

A delanto del retiro del estímulo monetario de la FED y sus efectos sobre LOS MERCADOS FINANCIEROS

CÉSAR CARRERA*

El anuncio hecho por las autoridades de la Reserva Federal de los Estados Unidos de un retiro adelantado del estímulo monetario (QE Tapering), afectó a diversas economías emergentes en el mundo de modo diferenciado. En el caso peruano, el anuncio encontró un sistema bancario sólido y líquido, lo cual limitó sus efectos sobre las variables agregadas reales.

* Especialista en Investigación Económica del BCRP.
cesar.carrera@bcrp.gob.pe

Tal como se describe en Walsh (2014) y en Carrera y otros (2014), desde diciembre de 2008, la política monetaria de los Estados Unidos tiene dos componentes principales:

- Una tasa de interés de corto plazo (que ha estado cercana a cero desde el mencionado mes de 2008).
- Un programa de compras de activos financieros, los cuales incluyen títulos valores con garantías hipotecarias (*mortgage-backed securities*) y bonos del tesoro (*treasuries*).

El 22 de mayo de 2013, Ben Bernanke (presidente en aquella fecha de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Fed) anunció, en sus testimonios ante el Congreso de los Estados Unidos, la posibilidad de retirar gradualmente la tercera ronda de estímulo monetario (o flexibilización cuantitativa de la política monetaria, QE3 por sus siglas en inglés) antes de lo programado.

Tal retiro implicaba una reducción en las compras anunciadas para el QE3 y tenía por objetivo que los mercados financieros vayan internalizando sus potenciales efectos. Algunos autores sugieren que los efectos deben ser medidos en un corto plazo, pues las condiciones para implementar el retiro (básicamente asociadas con el mercado laboral y la actividad económica de los Estados Unidos) no se dieron en las reuniones inmediatas de la Federal Open Market Committee (FOMC) de la Fed.

Sin embargo, en la reunión de la FOMC de diciembre de 2013 se anunció la reducción de las compras del mes de enero de 2014 de US\$ 85 millones a US\$ 75 millones. En enero de 2014, se anunció para febrero, la reducción de compras de US\$ 75 millones a US\$ 65 millones. El cumplimiento de los anuncios garantizó una salida ordenada del QE3.

De acuerdo con Eichengreen y Gupta (2013) y Aizenman y otros (2014), dos de las tres características más importantes del anuncio hecho por Bernanke para los mercados financieros fueron que el impacto fue rápido (y bastante grande) y que éste no fue homogéneo (los países fueron afectados de manera diferenciada).

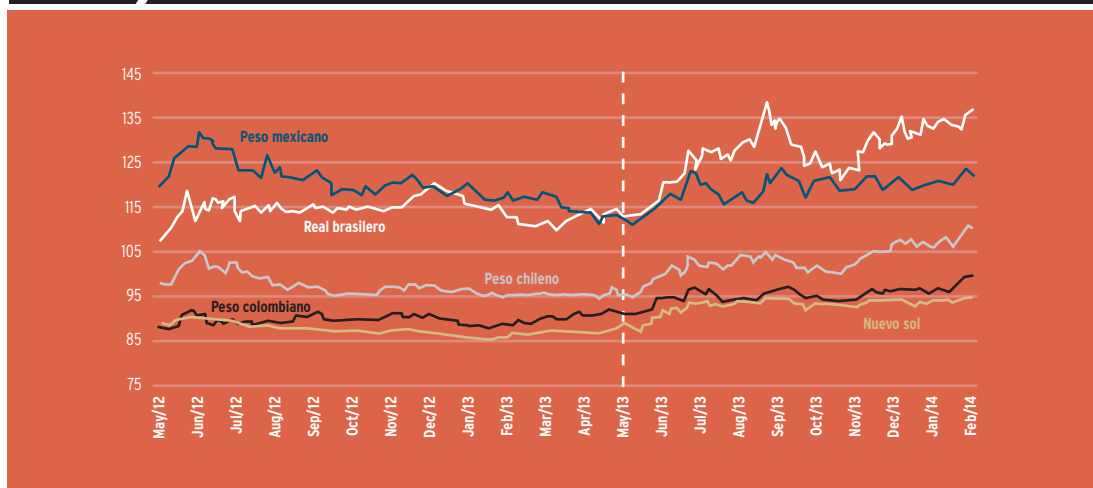
En economías emergentes, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros se tradujo en devaluaciones generalizadas de sus monedas y aumento en los retornos de los bonos soberanos. Ello se debe a la recomposición de los portafolios de inversionistas externos, que buscan activos financieros de menor riesgo. En el caso particular de América Latina, se revertieron las tendencias previamente observadas al anuncio hecho por Bernanke (ver Gráficos 1 y 2).



El impacto del QE *Tapering* fue rápido y heterogéneo sobre los mercados financieros

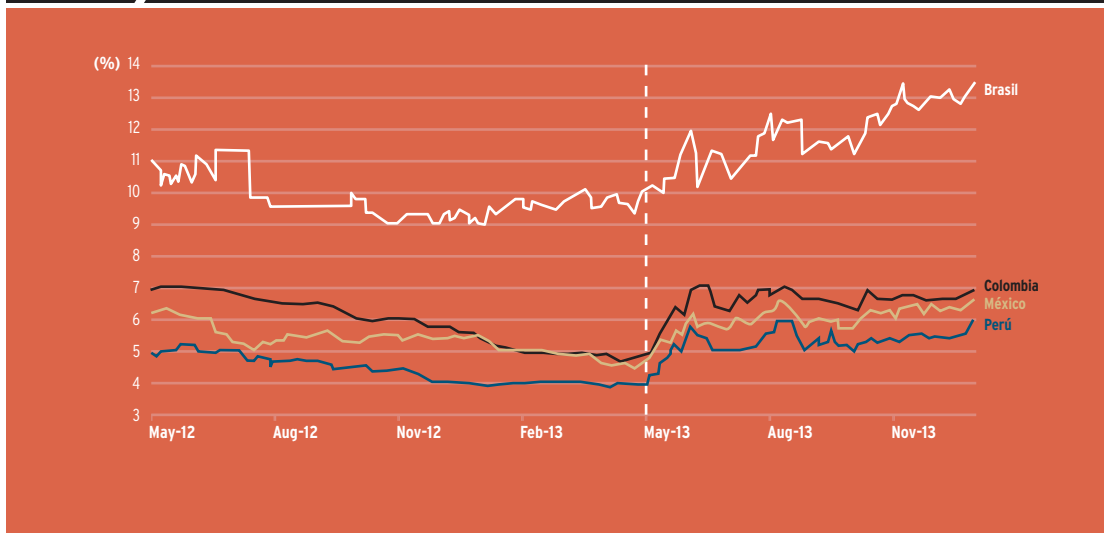


GRÁFICO 1 ■ Tipo de cambio de las principales monedas en Latinoamérica



FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICO 2 ■ Retorno de los Bonos Soberanos en Latinoamérica



FUENTE: BLOOMBERG.

EL CASO PERUANO

Uno de los principales efectos que tuvo el anuncio de Bernanke fue la contracción de los flujos de capitales tanto de corto como de largo plazo hacia la economía peruana (ver Gráfico 3). Hasta antes del QE *Tapering*, era relativamente fácil obtener financiamiento de largo plazo para las empresas no financieras en los mercados de capitales internacionales. Las líneas de financiamiento externo de corto plazo también fueron ampliamente usadas principalmente por las empresas financieras (ver Gráfico 4).

Normalmente estos escenarios son temidos porque implican una contracción y un encarecimiento del crédito, y con ello, una recesión de la actividad productiva. Lo que diferencia este caso con los anteriores es la alta liquidez en nuevos soles del sistema financiero. Con ello, lo que se

observa es que el ritmo de crecimiento de los créditos se ha mantenido y ha habido una sustitución de monedas en la colocación de créditos al sector privado (ver Gráfico 5).

FUERTES FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS

Si bien es cierto que aspectos como mercados financieros líquidos atenúan los efectos de corto plazo de un anuncio como el del *Tapering*, Perú es conocido por ser una economía con sólidos fundamentos macroeconómicos que le permiten mantener una posición de largo plazo más estable. Al respecto, entre las fortalezas de la economía peruana, se pueden mencionar:

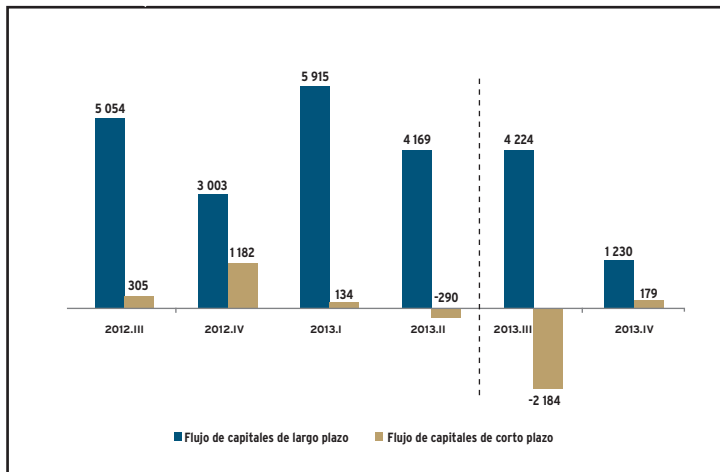
- **Reservas internacionales netas:** representan aproximadamente 32 por ciento del PBI, cubren aproximadamente nueve veces las deudas de corto plazo y respalda el 95 por ciento de todas las obligaciones del sector privado.
- **Portafolio diversificado de recursos mineros:** la canasta de productos mineros incluye cobre, plata, entre otros minerales (y otros recursos naturales).
- **Sistema financiero sólido:** el sistema bancario tiene exceso de recursos que se ha traducido en tasas de interés bajas (mínimos históricos) y un proceso de desdolarización.

RESPUESTA DE POLÍTICA

La posición del Banco Central con respecto al nuevo escenario internacional tuvo carácter prudencial. Entre las principales medidas adoptadas en mayo de 2013 se tienen:

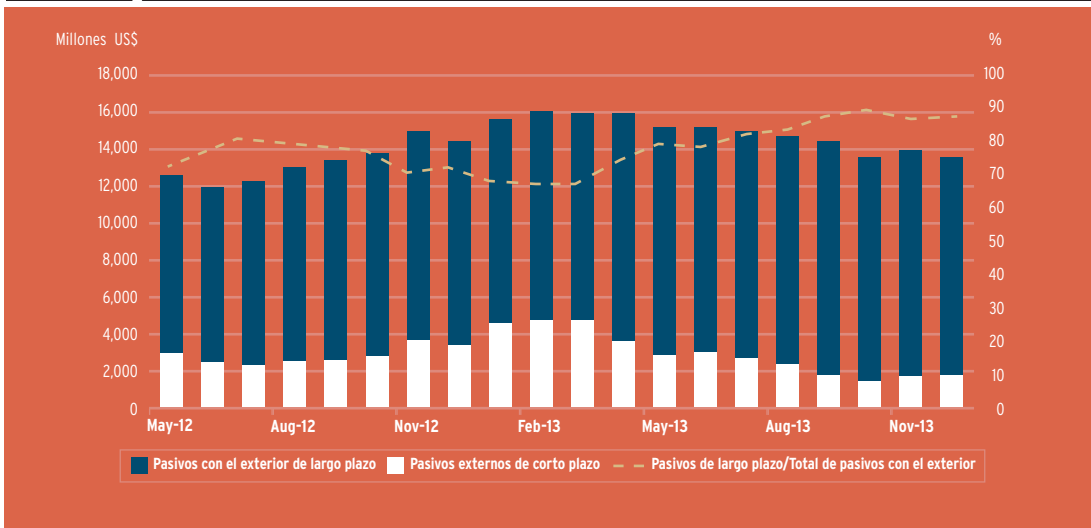
- Reducción de la tasa de los requerimientos de encaje en moneda nacional (de 20 a 14 por ciento). Esta medida aumentó la liquidez en el mercado para ser consistente con la mayor

GRÁFICO 3 ■ Flujos de capitales de corto y largo plazo al Perú (En millones de US\$)



FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 4 ■ Pasivos externos del sistema bancario (En millones de US\$ y en %)



FUENTE: BCRP.

demanda de crédito en moneda nacional (ello también contribuyó a la desdolarización de los créditos).

- Se intensificaron las intervenciones en el mercado cambiario para controlar la volatilidad del tipo de cambio.

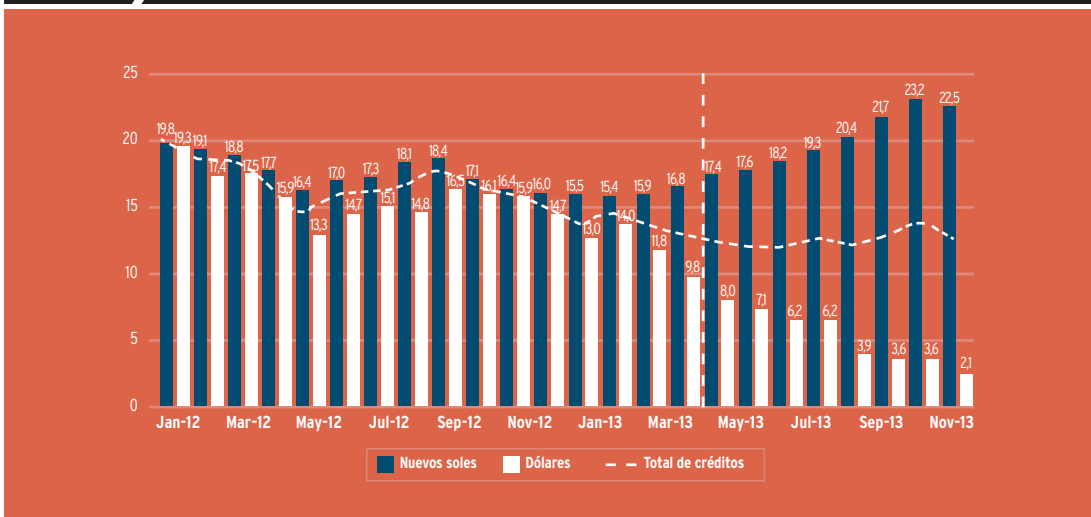
A MODO DE CONCLUSIÓN

El anuncio de *Tapering* hecho por Bernanke en mayo de 2013, tuvo efectos significativos en los mercados financieros internacionales, especialmente en los de las economías emergentes. En lo que respecta a la economía peruana, muchos de esos efectos estuvieron bajo control debido principalmente a la solidez del sistema financiero. Las medidas que adoptó el Banco Central durante este periodo tuvieron un carácter prudencial.

REFERENCIAS

- **Aizenman, J., Binici, M. y M. Hutchison (2014).** "The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets," NBER Working Papers 19980, National Bureau of Economic Research, Inc.
- **Carrera, C., Perez-Forero, F., y N. Ramírez (2014).** "Effects of the U.S. Quantitative Easing on the Peruvian Economy." Mimeo, BCRP.
- **Eichengreen, B. y P. Gupta (2013).** "Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets." Mimeo.
- **Walsh, C. (2010).** "Monetary Theory and Policy," 3rd Edition, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- **Walsh (2014).** "Monetary policy transmission channels and policy instruments." Mimeo. http://people.ucsc.edu/~walshc/MyPapers/Walsh_ChannelsandInstruments.pdf

GRÁFICO 5 ■ Tasa de crecimiento del crédito del sector bancario por monedas (En %)



FUENTE: BCRP.