



## RECUADRO I.1:

### **Ciclo global del dólar, condiciones financieras internacionales y economías emergentes**

El contexto actual de condiciones financieras globales estrechas, y la posibilidad de que se sigan endureciendo, levantan riesgos sobre el ciclo económico y la estabilidad financiera en economías emergentes. Históricamente, episodios de fortalecimiento global del dólar —como el actual— coinciden con caídas importantes en los precios de activos financieros, salidas de flujos de capital desde economías emergentes y menor crecimiento. La magnitud de los impactos depende de una serie de factores idiosincráticos, entre los que destaca el nivel de inflación y el saldo en cuenta corriente. Actualmente, tanto la inflación como el déficit de la cuenta corriente se ubican en niveles elevados en Chile, lo que releva la importancia de seguir resolviendo los desequilibrios macroeconómicos, de forma de mitigar los impactos negativos del deterioro del escenario económico global.

La literatura destaca que movimientos apreciativos del dólar tienen alta correlación con una política monetaria más contractiva en EE. UU. —especialmente si es sorpresiva—, con menores niveles de apetito por riesgo y liquidez global, lo que afecta negativamente al crecimiento económico<sup>1/</sup>. En episodios pasados, apreciaciones del dólar fueron seguidas por aumentos del costo de financiamiento externo, una disminución del crédito (Bruno y Shin, 2015) y salidas de capitales, traduciéndose en menor crecimiento económico (Obstfeld y Zhou, 2022; Hofmann y Park, 2020). La evidencia indica que una política monetaria en EE.UU. menos predecible que lo habitual —como está ocurriendo en el actual proceso— tiene impacto significativo sobre economías emergentes. Estas sorpresas tienen efectos persistentes en salidas de capital, la actividad y el tipo de cambio (Ciminelli et al., 2022; Iacovello y Navarro, 2019; Hoek et al., 2020). En América Latina, la evidencia indica que un aumento sorpresivo de la tasa de política de la Fed de 100pb se asocia con un aumento de 200pb del *spread* promedio de la región y tiene efectos contractivos en la actividad. Por países estos impactos muestran alta heterogeneidad y son más intensos cuando se cuenta con menor fortaleza financiera al momento de producirse la sorpresa de política (Beltrán, 2022).

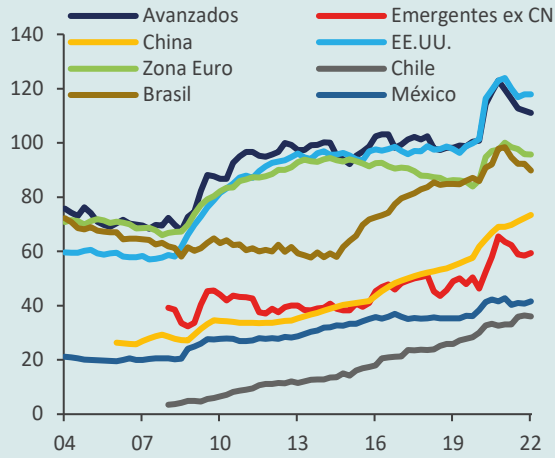
La magnitud del impacto de un empeoramiento de las condiciones financieras globales sobre las economías emergentes depende de sus propias vulnerabilidades. Iacovello y Navarro (2019) destacan que el nivel de inflación, el déficit de cuenta corriente, las reservas internacionales, y la deuda externa son relevantes para determinar los efectos que un endurecimiento de la política monetaria de EE. UU. tiene sobre economías emergentes. Según los autores, el impacto en el PIB es más del doble en aquellas calificadas como vulnerables según estas mismas variables.

En la actualidad, los niveles de endeudamiento y servicio de deuda se ubican considerablemente por sobre sus niveles prepandemia en varias economías emergentes. De mantenerse el alza en las tasas internacionales y la apreciación del dólar, esto podría gatillar problemas de sostenibilidad de deuda (gráficos I.16 y I.17). Si bien no es un fenómeno generalizado, algunos países en este grupo también presentan elevados déficits de cuenta corriente, lo que los vuelve especialmente sensibles ante la menor liquidez global y a una repentina salida de capitales. A esto se suma que la mayoría de las economías emergentes cuentan con un acotado espacio de política monetaria y fiscal, dados los elevados niveles de inflación y el ritmo de endeudamiento soberano. En el caso chileno, los niveles de déficit de cuenta corriente y la inflación por sobre la meta destacan la importancia de continuar resolviendo los desequilibrios macroeconómicos, con el fin de mitigar eventuales impactos negativos de un escenario más complejo.

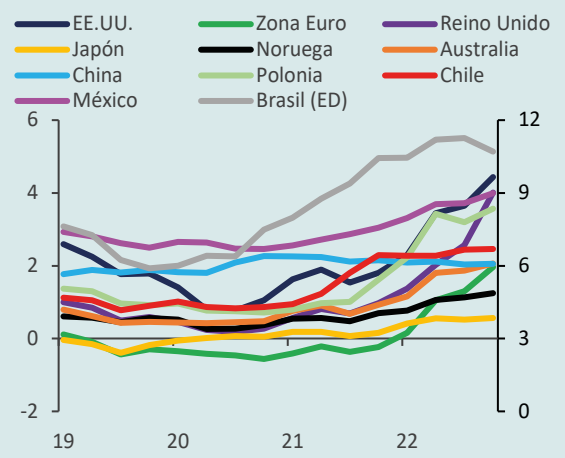
<sup>1/</sup> *The Global Dollar Cycle*, Obstfeld y Zhou (Brookings Institution, 2022); *The broad dollar exchange rate as an EME risk factor*, Hofmann y Park (BIS, 2020); *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy*, Bruno y Shin (JME, 2015).



**GRAFICO I.16 DEUDA SOBERANA**  
(porcentaje del PIB)



**GRAFICO I.17 CARGA FINANCIERA (\*)**  
(porcentaje del PIB)



(\*) Se calcula como la tasa soberana de 10 años multiplicada por nivel de deuda soberana/PIB.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y FMI.