

DOCUMENTO DE ANÁLISIS DEL PERSONAL TÉCNICO DEL FMI

VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS EMERGENTES: LECCIONES DE MAYO DE 2013

Ratna Sahay, Vivek Arora, Thanos Arvanitis,
Hamid Faruquee, Papa N'Diaye,
Tommaso Mancini-Griffoli y un equipo del FMI

Septiembre de 2014 SDN/14/09

DOCUMENTO DE ANÁLISIS DEL PERSONAL TÉCNICO DEL FMI

VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS EMERGENTES: LECCIONES DE MAYO DE 2013

Ratna Sahay, Vivek Arora, Thanos Arvanitis,
Hamid Faruquee, Papa N'Diaye,
Tommaso Mancini-Griffoli y un equipo del FMI

Septiembre de 2014 SDN/14/09

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, Departamento de Estudios Y
Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación

Preparado por Ratna Sahay, Vivek Arora, Thanos Arvanitis, Hamid Faruquee, Papa N'Diaye,
Tommaso Mancini-Griffoli y un equipo del FMI¹

Distribución autorizada por Ratna Sahay y Vivek Arora

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD: Los Documentos de Análisis del Personal Técnico del FMI representan las opiniones de los autores, y no necesariamente las opiniones del FMI ni sus políticas. Las opiniones aquí expresadas deben atribuirse a los autores y no al FMI, su Directorio Ejecutivo ni sus directivos. Los Documentos de Análisis del Personal Técnico se publican con el objeto de generar comentarios y fomentar el debate.

| | |
|---|--|
| Números de clasificación JEL: | E40, E44, E61, E62, G12 |
| Palabras clave: | Repliegue gradual, política monetaria no convencional, volatilidad, macroprudencial, medidas sobre flujos de capital, intervención cambiaria |
| Direcciones de correo electrónico de los autores: | rsahay@imf.org; varora@imf.org; aavanitis@imf.org; hfaruquee@imf.org; pndiaye@imf.org; tmancini@imf.org |

¹ Integraron el equipo del FMI Ran Bi, Jiaqian Chen, Prachi Mishra, Kenji Moriyama, Lam Nguyen, Silvia Sgherri, Preya Sharma, Esteban Vesperoni, Sebastian Weber y Gao Yuan. Los autores agradecen a los miembros del Directorio Ejecutivo del FMI por sus invaluable aportes durante una sesión informativa oficiosa, y asimismo a los participantes en diversos seminarios del FMI por sus valiosos comentarios. Los autores agradecen también a Grace Angeles y Gillian Adu por la excelente asistencia brindada.

ÍNDICE

RESUMEN GENERAL

INTRODUCCIÓN

SECUELAS DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NO CONVENCIONALES DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

- A. Flujos de capital destinados a los mercados emergentes
- B. Políticas previas a la mención de repliegue del estímulo en mayo de 2013

REACCIÓN DE LOS MERCADOS A LA POSIBILIDAD DE REPLIEGUE, MEDIADOS DE 2013

- A. Turbulencia prevista en los mercados financieros
- B. Políticas de respuesta de los mercados emergentes y su eficacia

LECCIONES DE CARA AL FUTURO

BIBLIOGRAFÍA

GRÁFICOS

1. Políticas monetarias no convencionales en las economías avanzadas
2. Evolución de la composición de los flujos de capital brutos
3. Flujos de capital netos acumulativos hacia mercados emergentes
4. Factores determinantes de los flujos de capital
5. Principales mercados emergentes receptores de flujos de capital
6. Flujos de capital hacia mercados emergentes
7. Escaladas de los flujos de bonos
8. Entrada de flujos y condiciones financieras
9. Acumulación de reservas y entradas de capital
10. Situación fiscal de algunos mercados emergentes
11. Novedades en el sector externo
12. Condiciones financieras
13. Desaceleración sincronizada de los mercados emergentes
14. Perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes
15. Tasas de los bonos del Tesoro a 10 años y tasas a corto plazo
16. Variación de las respuestas de los precios de los activos entre países tras los shocks de política monetaria de mayo–junio de 2013
17. Efecto de los anuncios sobre política monetaria estadounidense
18. Efecto en el rendimiento de los bonos
19. Los fundamentos como explicación de las diferentes reacciones de los mercados
20. Evolución de la influencia de los fundamentos a lo largo del tiempo y entre países
21. Herramientas de política utilizadas por los mercados emergentes
22. Efecto de los anuncios sobre las políticas

- 23. Eficacia de la intervención cambiaria
- 24. Volatilidad implícita
- 25. Frutos de las políticas desplegadas
- 26. Eficacia de la comunicación de la Reserva Federal

RESUMEN GENERAL

En el verano de 2013, los mercados financieros internacionales sufrieron un fuerte estallido de volatilidad tras reevaluar las perspectivas de que la Reserva Federal estadounidense dismantelara el programa de compras de bonos y endureciera la política monetaria. Los mercados emergentes se vieron golpeados con especial dureza. Aunque los cambios de política monetaria de los países avanzados —o incluso un indicio de esos cambios— pueden repercutir en el resto del mundo, la violencia de la reacción de los mercados tomó a la mayoría por sorpresa. Los precios de los activos y las monedas colapsaron, y se redoblaron las dudas en torno a las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes en un contexto de mayor incertidumbre.

El vuelco de la actitud de los mercados hacia los mercados emergentes se produjo poco después de un período prolongado de distensión monetaria en las economías avanzadas, que había sido esencial para evitar un desenlace aun peor al comienzo de la crisis financiera internacional (FMI, 2013a), y durante el cual las economías emergentes fueron el destino de voluminosos capitales extranjeros. En 2009–12, los mercados emergentes recibieron casi la mitad de los flujos internacionales, y si bien esas entradas de capital estuvieron concentradas entre ocho y diez grandes mercados emergentes, varios mercados emergentes pequeños también atrajeron grandes volúmenes en relación con su tamaño. En varios casos, las entradas de capital estuvieron acompañadas por una rápida expansión del crédito, que alimentó un sobrecalentamiento de las economías nacionales y creó las condiciones para una agudización de las vulnerabilidades. Esto dificultó la formulación de políticas, y algunos mercados emergentes plantearon inquietudes en torno a los efectos colaterales indeseables de la política monetaria de los países avanzados. De hecho, los fundamentos económicos de los mercados emergentes no justificaban una parte sustancial de los flujos de capital.

Las reacciones de los mercados durante el verano de 2013 cuando la Reserva Federal mencionó la posibilidad de replegar poco a poco su política monetaria no convencional fueron inusuales tanto en términos de la magnitud como de la amplitud de las salidas de capitales, aunque la magnitud del ajuste varió significativamente según el país. ¿Por qué reaccionaron así los mercados y qué lecciones de política se desprenden de este episodio? Este documento pretende sintetizar los últimos estudios al respecto.

Las principales determinaciones de este Documento de Análisis del Personal Técnico del FMI son las siguientes:

- i) Hubo una fuerte correlación entre los anuncios de la Reserva Federal sobre política monetaria y los movimientos de los precios de los activos y las entradas de capital en los mercados emergentes; los efectos fueron más intensos durante la fase de política monetaria no convencional (después de 2008) y la primera vez que se mencionó el repliegue gradual del estímulo monetario (verano de 2013).
- ii) Durante los primeros períodos de volatilidad aguda y sistémica en los mercados, los precios de los activos y los flujos de capital sufrieron indiscriminadamente, sin importar el país, pero a lo largo del tiempo se hizo evidente una mayor diferenciación entre los mercados emergentes.
- iii) Los fundamentos macroeconómicos sólidos contribuyeron a suavizar las reacciones del mercado a los shocks de la política monetaria estadounidense. En particular, los déficits en

cuenta corriente profundos, la inflación alta, las perspectivas de crecimiento débil y un nivel relativamente bajo de reservas fueron factores importantes que influyeron en la reacción de los mercados.

- iv) En los casos en que existieron vulnerabilidades, los mercados emergentes que actuaron sin dilación y con firmeza por lo general se vieron menos afectados.
- v) La comunicación clara y eficaz de los bancos centrales de las economías avanzadas en cuanto al repliegue del respaldo monetario no convencional es importante para alejar el riesgo de volatilidad excesiva en los mercados.
- vi) A la comunidad internacional le toca un papel importante en la protección de la estabilidad financiera mundial; por ejemplo, a través de esfuerzos decididos por parte de todos los países para cooperar con acuerdos financieros regionales, promover la cooperación transfronteriza entre los bancos centrales y los reguladores, y reforzar la red mundial de seguridad financiera, entre otras cosas mediante recursos adecuados del FMI.

INTRODUCCIÓN

En mayo de 2013, se observaron olas de shocks financieros que golpearon a muchos mercados emergentes. Dichas olas ocurrieron inmediatamente después del testimonio que dio ante el Congreso el Presidente de la Reserva Federal estadounidense, y en el cual mencionó la posibilidad de que la institución a su cargo procediera a un repliegue gradual de la compra de bonos emitidos por el Tesoro y organismos semiestatales. Ese anuncio siguió varios años de distensión monetaria en Estados Unidos previos a la crisis financiera internacional, así como la adopción de políticas monetarias no convencionales en Estados Unidos y otras economías avanzadas después de la crisis. Durante este período, los mercados emergentes experimentaron en general entradas de capital.

Sin embargo, a partir de mayo de 2013 hasta comienzos de 2014 hubo un marcado aumento de la volatilidad en los mercados financieros, con fuertes correcciones de los precios de los activos y los tipos de cambio de las economías emergentes, y una reversión de los flujos de capital. En medio de serias inquietudes en torno al cambiante contexto externo y a la desaceleración de la actividad económica interna de los mercados emergentes, las experiencias y las políticas de respuesta de los mercados emergentes variaron.

Este documento examina el impacto de los anuncios de política de la Reserva Federal en los precios de los activos y los flujos de capital que entraron y salieron de los mercados emergentes, para explicar las diferentes reacciones de los países mediante un examen de los factores internos y externos, y para extraer lecciones generales de política. Las principales determinaciones del estudio son que i) hubo una correlación entre los anuncios de la Reserva Federal sobre política monetaria y los movimientos de los precios de los activos y las entradas de capital en los mercados emergentes; ii) los efectos más agudos se registraron en la fase de política monetaria no convencional (después de 2008) y especialmente cuando se mencionó por primera vez el repliegue gradual (verano de 2013); iii) durante los primeros períodos de volatilidad aguda y sistémica en los mercados, los precios de los activos y los flujos de capital sufrieron más indiscriminadamente, sin importar el país, pero a lo largo del tiempo se hizo evidente una mayor diferenciación entre los mercados emergentes; iv) la solidez de los fundamentos macroeconómicos de los mercados emergentes es un factor importante, que contribuyó a suavizar las reacciones de los mercados a los shocks de la política monetaria estadounidense; v) en los casos en que existieron vulnerabilidades, los mercados emergentes que actuaron sin dilación y con firmeza por lo general se vieron menos afectados; vi) la comunicación clara y eficaz de los bancos centrales de las economías avanzadas en cuanto al repliegue del respaldo monetario no convencional es importante para alejar el riesgo de volatilidad excesiva en los mercados; y vii) la promoción de la operación internacional, que debe incluir una sólida red mundial de seguridad financiera, puede ofrecer a los mercados emergentes una protección eficaz frente a la volatilidad de los mercados durante una transición de la economía mundial que deje atrás el respaldo de liquidez a gran escala.

Este Documento de Análisis del Personal Técnico del FMI está organizado de la siguiente manera: la sección II traza la evolución de los mercados emergentes antes de la mención del repliegue del estímulo en mayo de 2013; la sección III analiza la reacción de los mercados cuando se insinuó ese repliegue y las políticas de respuesta de los mercados emergentes; y la sección IV cierra con las principales lecciones para el futuro.