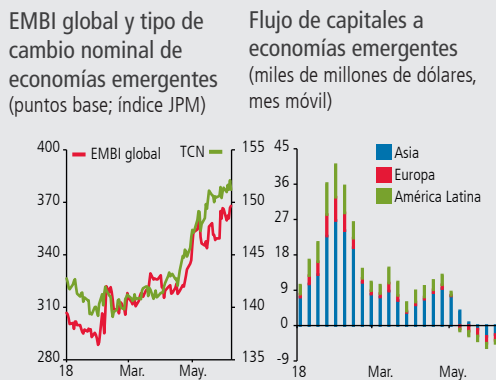


RECUADRO I.1 AJUSTE EN CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES Y EFECTOS SOBRE MERCADOS EMERGENTES

A partir de mediados de abril se ha observado un cambio en el apetito por riesgo en los mercados financieros, que ha derivado en salidas de flujos de capitales desde las economías emergentes. En este período, sus monedas se han depreciado contra el dólar más de 5% en promedio y sus premios por riesgo, medidos por el EMBI Global, han subido aproximadamente 50 puntos base (pb) (gráfico I.10). Los cambios en las expectativas sobre la velocidad de normalización de la política monetaria en EE.UU. han sido relevantes en estos eventos. ¿Qué tan sensibles son las distintas economías emergentes a episodios de estrés financiero, en el contexto de un proceso de normalización monetaria? ¿Qué dimensiones particulares afectan esta sensibilidad? En este Recuadro se repasa evidencia empírica que permite dar luz sobre estas preguntas, analizando algunos casos particulares.

Varios artículos académicos analizan la importancia de las características institucionales y los fundamentos macroeconómicos en la respuesta de variables financieras locales ante un estrechamiento en las condiciones financieras globales. Respecto de las características institucionales, un estudio reciente de Obstfeld *et al.* (2018) confirma que en las economías emergentes los *shocks* financieros globales se transmiten con mayor intensidad cuando estas mantienen regímenes de tipo de cambio fijo. Ananchotikul y Zhang (2014), muestran que, frente a episodios de estrés financiero, la volatilidad de tasas es mayor en economías donde la moneda no fluctúa libremente. Esto obedecería a la inhibición del tipo de cambio para absorber el *shock*, un canal que fue enfatizado en el Recuadro II.1 del IPoM de marzo del 2018. Georgiadis (2016) sugiere que la integración comercial, el desarrollo del mercado financiero nacional, y un mercado laboral más flexible, también contribuirían a mitigar la vulnerabilidad de una economía emergente frente a *shocks* de política monetaria en EE.UU.

GRÁFICO I.10



Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

Respecto de los fundamentos macroeconómicos, Bowman *et al.* (2015) muestran que, cuando las condiciones externas se estrechan, los países con elevados niveles de inflación, altas tasas de interés o abultados déficit de cuenta corriente, son más propensos a sufrir ajustes significativos en los precios de sus activos. Saravia (2018) presenta evidencia empírica dando cuenta que un alza de la tasa de interés de la Reserva Federal afecta más a aquellos países que tienen una peor situación de solvencia y de liquidez, de acuerdo con su posición de activos externos^{1/}.

En general, las economías emergentes han avanzado en mejorar sus instituciones para contener riesgos. Se ha otorgado autonomía a los responsables de política monetaria, quienes han optado crecientemente por regímenes cambiarios flexibles

^{1/} Si bien existe cierto consenso, estas relaciones no están libres de controversia. Por ejemplo, Dedola *et al.* (2017) no logra identificar una relación sistemática entre los fundamentos macroeconómicos y/o las características institucionales y la respuesta para distintas economías en sus precios de activos, en el caso particular de un *shock* monetario en EE.UU.



y también se han creado comités de estabilidad financiera. En varios casos se ha adoptado algún tipo de regla fiscal, lo que no siempre ha sido suficiente para mantener el crecimiento del gasto público alineado con la recaudación, derivando en mayores niveles de endeudamiento por parte de los gobiernos. Alfaro *et al.* (2017) alerta que en varias economías emergentes el endeudamiento externo ha crecido significativamente, especialmente a nivel corporativo. China, que ha ido adquiriendo un carácter sistémico, es un claro exponente de esta tendencia en la deuda corporativa. Así, el creciente endeudamiento de empresas y gobiernos de economías emergentes representa un riesgo en un contexto donde las tasas de interés en moneda extranjera se elevan (tabla I.2).

El último episodio de *sell-off* es ilustrativo respecto de cómo una mayor vulnerabilidad macroeconómica afecta esta relación (gráfico I.11). En mayo, tanto Argentina como Turquía sufrieron salidas de capitales, depreciaciones cambiarias intensas y aumentos de sus premios por riesgo, todos cambios por sobre lo que se observó en otras economías emergentes. Esto se dio en un contexto donde ambas economías mostraban desequilibrios importantes en materia fiscal, de cuenta corriente, y desvíos significativos de inflación, validando los resultados reportados por Bowman *et al.* (2015) y otros estudios. Dada la magnitud de los movimientos cambiarios, ambas economías elevaron fuertemente sus tasas de política monetaria para enfrentar la depreciación de la moneda. Esto permitiría evitar un mayor desborde inflacionario a costa de un menor impulso monetario, justo en un contexto donde las perspectivas de actividad se deterioran. Durante la última semana, se conocieron los detalles del programa que acordó Argentina con el FMI, que apunta tanto a fortalecer la dimensión institucional como también a mejorar sus fundamentos macroeconómicos. Respecto de lo primero, se establece como un eje esencial fortalecer la autonomía del Banco Central argentino y eliminar sus transferencias al fisco. En lo segundo, el programa apunta a reducir el déficit fiscal y contener la inflación. El monto de financiamiento que entrega el programa permitiría procesar estos ajustes limitando la exposición a los mercados financieros.

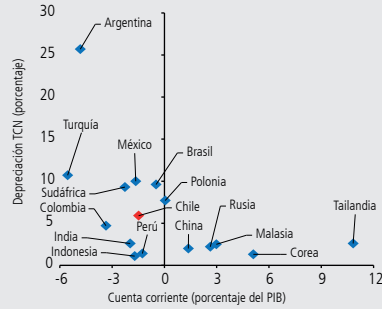
El caso de Chile sobresale positivamente si se compara su fortaleza institucional con la de otras economías emergentes. Posee un Banco Central independiente, comprometido con un régimen cambiario flotante. En lo fiscal, ha ido construyendo una institucionalidad donde destaca la regla de balance estructural, la que se busca perfeccionar con las modificaciones propuestas para el Consejo Fiscal Asesor. En parte esto se traduce en expectativas de inflación bien ancladas, que otorgan mayor espacio de maniobra para la política monetaria.

Pese a esto, cambios en las condiciones financieras globales igualmente pueden transmitirse con fuerza a la economía local, dependiendo de los niveles de deuda de los hogares y empresas, de si estos muestran descalces de moneda o si una fracción importante de ellos está sujeto a tasas variables. Como se destaca en el Informe de Estabilidad Financiera, en Chile las regulaciones vigentes y/o el desarrollo de diversos productos financieros ha acotado estas posibles debilidades. Es así como empresas, bancos, hogares y gobierno cuentan con niveles moderados de exposición a riesgos cambiarios y financieros. Solo a modo de ejemplo, en el caso de los hogares, la mayor fracción de su deuda corresponde a préstamos bancarios en cuotas a tasa fija; los ejercicios de estrés para la banca muestran que el riesgo de mercado, que incluye el riesgo de tasa de interés, es bajo en comparación con el riesgo de crédito. Algo similar se reporta para el sector corporativo, que además ha reducido su endeudamiento en los últimos trimestres. En cuanto al gobierno, la mitigación del riesgo de tasa de interés está ligada a la base de inversionistas en la economía, mayormente conformada por AFP y Fondos Mutuos.

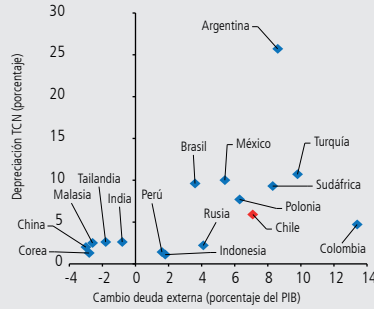
De cualquier forma, los riesgos del escenario externo y su probabilidad hacen necesario recomponer las holguras que han permitido sostener el marco de política macroeconómica de Chile. Especialmente importante a este respecto es velar por mantener niveles de endeudamiento público sostenibles en el tiempo, adoptar un marco para capitalizar a la banca y asegurar una evolución sostenible del endeudamiento de los hogares.

GRÁFICO I.11

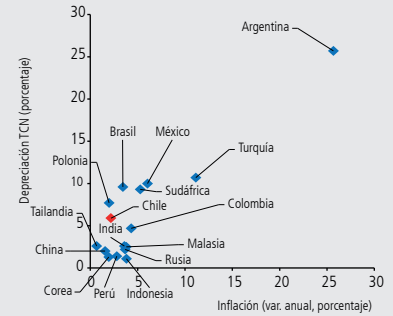
Cuenta corriente y tipo de cambio nominal (1)



Cambio en deuda externa y tipo de cambio nominal (2)



Inflación y tipo de cambio nominal (1)



(1) Tanto para la cuenta corriente como para la inflación corresponde al dato del 2017.

(2) Corresponde al cambio entre el 2014 y el 2017.

Fuentes: Bloomberg, FMI y IIF.

TABLA I.2

Antecedentes macroeconómicos y financieros (1)

	Inflación	Cuenta corriente	Deuda bruta	Deuda externa	Cambio deuda externa (2)	Reservas totales	Déficit fiscal	TCN (%)	CDS 5 años (pb)	Tasa 10 años (pb)
	FMI	FMI	FMI	IIF	IIF	IIF, BM	FMI	Var. entre el 19/04 y el 08/06 del 2018		
Argentina	25,7	-4,8	52,6	36,6	8,6	6,6	6,5	25,7	84	--
Brasil	3,4	-0,5	84,0	32,6	3,6	18,2	7,8	9,6	85	190
Chile	2,2	-1,5	23,6	65,5	7,1	13,3	2,7	5,9	11	18
China	1,6	1,4	47,8	14,0	-3,0	27,6	4,0	2,0	-2	8
Colombia	4,3	-3,4	49,4	40,2	13,4	15,4	3,1	4,7	23	18
Corea	1,9	5,1	39,8	27,3	-2,8	25,3	-1,9	1,3	26	7
India	3,6	-2,0	70,2	22,4	-0,8	16,3	6,9	2,6	16	32
Indonesia	3,8	-1,7	28,9	34,7	1,8	12,5	2,5	1,1	32	61
Malasia	3,8	3,0	54,2	65,0	-2,6	32,5	2,9	2,5	26	19
México	6,0	-1,6	54,2	37,9	5,4	15,0	1,1	10,0	45	39
Perú	2,8	-1,3	25,5	35,7	1,6	29,0	3,1	1,4	19	51
Polonia	2,0	0,0	51,4	71,8	6,3	21,6	1,7	7,7	20	12
Rusia	3,7	2,6	17,4	32,9	4,1	28,3	1,5	2,2	0	6
Sudáfrica	5,3	-2,3	52,7	49,6	8,3	14,5	4,5	9,3	42	96 (3)
Tailandia	0,7	10,8	41,9	33,0	-1,8	41,7	0,6	2,6	2	13
Turquía	11,1	-5,5	28,5	53,2	9,8	12,7	2,3	10,7	77	78

(1) En las primeras columnas, excepto para la inflación, las mediciones son respecto del PIB nominal y consideran el último dato anual disponible.

(2) Corresponde al cambio entre el 2014 y el 2017.

(3) Corresponde a la tasa de 9 años.

Fuentes: Banco Mundial, Bloomberg, IIF y FMI.