Poder de mercado corporativo y transmisión de la política monetaria en Asia



Nuobu Renzhi es profesor asistente en la Escuela de Economía de la Universidad Capital de Economía y Negocios, República Popular China. John Beirne es vicepresidente de investigación e investigador principal del Instituto del Banco Asiático de Desarrollo, Tokio, Japón.

Las opiniones expresadas en este documento son las opiniones del autor y no reflejan necesariamente las opiniones o políticas de ADBI, ADB, su Junta Directiva o los gobiernos que representan. ADBI no garantiza la exactitud de los datos incluidos en este documento y no se responsabiliza de las consecuencias de su uso. La terminología utilizada puede no ser necesariamente coherente con los términos oficiales del ADB.

Los documentos de trabajo están sujetos a revisión y corrección formales antes de ser finalizados y considerados publicados.

La serie de documentos de trabajo es una continuación de la serie de documentos de debate anteriormente denominada; La numeración de los documentos continuó sin interrupción ni cambio. Los documentos de trabajo de ADBI reflejan ideas iniciales sobre un tema y se publican en línea para su discusión. Algunos documentos de trabajo pueden convertirse en otras formas de publicación.

El Banco Asiático de Desarrollo se refiere a "China" como la República Popular China.

Cita sugerida:

Renzhi, N., y J. Beirne. 2023. Corporate Market Power and Monetary Policy Transmission in Asia. Documento de trabajo 1365 del ADBI. Tokio: Instituto del Banco Asiático de Desarrollo. Disponible: <https://doi.org/10.56506/NAEO5221>

Por favor, póngase en contacto con los autores para obtener información sobre este artículo.

Correos electrónicos: renzhinuobu@gmail.com, jbeirne@adbi.org



Extracto

Este documento examina empíricamente el efecto del poder de mercado corporativo en la transmisión de la política monetaria en Asia. Utilizando proyecciones locales de panel basadas en un conjunto de datos a nivel de empresa para 11 economías asiáticas avanzadas y emergentes, encontramos que después de un endurecimiento de la política monetaria, las ventas reales de las empresas con bajo poder de mercado disminuyen significativamente, mientras que las ventas reales de las empresas con alto poder de mercado responden poco. Además, constatamos que las respuestas medias de las ventas reales de las empresas a las perturbaciones de la política monetaria están impulsadas por empresas con márgenes bajos. Nuestros hallazgos indican que el aumento del poder de mercado perjudica la transmisión efectiva de la política monetaria. Discutimos las implicaciones en términos de equilibrar la necesidad de políticas industriales que promuevan la productividad impulsada por la innovación con una política de competencia efectiva para comprimir la heterogeneidad en la dinámica del poder de mercado y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Palabras clave: poder de mercado corporativo, transmisión de la política monetaria, Asia

Clasificación JEL: E52, D43

Introducción

El poder de mercado ha sido una preocupación de larga data para muchos formuladores de políticas e investigadores académicos, ya que es muy importante para el bienestar económico y la asignación de recursos (por ejemplo, De Loecker et al., 2020). Esto se ve reforzado por la creciente evidencia de que el poder de mercado corporativo ha aumentado a nivel mundial en los últimos años (por ejemplo, Akcigit et al., 2021; De Loecker y Eeckhout, 2018; De Loecker y Warzynski, 2012; Diez et al., 2021). Aunque la trayectoria de los niveles de margen de beneficio corporativo en Asia ha sido algo más moderada que el promedio mundial, ha aumentado considerablemente en los últimos años (De Loecker y Eeckhout, 2018; véase también la Figura 1).

A pesar de que la literatura presta mucha atención a las implicaciones macroeconómicas del aumento del poder de mercado, se sabe poco sobre el papel de la estructura del mercado y el poder de mercado corporativo en la transmisión de la política monetaria. Varios estudios han documentado el impacto potencial del poder de mercado en la transmisión de la política monetaria desde una perspectiva teórica (por ejemplo, Hahn, 2022; Haldane et al., 2018; Syverson, 2018), lo que indica que el aumento del poder de mercado puede reducir la eficacia de la política monetaria. Sin embargo, hay menos trabajo empírico sobre este tema, particularmente desde una perspectiva internacional o entre países. Este documento tiene como objetivo llenar este vacío en la literatura investigando empíricamente cómo el poder de mercado afecta la transmisión de la política monetaria, utilizando un conjunto de datos a nivel de empresa para 11 economías avanzadas y emergentes en Asia.

Siguiendo a De Loecker y Warzynski (2012) y Diez et al. (2021), primero estimamos las series de márgenes de beneficio de las empresas para 11 economías asiáticas, utilizando el conjunto de datos ORBIS. La principal ventaja del conjunto de datos ORBIS es que comprende información financiera armonizada entre países para empresas públicas y privadas durante varios años. A continuación, estimamos las respuestas de las ventas reales de las empresas con márgenes altos y bajos en Asia a los shocks de política monetaria.

Para superar las posibles preocupaciones sobre la endogeneidad, derivamos una serie de shocks de política monetaria identificados para cada una de las 11 economías asiáticas, siguiendo el enfoque de Christiano et al. (1999). Usando este enfoque, ortogonalizamos los cambios en las tasas de política monetaria contra las respuestas del banco central a las condiciones macroeconómicas actuales y rezagadas asumiendo una regla de tipo Taylor para extraer el componente exógeno. Por lo tanto, los residuos estimados pueden considerarse shocks de política monetaria exógenos y la base para el análisis de la función de respuesta al impulso. A continuación, convertimos la serie de shocks de política monetaria estimada en una frecuencia anual para que coincida con los datos a nivel de empresa.

El impacto de los shocks de política monetaria en el crecimiento de las ventas reales de las empresas se examina mediante la estimación de las proyecciones locales de panel (Jorda, 2005). Antes de pasar a estimar directamente las respuestas heterogéneas de las empresas de acuerdo con los niveles de poder de mercado de las empresas, estimamos el efecto promedio de la política monetaria en las ventas reales de las empresas, controlando diversas características de la empresa, fundamentos macroeconómicos y factores globales. Después de un shock de endurecimiento de la política monetaria, las ventas reales de las empresas caen, de acuerdo con los antecedentes y la intuición económica, lo que también proporciona un punto de referencia útil para nuestros resultados posteriores.

Para investigar el papel del poder de mercado de las empresas en la transmisión de la política monetaria, dividimos las empresas en grupos en función de sus niveles de margen de beneficio y estimamos respuestas de impulso separadas para cada grupo. Específicamente, dividimos las empresas en dos grupos: empresas de alto poder de mercado (percentil 25 superior de la distribución de margen de beneficio) y empresas de bajo poder de mercado (percentil 25 inferior de la distribución de margen de beneficio). Los resultados de la estimación indican una clara evidencia de respuestas heterogéneas de las ventas reales al shock de la política monetaria en las empresas con márgenes altos y bajos. Las ventas reales de las empresas con bajo margen de beneficio disminuyen significativamente, mientras que las ventas reales de las empresas con alto margen de beneficio solo muestran una disminución insignificante al principio y muestran poca respuesta a partir de entonces. Además, al comparar con los efectos medios de referencia, las empresas con un margen de beneficio bajo tienen respuestas más amplias con respecto a sus ventas reales, lo que indica que las respuestas medias de las ventas reales de las empresas están impulsadas por las empresas con bajo margen de beneficio. Estos resultados son sólidos para un conjunto de controles de sensibilidad que incluyen medidas alternativas de política monetaria, definiciones alternativas de márgenes de beneficio y preocupaciones sobre factores adicionales que pueden afectar las estimaciones. En general, encontramos una fuerte heterogeneidad en la respuesta de las ventas reales de las empresas a los shocks de política monetaria según los niveles de margen de beneficio, con un aumento del margen de beneficio que amortigua la efectividad de la política monetaria.

Este estudio está relacionado principalmente con dos líneas de la literatura. En primer lugar, contribuimos a estudios que tienen como objetivo evaluar el efecto de la política monetaria y su transmisión a nivel de empresa. Los primeros artículos en la literatura destacaron el papel de las restricciones de liquidez para la transmisión de la política monetaria, proporcionando evidencia de la mayor capacidad de respuesta de las empresas más pequeñas (por ejemplo, Gertler y Gilchrist, 1994; Kashyap y otros, 1994). Estudios recientes descomponen los factores que contribuyen a las fricciones financieras en los mercados (por ejemplo, la edad de la empresa, el apalancamiento, los riesgos de incumplimiento, la liquidez) y las implicaciones para la transmisión de la política monetaria (por ejemplo, Anderson & Cesa-Bianchi, 2020; Cloyne y otros, 2018; Ippolito et al., 2018; Jeenas, 2018, 2019; Ottonello y Winberry, 2020).

En segundo lugar, este estudio complementa la literatura relativamente escasa sobre el papel del poder de mercado en la transmisión de la política monetaria. Estudios recientes han discutido la estructura cambiante del mercado y sus implicaciones para la política monetaria. Syverson (2018) señala que las empresas con poder de mercado tienen menos incentivos para cambiar sus niveles de producción en presencia de shocks de política monetaria. Haldane et al. (2018) indican que el aumento del poder de mercado puede alterar la forma de la curva de Phillips y podría proporcionar incentivos adicionales para generar inflación. Konczal y Lusiani (2022) muestran empíricamente que el aumento del poder de mercado puede ser un importante impulsor de la inflación reciente en los Estados Unidos (EE. Hahn (2022) muestra teóricamente que el aumento del poder de mercado hace que la productividad agregada sea más procíclica y provoca un aumento de la no neutralidad monetaria. Furceri et al. (2021) son los más cercanos a nuestro estudio, utilizando datos a nivel de empresa de los Estados Unidos y los países avanzados, investigando empíricamente el efecto del poder de mercado en la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, otro trabajo de Cloyne et al. (2018) indica que la heterogeneidad en el margen de beneficio de las empresas no impulsa el efecto heterogéneo de la política monetaria, también basada en datos a nivel de empresa de los Estados Unidos. Este documento arroja más luz sobre el nexo entre el poder de mercado corporativo y la transmisión de la política monetaria al proporcionar nueva evidencia empírica para las empresas en las economías asiáticas.

Datos y metodología

En esta sección, describimos los datos a nivel de empresa, así como los shocks de política monetaria. Dado que la mayoría de las variables a nivel de empresa ya son estándar en la literatura, nos centramos en las principales variables de interés, a saber, el margen de beneficio y los shocks de política monetaria. Finalmente, presentamos el marco econométrico utilizado para producir los resultados empíricos.

Datos a nivel de empresa

Obtenemos variables a nivel de empresa de la base de datos ORBIS, un conjunto de datos de panel global anual con más de 300 millones de empresas, compilado por Bureau van Dijk. La principal ventaja de este conjunto de datos para nuestro análisis es la disponibilidad de información financiera armonizada entre países para empresas públicas y privadas en múltiples períodos, lo que nos permite investigar las respuestas de las empresas a los shocks de política monetaria de manera consistente. Limpiamos el conjunto de datos de ORBIS siguiendo los procedimientos de De Loecker et al. (2020) y Diez et al. (2021), incluido el tratamiento de errores básicos de informes y controles de calidad. Además, abandonamos las industrias de agricultura, minería, finanzas, seguros y bienes raíces, así como sectores con alta propiedad gubernamental (por ejemplo, administración), siguiendo a Cloyne et al. (2018) y Durante et al. (2022). Finalmente, restringimos nuestra muestra a las empresas que reportan 9 años consecutivos y excluimos a las empresas con menos de 3 empleados. Después del procedimiento de limpieza de datos, quedan 27.621 observaciones de 3.069 empresas, durante el período 2013-2021, en 11 economías asiáticas avanzadas y emergentes.

Para obtener el valor real de los datos a nivel de empresa y calcular adecuadamente el margen de beneficio para el análisis principal, siguiendo a Diez et al. (2021), desinflamos las variables en la forma de nivel utilizando deflactores de la producción bruta. La ventaja clave de usar deflactores de producción bruta radica en su mejor cobertura en todos los países, industrias y tiempo, especialmente para la característica entre países de nuestros datos a nivel de empresa. El deflactor del producto bruto se obtiene del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de las estadísticas nacionales. Específicamente, desinflamos las siguientes variables: ventas totales de las empresas, activos totales, pasivos totales, ingresos operativos, costos totales y activos fijos tangibles. La Tabla 1 muestra las estadísticas resumidas de las principales variables a nivel de empresa utilizadas en el análisis empírico.

Los factores que influyen en el desempeño de las empresas, aparte de las medidas de poder de mercado y los shocks de política monetaria, se basan en la literatura estándar de finanzas corporativas. Específicamente, además de las variables descritas anteriormente, controlamos el apalancamiento (la relación entre el pasivo total y los activos totales), la tangibilidad (la relación entre los activos fijos tangibles y los activos totales) y la rentabilidad (rendimiento de los activos). También incluimos medidas de los fundamentos macroeconómicos, incluido el PIB real, la inflación, los precios de las acciones y los tipos de cambio efectivos reales; y las condiciones financieras mundiales, incluido el índice VIX, que se han obtenido del FMI, el BPI y Bloomberg.

Márgenes

Siguiendo la literatura, definimos el margen de beneficio de la empresa como la relación entre el precio y el costo marginal. Sin embargo, la estimación del margen de beneficio no es tan sencilla como su definición, ya que la mayoría de las bases de datos a nivel de empresa (incluidas las ORBIS) no incluyen las variables de precio de empresa y costo marginal. Por lo tanto, en este artículo, seguimos la metodología de estimación de Diez et al. (2021), que se basó en De Loecker y Warzynski (2012), quienes derivan la siguiente expresión para el marcado (Markupi, t) del problema de minimización de costos de la empresa:



donde Pi,t se refiere al precio de salida, MCi,t se refiere al costo marginal, Fi,t(·) se refiere a la función de producción de la empresa, y Vi,t es la entrada flexible. Por lo tanto, el margen de beneficio de la empresa se estima como la relación entre la elasticidad de producción de la variable insumo (θ V ) y la participación de la empresa en el gasto de ese insumo (α V). Si bien la participación de la empresa en el gasto puede calcularse directamente a partir de la información de ventas e insumos del conjunto de datos ORBIS, la elasticidad del producto no se puede observar directamente, lo que requiere la estimación de una función de producción. Aquí, estimamos una función de producción de CobbDouglas siguiendo a Diez et al. (2021) 2 y finalmente calculamos el marcado de la empresa. La Figura 1 presenta el margen de beneficio promedio estimado que agrupa todas las economías asiáticas en nuestra muestra, basado en la Ec.(1) y ponderado por la proporción de los costos de los insumos de las empresas. Aunque hay una ruptura en 2020, observamos un aumento de los márgenes de beneficio de 2013 a 2021.

Choques de política monetaria

El objetivo de este documento es investigar cómo los márgenes afectan la efectividad de la política monetaria sobre la producción de las empresas. Como tal, nos enfrentamos al problema habitual de identificación de los efectos causales de la política monetaria. Dado que la variación de la tasa de política monetaria del banco central suele reflejar las condiciones económicas actuales o futuras previstas, debemos identificar innovaciones en las tasas de política monetaria que sean ortogonales a las respuestas de política monetaria a los resultados económicos. En este estudio, nos basamos en restricciones estructurales recursivas propuestas por Christiano et al. (1999) para identificar choques de política monetaria. La idea de esta metodología es ortogonalizar los cambios en las tasas de política frente a las respuestas del banco central a las condiciones macroeconómicas actuales y rezagadas, asumiendo una regla de tipo Taylor para extraer el componente exógeno. Por lo tanto, los residuos estimados representan una medida de los shocks exógenos de la política monetaria.

Una consideración adicional se relaciona con la identificación de series apropiadas de tasas de política monetaria que puedan usarse para el análisis. La tasa a corto plazo en Japón ha estado cerca del límite inferior cero (ZLB) desde que el Banco de Japón introdujo la política de tasa de interés cero en 1999. Por lo tanto, durante el período de muestra de este estudio, es probable que la tasa a corto plazo en Japón refleje la orientación de la política monetaria con menos precisión. Para hacer frente al posible sesgo debido a la tasa de política restringida de ZLB, utilizamos en su lugar la serie de tasas de política en la sombra estimada por Krippner (2013) para Japón, que refleja posturas de política monetaria convencionales y no convencionales. Para el resto de las economías de la muestra, utilizamos tasas interbancarias a 3 meses como las principales variables de la tasa de política monetaria. Como las tasas interbancarias a 3 meses en estas economías nunca tocaron la ZLB durante nuestros períodos de muestra, evitamos la posible complicación relacionada con el impacto de las tasas de política restringidas por ZLB.

El orden de las variables impuestas en la forma recursiva implica que las variables en la parte superior (como a1,1) no se verán afectadas por los choques contemporáneos a las variables inferiores (como am,1) mientras que las variables inferiores se verán afectadas por los choques contemporáneos a las variables superiores. Siguiendo a Christiano et al. (1999), colocamos el PIB real en la parte superior del orden, lo que implica que solo se verá afectado por choques contemporáneos para sí mismo. Después del PIB real, colocamos la tasa de inflación, lo que implica que la inflación se verá afectada por el PIB real y por sí misma, pero no por choques contemporáneos a la tasa de política monetaria. Finalmente, colocamos la variable de tasa de política en el último lugar en el orden, que se basa en el supuesto de que la política monetaria del banco central reflejará condiciones económicas más amplias.

Para mitigar el sesgo potencial de los períodos de muestreo cortos, estimamos la Ec.(3) con una muestra más larga de 2000:T1–2022:T1 para obtener los residuos de política monetaria. Luego convertimos la serie trimestral de residuos en una serie temporal anual promediando los choques dentro de los períodos y restringiendo el período de muestra para que coincida con los datos a nivel de empresa. El gráfico 2 muestra la serie de shocks de política monetaria con una frecuencia anual.

Metodología econométrica

En esta sección, presentamos la metodología econométrica utilizada en este estudio para investigar los efectos causales dinámicos de la política monetaria en las ventas reales de las empresas. Sobre la base de la serie de shocks de política monetaria derivada junto con el conjunto de datos descrito en la sección anterior, estimamos un conjunto de proyecciones locales de panel. Siguiendo a Jorda (2005), el marco básico de proyección local se puede especificar de la siguiente manera:



Resultados empíricos

Respuestas impulsivas – Efectos medios

Antes de la estimación de las respuestas de impulso en diferentes grupos de empresas de acuerdo con sus distribuciones de margen de beneficio, primero presentamos el efecto promedio de la política monetaria en las ventas reales de las empresas. El propósito es proporcionar una línea de base para nuestros shocks de política monetaria estimados para las empresas con márgenes bajos y altos y también evaluar nuestra línea de base en relación con los hallazgos en la literatura. Comenzamos estimando las respuestas impulsivas de las ventas reales de las empresas a los shocks de política monetaria basados en la Ec.(4), controlando las características de la empresa, los fundamentos macroeconómicos y los factores globales.

La Figura 3 informa las respuestas impulsivas estimadas a un choque contractivo de 1 punto porcentual durante un período de hasta cuatro años. Tras un endurecimiento de la política monetaria, las ventas reales de las empresas disminuyen de manera constante, con un efecto máximo aparente en torno al segundo año después del shock, a un valor de alrededor de -0,08 puntos porcentuales. En general, las respuestas de impulso están alineadas direccionalmente con las expectativas y son estadísticamente diferentes de cero en el nivel de intervalo de confianza del 95%. Estas respuestas impulsivas están en consonancia con las respuestas agregadas del producto a los shocks de política monetaria descritas en la bibliografía (por ejemplo, Christiano et al., 1999), lo que apunta hacia la validez de nuestras perturbaciones estimadas de política monetaria.

Respuestas impulsivas a lo largo de la distribución de marcado

En esta parte del análisis, permitimos que las respuestas de las ventas reales de las empresas a los shocks de política monetaria varíen entre las distribuciones de márgenes de beneficio de las empresas. Dividimos la muestra en dos grupos dependiendo de si una empresa tiene un alto poder de mercado (percentil 25 superior de la distribución de margen de beneficio) o tiene un bajo poder de mercado (percentil 25 inferior de la distribución de margen de beneficio).

El gráfico 4 muestra las respuestas impulsivas heterogéneas de las ventas reales a los shocks contractivos de la política monetaria en los dos grupos de empresas, a saber, el bajo poder de mercado (panel izquierdo) y el alto poder de mercado (panel derecho). La comparación de estos dos paneles revela la contribución marginal del margen de beneficio de las empresas, controlando otros factores que pueden afectar la transmisión de la política monetaria. Los resultados indican una clara evidencia de respuestas heterogéneas de las ventas reales a los shocks de política monetaria en los dos tipos de empresas. Las ventas reales de las empresas con bajo poder de mercado disminuyen significativamente en alrededor de 0,09 puntos porcentuales en el pico y persisten a partir de entonces. Por otro lado, las ventas reales de empresas con alto poder de mercado solo muestran una disminución a corto plazo de 0,01 puntos porcentuales alrededor de un año después de los shocks de política monetaria y muestran poca respuesta a partir de entonces. Además, al comparar con los resultados de referencia en la Figura 3, las empresas con bajo poder de mercado tienen respuestas más grandes, lo que sugiere que las respuestas promedio de las ventas reales de las empresas son impulsadas por las empresas con bajo margen de beneficio.

Los efectos heterogéneos estimados de la política monetaria sobre las ventas reales de las empresas están en línea con la teoría macroeconómica (por ejemplo, Gali, 2015). Para una empresa sin poder de mercado, sus ingresos marginales siguen siendo los mismos en todos los niveles de producción (por ejemplo, ventas reales). Cuando hay un endurecimiento de la política monetaria, el aumento de los costos de capital desplaza los costos marginales a una posición más alta, lo que lleva a un nivel de producción más bajo. Por otro lado, las empresas con poder de mercado se enfrentan a ingresos marginales con pendiente descendente, lo que indica que más productos están correlacionados con menores ingresos marginales. Por lo tanto, después de un endurecimiento de la política monetaria, las ventas reales de las empresas con poder de mercado responden menos en comparación con aquellas sin poder de mercado, lo que implica heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria.

Robustez y extensiones

Medida alternativa de las perturbaciones de la política monetaria

Hasta ahora, hemos seguido la literatura empírica estándar utilizando la tasa de política a corto plazo como instrumento de política para identificar shocks de política monetaria. Por otro lado, a uno le puede preocupar que las tasas de política a corto plazo no sean una medida adecuada de la orientación de la política monetaria, particularmente para algunas economías asiáticas (por ejemplo, De Leo et al., 2022). Por esta razón, ahora adoptamos una medida alternativa de política monetaria, a saber, la tasa a largo plazo, para corroborar aún más nuestras estimaciones de referencia. La tasa de interés a largo plazo puede ser un instrumento útil, ya que varios estudios han demostrado que las políticas monetarias generalmente afectan a la economía a través de tasas a largo plazo (por ejemplo, Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen, 2011; McGough y otros, 2005). De acuerdo con el enfoque de referencia, estimamos la serie de shocks de tipos a largo plazo adoptando una regla de tipo Taylor y un SVAR separado identificado recursivamente, suponiendo que el producto y la inflación no reaccionan simultáneamente a la tasa a largo plazo. A partir de la base de datos del CEIC, obtenemos la serie trimestral de tipos a largo plazo, es decir, los rendimientos de los bonos del Estado a 10 años. Por último, convertimos los shocks trimestrales de tipos a largo plazo en una frecuencia anual para fusionarlos con nuestros datos a nivel de empresa.

La figura 5 muestra las respuestas impulsivas estimadas a un shock de tasas contractivo a largo plazo de 1 punto porcentual durante un período de hasta cuatro años. En consonancia con el resultado de referencia, las ventas reales de las empresas disminuyen constantemente tras un endurecimiento de la política monetaria, con un efecto máximo de alrededor de -0,08 puntos porcentuales. En general, las respuestas impulsivas que utilizan la medida alternativa de política monetaria son coherentes con las estimaciones de referencia, lo que indica la solidez de nuestros resultados.

Medida alternativa de los márgenes

Nuestro segundo experimento consiste en examinar la solidez de los efectos heterogéneos de la política monetaria sobre las ventas reales de las empresas. Con este fin, adoptamos una medida alternativa de la variable de marcado, que es el índice de Lerner (ingresos operativos de las empresas menos costos operativos divididos por ingresos operativos), para reemplazar los márgenes estimados en nuestros resultados de referencia. Una vez más, dividimos la muestra en dos grupos dependiendo de si una empresa tiene un alto poder de mercado (percentil 25 superior de la distribución del índice de Lerner) o tiene un bajo poder de mercado (percentil 25 inferior de la distribución del índice de Lerner).

El gráfico 6 muestra las respuestas impulsivas heterogéneas de las ventas reales de las empresas a un shock de política monetaria contractiva, utilizando el índice de Lerner como medida del margen de beneficio. De manera similar a la estimación de referencia, también observamos evidencia clara de efectos heterogéneos entre las empresas con márgenes altos y bajos. Las ventas reales de las empresas con bajo poder de mercado disminuyen significativamente después del shock. Por otro lado, las ventas reales de empresas con alto poder de mercado responden poco.

Respuestas impulsivas condicionadas al tamaño de la empresa

De los resultados mostrados en la sección anterior, encontramos que las empresas con diferentes niveles de margen de beneficio, en cuanto a sus ventas reales, responden heterogéneamente a los shocks de política monetaria. Además, también indicamos que estas reacciones heterogéneas están impulsadas por la heterogeneidad en el poder de mercado de las empresas. Por otro lado, uno puede estar preocupado de que la distribución del margen de beneficio pueda depender del tamaño de la empresa.

Dado el sentido común de que las empresas más grandes tienen más probabilidades de tener un mayor poder de mercado, es esencial examinar si también existen respuestas heterogéneas para las empresas muy grandes. El gráfico 7 muestra las respuestas impulsivas de las ventas reales de las empresas a un shock de política monetaria contractiva, utilizando la muestra de empresas muy grandes. De acuerdo con los resultados de referencia, encontramos evidencia clara de efectos heterogéneos en las empresas con márgenes altos y bajos, incluso si controlamos el tamaño de las empresas. Las ventas reales de las empresas con bajo poder de mercado disminuyen significativamente después del shock, mientras que las empresas con alto poder de mercado responden de manera insignificante. Aunque la magnitud de las respuestas impulsivas de las empresas muy grandes parece ser menor que la de las empresas promedio, las estimaciones sugieren que el tamaño de las empresas, al menos por sí solo, no puede explicar completamente las respuestas heterogéneas de las ventas reales a los shocks de política monetaria.

Asia avanzada frente a Asia emergente

Examinamos además si los factores específicos de la economía en las economías asiáticas pueden afectar los efectos heterogéneos de los shocks de política monetaria en las ventas reales de las empresas. Aunque se controlaron los fundamentos macroeconómicos y los efectos fijos de la economía en estimaciones anteriores, dividimos la muestra en economías asiáticas avanzadas y emergentes. En el gráfico 8 se muestran las respuestas reales de venta de las empresas con márgenes altos y bajos a los shocks de política monetaria contractiva. Curiosamente, observamos que las respuestas negativas de las ventas reales al endurecimiento de la política monetaria son más persistentes en las economías emergentes de Asia que en las economías avanzadas, lo que indica que los cambios en la política monetaria pueden tener impactos permanentes en las empresas con bajo margen de beneficio en las economías emergentes. Esto podría estar relacionado con una tasa de interés natural más alta en las economías emergentes en comparación con las avanzadas, y un mayor margen para la política monetaria anticíclica (por ejemplo, De Leo et al., 2022). Por otro lado, las empresas con altos márgenes de beneficio no muestran respuestas significativas a los shocks de política monetaria tanto para Asia avanzada como para las emergentes.

Respuestas impulsivas condicionadas al grado de libertad económica

La literatura previa ha documentado la relación entre la transmisión de la política monetaria y la libertad económica, lo que indica que un mayor grado de libertad económica puede mejorar la efectividad de la transmisión de la política (por ejemplo, Age'nor y Montiel, 2015). Por lo tanto, nuestro próximo experimento es investigar cómo el grado de libertad económica puede afectar la heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria a las ventas reales de las empresas. Para ello, dividimos aún más la muestra dependiendo de si una empresa se encuentra en una economía con alta libertad económica (percentil 25 superior del grado de libertad económica) o está en una economía con baja libertad económica (percentil 25 inferior del grado de libertad económica). Obtenemos el índice de grado de libertad económica del Instituto Fraser, que mide el grado de libertad económica presente en cinco áreas principales: el tamaño del gobierno, el sistema legal y la seguridad de los derechos de propiedad, el dinero sólido, la libertad para comerciar internacionalmente y la regulación.

El gráfico 9 muestra las respuestas impulsivas de las ventas reales de las empresas a los shocks de política monetaria contractiva en las empresas con márgenes altos y bajos, sobre la base del grado de libertad económica. Observamos que las respuestas de las ventas reales de las empresas con y bajo margen de beneficio en los países de alta libertad económica son mayores, en comparación con las de las empresas en economías con baja libertad económica. Este resultado es consistente con hallazgos previos de que un mayor grado de libertad económica puede mejorar la efectividad de la transmisión de políticas. Por otro lado, encontramos evidencia clara de efectos heterogéneos en las empresas con alto y bajo margen de beneficio, incluso después de controlar el grado de libertad económica. Las ventas reales de las empresas con bajo poder de mercado disminuyen significativamente después del shock, mientras que las empresas con alto poder de mercado responden de manera insignificante, en consonancia con los resultados de referencia. Por lo tanto, la heterogeneidad en el grado de libertad económica no impulsa la heterogeneidad en las respuestas de venta real de las empresas a los shocks de política monetaria.

Condicionamiento de las respuestas impulsivas a sectores e industrias

La literatura reciente ha enfatizado la importancia de documentar los efectos de la política monetaria a nivel sectorial e industrial (por ejemplo, Singh et al., 2022), no solo para un mejor conocimiento de qué sectores están impulsando el efecto agregado, sino también para capturar los posibles efectos distributivos de la política monetaria en las empresas. Por lo tanto, ampliamos aún más nuestro análisis investigando si los diferentes sectores e industrias pueden afectar los efectos heterogéneos de los shocks de política monetaria en las ventas reales de las empresas. Para ello, consideramos tres grandes sectores: manufactura, construcción y servicios, siguiendo la clasificación NACE Rev.2.

La figura 10 muestra las respuestas impulsivas de las ventas reales de las empresas a los shocks de política monetaria contractiva en las empresas de alto y bajo margen de beneficio en los sectores manufacturero, de la construcción y de servicios. Observamos que las respuestas de las ventas reales de las empresas con márgenes altos y bajos en los sectores manufacturero y de la construcción son mayores, al menos para el efecto máximo, en comparación con las de las empresas del sector de servicios. Este resultado es consistente con hallazgos anteriores de que las inversiones en bienes duraderos (manufactura y construcción) responden más a los shocks de política monetaria en comparación con las inversiones en bienes no duraderos (servicios) (por ejemplo, Barsky et al., 2007). Por otro lado, todavía encontramos pruebas claras de efectos heterogéneos entre las empresas con márgenes altos y bajos basados en diferentes sectores e industrias, lo que es consistente con los resultados de referencia. Las ventas reales de las empresas con bajo poder de mercado disminuyen significativamente después del shock, mientras que las empresas con alto poder de mercado responden de manera insignificante. Por lo tanto, la heterogeneidad en sectores e industrias no impulsa, al menos por sí sola, la heterogeneidad en las respuestas de venta real de las empresas a los shocks de política monetaria.

Apalancamiento y fricciones financieras de las empresas

Hasta ahora, encontramos que estas respuestas heterogéneas de las ventas reales a los shocks de política monetaria no provienen de la heterogeneidad en el tamaño de las empresas, los factores específicos de la economía, el grado de libertad económica y los sectores, sino de las diferencias en los niveles de margen de beneficio de las empresas. Por otro lado, algunos factores potenciales también pueden conducir a estas reacciones heterogéneas. Para abordar la preocupación que puede debilitar la importancia del poder de mercado firme para la transmisión de la política monetaria, es particularmente necesario examinar la existencia de otros canales, que se exploran en esta subsección.

Un factor de confusión podría ser la heterogeneidad en las fricciones financieras de las empresas. Una gran cantidad de literatura ha indicado que las empresas con restricciones financieras estrictas deberían responder más a los shocks de política monetaria (por ejemplo, Cloyne et al., 2018; Ottonello y Winberry, 2020). Por lo tanto, si las diferencias en las fricciones financieras de las empresas impulsan la heterogeneidad en las respuestas de venta real de las empresas, deberíamos observar efectos heterogéneos significativos de los shocks de política monetaria en el nivel de fricciones financieras de las empresas con márgenes bajos y altos. Como no podemos medir directamente las fricciones financieras, utilizamos el nivel de apalancamiento de la empresa como indicador principal, siguiendo a Alter y Elekdag (2020).

El gráfico 11 muestra las respuestas impulsivas del apalancamiento de las empresas a los shocks contractivos de política monetaria en las empresas con márgenes bajos y altos. Los resultados indican que un shock de política monetaria contractiva tiene los efectos típicos sobre el apalancamiento de una empresa descritos en la literatura anterior, es decir, las empresas reducen su apalancamiento cuando enfrentan tasas de interés más altas. En esencia, podemos observar que las respuestas de apalancamiento son muy similares en dos tipos de empresas, lo que implica que no hay heterogeneidad significativa en los cambios de apalancamiento, mientras que las empresas responden heterogéneamente en sus ventas reales a los shocks de política monetaria. Esto es importante, ya que el resultado indica que las fricciones financieras pueden no ser, al menos por sí solas, el factor determinante para explicar el hallazgo clave de heterogeneidad en las respuestas de ventas reales de las empresas a los shocks de política monetaria.

En resumen, confirmamos una fuerte heterogeneidad impulsada por los niveles de margen de beneficio en las respuestas de venta real de las empresas a los shocks de política monetaria, incluso después de utilizar medidas alternativas de política monetaria, medidas alternativas de margen de beneficio y condicionamiento de diversos factores específicos de la economía y a nivel de empresa, lo que sugiere la solidez de nuestros resultados de referencia.

Conclusión

Utilizando datos a nivel de empresa para las economías asiáticas, este documento proporciona un fuerte respaldo empírico de que el poder de mercado de las empresas, medido por la distribución de los márgenes en el cuartil superior, empeora la efectividad de la transmisión de la política monetaria. Los márgenes de beneficio de las empresas en Asia han aumentado desde 2013, impulsados por los avances en la producción basada en la tecnología y la productividad sectorial. En un entorno en el que las empresas se enfrentan a presiones menos competitivas en la fijación de precios, nuestro trabajo empírico indica que estas fricciones financieras se ven agravadas por un deterioro en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En general, un shock de política monetaria más estricto tiene el efecto amortiguador esperado en las ventas reales de las empresas, lo que implica una transmisión efectiva de la política monetaria. Sin embargo, esto solo se aplica a las empresas que tienen bajo poder de mercado, es decir, las empresas que se encuentran en mercados competitivos con una demanda elástica de sus productos y servicios. Para estas empresas, un endurecimiento de la política monetaria amortigua las ventas reales, lo que permite al banco central afectar el ciclo económico. En particular, un aumento de un punto porcentual en la política monetaria conduce a una caída en las ventas reales de alrededor de 0,09 puntos porcentuales después de 2 años, con el efecto negativo amortiguándose un poco a partir de entonces, pero mostrando persistencia y significación estadística en el horizonte temporal. Sin embargo, para las empresas con alto poder de mercado, el efecto de la política monetaria es significativo solo durante el primer año en una magnitud mucho menor que las empresas con bajo poder de mercado (por un factor de alrededor de 5). Además, la respuesta al shock de la política monetaria se vuelve insignificante después del primer año. Cuando el poder de mercado es alto, el mecanismo de transmisión de la política monetaria se interrumpe. Los resultados son robustos a varias pruebas de robustez. Tampoco encontramos diferencias significativas en el resultado para las economías emergentes frente a las avanzadas de Asia. En el caso de los primeros, sin embargo, la elasticidad de las ventas reales es más pronunciada y más persistente. Esto podría estar relacionado con una tasa de interés natural más alta en las economías emergentes en comparación con las avanzadas, y un mayor margen para la política monetaria anticíclica. Además, encontramos que la heterogeneidad en el grado de libertad económica y sectores e industrias no elimina nuestros efectos heterogéneos de la política monetaria sobre el poder de mercado de las empresas. Finalmente, mostramos que las fricciones financieras de las empresas no impulsan la heterogeneidad en las respuestas de las empresas a los shocks de política monetaria, al menos por sí solas.

Nuestro documento tiene implicaciones para los responsables de la política monetaria y los supervisores financieros. Los responsables de las políticas deben ser conscientes de que el aumento del poder de mercado ha hecho que las políticas monetarias sean menos eficaces, ya que las empresas dominantes tienen menos incentivos para ajustar su producción cuando cambia el costo de los insumos, y también son más inmunes a los cambios en las condiciones de financiamiento externo. También debe señalarse que el crecimiento excesivo del poder de mercado de las empresas podría dar lugar a una mayor inflación en las recesiones económicas, con un alto margen de beneficio que las empresas conviertan los shocks negativos en precios más altos, lo que perjudicaría aún más la transmisión efectiva de la política monetaria.

Para maximizar la aplicación efectiva de la política monetaria sería necesario establecer unas condiciones de competencia más equitativas. Los encargados de formular políticas y las autoridades de defensa de la competencia deberían vigilar de cerca los riesgos para la estabilidad financiera y las repercusiones económicas negativas relacionadas con el abuso de posición dominante mediante el control de las fusiones. Sin embargo, la política de competencia debe tener por objeto fomentar un mecanismo de mercado eficiente en todos los sectores de la economía y un comportamiento competitivo de fijación de precios por parte de las empresas. Esto ayudaría a comprimir la heterogeneidad en la dinámica del poder de mercado y, por lo tanto, mejoraría la eficacia de la transmisión de la política monetaria. Esto debe equilibrarse con la necesidad de políticas que continúen fomentando la innovación y la productividad, lo que subraya la importancia de la coordinación de políticas, incluidas también las políticas fiscales, industriales y de competencia.