



Ben Bernanke, presidente de la Fed, en un televisor de la bolsa de Nueva York, el 19 de junio pasado ■ Foto Ap

Los inversionistas han reaccionado con cierta alarma a los indicios de que la Reserva Federal de EU podría recortar la “liberación cuantitativa” (QE) en fecha próxima. En semanas recientes se ha observado una cuantiosa venta de activos en mercados emergentes, pues los inversionistas prevén mayores dividendos en EU. Esto ha revivido preocupaciones sobre el financiamiento externo en algunos mercados emergentes vulnerables. Si bien una eventual normalización de la política monetaria en el mundo rico no necesariamente será calamitosa para los mercados emergentes, muchos de los cuales tienen balanzas de pagos más fuertes que en el pasado, las vulnerabilidades están al alza. Además, los sucesos recientes podrían indicar una reevaluación más fundamental de las perspectivas económicas de esos mercados.

Debe hacerse notar que la venta en masa no fue sólo resultado de las señales de política monetaria de EU, y que empezó antes de que se desatara la especulación por el retiro de liquidez de la Fed. El deslucido crecimiento económico mundial y los datos desalentadores en varios mercados emergentes, sobre todo China, pero también Brasil y Rusia, han contribuido al cambio en el sentimiento de los inversionistas, al igual que las recientes protestas en Turquía y Brasil. Sin embargo, el cambio de tono de

la Fed, de mediados de mayo en adelante, ha disparado una retirada más dramática de los activos en mercados emergentes. El inevitable proceso de ajuste, luego de los años de acomodo monetario extraordinario posterior a la crisis de 2008-09, culminará a la larga en un alza de tasas de interés en EU. Si lo demás se mantiene igual, esas tasas volverán relativamente menos atractivos los activos en mercados emergentes para los inversionistas.

**MUCHOS MERCADOS  
EMERGENTES HAN  
CONSTRUIDO SUSTANCIALES  
RESERVAS DE DIVISAS  
EXTRANJERAS**

Los mercados están considerando en sus operaciones el cambio en la política monetaria de EU mucho antes de que ocurra: aun después de que la QE sea suspendida del todo, faltan

probablemente dos años para el primer aumento en la tasa meta de referencia de la Fed, y en este sentido se puede decir que los inversionistas combinan una reducción en el ritmo de la liberación monetaria con una restricción real, fenómenos muy diferentes entre sí. La Fed se ha esforzado por señalar la diferencia, recordando a los observadores que una reducción en sus compras de bonos dentro de la QE sería “soltar un poco el acelerador” en vez de pisar el freno, para usar la analogía automovilística de Ben Bernanke, presidente de la Fed. Sin embargo, la sola expectativa de una retracción en la liquidez ha causado que se eleven las tasas de interés de mercado en EU, lo cual crea inquietudes de una fuga de capitales de los mercados emergentes.

La venta de activos ha sido dramática. Del 8 de mayo en adelante el índice general de valores de mercados emergentes del grupo FTSE ha caído 15%. Virtualmente todas las divisas de

mercados emergentes, excepto el renminbi chino, han sufrido fuertes caídas ante el dólar. El real brasileño, el rand sudafricano, la rupia india y la lira turca han perdido 8-11% en ese periodo. La rupia indonesia está bajo presión, lo cual contribuyó a que el banco central decidiera elevar las tasas de interés a mediados de junio. El peso mexicano también ha tenido un fuerte descenso ante el dólar (México es uno de los mercados emergentes de mayor liquidez, lo cual lo convierte en un objetivo primordial de la venta de activos de riesgo). Los rendimientos de los bonos soberanos en divisas locales o duras se han elevado en forma considerable.

#### Factores de vulnerabilidad

Ahora los inversionistas se preguntan qué significará para los mercados emergentes el fin de la era del dinero fácil. La vulnerabilidad de países individuales a una súbita reversión de los flujos de capital varía ampliamente,

dadas las diferencias en sus fundamentos macroeconómicos, sus perfiles de deuda externa y la calidad de su manejo económico. En términos generales, las economías que con más probabilidad se verían en aprietos son las que tienen grandes déficits en cuenta corriente y dependen mucho de las inversiones en carteras volátiles. Esto explica en parte por qué Turquía, India y Sudáfrica (cuyos déficits en cuenta corriente equivalen a 5-7% de su PIB) han sido afectados por esta reversión en el sentimiento. En esos países los flujos de cartera, a los que fácilmente se puede dar marcha atrás cuando los inversionistas tienen miedo, desempeñan un papel importante en financiar los déficits en cuenta corriente.

Pese a los riesgos de una restricción de liquidez por la Fed, varios factores deben mitigar su impacto en los mercados emergentes y evitar probables crisis de divisas y balanzas de pagos como las de la década de 1990. Primero, los balances de los mercados emergentes son en general mucho más fuertes que hace una década o dos, y los marcos de las políticas han mejorado (incluido un cambio hacia bancos centrales más independientes y tipos de cambio flotantes). Muchos mercados emergentes han construido sustanciales reservas de divisas extranjeras, las cuales ofrecen cierta protección contra dificultades de la balanza de pagos, pero siguen siendo suscep-

## ¿FIN DEL "DINERO FÁCIL"?

tibles a una rápida disminución en caso de crisis. Las reservas internacionales de países no pertenecientes a la OCDE se han elevado del equivalente a 45% de su deuda externa en 2000 a 155% en 2012. (El agregado, hay que reconocerlo, está inflado por la enorme acumulación de reservas de China, a unos 3.3 billones de dólares.) Esta tendencia reduce el potencial de que deudas denominadas en moneda extranjera se vuelvan incosteables en moneda local. De todos modos muchos mercados emergentes se han vuelto menos dependientes de los préstamos en monedas extranjeras porque han estimulado el desarrollo de mercados financieros en moneda local.

Un segundo factor de mitigación es que el ambiente de tasas de interés ultrabajas engendrado por la QE en el mundo rico ha permitido que algunos gobiernos de mercados emergentes y corporaciones prefinancien sus necesidades emitiendo deuda a tasas atractivas. Los aumentos recientes en los rendimientos de bonos volverán más difíciles y costosas estas operaciones, pero los que tomaron préstamos antes de la venta masiva en el mercado —entre ellos varios gobiernos y empresas de AL— ahora aparecen como muy sagaces.

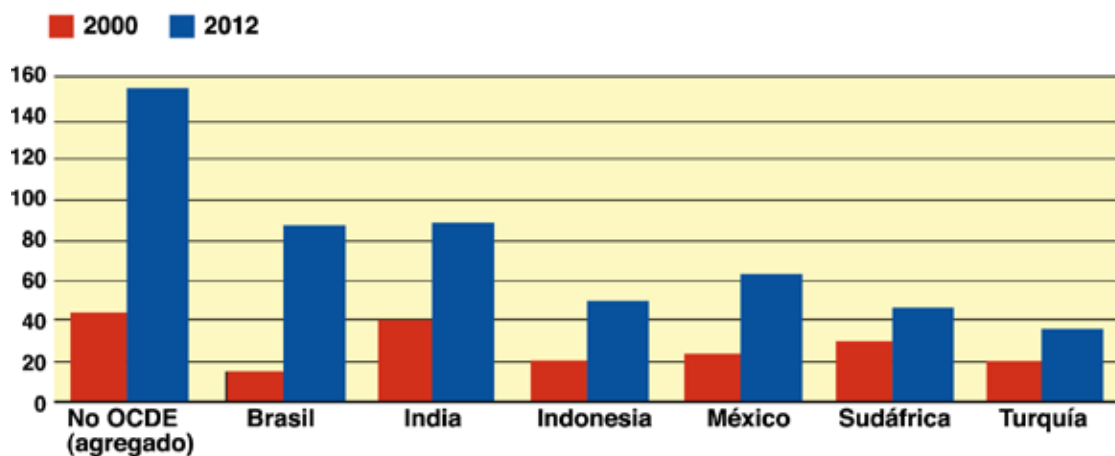
En tercer lugar, la reacción negativa de los mercados a la perspectiva de una cancelación de la QE pasa por alto que cualquier retiro de liquidez será gradual y cauteloso, y que la normalización de la política monetaria por la Fed implica una mejoría de los fundamentos económicos de EU, la cual debe de beneficiar al resto del mundo por medio del comercio y la inversión.

¿Un tirón pro cíclico?

Sin embargo, si bien los mercados emergentes están en general en mejor posición que en las décadas de 1990 y 2000 para resistir una recolocación global de activos, ello no significa que el ajuste será terso o que la ausencia de problemas de balanza de pagos evite dificultades de otro tipo. Si bien la Fed tiene razón en buscar una salida cautelosa y anunciada a la QE, tal vez resulte inevitable para los bancos centrales de algunos mercados emergentes hacer ajustes bruscos y reactivos si continúa la venta en masa de activos. Brasil y Turquía han endurecido en fecha reciente su política monetaria, en parte para aliviar presiones a la baja sobre sus divisas. En Brasil es casi seguro que habrá nuevas restricciones ante las crecientes presiones inflacionarias, y en Turquía es posible. Sin embargo, esas medidas serían pro cíclicas, dadas las condiciones relativamente débiles de la economía en ambos países, y un alza de tasas de interés ahogaría la recuperación. Compárese, por ejemplo, la situación de Turquía con la de 2011, última vez en que hubo presión sobre la lira

Mejores parachoques

(reservas internacionales totales, como porcentaje del monto de la deuda externa total)



Fuente: Datos por país de Economist Intelligence Unit

turca y el banco central tuvo que elevar las tasas de interés para atraer capitales. En ese tiempo la economía crecía alrededor de 9% al año. Ahora el crecimiento es de un 3%.

**EL NERVIOSISMO DEL SECTOR FINANCIERO PODRÍA ENCUBRIR TAMBIÉN PREOCUPACIONES MÁS ESENCIALES**

Abundan otras perturbaciones potenciales. Brasil, por ejemplo, ha derogado un impuesto a las transacciones financieras adoptado anteriormente, en un intento por combatir la apreciación del real. Dadas las preocupaciones

por el modelo cada vez más intervencionista y estatista de las políticas de ese país, esta súbita vuelta en U —aunque bienvenida al retirar un control de capitales que crea distorsión— podría reforzar entre inversionistas extranjeros la percepción de que las políticas son impredecibles. La debilidad de las divisas en varias otras economías latinoamericanas es en gran medida aceptable por ahora, pero una depreciación continua, si va aparejada con mayor inflación, podría empujar la política monetaria en direcciones no del todo garantizadas por los fundamentos domésticos. El banco central de Colombia ya ha detenido la liberación monetaria, en parte por sucesos recientes en los mercados mundiales. En México, la

reciente debilidad del peso bien podría estimular al banco central a abstenerse de recortar las tasas de interés, pese al deslucido crecimiento económico.

Preguntas mayores

El nerviosismo del sector financiero podría encubrir también preocupaciones más esenciales. El panorama del crecimiento en los mercados emergentes se ha oscurecido, pues los datos de China en particular han sido decepcionantes a principios de 2013 y se ha vuelto claro que la segunda economía del planeta experimenta un cambio secular hacia un crecimiento más lento. La reciente alza en las tasas interbancarias apenas si ha sido útil, pues ha alimentado

temores de una crisis financiera en el mayor mercado emergente luego de años de rápido crecimiento del crédito. EIU se mantiene aún relativamente positiva en cuanto a las perspectivas de los mercados emergentes en general. Pronosticamos que el crecimiento agregado del PIB en países no pertenecientes a la OCDE se acelerará de 4.7% en 2012 a 6.3 en 2016, conforme mejore la economía global. Sin embargo, persisten desafíos, y es posible que los responsables de las políticas tengan que enfrentarlos todos a la vez, mientras se lleva a cabo el cambio global en liquidez. En años recientes, la abundancia de liquidez ha impulsado las economías de mercados emergentes y financieros, tanto ayudando a prevenir descensos más pronunciados en las economías desarrolladas con las que los mercados emergentes comercian como suprimiendo rendimientos sobre bonos en el mundo rico, lo cual ha estimulado el traslado del dinero a países en desarrollo. El principio del fin del dinero fácil aún no llega, pero los mercados comienzan a tenerlo en cuenta: en perspectiva, se trata de una reevaluación integral de la capacidad de los mercados de dinero de sostener las recientes tasas de crecimiento una vez que se normalicen las condiciones monetarias en las economías avanzadas.

FUENTE: ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT



El gobernador del Banco de México, Agustín Carstens, durante la presentación del nuevo billete de 50 pesos, el cual incluye más elementos de seguridad para evitar falsificaciones, el 6 de mayo pasado en el Museo Interactivo de Economía, en el Centro Histórico de la capital de la República ■ Foto Cristina Rodríguez

