

# Tres reflexiones sobre el contexto internacional, los déficits y las reformas financieras

Ricardo Hausmann

Harvard University

ASOFIDUCIARIA

Cartagena, 5 de Junio de 2014

# Agenda

- Qué crecimiento le importa a los inversionistas extranjeros?
  - Implicaciones
- Que tan informativos son los déficits y las deudas?
- Que tan efectivas son las reformas financieras?

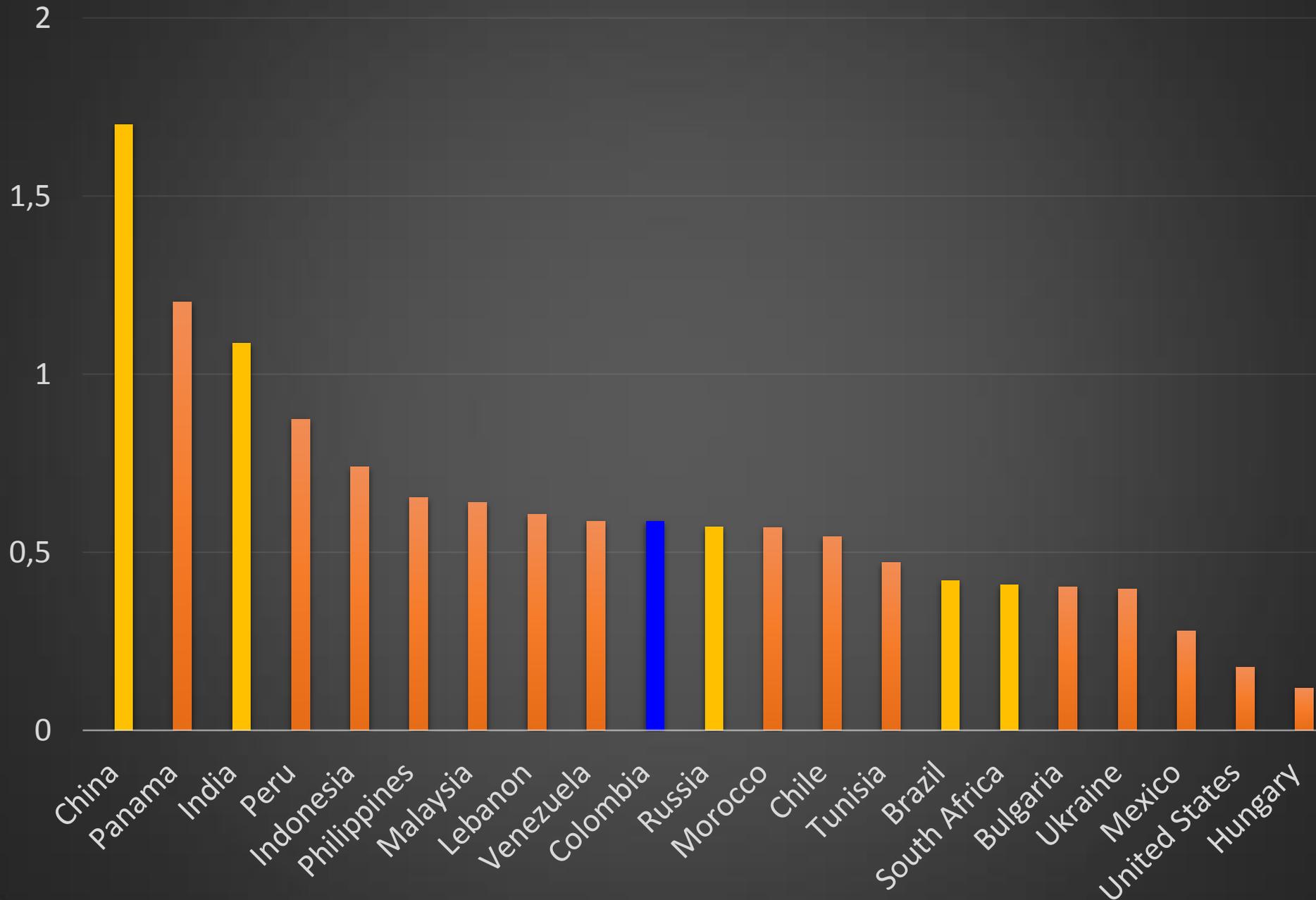
Qué crecimiento le importa a los  
inversionistas extranjeros?

Implicaciones

Que tipo de crecimiento le importa a los mercados financieros internacionales?

- Los economistas se han centrado en el crecimiento, medido como el aumento en el volumen real de la producción
- Una medida típica es el crecimiento del PIB a precios constantes
- En esta medida, China tiene un resultado espectacular

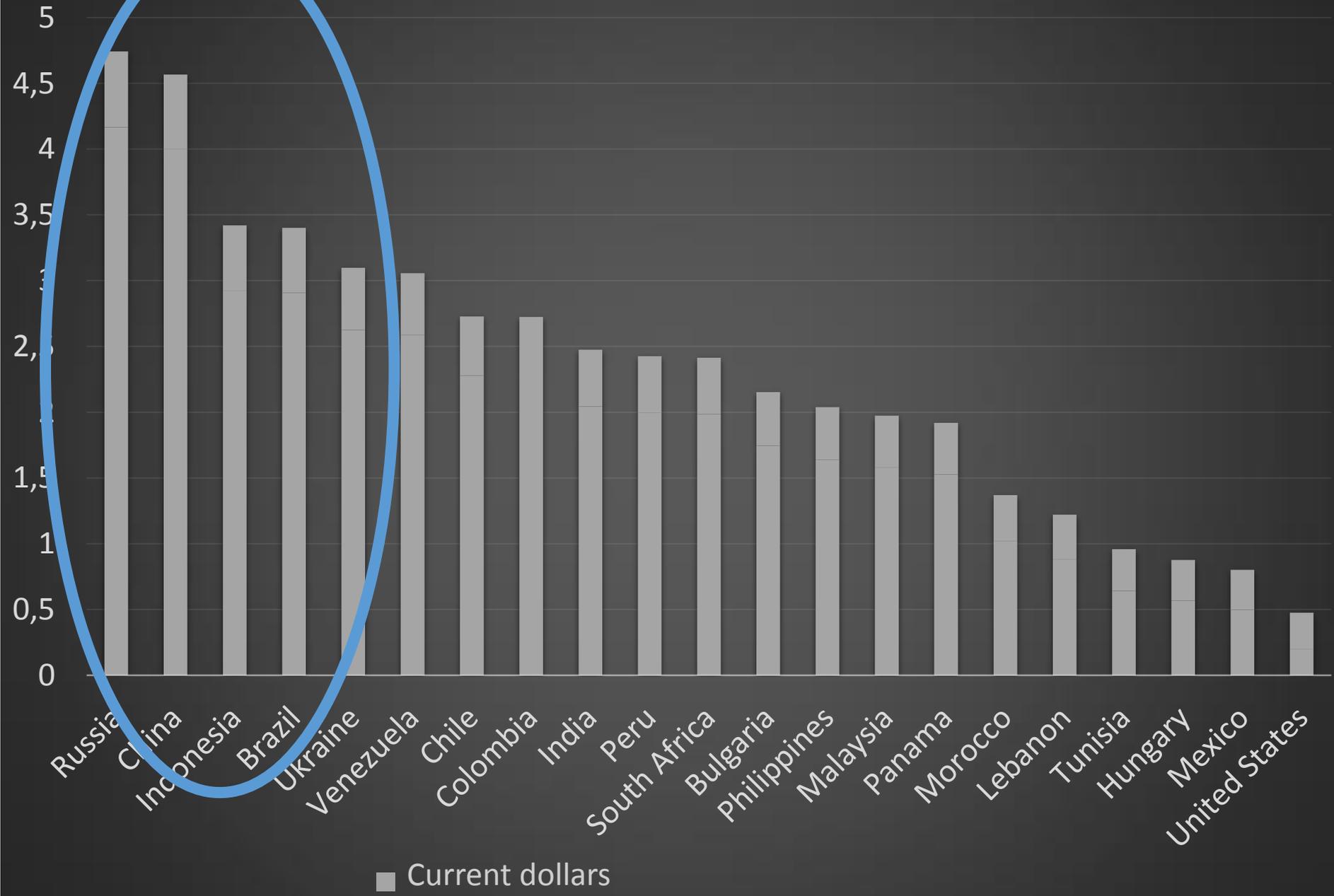
# Increase in real GDP from 2002 to 2012



# Pero, desde otra perspectiva

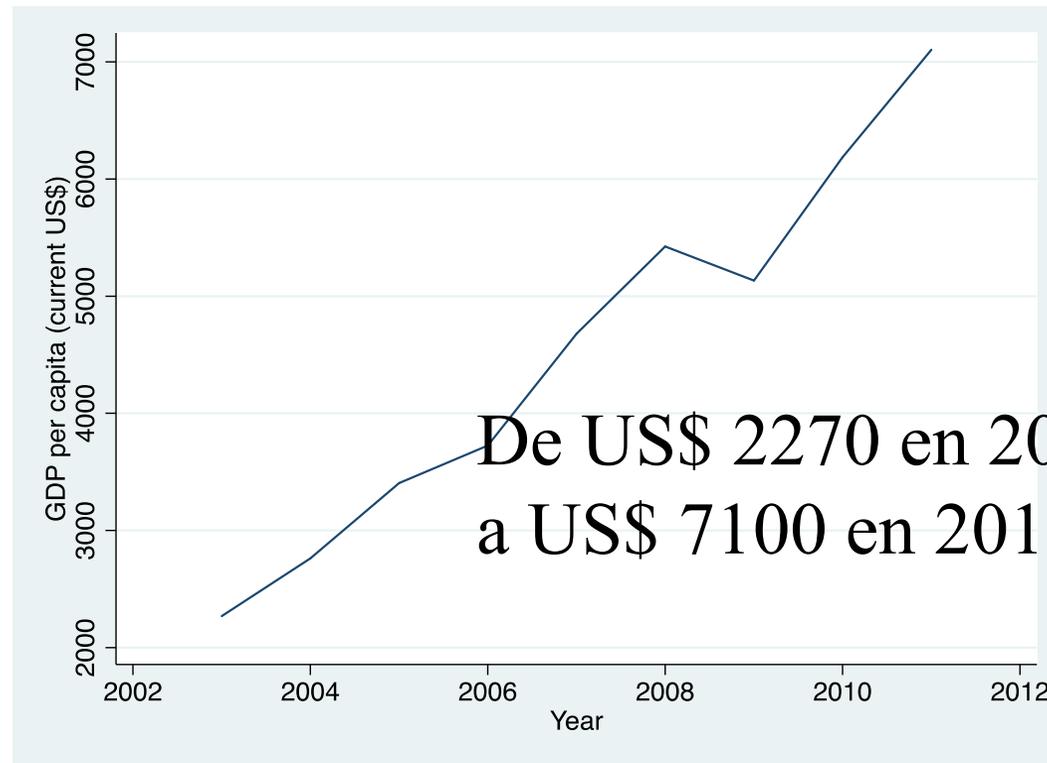
- Las multinacionales y los inversores financieros se preocupan por el aumento en el valor de la producción medida en su moneda de referencia, por ejemplo, PIB nominal en dólares estadounidenses
- PIB en dólares corrientes afecta a las ventas en dólares de las empresas y la capacidad de los países para servir su deuda denominada en dólares

# Current Dollars Growth



En Colombia, desde 2003, el ingreso per capita en dólares se triplicó

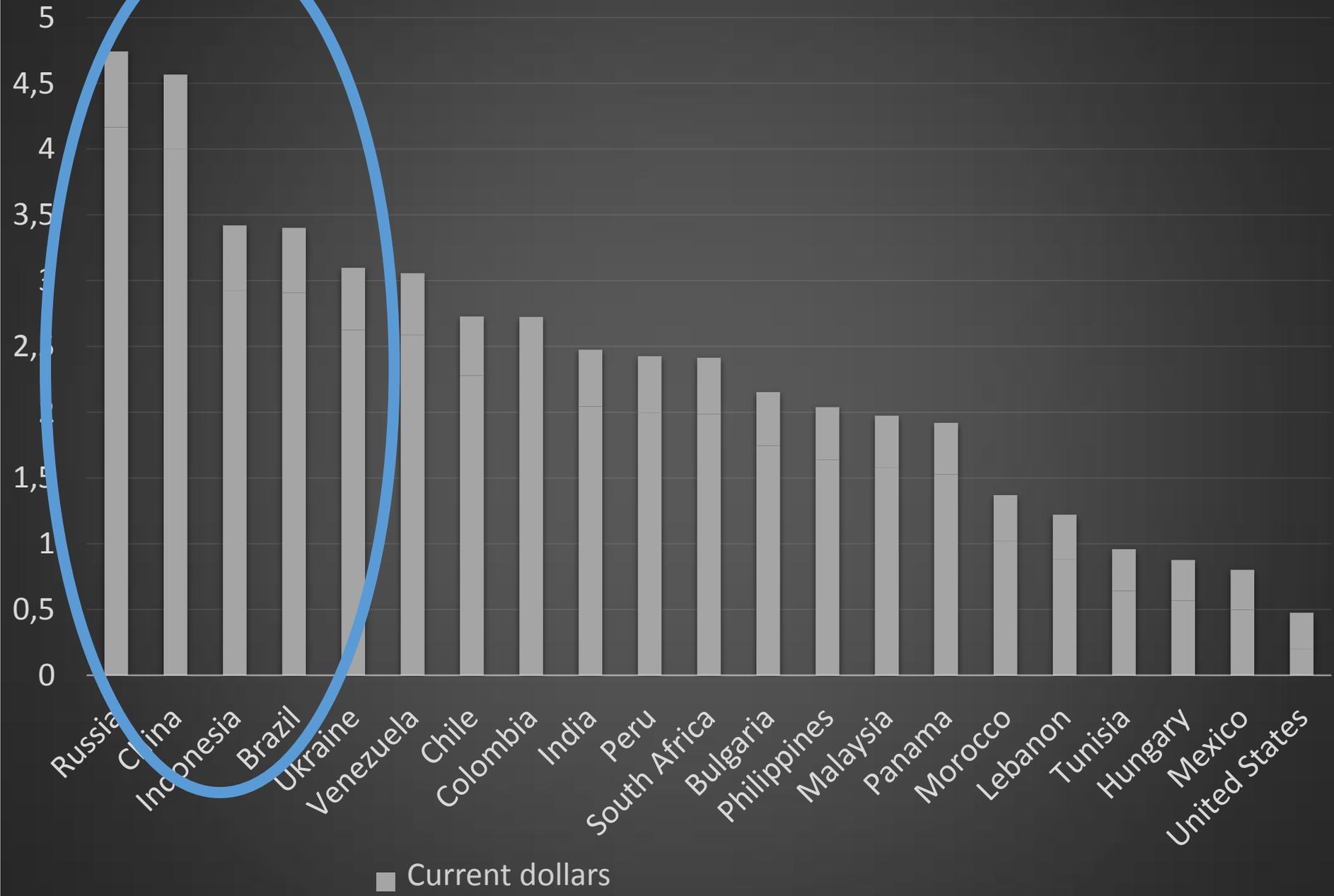
Fuente: World Development Indicators 2012



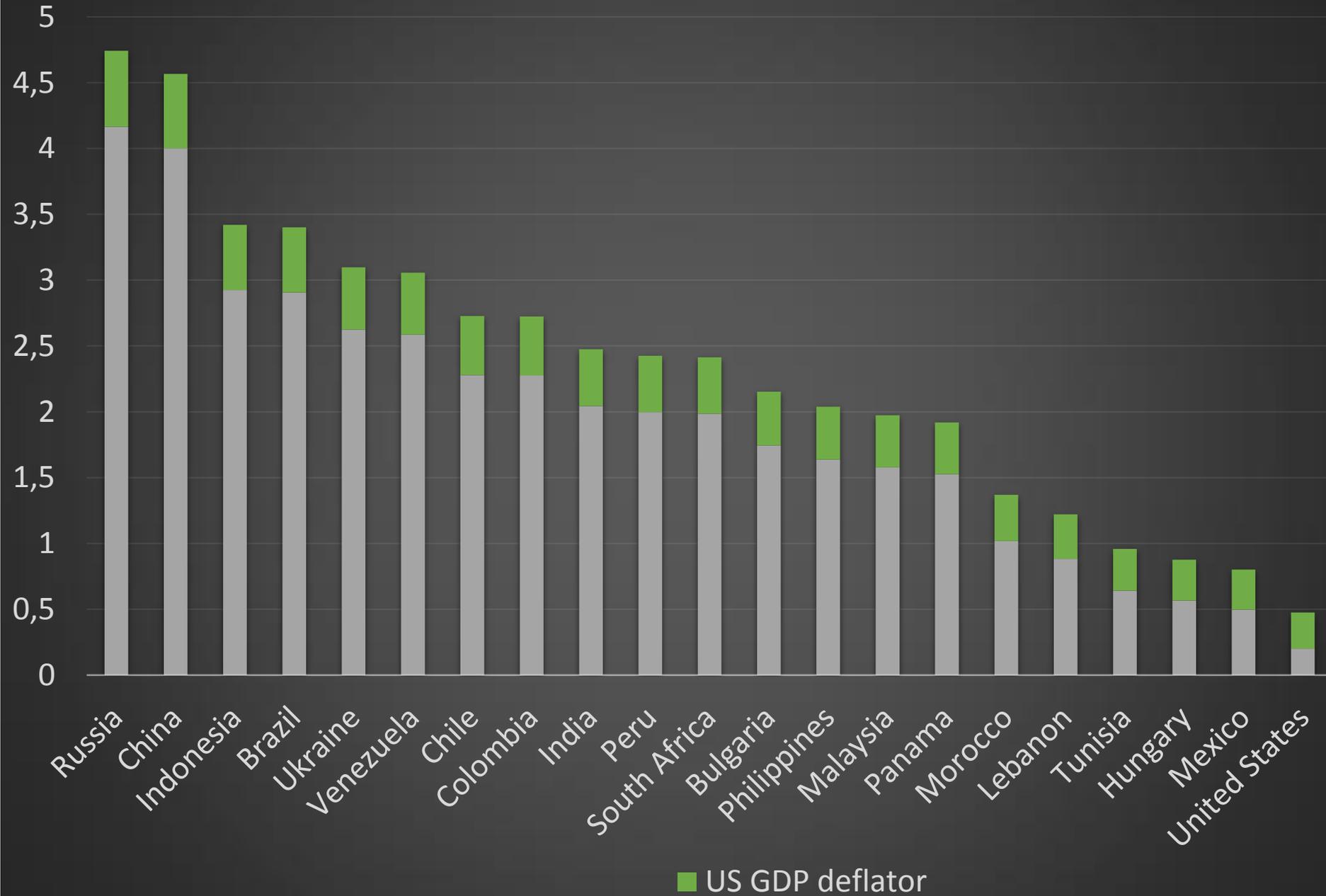
# Pero, desde otra perspectiva

- Los inversores saben que la inflación erosiona el valor de sus activos, pero en función de los precios en su país de origen
- Si suponemos un inversionista americano, descontaríamos la inflación en USA
  - Llamemos esto el *crecimiento percibido*
- ¿Qué tan similar es el PIB real tradicional de esta medida (PIB en dolares deflactado por la inflación en USA)?

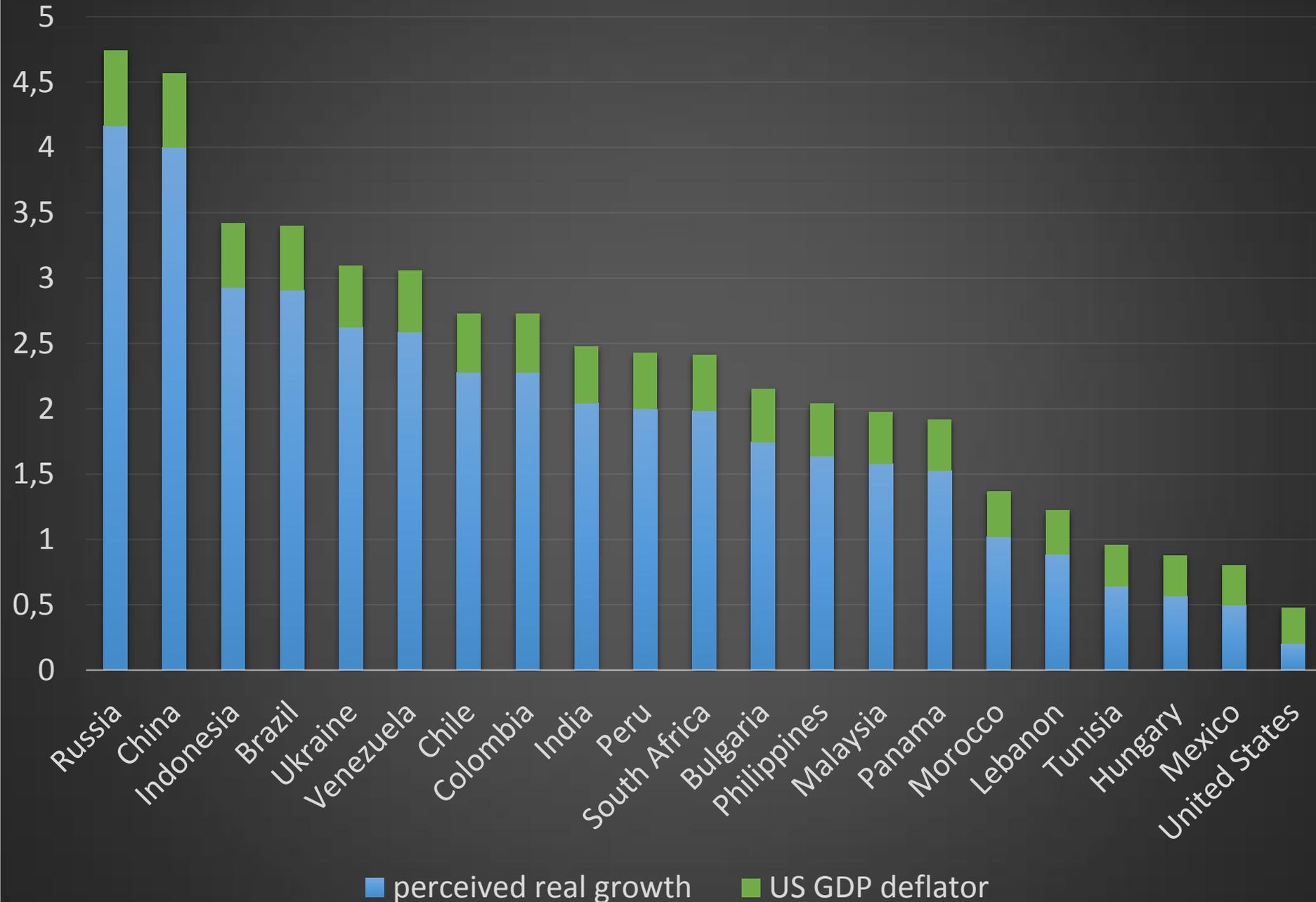
# Current Dollars Growth



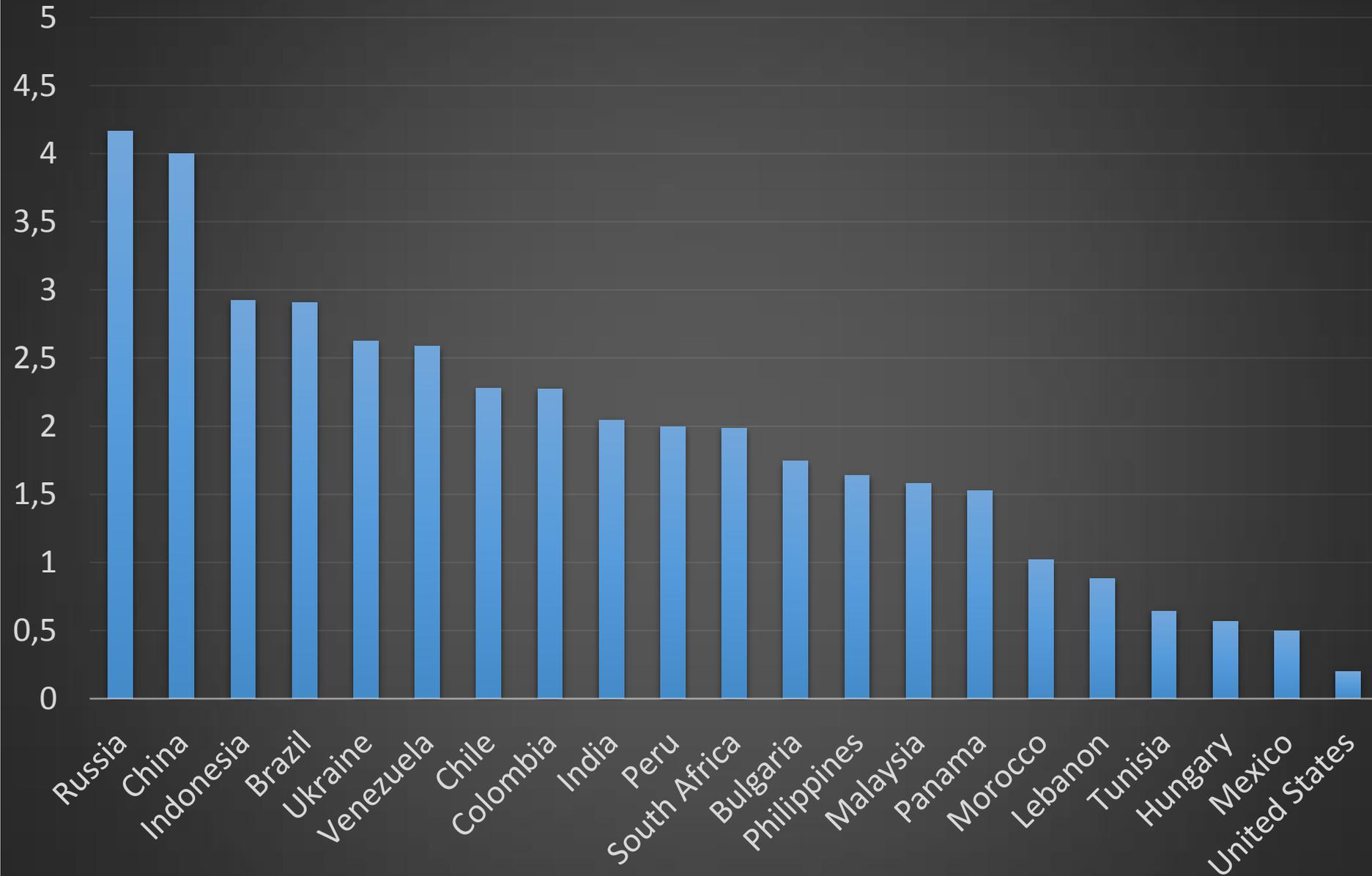
# Disaggregating Current Dollar Growth



# Disaggregating Current Dollar Growth

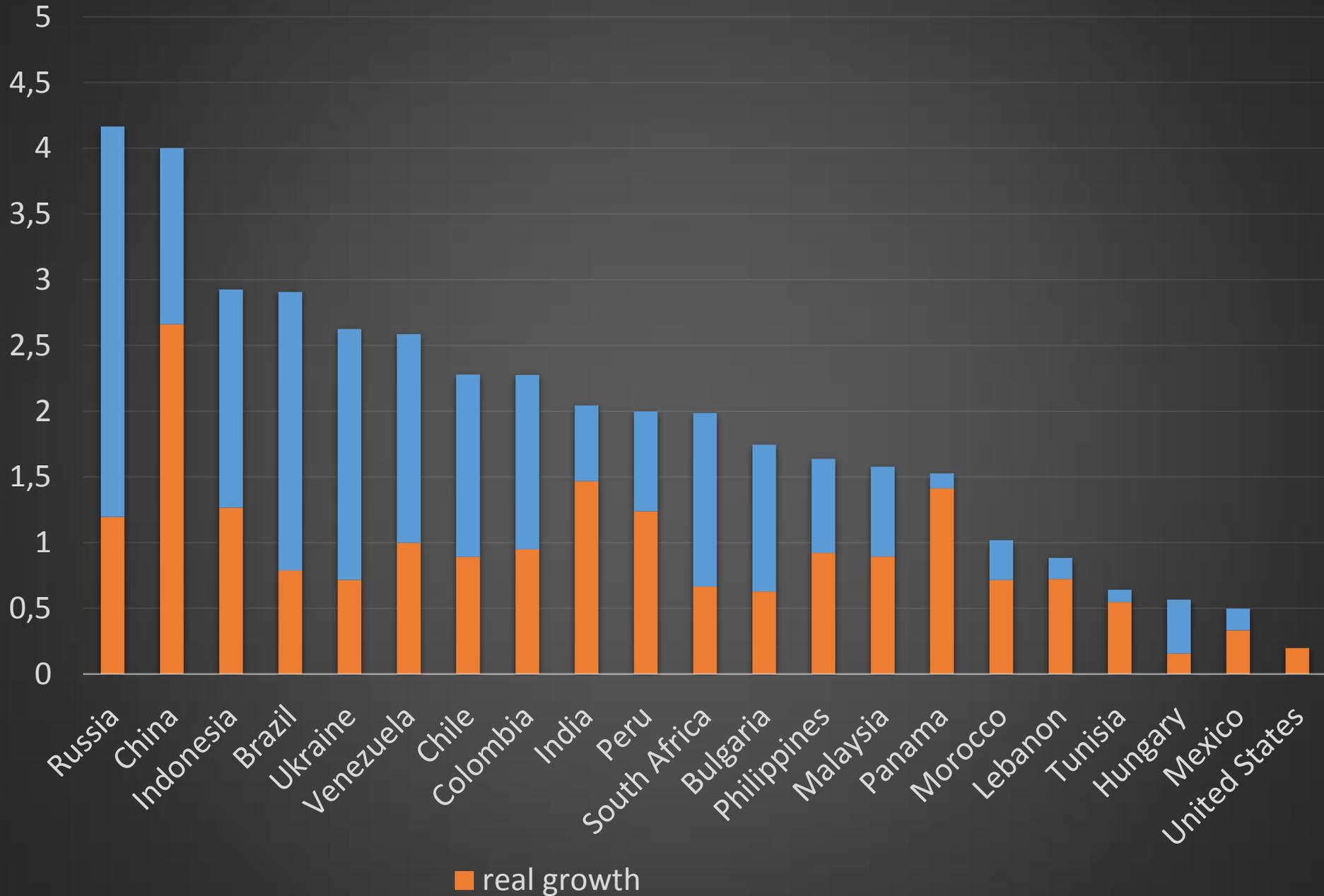


# Perceived Growth

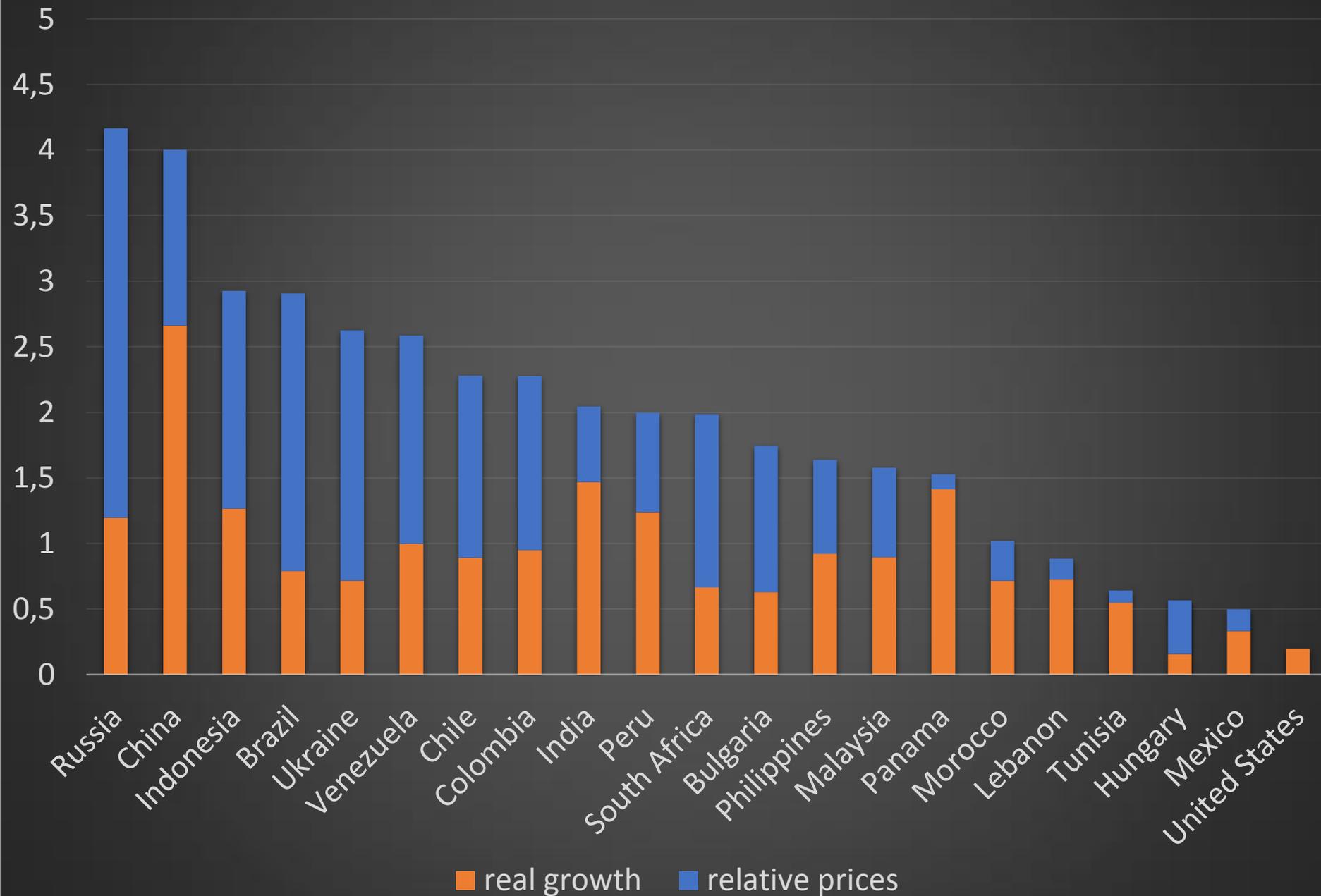


■ perceived real growth

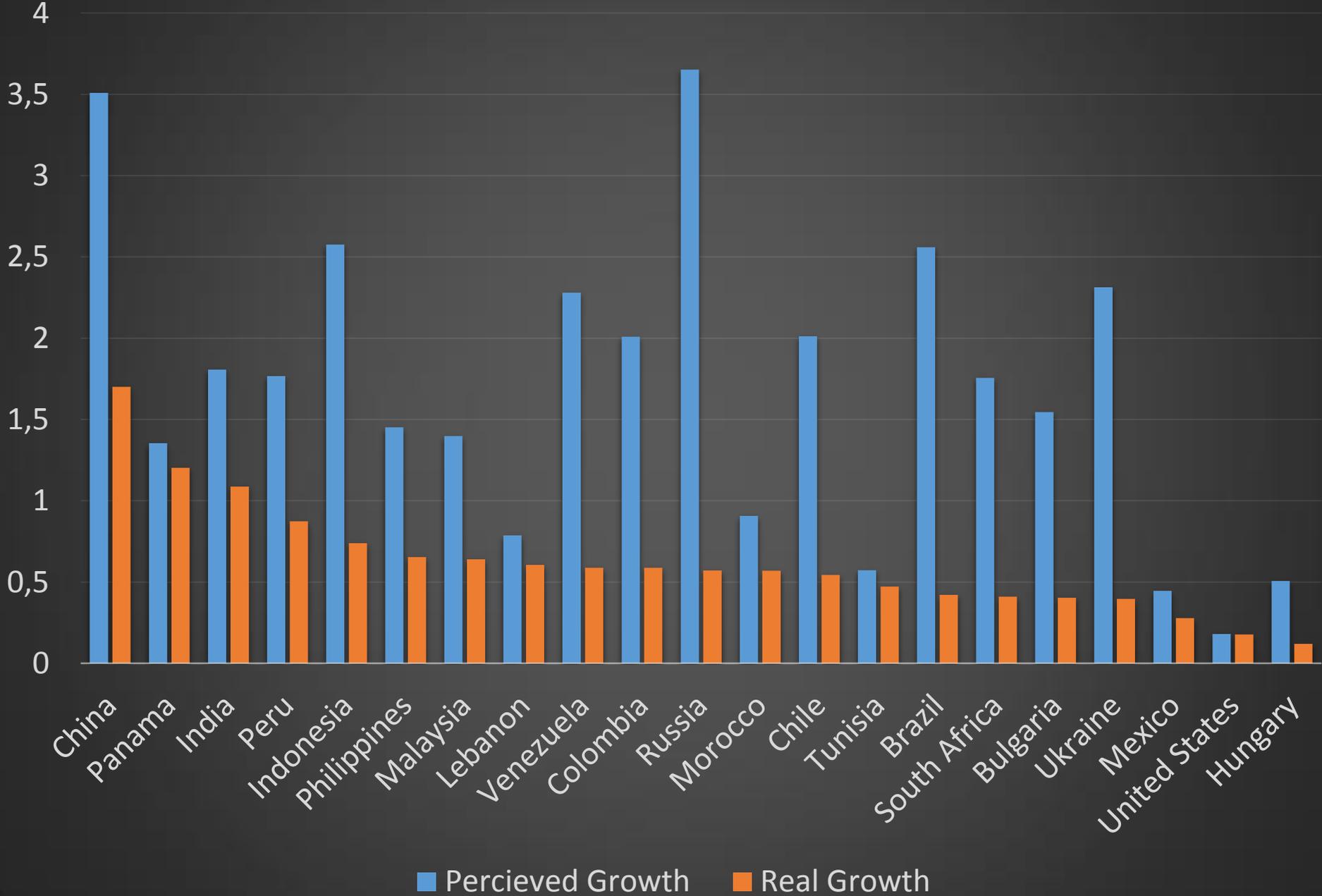
# Disaggregating Perceived Growth



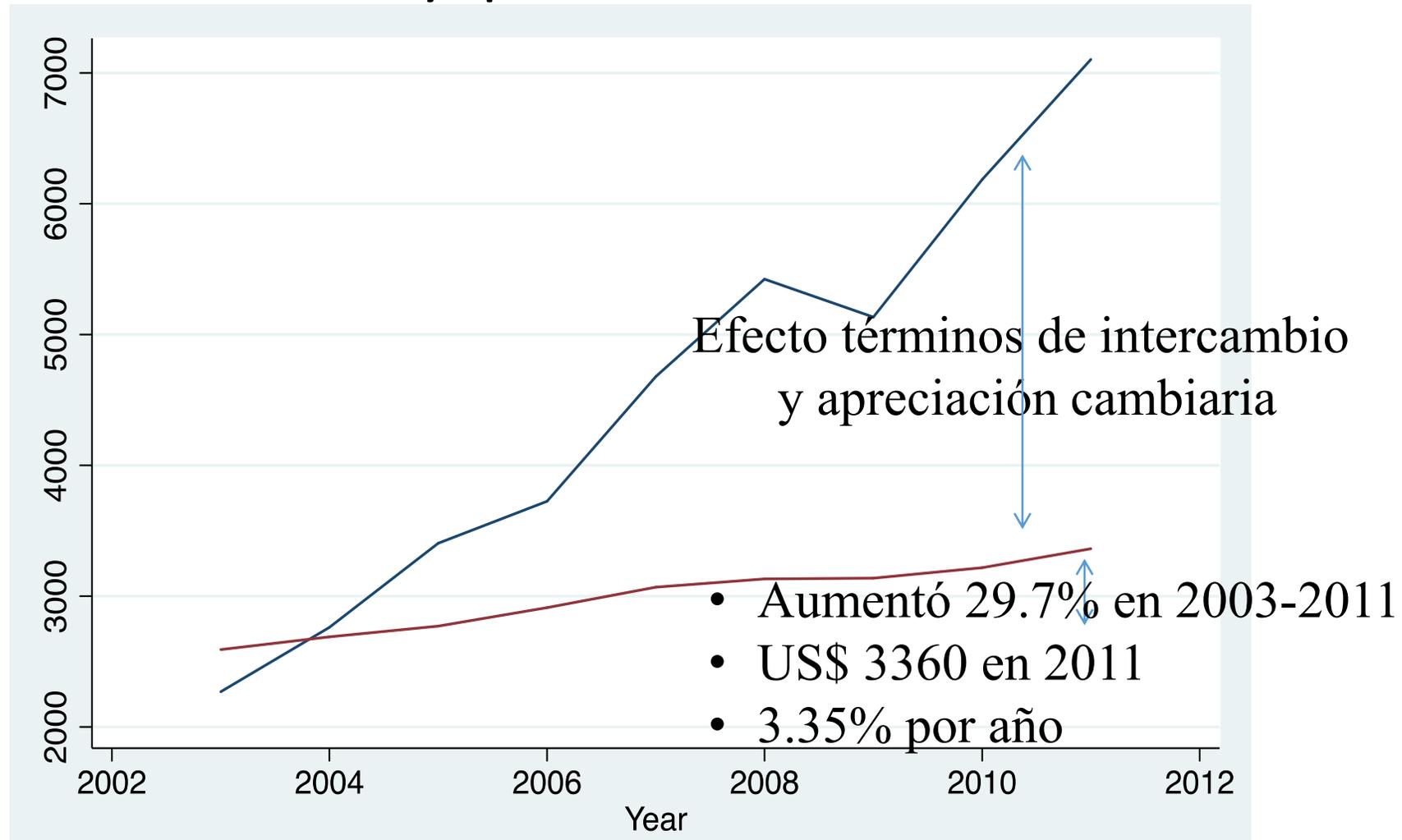
# Disaggregating Perceived Growth



# Increase in GDP from 2002 to 2012



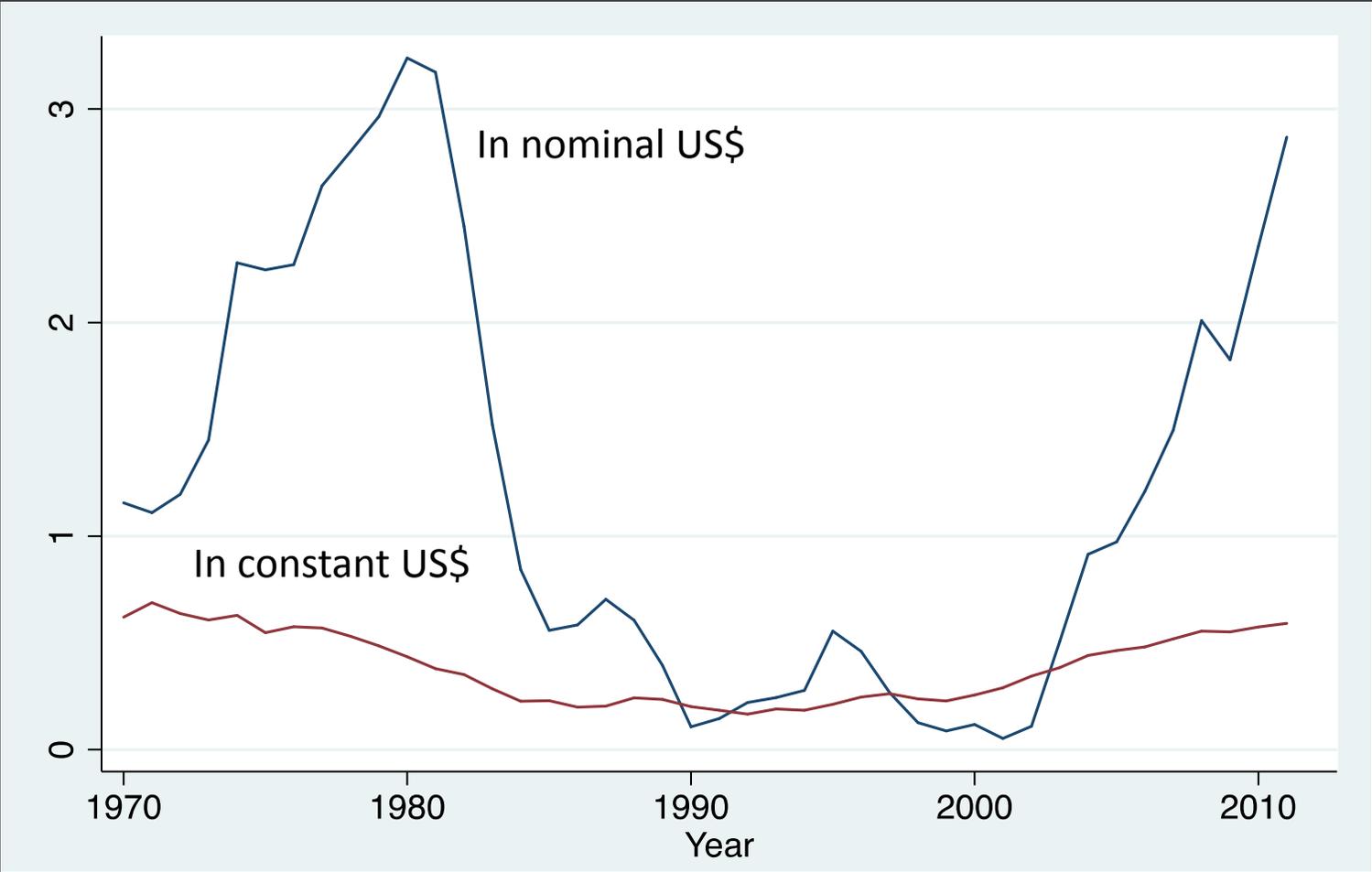
# En Colombia: gran diferencia entre crecimiento real y percibido



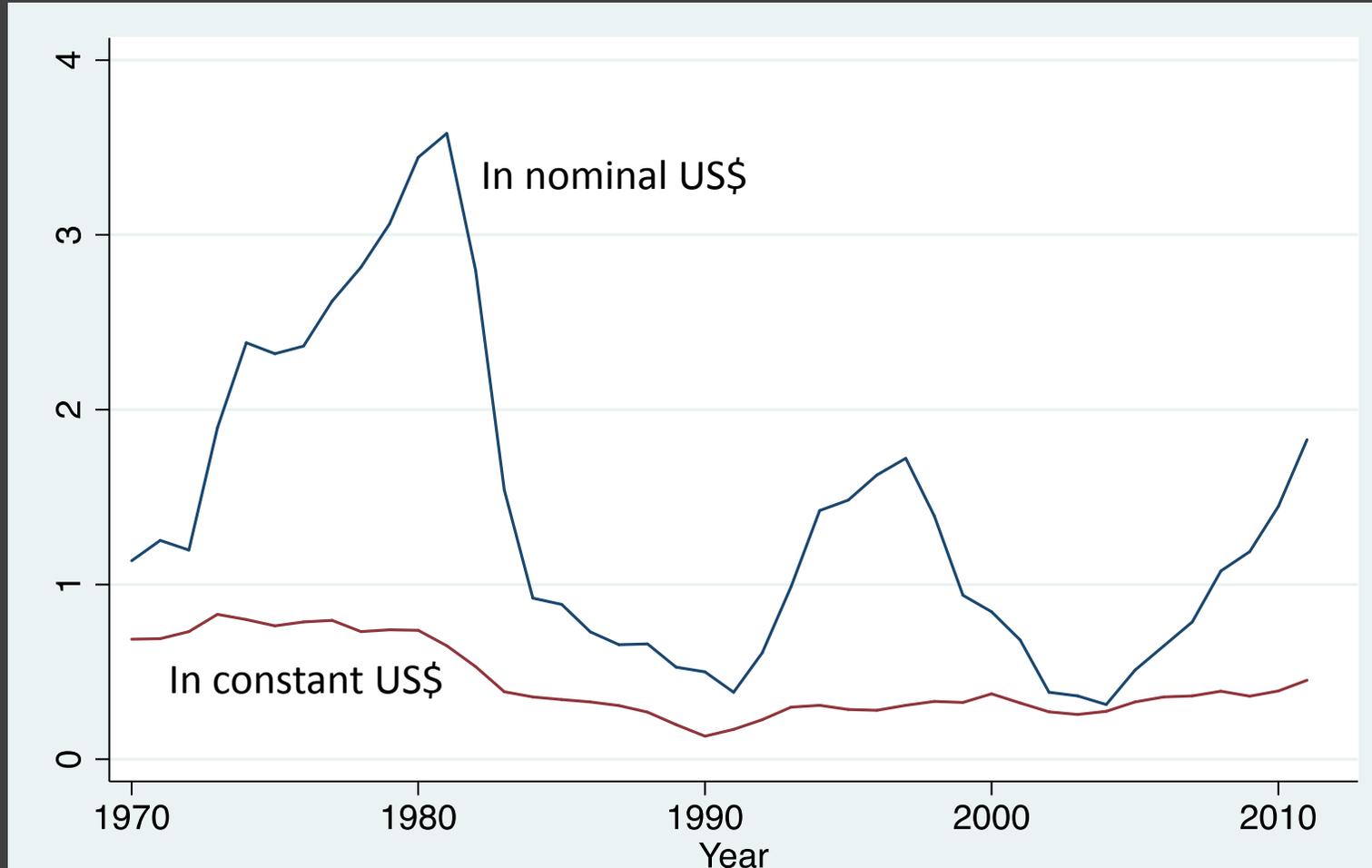
Que causa la diferencia entre el crecimiento real y el que perciben los inversionistas extranjeros?

Es el cambio en los precios relativos, pero cuales?

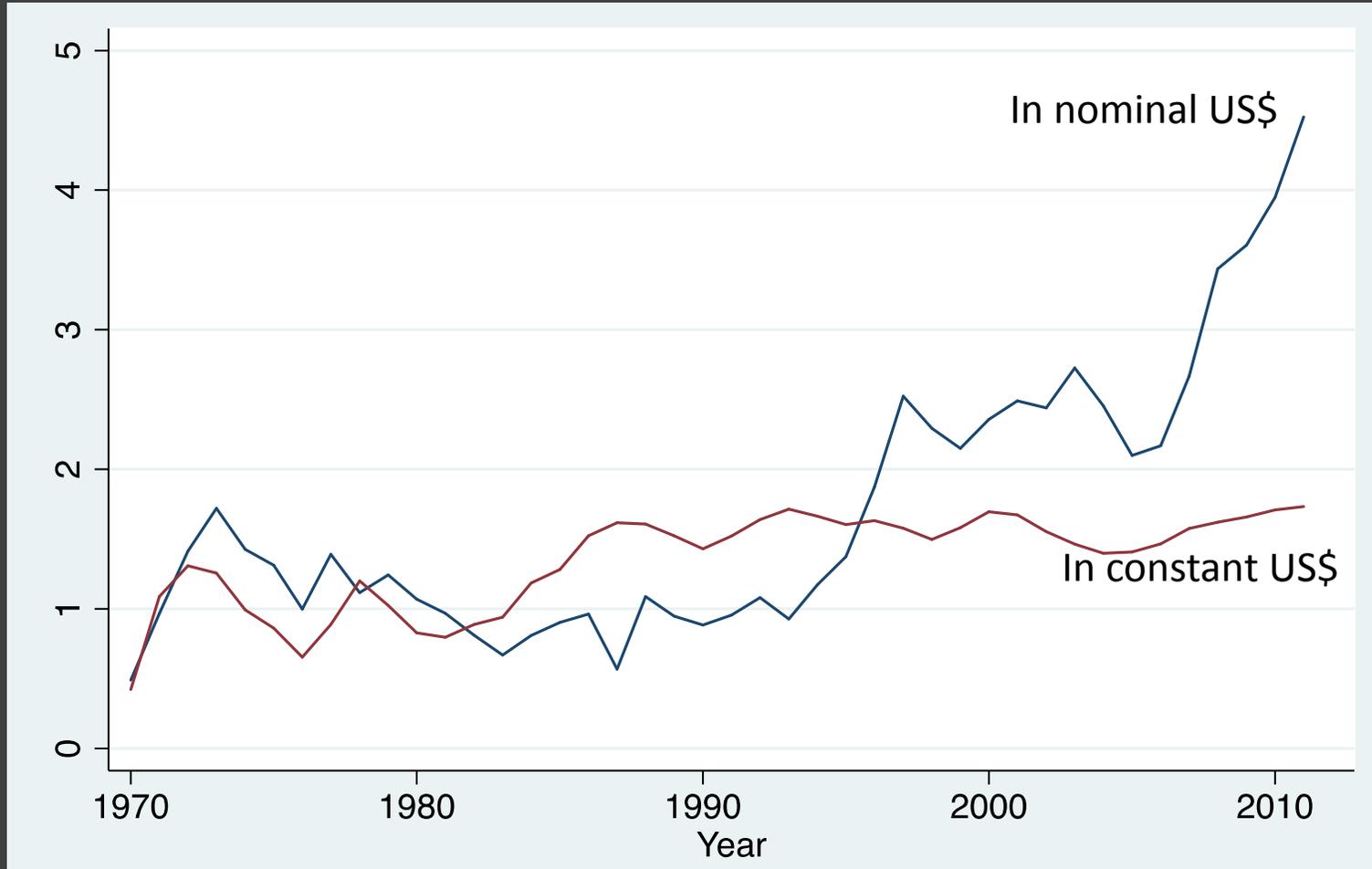
# Sub-Saharan Africa: Cumulative 10-year GDP growth



# In Latin America 10-year cumulative growth

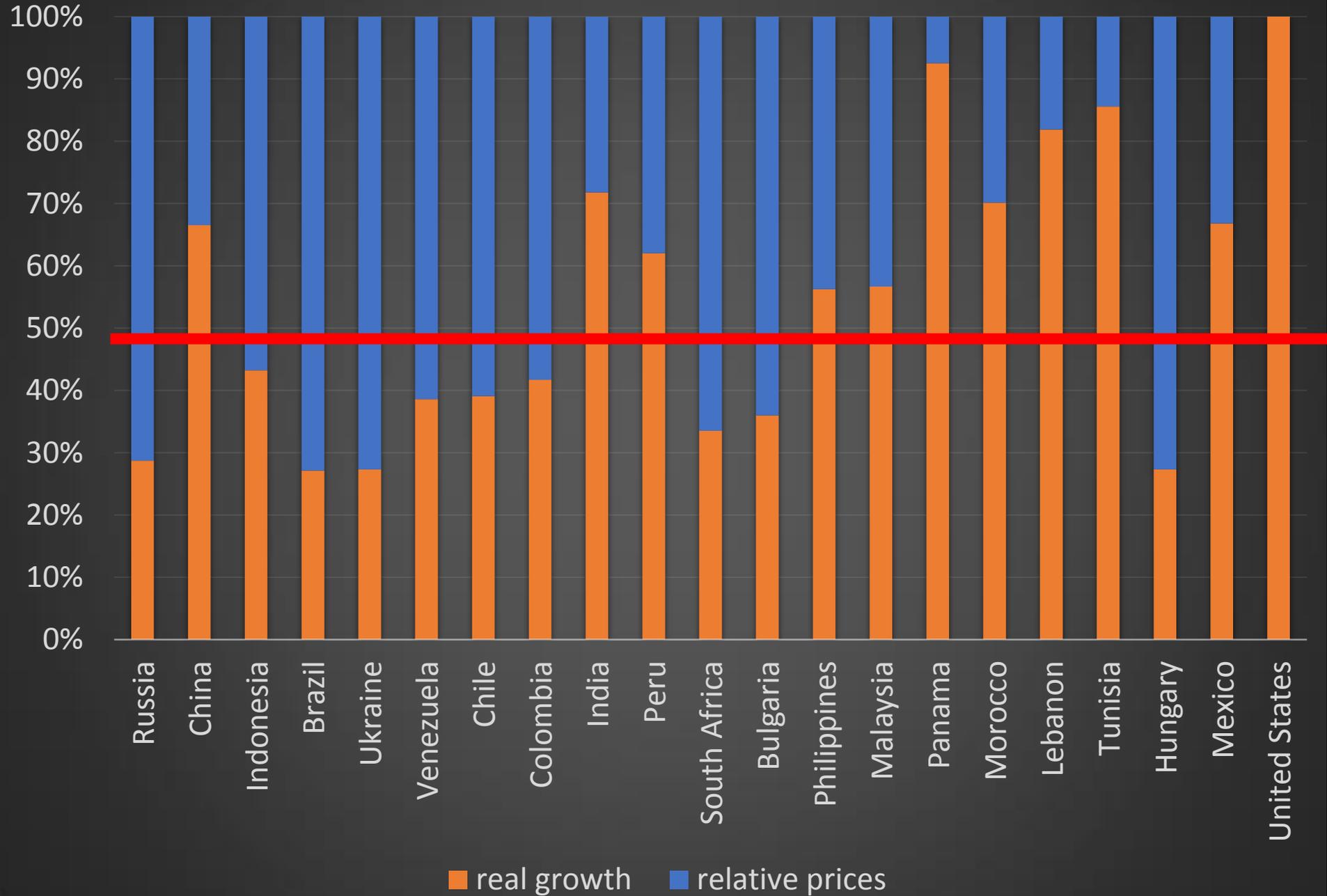


# China: 10-year cumulative growth



En la mayoría de países, el efecto cambio en el precio relativo es mayor que el crecimiento real

# Decomposing Perceived Growth



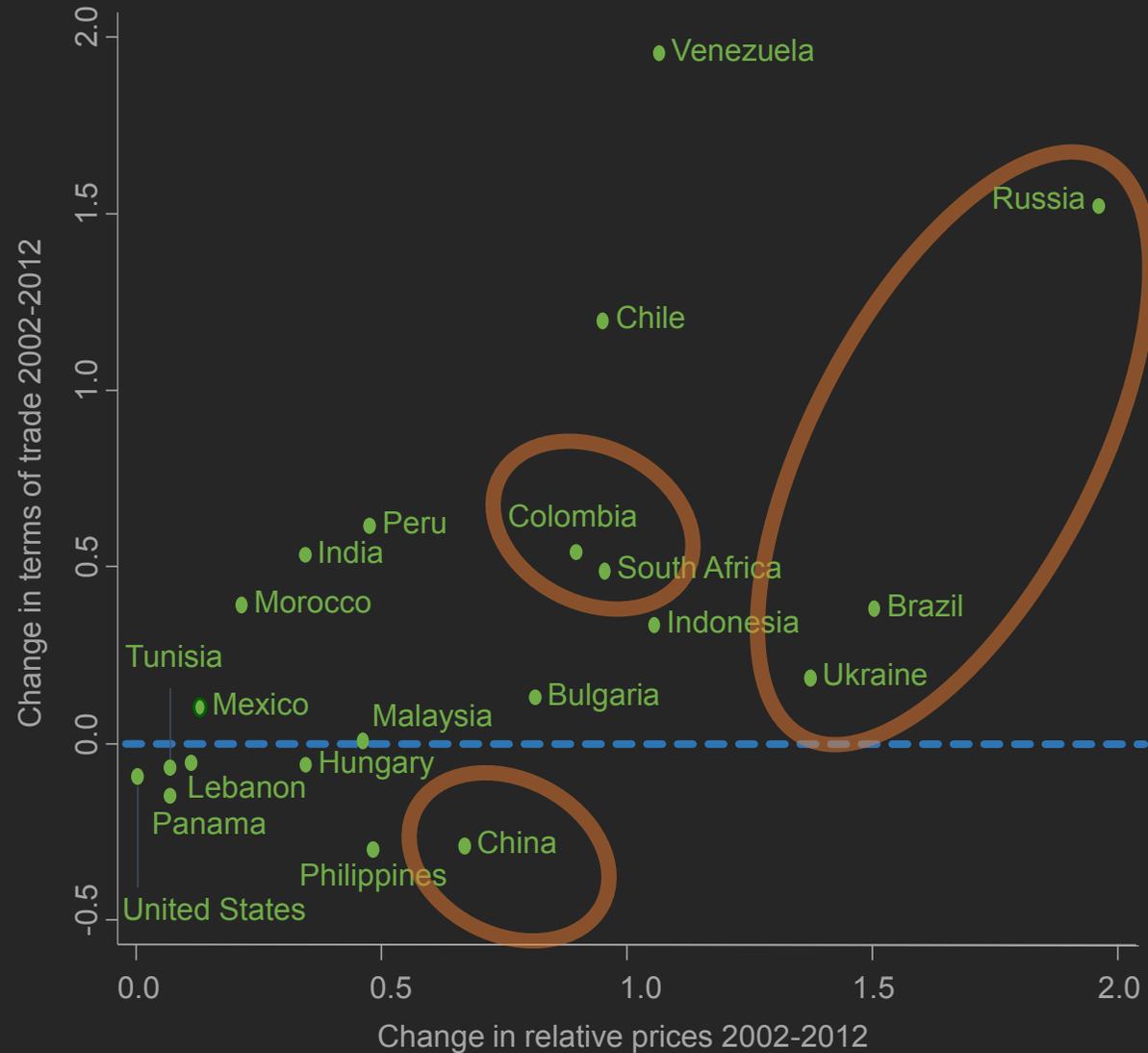
# Que causa el cambio en el precio relativo?

- El efecto directo de los términos de intercambio
  - El precio del petróleo o carbón
- La apreciación del tipo de cambio real
  - El precio de los cortes de pelo

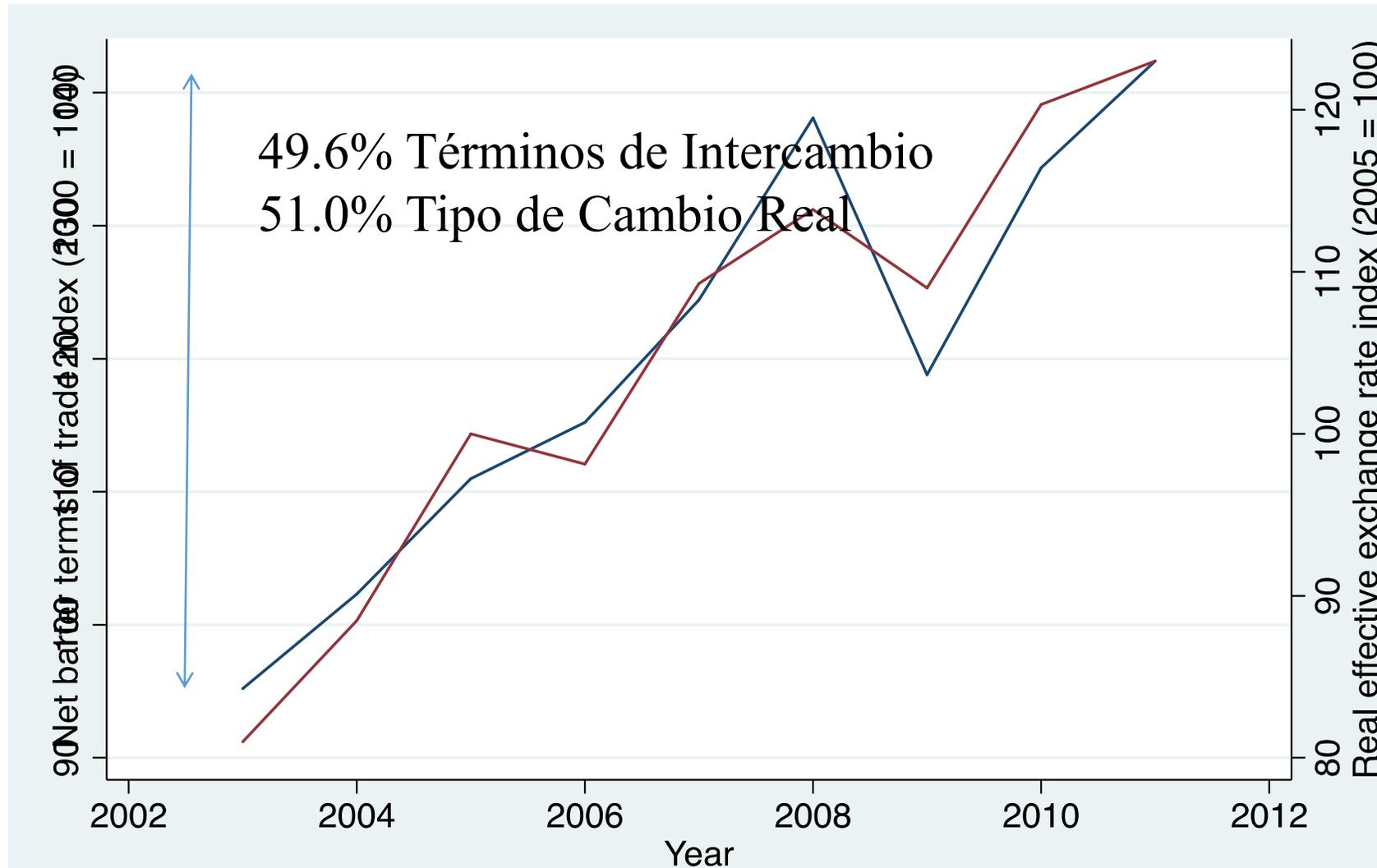
# Que causa la apreciación real?

- El efecto Balassa-Samuelson
- El efecto indirecto de los términos de intercambio
- La apreciación causada por el ingreso de capitales
- Intervenciones o decisiones cambiarias

# Cuanto es términos de intercambio?

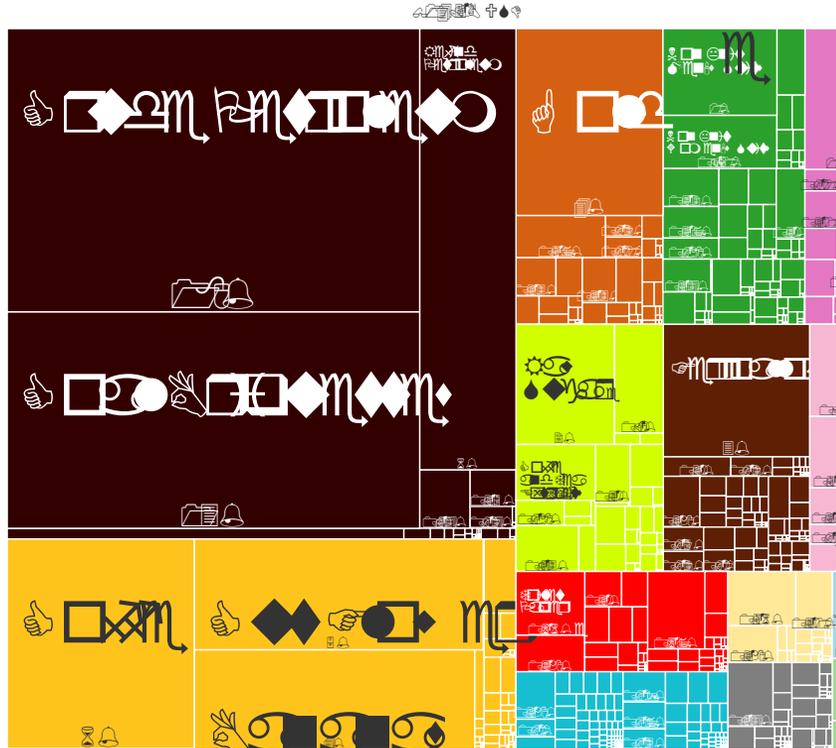


# En Colombia: tipo de cambio real y términos de intercambio

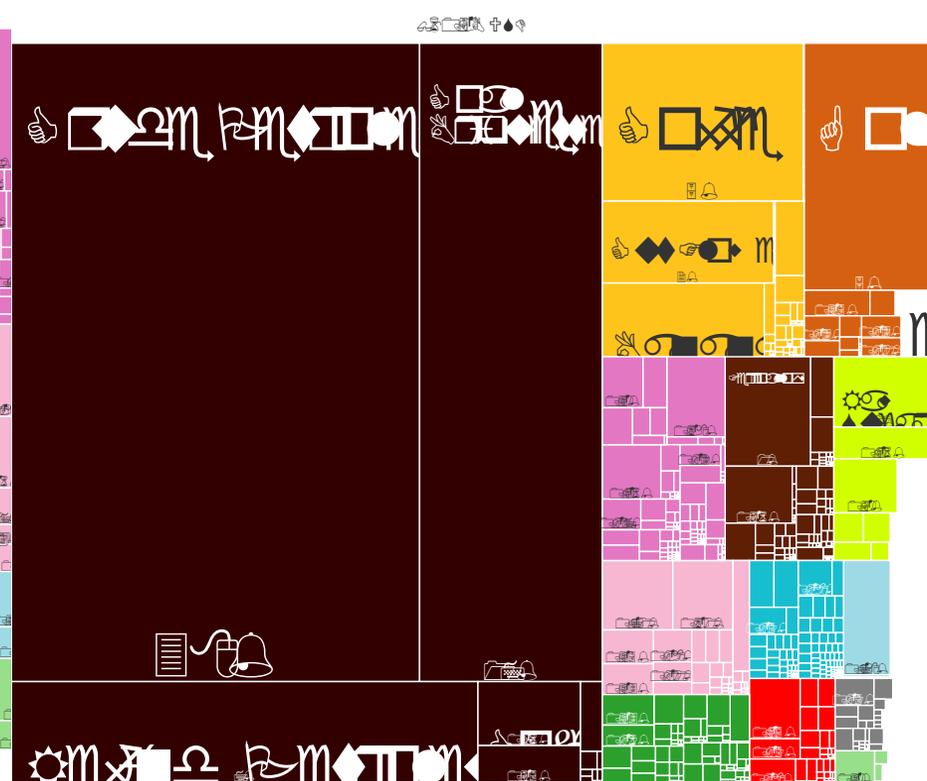


# El auge de las exportaciones

2003: 14.2 billios US\$

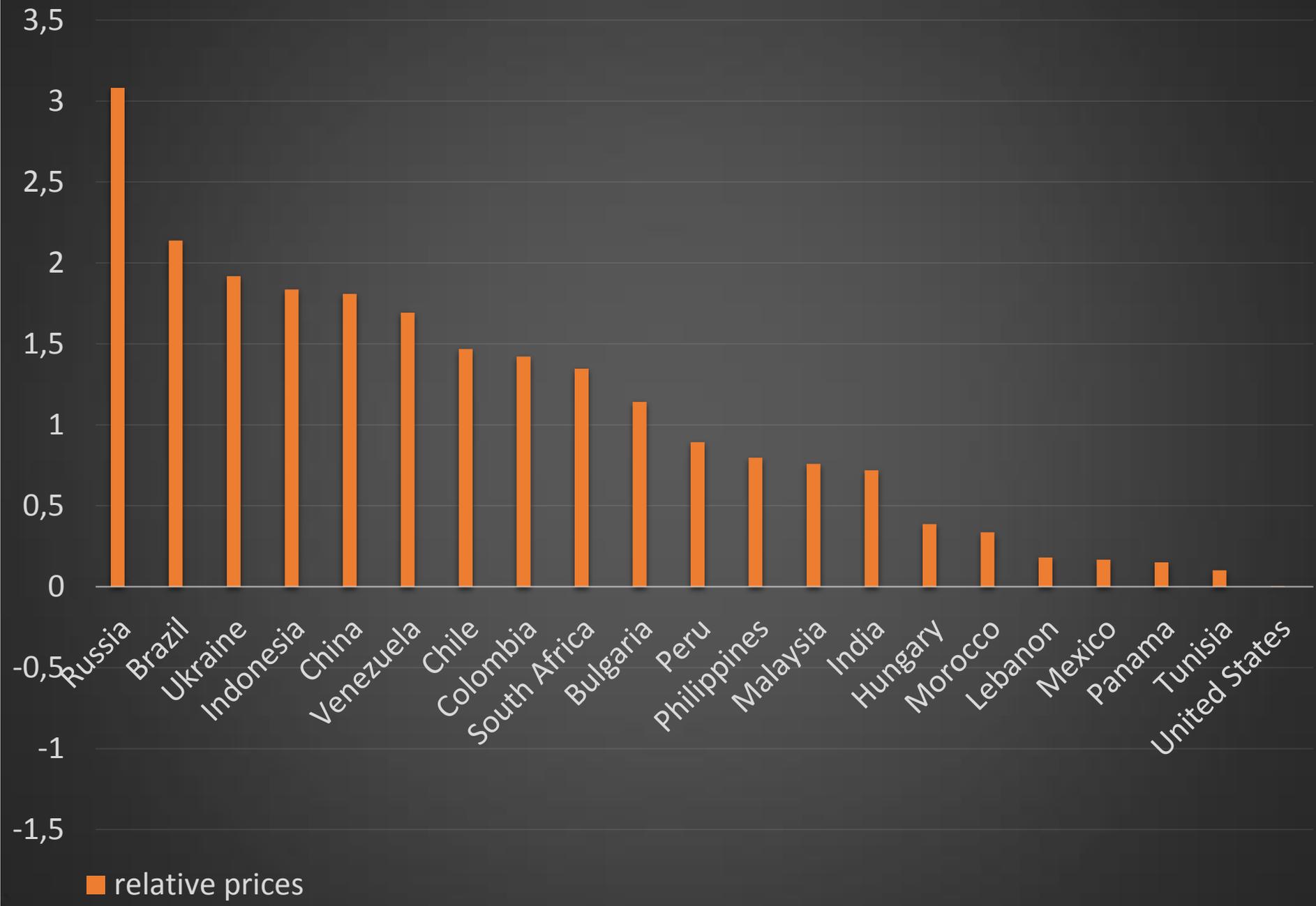


2011: 60.5 billion US\$

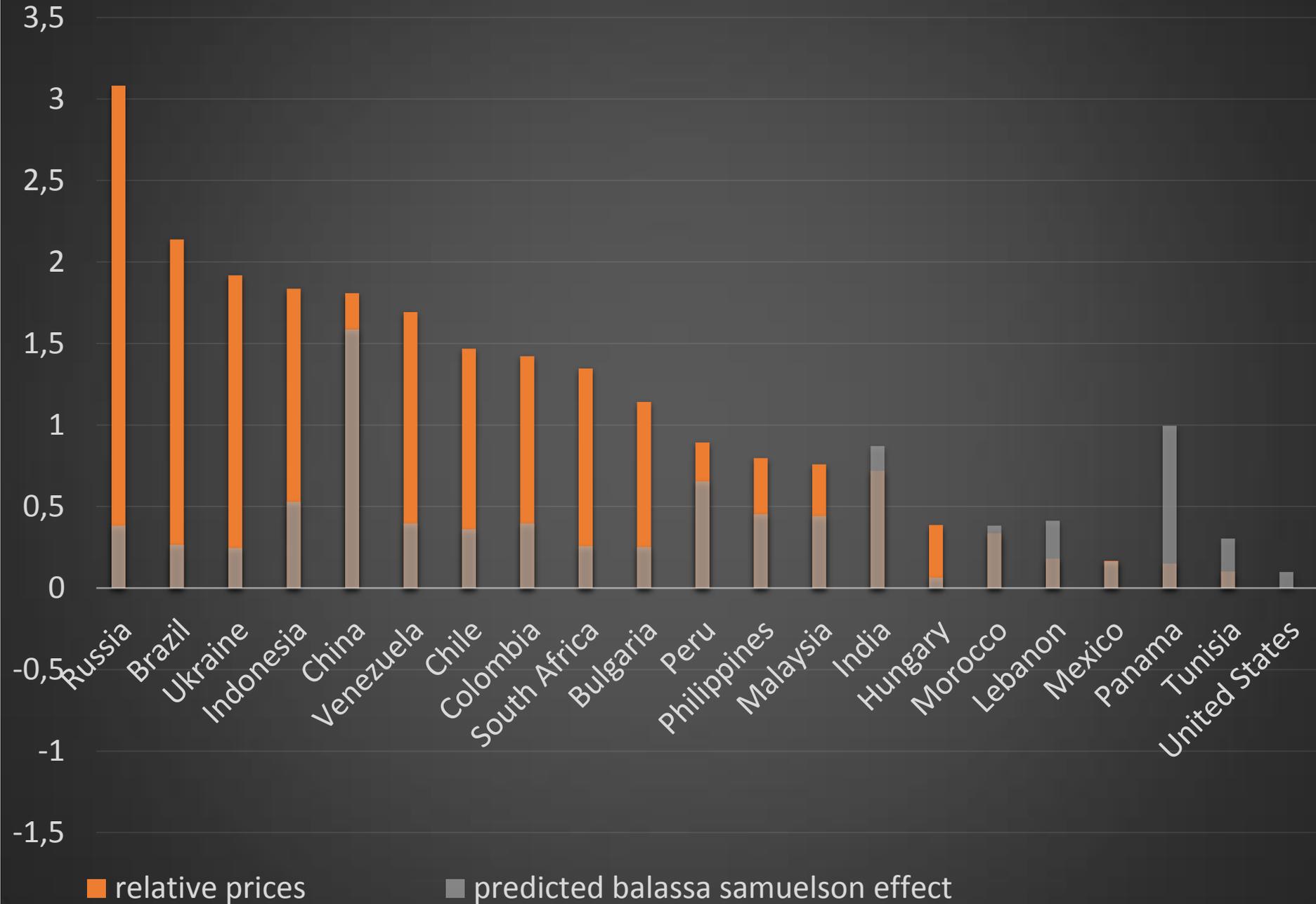




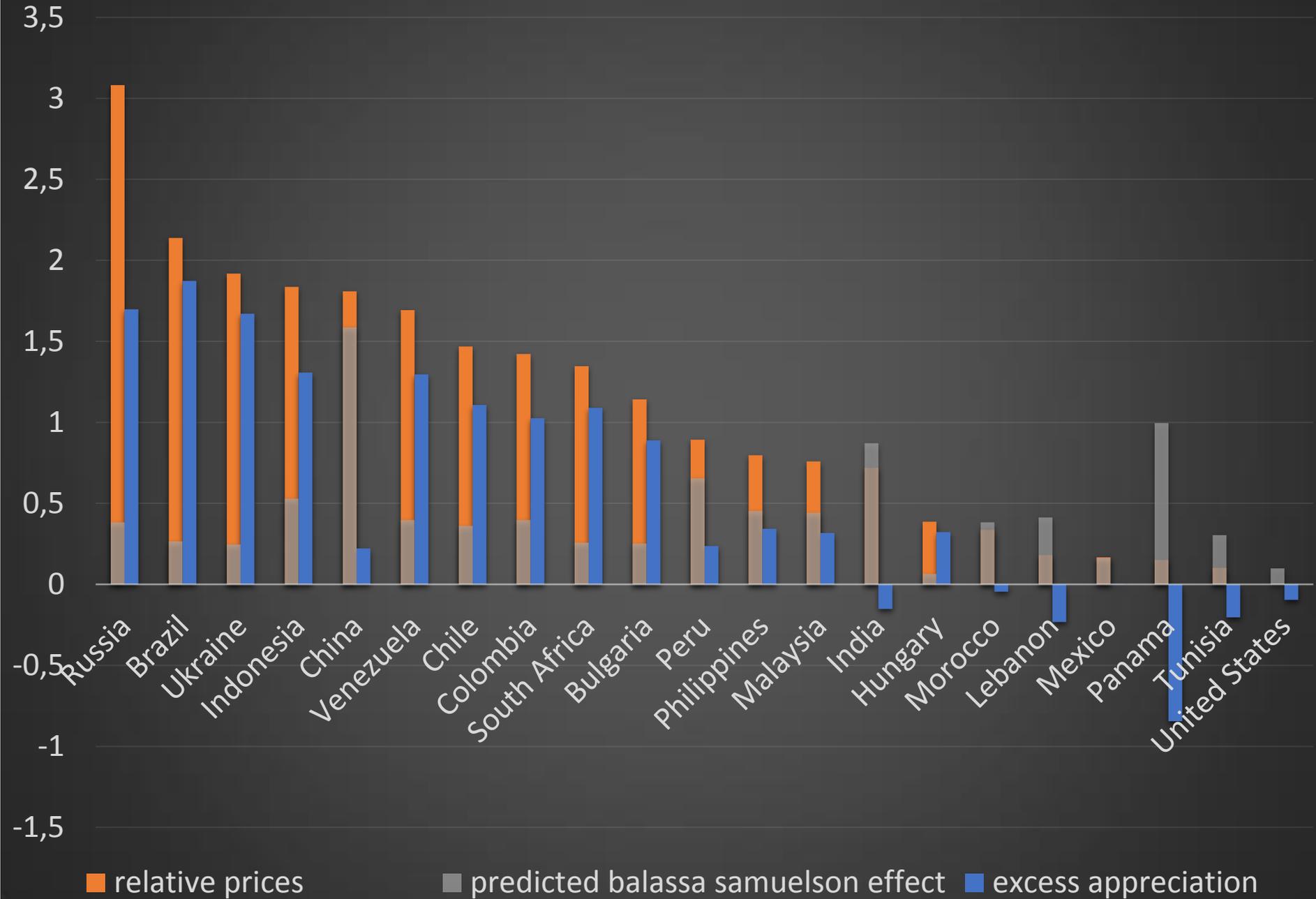
# Sources of Relative Price Increases



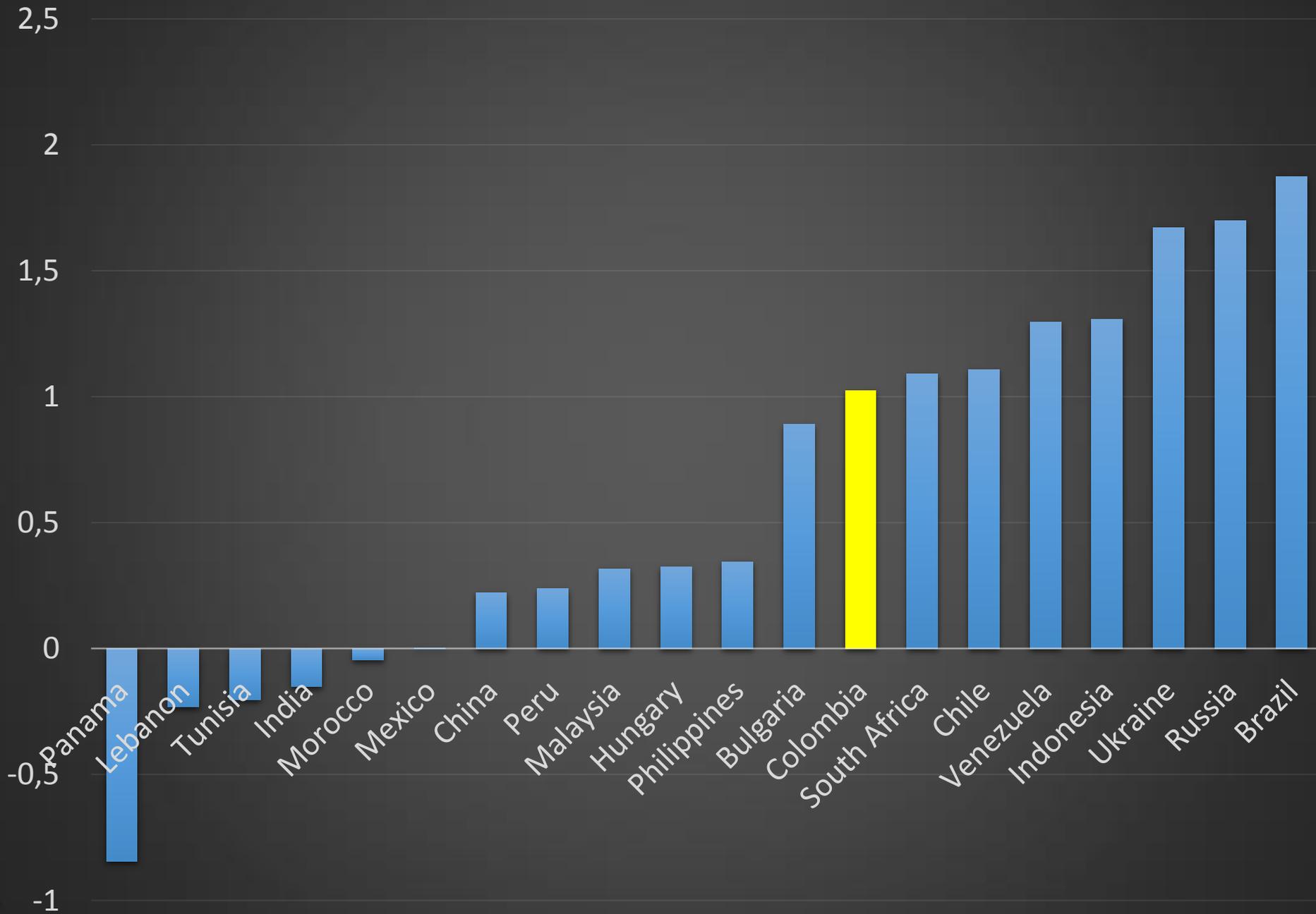
# Sources of Relative Price Increases



# Sources of Relative Price Increases



# Mean Reverting Appreciation



# Expectativas de apreciación

- Los mercados emergentes han sido atractivos debido a su rápido crecimiento en el PIB entre 2002 y 2012 - medido en dólares
- Esto se debió principalmente al aumento de los precios en dólares de su producción
- El aumento del precio del dólar en la producción se debió a la mejora de los términos de intercambio y la apreciación del tipo de cambio real
- La apreciación se debió a los términos de la mejora del comercio y los flujos de capital
- Ambos exhiben reversión a la media
- ...y se están revirtiendo, aunque más lentamente de lo esperado el año pasado

Que tan informativos son los déficits  
y las deudas?

La materia oscura

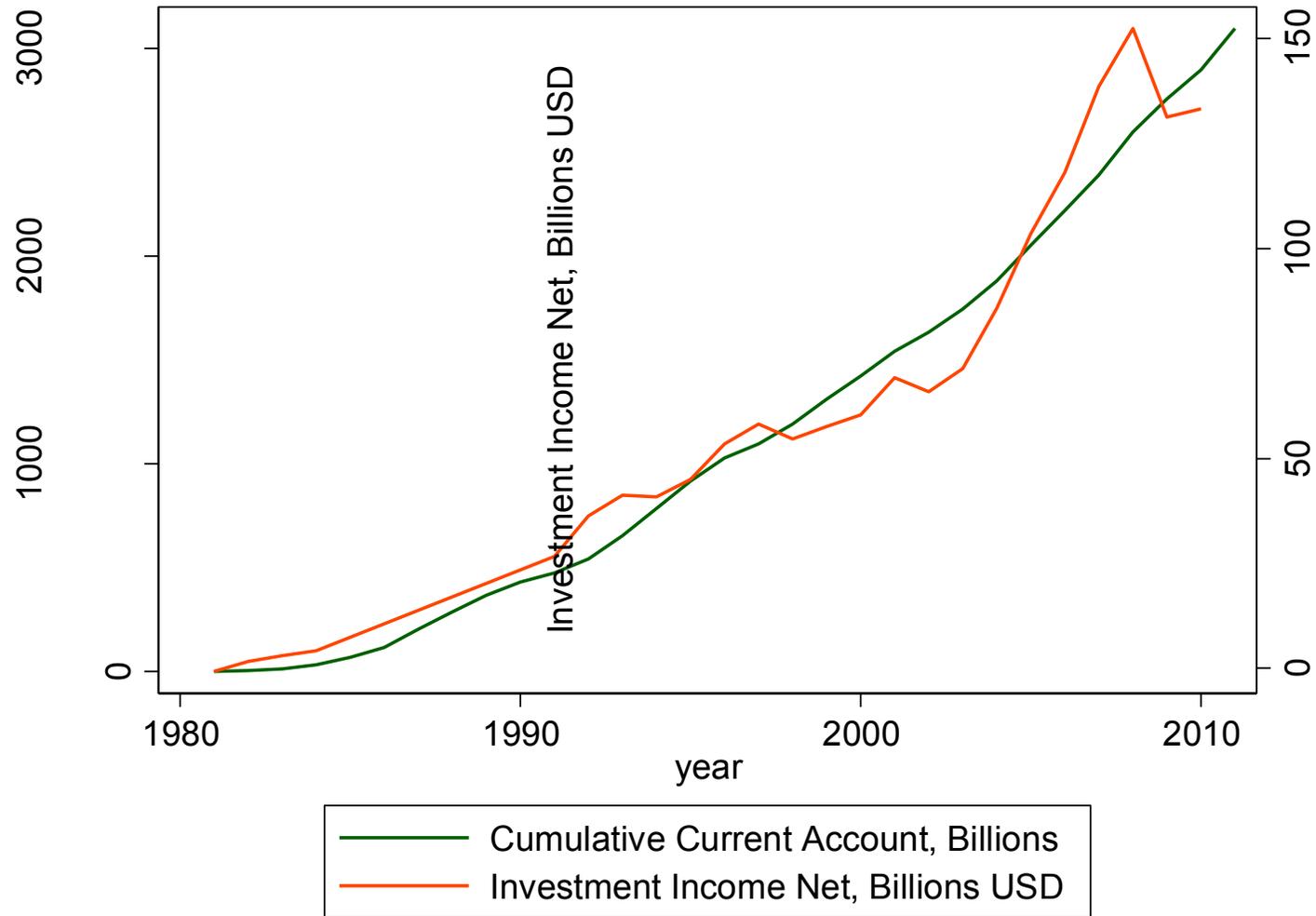
La materia oscura

# Por qué nos preocupan los deficits?

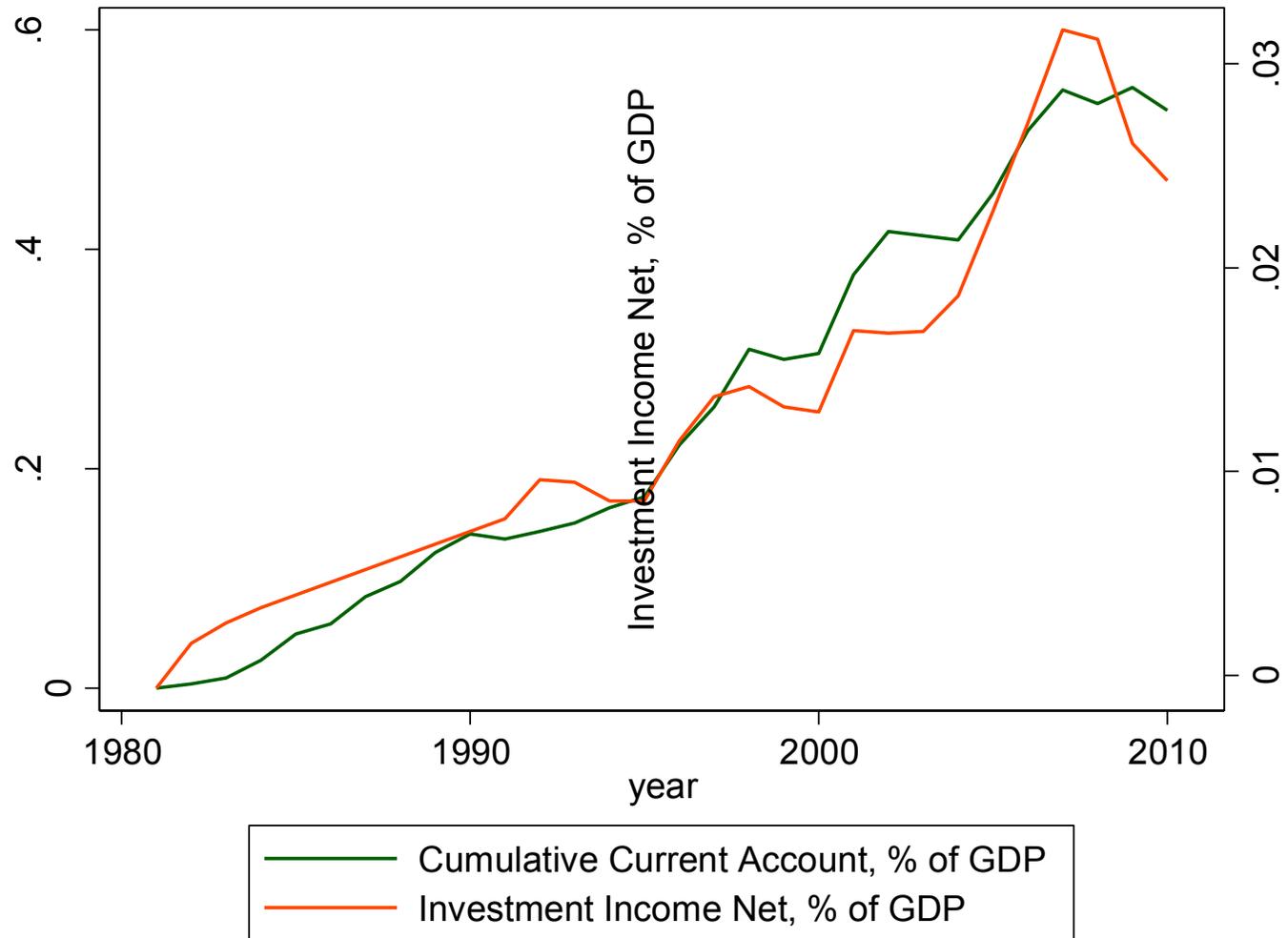
- Porque determinan la evolución de la deuda neta
- Deficit=  $\Delta$ Deuda Neta
- La deuda determina cuanto hay que pagar por servirla
- Servicio neto =  $i * \text{Deuda Neta}$
- A mayor deuda, mayor servicio, menor capacidad de pagar

Por ejemplo, miremos a Japan

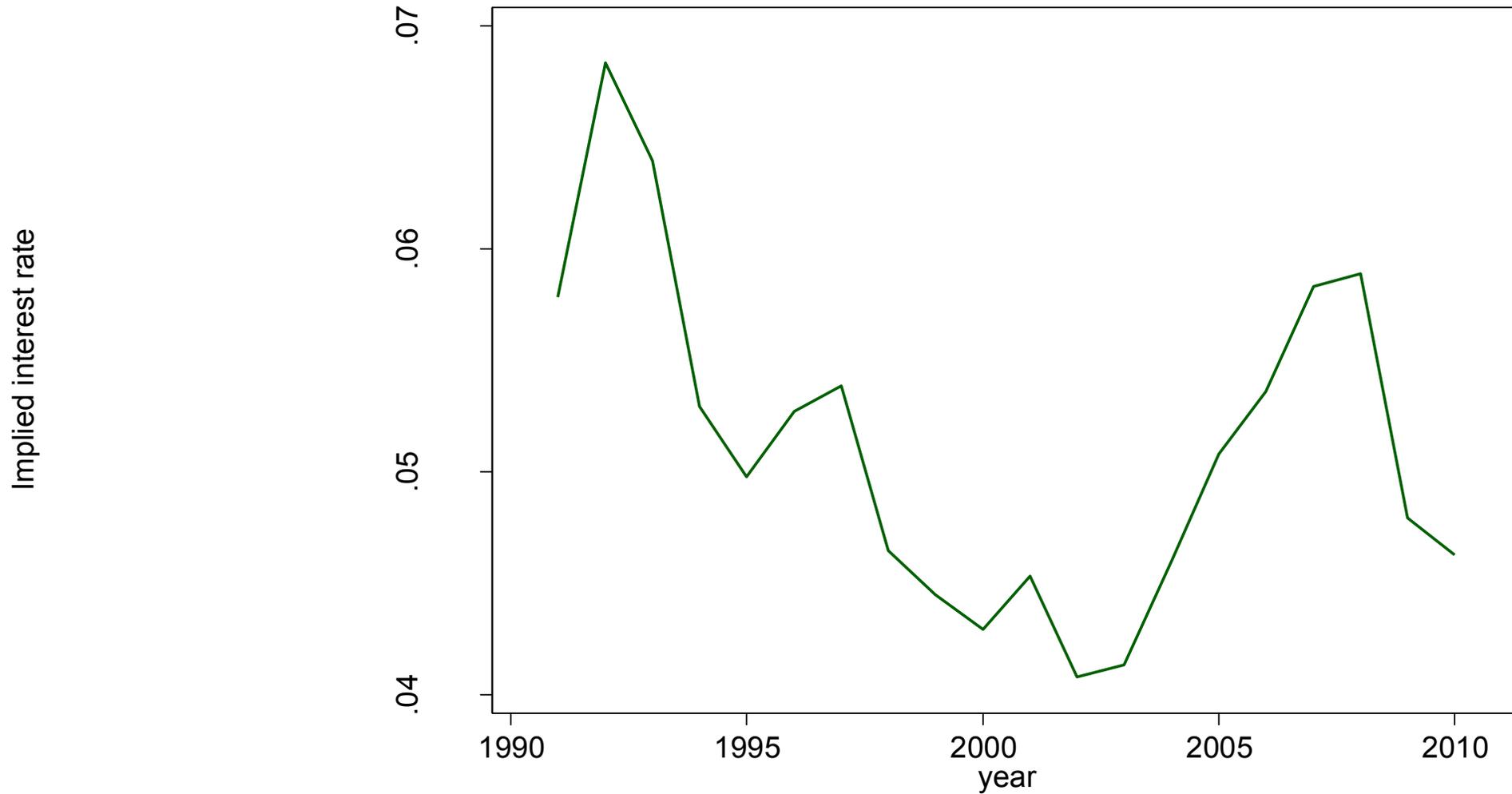
# Japón acumuló US\$ 3 T in superavit y su ingreso financiero aumentó en US\$ B 140



# Japan accumulated ~50% of GDP in CAS and 2.5% in net financial income



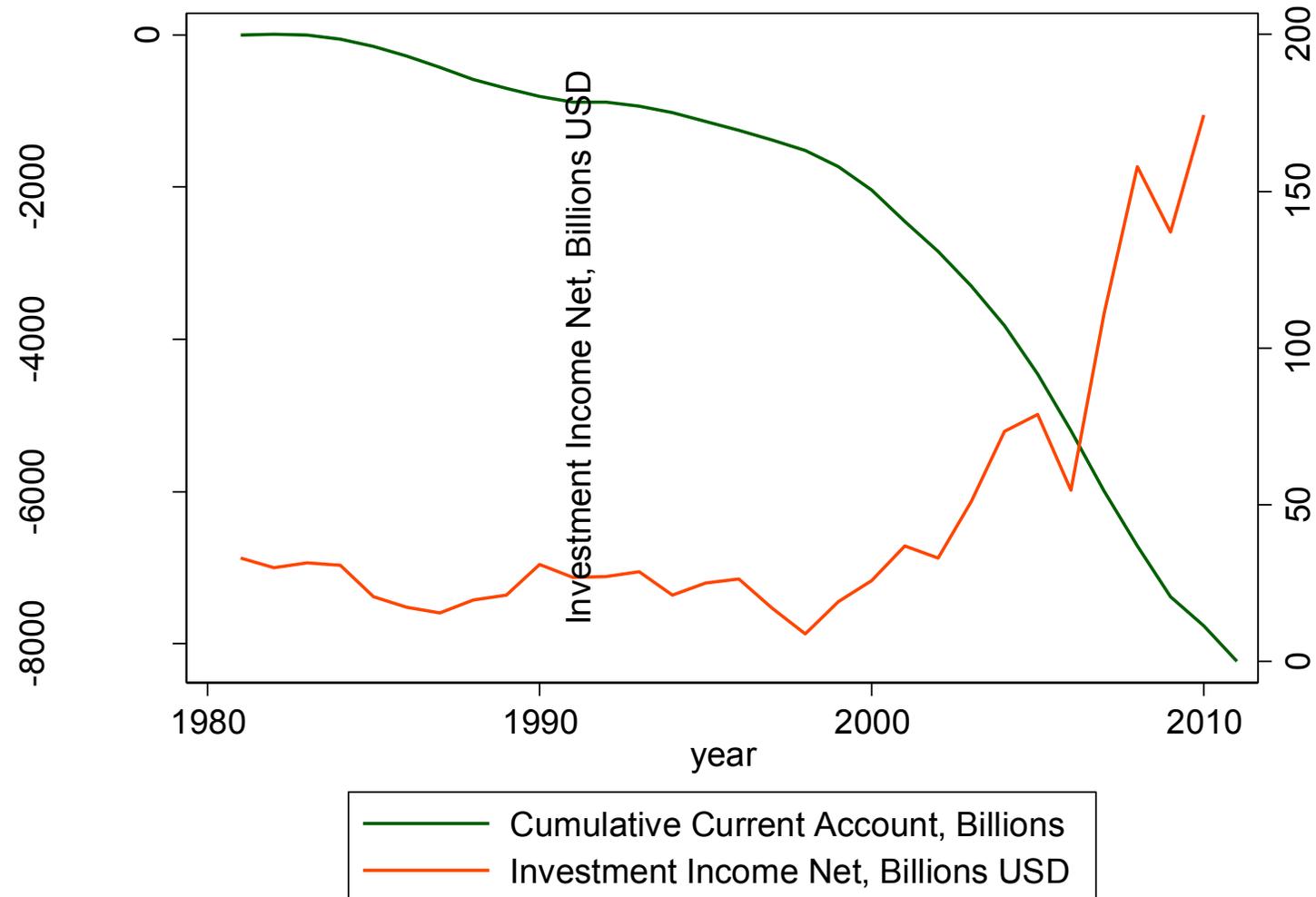
# Japón: la tasa de interés implícita es razonable



Pero muchos países se ven muy distintos

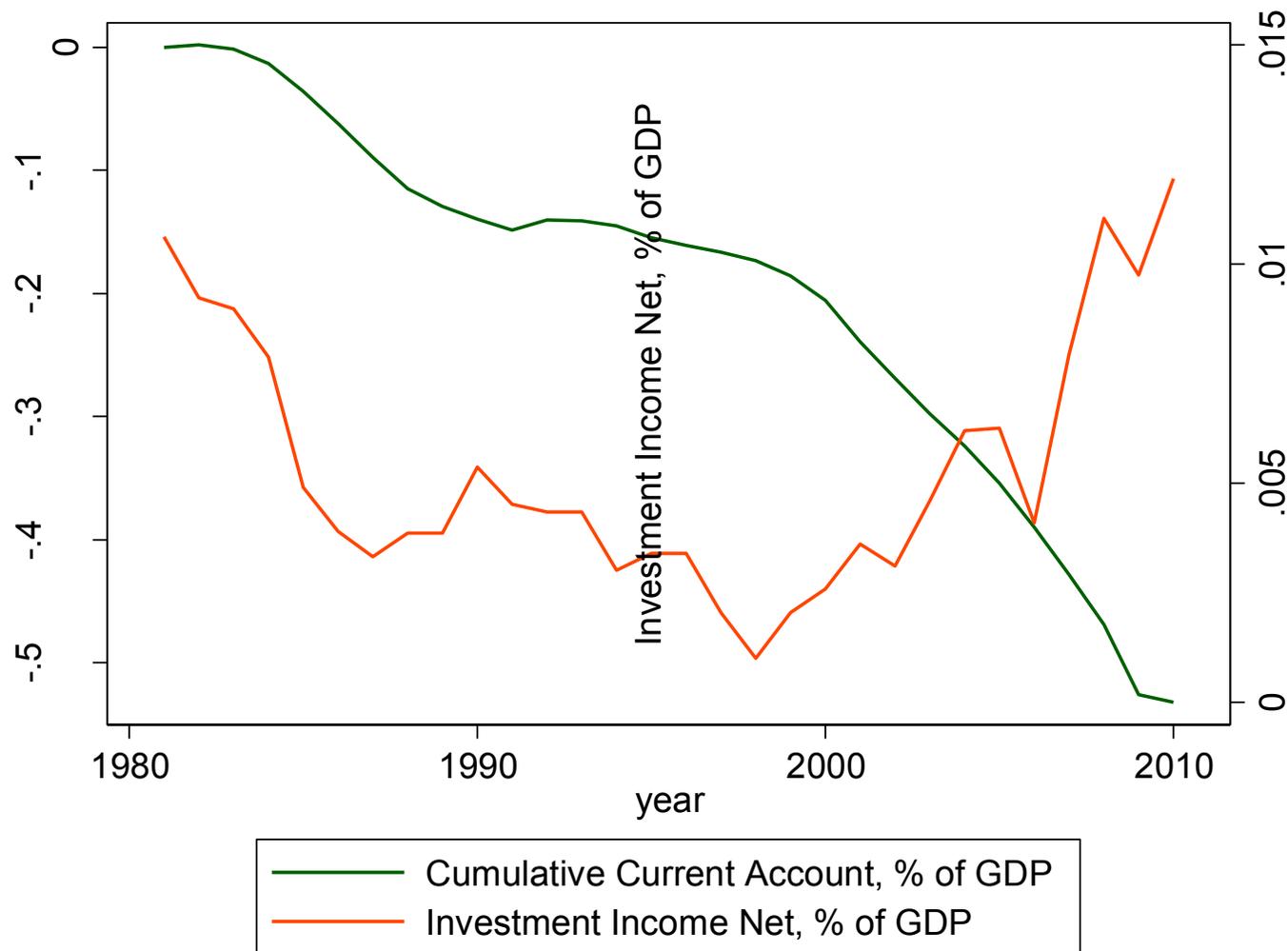
Let us look at the US

# USA acumuló una deuda de US\$ 8 T in CAD, y su ingreso financiero subió US\$ 130B



# Deficit accumulafo es 50% of GDP

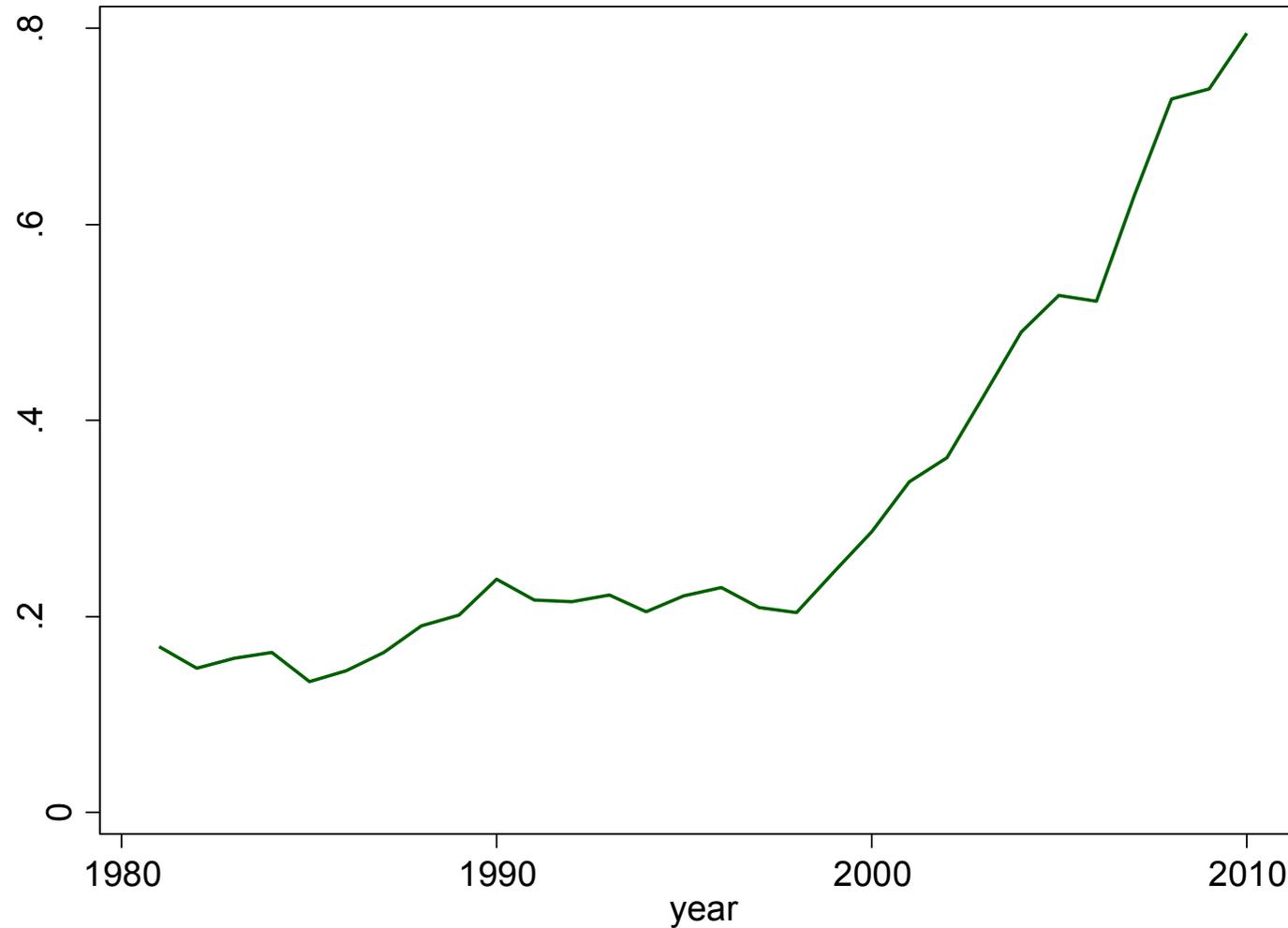
## Ingreso financiero subi3 1% of GDP



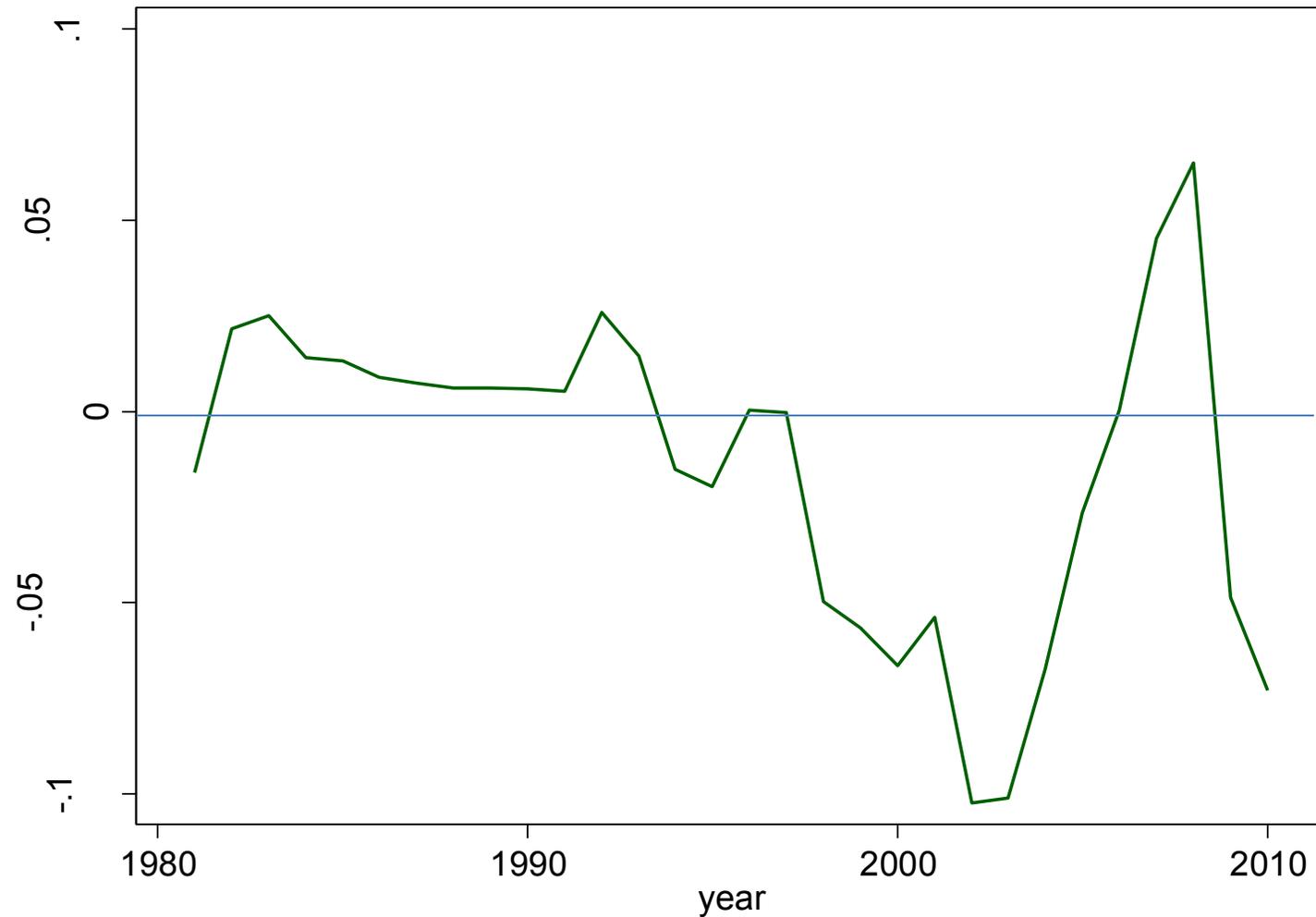
# USA paga una tasa de interés negativa sobre su deuda neta!



# US dark matter is 80 percent of GDP



# Japan's dark matter is insignificant



# Cómo lo hace USA?

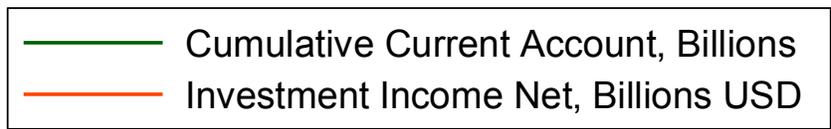
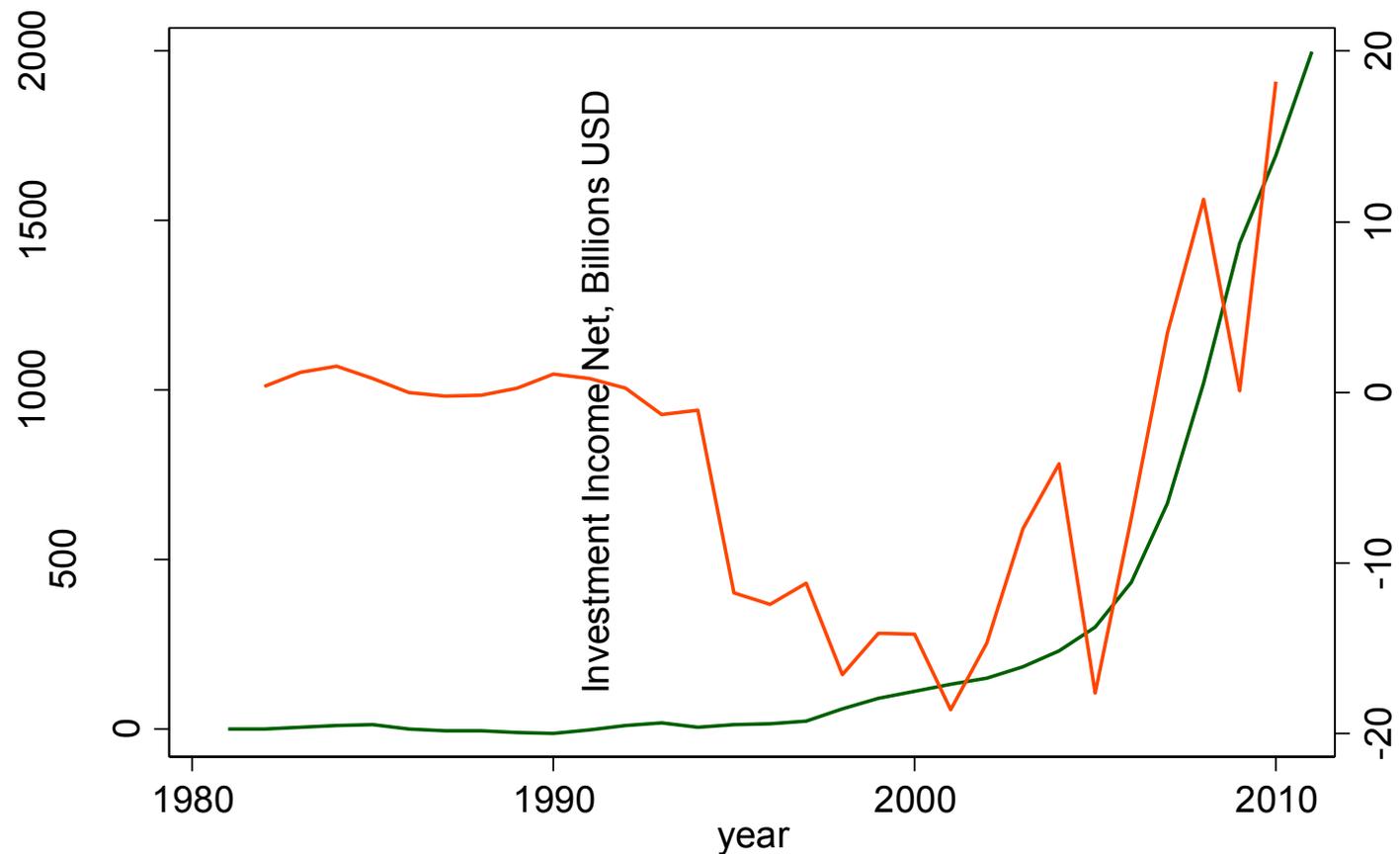
- USA no se endeudó solo en US\$ 8 trillion net
- ...sino en US\$ 20 trillion gross
- Paga 3% sobre la deuda bruta
  - US\$ 600 billion
- Y usa los US\$ 12 trillion extra para invertir en el exterior
- Digamos que el retorno es is 7%
  - US\$ 840 billion
- El ingreso neto subiría en US\$ 240 billion

# Que tal si todos hacemos lo mismos?

- Todos podemos pedir a Goldman Sachs o JP Morgan que gestione nuestro dinero
- Pero las inversiones estadounidenses en el extranjero son en su mayoría de IED
- Incluyen conocimiento productivo
- La rentabilidad financiera aparente incorpora el pago por el uso de conocimiento productivo
- Cuando China compra bonos del Tesoro estadounidense no añade ningún conocimiento de la inversión
- Retornos diferenciales son un fenómeno de equilibrio
  - No se pueden arbitrar
- Si algunos países obtienen rendimientos en exceso, otros lo pagan

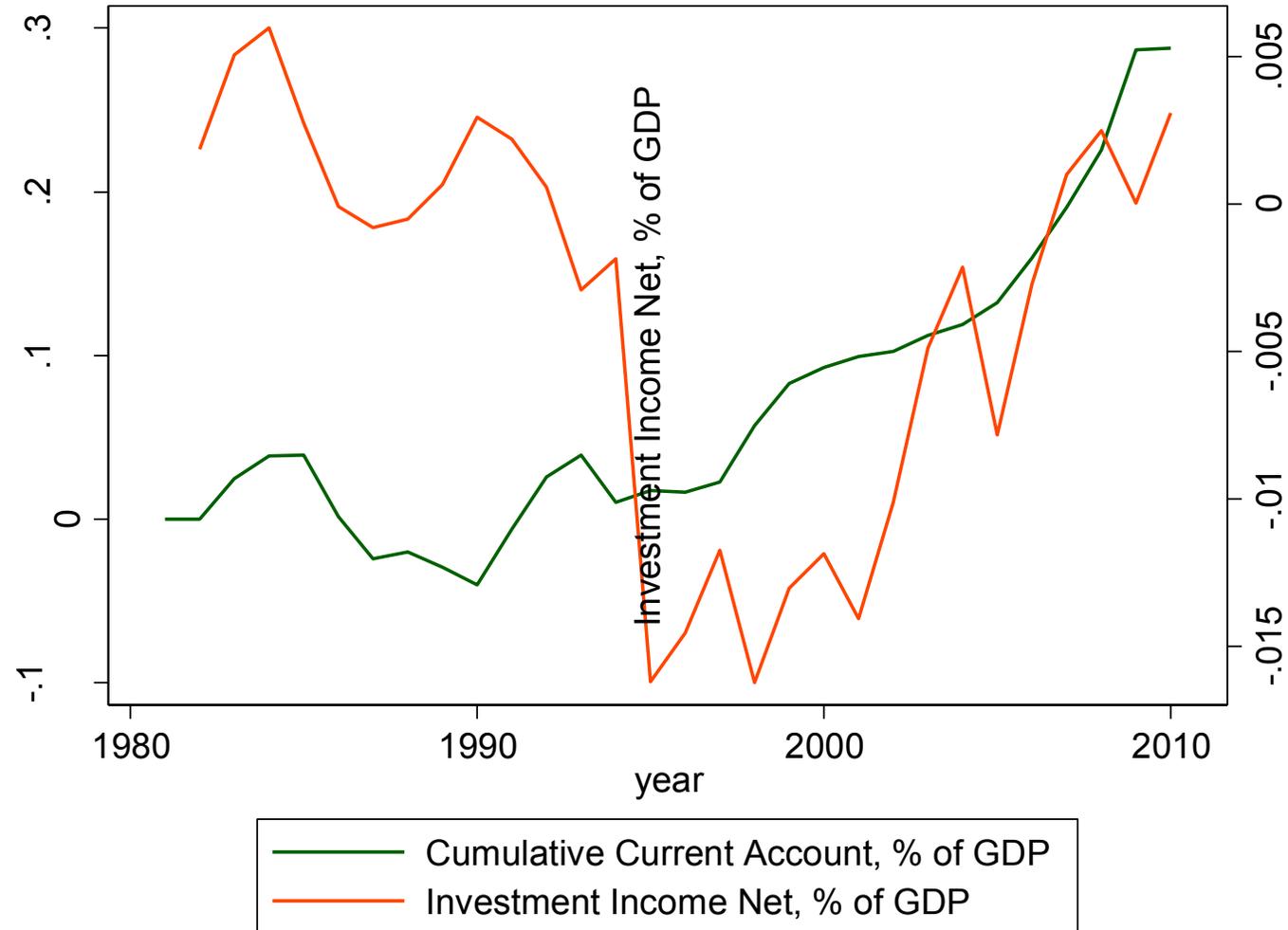
# China's CAD at US\$ 2T

## Interest income at US\$20B

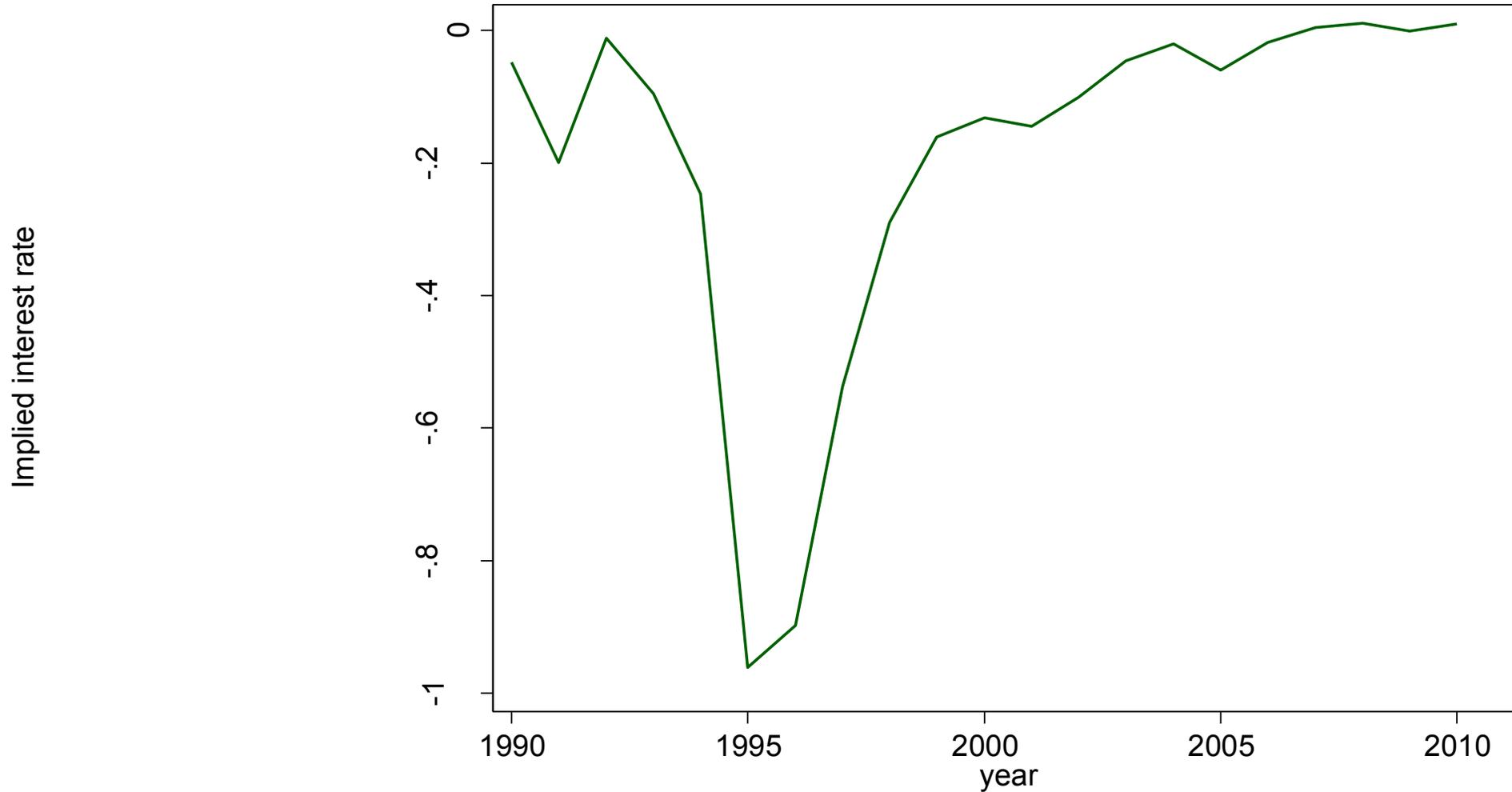


# China's CAD at 30% of GDP

## Interest income at 0% of GDP



# China's implied interest rate is negligible

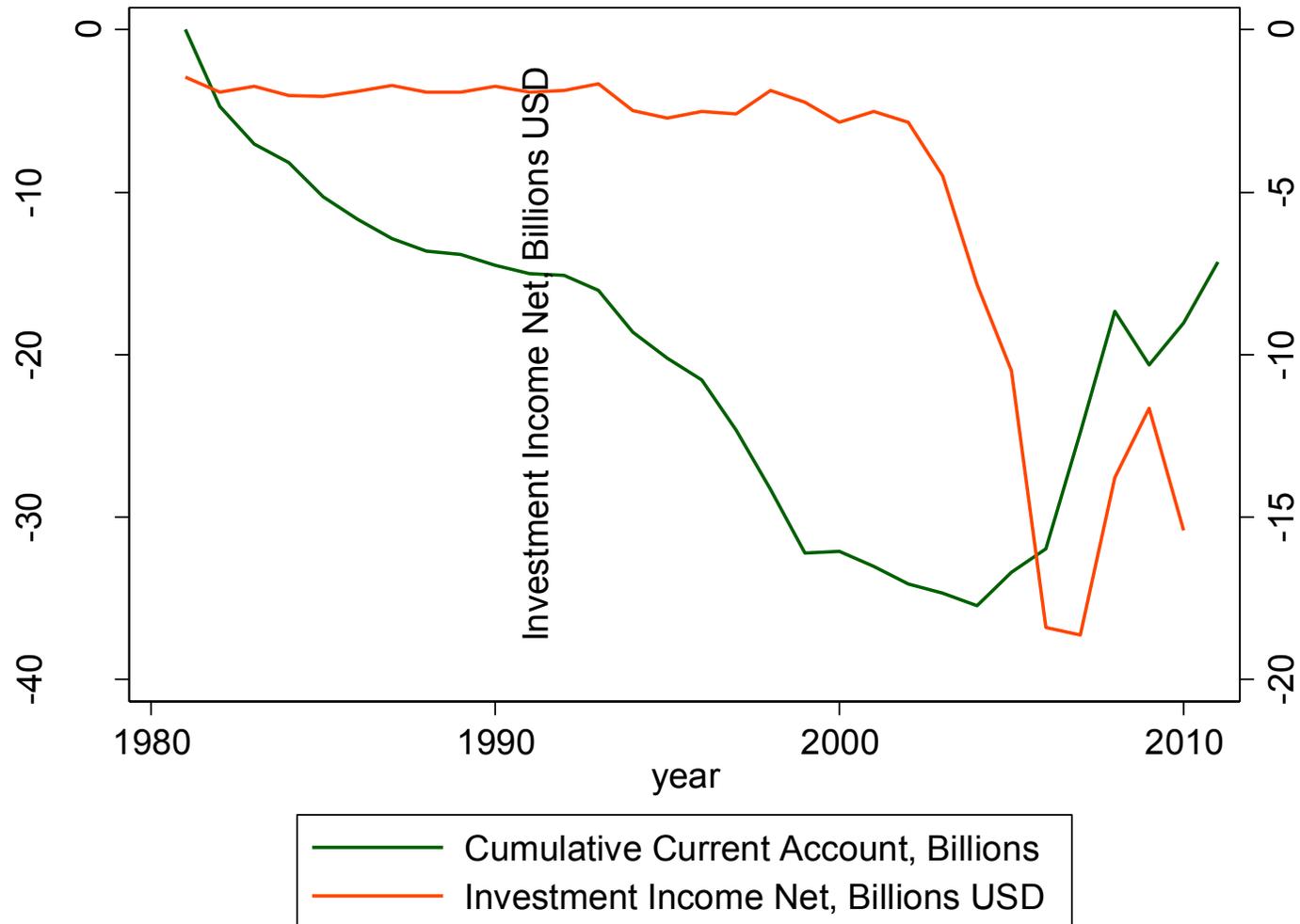


# Interpretación

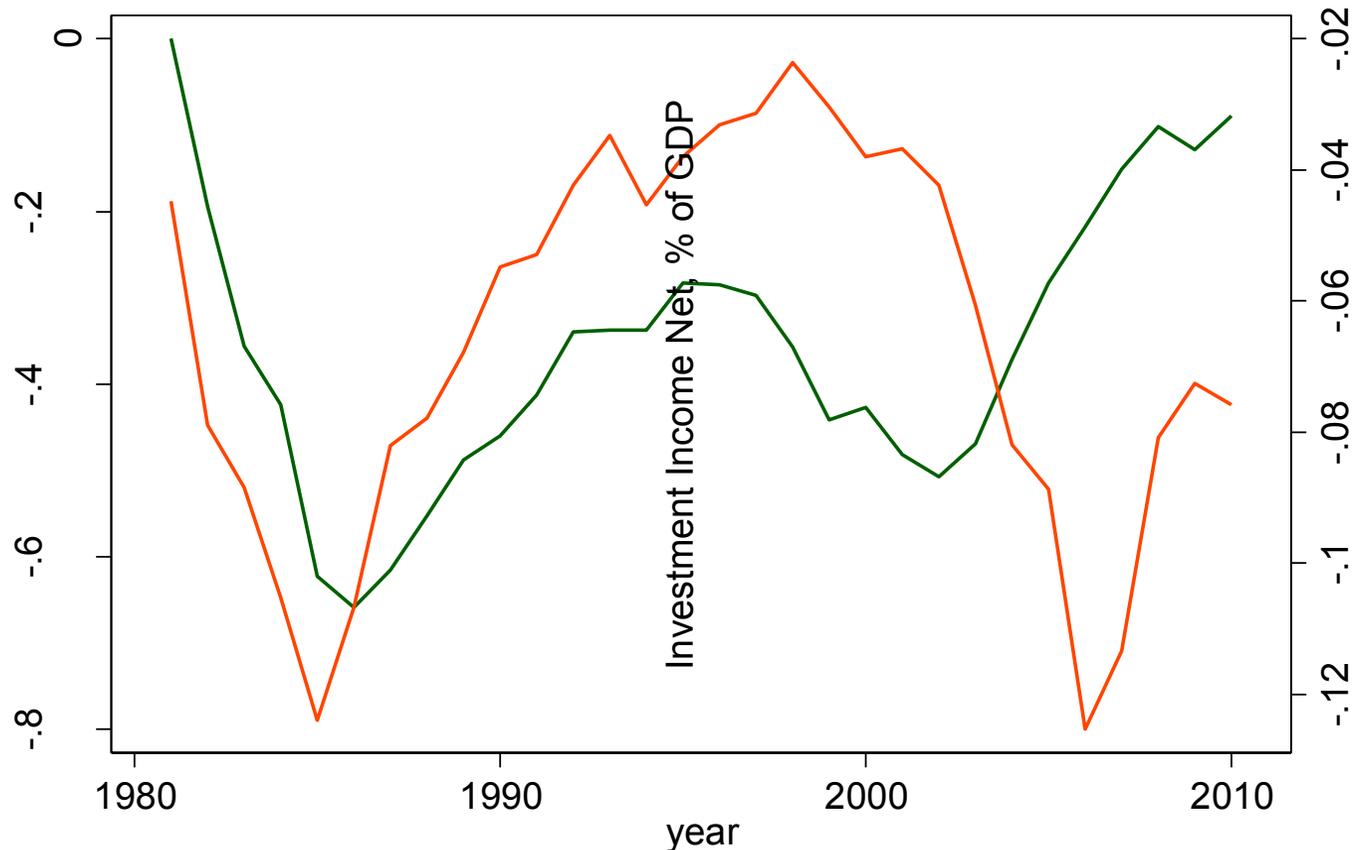
- Las reservas internacionales de China ganan mucho menos que la IED en China
- En neto, el ahorro que hace China a nivel agregado tiene retorno cero
- En realidad, la diferencia es el pago de knowhow incorporado en la IED

Chile

# Chile accumulated a CAD of US\$15B, but pays a similar amount dividends

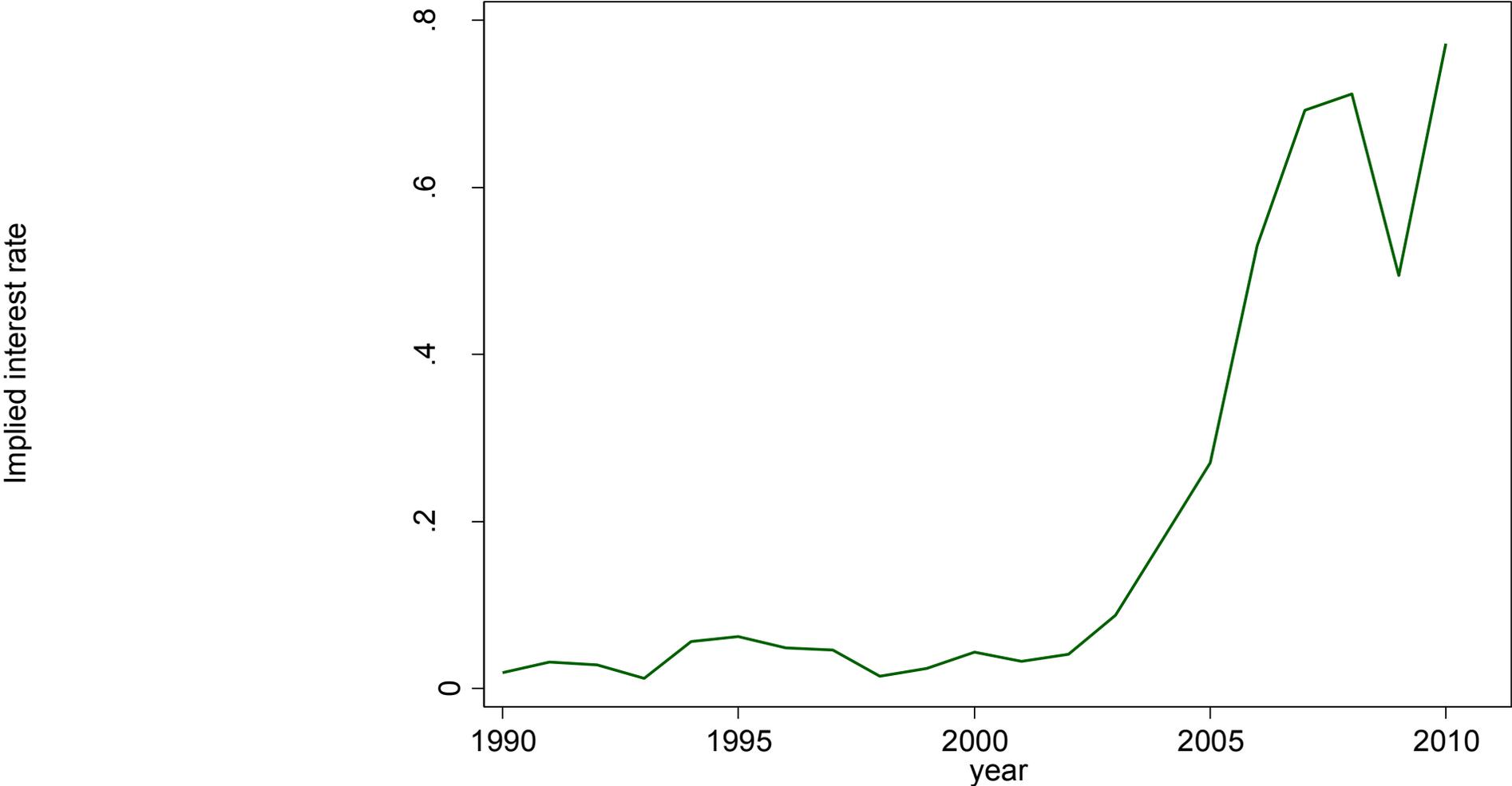


# Chile's CAD is small but it pays 8% in "debt service" (160% of GDP at 5%)

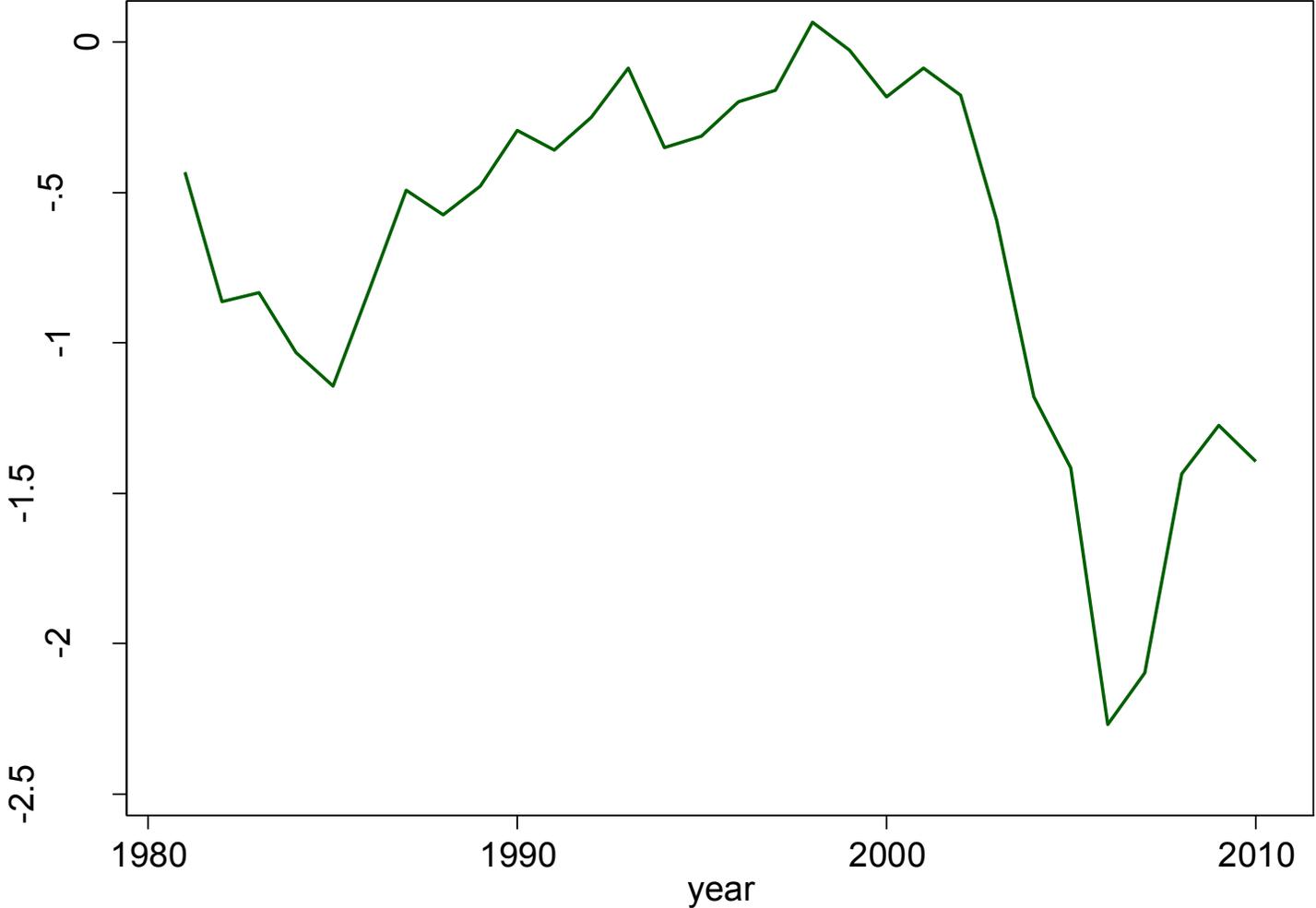


— Cumulative Current Account, % of GDP  
— Investment Income Net, % of GDP

# Chile's implied interest rate is almost 80% of the cumulative CAD



# Chile's dark matter amounts to 150% of GDP



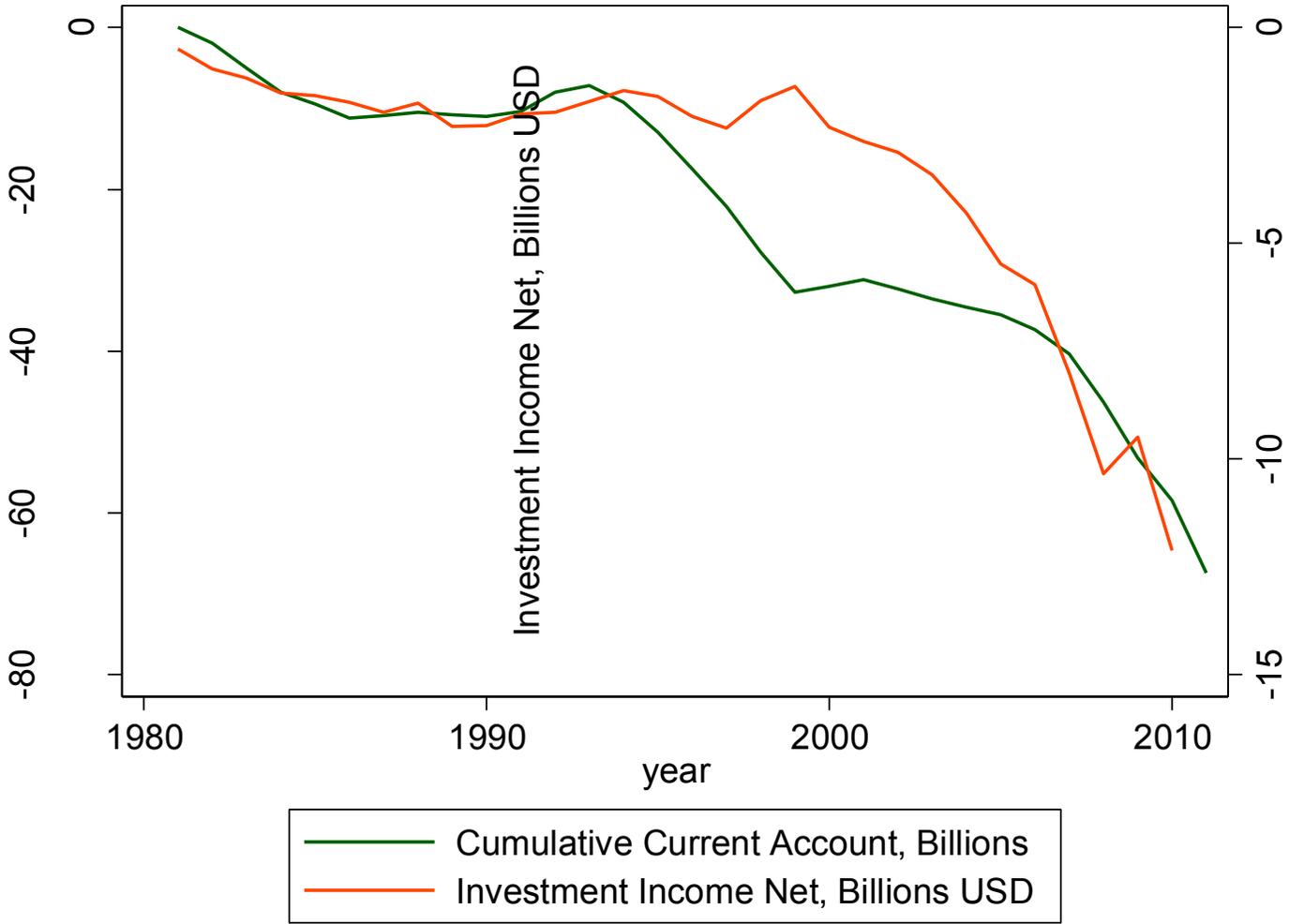
# Interpretación

- La IED en Chile es muchísimo más rentable que las inversiones chilenas en el exterior
- La diferencia de rendimientos representa una deuda de más de 100% del PIB si fuera capitalizada al 5%
- Esto refleja la diferencia entre la importación y la exportación de knowhow

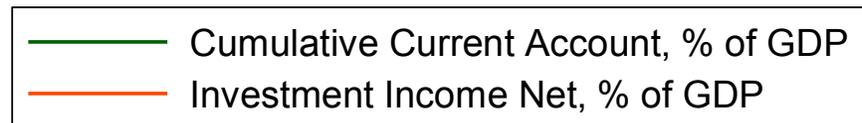
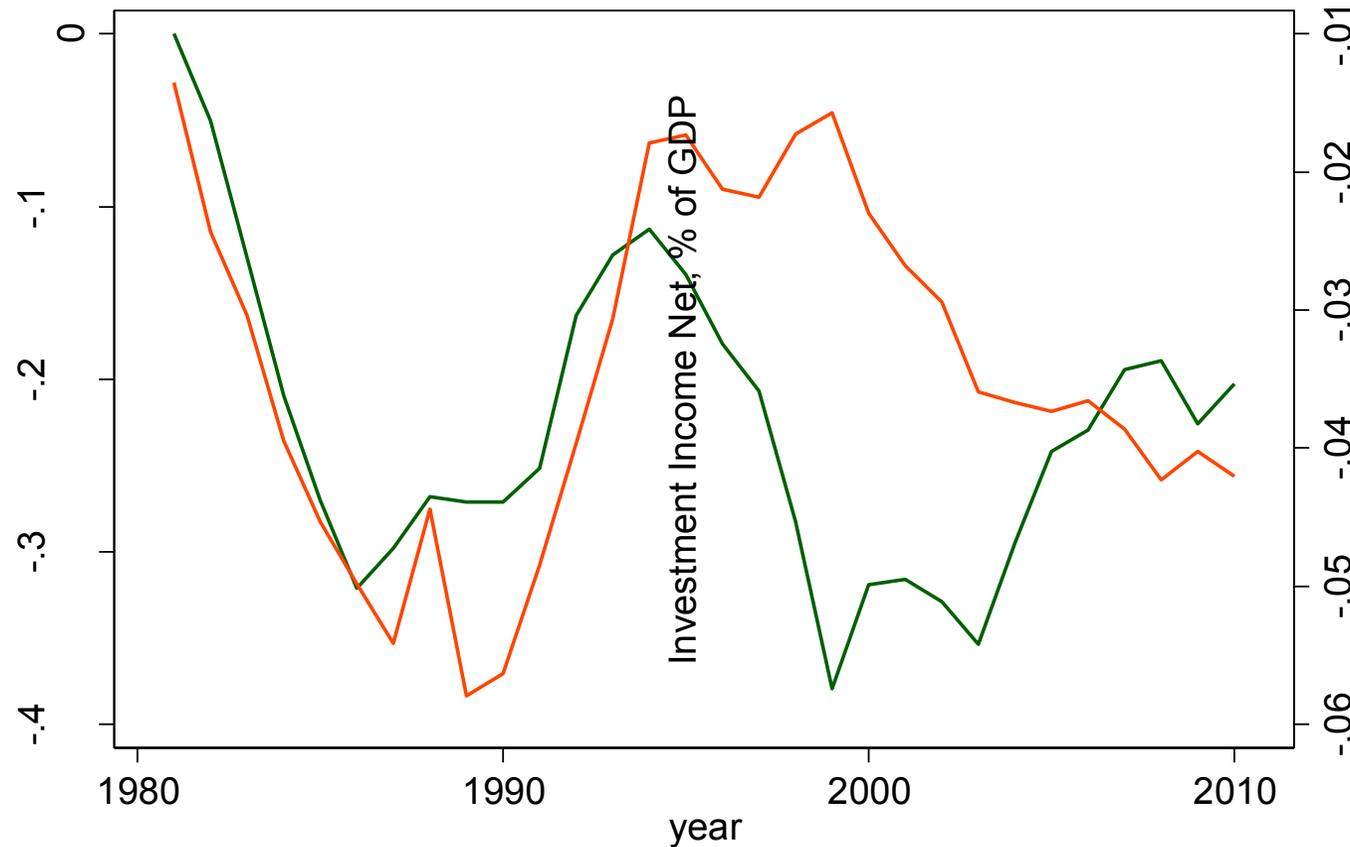
Colombia

# Colombia's cum. CAD at US\$60B

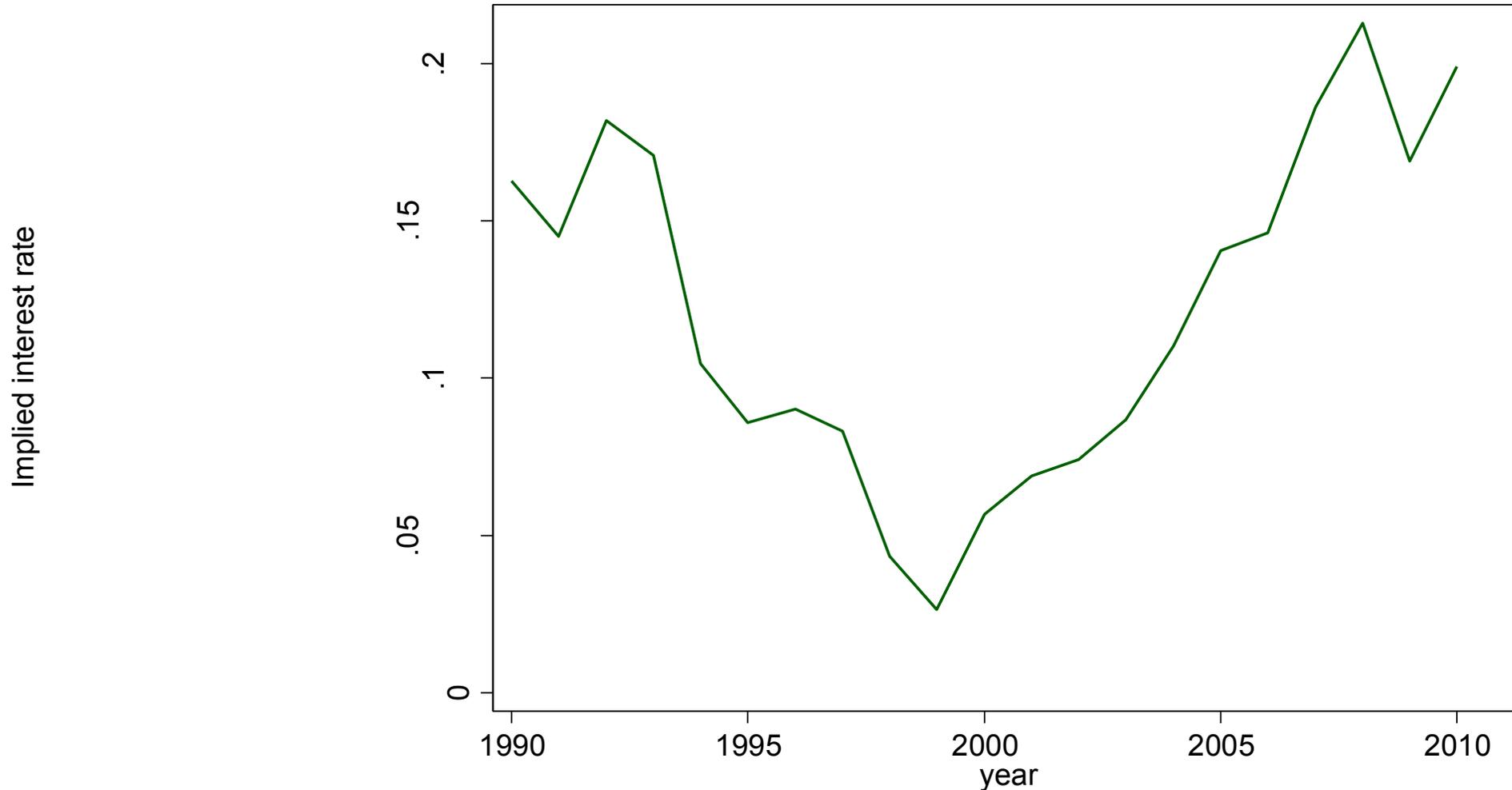
## Interest payments at US\$12B



Colombia's CAD is at 20% of GDP  
Interest payments at 3.5% of GDP  
(not 1 percent at 5%)



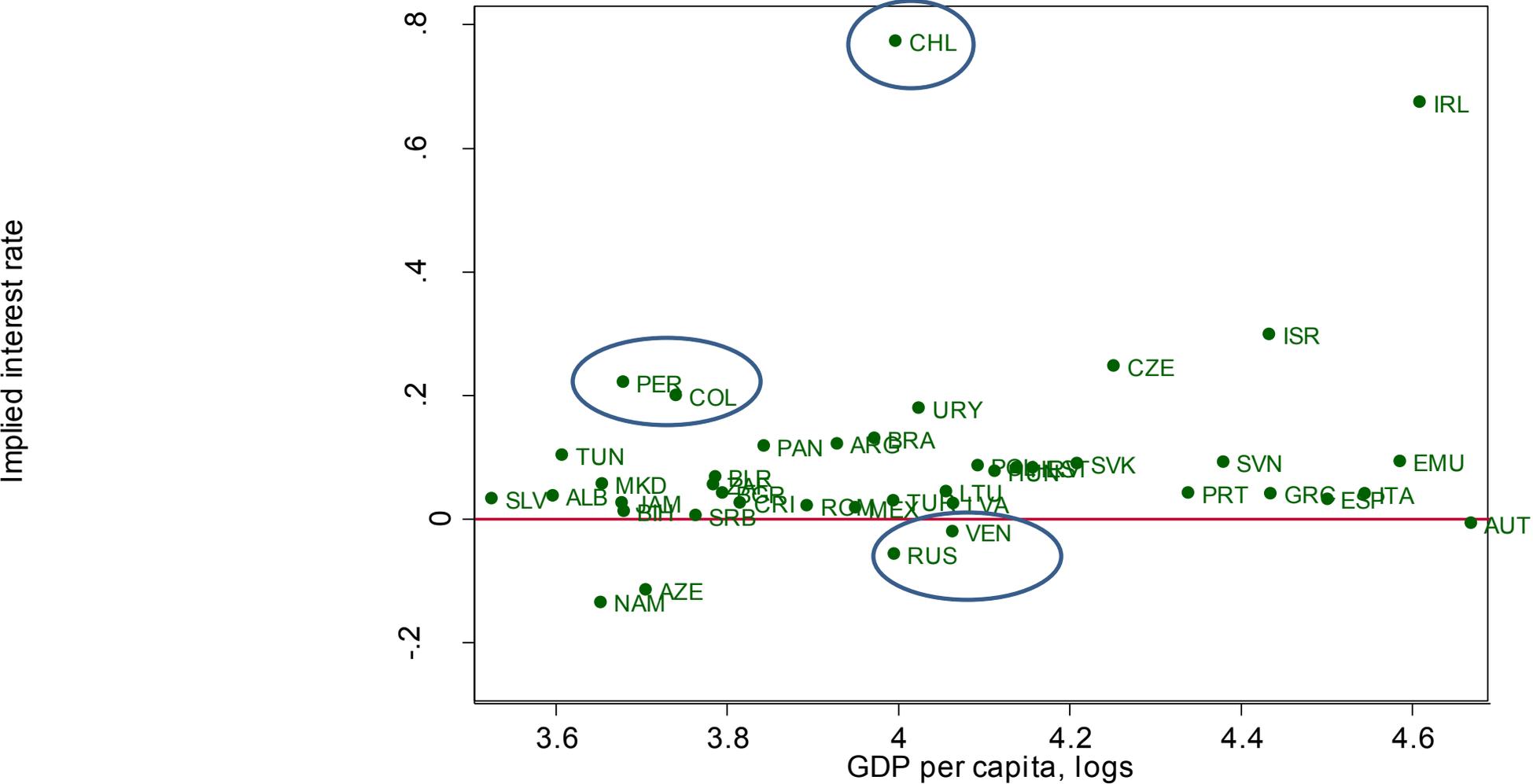
# Colombia's implied interest rates at ~20 percent



# **IMPLIED INTEREST RATES - 2010**

# Implied interest rate

(Investment income < 0)



# Implicaciones

- Los déficits y las deudas dan señales engañosas sobre la posición financiera de los países
- La de USA es más sólida de lo que parece
- La de América Latina es más problemática
- Es un reflejo del exceso o déficit de conocimientos productivos

Que tan efectivas son las reformas  
financieras?

# Fiduciarias en Colombia

- Muy concentradas en renta fija de corto plazo
- Motivado por un arbitraje regulatorio de los depósitos a plazo de los bancos
- Gran expectativa con la aprobación de la nueva ley
- Que tan efectivas han sido las reformas previas y por qué?

# Las reformas financieras

- El intento de América Latina de ser financieramente "anglosajona"
- La diferencia entre los bancos y los mercados de capitales
- Bonos vs préstamos
- Equity vs deuda

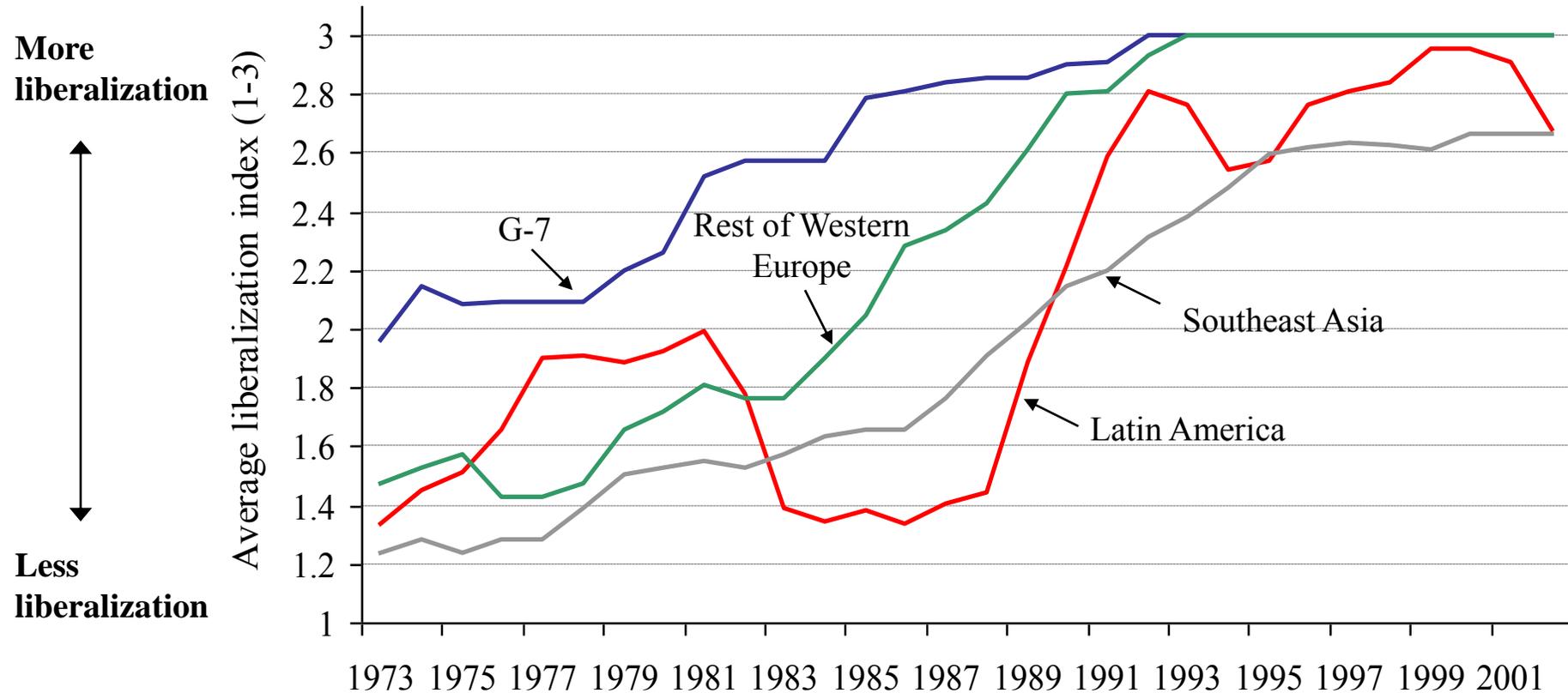
# La reforma financiera de América Latina del los últimos 25 años

- Problema: la falta de un mercado de capitales deja demasiado riesgo en los bancos y muy poco capital de riesgo
- Un golpe triple:
- Crear una oferta de valores mediante la privatización de empresas estatales
- Crear una demanda de valores mediante la privatización de la seguridad social
- Adoptar el "estado del arte" en la regulación del mercado de capitales

# Que pasó?

- Empresas propiedad del Estado fueron privatizadas
- La seguridad social fue privatizada
- La legislación del mercado de capitales se modernizó
- Pero en su mayor parte, el mercado se desarrolló poco
- Los fondos de pensiones invierten principalmente en bonos del gobierno
- Los bonos corporativos son muy limitados
- Los IPO son limitados mientras que muchas empresas fueron sacadas de la bolsa

# América Latina liberalizó sus mercados de capital y la cuenta de capital

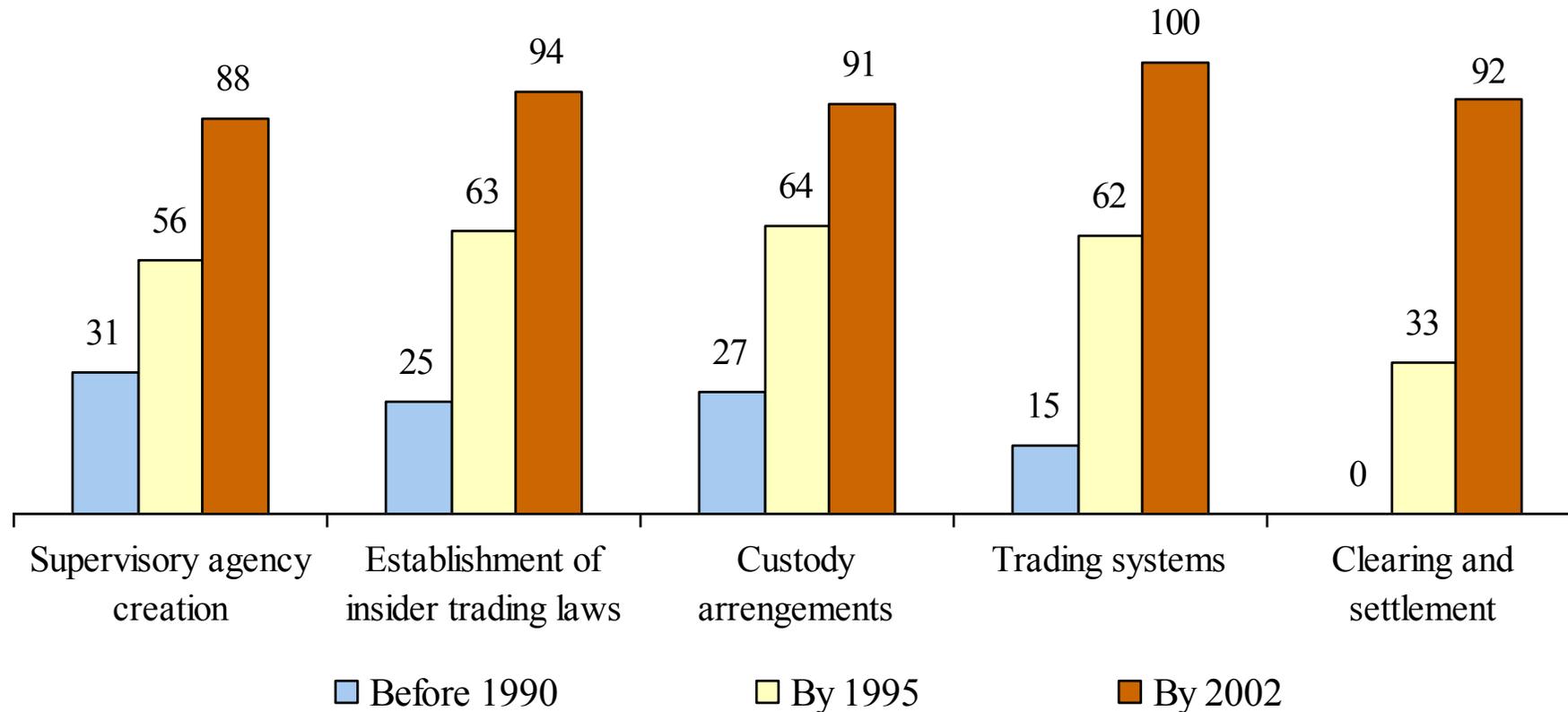


G7  
Rest of Western Europe

Latin America  
Southeast Asia

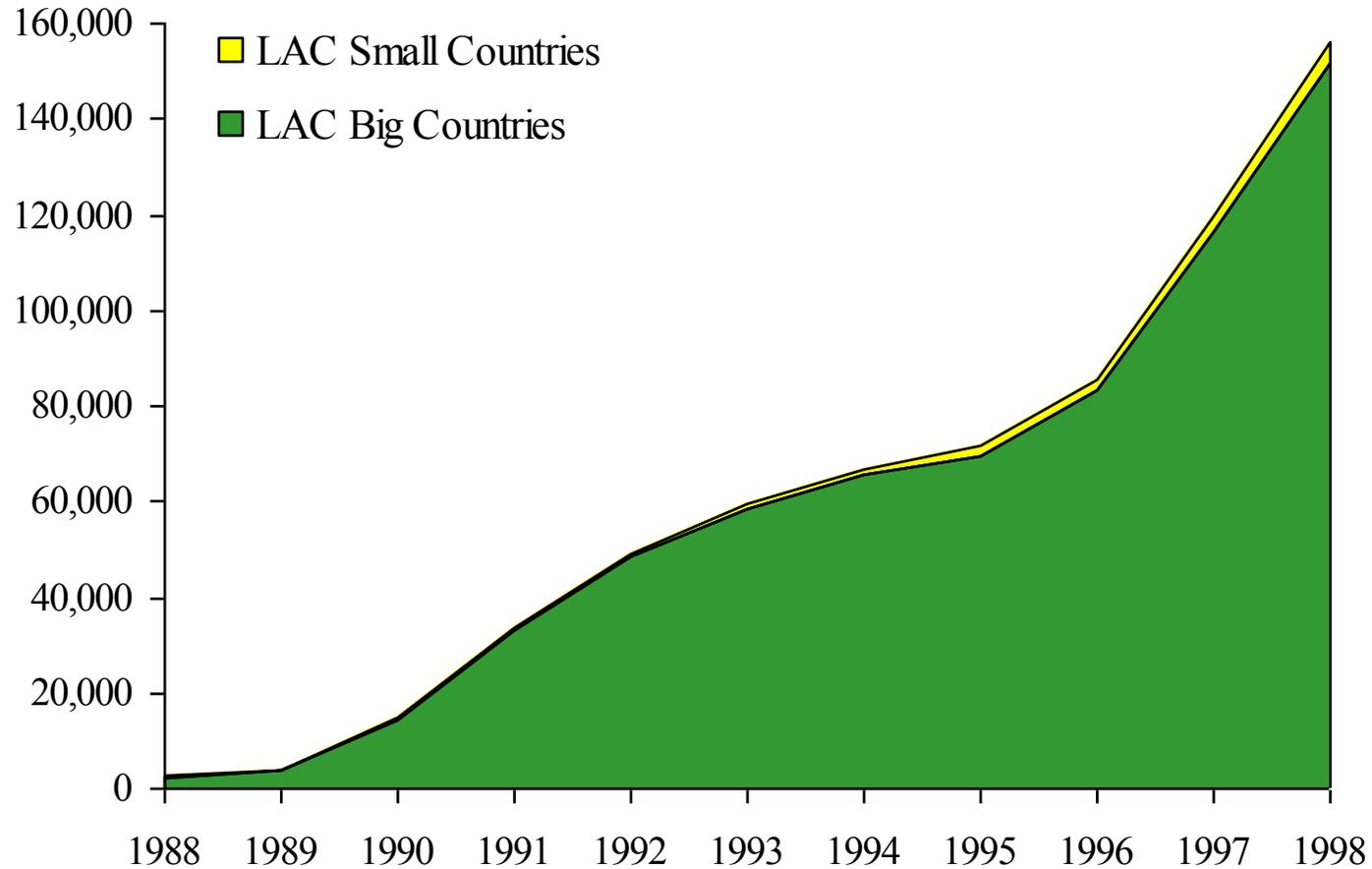
# Las reformas en la supervisión de los mercados de valores, la gobernanza y las infraestructuras de mercado también se intensificaron en la década de 1990

Percentage of Latin American Countries Having Implemented Reforms



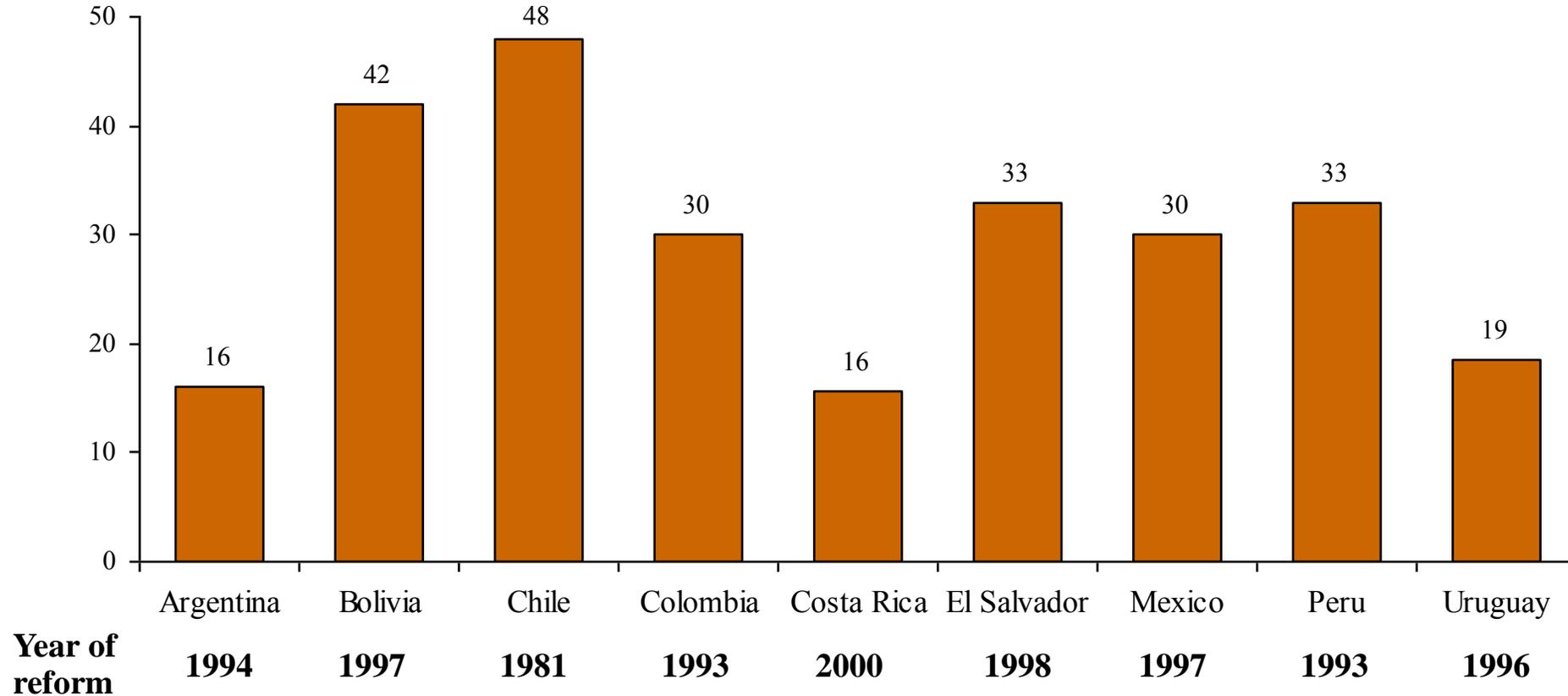
# Una gran ola de privatizaciones alimentó el mercado de renta variable nacional durante la década de 1990

**Cumulative Privatization Sale Amount**  
In Millions of U.S. dollars



# En la década de 1990, muchos países latinoamericanos siguieron a Chile en la privatización de la administración de fondos de pensiones

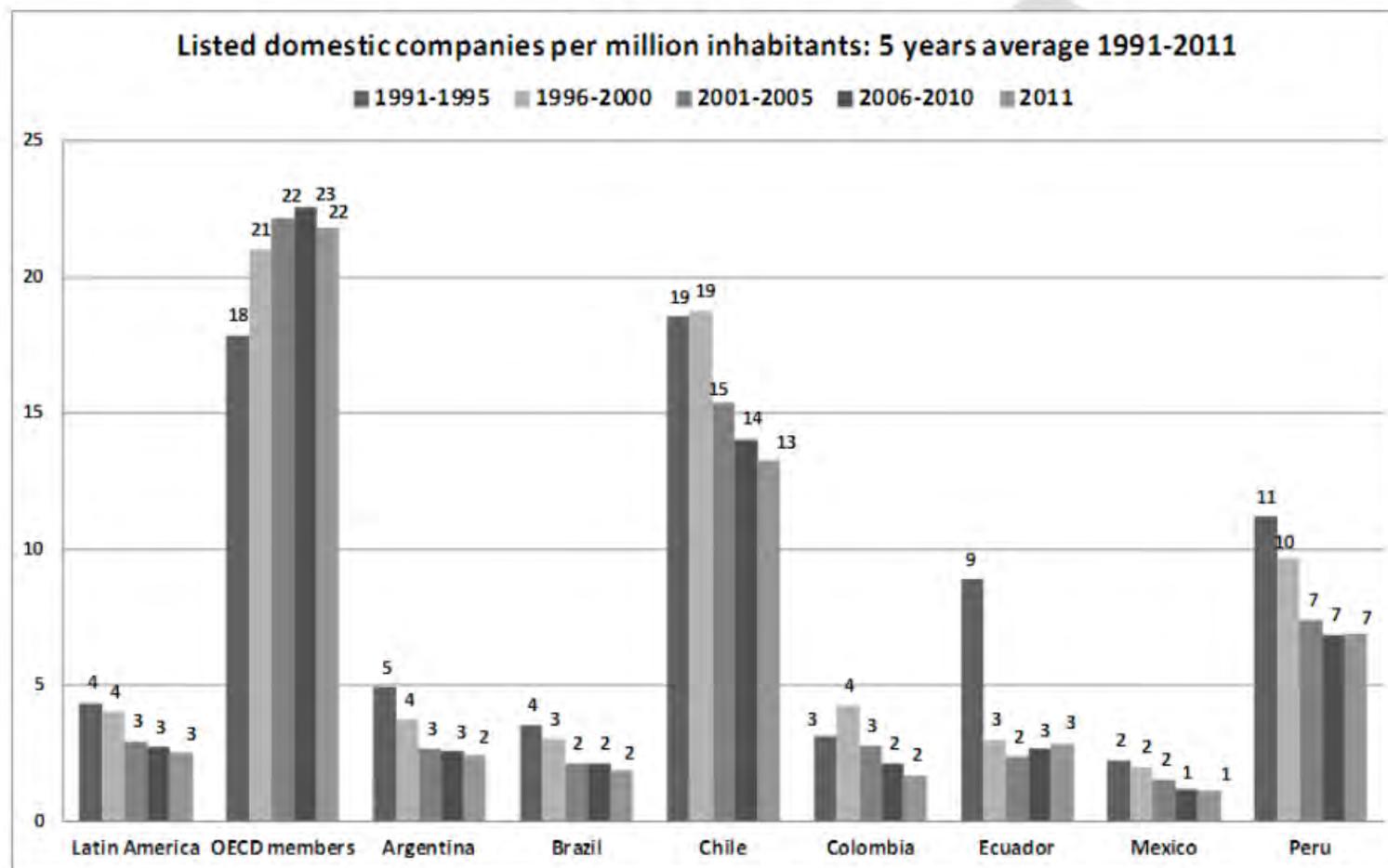
**Extent of Privatization of Pension Fund Administration\***



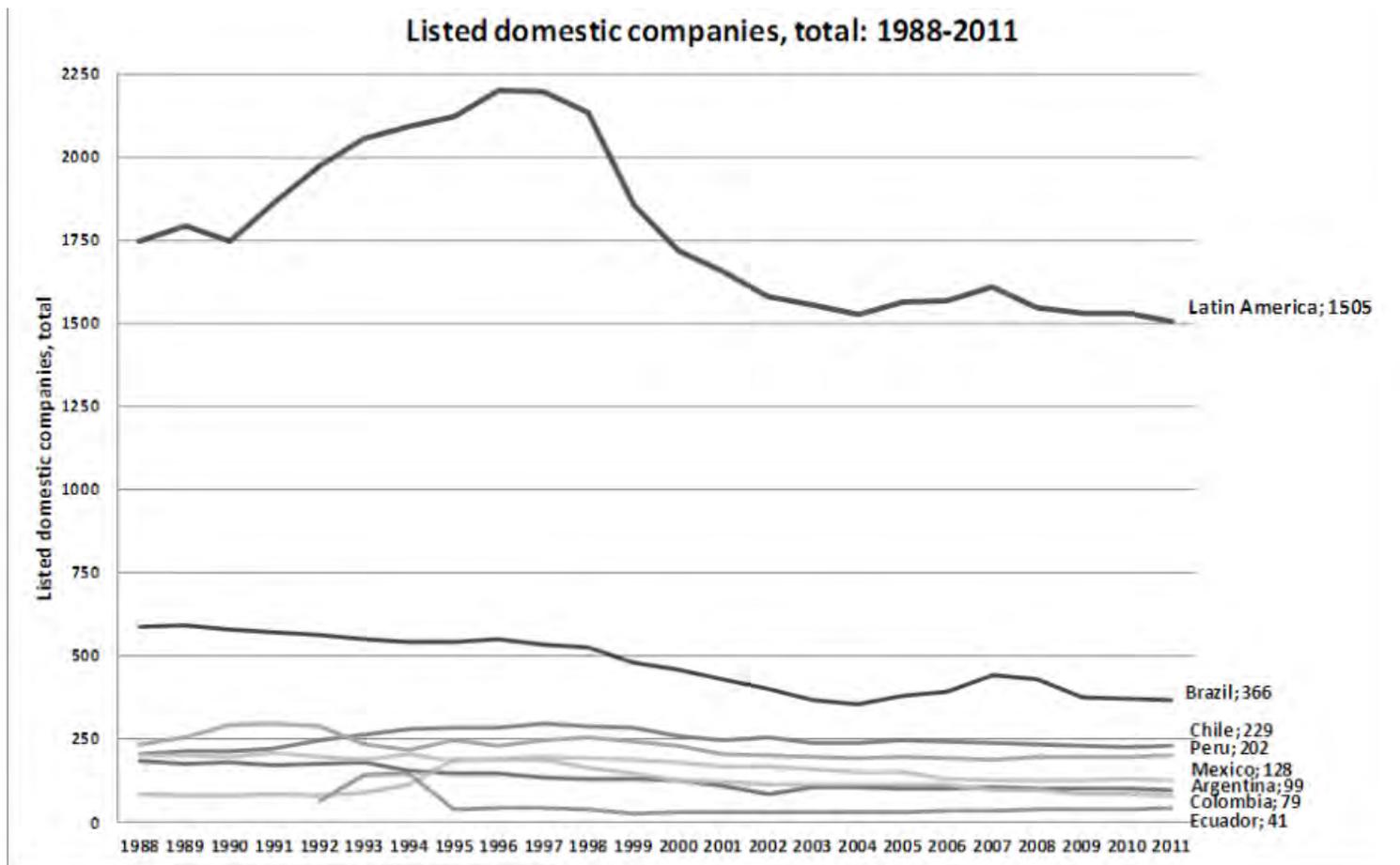
\* The share of the total amount workers contribute to social security that accumulates in a private individual account is taken as a measure of how much a country “privatized” the provision of social security (IRA contribution – net of fees and insurance premia – as share of total payroll deductions).

# Hay pocas acciones listadas

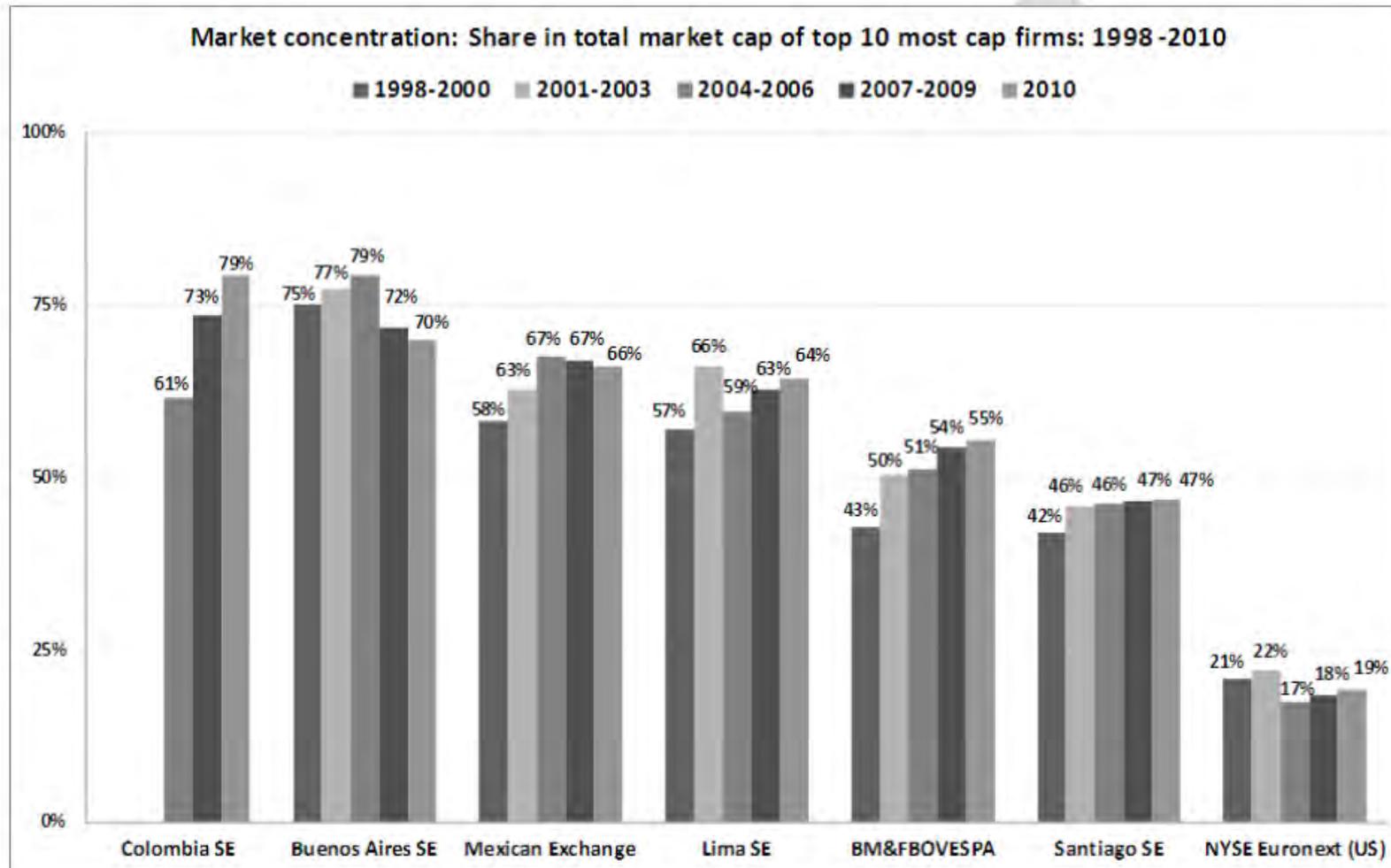
Figure 7. Listed domestic companies per million inhabitants: 5 years average 1991-2011



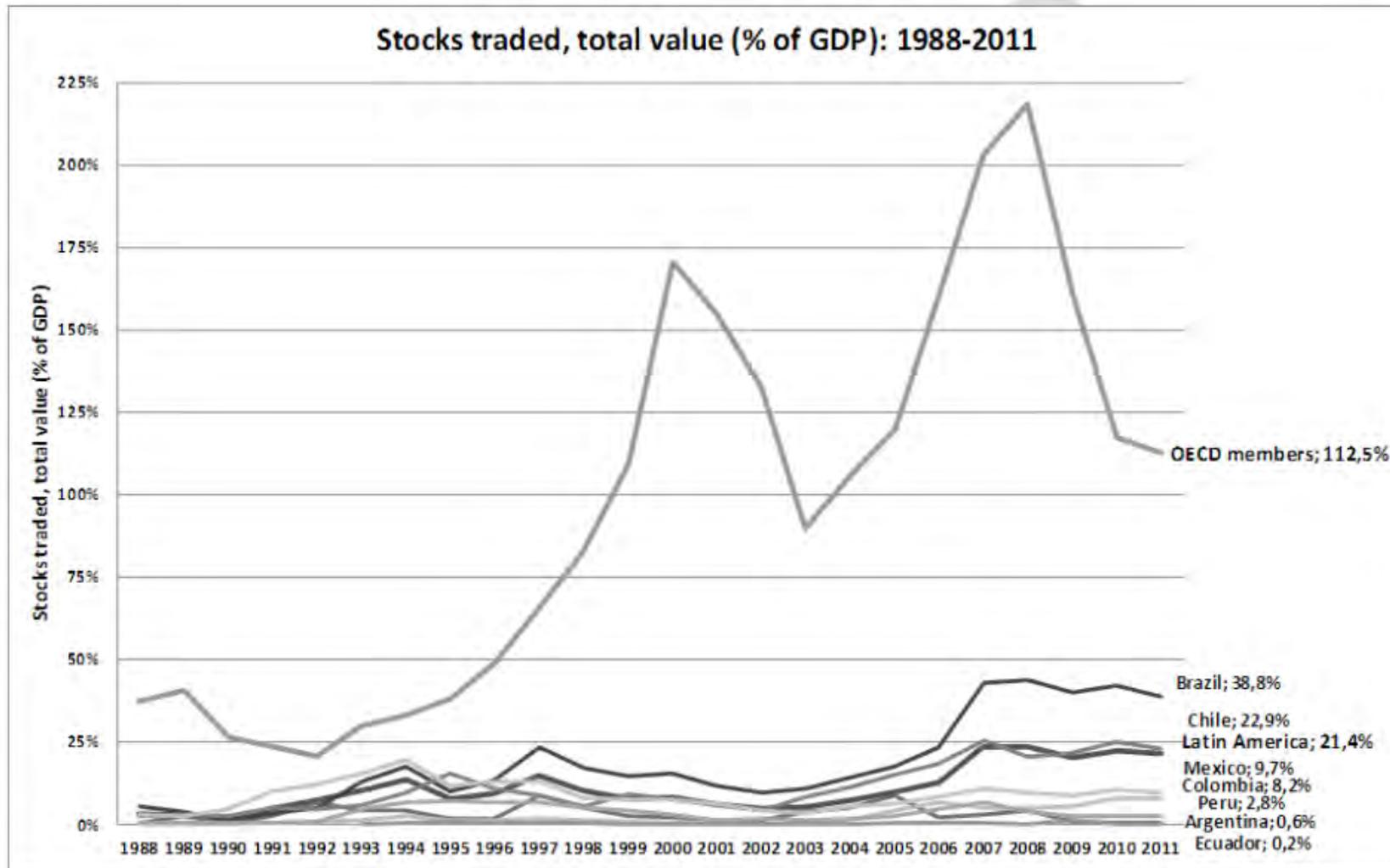
...y el número de acciones no crece



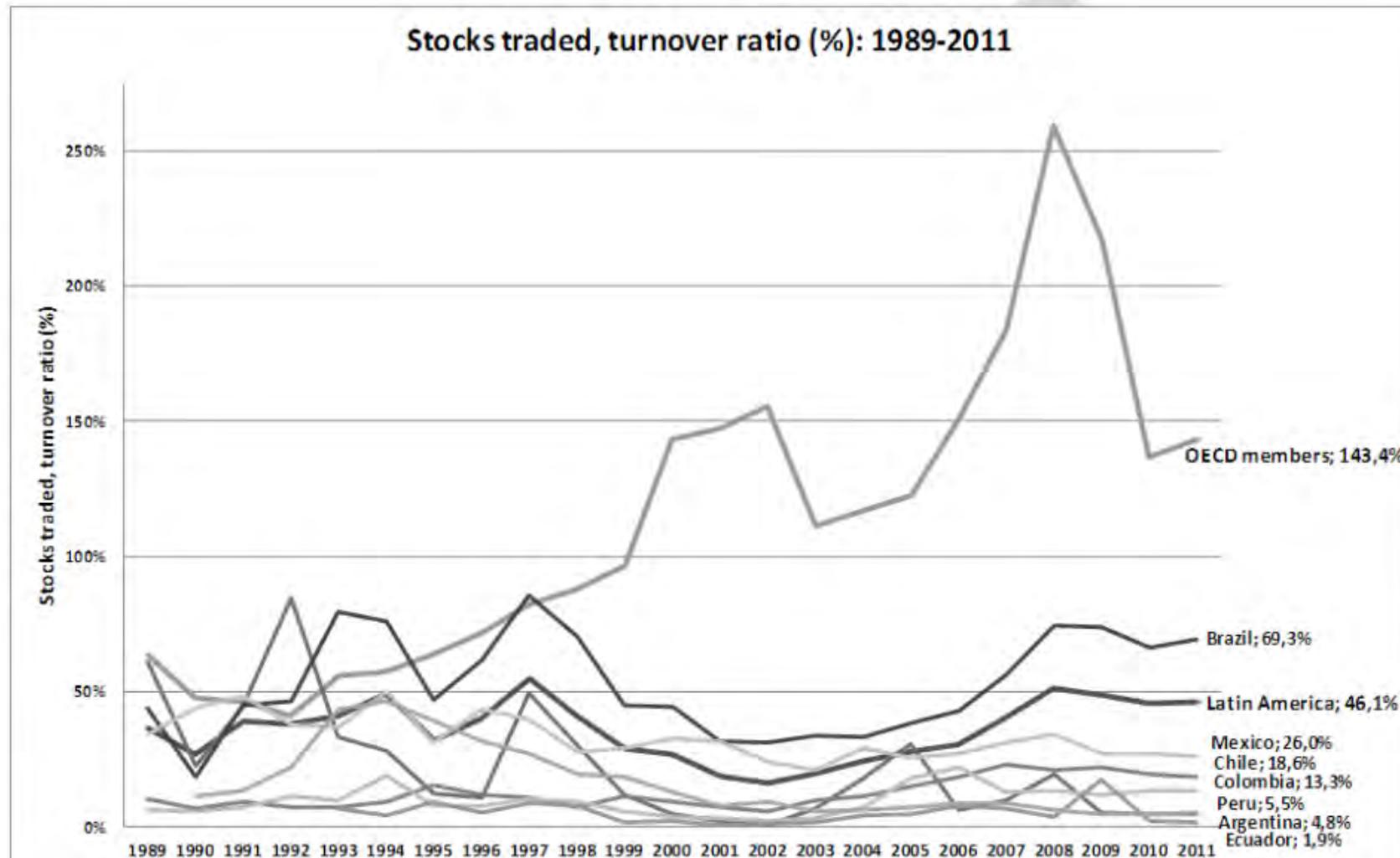
# El mercado está muy concentrado



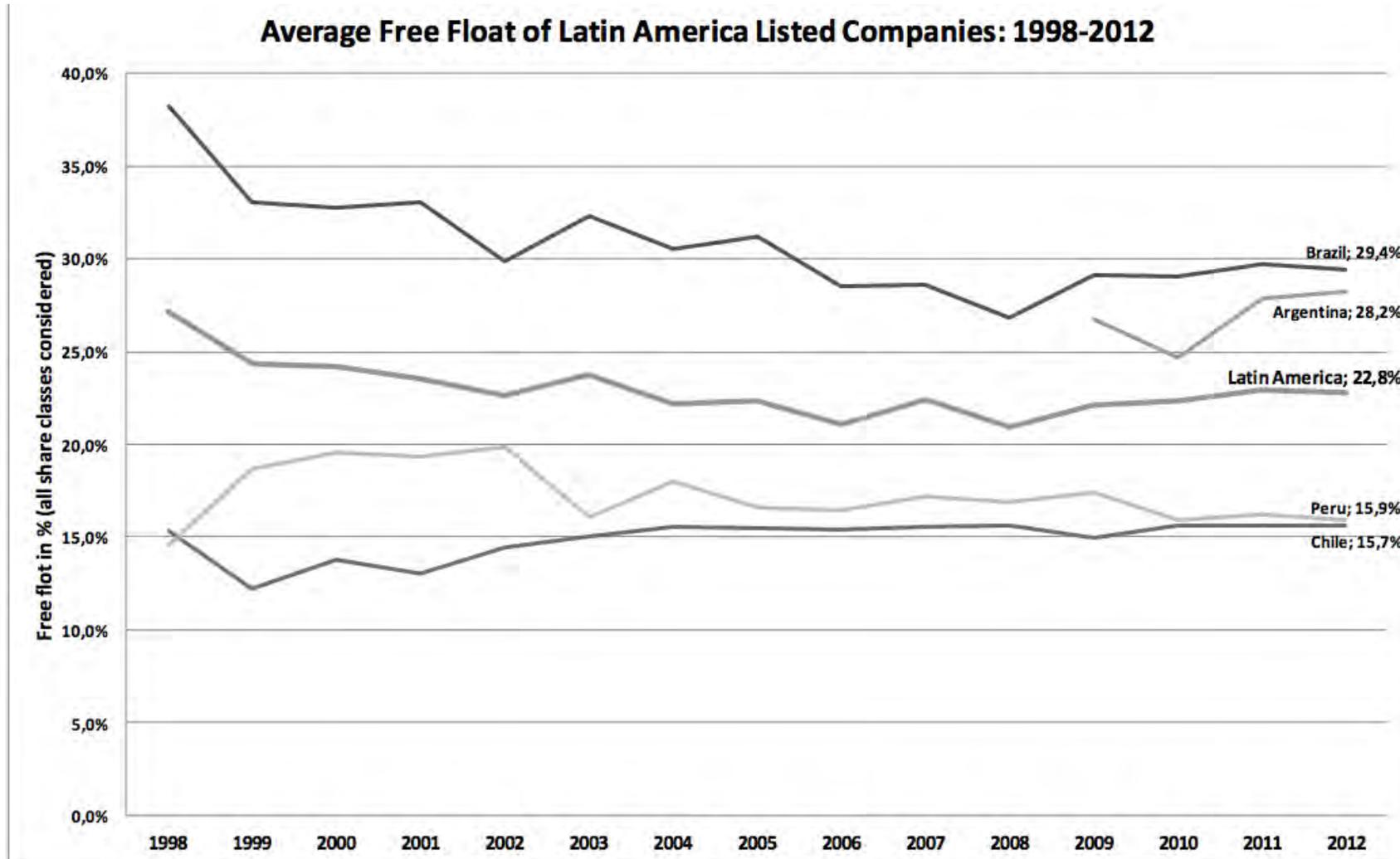
# El mercado es muy poco líquido



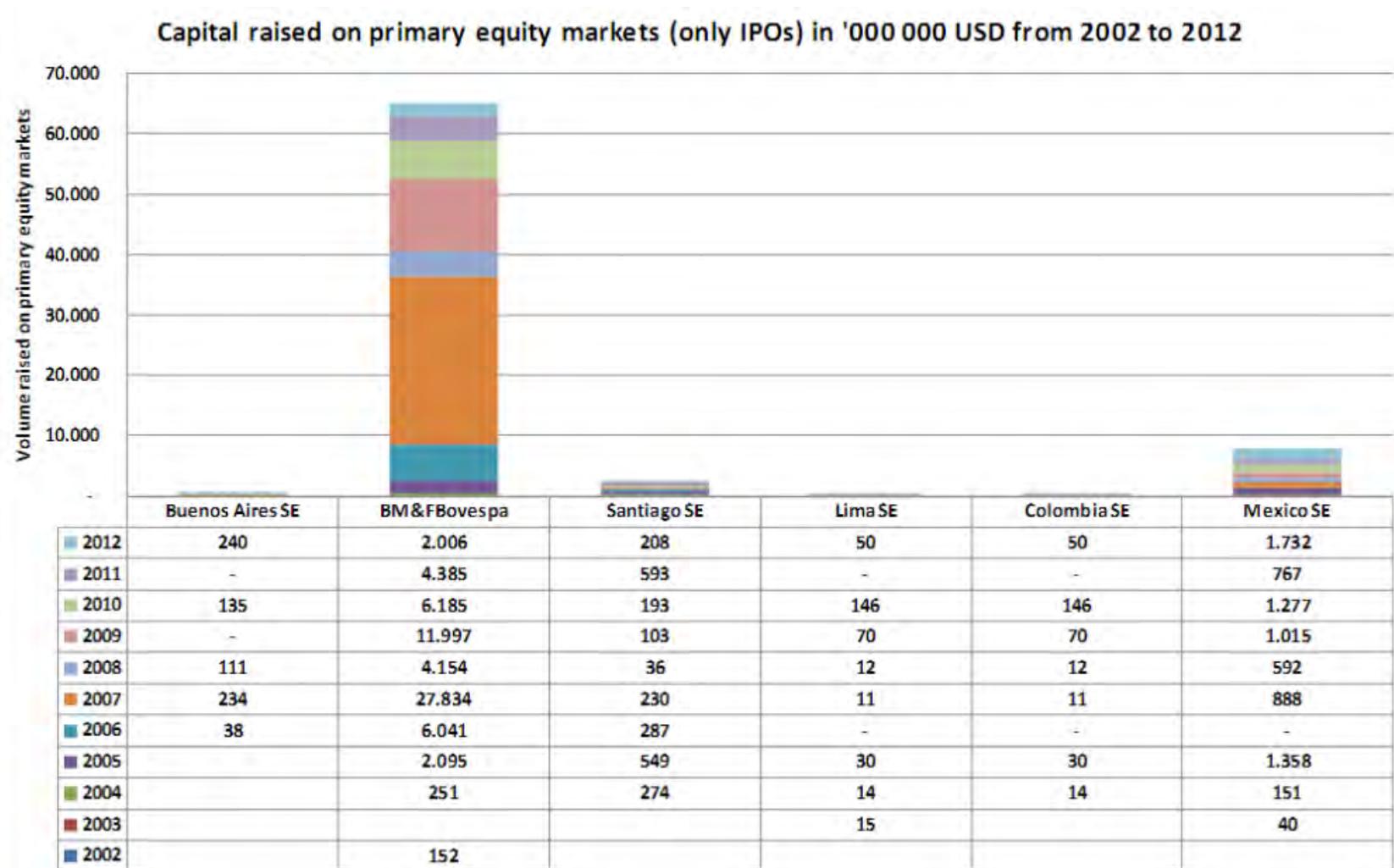
# Turnover es muy bajo



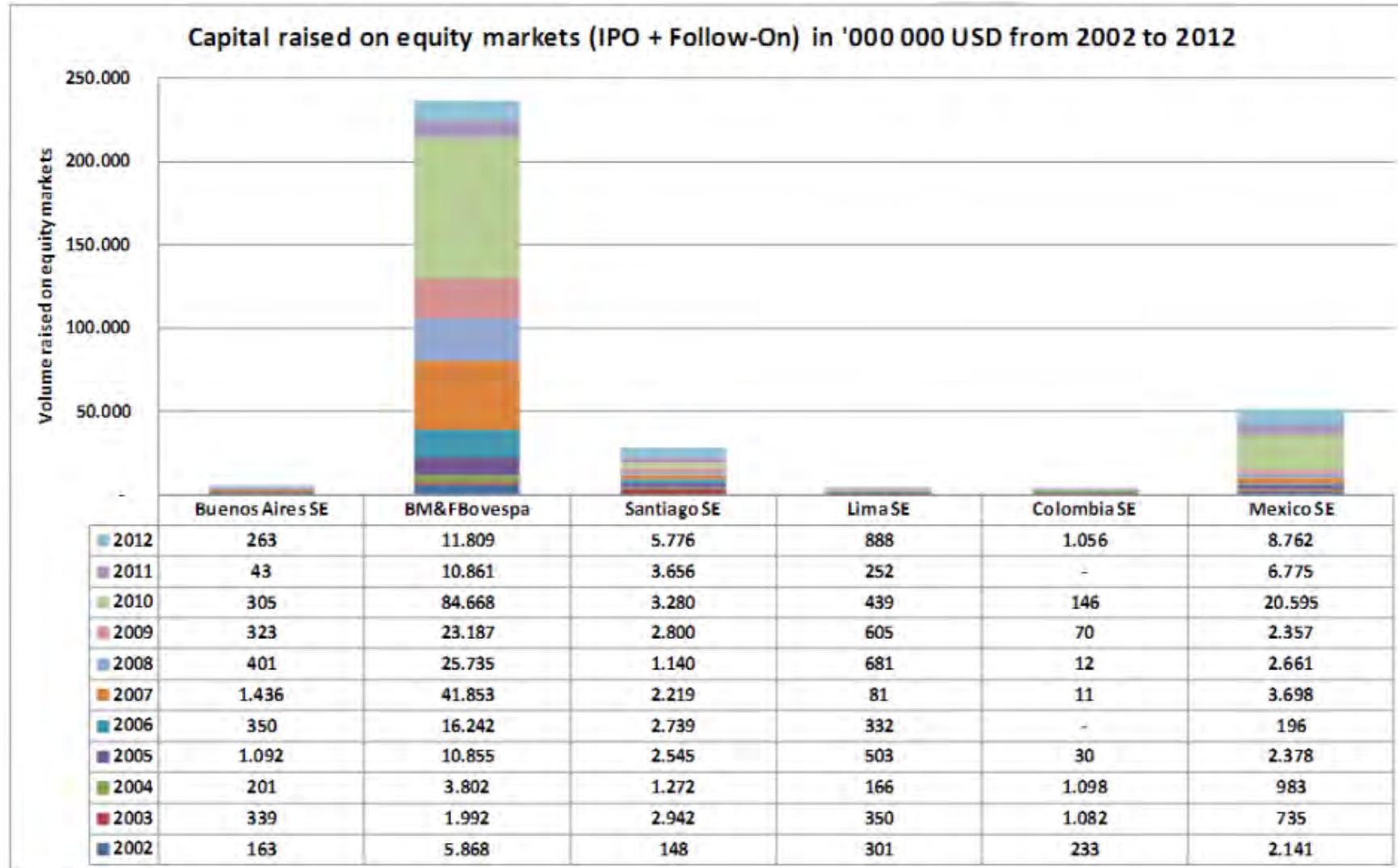
# Free float es bajo



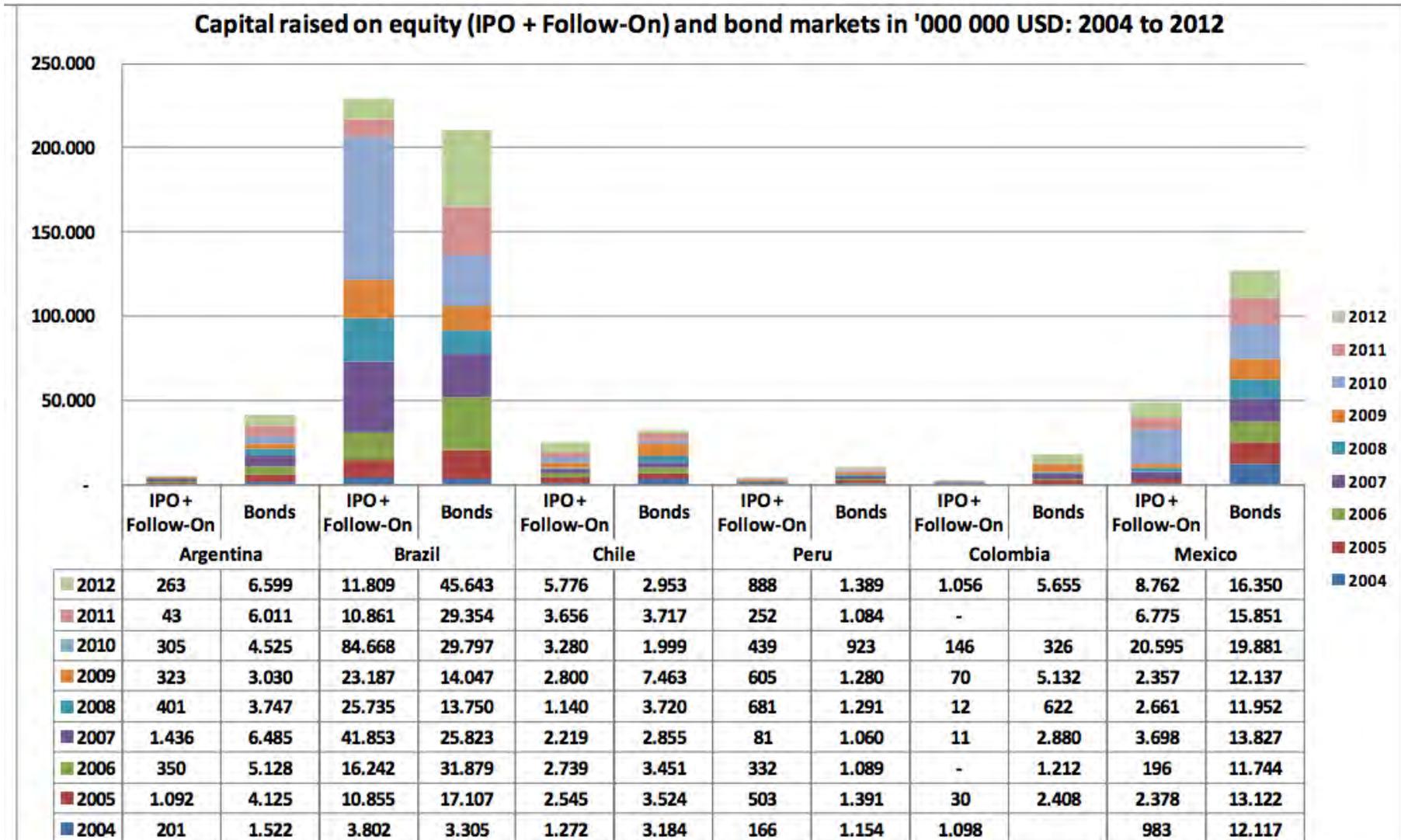
# No se hacen OPAs en Colombia



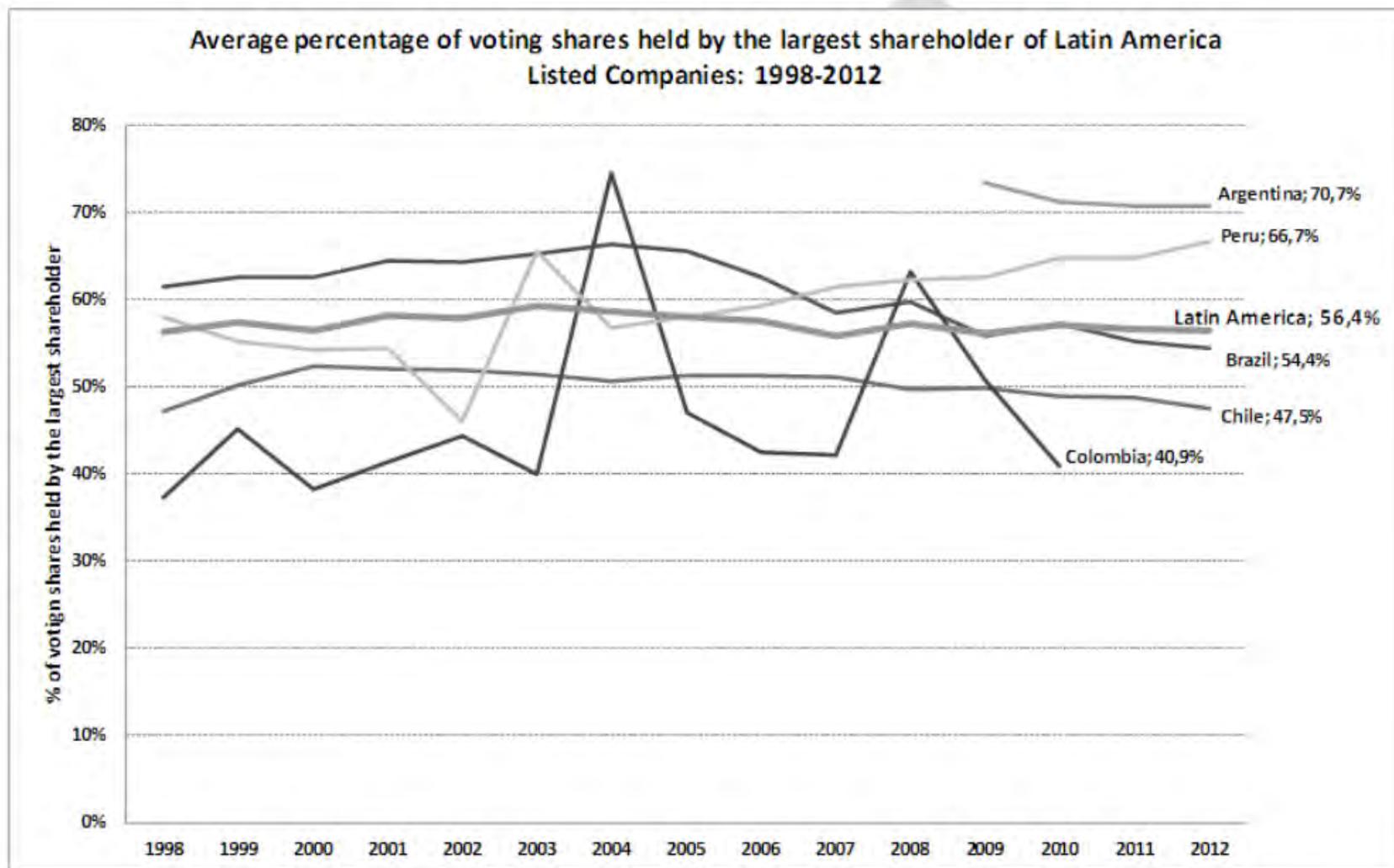
# Un poco mas de expansiones de capital



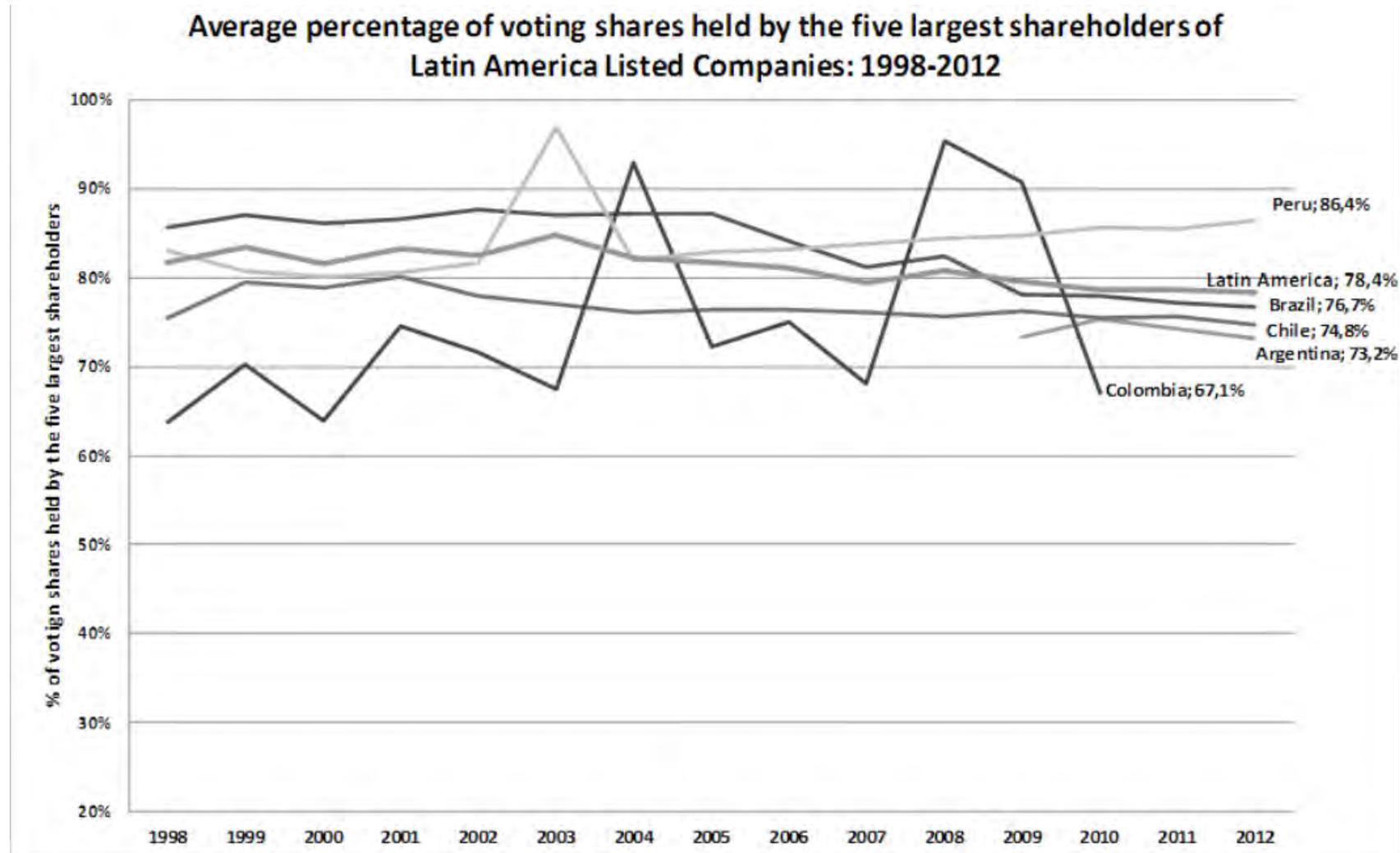
# ...y mas en bonos



# La propiedad está muy concentrada



# La propiedad está muy concentrada



Por qué estas diferencias?

# La diferencia entre los bancos y los mercados de capitales

- Depositantes toman el riesgo del banco; el banco asume el riesgo del prestamista
- Los tenedores de bonos toman el riesgo de los emisores
- Bancos recopilan información sobre sus prestatarios que mantienen en privado
- Los mercados de capitales tienen que difundir información para que el público pueda evaluar el riesgo de que el emisor

# Implicaciones

- La difusión de información es costosa y el costo es relativamente fijo
- Esto significa que es demasiado caro para pequeñas emisiones
- Este costo debe compararse con el costo de la intermediación bancaria
- A menos que la emisión sea muy grande, los bancos son más baratos
- La información revelada pueda ser utilizada por
  - Las autoridades fiscales
  - Competidores
  - Los criminales

# Préstamos vs. bonos

- Los préstamos pueden ser hechos a la medida mientras que los bonos tienen que ser estandarizados
- Los préstamos no tienen que ser líquidos, pero los bonos sí
- La liquidez depende del número de bonos similares que están en el mercado y de que tanto se transen
- Esto crea otro incentivo a que las emisiones sean grandes
- Los préstamos son fáciles de renegociar si las cosas cambian, los bonos no
- Bonos necesitan obtener ratings de crédito
  - Normalmente por dos agencias de calificación independientes
  - Costos fijos: Una vez más

# Acciones vs. deuda

- Deuda implica un compromiso de pagar una determinada cantidad
- La deuda puede ser asegurada con colateral
- La acción es un derecho al flujo residual después de todos los otros costos hayan sido pagados
- La gerencia puede erosionar fácilmente el valor de los flujos residuales
  - Salarios de los ejecutivos, privilegios
  - Compras a empresas relacionadas
  - Spin-offs de las nuevas ideas de negocio
- Los accionistas mayoritarios pueden expropiar a los accionistas minoritarios
- Si los inversores no pueden confiar en que van a recibir un trato justo, sólo van a comprar las acciones a un precio altamente descontado
- ...pero para eso, mejor no abrir el capital

# Cómo impedir que esto ocurra?

- No es fácil
- Requiere reglas de gobierno corporativo
  - Derechos de los acreedores y procedimientos de quiebra
  - Derechos de los accionistas
  - Nombramiento y cese de la administración y la junta directiva
  - auditorías externas
  - Decisiones reservadas a la asamblea de accionistas
  - Protecciones de los accionistas minoritarios
  - Requisitos de información y revelación

# Y después de lograr todo esto...

- Quizás la empresa no quiera aceptar todas estas restricciones
  - La revelación de información sensible
  - Los límites a su flexibilidad
  - La amenaza de take-overs hostiles
  - Los mayores costos administrativos
- Para ello mejor permanecer privado o salirse de la bolsa

# Los mercados de capital, capital de riesgo y el emprendimiento

- En los EE.UU., las empresas de “angel capital” invierten en nuevas ideas de negocio y ayudan a incubar nuevas empresas
- Venden a los venture capital funds VCs
- Los VCs invierten en estas pequeñas empresas privadas con el fin de hacerlos crecer y venderlos mediante una Oferta Pública de Acciones (OPA)

# En América Latina

- Como ir al mercado no es una opción ...
- ... Las VC no pueden recuperar su inversión y, por tanto, no se han desarrollado
- ... Y las empresas de capital ángel no tienen a quien vender a
- Esto limita esta forma de financiar el emprendimiento y lo hace más dependiente de las empresas y las familias existentes

# Lecciones

- Hay razones profundas por las que el mercado no se desarrolla
- Aún con un ahorro gran forzoso en la AFP
- El problema no es principalmente de legislación
  - Son costos de transacción reales