Algunas reflexiones sobre el Tsunami monetario global[1]

Sebastián Claro

Vicepresidente, Banco Central de Chile

- Quisiera partir agradeciendo la invitación a este seminario que ha alcanzado un gran prestigio en la región. Es una satisfacción poder compartir con ustedes algunas reflexiones sobre algunos fenómenos globales que están ocurriendo y que son de especial importancia para las economías emergentes. Aunque mi foco estará en los efectos de la gran expansión monetaria global a la cual estamos enfrentados, quisiera partir con un planteamiento general que servirá de motivación.
- De acuerdo a la figura 1, podemos dividir los últimos 30 años en economías emergentes en dos grandes periodos; entre mediados de los 80s y comienzos de los 2000s no se observa ninguna diferencia significativa de crecimiento entre países emergentes y las principales economías desarrolladas del mundo (G7). Lo mismo es válido para América Latina. Solo a partir de mediados de los 2000s se observa un crecimiento mayor en los emergentes de manera sostenida y sistemática.
- Por cierto que el promedio esconde importantes diferencias entre países. Un ejemplo de ello es Chile, con un crecimiento sustancialmente mayor al de las principales economías desarrolladas a partir de mediados de los 1980s. Otro ejemplo es Perú, que después de un período de aguda crisis a fines de los 80s, ha logrado en los últimos 15 años crecer de manera sostenida por sobre el crecimiento de las principales economías del mundo. (Figuras 2 y 3.)
- Más que centrarme en casos extraordinarios y específicos, la figura 1 da cuenta de ciertos patrones comunes para el conjunto de países emergentes, permitiendo una performance muy destacada desde mediados de los 2000s. En los últimos años, estos diferenciales de crecimiento se han visto reducidos, y evidentemente se plantea la disyuntiva sobre el futuro de la convergencia.
- A modo general, es posible identificar tres grandes fenómenos detrás de este ciclo virtuoso en emergentes. Con el riesgo de sobre-simplificar, quisiera agruparlos en tres categorías: China, condiciones financieras globales expansivas, y buenas políticas macroeconómicas.
- Brevemente, podemos identificar el impacto del auge impresionante en China con el aumento de los precios de las materias primas. A partir de mediados de los 2000s comenzó un auge en precios de *commodities* solo comparable al observado en la década de los 1960s en el mundo. (Ver figura 4)
- Por otra parte, las condiciones financieras se volvieron muy favorables para los países emergentes, como sugieren los influjos brutos y netos de capital en la figura 5. Este fenómeno no fue nuevo, y en parte replica lo observado en la segunda mitad de los 1990s y a fines de la década de 1970.
- Finalmente, la historia tiene innumerables experiencias de boom de materias primas y de financiamiento externo mal aprovechadas por los gobiernos. En esta ocasión, y después de décadas de irresponsabilidad fiscal y monetaria, gran parte de los países en desarrollo tomó las lecciones de la teoría económica y manejó prudentemente el auge de los últimos 10/15 años. Muchas métricas podrían resumir esto. La figura 6 simplemente nos recuerda que la inflación de un dígito en países emergentes es una criatura quinceañera.

[1] Presentación en el XIV Evento de Mercado de Capitales organizado por Credicorp Capital, Lima, Perú, el miércoles 28 de septiembre de 2016.

- En los últimos años hemos sido testigos del fin del llamado super ciclo de *commodities*, tanto por la desaceleración de China como por la respuesta de la oferta. La experiencia reciente de Perú es el testigo más claro de ello. Una parte relevante del ajuste que estamos viviendo en las economías en desarrollo se explica por el impacto sobre inversión y consumo de la caída en precios de materias primas. Así, en las condiciones actuales, resulta difícil retomar las tasas de crecimiento observadas hasta hace unos pocos años.
- Sin embargo, las condiciones financieras en lo grueso se han mantenido favorables para países en desarrollo. Si hasta hace un par de años se esperaba una normalización gradual pero consistente de la política monetaria en las principales economías desarrolladas, en el último tiempo no solo hemos visto una profundización de las condiciones monetarias expansivas sino que también ha ido quedando en evidencia que éstas continuarán por un tiempo prolongado.
- En otras palabras, si bien no es sorprendente que un cambio en los mercados mundiales de materias primas como el que hemos observado genere un ajuste en actividad en emergentes, las condiciones de financiamiento hacia adelante entregan espacio para una recuperación del dinamismo en economías emergentes, especialmente aquellas con condiciones macroeconómicas sólidas. Si bien la figura 1 muestra que, especialmente América Latina, todavía se encuentra en un ajuste importante, las condiciones estructurales para una recuperación están presentes en varios países. Sumado a perspectivas de condiciones de financiamiento holgadas, lo sorprendente sería que la desaceleración actual se prolongara por mayor tiempo.
- No tenemos registros de una expansión monetaria equivalente a la actual. Pero si contamos con abundante evidencia que períodos prolongados de relajamiento monetario han contribuido a financiar importantes booms en países emergentes. Resulta clave entender entonces la naturaleza de este "Tsunami Monetario Global" para distinguir si estamos frente a un proceso muy intenso pero tradicional de relajamiento crediticio, o si este es un fenómeno extraordinario con impactos más difíciles de visualizar.
- Las razones de la expansión monetaria en el mundo son múltiples. Por ejemplo, Japón tiene un problema de deflación hace muchos años, la expansión monetaria se ha profundizado a tal punto que el Banco de Japón se ha convertido en el principal accionista de cerca del 20% de las empresas del Nikkei 225.[2] Europa por su parte, en su defensa del euro, ha escogido un ajuste deflacionario, lo que ha profundizado la necesidad de una política monetaria híper expansiva. Finalmente, el Banco de Inglaterra ha aumentado sus compras de títulos para enfrentar los efectos que pudiera ocasionar su salida de la Unión Europea. Todos estos fenómenos se han ido agudizando en el tiempo, postergando cualquier indicio de normalización monetaria aún después de varios años de tasa cero. (Ver Figura 7.)
- Especial atención requiere lo sucedido en Estados Unidos. La normalización de sus principales indicadores macroeconómicos y las señales de la Reserva Federal han anticipado un proceso de normalización monetaria que, en la práctica, se ha ido postergando de manera consistente, como muestra la figura 7. Con toda la incertidumbre asociada a estos procesos, en mi opinión el escenario más probable es uno donde la política monetaria en Estados Unidos se mantendrá más expansiva de lo anticipado hasta hace pocos trimestres por un tiempo prolongado, lo que junto con la expansividad en otros países desarrollados profundizará la búsqueda de retornos y apetito por riesgo en todo el mundo.

[2] The Bank of Japan's Unstoppable Rise to Shareholder No. 1, 14 de Agosto de 2016, Bloomberg.

- Esto contrasta con lo previsto hasta hace unos trimestres, cuando se esperaba que el ajuste en los precios de materias primas estuviese acompañado de una mayor restrictividad en las condiciones financieras globales, induciendo un ajuste mayor en las economías emergentes.
- Para analizar este fenómeno resulta importante preguntarse sobre las causas de la postergación de la normalización monetaria en Estados Unidos. Por cierto que las razones de este fenómeno son múltiples, y probablemente la verdad contenga un poco de todas. Por razones expositivas, quisiera agruparlas en cuatro categorías. Primero, si bien es cierto que la economía norteamericana se ha recuperado de manera clara en comparación con otras economías desarrolladas, la tasa de crecimiento ha sido menor a la anticipada y a la observada con anterioridad a la crisis financiera de 2008/09 (ver figura 8). Ello, sumado a la persistencia de la inflación bajo la meta de 2% ha justificado en parte la postergación del alza de tasas en Estados Unidos.
- La debilidad del crecimiento, junto con la normalización del mercado laboral norteamericano, han dado origen a la hipótesis de un crecimiento potencial más bajo en Estados Unidos, impulsada entre otros por Larry Summers y recogida en parte por la misma Reserva Federal en múltiples comunicaciones. En simple, la llamada hipótesis de *Secular Stagnation* argumenta que el producto potencial en Estados Unidos ha venido cayendo sostenidamente por muchos años, en parte provocado por un menor crecimiento en la productividad (ver figura 9). Según Summers, el período de alto crecimiento previo a la crisis financiera debe más bien atribuirse a una expansión crediticia insostenible.[3]
- Un menor crecimiento potencial viene acompañado de menores tasas de interés reales de equilibrio, por ejemplo, por la mayor demanda por ahorro, por la transición demográfica que refleja, o por el menor crecimiento en productividad que deprime el retorno al capital.
- Como muestra la figura 10, los miembros del board de la Reserva Federal han ido validando en sus comunicados una caída en la tasa de interés de largo plazo y una caída en la tasa de crecimiento potencial de la economía norteamericana. De esta manera, la postergación del aumento de tasas en Estados Unidos no sólo estaría reconociendo la necesidad de un impulso mayor por una economía cíclicamente más débil, sino también estaría haciéndose cargo de tasas neutrales más bajas. Así, una trayectoria más plana de la tasa de fondos federales estaría contribuyendo a mantener un estímulo monetario estable.
- Un debate conexo dice relación son los límites de la política monetaria. En un mundo de bajas tasas reales, las posibilidades de acción para la política monetaria quedan limitadas, por cuanto la imposibilidad de tener tasas nominales significativamente negativas impediría proveer el impulso monetario adecuado. El debate actual en los principales bancos centrales del mundo está centrado en este punto.[4]
- La caída en las tasas de interés de largo plazo en un fenómeno de varias décadas, como muestra la figura 11. Pero se ha agudizado en el último tiempo. Mientras la caída en las tasas de interés de largo plazo es para muchos observadores una señal de la expansividad que ha logrado la política monetaria, para otros es simplemente reflejo de menores tasas neutrales. Distinguir ambos fenómenos es complejo, y necesario.

[3] Summers, L., "Low Real Rates, Secular Stagnation and the Future of Stabilization Policy", discurso en la conferencia anual del Banco Central de Chile, 20 de noviembre de 2015.

[4] Ver, por ejemplo, "New Framework for Strengthening Monetary Easing: Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control", Banco de Japón, 21 de septiembre de 2016.

- Usando una metodología desarrollada por economistas de la Reserva Federal de Nueva York[5], podemos descomponer la tasa de interés a distintos plazos entre la tasa neutral y la prima por plazo, esto es, entre la trayectoria esperada para la tasa de corto plazo en toda la duración del título y la prima de riesgo exigida por mantener un papel de mayor plazo. Los resultados, reportados en la figura 12 para las tasas largas en Estados Unidos muestran que la caída en las tasas de largo plazo desde la crisis financiera se explica en parte importante por una caída en las primas por plazo, presumiblemente debido a la política monetaria expansiva, y en menor medida a una caída en las tasas de interés neutrales.[6] De acuerdo a las últimas estimaciones, las tasas neutrales que se derivan de esta estimación para Estados Unidos son muy similares a las declaradas por los miembros de la Reserva Federal.
- Esta distinción permite evaluar el grado de expansividad de la política monetaria en función de la pendiente de la curva de rendimiento. La fuerte caída en las tasas largas en Estados Unidos, y en el mundo en general, han significado un aplanamiento importante en la curva de rendimiento, como se observa en la figura 13. Ello podría interpretarse como un reflejo de menores grados de expansión monetaria. Sin embargo, como mencionamos, parte importante de la caída en tasas largas obedece a una contracción de las primas de plazo, por lo que una curva de rendimiento calculada con tasas neutrales sigue dando cuenta de grados de expansión monetaria no vistos por lo menos desde comienzos de los 1990s.
- Un tercer argumento que podría explicar la mayor expansión monetaria en Estados Unidos es la preocupación de sus autoridades por el fortalecimiento dólar. El pensamiento tradicional, y los modelos de los bancos centrales, sugieren que la normalización de tasas en Estados Unidos es perfectamente coherente con la super expansividad en Europa, toda vez que la paridad USD/EUR ajusta las diferencias. Los mercados parecen mirar con distancia esa posibilidad, y más bien están apostando a una normalización más lenta de tasas en Estados Unidos, ya sea incorporando efectos adversos que una apreciación excesiva del dólar podría causar en esa economía, o apostando que la Reserva Federal evitará un alza muy significativa del dólar. (Ver figura 14.)
- Desde una perspectiva histórica, la figura 15 muestra que el diferencial de tasas a 10y entre Estados Unidos y Alemania está en su máximo de 25 años, mientras que el diferencial de tasas a dos años está cerca de 100pb por debajo de sus máximos a fines de los 1990s. Considerando que los bancos centrales tienen una mayor influencia en las tasas a 2 años, es posible anticipar que todavía existe espacio para un mayor diferencial de tasas cortas y un fortalecimiento adicional del dólar a nivel multilateral, aunque los mercados difícilmente puedan absorber mayores diferencias de tasas largas. La trayectoria del dólar es un factor relevante para evaluar el accionar de la Reserva Federal en Estados Unidos.
- Por último, no debemos olvidar los eventos de comienzos de 2013, cuando el anuncio por parte de Bernanke del fin de compras de bonos hacia fines de ese año generó una venta masiva de títulos largos y un aumento muy drástico en tasas largas, no sólo en Estados Unidos sino que en muchos países. (Ver figura 16.) Este episodio alertó a los miembros del FOMC sobre la sensibilidad de los mercados a la normalización de tasas, y en mi opinión condicionó de manera fundamental la gradualidad de este proceso. Una estrategia de máxima cautela seguirá siendo dominante salvo que las cifras macroeconómicas empujen en otra dirección.

[5] Adrian, T., Crump, R. and Moench, E. (2013). Pricing the term structure with linear regressions, Journal of Financial Economics 110(1): 110-138.

[6] Jeremy Stein, gobernador de la Reserva Federal "Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework", International Research Forum on Monetary Policy, Washington, D.C., 21 de marzo de 2014.

- Todos estos elementos, con diferente intensidad, han generado en los últimos trimestres un aumento sustancial en la liquidez mundial y en el apetito por riesgo. Así, hemos observado una vuelta de capitales a países emergentes, una caída en sus costos de financiamiento, y un fortalecimiento de sus monedas, como se observa en las figuras 17 y 18.
- La persistencia de este fenómeno tiene efectos importantes sobre países emergentes. Quisiera destacar algunas dimensiones que considero relevantes. Por una parte, la abundante liquidez global ha permitido un ajuste más ordenado en algunas economías emergentes, en las cuáles se anticipaba un ajuste mayor con peores condiciones de financiamiento y salidas de capitales. Dentro de los muchos ejemplos posibles, destaca el caso de China. Sin desmerecer el efecto de políticas de estímulo fiscal y monetario en el último tiempo, en mi opinión la calma observada en ese país comparado con lo sucedido en el segundo semestre de 2015 se explica de manera importante por el mayor apetito por países emergentes que ha disminuido la presión sobre la cuenta de capitales y el RMB. (Ver figura 19.)
- Un segundo elemento a destacar es que la estabilidad del dólar en los últimos trimestres ha estado acompañado de una estabilidad en los precios de materias primas, como se observa en la figura 20. El co-movimiento entre el valor del dólar y los precios de *commodities* ha sido ampliamente debatido por muchos años, sin una conclusión clara por las dificultades en identificar causalidades y elementos comunes en esta relación. Sin embargo, como se observa en la figura 21, los períodos de fortalecimiento del dólar en el mundo han estado asociados a condiciones financieras más desfavorables para emergentes y a precios de materias primas más deteriorados. En la medida el fenómeno monetario al cual estamos expuesto tenga como una de sus causas la búsqueda de objetivos cambiarios, o que la estabilidad del dólar sea una consecuencia de aquello, es esperable que exista un soporte para los precios de las materias primas.
- Un tercer elemento a destacar es que la caída en tasas largas en los principales países desarrollados ha impulsado una caída en tasas largas en todo el mundo. Esto impone importantes desafíos al manejo de la política monetaria en los países emergentes, tema en el cuál quisiera profundizar en el resto de la presentación.
- La dependencia de las tasas de interés de largo plazo a las condiciones financieras globales se ha agudizado en los últimos años como consecuencia de los fuertes grados de integración financiera. (Ver figura 22.) Casi independiente del manejo de las tasas de corto plazo en los bancos centrales, es esperable que la presión a tasas bajas de largo plazo en el mundo se reflejen también en tasas largas más bajas en países emergentes.
- Sin embargo, el apetito por emergentes, que subyace a las menores tasas, contribuye a una apreciación generalizada en activos de emergentes. Los bonos de largo plazo son un ejemplo; la tierra y los bienes raíces son otro. La mayor valoración de viviendas y bienes raíces en general es un fenómeno global, más allá de las especificidades de cada país, y en parte relevante obedece a la caída en tasas de interés de largo plazo (figura 23). Este es un tema de amplio debate entre bancos centrales, por el impacto que correcciones en estos precios pudiera causar en los principales intermediarios financieros y por las implicancias de política macro-prudencial que podrían derivarse. Los alcances de las políticas macro-prudenciales, y su relación con política monetaria son temas de profundo interés macroeconómico, pero su análisis excede el objetivo de esta presentación.

- Por otro lado, un mayor apetito por emergentes y una presión a la baja en tasas largas impone un desafío para el manejo de la política monetaria.[7] Si una política monetaria es requerida en países emergentes, la presión bajista en tasas largas no constituye una tensión mayor, pero sí podría serlo en caso de requerirse mayor contracción de las políticas monetarias. Por ahora, este escenario no se visualiza.
- A su vez, este fenómeno también viene acompañado del fortalecimiento relativo de las monedas emergentes, lo que llevaría a menores presiones inflacionarias. Después de algunos años de altas inflaciones producto de la fuerte depreciación cambiaria, se observa una caída en las perspectivas de inflación en varios países emergentes.
- El desafío para la política monetaria en este caso es decidir en qué medida permite un mayor ajuste en el tipo de cambio o en qué medida acomodar el mayor apetito por emergentes con un menor costo de financiamiento en moneda doméstica. En economías con tipo de cambio flexible, la experiencia indica que la mayor parte del ajuste debe venir por el tipo de cambio – aun cuando esto signifique una desviación transitoria de la inflación respecto de sus metas -y que el manejo de las tasas de interés domésticas debe mantenerse enfocado en el logro de la meta de inflación a mediano plazo, que en lo fundamental va a depender de la trayectoria de las holguras de capacidad. En países con un mayor grado de dolarización, tanto en el sector financiero como en el sector corporativo, un mayor énfasis en la estabilidad del tipo de cambio podría justificarse.
- Quisiera representar este debate con la experiencia chilena de los últimos años. Cómo muestra la figura 24, el aumento en inflación en los últimos años ha tenido un componente cambiario muy importante. Pero también debemos reconocer que la economía, habiéndose desacelerado de manera más profunda y persistente de lo anticipado, no ha generado importantes holguras de capacidad ni aumento en la tasa de desempleo. Ello ha contribuido una caída muy gradual en la inflación asociada a servicios, como se observa en la figura 25.
- La naturaleza del aumento en la inflación y el contexto de menor crecimiento ha justificado una política monetaria expansiva, y un aumento en la inflación más sostenido y pronunciado del anticipado. Para una economía abierta como la chilena, y comprometida con un esquema de flexibilidad cambiaria, este aumento transitorio de la inflación es en cierto sentido deseable. Hago este punto por cuanto una política monetaria que busca contener la depreciación termina siendo más contractiva de lo deseado. La manera consistente de limitar el traspaso de la depreciación al tipo de cambio es construyendo sobre la credibilidad de la meta inflacionaria. Sólo cuando la persistencia del shock es mayor, y su impacto sobre inflación y expectativas comienza a ser duradero es que la política monetaria debe reaccionar.
- La experiencia en el período posterior a 2010 es indicativa de una lógica similar. La apreciación sostenida del peso contribuyó a bajos niveles de inflación de bienes transables, y a una caída de inflación del IPC por debajo de 3% por varios trimestres. Sin embargo, la política monetaria mantuvo tasas de interés relativamente altas como respuesta al dinamismo que mostraba la economía, que entre otras cosas se reflejaron en un mercado laboral apretado y niveles de inflación de servicios bajos altos.
- Esta lógica es la que determina el manejo de la política monetaria en un esquema de metas de inflación con tipo de cambio flexible. Es posible que el fortalecimiento del peso lleve la tasa de inflación a un nivel menor de 3% transitoriamente. Pero la estrategia de política monetaria debe estar condicionada a las perspectivas de mediano plazo de la inflación, las que se sustentan

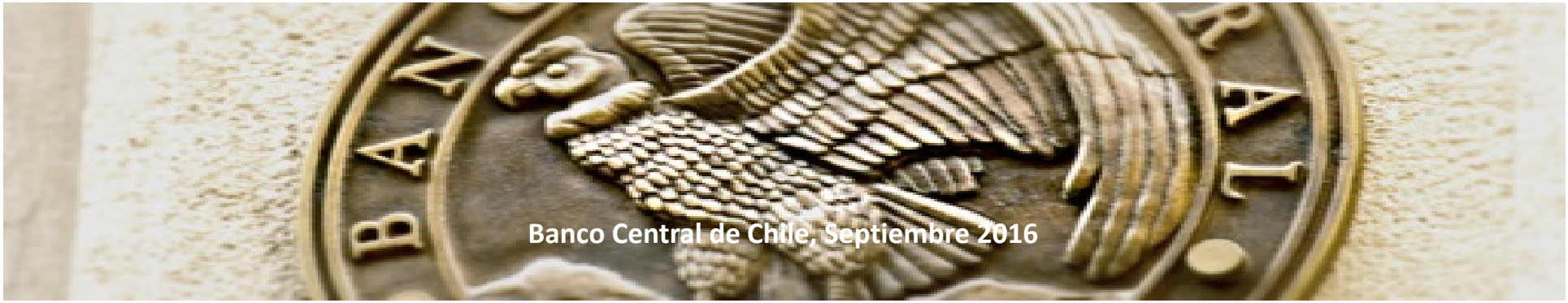
[7] Rey, H (2013): "Dilemma, not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", Proceedings of the Jackson Hole conference, Federal Reserve Bank of Kansas City.

principalmente en la trayectoria esperada de las holguras de capacidad. La política monetaria debe enfocarse en sus objetivos de mediano plazo, permitiendo la fluctuación cambiaria y con ello algo de mayor volatilidad de la inflación. Un excesivo activismo o una sobre-reacción a desvíos transitorios de la inflación de 3% pueden contribuir a introducir mayor volatilidad y a la pérdida de consistencia en los objetivos de mediano plazo.

- En este contexto, un escenario de persistencia en las condiciones financieras más favorables – que es la causa fundamental del fortalecimiento de las monedas emergentes –, que provea un soporte a la actividad económica hacia mediano plazo que asegura el cumplimiento de la meta en 3% no necesariamente requiere de un mayor impulso monetario.
- En otras palabras, las condiciones financieras más favorables, especialmente para países con condiciones macroeconómicas sólidas, otorgan un sustento para mantener el dinamismo de la actividad en los próximos años. En este caso, la política monetaria no enfrenta un mayor dilema por cuanto la menor inflación de corto plazo producto de la trayectoria cambiaria debiera ser coherente con una recuperación de la actividad a mediano plazo.
- Distinto es un escenario en que la apreciación viene acompañada de una desaceleración más profunda y duradera de la demanda y la actividad con consecuencias de mediano plazo sobre la inflación. En este caso, podría justificarse una política monetaria aún más expansiva de la actual. En este caso, sin embargo, la pregunta de fondo dice relación con dilucidar porqué las causas de esta inelasticidad de la actividad doméstica a condiciones financieras globales expansivas.
- Este ha sido el caso algunos países desarrollados, donde la híper expansividad monetaria no ha logrado una recuperación sostenida. La explicación en esos casos parece estar relacionada con situaciones fiscales muy frágiles o con un sistema financiero muy deteriorado, lo que ha entorpecido los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Este no es el caso del grueso de los países de la región.
- Así, el escenario más complejo hacia adelante es uno donde el crecimiento en emergentes muestra una baja sensibilidad a las favorables condiciones financieras globales, y que éstas simplemente se traduzcan en inflación de precios de activos. Si este fuese el caso, naturalmente la discusión sobre producto potencial irá tomando mayor preponderancia. Ello por cierto exige calibrar los niveles de las tasas de política monetaria, pero al mismo tiempo requiere reconocer que el espacio para políticas monetarias expansivas es limitado. La discusión en Estados Unidos es ilustrativa en este punto. Las cifras muestran, en todo caso, que estamos lejos del dilema de la Reserva Federal.
- Termino con una pequeña reflexión. Es en momentos como este, con condiciones financieras y monetarias globales cambiantes, donde la flexibilidad cambiaria cumple mejor su rol, acomodando los shocks y permitiendo condiciones de financiamiento en moneda local más estables. Quizá de manera inevitable, para una economía abierta y pequeña como la chilena, esto genera fluctuaciones en la inflación en torno a 3% con mayor frecuencia de la que uno quisiera. Sin embargo, la alternativa de guiar la política monetaria con el objetivo de suavizar los movimientos cambiarios puede significar costos de corto y mediano plazo aún mayores.
- Muchas gracias.

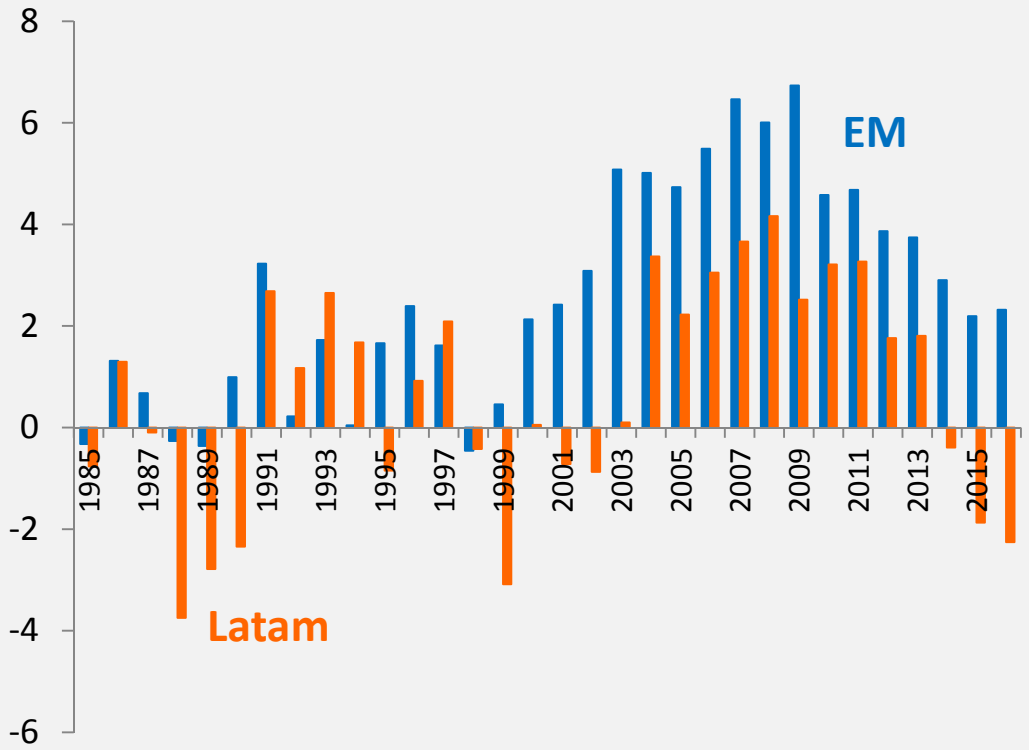
Algunas reflexiones sobre el Tsunami Monetario Global

Sebastián Claro
Vice-presidente
Banco Central de Chile



Dos períodos muy diferentes en emergentes/Latam: 80s/90s vs 2000s.

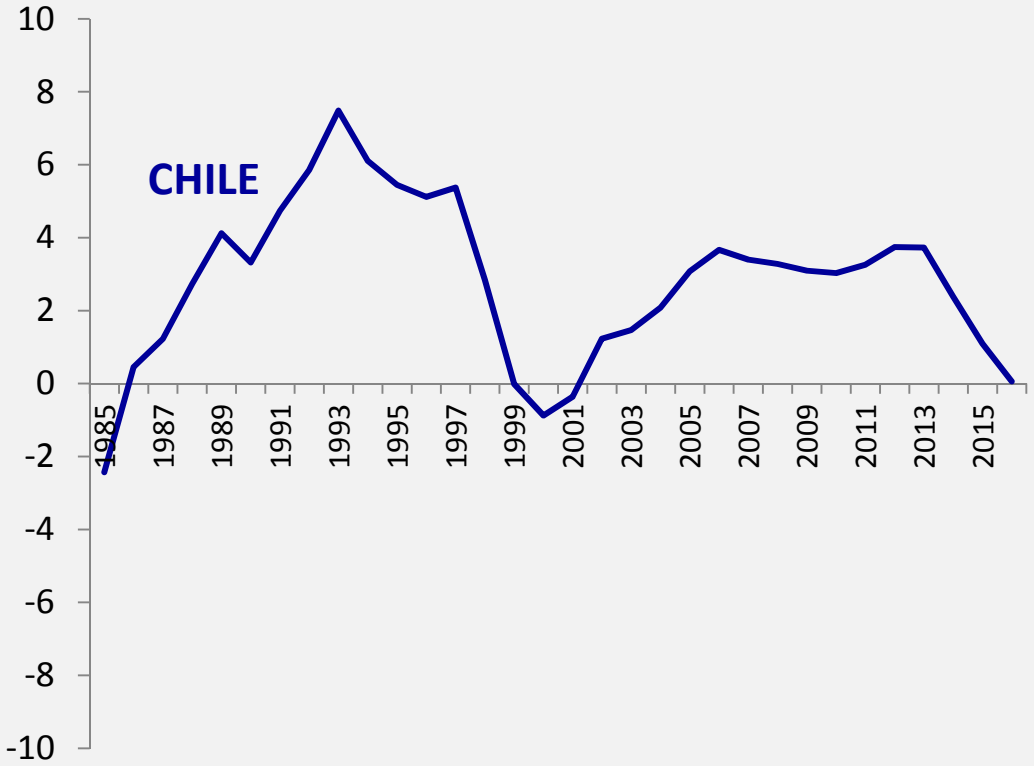
Diferencial de crecimiento Emergentes-Latam/G7
(puntos porcentuales)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database 2016.

Los promedios esconden excepciones. Chile es una de ellas.

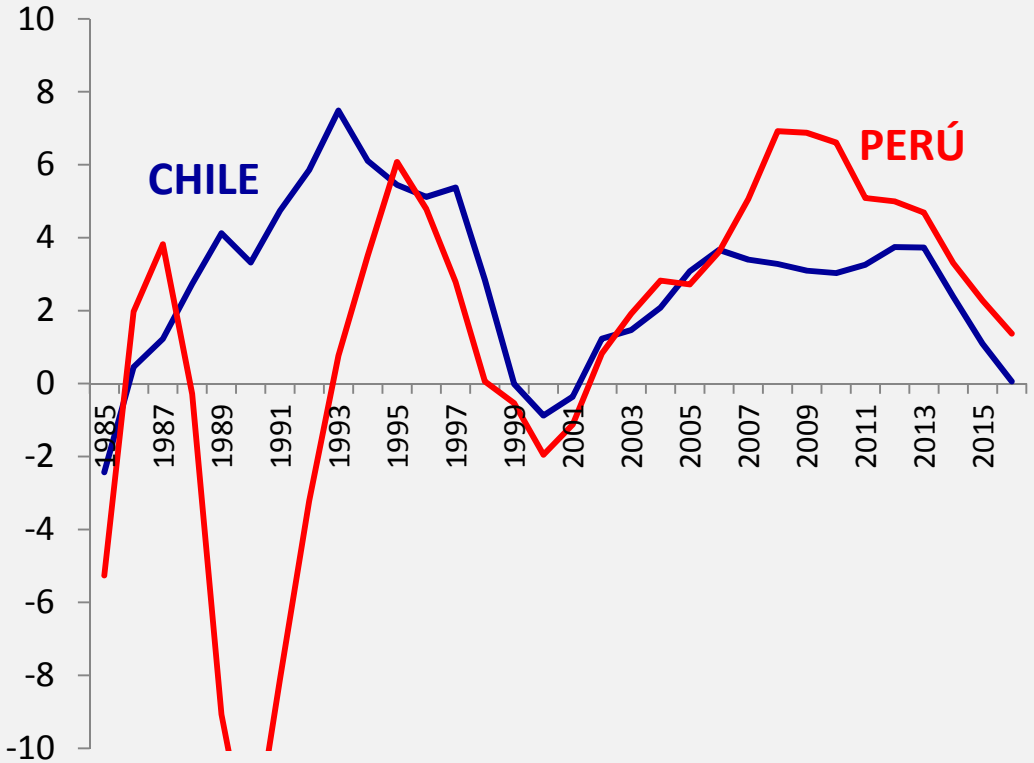
Diferencial de crecimiento Chile/G7
(puntos porcentuales; 3y MA)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database 2016.

Perú es otra.

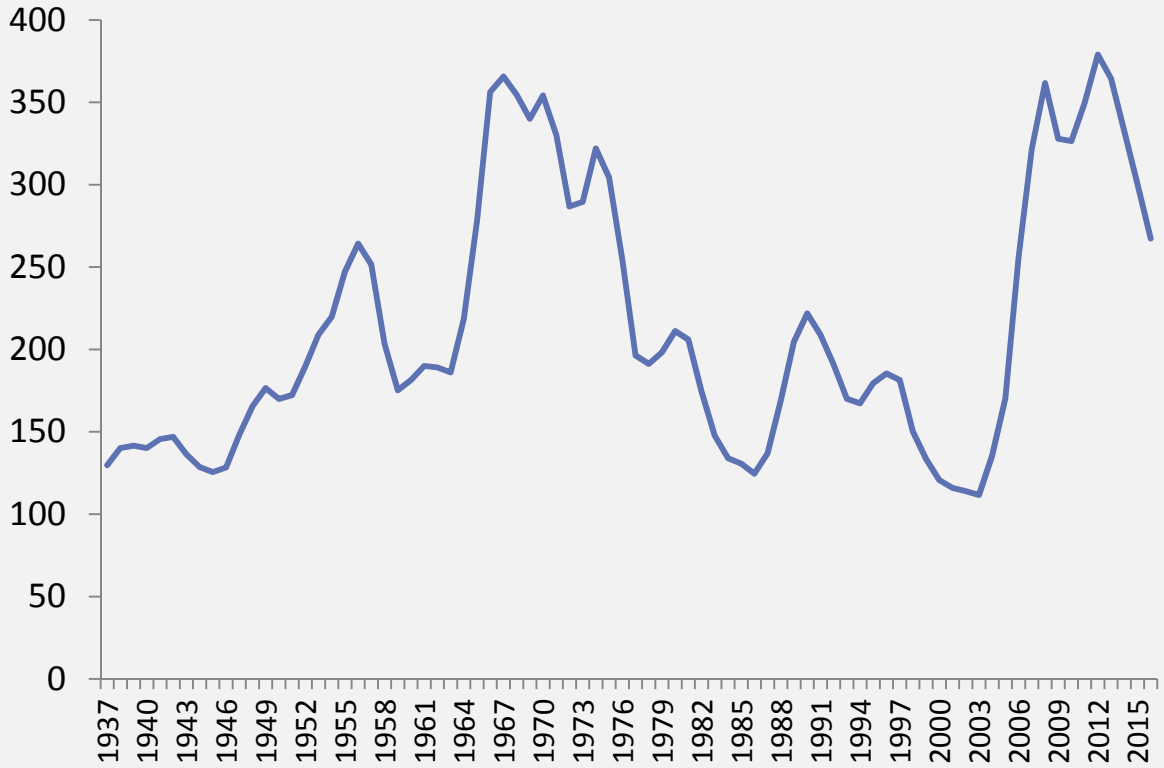
Diferencial de crecimiento Chile-Perú/G7
(puntos porcentuales; 3y MA)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database 2016.

El ciclo de materias primas es sólo comparable al de los 1960s.

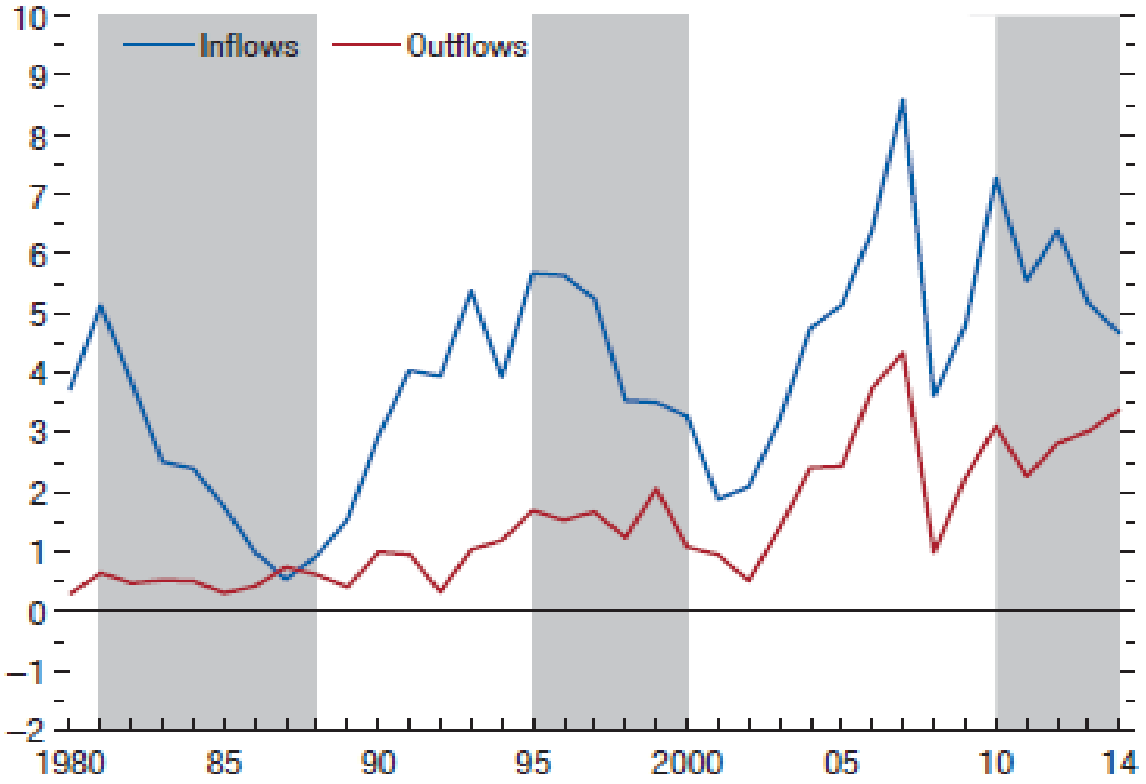
Precio del Cobre: 1937-2016
(3-year MA; USD de 2012)



Fuente: Banco Mundial, Bloomberg, Cochilco. Estimación propia para 2016.

Las entradas brutas (y netas) de capital a países emergentes han sido muy significativas desde mediados de los 2000s.

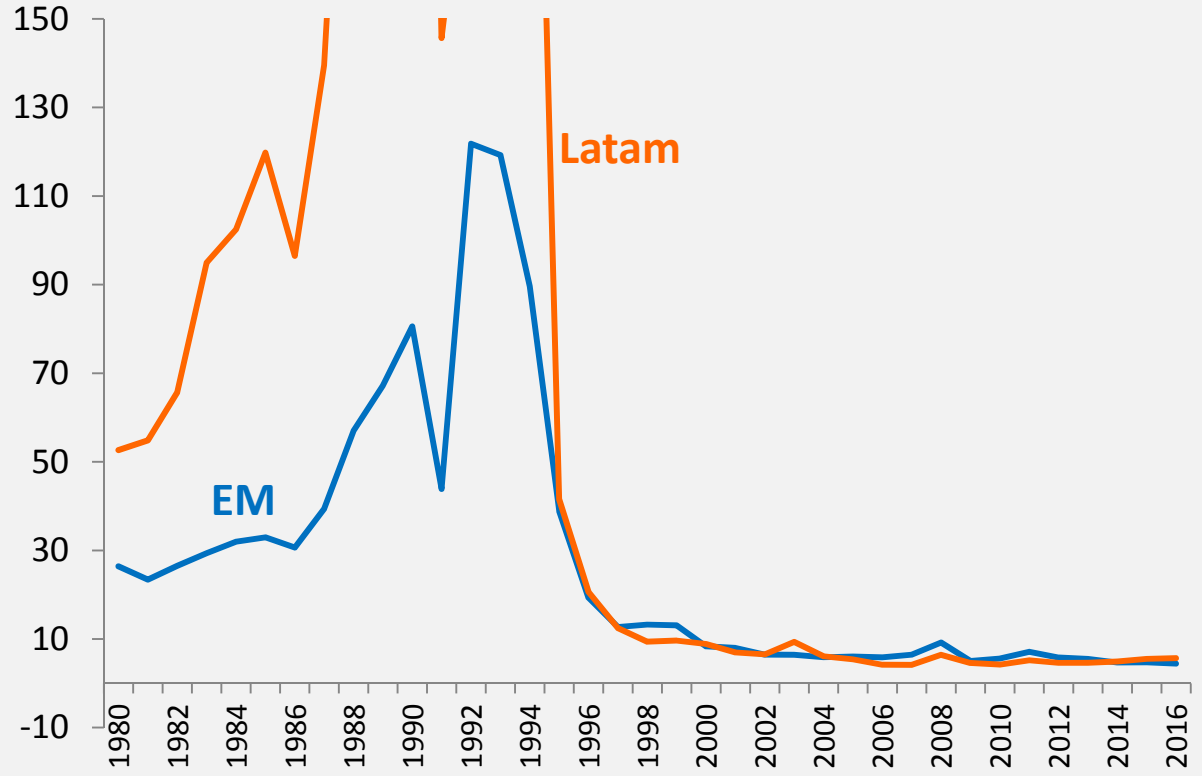
Entradas y salidas brutas de capital a países emergentes: 1980-2014
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook 2016.

Luego de décadas de inestabilidad, los países emergentes han sido mucho más responsables en su manejo macroeconómico.

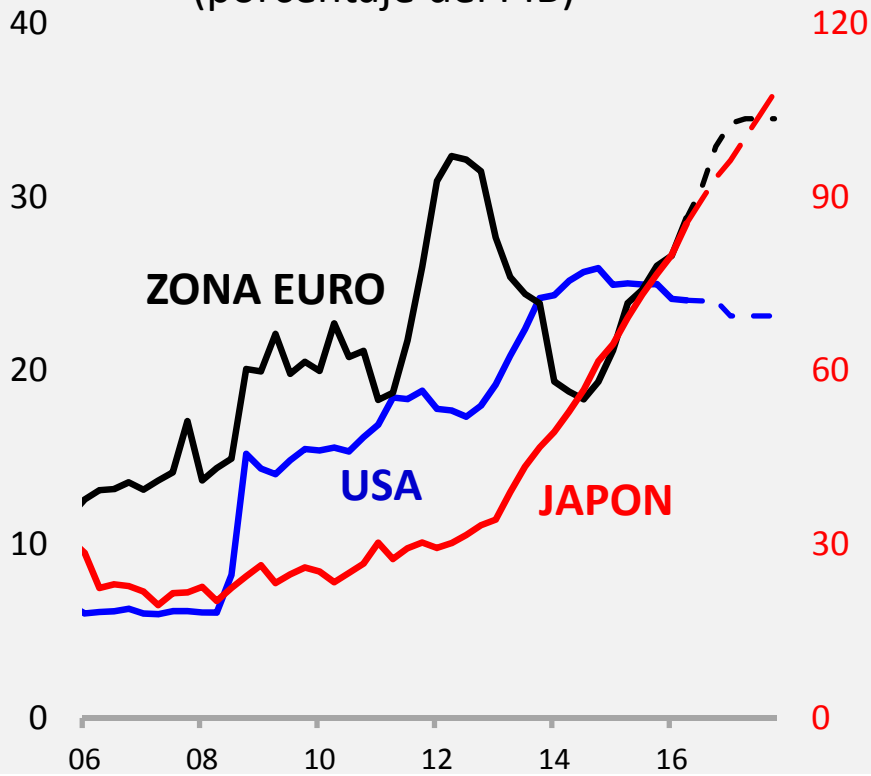
Tasa de Inflación anual
(porcentaje)



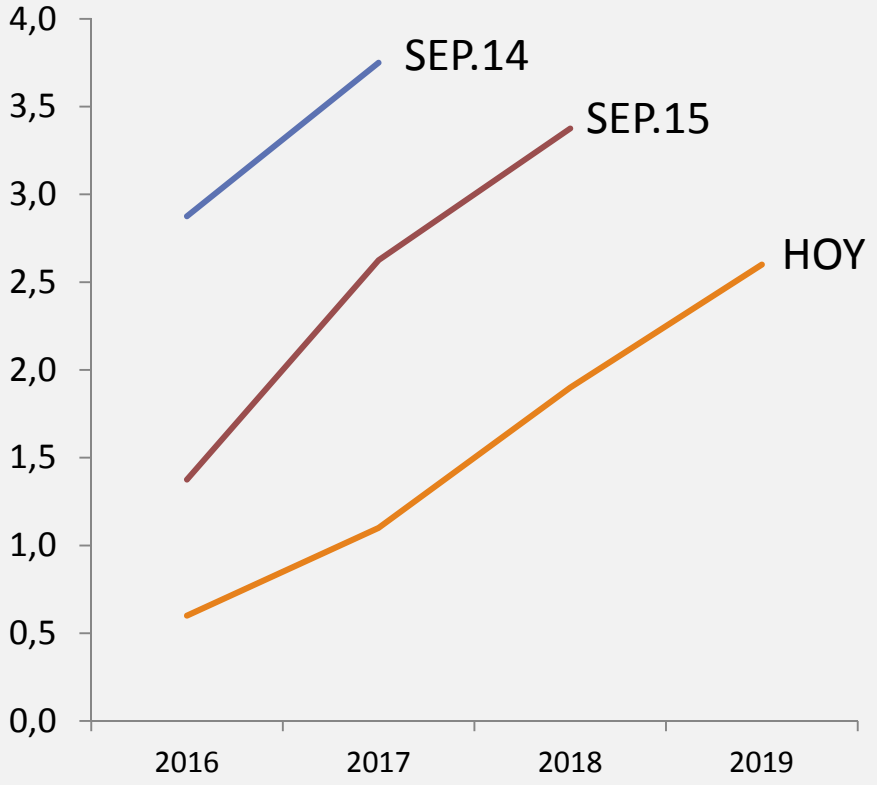
Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database 2016.

Existen maneras alternativas de resumir las políticas monetarias. El balance de los bancos centrales es una; la trayectoria esperada de tasas en USA es otra.

Balance de principales bancos centrales: 2006-2016
(porcentaje del PIB)



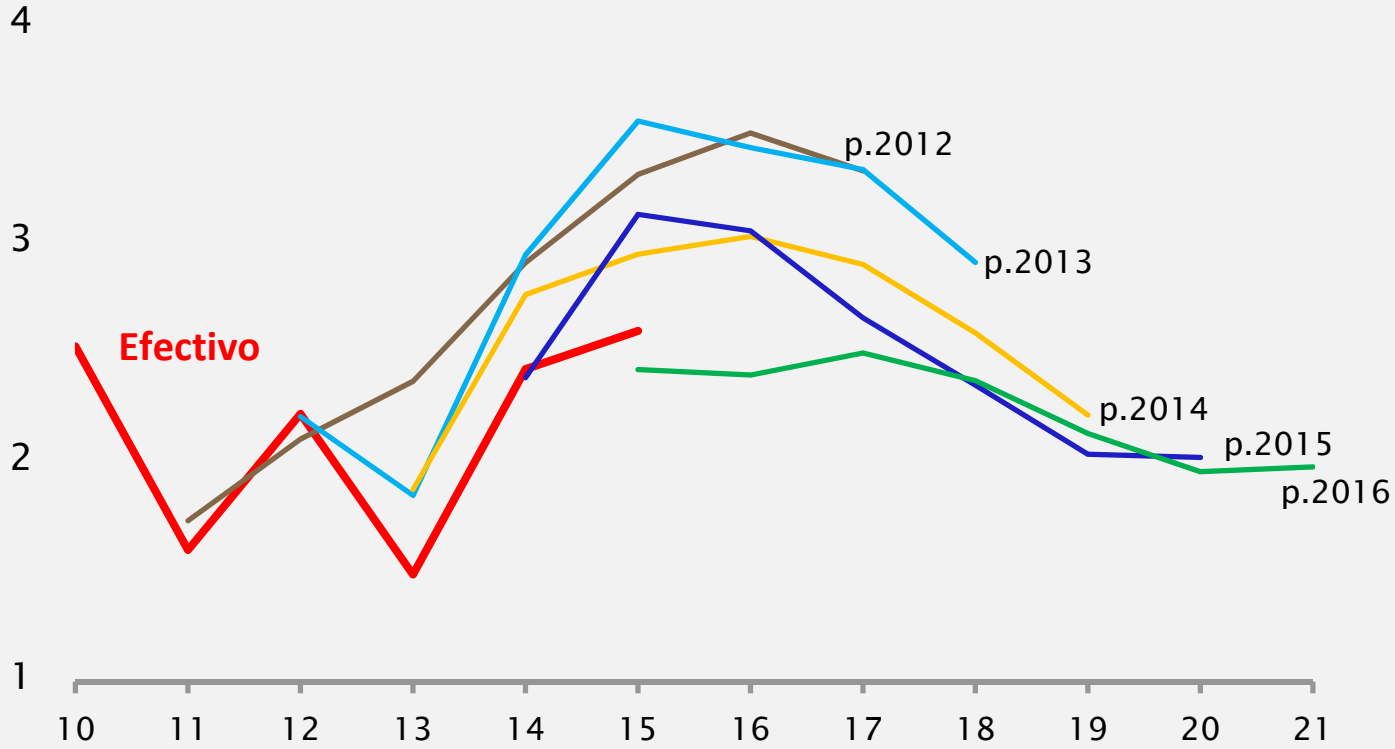
Mediana Tasa de Fondos Federales esperada
(puntos porcentuales, fin de cada año)



Fuente: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional, y Reserva Federal.

La recuperación del crecimiento en Estados Unidos ha sido sostenida, pero más lento de lo anticipado.

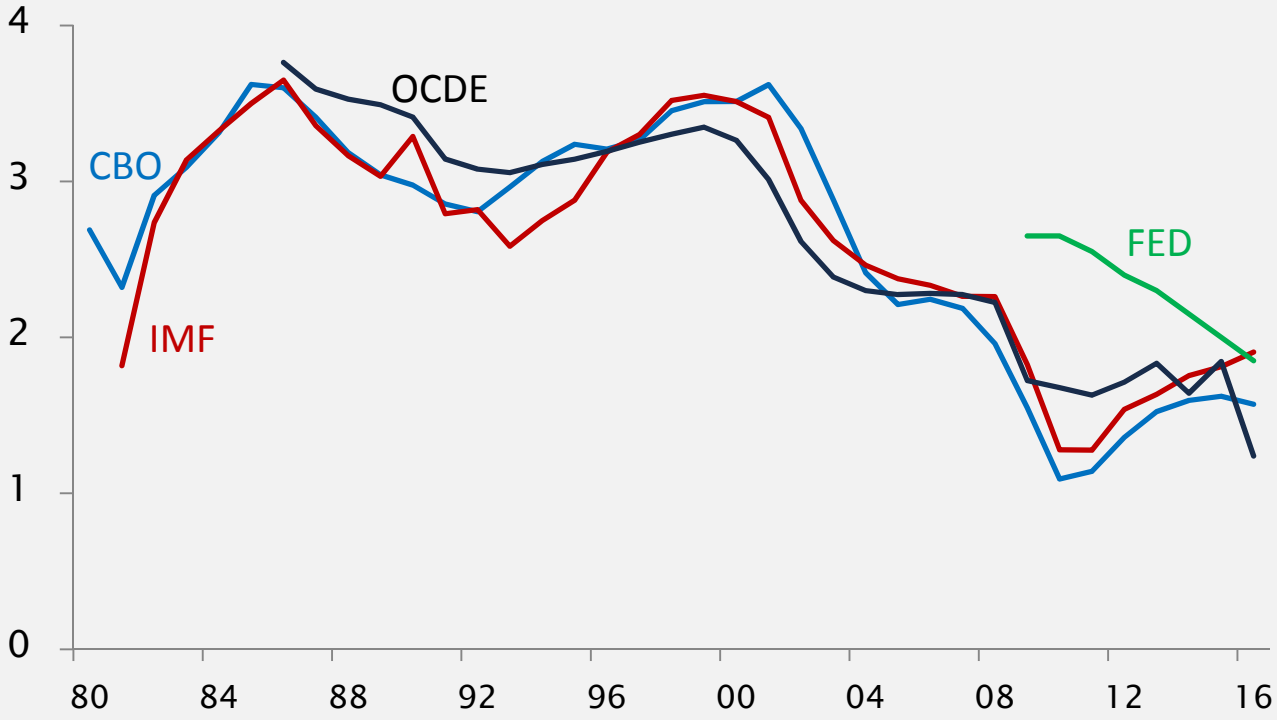
Crecimiento efectivo del PIB y proyecciones para Estados Unidos
(porcentaje)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook 2016.

Estimaciones de crecimiento potencial para Estados Unidos han convergido a cifras cercanas a 2% después de la crisis.

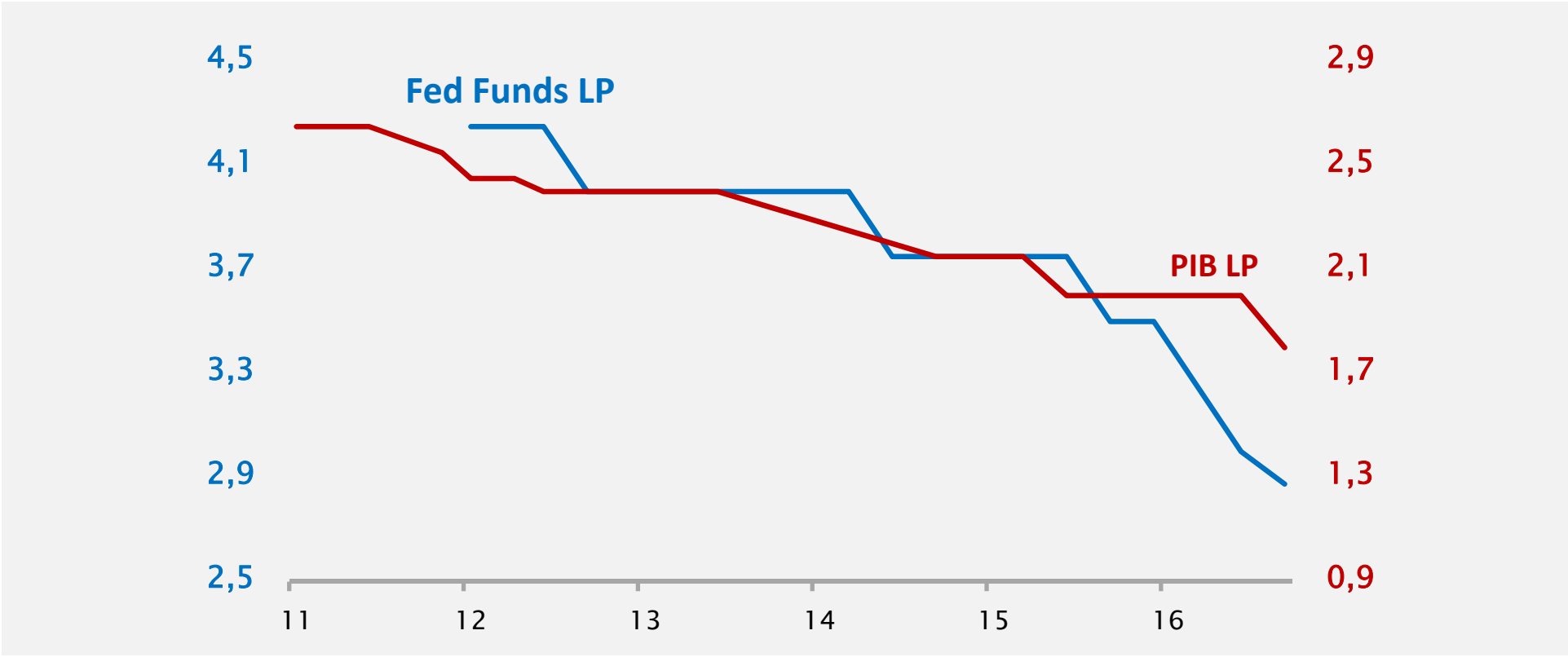
Crecimiento Potencial para Estados Unidos
(porcentaje)



Fuente: CBO, Fondo Monetario Internacional, OCDE, Reserva Federal. La serie publicada por la Reserva Federal se refiere a tendencia central del crecimiento del PIB de largo plazo publicado tras última reunión de la FED del año correspondiente

Con ello, estimaciones de la tasa de interés neutral de largo plazo también han caído.

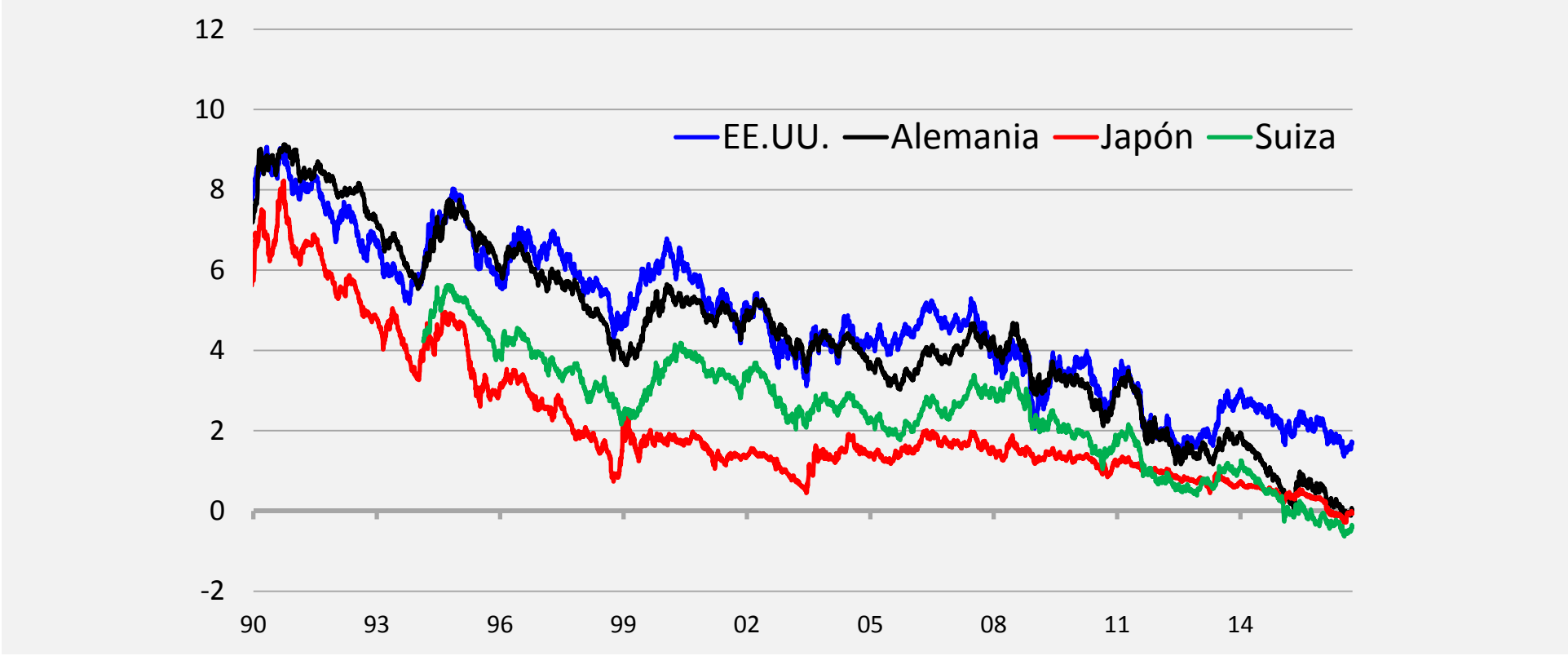
Crecimiento potencial y tasa Fed Funds de largo plazo en Estados Unidos
(porcentaje)



Fuente: Reserva Federal.

¿Es la caída en tasas largas reflejo de una mayor o menor expansividad de la política monetaria?

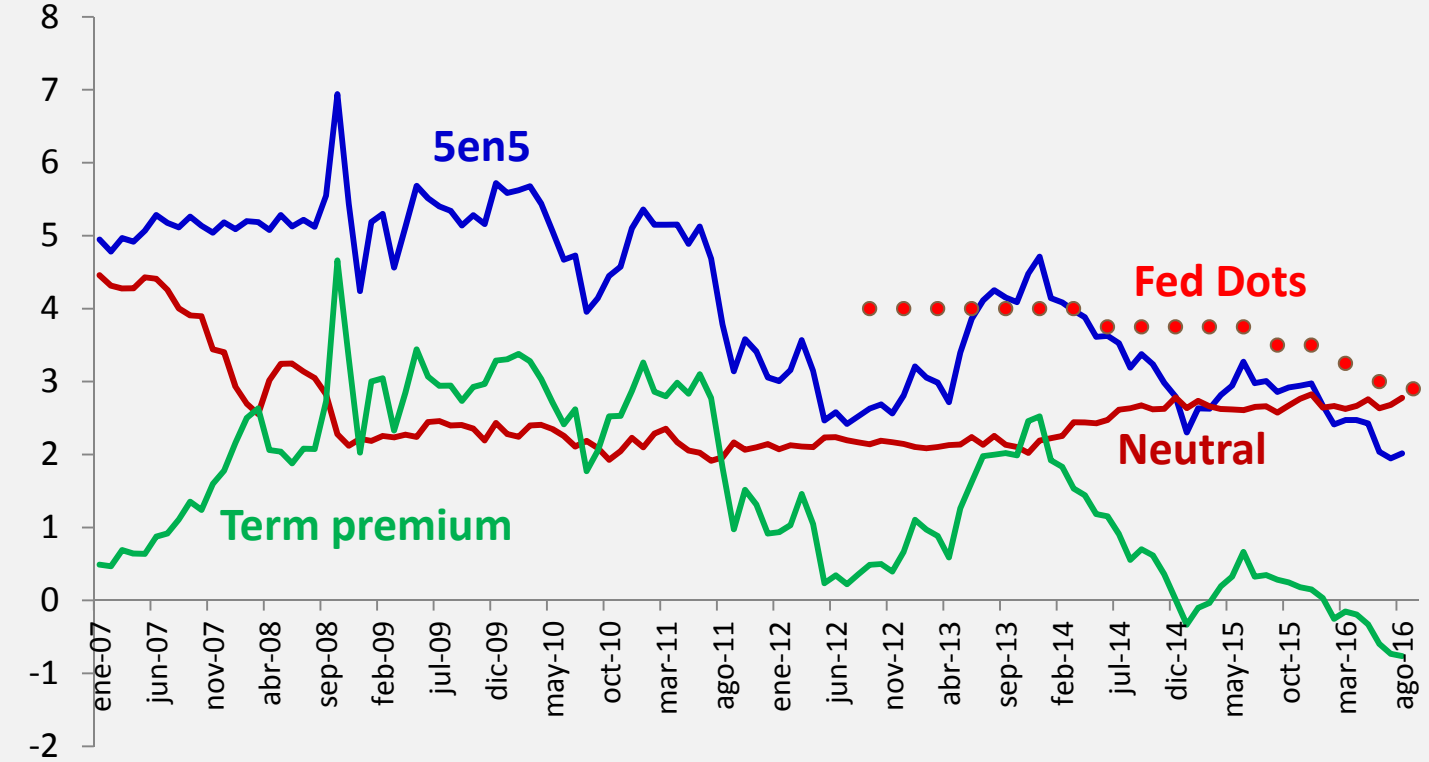
Tasas de interés a 10 años, bonos de gobierno, 1990-2016
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

La caída de 300pb en tasas largas en los últimos 10 años refleja una caída en tasas neutrales pero también una importante compresión de primas por plazo.

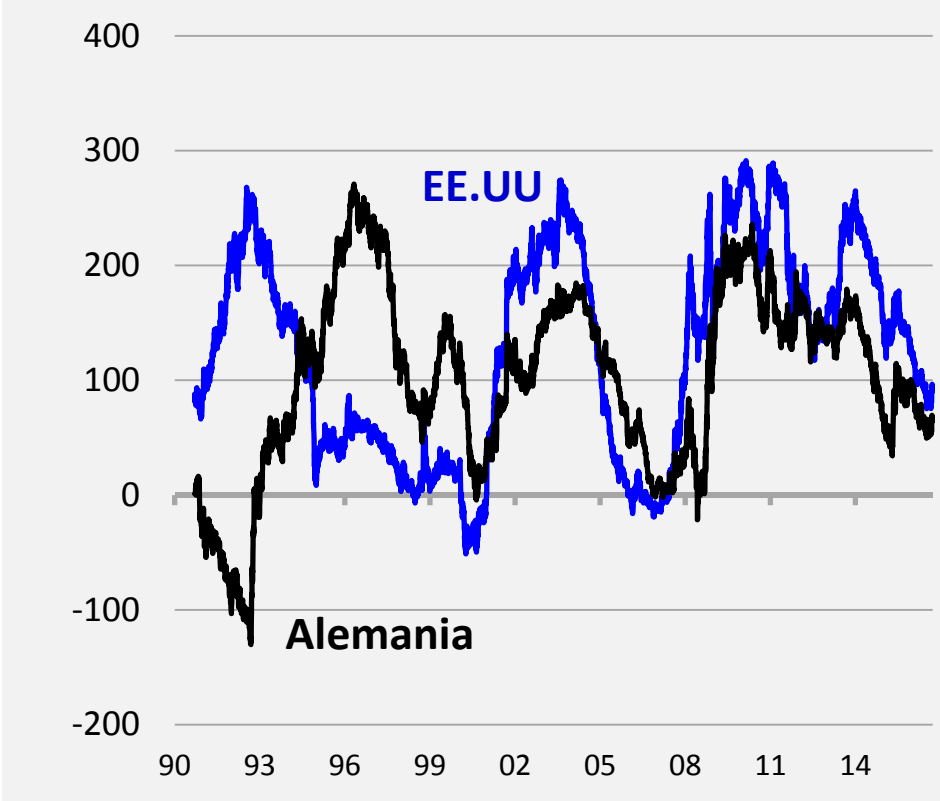
Descomposición Forward 5in5 Treasury 10y: 2007-2016
(puntos porcentuales)



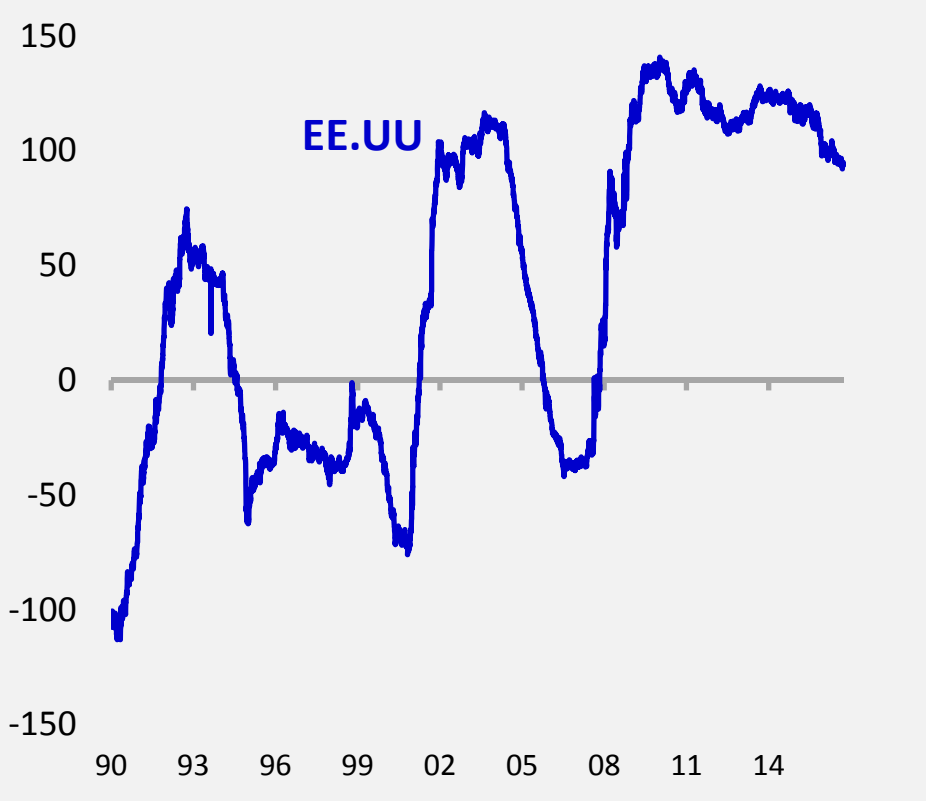
Fuente: Banco Central de Chile en base Adrian et al (2013).

Descontando la caída en las primas por plazo, la pendiente de la curva de rendimiento sigue señalizando una política monetaria muy expansiva.

Pendiente de la curva de rendimiento (10y-2y)
(puntos base)



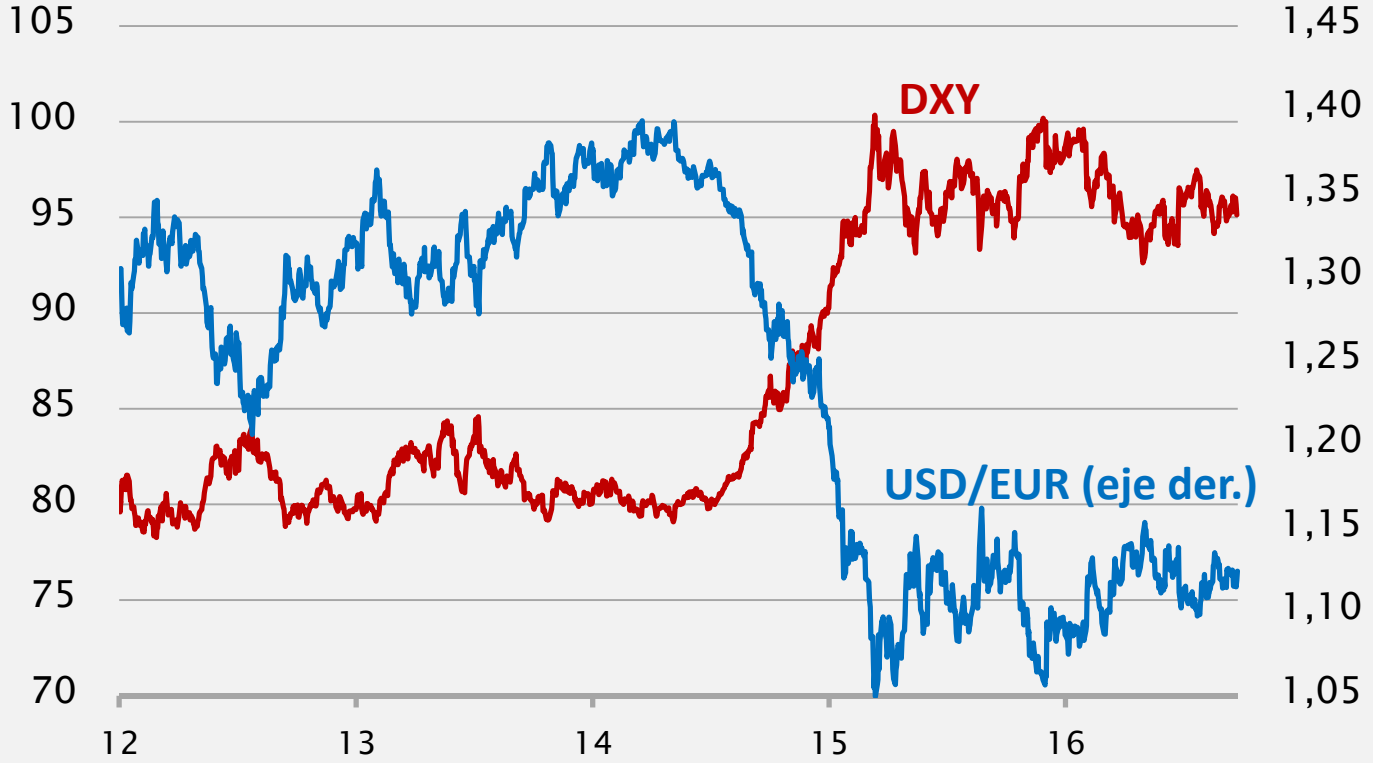
Pendiente de tasas neutrales (10y-2y)
(puntos base)



Fuente: Banco Central de Chile en base Bloomberg.

El fortalecimiento del dólar también habría contribuido a suavizar el alza de tasas en Estados Unidos.

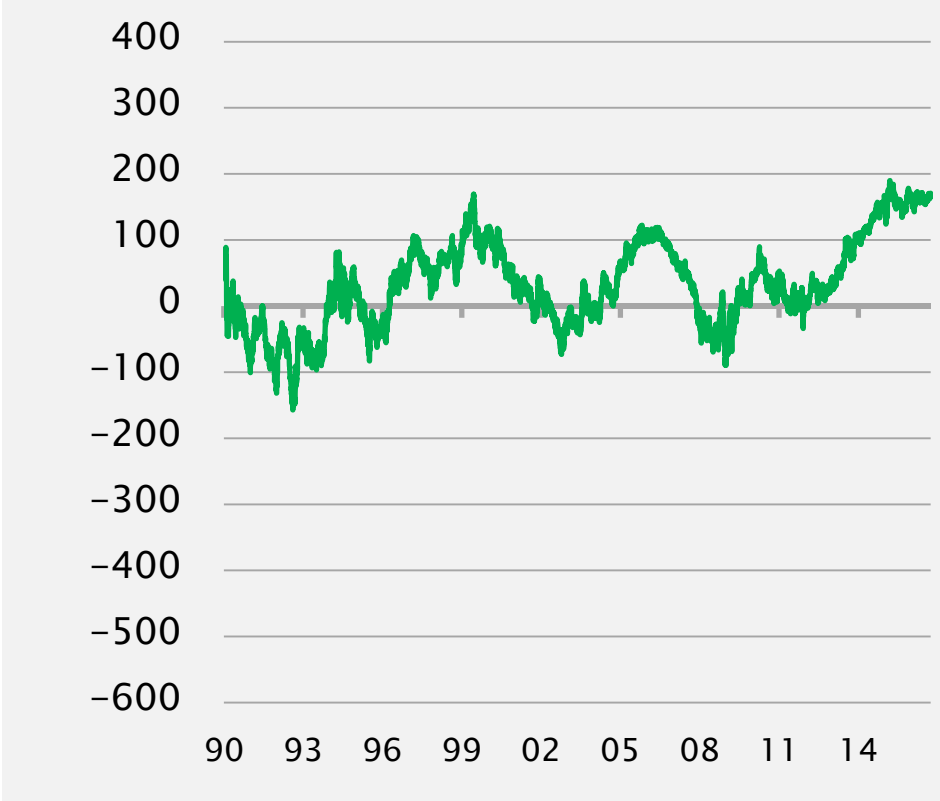
Dólar multilateral y paridad Dólar-Euro: 2012-2016
(índice; Dólares por Euro)



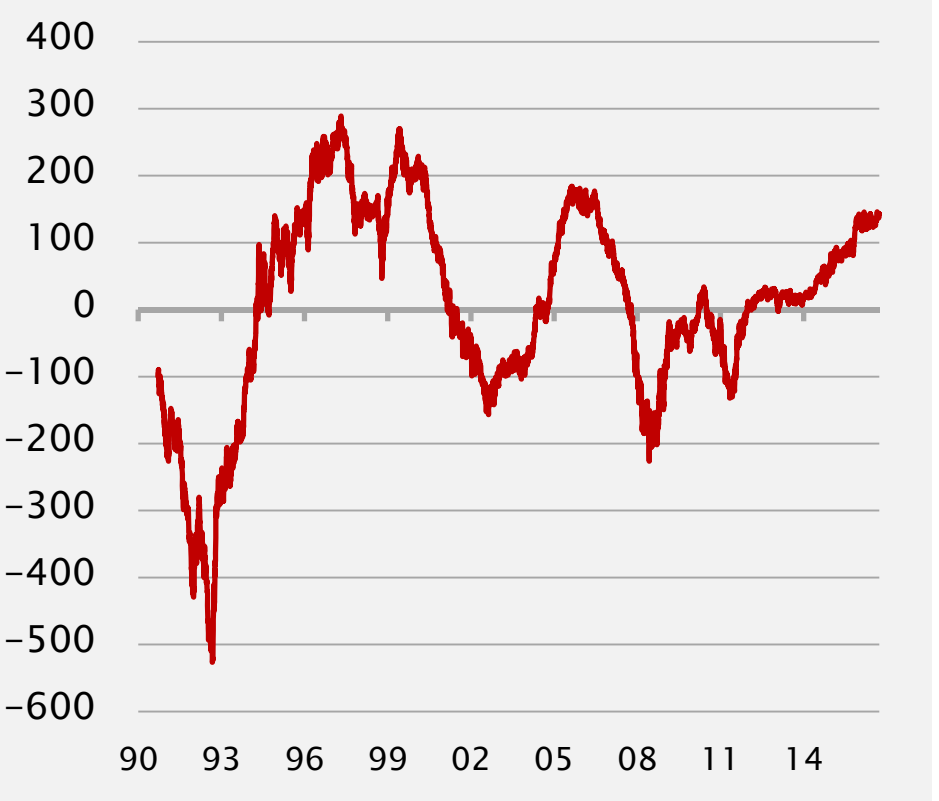
Fuente: Bloomberg.

Aunque el diferencial de tasas a 10y está en sus máximos de los últimos 25 años, no es así con los diferenciales a 2 años.

Diferencial de tasas 10y: USA vs. Alemania
(puntos base)



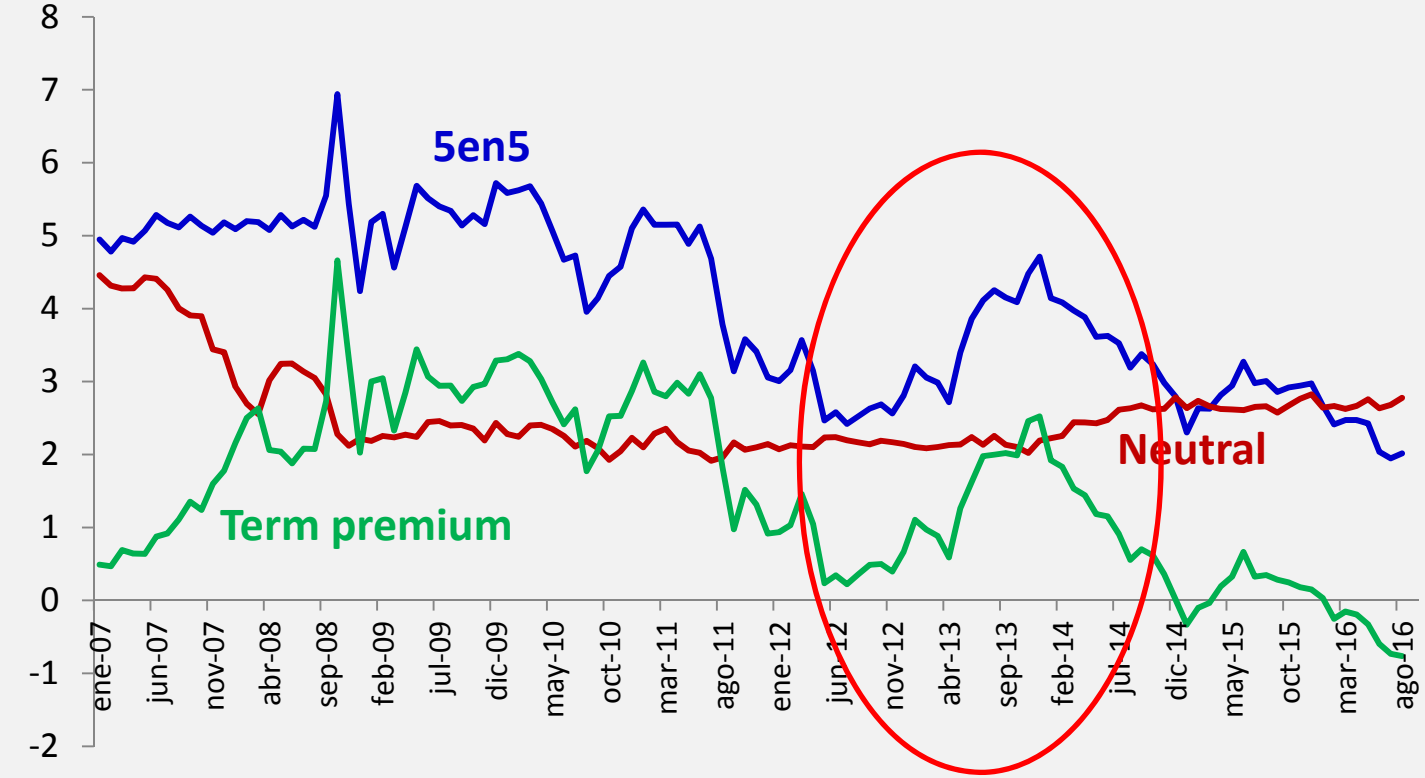
Diferencial de tasas 2y: USA vs. Alemania
(puntos base)



Fuente: Banco Central de Chile en base Bloomberg.

Por último, la experiencia del 2013 condicionó una estrategia muy cautelosa de la Reserva Federal.

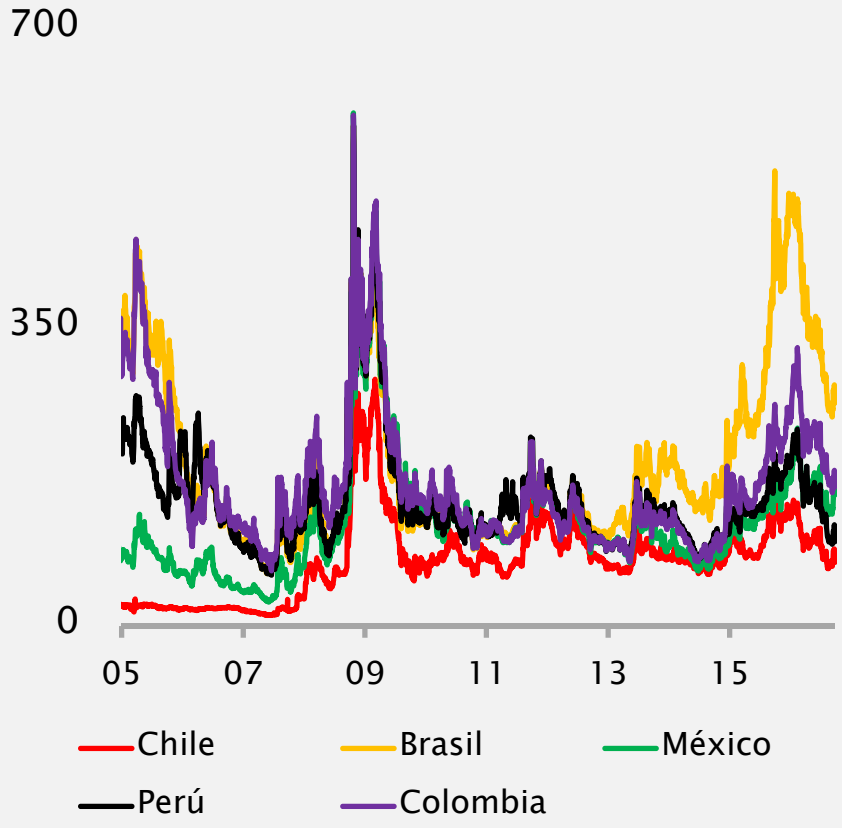
Descomposición Forward 5in5 Treasury 10y: 2007-2016
(puntos porcentuales)



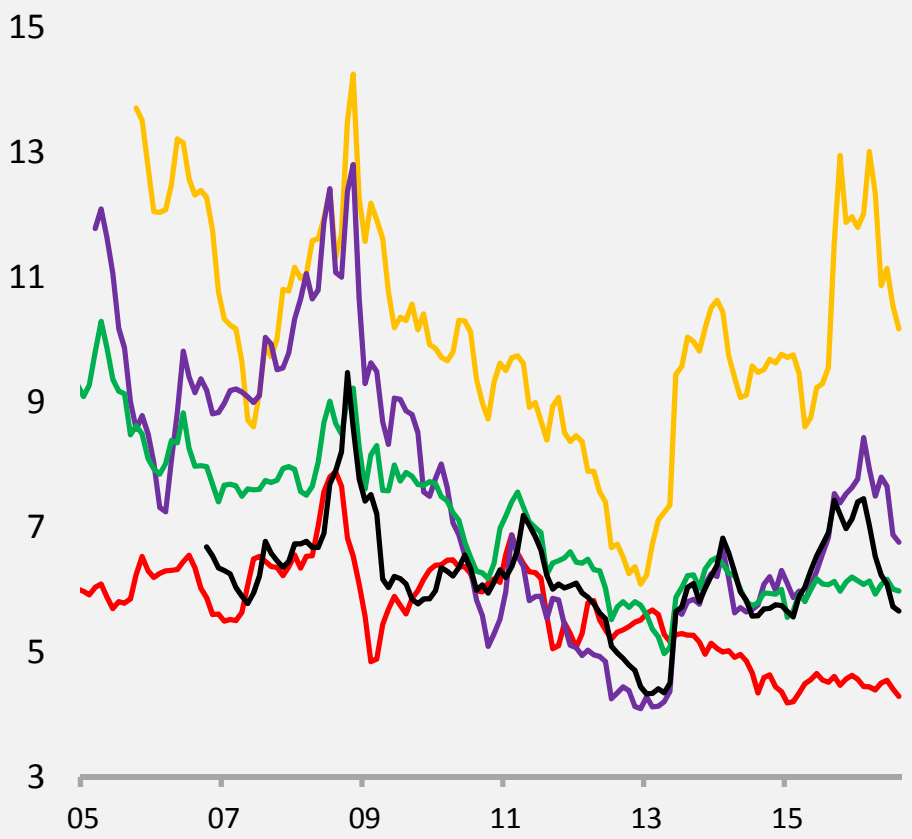
Fuente: Banco Central de Chile en base Adrian et al (2013).

La expansión monetaria global ha presionado al alza los activos de emergentes, como los bonos soberanos ...

Premios por riesgo soberano (1)
(puntos base)



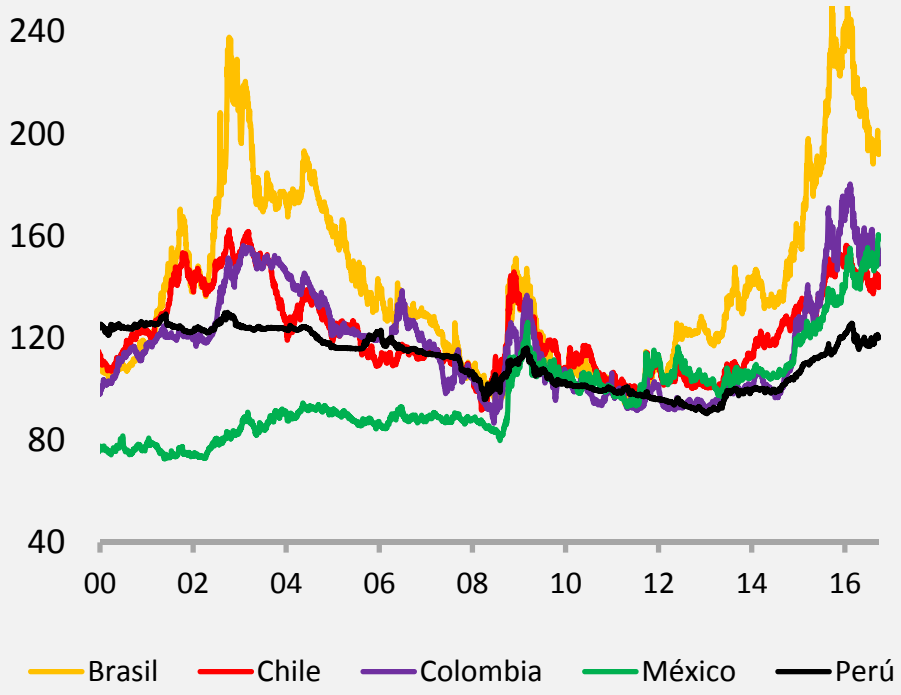
Tasas de interés de largo plazo (2)
(porcentaje)



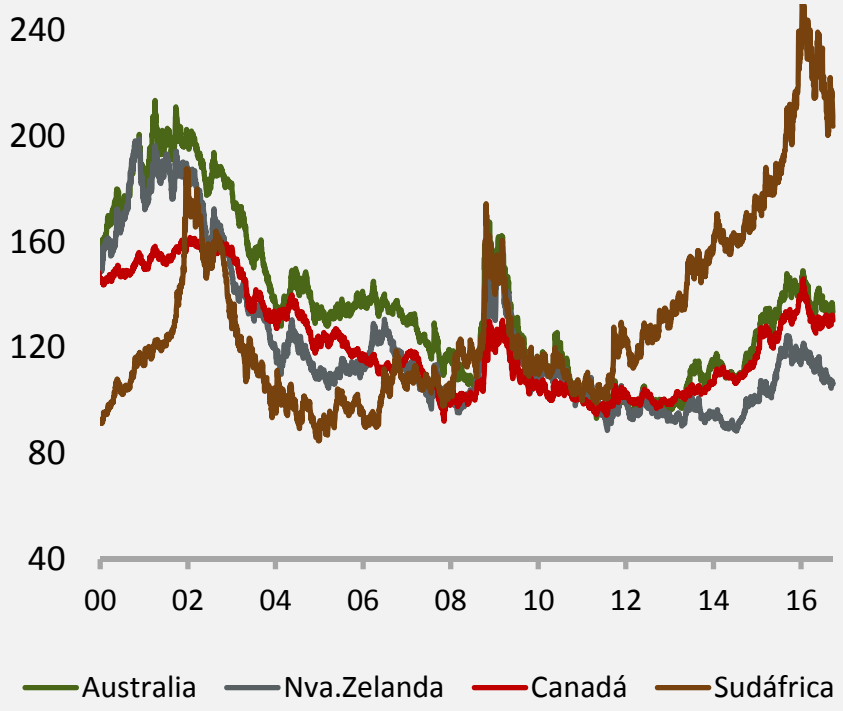
(1) Premios por riesgo medios por CDS a 5 años. (2) Tasas nominales de bonos de gobierno a 10 años plazo. Para Chile considera bonos del Banco Central y de la Tesorería.
Fuente: Bloomberg, JP Morgan.

… y las monedas.

Tipo de cambio nominal, Latam
(índice 31 dic 2010=100)



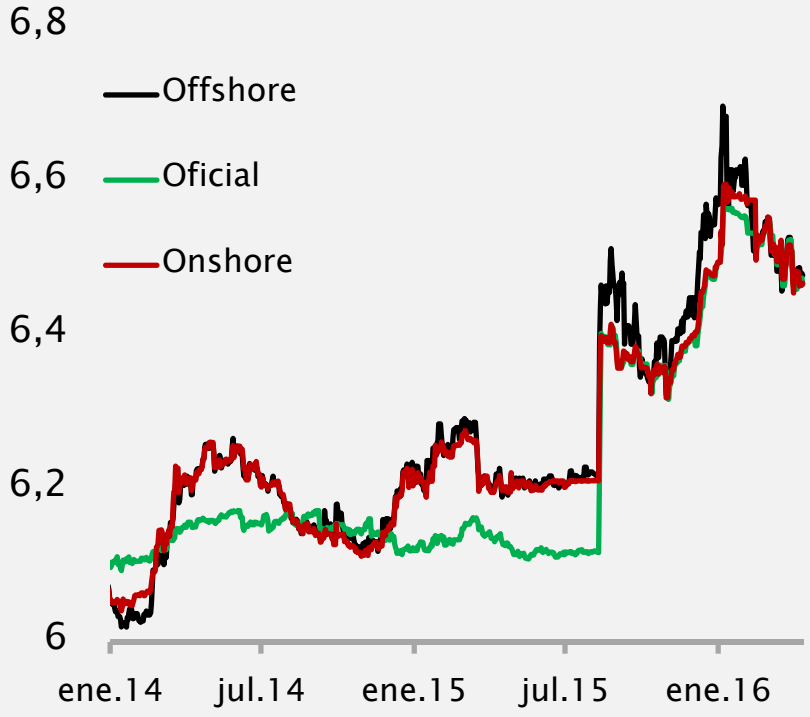
Tipo de cambio nominal, monedas *Commodities*
(índice 31 dic 2010=100)

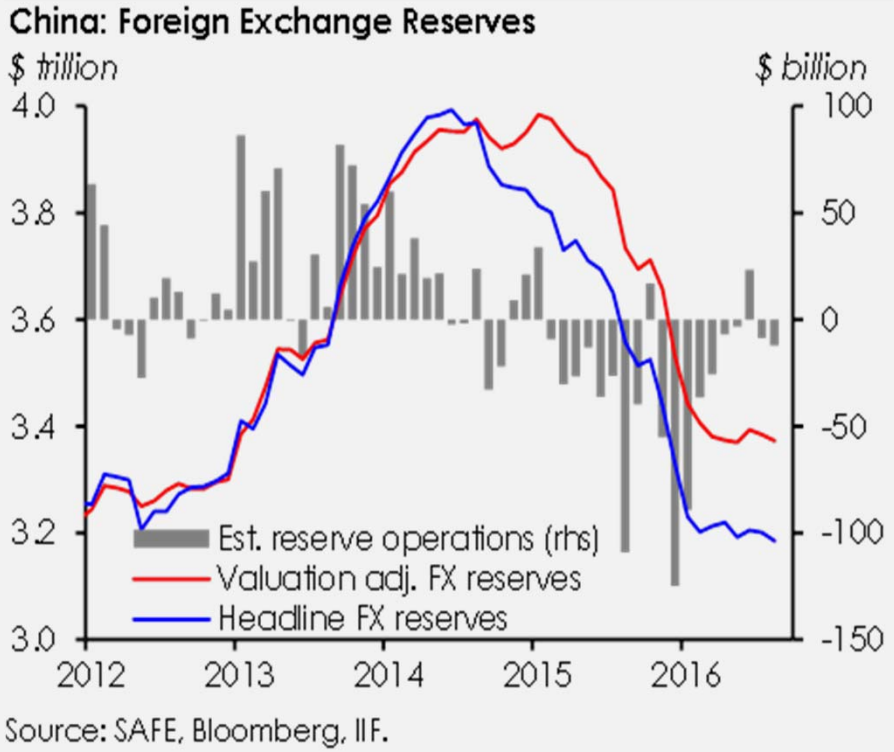


Fuente: Bloomberg.

Las mejores condiciones financieras han facilitado el ajuste en varias economías emergentes. China es un ejemplo de aquello.

Paridad RMB/USD y Reservas internacionales en China
(RMB/USD, trillones de USD)

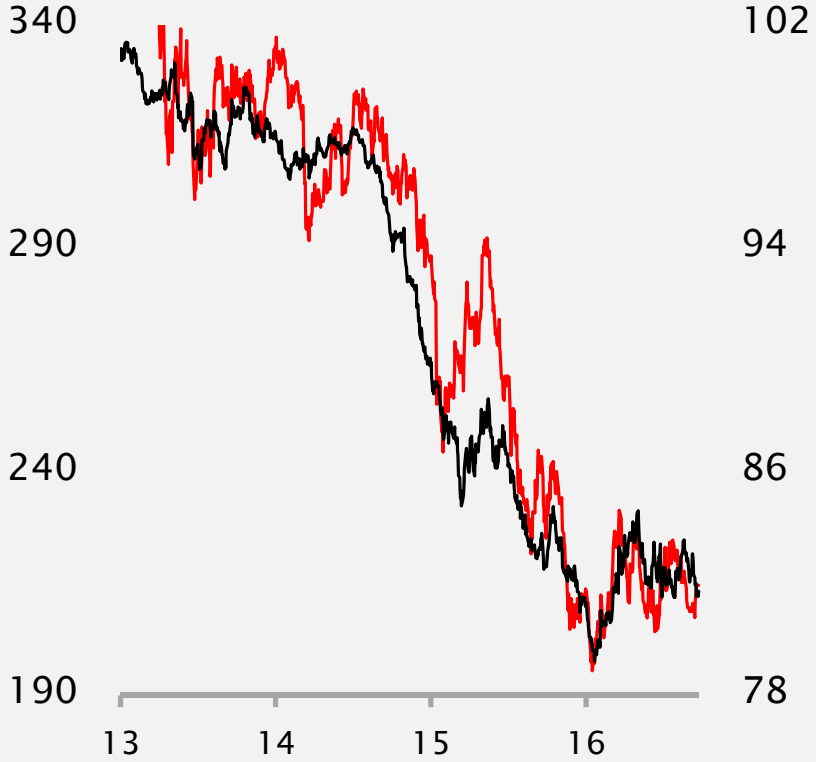




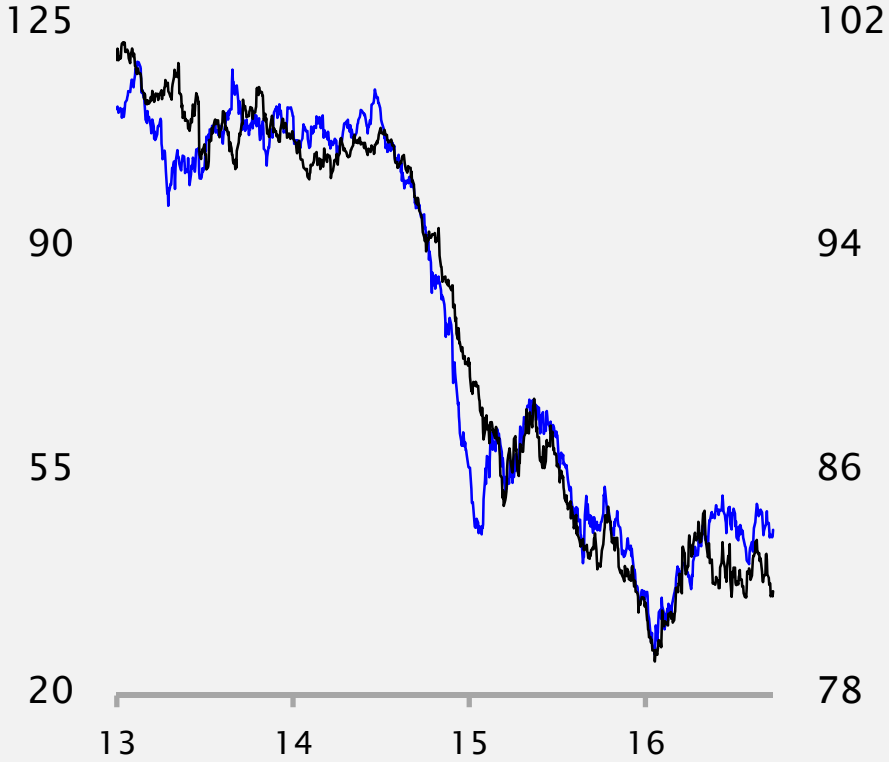
Fuente: Bloomberg, IIF, China Capital Flows Tracker, september 8th, 2016.

Por una parte, la estabilidad del dólar le ha puesto un piso a la caída en los precios de materias primas.

Precio Cobre
(USD/lb, índice 100=Ene 97)



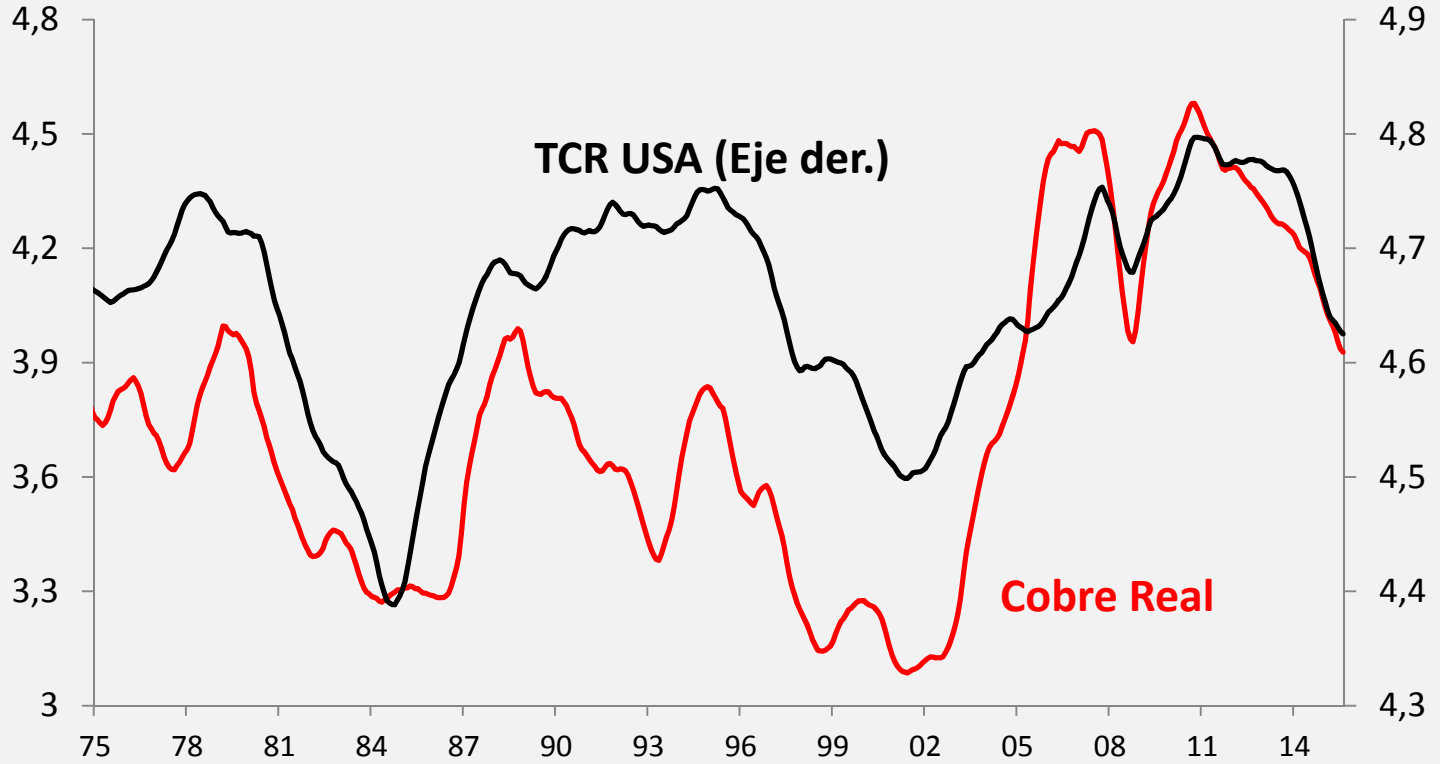
Precio Brent
(USD/b, índice 100=Ene 97)



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg.

El co-movimiento de las materias primas y el dólar es un fenómeno de amplio debate: un dólar fuerte ha coincidido con bajos precios de materias primas.

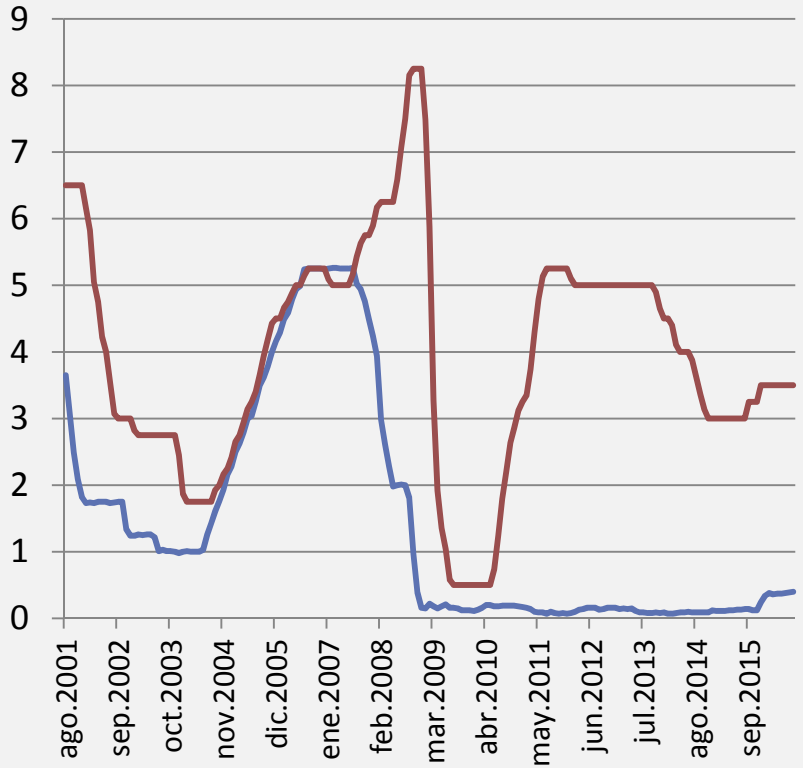
Precio de Commodities y TCR en US
(Escala logarítmica, promedio 12mm)



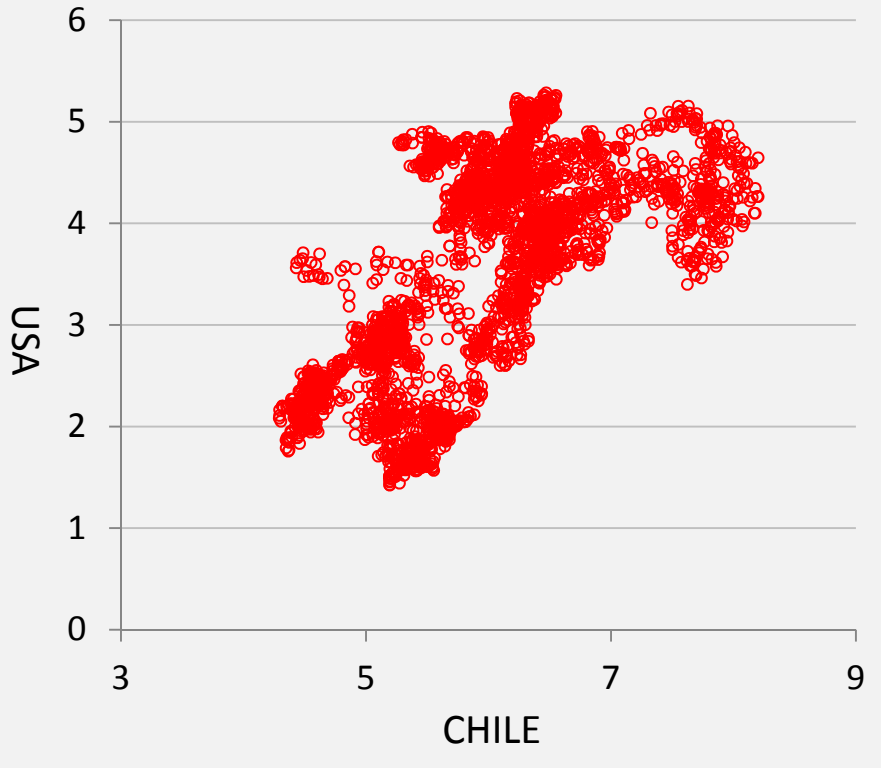
Fuente: Banco Mundial, Bloomberg.

Finalmente, independiente del manejo de las tasas de política monetaria, existe una alta correlación en tasas de largo plazo.

Tasa de Política Monetaria: Chile vs. USA
(porcentaje)



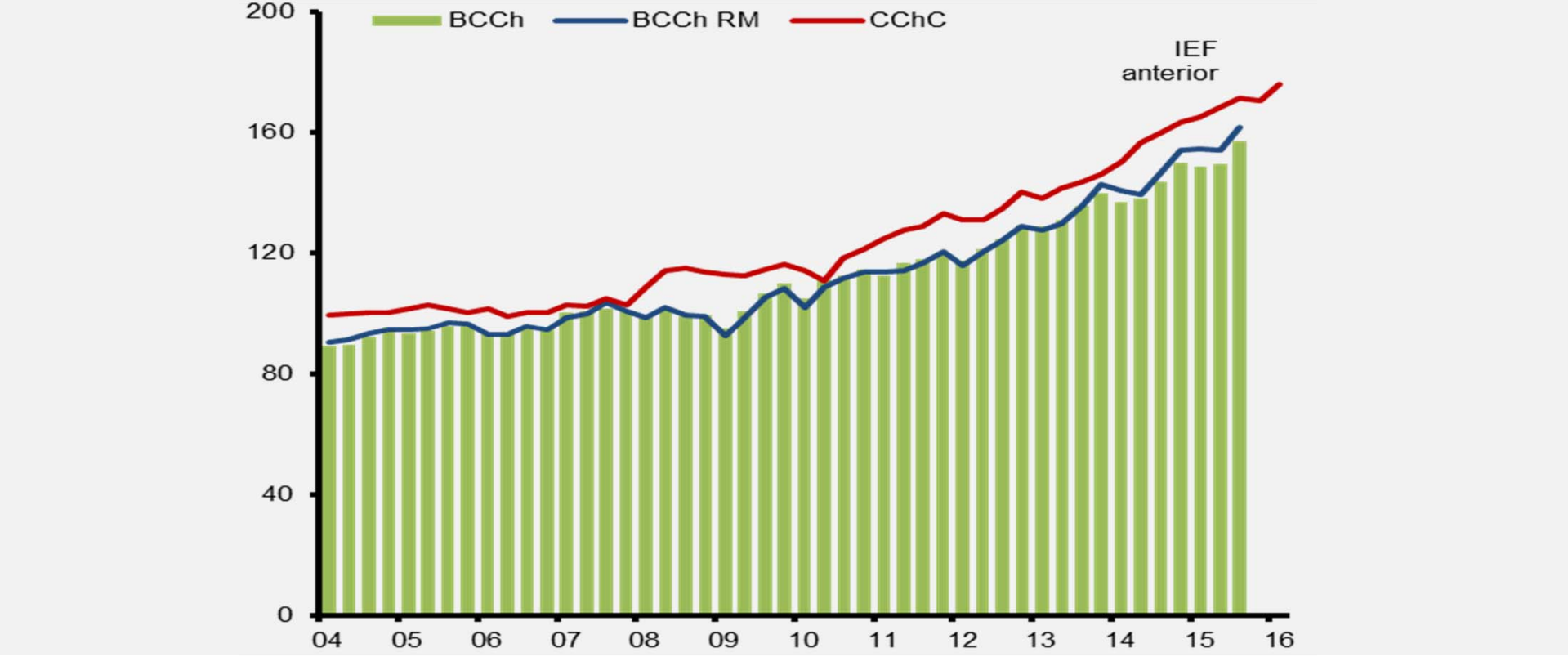
Tasa de bonos de gobierno 10Y: Chile vs. USA
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile, Reserva Federal, Bloomberg.

En muchos países del mundo, la caída en las tasas largas ha coincidido con un fuerte aumento en el precio de bienes raíces.

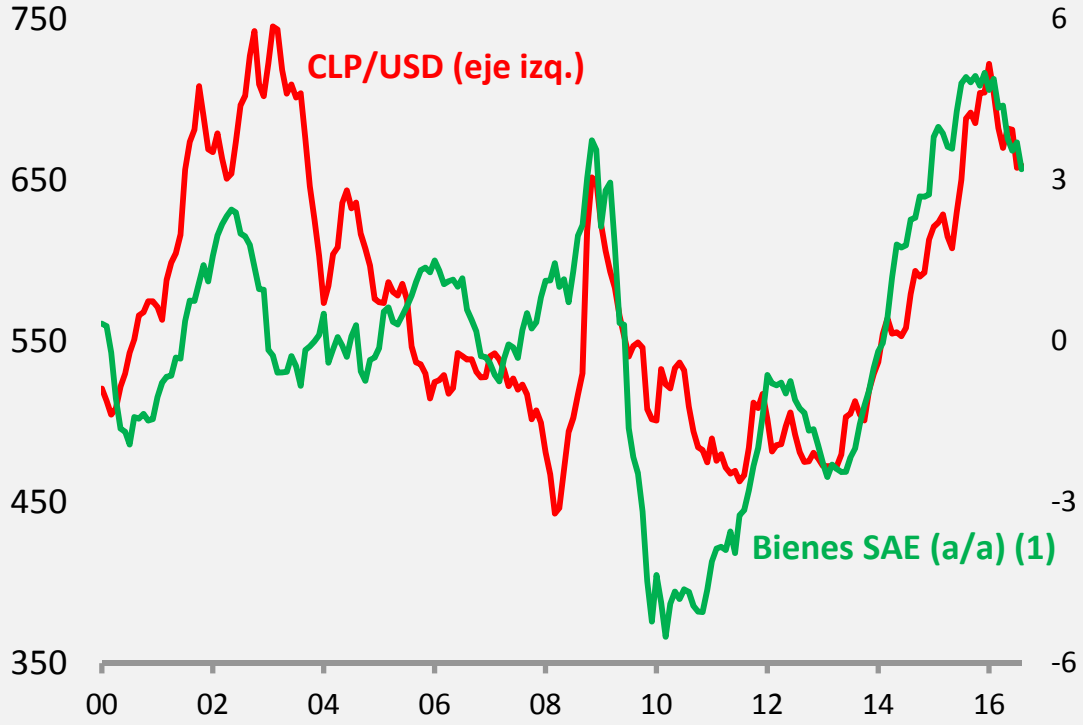
Precios de vivienda
(índice, promedio 2008=100)



Fuente: Banco Central de Chile, Informe de Estabilidad Financiera 1er semestre, 2016, y Cámara Chilena de la Construcción.

En Chile, la inflación de bienes transables ha estado fuertemente determinado por la trayectoria del peso.

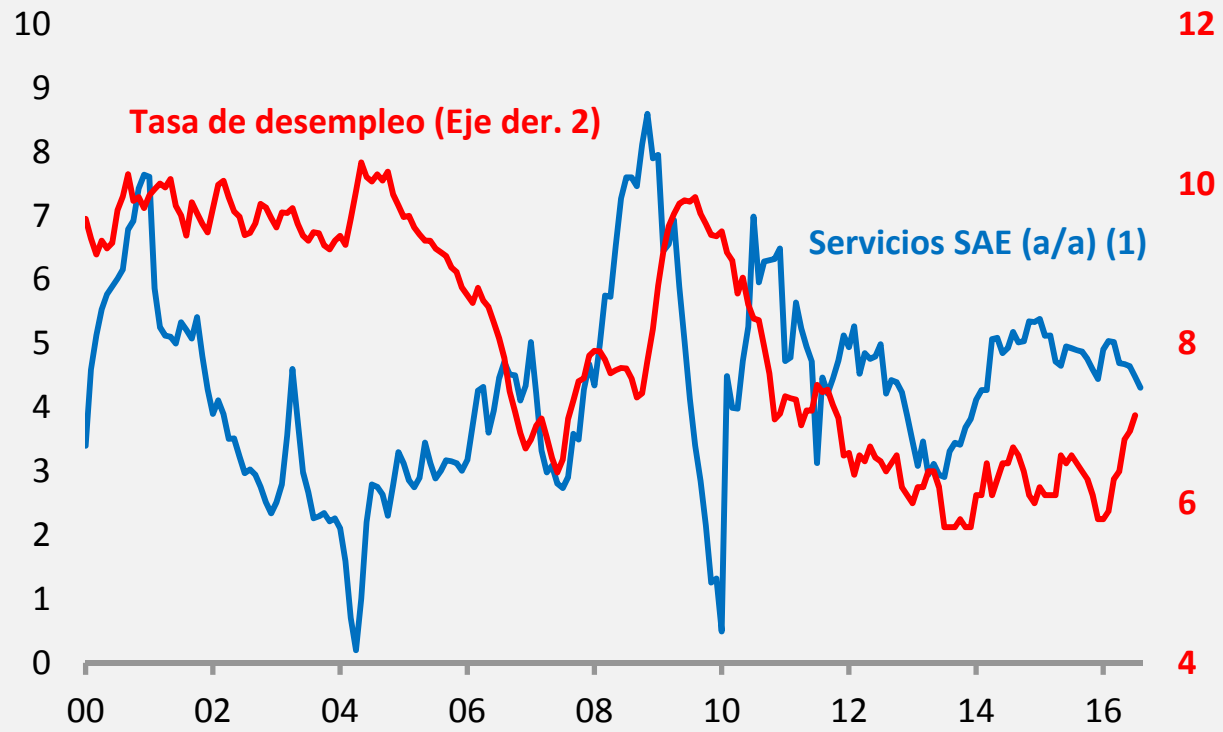
Tipo de cambio nominal y bienes SAE
(CLP/USD; porcentaje)



(1) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

En tanto, la inflación de servicios se ha mantenido más alta como consecuencia de un mercado laboral más estrecho.

Inflación de servicios SAE y tasa de desempleo
(porcentaje)



(1) A partir de enero del 2014 se utilizan los nuevos índices con base anual 2013=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. (2) Serie empalmada usando la variación mensual en febrero 2010.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.