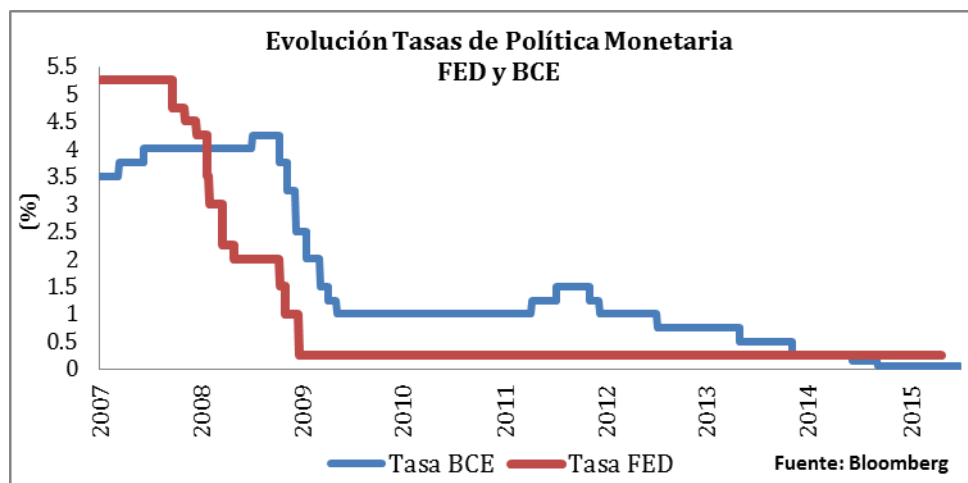


Panorama de los mercados financieros internacionales: Divergencia de políticas monetarias de los Estados Unidos y Europa y su impacto sobre las economías emergentes

La crisis financiera *sub-prime* que inició en Estados Unidos en agosto del 2007 con la renuencia de las grandes entidades financieras a prestarse entre sí, desencadenó en una sequía de la liquidez interbancaria, una



situación de insolvencia sistémica y una crisis de crédito con importantes efectos sobre el sector real y las expectativas de crecimiento económico alrededor del mundo.¹ **Con el fin de contener los efectos recesivos de la crisis, los bancos centrales de las economías del G7** (Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo, entre otros) **tomaron decisiones de políticas monetarias acomodaticias poco convencionales, reduciendo sus tasas de interés de referencia a niveles mínimos históricos y poniendo en práctica sustanciales programas de flexibilización cuantitativa** que consistieron, primordialmente, en la compra de activos para inyectar liquidez al sistema financiero.

Estas decisiones, junto a los cambios en el sentimiento del mercado frente a la crisis, todavía tienen serios efectos sobre el contexto financiero actual. Particularmente, en la medida en que los inversionistas buscan aumentar sus rendimientos en un ambiente de bajas tasas de interés, los mercados financieros han mostrado un aumento en su apetito de riesgo que **ha favorecido el flujo de capitales y el costo de financiamiento de varias economías emergentes.**

Más aún, **los inversionistas han empezado a incorporar dentro de sus expectativas un proceso de “normalización monetaria” en EE.UU. que advierte un programa de desmonte del balance general de la Reserva Federal de EE.UU. (FED) y el inicio de un aumento gradual en las tasas de interés de referencia hacia finales del 2015,** motivado por señales de recuperación económica en los principales

¹ Para una consulta más extensa sobre las causas y desarrollo de la crisis, sugerimos consultar los documentos de Rogoff y Reinhart (2008); Taylor y Williams (2008); Taylor (2009); Borio (2009) y de la Comisión de Supervisión Bancaria de Basilea (2010).

indicadores de crecimiento y empleo; mientras que los riesgos deflacionarios y el alto nivel de desempleo continúan apoyando medidas de políticas monetarias acomodaticias en la Zona Euro. En este sentido, **existe una marcada divergencia en las expectativas de decisiones de política monetaria de los EE.UU. y la Zona Euro que impacta el comportamiento de los flujos de capitales internacionales durante el 2015.**

Esta entrega de Página Abierta, analiza esta divergencia de políticas monetarias de los EE.UU. y la Zona Euro, y su efecto sobre el comportamiento de los mercados financieros internacionales, con el fin de edificar al público sobre cómo este fenómeno pudiera repercutir sobre economías pequeñas y abiertas como la nuestra. En particular, **debido al importante vínculo de la economía dominicana con la economía norteamericana, se espera que una continua recuperación de la economía de ese país tenga un impacto positivo sobre las exportaciones y los flujos de remesas hacia la República Dominicana.² No obstante, una posible normalización de la política monetaria de los EE.UU. podría tener implicaciones sobre la volatilidad de los flujos de capitales y los costos de financiamiento externo de los cuales se ha favorecido la República Dominicana recientemente.** En este sentido, es importante dar seguimiento al contexto financiero internacional, ya que si bien es cierto que los bancos centrales actúan para garantizar el cumplimiento de sus objetivos de política monetaria, cambios relevantes en los mercados tendrían implicaciones importantes sobre la economía doméstica que deben ser consideradas al momento de tomar decisiones de política.

¿Por qué existe divergencia?

El 29 de octubre de 2014, la FED anunció el fin de su programa de flexibilización cuantitativa; el cual aumentó su balance general desde un 6% del Producto Interno Bruto (PIB) a inicios de la crisis en el 2007, hasta alcanzar alrededor de un 27% del PIB cuando finalizó. Contrariamente, el pasado mes de enero de 2015 el Banco Central Europeo (BCE) anunció la extensión de su programa de flexibilización cuantitativa que estaría incrementando su balance general hacia un 31% del PIB al cierre del programa de compras de activos en septiembre del 2016.³ El lector se preguntaría, qué explican estas decisiones tan contradictorias de política monetaria? La respuesta está en un desempeño económico muy distinto y riesgos de políticas monetarias diferentes.

A partir del segundo trimestre del 2014, la economía norteamericana ha pasado de cifras de crecimiento del PIB real negativas, a tres trimestres consecutivos de crecimiento que promediaron un 3.9% anualizado hacia el cierre del 2014. En el 2015, a pesar del débil aumento del PIB de 0.2% durante el primer trimestre, muy por debajo de lo esperado por los analistas, las declaraciones de la FED sugieren que la débil cifra de crecimiento del PIB durante el primer trimestre del año refleja factores “transitorios” que no afectan las razones de fundamento que sugieren una recuperación de la economía a un ritmo moderado.

² Según muestra el documento del BID (2015), el 56.0% de las exportaciones, el 77.9% de las remesas y el 94.1% de la inversión extranjera directa de la República Dominicana provienen de EE.UU.

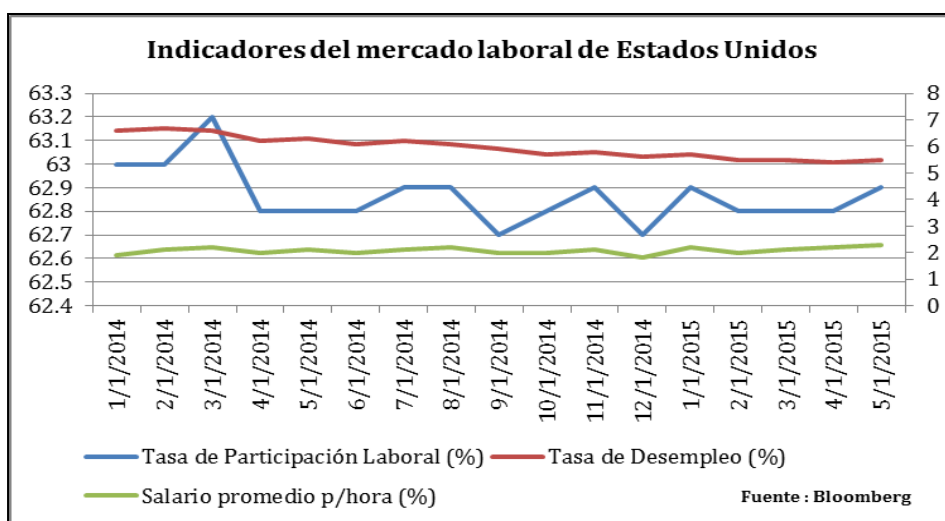
³ Según cifras presentadas en el *Global Financial Stability Report* del Fondo Monetario Internacional publicado en abril de 2015.

PÁGINA ABIERTA

Foro de artículos de opinión de los técnicos del Banco Central de la República Dominicana

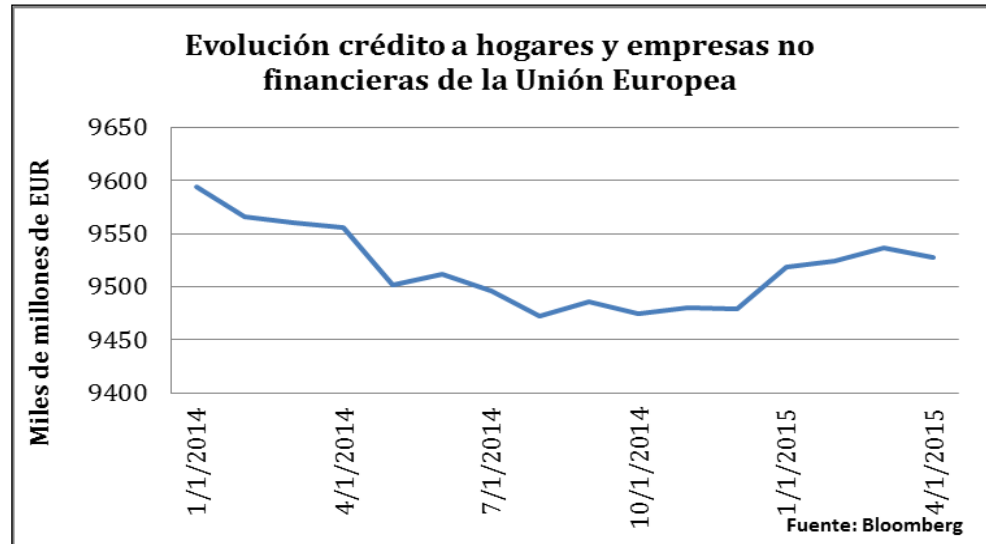
En este sentido, **se espera que la economía de EE.UU. continúe mostrando un desempeño robusto durante el 2015**, apoyada de un crecimiento en el consumo, una inflación contenida por la baja en los precios del petróleo, mejora en las presiones fiscales y en las condiciones financieras de los hogares y empresas, así como la recuperación del sector inmobiliario. Según cifras de abril del Fondo Monetario Internacional (FMI), la proyección de crecimiento del PIB para el 2015 es de 3.1%, alcanzando el límite superior del rango de 2.1% a 3.1% de las proyecciones económicas de la FED. En adición, se espera una continua recuperación en el empleo hacia niveles cercanos o por debajo del objetivo de pleno empleo de la FED, en la medida en que las condiciones del mercado laboral de los EE.UU. han continuado su fortalecimiento con la creación de 280,000 nuevos puestos de trabajo en mayo de 2015, por encima del promedio mensual de 251,000 nuevos empleos durante los 12 meses anteriores. Igualmente, la tasa de desempleo alcanzó un 5.5%, un nivel muy cercano a la tasa de pleno empleo de 5.0% , de acuerdo con cifras publicadas por la Oficina Nacional de Estadísticas Laborales de EE.UU. en junio de 2015.

No obstante, la FED reitera en sus comunicados, que una decisión de aumento de tasas de interés estaría estrechamente vinculada al desempeño de un conjunto de indicadores que reflejan las condiciones del



mercado laboral y su tendencia. Entre estos están: la tasa de participación laboral, que indica la proporción de fuerza laboral buscando empleo activamente sobre el total de la población apta para trabajar, y la evolución del salario promedio por hora. Mientras la tasa de desempleo disminuya a un ritmo mayor a la disminución en la tasa de participación laboral y los salarios promedios por hora vayan en aumento, esto indica que efectivamente más personas consiguen puestos de trabajo, en línea con el objetivo de la FED.

Por otro lado, la paulatina recuperación del crédito hacia el sector privado (empresas y hogares) y los riesgos de deflación en un ambiente de débil crecimiento económico, continúan siendo una preocupación para los hacedores



de política monetaria de la Unión Europea. Sin embargo, hacia la segunda mitad del 2014 y primer trimestre del 2015, la Unión ha empezado a mostrar señales de un mejor desempeño, apoyado por el aumento en el consumo ante la baja en los precios del petróleo y una mejora en las exportaciones netas, favorecida por la continua depreciación del Euro. El crecimiento del PIB real durante el último trimestre del 2014 fue de 0.3% y en adición, existen indicios de recuperación económica durante el primer trimestre del 2015, con datos de crecimiento en la producción industrial de 1.1% durante los primeros meses del 2015, según la información más reciente publicada en el Tercer Boletín Económico del Banco Central Europeo en abril de 2015. Asimismo, se espera que la extensión al programa de flexibilización cuantitativa del BCE contribuya a impulsar un mejor desempeño de la economía real, en la medida en que la misma tenga un impacto positivo sobre el flujo de crédito hacia el sector privado. Los inversionistas esperan que este mecanismo se traduzca en una baja en las tasas de interés reales que incentive la inversión. A pesar de esto, el desempleo continúa en niveles elevados, alcanzando un 11.3% en febrero de 2015, luego de una ligera recuperación de 0.1% al último trimestre del 2014.

Adicionalmente, existen riesgos importantes de que la política monetaria expansiva del BCE no sea suficiente para impulsar el crecimiento, en particular mientras el sector privado se mantenga altamente apalancado y la salud de los estados financieros de las entidades bancarias se encuentre comprometida por préstamos de mala calidad crediticia. De igual modo, en mercados financieros complejos la política monetaria expansiva de bajas tasas de interés pudiera generar mayores incentivos al sector bancario para tomar riesgos en exceso, mientras estos buscan compensar la baja en la rentabilidad de sus operaciones tradicionales. En este contexto, se estima un crecimiento del PIB de 1.5% anual para la Zona Euro durante el 2015, según estimaciones del FMI (2015a).

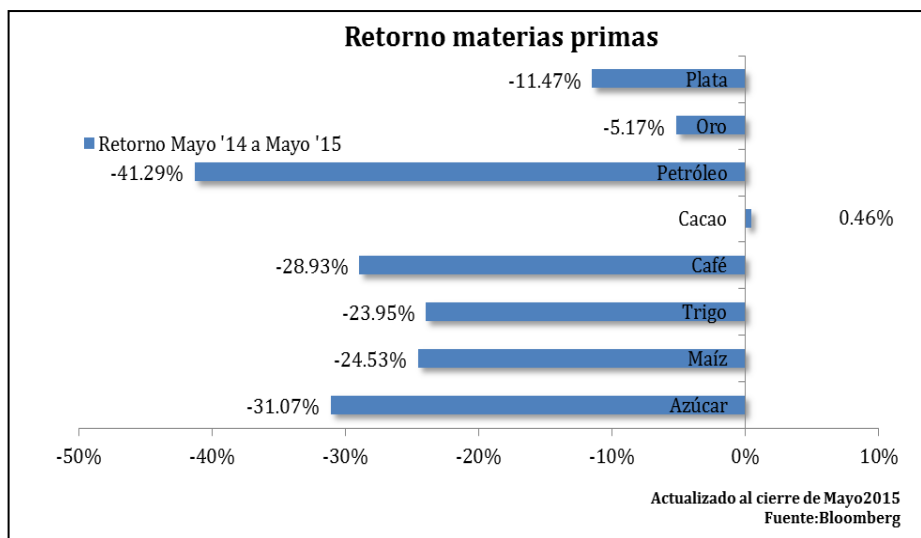
Paralelamente a las decisiones del BCE, otros bancos centrales de más de 15 países alrededor del mundo, han anunciado recortes en sus tasas de interés de referencia durante el primer trimestre del 2015, como consecuencia de la baja en los precios del petróleo y de las principales materias primas (*commodities*). Este comportamiento en los precios de las materias primas, ha empujado las tasas de inflación por debajo de los objetivos monetarios de varios bancos centrales, influenciando sus

decisiones de política.

Entre estos están varios bancos centrales de economías

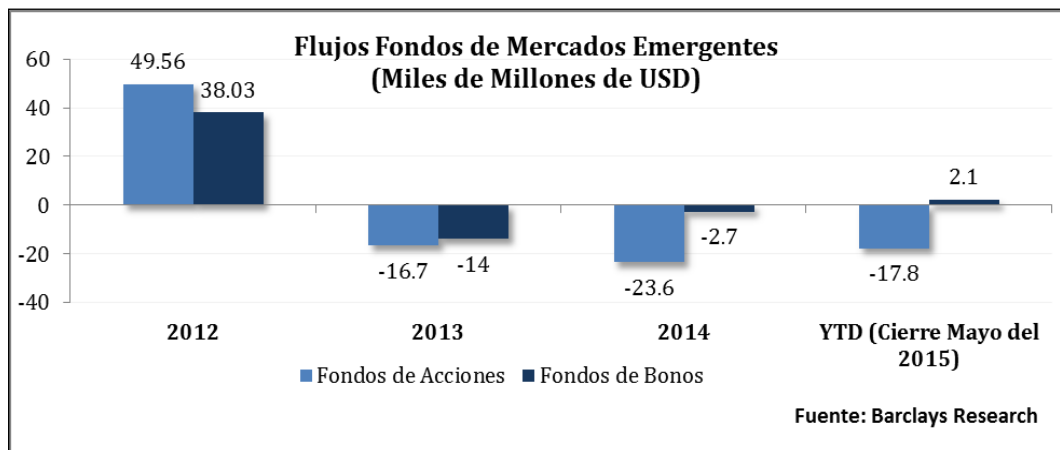
desarrolladas, así como bancos centrales de países emergentes, tales como el Banco Popular de China, Banco de la Reserva de la India, Banco de la Reserva del Perú, entre otros. En particular, el Banco

Central de la República Dominicana se ha sumado a esta tendencia, con una reducción de 125 puntos base en su Tasa de Política Monetaria, ante proyecciones de inflación por debajo del límite inferior de la meta de $4.0\% \pm 1.0\%$ para el presente año.



Oportunidades y riesgos de las economías emergentes en el contexto actual

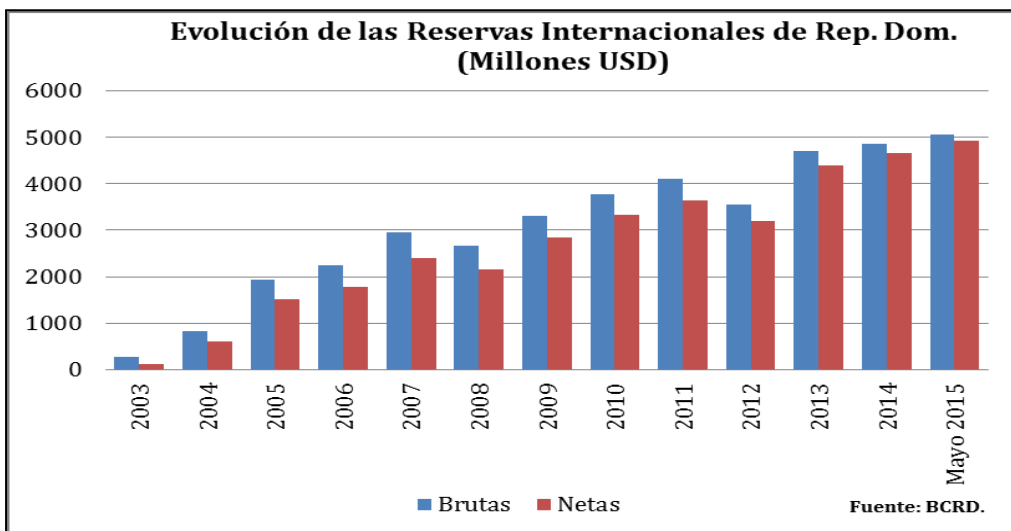
En la medida en que las expectativas de aumentos en las tasas de interés de referencia de la FED se contradicen con las decisiones de políticas



acomodaticias de la Zona Euro y del resto del mundo, aumenta la incertidumbre sobre la dirección de los flujos de capitales en los mercados financieros internacionales y el apetito de riesgo de los inversionistas en búsqueda de mejores rendimientos. En especial, **el aumento del apetito de riesgo de los inversionistas en un ambiente de bajas tasas de interés globales, ha beneficiado los mercados de capitales y el costo de financiamiento externo de las economías emergentes.** Esto se observa en la entrada de flujos de capitales hacia los mercados de bonos de estas economías, los cuales han registrado una entrada de 2,100 millones dólares al cierre de mayo de 2015, revirtiendo una tendencia de salida de capitales desde el 2013. No obstante, cabe destacar que ha continuado la salida de capitales

en el sector de renta variable (mercado accionario), lo cual llama la atención sobre la continua volatilidad en los flujos de capitales en los mercados financieros internacionales.

En este contexto, la República Dominicana ha sido directamente beneficiada. Esto se ha evidenciado por la importante demanda de las colocaciones de bonos soberanos de la República Dominicana en



los mercados financieros internacionales, en enero y abril de 2015. Las emisiones de deuda fueron a plazos de 10 y 30 años, caracterizadas por ser subastas con altas razones de cobertura (*Bid to Cover ratio*) y colocadas a rendimientos bajos que promediaron 396 puntos base por encima de la referencia de las emisiones del Tesoro de EE.UU. En adición, el pasado 20 de mayo de 2015, la República Dominicana fue favorecida con un aumento en su calificación crediticia de largo plazo desde B+ a BB- según Standard & Poor's, justificado por la mejora en las condiciones fiscales y la disminución del déficit fiscal, así como la solidez en la ejecución de la política monetaria del Banco Central de la República Dominicana bajo el régimen de metas de inflación. Todo esto, es evidencia de la continua mejoría en el perfil de riesgo y la credibilidad que tiene la economía dominicana entre los inversionistas internacionales, apoyada entre otros factores, de fundamentos macroeconómicos sanos y un fortalecimiento sostenido de las reservas internacionales netas, las cuales han experimentado un crecimiento de 106% desde el 2007, constituyendo así un colchón para hacer frente a choques adversos a la balanza de pagos.

Finalmente, se espera que los beneficios de bajos niveles de precios del petróleo durante el 2015, acompañado de las decisiones de política monetaria acomodaticia de distintos bancos centrales, contribuyan a mejorar las perspectivas de crecimiento alrededor del mundo. Sin embargo, **un continuo fortalecimiento del dólar estadounidense y un regreso de los inversionistas hacia los refugios seguros de inversión ante un posible cambio en la dirección de la política monetaria de EE.UU., advierten riesgos de reversiones en los flujos de capitales desde los mercados emergentes.** En este sentido, el Banco Central de la República Dominicana se mantiene vigilante, siguiendo de cerca el comportamiento de las principales variables de la economía global, así como del sentimiento de los mercados financieros internacionales, a fin de estar alerta ante cualquier cambio en el entorno que pudiera generar presiones sobre el tipo de cambio y poner en riesgo el cumplimiento con el objetivo de metas de inflación.

Referencias

Banco Central Europeo (BCE), 2015. *Boletín Económico*. Vol. 3/2015.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2015. *El legado de la crisis: Opciones de política en un entorno favorable*. Monografía del BID; 291

Banco de Pagos Internacionales, 2015. *A wave of further easing*. BIS Quarterly Review, Marzo.

Comisión de Supervisión Bancaria de Basilea, 2010. *The Basel Committee's Response to the Financial Crisis: Report to the G20*. Basilea: Banco de Pagos Internacionales.

Board of Governors of the Federal Reserve System, 2015. *Federal Reserve press release*. Abril 29, 2015.

Borio, C., 2009. *Ten propositions about liquidity crises*. Bank for International Settlements Working Paper No. 293.

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2015a. *World Economic Outlook.: Uneven Growth- Short and Long Term Factors*. Washington, Abril.

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2015b. *Global Financial Stability Report—Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*. Washington, Abril.

Rogoff, K. S., C. Reinhart, 2008. *Is the 2007 Subprime Financial Crisis So Different. An international historical comparison*. American Economic Review: Papers & Proceedings, Volume 98:2, 2008, pages 339.344.

Taylor, J. B. y J. C. Williams, 2008. *A Black Swan in the Money Market*. (No. W13943). National Bureau of Economic Research.

Taylor; J. B., 2009. *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*. (No. W14631). National Bureau of Economic Research.