



Teletipo de cotizaciones en Times Square, Nueva York, Estados Unidos.

EL CONTAGIO

Jiaqian Chen, Tommaso Mancini-Griffoli y Ratna Sahay

Las políticas monetarias no convencionales aplicadas recientemente por la Reserva Federal parecen haber afectado a los mercados emergentes más que las políticas tradicionales

COMO dice el refrán, cuando Estados Unidos estornuda, el resto del mundo se resfría. Este adagio no es mero folclor. La crisis financiera mundial reciente reiteró la importancia de Estados Unidos para la economía mundial, para bien y para mal.

En lo positivo, la crisis ayudó a ilustrar el poder de la política monetaria estadounidense para evitar una depresión mundial. Pero estas políticas produjeron efectos secundarios importantes, en particular el aumento de los precios de los activos y el flujo de capitales hacia las economías de mercados emergentes. Las autoridades de estas economías manifestaron su preocupación por los efectos de contagio de la política estadounidense, que aumentaron la volatilidad de los mercados y exacerbaron los riesgos conexos para la estabilidad financiera.

Examinaremos estos efectos de contagio con la finalidad de evaluar las políticas que más ayudarían a mitigar los riesgos que traen estos contagios desestabilizadores.

En busca de políticas no convencionales

Muy probablemente, la economía mundial habría sufrido más si los bancos centrales no hubiesen aplicado las llamadas políticas monetarias no convencionales, que introdujeron innovaciones tales como la compra de bonos no gubernamentales

(conocidas comúnmente como “flexibilización cuantitativa”) para apuntalar la economía cuando dejaron de ser factibles las políticas convencionales, como el recorte de las tasas de interés. Las tasas de interés nominales fueron reducidas casi a cero al comienzo de la recesión mundial y se han mantenido a esos niveles mínimos desde entonces (el llamado límite cero). Al no poder bajar todavía más las tasas de interés, los bancos centrales recurrieron a programas de compra de activos que expandieron masivamente sus balances.

Como el período de expansión monetaria continuaba, las autoridades de los mercados emergentes comenzaron a preocuparse. Sostenían que la expansión monetaria en las economías avanzadas había producido un contagio en sus propias economías, generando un aumento en la entrada de capitales, particularmente en instrumentos de deuda como los bonos (gráfico 1). Sus monedas se valorizaron y los precios de sus activos se dispararon. A las autoridades de los mercados emergentes les preocupaban los ajustes que las fuertes variaciones del tipo de cambio imponían a las empresas exportadoras y las que compiten con las importaciones. Les preocupaba también el crecimiento de los pasivos en moneda extranjera, temporalmente más barata, que de un momento a otro podían tornarse mucho más costosos (lo

que se conoce como descalces de los balances). La vulnerabilidad de los sistemas financieros se debía también al rápido aumento de los precios de los activos, la acumulación de burbujas de crédito y el fuerte y creciente endeudamiento de las empresas. Los responsables de la política económica recordaban otros episodios de gran afluencia de capitales, cuando los intentos de desinflar las burbujas subiendo las tasas de interés para elevar el costo de los empréstitos fracasaron debido a que las tasas más altas atraeron mayores capitales y contribuyeron a apreciar más las monedas.

Las críticas de las autoridades de los mercados emergentes fueron todavía más agudas después de que la Reserva Federal, el banco central estadounidense, diera indicios de que estaba considerando disminuir el ritmo de la compra de activos. Cuando Ben Bernanke, ex Presidente de la Reserva Federal, mencionó esta posibilidad en mayo de 2013, se disparó la volatilidad de los mercados de las economías emergentes (gráfico 2) a medida que se desplomaban los precios de los activos.

Preguntas fundamentales

Hay tres preguntas fundamentales que se relacionan con los contagios y las políticas dirigidas a contenerlos y hacerles frente:

- ¿Inciden las modificaciones imprevistas de la política monetaria estadounidense en los flujos de capitales y los precios de los activos en los mercados emergentes y, de ser así, en qué medida?
- ¿Difieren estos efectos según la fase de la política monetaria estadounidense (según si se aplicó una política de tasas de interés durante la fase convencional anterior a la crisis financiera mundial o se recurrió a la compra masiva de activos durante la fase no convencional después del inicio de la crisis)? La política monetaria se flexibilizó varias veces antes de la crisis financiera mundial sin provocar reacciones tan fuertes. Por lo tanto, es importante distinguir entre estas dos fases para entender mejor las inquietudes de las economías de mercados emergentes.
- ¿Varían los efectos de las modificaciones repentinas de la política monetaria estadounidense según las condiciones eco-

nómicas internas de las economías de mercados emergentes? En otras palabras, ¿determinan las características de los países destinatarios y las políticas que escogen el impacto de los cambios de dicha política monetaria en sus economías?

Herramientas a la medida

Para investigar estas preguntas es crucial captar el elemento *sorpresa* (o imprevisto) de los anuncios de política monetaria en Estados Unidos, ya que en última instancia son esos anuncios los que detonan los contagios.

No todos los anuncios son parecidos. Los participantes en el mercado logran prever algunos perfectamente, pero otros no. Si un anuncio corresponde de manera perfecta a lo que esperaba el mercado, no debería tener ningún efecto en los precios de los activos ni en las asignaciones de cartera, porque habrán sido determinados de antemano a partir del anuncio previsto. Pero esto no significa que la política monetaria es ineficiente, sino que no hay suficiente información para juzgar su eficiencia. Veamos otros ejemplos. Si el banco central anuncia un aumento de las tasas de interés (digamos de ¼%) que es menor que el que preveían los mercados (quizá ½%), los precios de los activos deberían aumentar. Pero partiendo únicamente del cambio de política observado, no necesariamente es cierto que una política más restrictiva (en el sentido de que las tasas de interés aumentan en ¼%) haya sido favorable para los precios de los activos. La interpretación correcta es que, debido a que la política fue menos restrictiva de lo previsto (más laxa que las expectativas), los precios de los activos subieron. Por ende, es fundamental captar (o, como dirían los economistas, “controlar”) el elemento sorpresa de los anuncios de política monetaria, o sea, el grado en que un anuncio se apartó de las expectativas de los mercados. Solo entonces podrán compararse en pie de igualdad los efectos de los anuncios de política monetaria, en términos que podrían llamarse “por unidad de sorpresa”.

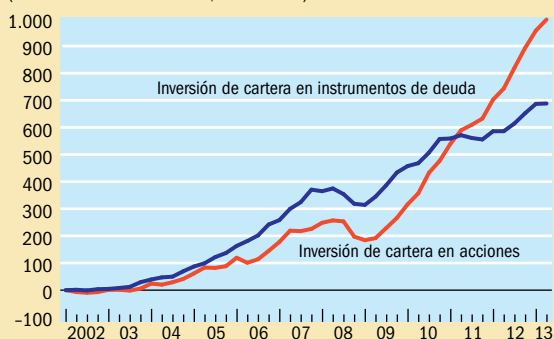
También hay una segunda dimensión de los anuncios que es importante: su contenido informativo. Los anuncios pueden brindar información acerca de las intenciones futuras del banco central

Gráfico 1

Torrente de capital

Las compras de acciones y bonos por extranjeros en las economías de mercados emergentes aumentaron de forma pronunciada después de que la Reserva Federal adoptara una política monetaria más laxa tras la crisis financiera mundial.

(miles de millones de dólares, acumulativo)



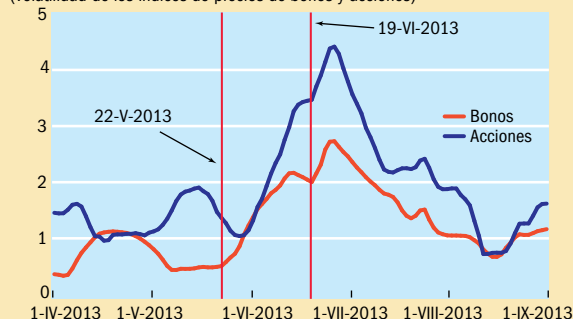
Fuente: FMI International Financial Statistics.

Gráfico 2

Montaña rusa

Los precios de las acciones y los bonos en las economías de mercados emergentes fluctuaron enormemente después de que la Reserva Federal diera indicios en 2013 de que podría frenar su compra de activos en gran escala.

(volatilidad de los índices de precios de bonos y acciones)



Fuente: Bloomberg.

Nota: Los precios de las acciones se miden con el Índice de Mercados Emergentes de MSCI (MSCI) y los precios de los bonos con el Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan (EMBI). La volatilidad de los índices se mide como desviaciones estándar en 30 días.

con respecto a los niveles de las tasas de política monetaria. Esto se conoce como el factor de *señalización* de los anuncios. Se trata de un elemento fundamental para la política monetaria; de hecho, es el medio principal para hacer que dicha política tenga consecuencias concretas. Aumentar o reducir una sola vez la tasa surtirá muy poco efecto en la economía. La única manera en que el banco central puede incidir en las tasas a más largo plazo que importan para las decisiones económicas, tales como las inversiones, la contratación de personal y el consumo, es mediante las señales que transmite sobre futuros cambios de las tasas de interés clave.

Pero los anuncios de política monetaria también pueden contener otra información, que denominamos el factor de *mercado*. Mediante estas comunicaciones, los bancos centrales pueden transmitir información sobre la disponibilidad de bonos para los inversionistas privados (debido a la evolución del tamaño del balance del banco central) y los riesgos que pudieran afectar el crecimiento y aumentar la inflación (o las incertidumbres al respecto), así como sobre cambios en las preferencias del banco central (por ejemplo, qué tan rápido devolver la inflación a la tasa deseada) y sus objetivos.

Las dos dimensiones de los anuncios (el elemento sorpresa y el contenido informativo) pueden observarse en los precios de los bonos inmediatamente después de los anuncios de política monetaria (en este estudio, un período de un día). Por una parte, las sorpresas relacionadas con el factor de señal de los anuncios deberían afectar a los bonos de plazo más corto. Esto se debe a que los bancos centrales solo pueden comprometerse a seguir una determinada línea de política durante unos tres años aproximadamente, que es el lapso en el que pueden hacer pronósticos razonables del rumbo de la economía. Más allá de ese horizonte, cualquier medida sería descartada por los mercados como palabrería barata. Por otra, las sorpresas relacionadas con el factor de mercado de los anuncios deberían afectar a la prima

que se obtiene por poseer bonos a más largo plazo. Se emplea un método estadístico llamado de análisis de componentes principales para extraer los movimientos del rendimiento de los bonos a plazo más corto y más largo en los días de los anuncios: se considera que los primeros representan sorpresas de las señales y los segundos, sorpresas del mercado.

El último paso consiste en medir los cambios en los precios de los activos y los flujos de capitales en los mercados emergentes como reacción a la política monetaria de Estados Unidos. Esto se hace mediante la llamada metodología de estudio de eventos, en la que se examina la forma en que reaccionan los mercados en las economías emergentes inmediatamente después de un anuncio de política monetaria en Estados Unidos. Este método es particularmente útil para determinar la causalidad, porque el shock que predomina en los días del anuncio es probable que sea consecuencia de ese anuncio. Además, se supone que el impacto en los mercados financieros de las economías emergentes se siente de inmediato o por lo menos dentro de los dos días siguientes. Así pues, los cambios en los precios de los activos y los flujos de capitales dentro de ese plazo pueden atribuirse en promedio a los shocks de la política monetaria estadounidense.

El contagio se ha intensificado

Examinamos la reacción de 21 economías de mercados emergentes: Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Singapur, Sudáfrica, la provincia china de Taiwán, Tailandia y Turquía, ante 125 anuncios de política monetaria de Estados Unidos entre enero de 2000 y marzo de 2014. Concluimos que las sorpresas de la política monetaria estadounidense surten un efecto inmediato en la afluencia de capitales y el movimiento de los precios de los activos de las economías de mercados emergentes (por lo menos sobre un período de dos días).

Sin embargo, cuando examinamos por separado los períodos anteriores a la crisis (durante la fase convencional de la política monetaria) y después de noviembre de 2008 (cuando se inició la compra de activos a gran escala), descubrimos que los efectos de contagio “por unidad” de sorpresa de la política monetaria estadounidense habían sido distintos y más fuertes durante la fase no convencional. Para muchos activos, los contagios habían sido aun mayores cuando Estados Unidos comenzó a plantear el repliegue de su compra de activos (entre mayo de 2013 y marzo de 2014). En términos generales y en todas las fases de la política monetaria, los contagios fueron mayores cuando los anuncios sorprendieron a los mercados con información sobre la orientación futura de las tasas de política monetaria (sorpresas de señal), comparado con anuncios que sorprendieron a los mercados con información que afectaba el rendimiento a más largo plazo de los bonos de Estados Unidos (gráfico 3).

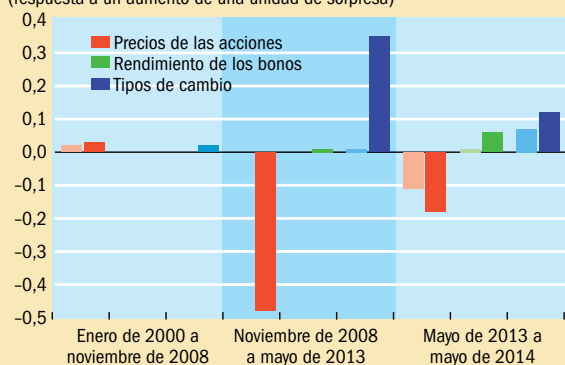
Suponemos que los efectos de contagio más profundos durante la fase no convencional probablemente fueron estructurales en su mayoría, fruto de las compras de bonos que se introdujeron en la fase no convencional de la política monetaria y de la liquidez que se generó. Los contagios por unidad de sorpresa no parecen depender del tamaño de los shocks, ya sea que estos estén relacionados con la adopción de una política más flexible o una más restrictiva o que se registren en un punto de inflexión en la tónica de la política (por ejemplo, ante una primera tentativa de aplicar una política restrictiva después de una secuencia ininterrumpida de recortes).

Gráfico 3

SorPRESa

Los anuncios imprevistos de la Reserva Federal surtieron un efecto mucho mayor durante la fase no convencional de la política monetaria que antes de 2008.

(respuesta a un aumento de una unidad de sorpresa)



Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: El gráfico representa el efecto estimado de una restricción hipotética sorpresiva de la política monetaria sobre los precios de las acciones, el rendimiento de los bonos y los tipos de cambio durante tres fases de la política monetaria estadounidense: convencional, no convencional y el período en el que la Reserva Federal dio indicios de que reduciría sus compras de bonos. Los efectos de una sorpresa de mercado se representan en colores claros; los de una sorpresa de señal en colores más oscuros. En los tipos de cambio, los valores positivos indican una depreciación de la moneda extranjera frente al dólar de EE.UU.

Gráfico 4

Los fundamentos importan

El crecimiento del PIB real, los saldos en cuenta corriente, la inflación y los porcentajes de deuda local en manos de extranjeros tienen un impacto significativo en los efectos de contagio de la política monetaria estadounidense en los mercados de acciones, bonos y divisas.

	Acciones		Rendimiento de los bonos		Tipos de cambio	
	Factor de mercado	Factor de señal	Factor de mercado	Factor de señal	Factor de mercado	Factor de señal
Crecimiento del PIB						
Inflación						
Cuenta corriente						
Porcentaje de deuda local en manos de extranjeros						

Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: Los rectángulos verdes representan los factores que amortiguan los efectos de los shocks de la política monetaria no convencional de Estados Unidos; los rectángulos rojos representan los factores que amplifican estos efectos. Cuanto más oscuro el color, mayores son los efectos. El factor de señal se refiere a la información sobre la política monetaria futura que transmite un shock. El factor de mercado se refiere a la información sobre la disponibilidad de bonos para los inversionistas privados, a los riesgos que pueden afectar el crecimiento y aumentar la inflación y a los cambios en las preferencias y objetivos del banco central. La cuenta corriente es la balanza del comercio neto, los ingresos netos y los pagos de transferencia netos de un país.

Pero también hallamos que los contagios se vieron afectados por la situación económica del país. Los países cuyos parámetros económicos fundamentales eran más sólidos sufrieron un menor contagio. Es decir, los efectos del contagio, en especial durante el período de la política monetaria no convencional, se amortiguaron de manera significativa cuando el crecimiento del PIB real era más alto y el saldo de la cuenta corriente más sólido, además de tener el país una inflación más baja y menores porcentajes de deuda local en manos de extranjeros. Algunos han sostenido que los fundamentos económicos tuvieron un mayor efecto con el paso del tiempo, a medida que los inversionistas comenzaron a hacer distinciones entre países. No obstante, en este estudio se halló que las variables fundamentales de la economía importaban incluso en las reacciones iniciales a los anuncios de política monetaria estadounidense. Los rectángulos verdes del gráfico 4 muestran los factores internos que ayudaron a amortiguar los shocks, mientras que los rojos señalan los que los amplificaron.

También examinamos si los contagios eran más profundos en los mercados de mayor tamaño, más líquidos (con muchos compradores y vendedores), o ambos. En teoría, los efectos del tamaño del mercado por sí solo son ambiguos, debido a que entran en juego dos fuerzas opuestas. Los mercados más grandes atraen más inversionistas extranjeros, lo que aumenta la volatilidad, pero al mismo tiempo tienden a ser más líquidos, lo que debería reducirla. De hecho, en la práctica el mero tamaño del mercado no es un factor que intensifique o amortigüe considerablemente el contagio. Sin embargo, cuando se toma en cuenta la liquidez del mercado, hay algunas pruebas de que los más grandes están expuestos a contagios mayores. Los efectos de la liquidez son más claros: los mercados más líquidos disminuyen el efecto de contagio, conforme a lo previsto. Por ende, siempre y cuando los mercados se mantengan líquidos a medida que crecen, el riesgo de que sufran contagios debería ser limitado.

Consecuencias para las políticas

No es sorprendente que la política monetaria de Estados Unidos tenga repercusiones en el resto del mundo, en vista de su predominio en los mercados mundiales. Sin embargo, encontramos que el contagio particularmente profundo es un fenómeno reciente en su mayor parte, pues data de la crisis financiera mundial.

El hecho de que el contagio parezca mayor durante la fase no convencional de la política pone de relieve el costo de llevar las tasas de interés a un nivel cero. Por lo tanto, si se desea evitar el contagio profundo, es preciso adoptar políticas apropiadas en los buenos tiempos, a fin de reducir al mínimo el riesgo de alcanzar el límite cero en los malos. Estas políticas podrían abarcar otros elementos macroeconómicos, tales como el gasto y los impuestos, con objeto de estabilizar la relación entre la deuda y el PIB y conservar un margen fiscal que permita apoyar la economía en las fases descendentes. Se podrían incluir reformas estructurales, por ejemplo en los mercados laborales o la educación, para impulsar el crecimiento y el empleo. También se deberían aplicar políticas prudentiales, con objeto de mantener la estabilidad financiera. Entre estas últimas políticas podría figurar la imposición de requisitos de capital o de liquidez a los prestamistas, así como de

límites a los prestatarios en cuanto a la relación préstamo/valor o servicio de la deuda/ingresos.

Asimismo, hay una lección para las economías de mercados emergentes. Teniendo en cuenta que los efectos adversos del contagio de la política monetaria estadounidense guardan relación con la situación económica del país receptor (es decir, que cuanto mejores son los parámetros fundamentales y más líquidos los mercados, más se amortiguan los efectos de los shocks de la política monetaria de ese país), las economías de mercados emergentes deberían mejorar sus variables fundamentales lo más que puedan. En períodos de turbulencia o crisis se puede recurrir a otras políticas (tales como intervenciones cambiarias o incluso medidas de gestión del flujo de capitales) para controlar el exceso de volatilidad y el desorden en los mercados, pero estas políticas no deben considerarse un sustituto de políticas económicas generales idóneas.

El contagio es más extendido y profundo si proviene de sorpresas de *señal*. Esto es una buena noticia, pues los bancos centrales comprenden mejor el canal de señalización y lo pueden controlar mejor con una comunicación sobre las intenciones inmediatas y futuras de la política. Por ende, la Reserva Federal y otros bancos centrales influyentes deberían poder contener la fuente de los shocks que tienen efectos de contagio mundiales.

Al mismo tiempo, aun cuando las sorpresas de *mercado* producen un menor contagio, sus efectos se diferencian menos de un país a otro y son menos predecibles. Para mitigar los efectos de las sorpresas de *mercado*, los bancos centrales de las economías avanzadas deberían concentrarse en minimizar los shocks de rendimientos de los bonos a largo plazo cuando dichos bancos reducen o ponen fin a su dependencia de políticas monetarias no convencionales. Esto lo podrían lograr, por ejemplo, dejando que venzan los activos que han acumulado en vez de venderlos. No obstante, si optan por venderlos, deberían hacerlo de una forma muy predecible. ■

Jiaqian Chen es Economista del Departamento de Europa del FMI. Tommaso Mancini-Griffoli es Experto Principal del Sector Financiero y Ratna Sahay es Subdirectora, ambos en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.