un punto importante sobre las medidas adoptadas en Chile, es la no instauración de una cuarentena total, es decir, en la mayoría de los lugares en el país la producción no se vio paralizada totalmente, en contraparte por ejemplo de ciertos países latinoamericanos como lo podrían ser Argentina o ciertos sectores de Brasil, o El Salvador. Esta situación, pone a Chile en cierta ventaja respecto a sus contrapartes latinoamericanas, sin embargo, de todas formas, es esperable una depreciación de la TCR debido a la baja de la producción, aunque, como se vio anteriormente, en menor medida respecto a sus contrapartes que sí implementaron una cuarentena total obligatoria.

Sobre el 4 punto expuesto por Ricci en su estudio, con relación al gasto fiscal respecto a los cambios esperados en la TCR, podemos observar que tiende a apreciar la TCR, cuando tiende a incentivar por ejemplo sectores de la economía en bienes no comerciables, siempre y cuando esto se encuentre dentro del presupuesto y planes de gobierno, es decir, que se tenga previsto dentro del presupuesto. Sin embargo, en relación con un shock temporal externo como lo puede ser el Covid-19, aunque también tiene un impacto dentro del país, que no se encuentra dentro de los planes de gobierno, las medidas que se tomen deben ser financiadas principalmente con deuda, especialmente si las decisiones y gastos que se tienen que hacer para apalear la crisis son de alta magnitud. Lo anterior provoca, debido a que se está financiando con deuda, un deterioro en la TCR, y, según lo visto en Ricci, para economías emergentes esto significa un impacto aún mayor que para economías desarrolladas, debido al hecho de enfrentarse generalmente a tasas de interés más altas y restricciones de endeudamiento más duras.

Finalmente, podemos decir que la apreciación que viene de la mejoría de los términos de intercambio respecto a comodities se ve aplacada por la depreciación de la TCR explicada por el resto de factores, tales como lo son la especulación y cambio en el flujo de capitales hacia Latinoamérica por los problemas de la fijación de precios de la OPEP, así mismo como el endeudamiento y cambio en la posición de activos extranjeros generada por los gastos que implica enfrentar la pandemia, lo que se suma también con el impacto que generan las medidas obligatorias que tienen que ser tomadas respecto a ésta, como el distanciamiento social o el evitar el uso de espacios públicos, lo que para muchos países ha conllevado un descenso en la producción, y también cambios en la balanza comercial debido a la baja en la compra de sus exportaciones, tal como lo puede ser el caso de China y Chile, en cual la baja de la producción que se da en el primero repercute en la baja de las exportaciones del segundo, y por ende, una baja mayor en la producción.

En conclusión, podemos esperar que la TCR de Chile se vea significativamente depreciada, especialmente si consideramos que debido a eventos cercanos pasados ya se encontraba bastante deteriorada, sin embargo, debido a la naturaleza del shock como uno temporal, deberíamos esperar que la TCR siga un comportamiento parecido al de una función logarítmica, es decir, absorba el impacto con el régimen cambiario flexible depreciándose ahora pero que tienda a estabilizarse, en su parte nominal, en el futuro próximo alrededor de algún valor, que según predicciones tales como las de *Trading Economics*, esté alrededor de los \$900 pesos Chilenos por dólar.