



71 | Turbulencias en mercados emergentes

Daniel Kampel¹

"It's our currency but it's your problem."
John Connally, ex-secretario del Tesoro (1971)

1. El debut de la política monetaria bajo Janet Yellen

La quincena pasada se realizó la primera reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal bajo la presidencia de Janet Yellen, quién recientemente reemplazó a Ben Bernanke en el liderazgo de la institución responsable de la política monetaria norteamericana. Las decisiones adoptadas por el Comité en esta ocasión no depararon sorpresa alguna o, dicho en otras palabras, la novedad –en esta ocasión– estuvo signada por la continuidad de las políticas impulsadas por su predecesor: 1) las tasas de interés de política continúan en el (bajísimo) nivel en que se establecieron desde la crisis financiera internacional de 2007/8 y continuarán así por, por lo menos, un semestre más; 2) Continúa la disminución gradual de las medidas de estímulo monetario no tradicionales englobadas en el programa conocido como QE3, el cuál se pretende dar por finalizado hacia fines del corriente año. Como se recordará, en el mes de diciembre pasado, la Reserva Federal (FED) anunció que comenzaría a disminuir su programa de compra de activos, desde el nivel que había alcanzado de u\$ 85 billones mensuales, reduciendo sus adquisiciones a razón de u\$ 10 billones por mes. Con la tercera reducción consecutiva, éstas se ubicarán ahora en u\$ 55 billones mensuales. 3) Por último, anunció que adoptará para el marco de referencia que utiliza como base para la toma de decisiones una visión más holística del mercado de trabajo, dejando atrás el mero y singular umbral del 6.5% del desempleo adoptado en el pasado.

El comunicado posterior del comité y las propias palabras de Yellen en la conferencia de prensa se encargaron de reforzar la continuidad de la política monetaria en curso, si bien con un lenguaje menos alineado con el "bando de las palomas" con el que la prensa y los analistas especializados habían identificado a las preferencias de la nueva jefa de la entidad. El lenguaje impreciso (y las distintas especulaciones e interpretaciones respecto a la política de tasas para el mediano plazo) resultó en un salto de 15 puntos básicos en el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a 5 años de plazo.

Las decisiones adoptadas por el FOMC son compatibles con el contexto económico que predomina en Estados Unidos. En los últimos meses, las condiciones económicas continuaron su fortalecimiento -aunque a una velocidad relativamente lenta. El nivel de actividad continúa en ascenso: de acuerdo a la tercera revisión de las cuentas nacionales, el PIB real norteamericano se incrementó a una tasa anualizada del 4.1% y del 2.6% en el tercer y cuarto trimestre de 2013, respectivamente, aunque

¹ Economista invitado, info@econometrica.com.ar.
Este informe fue originalmente distribuido por la consultora Econométrica.



la tasa para el período anual completo se ubicó en un 1,9% por el más pobre desempeño registrado en la primera mitad del año pasado.

El eslabón más débil sigue estando constituido por el mercado laboral. La evolución del empleo ha sido particularmente lenta en los cinco años que ya lleva la recuperación. La tasa de desempleo se ubica actualmente en el entorno del 6.7%, lo que significa que ha recorrido un importante trayecto descendente desde los peores registros de la crisis, pero todavía se encuentra por encima de los niveles registrados en la etapa previa². Más aún, parte de dicha disminución debe atribuirse a una menor tasa de participación, por lo que la tasa de desempleo, por sí sola, subestima (en algún grado) la debilidad actual del mercado de trabajo. Las causas de una menor participación no están claras. Al argumento tradicional del trabajador “desalentado” de continuar en su búsqueda se le han añadido factores de largo plazo. En efecto, el informe del banco de inversiones Morgan Stanley enfatiza que la tendencia declinante en la tasa de participación se observa con anterioridad a la crisis. Algunas sedes de la Reserva Federal, como las que tienen asiento en las ciudades de Atlanta³ y Filadelfia⁴, han difundido investigaciones que sostienen que la menor tasa de participación, obedece a factores demográficos asociados al envejecimiento de la población (mayores retiros por jubilaciones o enfermedades). Por su parte, los trabajadores de tiempo parcial, que no han podido ubicarse en empleo de tiempo completo se mantienen en un nivel elevado. La crisis –la peor recesión desde la posguerra- ha dejado un desempleo de largo plazo (mayor a los seis meses de duración) elevado, estimado actualmente en 2,3% -unas 3.8 millones de personas- con enormes dificultades para volver a reinsertarse en el mercado de trabajo. En este contexto, la inflación núcleo⁵ medida a través del PCI – calculada por el Departamento de Trabajo- se encuentra contenida en un nivel del 1.1% (más bajo aún que lo que ciertos analistas desearían, a fin de permitir por esa vía un grado relativamente acotado de licuaciones de deuda y acelerar el saneamiento de los balances de firmas e individuos⁶). Estimaciones alternativas, como el índice PCE –elaborada por el Departamento de Comercio – la ubicaban en el mes de febrero en 0.9%, el dato más bajo desde octubre pasado. Es muy probable, entonces, que la política de tasa bajas de interés se mantenga por un tiempo todavía prolongado.

2. Efectos del *tapering*⁷ sobre los mercados emergentes

El exceso de liquidez que predominó en los mercados financieros internacionales mientras en los Estados Unidos la política monetaria operaba en el nivel inferior de las tasas de interés y se aplicaban medidas de estímulo monetario no tradicionales, como el QE en sus distintas etapas, permitió a los mercados emergentes insertos en los mercados internacionales acceder a masivos flujos de fondos a tasas sumamente

² En diciembre de 2007, la tasa de desempleo se ubicaba en el 5.0%

³ Véase: <http://macroblog.typepad.com/macroblog/2014/01/what-accounts-for-the-decrease-in-the-labor-force-participation-rate.html>

⁴ Véase: <http://philadelphiafed.org/research-and-data/publications/research-rap/2013/on-the-causes-of-declines-in-the-labor-force-participation-rate.pdf>

⁵ La inflación núcleo representa la tendencia a largo plazo de los niveles de precio y excluye para su cálculo a los componentes más volátiles, como las variaciones de los precios de alimentos y energía.

⁶ La Reserva Federal de St. Louis (2013) estima que sólo la mitad de las pérdidas del patrimonio neto de los hogares en términos reales sufridas como consecuencia de la crisis financiera ha podido ser recuperada.

⁷ A lo largo del trabajo, utilizamos el término *tapering* para referirnos al proceso de desaceleración gradual de las compras de activos por parte de la Reserva Federal.

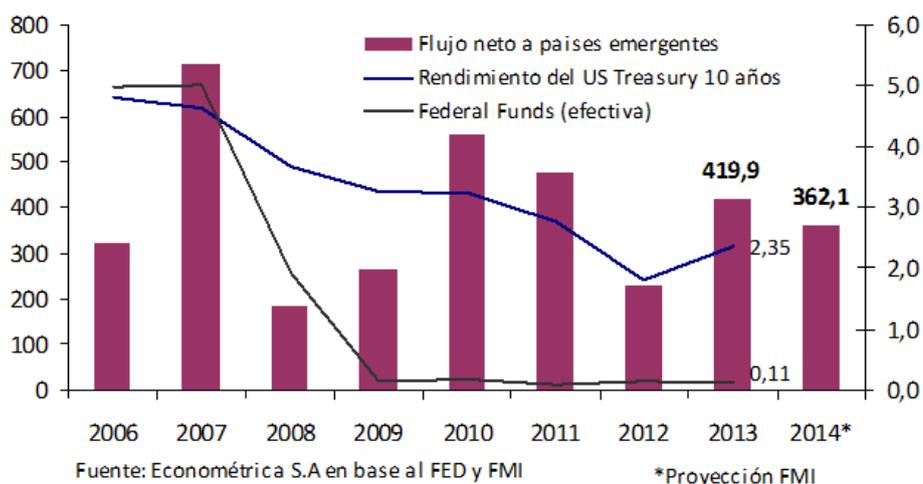


convenientes. Desde 2008, inversores interesados en conseguir mayores rendimientos que los bajos niveles ofrecidos por los activos norteamericanos (y de otros mercados desarrollados) aumentaron sus colocaciones en los principales mercados emergentes. En este contexto, los activos emitidos por los emergentes se convirtieron en este período en una clase estratégica. Rápidamente, los BRIC (Brasil, Rusia, India, China) se pusieron de moda en los mercados de capitales internacionales, así como los países de rápido desarrollo de Asia y ciertos mercados latinoamericanos (adicionales a Brasil) como México y Chile. Cabe enfatizar que esta apertura de los mercados internacionales no estuvo limitada a los mercados emergentes que se habían insertado en las corrientes financieras con anterioridad, sino que el rango de acceso fue ampliado a países que tradicionalmente se encontraban racionados en los mercados de crédito voluntario. Países que anteriormente estaban limitados a las fuentes oficiales de crédito pudieron acceder a mercados de capitales a tasas convenientes. Hasta el momento, la disponibilidad de crédito sólo fue limitada para los países que operan en la frontera de dichos mercados (Argentina, Venezuela, entre otros).

Entre 2010 y 2012, los flujos de capitales privados hacia los mercados emergentes se mantuvieron elevados y superaron en cada uno de esos años los 1.1 trillones⁸ de dólares. Las tasas de interés se mantuvieron bajísimas, y el costo global del endeudamiento fue cercano a cero en términos reales para el año 2012⁹. En muchos países receptores (China, Turquía, Sudáfrica, India, Brasil, entre otros) el apalancamiento de las instituciones financieras y el crédito interno aumentaron notablemente en este período¹⁰, dejando un flanco vulnerable frente a una eventual reversión de los flujos.

Flujo neto de capitales a los países emergentes

en miles de millones de USD



⁸ Los términos trillones y billones se utilizan en su acepción anglosajona.

⁹ Véase: <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/04/01/where-are-real-interest-rates-headed/>

¹⁰ A diferencia del pasado, una proporción importante de los flujos se concentró en deuda denominada en moneda local de los mercados emergentes.



Las medidas de control a los flujos de capitales -admitidas por el staff del FMI a partir de la publicación del trabajo de Ostra et. al (2010) que revirtió la postura de apertura irrestricta previa de la entidad- adoptadas por los países preocupados por los efectos de dichos flujos sobre su tipo de cambio real y la competitividad de sus respectivas economías, no lograron desincentivar los mismos en la magnitud esperada allí donde fueron aplicados (Brasil, India, entre otros).

La masividad de los flujos permitió el crecimiento de clases de activos antes pocos desarrollados en los mercados emergentes, como el de deudas soberanas denominadas en moneda doméstica, reduciendo el descalce de moneda de los países emisores¹¹. En ese sentido, los activos de renta fija aumentaron significativamente su ponderación dentro de los portafolios de los inversores en estos mercados. Por su parte, en los mercados internacionales, el sector corporativo de los mercados emergentes -muchas veces a través de subsidiarias ubicadas fuera de su país de origen- ha emitido un mayor volumen de instrumentos de deuda que los propios soberanos.

Bastó, sin embargo, la mera insinuación que hiciera el entonces gobernador de la Reserva Federal Ben Bernanke en una deposición frente al Congreso norteamericano en el pasado mes de mayo, acerca de la posibilidad -por entonces sin fecha predeterminada- de que el organismo monetario comenzaría a disminuir los estímulos monetarios para el rendimiento de los bonos estadounidenses se incrementara y se gatillara una desaceleración en los flujos de capitales hacia los países emergentes a partir del segundo trimestre de 2013¹². Los inversores comenzaron a deshacerse gradualmente de los activos emitidos por economías relativamente más riesgosas, liquidando las posiciones acumuladas durante la etapa previa. En la segunda mitad del año pasado, los flujos hacia los países emergentes disminuyeron en términos nominales un 10.5%¹³ en relación a idéntico período del año inmediato anterior. En los primeros dos meses del presente año, después que el proceso de desaceleración de la compra de activos efectivamente comenzara en diciembre, dicha tendencia se acentuó aún más.

Las dificultades para financiar los déficits de cuenta corriente en el nuevo contexto se reflejaron en depreciaciones de los tipos de cambio de las monedas de los países afectados y en las tasas de interés internas. La flexibilidad de los esquemas cambiarios -en contraposición de los esquemas más rígidos que prevalecían en los 90s- permitieron amortiguar los efectos en forma más ordenada que en el pasado. Por ejemplo, el tipo de cambio del rand sudafricano -una de las monedas más liquidas entre las economías emergentes- contra el dólar norteamericano lleva devaluado un 15,2% desde que Bernanke insinuó el comienzo del tapering en mayo pasado. La pérdida de paridad fue notable en enero de 2014, cuando se devaluó un 6.3%, lo que forzó al Banco de la Reserva de ese país a aumentar en forma inesperada la tasa de interés de referencia (por primera vez en 18 meses) en un intento por desacelerar el proceso de depreciación. En febrero el rand se depreció un

¹¹No obstante ello, no se redujo la exposición frente a la volatilidad de los flujos externos.

Véase: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2014/01/pdf/text.pdf>

¹²Estimaciones anuales de los flujos disponibles en <http://www.iif.com/emr/capflows201401.php>

¹³Fuente: ibid.

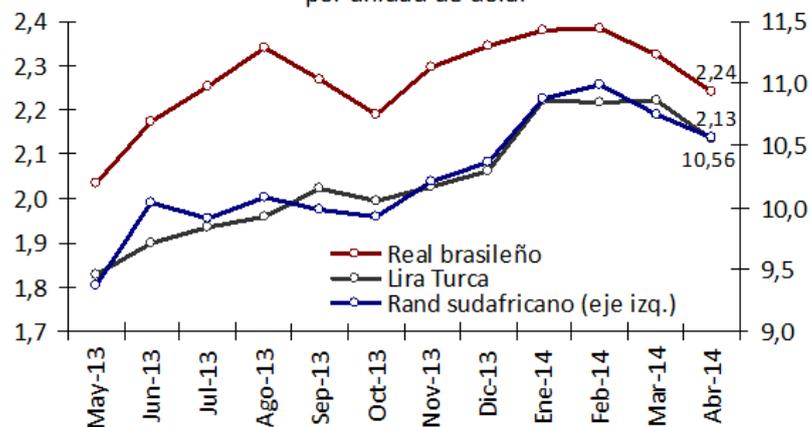


1% adicional, aunque logró revertir temporalmente la tendencia en marzo. Por su parte, la lira turca (donde también se incrementó la tasa de interés) acumula una depreciación anual del 21%. Patrones similares, con diferentes grados de intensidad, se observan en otras monedas emergentes, como la rupia hindú, la rupia de Indonesia y el real brasileño¹⁴. Todas ellas sufrieron inicialmente depreciaciones en enero, de la que luego se recuperaron (todavía) parcialmente.

Por otra parte, los estudios del FMI señalan que los efectos negativos de la suba en las tasas de interés internas compensan los beneficios provenientes de la depreciación de las monedas domésticas¹⁵. En ese sentido, cabe señalar que una eventual sobre-reacción por parte de los responsables de la política económica, para atenuar la depreciación, también puede causar efectos negativos sobre el crecimiento. De hecho, el producto manufacturero se contrajo en febrero y marzo en tres de los cuatro mercados emergentes más grandes, si bien a un ritmo marginal¹⁶.

Monedas de países Emergentes

por unidad de dólar



Fuente: Econométrica SA

3. Cuando pase el temblor

Las tendencias que predominaban en enero hacían pensar en el inicio de una crisis más amplia en varios mercados emergentes, especialmente aquellos donde se observaban déficits en las cuentas corrientes cuyo financiamiento dependía de la disponibilidad de fondos externos, al igual que sucedió en otras crisis en el pasado cuando las acciones de la Reserva Federal determinaban un menor grado de liquidez internacional. Es verdad que, como se comprobó en el año 2008 –a diferencia del

¹⁴Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica han sido agrupados bajo la denominación “frágiles 5” por el Banco de Inversión Morgan Stanley, dado los déficits fiscales y que mantienen registrados en sus cuentas corrientes, su dependencia del financiamiento externo y elementos de carácter político.

¹⁵<http://blog-imfdirect.imf.org/2014/04/03/are-emerging-markets-still-on-the-receiving-end/>

¹⁶HSBC Emerging Markets Index



El pasado- las economías emergentes disponían de reservas acumuladas, menores relaciones de deuda externa/PIB que en el pasado, menores descalces de moneda y de tipos de cambio flexible para hacer frente a eventuales turbulencias. Pero aún cuando las respuestas de política se encuentren en el sendero adecuado, subsisten fallas de coordinación en los mercados financieros internacionales que dan lugar a altas volatilidades de precios y fenómenos de contagio y comportamiento de manada que pueden afectar a las economías.

Sin embargo, las novedades de las últimas semanas dan cuenta que la reversión en los flujos registrada en enero y febrero no se sostuvo con igual intensidad durante los meses siguientes. La salida de capitales se ha desacelerado, particularmente las que se originaba en China y en los países de Asia emergente. Incluso algunos mercados latinoamericanos, como México y Colombia, han logrado emitir instrumentos de deuda a plazos prolongados y bajo costo crediticio. Pero es probable que, a medida que el tapering continúe progresando, observemos mayor volatilidad y se revelen nuevos problemas en los mercados financieros internacionales.

4. Perspectivas

Hemos señalado más arriba que en los últimos años un número importante de economías emergentes pudieron acceder al mercado internacional de capitales y obtener financiamiento a un costo cercano a cero, en términos reales. Es esperable que, como se ha visto en el pasado, las condiciones que dieron origen a este fenómeno no se sostengan a medida que avance el proceso de desaceleración en la expansión de la hoja de balance de la FED y en qué momento –no antes de los próximos seis meses- la autoridad monetaria aumentará su tasa de interés de referencia. La estrategia adoptada por la FED consistiría en mantener las tasas de corto plazo bien por debajo de las tasas de equilibrio de largo plazo, aún con menores índices de desempleo.

Algunos bancos además señalan que las tasas de interés de largo también convergirán hacia niveles ligeramente menores niveles debido a temas fiscales. Por su parte, los futuros de las *commodities* parecen apuntar hacia una cierta declinación en los precios. Los precios de dichos bienes se han mantenido relativamente estables en el último año, pero se ha observado incremento en la oferta más rápido que en la demanda. En ese sentido, el FMI¹⁷ pronostica estabilidad para el precio del petróleo durante el corriente año y una caída del 6% para el próximo. Los bienes no-petroleros los precios observarán en promedio una caída del 3.5% y del 3.9 en 2014 y 2015, respectivamente, siendo los bienes alimenticios y los metalíferos los más afectados por esta declinación. Por último, cabe consignar que la persistente fortaleza del Euro –adjudicada parcialmente a la diversificación de reservas chinas- puede llegar a observar un ligero relajamiento en el mediano plazo. Los analistas entienden que cualquier apreciación por encima de la paridad actual, en el rango de los 1.38 dólares por Euro, sería simplemente temporaria y ofrecería significativos riesgos a la baja.

¹⁷<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/text.pdf>