



# COVID-19: ¿DE VUELTA A 2013?

La orientación de la Reserva Federal tras la pandemia expondrá vulnerabilidades en los mercados emergentes con una gran deuda externa privada

**Şebnem Kalemli-Özcan**

**L**a pandemia no ha provocado una crisis de deuda propiamente dicha en los mercados emergentes, pero persisten riesgos sustanciales.

La situación actual podría ser una “ilusión” de estabilidad debida en gran medida al efecto amortiguador de la política monetaria estadounidense en las condiciones de financiamiento externo de los mercados emergentes. Al debilitar el dólar, tender líneas de crédito recíproco y reducir los costos de financiamiento externo en dólares para los mercados emergentes, la política monetaria de Estados Unidos mantuvo los flujos de capital hacia esas economías. Debido a su influencia en la percepción del riesgo de los inversionistas internacionales, la política monetaria estadounidense siempre ha sido el determinante más importante

de las entradas y salidas de capital de los mercados emergentes. ¿Habrá una crisis en los mercados emergentes cuando las tasas de interés de Estados Unidos comiencen a subir? Eso dependerá de tres cuestiones principales:

- El efecto de la política monetaria estadounidense en los flujos de capital de los mercados emergentes, que variará según el riesgo de cada país.
- La composición de la deuda externa de estas economías en términos de moneda y sector —mayormente en dólares de EE.UU. y en manos del sector privado— al comienzo de la pandemia.
- El espacio fiscal limitado de las economías de mercados emergentes para luchar contra la pandemia, que requiere un constante endeudamiento público interno y externo.

### Política monetaria de Estados Unidos

Históricamente, la deuda soberana ha desempeñado un papel importante en las economías de mercados emergentes. Ya desde la década de 1980, los estudios muestran que la diferencia de las tasas de interés entre los títulos del Tesoro estadounidense y los bonos públicos de los mercados emergentes afectan la demanda de deuda de los mercados emergentes. En los últimos tiempos, esa estrecha relación comenzó a debilitarse.

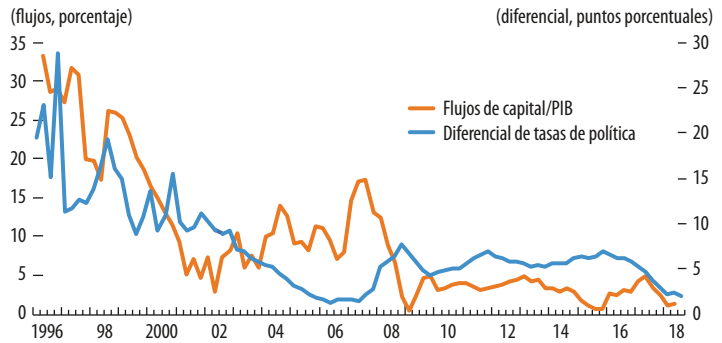
El gráfico 1 muestra una correlación mucho más baja desde la crisis financiera mundial entre los flujos de capital y los diferenciales de las tasas de política monetaria, que afectan directamente a las tasas de los bonos públicos a corto plazo. La razón es que los flujos de capital privados, tales como los préstamos y bonos empresariales y los flujos bancarios transfronterizos, son un componente mucho más significativo de la deuda externa total de los mercados emergentes desde principios de la década de 2000. Los flujos privados de capital tienen más probabilidades de verse afectados por las percepciones de riesgo de los inversionistas privados en cuanto a la economía de un mercado emergente determinado que por los diferenciales entre las tasas de interés de los bonos públicos. Obviamente, los flujos públicos también pueden ser sensibles a la percepción de riesgo mundial, especialmente si están denominados en moneda local. Por ende, la política estadounidense afecta a las entradas y salidas de capital públicas y privadas en los mercados emergentes. Esos flujos pueden ir en direcciones opuestas: los flujos públicos pueden entrar en los mercados emergentes y los flujos privados podrían salir si las tasas de política estadounidense bajan y la percepción de riesgo mundial sube.

Ante las medidas históricas que tomó la Reserva Federal, regresaron los USD 100.000 millones en inversiones de cartera públicas y privadas (títulos como acciones y bonos) que habían salido de los mercados emergentes entre enero y mayo de 2020. La actuación de la Reserva Federal no solo redujo los costos de endeudamiento de los mercados emergentes, sino que también despejó en parte la aversión mundial al riesgo, alentando la afluencia de capitales del sector privado hacia los mercados emergentes durante el segundo semestre de 2020 con una prima de riesgo más baja. También hubo heterogeneidad en los flujos de capital hacia los mercados emergentes según la forma en que manejaron la pandemia (Çakmaklı *et al.*, 2020; FMI, abril de 2020). Esta heterogeneidad no es sorprendente y se observó en otros episodios de cambio de la política monetaria estadounidense (Kalemli-Özcan, 2019). Las respuestas de los mercados emergentes a la orientación de la política de la Reserva Federal varían según el riesgo de cada país, que está vinculado directamente al manejo de la pandemia.

Gráfico 1

#### Menor influencia de las tasas de política monetaria y bonos públicos

La diferencia entre las tasas de interés de política monetaria de los mercados emergentes y Estados Unidos ha incidido menos en las entradas de capital de los mercados emergentes desde la crisis financiera mundial.



**Fuente:** Adaptado de Kalemli-Özcan (2019), Simposio de Jackson Hole. Cálculos de los autores basados en datos del FMI.

**Nota:** Los diferenciales de las tasas de política monetaria están en logaritmos y se calculan respecto a Estados Unidos. Los flujos de capital están normalizados por el PIB y trazados como promedios móviles de tres trimestres. Se sacan promedios de todas las variables entre los países en una fecha determinada. Las observaciones trimestrales corresponden a 46 economías de mercados emergentes.

Todo esto es prometedor, pero como no tenemos datos sobre la balanza de pagos en tiempo real para analizar los flujos de capital *totales*, podríamos extraer un panorama incompleto de las posibles respuestas de los flujos de capital a la COVID-19 y a la política monetaria estadounidense usando cifras que abarcan únicamente los flujos de inversión de cartera que salieron de los mercados emergentes: USD 70.000 millones en acciones y USD 30.000 millones en títulos de deuda (FMI, abril de 2020). Sabiendo qué tipos de flujos de capital salieron con más abundancia durante otras crisis de los mercados emergentes y conociendo la composición del stock de deuda externa de las economías de mercados emergentes al comienzo de la pandemia, podremos tener más claras las vulnerabilidades restantes de los mercados emergentes ante posibles salidas futuras de capital en medio de condiciones mundiales cambiantes.

### Monedas y sectores

Entonces, ¿cuál era la composición por moneda y sector de la deuda de los mercados emergentes a fines de 2019, justo antes de la pandemia? Aunque la cartera de títulos de deuda, integrada por bonos empresariales y públicos de los mercados emergentes, constituye una parte significativa de su deuda externa, el crédito bancario transfronterizo tiene la misma importancia. Ahora bien, esos préstamos no están incluidos en los flujos de inversión de cartera. En los mercados emergentes, una parte desproporcionada de los pasivos externos (65%) corresponde a títulos de deuda (bonos) y otra deuda de inversión (préstamos) en montos

aproximadamente iguales. La inversión en acciones y la inversión extranjera directa constituyen el 35% restante. Las entidades soberanas representan más del 60% de la cartera de títulos de deuda, en tanto que los préstamos bancarios y empresariales representan 80% de otra deuda de inversión (Avdjiev *et al.*, 2020). Aunque las entidades soberanas pueden endeudarse externamente mediante bonos en moneda local, la mayor parte de los préstamos y los bonos empresariales y bancarios transfronterizos están denominados en dólares de EE.UU.

Es importante saber qué sector deudor y qué tipo de clase de activos perdió más capital externo durante crisis pasadas de los mercados emergentes, tales como la crisis financiera mundial de 2008 y la crisis de 2013 cuando las rentabilidades de los títulos del Tesoro estadounidense se dispararon ante la sugerencia de que la Reserva Federal recortaría paulatinamente las compras de activos financieros que estimulaban la economía (episodio conocido como “taper tantrum”, en inglés). Durante esos episodios, las mayores salidas de capital de los mercados emergentes se observaron en los préstamos bancarios transfronterizos, seguidas por los bonos empresariales y los préstamos empresariales transfronterizos, como lo muestra el gráfico 2.

Los episodios de 2008 y 2013 muestran que lo ocurrido con las salidas de capital de los mercados emergentes a comienzos de la pandemia, entre marzo y mayo de 2020, podría haber sido peor. En ambos episodios, las salidas relacionadas con la deuda total del sector privado —no solo inversiones en títulos de deuda— fueron lógicamente muy superiores a los USD 30.000 millones que salieron de la cartera de inversiones de renta fija a comienzos de la pandemia. En cuanto a los USD 70.000 millones que

salieron de la cartera de renta variable, el monto no es sorprendente, dado que esta es la clase de activos de mercados emergentes más riesgosa y que la pandemia de COVID-19 representó el shock más grande desde la crisis financiera mundial en términos de la fuga de inversionistas.

Los flujos de deuda empresarial y bancaria de los mercados emergentes se mantuvieron intactos en 2020, a diferencia de lo ocurrido en 2008 y 2013, gracias a las medidas rápidas, claras y sin precedentes tomadas por la Reserva Federal. La política monetaria estadounidense es el principal determinante de los flujos del sector privado de los mercados emergentes, que son en dólares y están en manos de acreedores privados, y son sensibles al apetito de riesgo de los inversionistas internacionales.

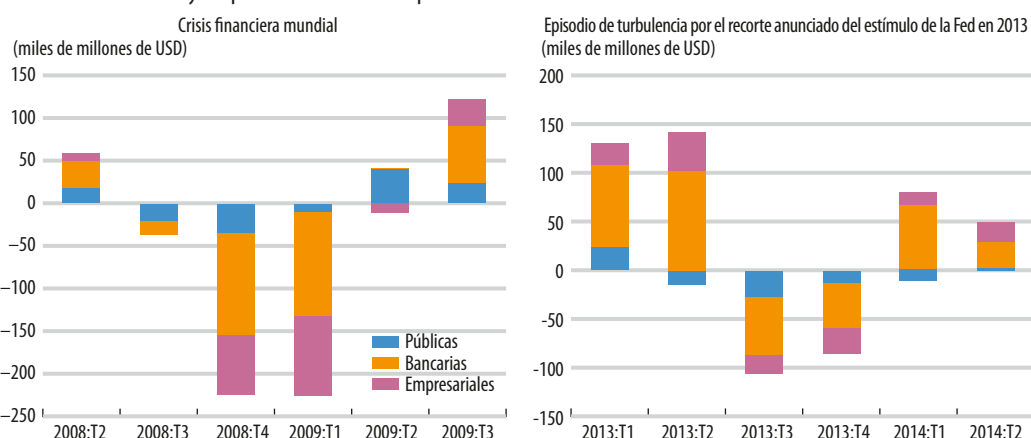
### Política fiscal

¿Ocurrirá un episodio similar al de 2013, con salidas de capitales de los mercados emergentes cuando suban las tasas de política monetaria de Estados Unidos a medida que su economía se fortalece? La respuesta depende del riesgo de cada país, que no es una función únicamente de vulnerabilidades clásicas como una deuda externa elevada, una alta proporción de la deuda del sector privado interno denominada en moneda extranjera o de la inflación, sino también de las políticas de respuesta de los mercados emergentes frente a la COVID-19. Hasta el momento, los mercados emergentes, igual que las economías avanzadas, han adoptado una combinación de política fiscal y monetaria. Como lo muestra la historia de los propios mercados emergentes, la política fiscal tiene una función específica en el nexo de la deuda externa, la deuda interna y la inflación.

Gráfico 2

#### Salidas de capital en el pasado

Los préstamos bancarios representaron las mayores salidas de capital de los mercados emergentes durante la crisis financiera mundial de 2008–09 y el episodio de turbulencia por el recorte anunciado del estímulo de la Fed en 2013.



Fuentes: Adaptado de Avdjiev *et al.* (2020). Los cálculos de los autores se basan en datos del FMI y del Banco de Pagos Internacionales.

## En un momento en que las economías de mercados emergentes necesitan todo el respaldo que puedan obtener, tienen que movilizar fondos internos y externos.

Los gobiernos de los mercados emergentes deben luchar contra la pandemia en el plano interno, y sus sectores privados deben refinanciar la deuda externa en moneda extranjera. Eso significa que los gobiernos necesitan movilizar fondos tanto interna como externamente, no solo para financiar la lucha contra la pandemia, sino también para prepararse para posibles cesaciones de pago del sector privado que requieran salvatajes financiados con fondos públicos. Sin embargo, los gobiernos de estos países tienen poco margen de maniobra fiscal. Al comienzo de la pandemia se observaron marcadas diferencias entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes en cuanto a la escala de sus programas fiscales. A comienzos de 2021, estas diferencias se habían profundizado; las economías emergentes organizaron un respaldo fiscal equivalente a solo 6% de su PIB en promedio, en comparación con alrededor de 20% en las economías avanzadas (FMI, 2021).

Las cifras de Estados Unidos pueden poner en perspectiva la magnitud del shock en relación con la crisis financiera mundial. Desde el comienzo de la pandemia hasta ahora, el respaldo activo y futuro prometido por Estados Unidos asciende a USD 7,25 billones, o 34% del PIB nacional de 2019. Tras la crisis financiera de 2007–09, el respaldo fue de USD 830.000 millones, o apenas 6% del PIB de 2007. La ayuda fiscal necesaria para un shock como el de la COVID-19 fue drásticamente mayor.

Muchas economías de mercados emergentes, carentes de los recursos necesarios para montar programas fiscales de esa escala, recurrieron a la política monetaria. Al igual que las economías avanzadas, organizaron compras de activos, los llamados programas de expansión cuantitativa (EC). Académicos y autoridades advirtieron de inmediato en cuanto a la monetización de la deuda; es decir, la impresión de dinero para comprar deuda pública. El temor es que estalle la inflación en los mercados emergentes, revertiendo el avance que tanto costó lograr durante las dos últimas décadas gracias a la adopción de regímenes de metas de inflación.

El vínculo entre la inflación y la política fiscal siempre ha aquejado a las economías de mercados emergentes. Muchas aprendieron duramente que la disciplina fiscal es crucial para que las metas de inflación den resultado. Todo titular de un banco central de un mercado emergente sabe que para controlar la inflación se requiere disciplina fiscal. El consenso de que el respaldo fiscal y la independencia del banco central son críticos para domar la inflación surgió primero en las economías avanzadas, tras los episodios de alta inflación de la década de 1970. Al igual que en las economías avanzadas, en los mercados

emergentes la independencia del banco central y la disciplina fiscal pueden evitar que los programas de EC sean inflacionarios. La piedra angular de un buen programa de EC es la credibilidad de las políticas.

Quince economías de mercados emergentes emprendieron programas de esa índole con la idea de que, de lo contrario, el aumento del déficit presupuestario inundaría el mercado con bonos públicos, empujando al alza las tasas de interés. Al comprar los bonos, los bancos centrales de los mercados emergentes buscaban un desenlace diferente (BPI, 2020; FMI, 2020). Hasta el momento, la mayor parte de dichos programas han dado resultado pese a ser pequeños; las pocas excepciones son los bancos centrales sin la credibilidad necesaria para asegurar a los mercados que no financiarían al gobierno indefinidamente. El costo de los swaps de riesgo crediticio —básicamente, un seguro contra el incumplimiento, que es un buen barómetro de los costos del financiamiento externo— refleja en parte esa falta de confianza. Los diferenciales de esos swaps han subido para ciertos mercados emergentes pero no para otros, lo cual muestra la heterogeneidad de la credibilidad de las combinaciones de política fiscal y monetaria.

En un momento en que las economías de mercados emergentes necesitan todo el respaldo que puedan obtener, tienen que movilizar fondos internos y externos. El encarecimiento del financiamiento externo puede causar desenlaces desastrosos en una coyuntura de ese tipo, sobre todo si la Reserva Federal comienza a subir las tasas, revirtiendo la orientación acomodaticia que benefició hasta ahora a los mercados emergentes. Por ende, las economías de mercados emergentes deberían equilibrar la combinación de política fiscal y monetaria con cuidado, comunicándola con transparencia y vigilando de cerca los efectos en los costos de endeudamiento externo. **FD**

**ŞEBNEM KALEMLİ-ÖZCAN** es profesor de Economía en la Universidad de Maryland, College Park.

### Referencias:

- Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemli-Özcan y Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns". NBER Working Paper 23116 National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Banco de Pagos Internacionales (BPI). 2020. *BIS Bulletin*, junio.
- Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemli-Özcan, Sevcan Yesiltas y Muhammed A. Yıldırım. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows". NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, abril y octubre.
- . 2021. *Perspectivas de la economía mundial*. Washington, DC, octubre.
- Şebnem Kalemli-Özcan 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers". Actas del simposio en Jackson Hole, septiembre.