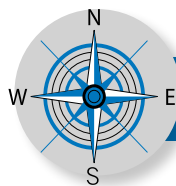


Gloria Elizabeth Álvarez García ◀ Cuando los mercados financieros hablan



Contrapunto

Cuando los mercados financieros hablan¹

Gloria Elizabeth Álvarez García²

Docente de la Facultad de Ciencias Económicas / USAC y

Funcionaria del Banco de Guatemala

Resumen

Los mercados financieros reaccionan ante eventos de distinta naturaleza, especialmente durante periodos de crisis. La incertidumbre de los agentes económicos se refleja en los niveles de volatilidad que afectan el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. La crisis de 2008-2009 y la asociada a la propagación del COVID-19 mostraron niveles inusuales de volatilidad, los cuales fueron moderados mediante las acciones de políticas monetaria y fiscal implementadas especialmente por los gobiernos de las economías avanzadas. La medición del estado de las condiciones financieras permite identificar el endurecimiento de esas condiciones cuando se intensificó la propagación de la pandemia del COVID-19 a nivel mundial durante el primer trimestre de 2020. Para contener los efectos adversos de la pandemia, las autoridades monetarias y fiscales de la mayoría de países alrededor del mundo implementaron medidas logrando el mejoramiento significativo de las condiciones financieras. El favorable proceso en el desarrollo de vacunas y el anuncio de nuevos estímulos fiscales han calmado los ánimos de los mercados. Este panorama podría mantenerse en el corto plazo.

Palabras clave

Condiciones financieras, sector financiero, medición condiciones financieras, política monetaria, política fiscal, estímulos económicos, COVID-19.

1. El contenido de este artículo es responsabilidad única y exclusivamente de la autora y no necesariamente representa el punto de vista de la Junta Monetaria y de las autoridades del Banco de Guatemala.

2. Licenciada en Economía (USAC), Master of Science en Economía (University of Illinois), Magister en Economía y Finanzas Cuantitativas (URL). Estudiante del Doctorado en Ciencias Económicas (USAC).

Abstract

Financial markets react to events of a different nature, especially during periods of crisis. The uncertainty of economic agents is reflected in the levels of volatility that affect the functioning of international financial markets. The 2008-2009 crisis and the spread of COVID-19 crisis showed unusual levels of volatility, which were moderate, through the monetary and fiscal policy actions implemented especially by the governments of advanced economies. Measuring the state of financial conditions makes it possible to identify the tightening of financial conditions when the spread of the COVID-19 pandemic intensified worldwide during the first quarter of 2020. To contain the adverse effects of the pandemic, the monetary and fiscal authorities from most countries around the world, implemented measures achieving a significant improvement in financial conditions. The favorable process in the development of vaccines and the announcement of new fiscal stimuli have calmed the spirits of the markets. This economic outlook could be maintained in the short term.

Keywords

Financial conditions, financial sector, financial conditions measurement, monetary policy, fiscal policy, economic stimuli, COVID-19.

Introducción

El sector financiero juega un papel clave en el desempeño económico, toda vez que provee servicios financieros a los agentes económicos, particularmente los relacionados con la intermediación financiera. Por ello, como lo indican Piazza y Dutra (2017) resulta relevante caracterizar la situación de las condiciones financieras de un país o región, ya que la estabilidad del sector financiero contribuye a proveer un ambiente de confianza para los demandantes de servicios financieros, permitiéndoles basar sus decisiones de consumo, ahorro e inversión en las percepciones que ellos tienen sobre las condiciones de ese sector y de la economía en conjunto.

Gloria Elizabeth Álvarez García ◀ Cuando los mercados financieros hablan

Las preocupaciones asociadas a la estabilidad de los mercados financieros internacionales surgen generalmente durante periodos de crisis, como la crisis económica y financiera de 2007-2009, cuando las autoridades monetarias de las principales economías avanzadas implementaron medidas de política monetaria orientadas a mitigar los efectos negativos que se propagaron al resto de sectores de esas economías. Además, otros episodios recientes, donde se observó volatilidad inusual en los mercados financieros internacionales se ilustran desde inicios de 2020, cuando la propagación del COVID-19 generó niveles de incertidumbre elevados que afectaron estos mercados.

Los mercados financieros reaccionan ante acontecimientos que tienen influencia en las expectativas de los agentes económicos. En efecto, desde el inicio de la pandemia del COVID-19, los eventos relacionados con la aprobación de estímulos fiscales y la aprobación de vacunas para combatir al coronavirus han tenido efectos alentadores en los mercados bursátiles.

El principal indicador utilizado para caracterizar el desempeño

de las condiciones financieras se constituye en un índice que permite medir las condiciones financieras y analizar las implicaciones de la política monetaria de variables individuales, utilizado principalmente por los bancos centrales alrededor del mundo e instituciones internacionales (Guihuana y Yu, 2014). Dicha medición permite evaluar las posibles intervenciones para moderar la incertidumbre de los agentes económicos. En ese sentido, el propósito de este artículo se centra en analizar la forma en la que los mercados financieros reaccionan durante periodos de crisis, así como su medición orientada a la adopción de medidas para garantizar el funcionamiento adecuado de los mercados.

Las fuerzas que mueven los mercados financieros

Diversos factores pueden tener efectos en el desempeño de los mercados financieros internacionales. Los acontecimientos económicos, financieros, sociales y políticos pueden generar optimismo o pesimismo en las decisiones de los inversionistas.

La estabilidad financiera cobró relevancia durante 2007, cuando los Estados Unidos de América experimentaron una crisis crediticia, con orígenes en las hipotecas de alto riesgo, la cual condujo al sistema financiero mundial a un colapso sistémico (International Monetary Fund, 2008). Las consecuencias se tradujeron en la inmediata y significativa desaceleración de la demanda en muchas economías avanzadas y un creciente nivel de inflación a nivel mundial, particularmente en las economías emergentes y en desarrollo. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, en 2009 se registró la mayor caída en el crecimiento económico, desde la segunda guerra mundial (0.1 %).

Luego de la crisis financiera y económica de 2008-2009, el mundo ha experimentado otros episodios caracterizados por niveles elevados de incertidumbre que han afectado la confianza de los agentes económicos y han tenido repercusiones en las perspectivas económicas. En efecto, la crisis más reciente provocada por la pandemia del COVID-19 ha tenido efectos negativos desde su inicio en los primeros meses de 2020, cuando se generó una crisis sanitaria. De esa cuenta, Gopinath

(2020) señala que esta crisis provocó un choque en la oferta, mediante los efectos negativos en la producción, derivados de las medidas orientadas a la reducción del número de contagios, que condujeron al cierre de la economía y elevaron los niveles de desempleo. Asimismo, la reducción en el gasto de los consumidores, asociado a menor ingreso de los hogares y al temor de posibles contagios, provocó un choque de demanda. Adicionalmente, se evidenciaron vulnerabilidades financieras, relacionadas con el incremento en los costos de endeudamiento, provocando el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y volatilidad en los índices bursátiles en todas las regiones.

La incertidumbre sobre la magnitud y duración de la pandemia del COVID-19 generó reacciones en el mercado de valores. Inicialmente, los agentes económicos mostraron sus temores sobre el futuro de la economía mundial, anticipando que la propagación del coronavirus provocaría un efecto negativo sobre el crecimiento económico. Los confinamientos implementados en la mayoría de países acentuaron esas preocupaciones, incrementando la volatilidad en los mercados bursátiles.

Gloria Elizabeth Álvarez García ◀ Cuando los mercados financieros hablan

Ante los elevados niveles de incertidumbre prevalecientes, desde el primer trimestre de 2020, los bancos centrales de las principales economías avanzadas adoptaron medidas para mantener la capacidad de recuperación del sistema financiero, con el propósito de asegurar que estos funcionaran de manera efectiva y apoyar la actividad económica (Williams, 2020). De esa cuenta, las autoridades monetarias de esos países redujeron su tasa de interés de política monetaria a su menor nivel y activaron otros mecanismos para proveer liquidez. El International Monetary Fund (2020) destaca que, al tercer trimestre de 2020, los bancos centrales habían flexibilizado la política monetaria en todo el mundo, con una expansión de la hoja de balance en alrededor de US\$7.5 billones de los países del G10 y con al menos 20 bancos centrales de mercados emergentes implementando compras de activos por primera vez. Asimismo, señalaba que una respuesta de política fiscal de US\$12 billones, a nivel mundial, había brindado un apoyo sustancial a los hogares y a las empresas.

En adición a los estímulos monetarios y fiscales implementados alrededor del mundo, los desarrollos exitosos de vacunas

eficaces durante 2020 generaron expectativas favorables sobre la contención del COVID-19 y sobre una pronta normalización de la actividad económica a nivel mundial (International Monetary Fund, 2021). Ciertamente, la posibilidad de ampliación de dichos estímulos y los avances en la producción de vacunas provocaron efectos positivos en el desempeño de los mercados bursátiles (Gráfica 2).

Las señales enviadas por los mercados financieros

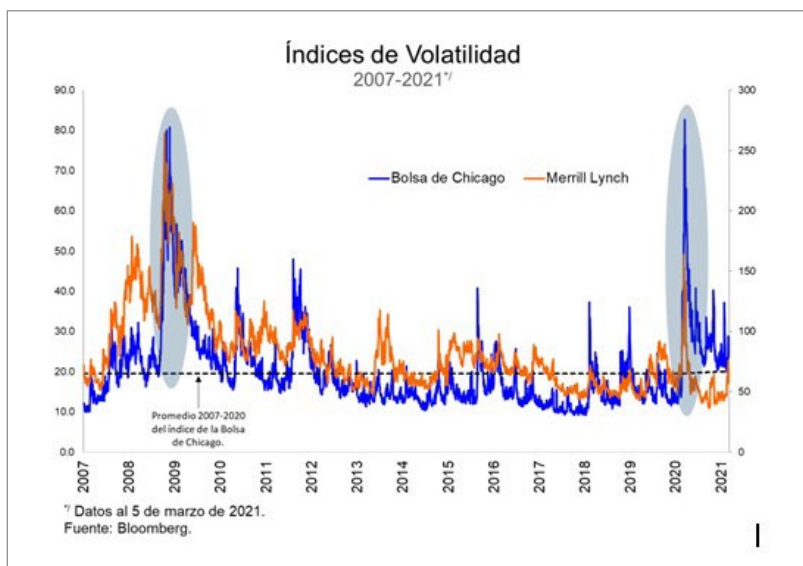
El comportamiento de los mercados financieros internacionales puede tener efectos perjudiciales sobre la actividad económica; por ello, su seguimiento contribuye a adoptar decisiones para garantizar su buen funcionamiento. De esa cuenta, la incertidumbre de los agentes económicos se manifiesta en los niveles de volatilidad observados en los mercados bursátiles. La Gráfica 1 ilustra los elevados niveles de volatilidad registrados durante la crisis económica y financiera de 2008-2009 y la crisis asociada al COVID-19, medidos mediante los índices de volatilidad de la Bolsa de Chicago y de Merrill Lynch. Ambos episodios

Gloria Elizabeth Álvarez García ◀ Cuando los mercados financieros hablan

han mostrado los mayores niveles de incertidumbre para el periodo 2007-2021, ubicándose por arriba de los niveles promedio, debido

a los temores sobre los posibles efectos adversos en la actividad económica a nivel mundial.

Gráfica 1



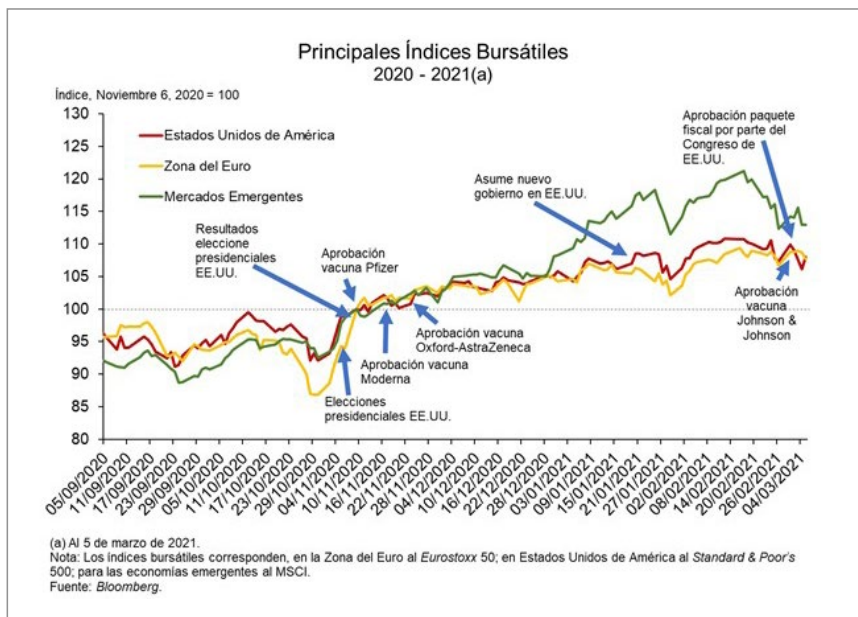
Los niveles elevados de incertidumbre se constituyen en señales que envían los mercados financieros internacionales, las cuales permiten adoptar medidas para corregirlos. El International Monetary Fund (2020) indica que las acciones de política monetaria y fiscal implementadas principalmente en las economías avanzadas, lograron contener, en gran medida, los efectos que se observaron durante la crisis

provocada por la pandemia, permitiendo que las condiciones financieras se relajaran de forma significativa y rápida desde finales de marzo de 2020, lo que permitió a los países y a las empresas beneficiarse del acceso continuo al mercado de capitales y al financiamiento bancario, evitando que las presiones de liquidez se convirtieran en insolencias generalizadas.

El Fondo Monetario Internacional, en la actualización de su informe de estabilidad financiera mundial señala que las medidas de estímulo y los anuncios de la autorización del uso de emergencia de vacunas en los Estados Unidos de América contribuyeron de forma positiva al desempeño de los mercados bursátiles, impulsando las expectativas de una recuperación económica mundial y elevando los precios de los activos de riesgo (International Monetary Fund, 2021). En efecto, la Gráfica 2 muestra los

momentos en los que se anunció la disponibilidad de algunas vacunas, así como algunos acontecimientos que generaron un efecto alentador en los mercados bursátiles a nivel mundial, tales como los resultados de las elecciones presidenciales estadounidenses y los avances positivos sobre la aprobación de un nuevo estímulo fiscal en el país norteamericano, el cual fue promulgado por el presidente Joe Biden en marzo de 2021, luego de un extenso proceso de negociación en el congreso.

Gráfica 2



La medición de las condiciones financieras

Las condiciones financieras pueden definirse como el estado actual de las variables financieras que influyen en el comportamiento económico y, por lo tanto, en el estado futuro de la economía (Piazza y Dutra, 2017). Dichas variables financieras pueden incluir indicadores que permiten caracterizar la oferta o la demanda de instrumentos financieros relevantes para la actividad económica.

De acuerdo con Arregui, Elekdag, Gelos, Lafarguette, y Seneviratne (2018), las condiciones financieras juegan un papel central en la determinación y transmisión de la política monetaria a la economía en general. En particular, la política monetaria influye en el resto de la economía en gran medida, al alterar las condiciones financieras. Asimismo, esas condiciones financieras tienen una influencia importante en los ciclos económicos, ya que reflejan la

situación económica actual y las expectativas del mercado sobre el estado futuro de la economía (Piazza y Dutra, 2017). En efecto, la reacción de la actividad económica real posterior a la crisis financiera de 2008-2009 evidenció que el impacto de las tensiones observadas en los mercados financieros tuvo efectos perjudiciales sobre la actividad económica a nivel mundial. Por ello, los cambios en el estado del sistema financiero pueden proporcionar señales útiles sobre los riesgos que puede enfrentar la actividad económica futura de un país o región.

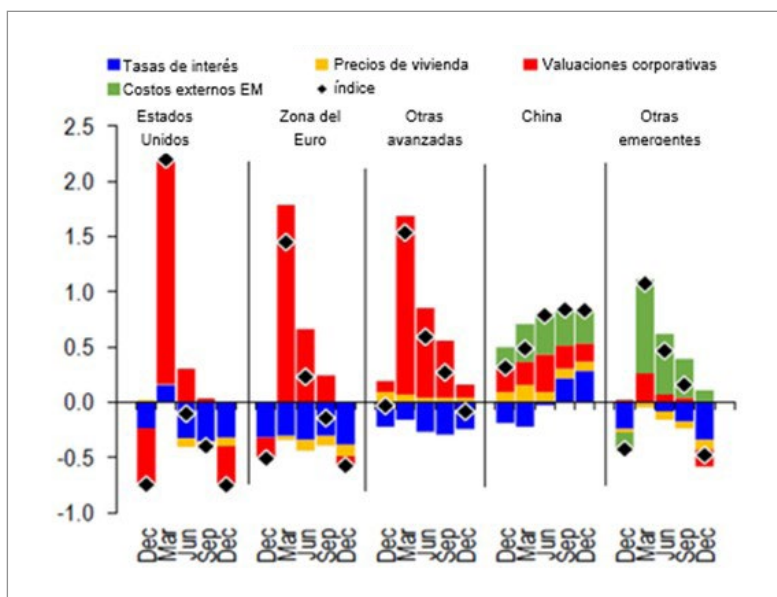
Arregui et al. (2018) señalan que algunos cambios en las condiciones financieras no tienen relación con factores macroeconómicos y pueden surgir de fricciones financieras, tales como cambios en el sentimiento de los inversionistas, restricciones de gestión de riesgos o regulaciones. Conceptualmente, en un caso extremo, si las condiciones financieras estuvieran predominantemente influenciadas por tales efectos indirectos no

impulsados por los fundamentos, esto sugeriría una falta de control por parte de las autoridades monetarias. En consecuencia, si estos efectos indirectos no impulsados por los fundamentos aún ocuparan un lugar destacado en las condiciones financieras locales, esto sería una indicación de que los responsables políticos no tienen las herramientas para reaccionar de manera efectiva u oportuna para contrarrestarlos. Empíricamente, la distinción entre cambios impulsados por los fundamentos y otros tipos de efectos secundarios no es fácil de derivar. En ese contexto, un indicador de las condiciones financieras puede explicar una gran parte de la variación en las condiciones financieras.

El Fondo Monetario Internacional utiliza la combinación de un amplio conjunto de variables financieras que influyen en el comportamiento económico y, por lo tanto, en el futuro de la economía. Este

indicador señala episodios donde dichas condiciones se encuentran restringidas, dificultando la actuación de los inversionistas que encuentran obstáculos para acceder a recursos financieros internacionales (Gráfica 3). Además, los resultados indican que cuando el desempeño de las condiciones financieras se aleja de valores de cero, podrían estar sugiriendo la necesidad de realizar algún ajuste en los instrumentos de política monetaria que permita enfrentar condiciones restrictivas. En efecto, de acuerdo con información reciente de dicho organismo internacional, los mercados financieros continúan siendo susceptibles a un endurecimiento repentino de las condiciones financieras. Los posibles factores desencadenantes incluyen una fuerte revaloración del riesgo, una mayor desaceleración de la actividad económica mundial o perturbaciones políticas.

Gráfica 3
Índices de Condiciones Financieras
(desviación estándar)



Fuente: International Monetary Fund (2021).

Nota: Indicadores más altos señalan condiciones financieras más restringidas.

EM = Economías emergentes.

A partir del segundo trimestre de 2020, las condiciones financieras internacionales se han mantenido relajadas en los Estados Unidos de América debido al continuo apoyo de las políticas monetaria y fiscal desde el inicio de la pandemia del COVID-19, evidenciando la importancia de tomar en cuenta las señales enviadas por los

mercados financieros y de tomar decisiones oportunas, como las reducciones en las tasas de interés de política monetaria. La Gráfica 3 señala que a pesar de que el endurecimiento de las condiciones financieras persiste en el resto de economías, dicha situación ha mejorado. En general, las condiciones financieras también

Gloria Elizabeth Álvarez García ◀ Cuando los mercados financieros hablan

se han relajado en los mercados emergentes (excluida la República Popular China), aunque los costos externos para varios países se encuentran por encima de los niveles previos al COVID-19.

Medidas recientes para calmar los ánimos

Una respuesta sin precedentes ha sido adoptada por los países alrededor del mundo para combatir los efectos adversos de la pandemia del COVID-19 sobre las condiciones económicas y financieras.³

En el caso de las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América en los primeros once meses de 2020, la política fiscal destinó US\$3.1 billones para ayudar a los hogares y las empresas afectadas. Además, en diciembre de 2020 fueron aprobados US\$0.9 billones adicionales en ayuda pandémica. En marzo de 2021 el presidente Joe Biden promulgó la ley que contempla un nuevo estímulo fiscal por US\$1.9 billones, el cual incluirá pagos directos de US\$1,400.00

a los contribuyentes con ingresos inferiores a US\$80,000.00 anuales y fondos para gobiernos locales y estatales, vacunas y reapertura de establecimientos educativos. En materia de política monetaria, la tasa de interés de fondos federales fue reducida al rango de entre 0.0 % a 0.25 % y se establecieron mecanismos para proporcionar liquidez a los mercados financieros, a través de una variedad de programas respaldados por el Tesoro de los Estados Unidos de América.

En la Unión Europea inicialmente se implementó un presupuesto de aproximadamente €37.0 millardos para enfrentar los efectos negativos de la pandemia, monto que fue ampliado en €11.5 millardos. La Comisión Europea aprobó en 2020 un paquete fiscal de alrededor de €540.0 millardos y otro denominado Next Generation orientado a disponer de €750.0 millardos, financiados mediante préstamos a nivel de la Unión Europea. Por su parte, el Banco Central Europeo implementó varias medidas de política monetaria, destacando las compras de activos adicionales por

3. Un detalle amplio sobre las medidas de política monetaria y fiscal adoptadas en cada país se incluye en Policy Responses to COVID-19 del International Monetary Fund.

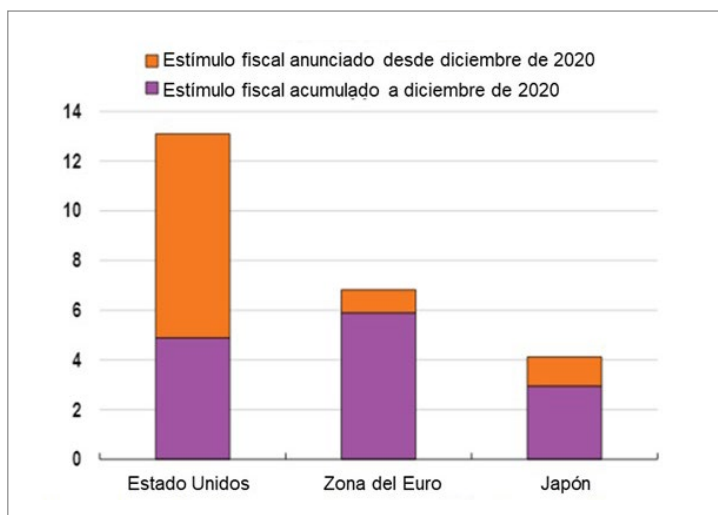
Gloria Elizabeth Álvarez García ◀ Cuando los mercados financieros hablan

valor de €120.0 millardos hasta finales de 2020 y un programa de compras de valores del sector público y privado de emergencia pandémica por €750.0 millardos. Además, mantuvo su tasa de interés de política monetaria en 0.0 %.

La mayoría de países implementó medidas de política fiscal, orientadas a proveer recursos a los hogares y las empresas afectados

por el COVID-19. En efecto, como se indicó, el International Monetary Fund (2020) estima que, al tercer trimestre de 2020, el estímulo fiscal ascendió a US\$12.0 billones, a nivel mundial; mientras que la hoja de balance de los bancos centrales se amplió en alrededor de US\$7.5 billones en los países del G10 y al menos 20 bancos centrales de mercados emergentes implementaron compras de activos por primera vez.

Gráfica 4
Estímulo Fiscal en Países Seleccionados
(porcentaje del PIB)



Fuente: Organisation for Economic Co-operation and Development (2021)

De acuerdo con la Organisation for Economic Co-operation and Development (2021), la actividad económica sigue siendo respaldada por el importante apoyo fiscal y monetario. Las medidas fiscales adicionales anunciadas en varios países durante los últimos tres meses se sumarán al apoyo a implementar durante este año, destacando los casos de los Estados Unidos de América, Japón, Alemania, Canadá e India. Además, varios países han ampliado los estímulos existentes o han previsto su reintroducción, como en Brasil. La Gráfica 4 señala que el mayor estímulo se observará en los Estados Unidos de América, donde el apoyo fiscal adicional será de aproximadamente 8 % del PIB; mientras que, en la Zona del Euro el estímulo fiscal para 2021 será relativamente moderado, en alrededor de 1 % del PIB, similar al que se observará en Japón.

Las medidas de apoyo fiscal y monetario continuarán implementándose durante 2021 hasta que las condiciones económicas mejoren significativamente, impulsadas la reducción en el número de contagios de COVID-19, y propicien la consolidación del proceso de recuperación a nivel mundial,

lo cual contribuirá a mantener niveles reducidos de volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Conclusiones

Los mercados financieros reaccionan durante periodos de crisis, mostrando niveles inusuales de volatilidad, asociada a la incertidumbre de los agentes económicos sobre las condiciones futuras de la actividad económica.

Luego de la crisis financiera de 2008-2009, la crisis sanitaria reciente asociada a la propagación del COVID-19 provocó episodios inusuales de volatilidad, los cuales fueron moderados, mediante la pronta acción de las autoridades monetarias y fiscales alrededor del mundo.

Los índices de condiciones financieras calculados por el Fondo Monetario Internacional sugieren que las condiciones financieras, en general, se endurecieron durante el primer trimestre de 2020, debido a la pandemia del COVID-19.

La adopción de medidas fiscales y monetarias, a gran escala, adoptadas principalmente por las autoridades de las economías avanzadas, así como las noticias

positivas sobre la producción de vacunas para combatir el COVID-19, permitió moderar los niveles de volatilidad. En efecto, aunque el endurecimiento de las condiciones financieras persiste en algunas de economías, las mismas han mejorado a partir del segundo trimestre de 2020.

Las condiciones financieras internacionales serán beneficiadas por las medidas de apoyo fiscal y monetario adicionales que serán implementadas durante 2021; por lo que los niveles de volatilidad se podrían mantener en niveles relativamente bajos.

Referencias Bibliográficas

- Angelopoulou, E., Balfoussia, H. y Gibson, H. (2013). Building a financial conditions index for the Euro Area and selected Euro Area countries, what does it tell us about the crisis? *European Central Bank. Working Paper series, 1541*.
- Armendáriz, T. y Ramírez, C. (2017). Estimación de un Índice de Condiciones Financieras para México. *El trimestre económico, 336*, 899-946.
- Arregui, N., Elekdag, S., Gelos, G., Lafarguette, R. y Seneviratne, D. (2018). Can Countries Manage Their Financial Conditions Amid Globalization? *IMF Working Paper WP/18/15*.
- Bank for International Settlements (2016). *Global Financial Stability Report April 2019: Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle*.
- Gopinath, G. (2020). Limiting the economic fallout of the coronavirus with large targeted policies.
- International Monetary Fund (2021). *Global financial stability report: Vaccines inoculate Markets, but policy support is still needed*.
- International Monetary Fund (2020). *Global financial stability report: Bridge to recovery*.
- International Monetary Fund (2019). *Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?*
- International Monetary Fund (2017). *Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?*
- International Monetary Fund (2008). *Financial Stress, downturns, and recoveries. World Economic Outlook*.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2021). *Economic Outlook, Interim Report - Strengthening the recovery: The need for speed*.
- Piazza, W. y Dutra W. (2017). Financial conditions indicator for Brazil. *IDB Working Paper Series, IDB-WP-826*.
- Williams, C. (2020). *The Economic Outlook. Federal Reserve Bank of New York*.