

**Cuanto más transparentes son los países, mejor pueden sobrellevar los altibajos de las condiciones financieras mundiales**

# La transparencia **IMPORTA**

*Luis Brandão-Marques, Gastón Gelos y Natalia Melgar*

**E**N LOS últimos 20 años, las economías de mercados emergentes se han integrado cada vez más a los mercados financieros mundiales. Por ejemplo, las tenencias de cartera en manos de inversionistas estadounidenses de títulos a largo plazo (acciones y bonos a largo plazo) emitidos por entidades de las 27 economías de mercados emergentes clave casi se triplicaron como porcentaje del PIB de cada país entre 1994 y de 2012 (véase el cuadro 1).

Este aumento de la integración financiera ha reportado enormes beneficios a las economías de mercados emergentes. Ha reducido el costo del capital (lo que ha ampliado las oportunidades de inversión), ha mejorado la distribución del riesgo y la diversificación de las carteras, ha acelerado la transferencia de tecnología y ha contribuido a la divulgación de buenas prácticas en materia de protección del inversionista y de gobernanza.

Pero esta profundización de la integración financiera ha tenido un precio para muchas de estas economías: ha aumentado su vulnerabilidad a los altibajos de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, esta mayor vulnerabilidad varía mucho de un país a otro: es mayor para algunos países, y menor para otros. Para formular políticas que reduzcan la volatilidad que puede acompañar a una mayor integración mundial, los gobiernos deben comprender cómo las características de cada país

determinan la forma en que los mercados financieros mundiales afectan a las economías de mercados emergentes.

Con este fin, examinamos en qué medida influye el nivel de transparencia de un país en el aumento de los shocks financieros provenientes de los centros financieros mundiales. Observamos que las economías más transparentes —aquellas que declaran un mayor volumen de datos en forma más oportuna, y han adoptado normas de divulgación de información empresarial más adecuadas, políticas más previsibles y una gestión de gobierno más eficaz— reaccionan a una mejora o a un deterioro de las condiciones mundiales de manera menos drástica que las economías de mercados emergentes más opacas que puntuaron peor en varias dimensiones de la transparencia.

## **Transparencia de los países y de los flujos de capitales**

Muchos factores específicos de cada país influyen en la rapidez y la intensidad con la que los shocks financieros se propagan a través de las economías. Las vinculaciones financieras desempeñan un papel importante en la transmisión de shocks comunes y en el contagio financiero. También se sabe que la integración financiera, el resultado de reducir las barreras a los flujos financieros transfronterizos, generalmente facilita la propagación internacional de los shocks financieros (Bekaert *et al.*, 2011).

Distrito financiero de Singapur.



Sin embargo, el papel que desempeña el nivel de transparencia de un país, es decir, la disponibilidad de información que permite a los inversionistas evaluar adecuadamente los riesgos y rendimientos asociados a la inversión en un país, no es tan claro. Se afirma con frecuencia que un mayor nivel de transparencia puede ser beneficioso para atraer inversiones y evitar una volatilidad excesiva de los flujos de capitales, dado que contribuye al funcionamiento ordenado y eficiente de los mercados financieros. La transparencia reduce la aparición de fenómenos tales como el comportamiento de rebaño, un aumento de los flujos de inversión impulsado por el entusiasmo de los inversionistas y una reacción exagerada de los inversionistas a una noticia.

Sin embargo, en principio, un mayor nivel de transparencia puede resultar en una mayor volatilidad y, por lo tanto, puede ser desestabilizador. Por ejemplo, la transparencia puede generar una acumulación excesiva de información pública, lo que podría entorpecer el flujo de información privada más precisa —reduciendo la eficiencia de la información y aumentando la volatilidad— especialmente cuando esta información es confusa

Cuadro 1

### Interés en comprar

Los inversionistas estadounidenses tienen en sus manos una cantidad cada vez mayor de títulos a largo plazo emitidos por las economías de mercados emergentes, medidos como porcentaje del PIB del país emisor.

(porcentaje)

	1994	2001	2007	2012	Variación 1994-2012	Promedio del TGP 2002-12
RAE de Hong Kong	13,38	18,92	57,34	49,86	36,48	5,71
Provincia china de Taiwan	0,21	6,76	20,66	18,66	18,45	5,17
Sudáfrica	3,81	6,63	18,54	22,12	18,30	6,12
Israel	5,94	17,23	32,44	22,39	16,45	4,58
Singapur	9,88	25,03	38,33	24,99	15,11	4,80
Corea, Rep. de	1,64	6,83	13,26	15,23	13,60	3,97
Turquía	0,67	3,05	10,16	13,54	12,87	3,94
Hungría	1,34	3,84	6,68	10,14	8,80	3,75
Brasil	2,20	6,04	13,82	9,75	7,55	3,71
Polonia	0,09	1,63	3,26	6,73	6,64	3,22
Chile	4,84	8,22	7,41	10,22	5,38	4,97
Filipinas	3,89	5,26	9,69	8,65	4,77	3,71
Colombia	0,68	2,81	3,26	5,38	4,70	4,15
Perú	1,03	3,10	4,05	5,56	4,53	3,70
Indonesia	1,22	1,15	4,25	5,13	3,91	3,51
India	0,41	1,46	6,87	4,25	3,85	4,40
Rusia	0,01	3,33	6,23	3,33	3,32	3,14
Egipto	0,00	0,62	8,14	1,68	1,68	3,73
República Checa	0,99	0,75	2,96	2,22	1,24	3,69
China	0,37	0,23	2,78	1,60	1,22	4,32
Tailandia	3,67	1,38	2,60	4,60	0,93	4,29
México	12,22	7,84	10,58	12,73	0,51	3,89
Pakistán	0,44	0,25	1,23	0,51	0,08	3,38
Jordania	0,63	1,09	0,65	0,63	0,01	4,22
Marruecos	1,20	0,98	0,60	0,99	-0,21	4,34
Malasia	12,84	4,59	12,43	12,04	-0,80	4,98
Argentina	6,34	1,63	3,77	1,57	-4,77	2,80
<b>Promedio</b>	<b>3,33</b>	<b>5,21</b>	<b>11,18</b>	<b>10,17</b>	<b>6,84</b>	<b>4,75</b>

Fuentes: Tesoro de Estados Unidos, base de datos de Treasury International Capital System; Banco Mundial, base de datos de World Development Indicators; base de datos de Asia de CEIC, y base de datos "Emerging EMEA" mantenida por EMED.

Nota: El cuadro muestra las tenencias de cartera estadounidenses de acciones y bonos a largo plazo emitidos por 27 economías de mercados emergentes. TGP = índice de transparencia en la formulación de políticas por parte del gobierno del informe *Global Competitiveness Report*, elaborado por el Foro Económico Mundial. La máxima puntuación posible es 7.

(“ruidosa”, en la jerga financiera) o si no está relacionada con las condiciones fundamentales. La publicación oportuna de datos oficiales provisionales (e imprecisos) puede, por ejemplo, llevar a los participantes del mercado a reaccionar de manera exagerada ante esta información, provocando una volatilidad excesiva de los precios en los mercados financieros (Morris y Shin, 2002). Un mayor nivel de transparencia también contribuye a la integración financiera (reduciendo los costos de información y las asimetrías) y puede aumentar el movimiento simultáneo de los precios a través de los mercados (Carrieri, Chaieb y Errunza, 2013).

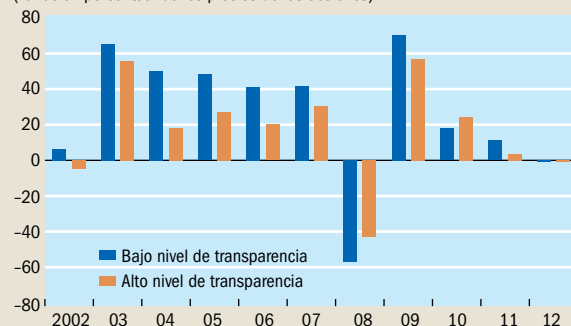
Aunque existen datos que demuestran los efectos beneficiosos de la transparencia a nivel de país (Gelos y Wei, 2005), la evidencia general es ambigua. Además, los estudios empíricos se han centrado principalmente en la transmisión de shocks financieros durante episodios de crisis.

Analizamos si la opacidad a nivel de país aumenta el impacto local de las condiciones mundiales a lo largo del ciclo económico examinando el comportamiento de los precios de los bonos y las acciones. La hipótesis básica es que cuando las condiciones financieras internacionales son benignas, los inversionistas son más propensos a invertir en los mercados cuya distribución de riesgos no es tan conocida (mercados “ambiguos”) para luego salir corriendo de estos mercados cuando las condiciones mundiales se deterioran. Los inversionistas pueden comportarse así por varias razones. Pueden sentirse más cómodos con respecto a la ambigüedad cuando sus otras inversiones han tenido un buen desempeño. Otra posibilidad es que en épocas difíciles los administradores de fondos de inversión tienen que hacer frente a un control más estricto de sus actividades y a mayor presión para justificar la composición de los activos de sus carteras y responden reduciendo su exposición a los activos cuyos riesgos no son tan conocidos. Por otra parte, la ambigüedad puede hacer que sea más difícil para los inversionistas separar los shocks fundamentales de los shocks puramente ruidosos, llevándoles a asociar las señales benignas en los centros financieros con fundamentos económicos sólidos en los mercados ambiguos.

### Altibajos

Los precios de las acciones en los países más transparentes registraron en general menos movimientos extremos que en los países menos transparentes.

(variación porcentual de los precios de las acciones)



Fuente: Índice de mercados emergentes de MSCI.  
Nota: La transparencia se basa en el índice de transparencia en la formulación de políticas por parte del gobierno del informe *Global Competitiveness Report*, elaborado por el Foro Económico Mundial.

Independientemente de la razón (y las posibilidades no son mutuamente excluyentes), los mercados más opacos experimentan mayores auges cuando las condiciones de los mercados financieros son favorables, mientras que ocurre lo contrario en épocas difíciles (véase el gráfico).

## Medir la transparencia

La medición de la transparencia a nivel de país plantea dificultades importantes. En primer lugar, necesitamos indicadores para mostrar de alguna forma que es imposible precisar exactamente cuál es la probabilidad de que ocurran los diferentes eventos. Por lo tanto, nos interesan los índices de opacidad que miden la disponibilidad de toda la información pertinente que el inversionista puede utilizar para evaluar los riesgos asociados a la inversión en un país determinado. En segundo lugar, necesitamos índices que incluyan una buena cantidad de países y abarquen muchos años. Por lo tanto, nos centramos en los índices que miden la corrupción, la gobernanza, las prácticas de divulgación de información empresarial, las normas contables y la transparencia de las políticas y estadísticas del gobierno.

Para cuantificar el impacto de los shocks financieros mundiales sobre el precio de los activos de los mercados emergentes, utilizamos, como variable sustitutiva de las condiciones de liquidez y la aversión al riesgo en los centros financieros, el índice VIX, que mide las expectativas de los inversionistas sobre la volatilidad del mercado bursátil durante los próximos 30 días. De ese modo, aplicamos diversas variables diferentes para medir la opacidad de un país. En base a datos de los mercados de bonos y de acciones en 1997–2011, observamos repetidamente que los mercados emergentes que obtienen peores resultados en las distintas dimensiones de los indicadores de opacidad reaccionan de manera más drástica a las condiciones de los mercados mundiales que las economías que son más transparentes.

Este resultado también es válido cuando utilizamos como variables una amplia gama de indicadores del riesgo, la calidad

del crédito y la liquidez (Brandão-Marques, Gelos y Melgar, 2013). De hecho, según nuestras estimaciones, si el índice VIX aumenta un 10% (lo que se considera un shock ligeramente negativo), los países con las políticas de gobierno más transparentes experimentarán un incremento de los diferenciales de los bonos soberanos casi 0,4 puntos porcentuales inferior al del país mediano. En cambio, el país menos transparente experimentará un aumento de estos diferenciales de 0,3 puntos porcentuales más que el del país mediano. Las “ganancias de la transparencia” que obtendrán los países más transparentes representan casi el doble de la variación semanal promedio de los diferenciales medidos por el índice global de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan. Con respecto a las acciones, el aumento es más significativo y asciende a casi dos veces y media el aumento semanal promedio del índice de mercados emergentes de MSCI, que mide la evolución de alrededor de 1.600 acciones a nivel mundial (véase el cuadro 2). Esto representa casi tres veces más que el aumento del riesgo que contraería un país si duplicara sus flujos de inversiones de cartera internacionales. Cualitativamente, este resultado no solo es válido en el caso de las políticas del gobierno, sino también en de los otros indicadores de transparencia mencionados anteriormente.

## Desafío de política

De nuestro estudio se desprende que los mercados emergentes no están desprovistos de medios para hacer frente a los altibajos de los mercados mundiales. Los países que quieran beneficiarse de la globalización financiera pueden reducir sus desagradables efectos colaterales mejorando su transparencia, es decir, declarando un mayor volumen de datos en forma más oportuna, mejorando las normas de divulgación de información empresarial, logrando una mayor previsibilidad de las políticas y, a nivel más general, mejorando la gobernanza. Dicho en otras palabras, el fortalecimiento de la transparencia posiblemente sería un instrumento eficaz que los países podrían considerar antes de aplicar otras medidas para reducir las consecuencias adversas de los flujos de capitales. ■

*Luis Brandão-Marques es Economista Principal en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI, Gastón Gelos es Jefe de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI, y Natalia Melgar es Economista en la Oficina del Representante Residente del FMI en Uruguay.*

Cuadro 2

### La transparencia cuenta

Cuando los inversionistas prevén volatilidad, los diferenciales de los bonos aumentan y los precios de las acciones se reducen en las economías de mercados emergentes menos transparentes y logran un mejor desempeño en las economías más transparentes.

(porcentaje)

	Menos transparente	Más transparente	Aumento de la transparencia	Promedio variación porcentual semanal
Variación de los diferenciales de los bonos	0,32	-0,36	-0,68	-184
Variación de los precios de las acciones	-0,16	0,18	0,34	244

Fuentes: EMBIG, variaciones porcentuales semanales de los diferenciales de rendimiento de los bonos; MSCI, variaciones porcentuales semanales de los precios de las acciones.

Nota: El cuadro muestra el aumento de los diferenciales de rendimiento de los bonos y la caída de los precios de las acciones en respuesta a un aumento del 10% del índice VIX, que mide las expectativas sobre la volatilidad del mercado bursátil durante los próximos 30 días, en los países con un bajo y un alto nivel de transparencia en relación con un país hipotético con un nivel mediano de transparencia. Los países menos transparentes se ubican en el 10% más bajo de todos los países, medido según el índice de transparencia en la formulación de políticas por parte del gobierno, del informe *Global Competitiveness Report*, elaborado por el Foro Económico Mundial entre 2002–03 a 2011–12. Los países más transparentes se ubican en el nivel del 10% más alto.

### Referencias:

- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, Christian T. Lundblad y Stephan Siegel, 2011, “What Segments Equity Markets?”, *Review of Financial Studies*, vol. 24, No. 12, págs. 3841–90.
- Brandão-Marques, Luis, Gastón Gelos y Natalia Melgar, 2013, “Country Transparency and the Global Transmission of Financial Shocks”, *IMF Working Paper 13/156* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Carrieri, Francesca, Ines Chaieb y Vihang Errunza, 2013, “Do Implicit Barriers Matter for Globalization?”, *Review of Financial Studies*, vol. 26, No. 7, págs. 1694–739.
- Gelos, Gastón R., y Shang-Jin Wei, 2005, “Transparency and International Portfolio Holdings”, *Journal of Finance*, vol. 60, No. 6, págs. 2987–3020.
- Morris, Stephen, y Hyun Song Shin, 2002, “Social Value of Public Information”, *American Economic Review*, vol. 92, No. 5, págs. 1521–34.