



NOTAS MONETARIAS

BANCO DE GUATEMALA, noviembre-diciembre 2021, No. 172, año 23

Creando olas: Los efectos secundarios de la FED son más fuertes y abarcan más que los del BCE¹

Contenido

1. Creando olas: Los efectos secundarios de la FED son más fuertes y abarcan más que los del BCE.... p. 1
2. Bitcoin: ¿Dinero o inversión financiera?..... p. 5

A continuación se argumenta que los efectos secundarios de las políticas monetarias de la Reserva Federal (FED) y del Banco Central Europeo (BCE) se propagan a otros países de manera asimétrica. A nivel bilateral, las firmas y la actividad económica en la Zona Euro han sentido los efectos de la FED. Por otro lado, los efectos del BCE en la economía estadounidense han sido mínimos. A nivel global, las políticas monetarias de ambos son relevantes para otros países. Sin embargo, la política monetaria de la FED ha tenido un impacto más fuerte, particularmente en el diferencial de bonos corporativos.

Política monetaria en un mundo globalizado

Con el comercio internacional y la globalización de las finanzas, las economías se han hecho más interdependientes y han quedado más expuestas a choques domésticos. Según la teoría económica, la globalización afecta la transmisión de la política monetaria y podría fortalecer los efectos secundarios de esta misma.² En algunos casos, estos efectos secundarios pueden resultar en externalidades favorables para algunos países. Sin embargo, en otros casos pueden conducir a condiciones menos favorables.

Identificar el banco central de origen de los efectos secundarios basándose en investigaciones anteriores es complicado, ya que la metodología y período de muestra

han variado ampliamente. A continuación se resumen los hallazgos de la investigación más reciente (Ca' Zorzi et al., 2020), donde se desenredaron los efectos de la FED y del BCE y se compararon los impactos de las políticas monetarias de estos, utilizando una metodología unificada y consistente.

Identificando efectos secundarios internacionales

La metodología de identificación implementada desenreda la variación exógena (o “sorpresa”) de la política monetaria de la respuesta sistemática hacia eventos económicos relevantes, como actualizaciones en la inflación. Durante una ventana temporal lo suficientemente angosta centrada alrededor de un anuncio de cambios en la política, es poco probable que otros eventos causen cambios en los mercados financieros. El movimiento en las tasas de interés, durante este período corto, representa entonces el efecto del anuncio de política monetaria, una sorpresa no anticipada por los mercados financieros con la información disponible, incluyendo los eventos económicos más recientes. Adicionalmente, la metodología de identificación separa los choques exógenos de política monetaria de lo que la literatura normalmente se refiere a choques de “información de banco central”.³

El impacto del BCE y de la FED fue estimado basándose en modelos Bayesianos autorregresivos vectoriales (BVAR) entre los años 1999 a 2018.⁴ Las estimaciones representan el efecto promedio de la política monetaria sobre este período. Por lo tanto, estos abarcan tanto los efectos de políticas convencionales (como cambios en la tasa de interés), como los de las políticas menos convencionales (como programas de compra o ampliar el rango del colateral elegible).⁵

1 Traducción libre y resumen de la publicación: Making waves – Fed spillovers are stronger and more encompassing than the ECB's, por Ca' Zorzi et al. del Banco Central Europeo, abril de 2021. Traducción por David José Gabriel Maselli, Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala
2 Por ejemplo, Dedola et al. (2017), Gerko y Rey (2017), o Iacoviello y Navarro (2019).
3 Estas son fluctuaciones en la tasa de interés que reflejan la evaluación percibida del banco central del panorama económico (ver Melosi, 2017; Nakamura y Steinsson, 2018;

Jarociński y Karadi, 2020). Se ha demostrado que estos choques juegan un papel en impulsar los ciclos económicos.
4 Ver Ca' Zorzi et al. (2020) para más detalles técnicos.
5 Estimaciones para períodos más cortos, como el período del programa de compra expandida de activos, no sería confiable con la metodología utilizada. Utilizando *swaps* de mayor plazo para años recientes para capturar mejor los efectos de la política menos convencional no altera los resultados.

Efectos bilaterales entre la Zona Euro y Estados Unidos

Incluso en un mundo altamente globalizado, las políticas tanto de la FED como del BCE tienen impacto significativo en las condiciones financieras domésticas, actividad real e inflación. Una política monetaria estricta sorpresiva por parte de cualquiera de los dos puede incrementar los rendimientos de los bonos gubernamentales y corporativos, deprimir los mercados de valores, y desencadenar una apreciación de la moneda doméstica y una caída en la inflación y actividad económica. En la figura 1 las líneas punteadas muestran qué tan fuerte es el efecto en la actividad económica real doméstica, medido aquí utilizando la producción industrial.

En el panel derecho apreciamos el impacto de la política monetaria de la FED en la producción industrial de la Zona Euro. Un endurecimiento de la política monetaria conlleva a una reducción en la producción industrial. Por otro lado, en el panel izquierdo se observa que el impacto del endurecimiento de la política monetaria del BCE en la producción industrial de Estados Unidos es insignificante. Una explicación posible es que la FED está determinada a contrarrestar los efectos del BCE. Otra posibilidad es que los efectos del BCE sean insignificantes desde el inicio. Ver Figura 1

En contraste, los efectos secundarios de la FED en la Zona Euro son mucho mayores. Estos afectan significativamente las condiciones financieras, especialmente los rendimientos de los bonos corporativos (figura 2). Esto podría sugerir que los canales financieros juegan un papel importante en la propagación de los efectos secundarios. Ver Figura 2

Efectos globales de las políticas monetarias

La asimetría entre el BCE y la FED va más allá de los efectos secundarios bilaterales. Esta también es evidente en su impacto en economías de mercados emergentes (EMEs). Consistente con el puesto dominante del dólar americano en el sistema monetario internacional, la política monetaria de la FED ocasiona fuertes efectos secundarios tanto en las condiciones financieras como en la actividad económica real en mercados emergentes (figura 3). En contraste, la política monetaria del BCE está confinada en su mayor parte a solo afectar el comercio.⁶ A diferencia de los efectos bilaterales, las acciones del BCE y de la FED pueden dar lugar a *trade-offs* de política monetaria en EMEs si sus ciclos de política no están sincronizados. Ver Figura 3

Los hallazgos de la investigación (Ca' Zorzi et al., 2020) sugieren que los canales financieros juegan un papel clave en la transmisión de los efectos secundarios de la política monetaria de Estados Unidos, especialmente hacia EMEs. Las acciones de la FED pueden ocasionar efectos significativos en los mercados financieros globales (figura 4). Tanto el puesto central de los mercados financieros estadounidenses, como la dominancia del dólar, amplifican los efectos globales de la

política monetaria de la FED. Ver Figura 4

Lidiando con efectos secundarios extranjeros

A diferencia de los efectos bilaterales limitados entre la Zona Euro y Estados Unidos, los efectos secundarios sobre el resto del mundo implican que tanto las acciones de la FED como del BCE juegan un papel importante en la elección de política monetaria de EMEs. En periodos de efectos secundarios desfavorables es posible que surjan políticas con *trade-offs* como resultados de mayores fricciones en los mercados locales financieros y de productos, por ejemplo, debido a un sector bancario menos desarrollado o industrias con regulaciones muy rígidas. Es posible utilizar dichos efectos a favor de todos con coordinación entre las políticas de países avanzados y economías emergentes. Pero también es posible mitigar estos *trade-offs* de forma local, por ejemplo, asignando mayor importancia a políticas macroprudenciales, como regulando el nivel de apalancamiento en el sistema financiero (Rey 2016). Esto puede ayudar a las EMEs a preservar su estabilidad financiera sin comprometer sus objetivos de política monetaria.

Referencias

- Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L., Strasser, G. (2020). "Monetary policy and its transmission in a globalized world", Discussion Papers, ECB Working Papers Series, No. 2407, BCE, Frankfurt.
- Dedola, L., Rivolta, G., Stracca, L. (2017). "If the Fed sneezes, who catches a cold?", Journal of International Economics, Vol. 108, Supplement 1, pp. S23-S41.
- Gerko, E., Rey, H. (2017). "Monetary policy in the capitals of capital", Journal of the European Economic Association, Vol. 15, No. 4, pp. 721-745.
- Iacoviello, M., Navarro, G. (2019). "Foreign effects of higher U. S. interest rates", Journal of International Money and Finance, Vol. 95(C), pp. 232-250.
- Jarociński, M., Karadi, P. (2020). "Deconstructing monetary policy surprises – the role of information shocks", American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 12, No. 2, pp. 1-43.
- Melosi, L. (2017). "Signaling effects of monetary policy", Review of Economic Studies, Vol. 84, No. 2, pp. 853-884.
- Nakamura, E., Steinsson, J. (2018). "High-frequency identification of monetary non-neutrality: The information effect", Quarterly Journal of Economics, Vol. 133, No. 3, pp. 1283-1330.
- Rey, H. (2016). "International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma", IMF Economic Review, Vol. 64, No. 1, pp. 6-35.

⁶ Las funciones de impulso respuesta para comercio y otras variables pueden ser consultadas en Ca' Zorzi et al. (2020).

Figura 1
Efectos secundarios bilaterales de un endurecimiento de la política monetaria en la actividad real
Producción industrial
 (100 x log)

Nota: El panel izquierdo muestra el impulso-respuesta a un endurecimiento del BCE y el panel derecho de uno de la FED en un período de 36 meses. Las cantidades relacionadas a Estados Unidos son mostradas en color rojo, y las de la Zona Euro en azul. Las líneas punteadas representan la producción industrial doméstica, en donde los diamantes simbolizan significancia a nivel de una desviación estándar. Las líneas sólidas representan la mediana del impulso respuesta del efecto secundario correspondiente, con una banda de una desviación estándar.

Fuentes: SDW, FRED

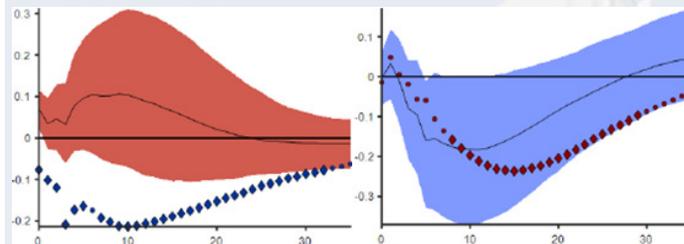


Figura 2
Efectos secundarios bilaterales financieros de un endurecimiento de la política monetaria
Diferencial de bonos corporativos
 (grado BBB o inferior, todas las madureces, puntos porcentuales)

Nota: El panel izquierdo muestra el impulso-respuesta a un endurecimiento del BCE y el panel derecho de uno de la FED en un período de 36 meses. Las cantidades relacionadas a Estados Unidos son mostradas en color rojo, y las de la Zona Euro en azul. Las líneas punteadas representan el diferencial de bonos corporativos domésticos, en donde los diamantes simbolizan significancia a nivel de una desviación estándar. Las líneas sólidas representan la mediana del impulso respuesta del efecto secundario correspondiente, con una banda de una desviación estándar. El diferencial (o *spread*) se define como la diferencia ajustada a opciones entre bonos corporativos con grado de inversión BBB o inferior y un bono gubernamental.

Fuente: FRED

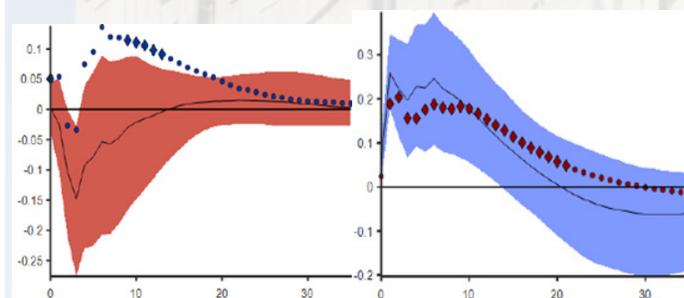


Figura 3
Efectos secundarios de endurecimiento de política monetaria en EMEs
PIB real de EMEs
 (dólares estadounidenses, 100 x log)

Nota: La línea sólida muestra la mediana del impulso respuesta, rodeada por una banda de una desviación estándar, en un período de 36 meses. El panel izquierdo corresponde a un endurecimiento del BCE y el derecho a un endurecimiento de la FED. El PIB fue medido con precios y tipos de cambio en 2010, desestacionalizados, en dólares estadounidenses, basado en una interpolación de *spline* cúbico de datos trimestrales, incluyendo los siguientes países: Bolivia, Botsuana, Brasil, Chile, China, Corea del Sur, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Jordania, Kazakstán, Malasia, México, Paraguay, Perú, Polonia, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía, Uruguay.

Fuentes: Haver Analytics, cálculos por el BCE.

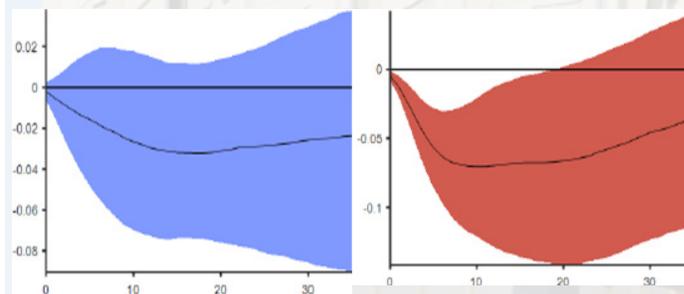
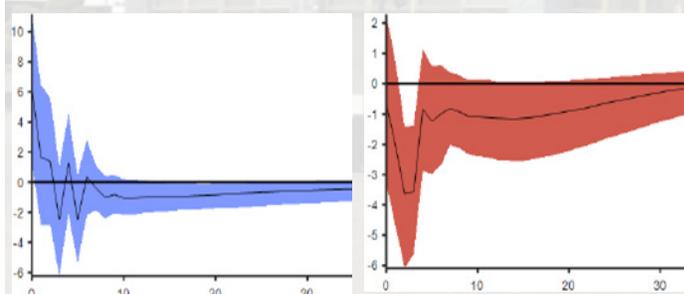


Figura 4
Efectos secundarios de endurecimiento de política monetaria en mercados financieros globales
Préstamos sindicados fuera del área monetaria de denominación
 (volumen de nuevos préstamos, 100 x log)

Nota: La línea sólida muestra la mediana del impulso respuesta, rodeada por una banda de una desviación estándar, en un período de 36 meses. El panel izquierdo corresponde a un endurecimiento del BCE y el derecho a un endurecimiento de la FED.

Fuentes: Dealogic, cálculos por el BCE.



Bitcoin: ¿Dinero o inversión financiera? ¹

Edwin Felipe Morales Ca²

Introducción

Bitcoin es una criptomoneda, que es un tipo específico de moneda virtual, que permite realizar transacciones de persona a persona sin la necesidad de utilizar el sistema bancario. Últimamente muchas personas han comprado esta moneda digital puramente como una inversión financiera esperando su apreciación, más que para utilizarla para transacciones. Entonces qué es: ¿moneda o activo financiero? O quizás la línea divisoria no está tan clara.

¿Es dinero el bitcoin?

Tradicionalmente las monedas son producidas por el gobierno de una nación. En los Estados Unidos de América, su tesorería –por medio del United States Mint (o Casa de Monedas de Estados Unidos) – y la oficina de grabado e impresión producen las monedas y billetes que se utilizan en dicha economía. La Reserva Federal distribuye la moneda a través del sistema bancario. Este dinero no está respaldado por oro o algún otro producto, sino que el valor viene de la aceptación general como dinero.

El dinero tiene tres funciones en una economía: medio de intercambio, valor de almacenamiento y unidad de cuenta. Para ser un medio de intercambio efectivo, el dinero debe de ser aceptado para intercambiarse por bienes y servicios. Bitcoin puede ser usado como un medio de intercambio por un limitado número de estos. A pesar de que el número de compañías que aceptan bitcoin ha estado creciendo, dichas transacciones aún representan una pequeña parte de la economía. En adición a esto, mientras que bitcoin fue creada para pagos de persona a persona, muchas de las transacciones con este ocurren entre clientes y compañías involucrando un “intermediario” que facilita las transacciones mediante el intercambio del bitcoin a monedas convencionales. Una transacción de esta naturaleza es cara tanto en tiempo como en dinero, en promedio toma 78 minutos confirmar una transacción (aunque a veces toma más tiempo) y un costo de USD 28. Además, las personas generalmente prefieren un medio de intercambio que muestra un valor estable a través del tiempo (comparándolas con servicios y canastas de bienes). Esto se ejemplifica con el control del nivel inflacionario que se tiene, la Reserva Federal mantiene una cierta “estabilidad de precios”,

esto se traduce en tasas de inflación casi irrelevantes para las decisiones económicas de las personas. El valor del bitcoin, sin embargo, no ha sido estable durante la historia.

Dado el hecho de que el bitcoin sirve como valor de almacenamiento, la estabilidad de dicho valor toma aún más relevancia. La volatilidad del precio del bitcoin pareciera no ser una amenaza al valor de almacenamiento de este cuando los precios están subiendo, pero cuando están cayendo, las personas recuerdan que la característica de un valor estable es un importante aspecto del valor de almacenamiento. El economista Robert Shiller dice que esta volatilidad daña la credibilidad del valor de almacenamiento del bitcoin, y es su mayor obstáculo en su aceptación como moneda.

El valor de almacenamiento del bitcoin ha sido disminuido por los ataques de piratas cibernéticos, robos y otros problemas de seguridad. Por ejemplo, el 7 de diciembre de 2017, los piratas cibernéticos robaron USD 70 millones en bitcoins. Las personas que poseen bitcoins carecen de la posibilidad de tenerlos como un depósito en un banco, en su lugar ellos los tienen en una “billetera digital”, la cual no está asegurada por el gobierno en la manera como la Corporación Aseguradora de los Depósitos Federal y la Unión de Crédito Nacional aseguran los depósitos en los bancos.

El dinero también funge como unidad de cuenta, una medida común para valorar bienes y servicios. Dado que el precio del bitcoin fluctúa dramáticamente diariamente cuando los mercados están abiertos, los minoristas deben recalcular los precios frecuentemente, lo cual puede confundir tanto a compradores como vendedores. Además, dado el alto costo de un bitcoin en relación a los precios de bienes, requiere que los comerciantes coticen los precios, para la mayoría de bienes, a cuatro o cinco decimales. Por ejemplo, si un bitcoin se negocia por USD 11,000, un dulce de USD 2, en bitcoin (o BTC) estaría cotizado en 0.00018 BTC, cuando la mayoría de sistemas de contabilidad modernos se adaptan a dos puntos decimales en el precio de un bien (no cinco). En resumen, aun cuando el bitcoin es una moneda virtual, carece de algunas características clave que lo podrían hacer más útil.

¹ Resumen y traducción libre del documento “Bitcoin: money or financial investment”, elaborado por Scott A. Wolla (2018), Reserva Federal de St. Louis.

² Analista económico de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

¿Es el bitcoin una inversión financiera?

La línea entre el dinero y un activo financiero no siempre es clara. De hecho, el dinero es un tipo de activo financiero, lo único es que es altamente líquido pero que típicamente paga poco o ningún interés. Bitcoin originalmente fue desarrollado para funcionar como moneda; sin embargo, ha habido un incremento notable de la demanda de aquellos que lo compran como una inversión especulativa.

Esta especulación ha provocado el incremento de precios tan rápido que algunos expertos financieros lo llaman “la burbuja financiera”. Una definición de burbuja es cuando el precio de un activo diverge de su valor fundamental subyacente.

¿Qué tan rápido crecen los precios del bitcoin? El precio de este finalizó en 2017 con una ganancia apenas por debajo de 1,400%. Expertos financieros ven esta emoción de los inversionistas similar a la vivida en las acciones de tecnología en los 90 y casas en los 2000.

El bitcoin no produce capital real ni ingresos a sus poseedores. El laureado al Premio Nobel de Economía, Robert Shiller, ha llamado al efecto bitcoin como una burbuja, inclusive ha especulado sobre la posibilidad de que la competencia de las diferentes criptomonedas pueda ocasionar el reemplazo del bitcoin, llevando su valor a cero.

Por supuesto, las burbujas son difíciles de detectar mientras están pasando. Los inversionistas inevitablemente no se ponen de acuerdo respecto al “valor apropiado” para un activo, y es aún más difícil predecir cuándo estallarán dichas burbujas. Solo el tiempo dirá si la exuberancia de los compradores del bitcoin ha sido irracional.

Conclusión

El bitcoin tiene características que le permiten funcionar como moneda y que lo hacen muy útil como método de pago. Es decir, es relativamente sencillo transferir bitcoins a otra persona o negocio, aun en transacciones internacionales. Sin embargo, otros aspectos del bitcoin lo hacen menos deseable para las transacciones del día a día, incluyendo los problemas de seguridad y la volatilidad en las fluctuaciones de su precio. El valor de una moneda está determinado por la oferta y demanda. Si bien la demanda del bitcoin ha crecido a medida que las personas especulan sobre su valor futuro, se prevé que la oferta del bitcoin crezca a un ritmo predeterminado e inflexible. Dando como resultado que, a medida que la demanda del bitcoin fluctúe, también lo haga su precio.

Esta volatilidad de precios ha socavado la capacidad del bitcoin para servir como valor de almacenamiento. En contraste, los gobiernos frecuentemente delegan el valor de su moneda oficial a los bancos centrales. Por ejemplo, la Reserva Federal se fundó para proporcionar una “moneda elástica” para garantizar que se pudiera ajustar la oferta monetaria para proporcionar estabilidad de precios frente a la demanda cambiante.

Las características del bitcoin, como activo financiero, han atraído el interés de muchos y han creado el potencial de pérdidas financieras. Si bien la línea divisoria entre el dinero y los activos financieros no está clara, las acciones de las personas a menudo revelan el papel que desempeña el activo en la economía. Últimamente, la emoción que rodea a bitcoin ha sido comprarlo como una inversión financiera, no usarlo como dinero para comprar bienes y servicios.

Referencia

Wolla, S. A. (2018). Bitcoin: money or financial Investment? Federal Reserve Bank of St. Louis, 1-4.



75

AÑOS
1946-2021



Directorio

Director

Johny Rubelcy Gramajo M.

Consejeros

Ivar Ernesto Romero Ch.

Jorge Vinicio Cáceres Dávila

Coordinador

Herberth Solórzano Somoza

Producción

Ronald Vinicio Ruiz Alonzo

Edición de textos

Juan Francisco Sagüí Argueta

Arte y Diagramación

Juan Carlos Calderón

Impresión

Sergráfica

Notas Monetarias es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: Notas Monetarias del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

