

DE
PUÑO
Y LETRA

PABLO GARCÍA

Docente e investigador de la
Universidad Adolfo Ibáñez.

El yen, la Fed, el carry y el VIX

El entorno económico es fuente constante de sorpresas, por lo que distinguir entre causa y efecto resulta crucial para evaluar implicancias de noticias. Las recientes turbulencias en los mercados financieros internacionales ejemplifican esta dinámica. Para comprender cómo estos eventos pueden afectar (o no) a la economía chilena es necesario, primero, analizar las causas del episodio.

Las acciones de los bancos centrales en ocasión divergen de las expectativas del mercado. Durante la semana pasada, varios bancos centrales, incluido el de Chile, celebraron sus reuniones regulares. Destacó particularmente el Banco de Japón (BoJ), que el 31 de julio anunció un incremento de la tasa de interés hasta el 0,25%, desde el rango previo de 0-0,1%. Este aumento, mayor de lo previsto, tomó al mercado por sorpresa.

La Reserva Federal de EE.UU. (Fed) también se reunió el 31 de julio, manteniendo la tasa y sugiriendo un primer recorte para septiembre, en línea con las expectativas generales. La sorpresa llegó días después, con datos de empleo más débiles de lo anticipado, lo que intensificó las expectativas de recorte.

En esquemas de metas de inflación con flexibilidad cambiaria, sorpresas en direcciones opuestas respecto a dos economías integradas como Japón y EE.UU. van a fortalecer el yen frente al dólar. Sin embargo, dado que los movimientos de tasas

zados y emergentes (incluyendo en Chile) comenzaron a elevar sus tasas, la política monetaria de Japón se convirtió en una clara excepción, amplificando el fenómeno conocido como *carry-trade*. Este consiste en financiarse a tasas bajas en yenes para invertir en instrumentos de mayor rendimiento en otras monedas (como dólares o pesos mexicanos). Mientras las paridades se muevan de manera predecible, esta estrategia puede generar retornos significativos.

Lo que probablemente magnificó el efecto de la política del BoJ fue que, además de aumentar la tasa, también redujo el ritmo de compra de activos financieros y dio señales de preocupación al alza sobre la inflación futura. Por tanto, la estrategia de levantar financiamiento barato en yenes de forma indefinida para mantener inversiones más rentables en otras monedas o activos se volvió repentinamente más riesgosa, llevando a reducir exposiciones. Los balances de los intermediarios japoneses proveedores de financiamiento barato se contraen, al igual que los de quienes utilizaban ese financiamiento en otros mercados, afectando los precios de los activos.

Otros factores pueden haber exacerbado este clima de incertidumbre, aumentando la aversión al riesgo, como las tensiones geopolíticas en Oriente Medio o las dudas sobre la valoración de las empresas tecnológicas y sus apuestas por la

AUNQUE APARENTEMENTE TODO HA VUELTO A LA NORMALIDAD TRAS EL IMPACTO INICIAL, ESTE EPISODIO REVELA QUE LA VOLATILIDAD Y FRAGILIDAD FINANCIERAS SIGUEN PRESENTES.

fueron pequeños, ¿por qué las reacciones fueron tan intensas, con una apreciación del yen del 6% y caídas en los mercados bursátiles globales? El VIX, indicador habitual de incertidumbre implícita en los mercados, alcanzó niveles intradía que no se veían desde el inicio de la pandemia.

Una explicación para esta reacción exagerada radica en el papel particular del BoJ y del yen en los últimos años. Japón ha enfrentado dificultades significativas para llevar la inflación a niveles normales. Por ello, durante décadas ha mantenido tasas de interés cercanas o inferiores a cero, complementadas con masivas compras de activos. En escenarios como la crisis financiera de 2008-2009 o la crisis del covid, cuando la mayoría de los bancos centrales adoptaron políticas similares, el BoJ no destacaba.

Sin embargo, desde 2021-2022, cuando los principales bancos centrales avan-

zados y emergentes (incluyendo en Chile) fueron pequeños, ¿por qué las reacciones fueron tan intensas, con una apreciación del yen del 6% y caídas en los mercados bursátiles globales? El VIX, indicador habitual de incertidumbre implícita en los mercados, alcanzó niveles intradía que no se veían desde el inicio de la pandemia.

Una explicación para esta reacción exagerada radica en el papel particular del BoJ y del yen en los últimos años. Japón ha enfrentado dificultades significativas para llevar la inflación a niveles normales. Por ello, durante décadas ha mantenido tasas de interés cercanas o inferiores a cero, complementadas con masivas compras de activos. En escenarios como la crisis financiera de 2008-2009 o la crisis del covid, cuando la mayoría de los bancos centrales adoptaron políticas similares, el BoJ no destacaba.

Sin embargo, desde 2021-2022, cuando los principales bancos centrales avan-