

T ransmisión de la política monetaria de Estados Unidos sobre AMÉRICA LATINA

MARCO VEGA* Y JAIRO FLORES**

En este artículo, se explica cómo las expectativas de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos, generadas entre 2013 y 2015, influyeron significativamente en la evolución de los mercados emergentes, en especial, sobre los de Latinoamérica.



* Subgerente de Investigación Económica del BCRP.
marco.vega@bcrp.gob.pe



** Especialista en Economía Mundial del BCRP.
jairo.flores@bcrp.gob.pe

Entre los años 2013 y 2015, las expectativas en torno a la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos afectaron significativamente a las economías emergentes, en particular, a las de América Latina. En primer lugar, las economías de la región se vieron afectadas por las expectativas de reducción (ver Gráfico 1) y la reducción efectiva del programa de compra de activos de la Fed (QE) como señalan Eichengreen y Gupta (2015). En segundo lugar, la región también sobrellevó la elevada incertidumbre en los mercados financieros respecto al momento en que la Fed iniciaría el ajuste de sus tasas. Finalmente, en diciembre de 2015 la Fed decidió elevar las tasas por primera vez en casi diez años.

Al mismo tiempo, esta normalización de la política monetaria de EEUU ocurre en una época donde las economías de América Latina se encuentran más integradas, comercial y financieramente, entre sí y con el resto del mundo en comparación a décadas pasadas. En este contexto, una pregunta importante que preocupa tanto a los agentes económicos como a las autoridades encargadas de las políticas económicas en la región es: ¿Cómo reaccionarán las principales variables económicas de los países de América Latina ante este choque de política monetaria de la Fed?

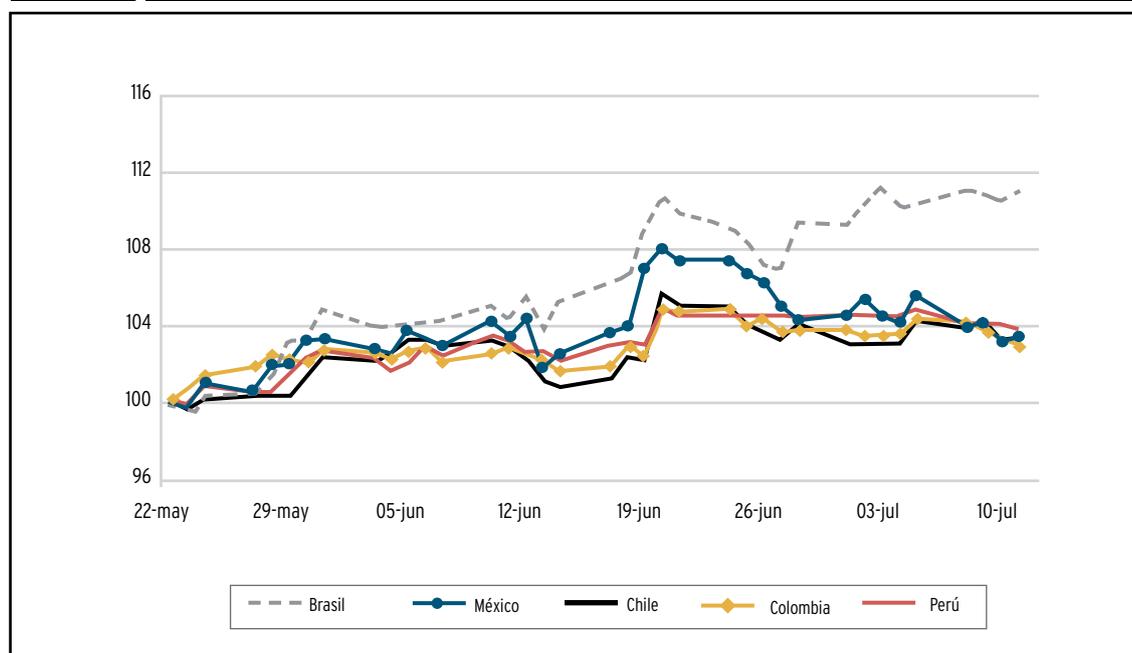
En Flores (2016) se presenta una aproximación de la respuesta a esta pregunta a través del análisis de un sistema de varios países que reúne a las economías más grandes de la región con régimen de metas explícitas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) y sus princi-

pales socios comerciales (Estados Unidos, China, Alemania, Francia, Japón y Canadá). El enfoque empleado permite tomar en cuenta la relación a nivel nacional e internacional de las economías de América Latina con el resto del mundo a través de sus vínculos comerciales. La incorporación de esta última característica resulta particularmente relevante debido a que los flujos comerciales son fuentes históricamente importantes de transmisión de choques externos hacia la región, Caporale (2012).

En particular, el estudio incorpora indicadores que resumen el estado de la economía de cada país e incluye, para cada uno de ellos, variables extranjeras que sirven como aproximaciones de los factores externos. Además, dado que la tasa de política de la Fed se encuentra cercana al límite inferior cero desde la crisis financiera de 2008, se emplea una medida alternativa construida en Wu y Xia (2016) conocida como la tasa Fed sombra (ver Gráfico 2). Estos autores muestran que esta tasa de interés sombra resume de una manera coherente la política monetaria no convencional que la Fed aplicó luego de la crisis, en su intento por estimular la demanda agregada.

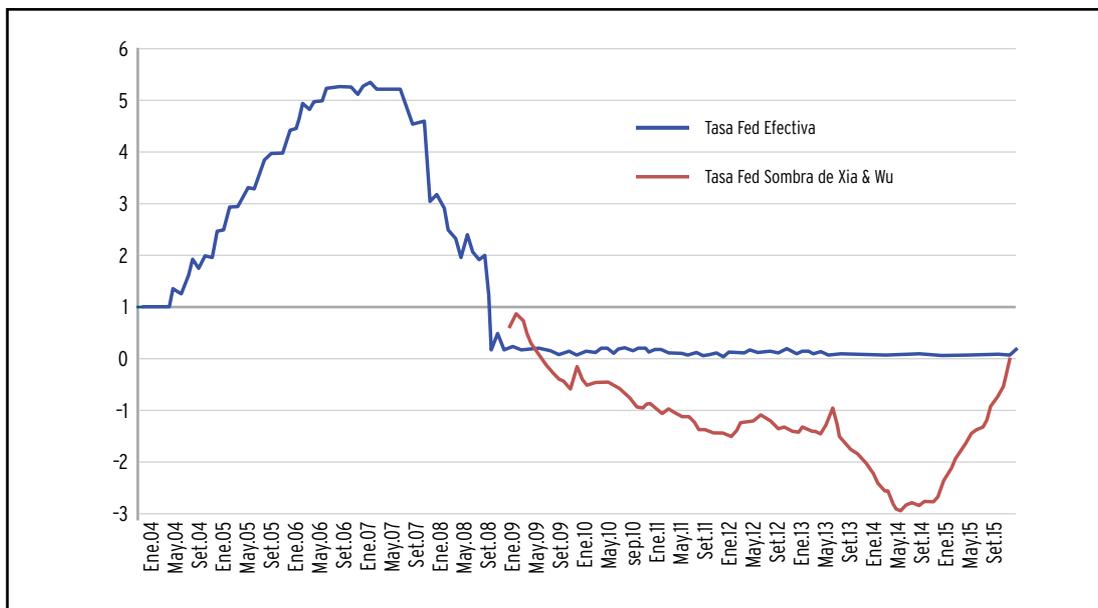
Con datos entre los años 2003-2014, se encontró que un choque de política monetaria contractivo en Estados Unidos es seguido de efectos contractivos significativos y persistentes sobre las principales variables económicas de la región. En otras palabras, un incremento en la tasa de política de la Fed ocasiona que la actividad económica y los precios de la región experimenten una reducción, mientras que las tasas de interés registran un ligero aumento. Entonces, ¿cuáles serían los canales de transmisión de estos efectos?

GRÁFICO 1 ■ Monedas de América Latina
(UM por US\$ - Índice 22-mayo = 100)



FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICO 2 ■ Tasa Fed efectiva y Tasa Fed sombra de Xia & Wu (En porcentaje)



FUENTE: RESERVA FEDERAL Y WU & XIA (2016).

Por un lado, el canal comercial se manifiesta a través de la reducción de las exportaciones de la región hacia Estados Unidos debido a la menor demanda de las familias estadounidenses por el efecto contractivo del alza de tasas de interés. Aunque este efecto es básicamente más notorio en México. Además, el menor consumo de las familias en Estados Unidos ocasiona una disminución del precio del petróleo, lo que afecta a los países de la región, donde las exportaciones del crudo representan una importante fuente de ingresos fiscales. Ambos efectos presionan a la baja tanto a la actividad económica como a los precios en la región. En este sentido, los países más afectados mediante este canal serían México y Colombia.

Por otro lado, el canal financiero está asociado a la salida de capitales de América Latina hacia Estados Unidos en busca de mayores retornos. Esto se refleja en una reducción de recursos disponibles para la asignación de créditos, lo que desincentiva la inversión y disminuye el producto. La salida de capitales además ocasiona presiones depreciatorias que incrementan los precios en el corto plazo pero, finalmente, estos disminuyen debido a las presiones negativas de demanda. Un efecto financiero importante derivado de un aumento de tasas de interés de Estados Unidos es que los precios de materias primas como el oro y el cobre podrían reducirse ante un cambio de portafolio de activos desde materias primas hacia activos denominados en dólares, lo que repercutiría en un mayor efecto negativo en las economías de la región.

CONCLUSIÓN

En vista de estos resultados, se puede concluir que a pesar de varios años de estabilidad

macroeconómica, las economías de la región mantienen una significativa dependencia al desempeño económico de Estados Unidos. En un contexto de normalización de la política monetaria en la economía norteamericana, las autoridades económicas de la región deben mantenerse alertas sobre el impacto de este proceso sobre el sector financiero y real estadounidense y su transmisión hacia las economías de América Latina.

Sin embargo, dado que existe heterogeneidad entre los países de la región en términos de persistencia y de amplitud de sus respuestas frente a choques, todavía hay margen para diferenciarse. Mientras los rendimientos en los países desarrollados se mantengan bajos, la inversión en países emergentes de América Latina seguirá siendo rentable pero cada vez en menor medida, por lo que las políticas económicas domésticas que busquen la diferenciación respecto a países pares cobrarán mayor relevancia.

REFERENCIAS

- Caporale, G. M. y Girardi, A. (2012). "Business Cycles, International Trade and Capital Flows: Evidence from Latin America". Discussion Papers of DIW Berlin 1254, DIW Berlin, German Institute for Economic Research.
- Eichengreen, B. & Gupta, P. (2015). "Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets," Emerging Markets Review, Elsevier, vol. 25(C), 1-15.
- Flores, J. (2015). "Transmisión de Choques de Política Monetaria de Estados Unidos sobre América Latina: Un Enfoque GVAR," Working Papers, Banco Central de Reserva del Perú, No. 2015-018.
- Wu, J. C. y Xia, F. D. (2016). "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound". Journal of Money, Credit, and Banking, 48(2-3), 253-291.