

¿Qué se puede esperar de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal?<sup>1</sup>

Sebastián Claro E.

Vicepresidente, Banco Central de Chile

- Antes que nada, deseo expresar mi agradecimiento a la Escuela de Negocios de la Universidad de Los Andes por la invitación a dictar esta conferencia en la inauguración del Master en Finanzas e Inversiones.
- Esta es una oportunidad propicia para discutir sobre un fenómeno que, por anticipado que parezca, representa uno de los cambios macroeconómicos más importantes de los últimos años. Con ello me refiero al proceso de normalización de tasas de interés por parte de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos. Quizá el paso del tiempo va generando una especie de amnesia que nos hace olvidar el extraordinario periodo de expansión monetaria llevado a cabo en las principales economías del mundo – en particular en Estados Unidos – desde la crisis financiera global. Baste recordar que la tasa de política monetaria en Estados Unidos se ha mantenido virtualmente en cero por casi ocho años. A su vez, el balance de la Reserva Federal – como se observa en la Figura 1 – ha aumentado en más de cinco veces desde 2008.
- En el año 2016 la Fed inició un proceso gradual de aumento de la tasa de interés. Estas son buenas noticias. Fundamentalmente, la normalización de la política monetaria es la consecuencia natural de una normalización de la economía estadounidense tras la Crisis Financiera Global. Una economía estadounidense estable y creciendo en torno a su potencial es algo positivo para la economía mundial.
- Sin embargo, este camino de transición no está exento de baches. De hecho, los episodios anteriores en que la Fed subió la tasa de referencia no han sido fáciles para las economías emergentes. El ejemplo más obvio es la crisis de la deuda a principios de los ochenta. En un contexto de una serie de desequilibrios macroeconómicos en muchos países de América Latina, el brusco aumento de las tasas de interés generó una fuerte reversión de los flujos de capital y presiones sobre los mercados de divisas en la región, que provocó el colapso de los mercados financieros y de la actividad en varios países.
- Desde comienzos de los noventa, se destacan dos períodos de aumentos de tasas de interés en Estados Unidos, como muestran las Figuras 2A y 2B. El primero

---

<sup>1</sup> Presentación realizada en la clase inaugural de Master en Finanzas e Inversiones del ESE, Universidad de Los Andes, realizada en Santiago, Chile el día jueves 11 de mayo de 2017. Esta presentación está basada en la conferencia realizada en el Foro Económico Latinoamericano de IIF en Asunción, Paraguay, el sábado 1 de abril de 2017. Agradezco el apoyo de Diego Gianelli y Mauricio Hitschfeld en la preparación de este discurso. Las opiniones expresadas no comprometen las del Banco Central de Chile ni de ninguno de sus consejeros.

comenzó en febrero de 1994 y comprendió un alza de 300 puntos base (pb) en casi un año. La segunda tuvo lugar una década más tarde, cuando, después de unos cuantos trimestres de tasas históricamente bajas, la Fed inició un proceso de normalización de tasas en junio de 2004, en que las aumentó en casi 450 pb en unos dos años.<sup>2</sup>

- Resulta interesante hacer notar que, en muchas dimensiones, ambos episodios tienen grandes semejanzas. En particular, puede decirse que la posición cíclica de la economía estadounidense era similar en ambas ocasiones, y los procesos de normalización de la política monetaria fueron bastante comparables. Volveremos a esto más adelante.
- Sin embargo, el comportamiento de los mercados emergentes en ambos casos fue muy distinto. De hecho, en términos generales, el proceso de alzas de la tasa de fondos federales a principios de 1994 fue seguido por grandes dificultades en muchas economías en desarrollo en los años siguientes, siendo la primera la crisis mexicana de diciembre de 1994. Luego vino una serie de crisis bancarias y de balanza de pagos en América Latina y otros países. El impacto del ciclo contractivo de la Fed de los años noventa sobre los mercados emergentes no fue tan generalizado como lo había sido el episodio de 1980, y algunos países como Chile y Colombia fueron capaces de sobrellevar este período relativamente bien y continuar creciendo en forma robusta. Pero hay abundante evidencia de que, en un contexto de numerosos desequilibrios macroeconómicos en varias economías emergentes, el llamado “tequilazo” de 1994 desencadenó una serie de dificultades y crisis que configuraron el mapa macroeconómico del mundo en desarrollo en la segunda mitad de la década.
- En contraste, el proceso de normalización de la política monetaria que comenzó el 2004 no tuvo un efecto negativo en las economías emergentes. Además, el período 2004-2007 se podría caracterizar como uno de prosperidad y estabilidad en el mundo en desarrollo. Por supuesto, la crisis financiera global de 2008 descarriló todo, pero es difícil argumentar que fue consecuencia del ciclo de alzas de mediados de los 2000. Si algo, podría haber sido resultado de la ausencia de una normalización oportuna.
- En resumen, aunque los ciclos de 1994 y 2004 tuvieron muchas características en común, sus consecuencias fueron muy diferentes. Mi intención es poder identificar algunas características que nos ayuden a entender estas distintas reacciones sobre países emergentes. De esta manera, podremos entender mejor el proceso en el cuál estamos inmersos actualmente y conocer mejor los riesgos que nos deparan.

---

<sup>2</sup> Hubo un tercer episodio entre junio de 1999 y junio de 2000. Este proceso de alzas de un total de 150 pb puede entenderse como el ajuste final del episodio de 1994.

### Ciclos de normalización entre los años 1994 y 2004

- Como punto de partida, es importante destacar que los episodios de 1994 y 2004 son comparables por dos razones. En primer lugar, y como muestra la Figura 3, la Reserva Federal comenzó a subir la tasa en un contexto de inflación por encima del 2% con el desempleo alrededor del 6%.<sup>3</sup> Esta es, por supuesto, una caracterización simplificada del ciclo económico, pero ofrece una buena base de comparación.
- Más allá de eso, el ajuste global de la política monetaria en Estados Unidos se ve bastante similar en ambos casos. Es bien sabido que la política monetaria no debe solo medirse por el nivel de una tasa puntual de muy corto plazo, sino por la estructura de la curva de rendimiento a diferentes plazos. Esto básicamente porque las decisiones de consumo e inversión dependen, entre otras cosas, del costo de financiamiento a diferentes plazos.
- Una mirada más global a los episodios de normalización de 1994 y 2004 confirman que no sólo el tamaño y la velocidad de las alzas en la tasa de los fondos federales son comparables; también, como muestra la Figura 4, la forma de la curva de rendimientos se mueve de manera parecida, con un aplanamiento de casi 150 puntos base entre los bonos del gobierno estadounidense a 10 y 2 años en el primer año. En un fenómeno relacionado, (ver Figura 5), el premio por plazo implícito en la valoración del bono a 10 años del gobierno de EE.UU. también cayó entre 1 y 2 puntos porcentuales en los dos años posteriores al inicio del ciclo.
- En esencia, el *shock* de política monetaria y el cambio en la curva de rendimiento fueron comparables en ambos episodios. De hecho, la falta de respuesta de las tasas largas a las alzas de corto plazo de mediados de los 2000, hoy conocida como "el enigma o *conundrum* de Alan Greenspan", también estuvo presente, hasta cierto punto, a mediados de los noventa.<sup>4</sup>
- Sin embargo, en otras dimensiones, estos dos episodios tuvieron características muy distintivas, como se muestra en la Figuras 6 a 8. En primer lugar, durante el de 1994, hubo un fuerte aumento de los *spreads* de crédito para las economías emergentes, lo que pesó en sus dificultades de balanza de pagos. En menos de un año, el margen crediticio medido por el EMBI aumentó, en promedio, más de 1.000 puntos base. Hay un sorprendente contraste con el episodio de una década más tarde, cuando las alzas de los fondos federales no sólo no generaron un aumento en los *spreads* de crédito, sino que estuvieron acompañadas por una drástica disminución de los márgenes del EMBI. Un año después del inicio del ciclo de normalización de 2004, el *spread* promedio de crédito había caído alrededor de 150 puntos base.

---

<sup>3</sup> En adelante, a partir de la Figura 3, los paneles están centrados alrededor del mes en el que comenzó el ciclo de alzas, identificado como el mes 0. Estos corresponden a febrero de 1994, junio de 2004 y diciembre de 2015.

<sup>4</sup> En este caso, luego de un drástico aumento en 1994, el rendimiento del bono de gobierno de EE.UU. a 10 años cayó significativamente durante 1995 a niveles como los observados antes del ciclo de alzas.

- Una segunda característica reveladora es la dispar evolución del dólar en ambos episodios. Cabría esperar, en principio, que un ciclo de alzas en Estados Unidos fortaleciera el dólar estadounidense frente a otras monedas. Es lo que sucedió en el ciclo de 1994, en el que el dólar se apreció en alrededor de 7% en dos años y en casi 30% en cuatro. En contraste, el dólar se debilitó alrededor de un 5% en los primeros 12 meses del ciclo 2004-2006, en el preciso momento en que la Reserva Federal había aumentado las tasas de corto plazo en 200 puntos base.
- Dado que los períodos de dólar robusto han tendido a coincidir con períodos de debilidad de las materias primas, no sorprende que estas hayan presentado una tendencia plana o descendente en la segunda mitad de los noventa. De hecho, las altas tasas de interés mundiales, los elevados márgenes de crédito y los bajos precios de las materias primas contribuyeron al debilitamiento de las economías emergentes. Lo contrario sucedió en el ciclo de 2004. Incluso en un contexto de aumentos rápidos de las tasas cortas en Estados Unidos, el dólar estadounidense se debilitó y los precios de las materias primas aumentaron significativamente.
- Como acabo de mencionar, el hecho de que el dólar se depreciara durante el ciclo 2004-2006 es muy informativo sobre otros fenómenos que ocurrían en el mundo al mismo tiempo. Los precios de las materias primas y el apetito por riesgo eran favorables para las economías emergentes, lo que dio lugar a ganancias importantes de crecimiento y apreciaciones del tipo de cambio real. En los tres años desde el inicio de los ciclos de alzas, las monedas latinoamericanas se fortalecieron en promedio un 13%.<sup>5</sup> Mientras la Reserva Federal subía las tasas de corto plazo, los países en desarrollo hacían lo mismo, como muestra la Figura 9.
- El buen desempeño de las economías emergentes a partir del ciclo contractivo de política monetaria en Estados Unidos en 2004 se observa claramente en la Figura 10. En ella se grafica el diferencial de crecimiento entre diferentes grupos de países emergentes y las principales economías del mundo agrupadas en el G7. Puede observarse que desde mediados de los 2000s los países de América Latina, así como otros emergentes, tuvieron tasas de crecimiento muy superiores a las de principales economías desarrolladas de manera bastante sistemática, algo no observado desde mediados de los 1980s. Esto podría responder a varios factores:
  - Muchos mercados emergentes estaban mejor preparados para enfrentar restricciones en las condiciones financieras mundiales. La movida hacia tipos de cambio más flexibles, mejores políticas fiscales, y supervisión financiera reforzada contribuyeron a aumentar su resiliencia.
  - La política contractiva de Estados Unidos no empeoró las condiciones financieras para las economías emergentes. Por el contrario, los márgenes de crédito se hicieron más favorables.

---

<sup>5</sup> Tipos de cambio real del BIS para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

- ¿Por qué? La respuesta natural es: China. La creciente importancia de China en la economía mundial y en el comercio mundial tras su adhesión a la OMC generó un efecto expansivo en los mercados de materias primas y en la demanda mundial que más que compensó el efecto negativo de los aumentos de las tasas de interés mundiales, proporcionando un apoyo importante a la balanza de pagos, las cuentas fiscales y las perspectivas de inversión de las economías emergentes.
- Hoy estamos viviendo las primeras etapas de un nuevo e histórico ciclo restrictivo en Estados Unidos. Es razonable que nos preguntemos qué tan comparable es la situación actual con las experiencias anteriores. Aquí me gustaría destacar algunos puntos.

Es razonable esperar que la Fed haga movimientos más graduales que en ocasiones anteriores

- ¿Por qué? Para empezar, la Fed prefiere errar por el lado de moverse despacio, y eso es lo que esperan los mercados. En parte, como muestra la Figura 3, la inflación medida con el índice de consumo personal *PCE core* todavía es bajo comparado con su nivel de ciclos previos de alzas.
- Además, en reiteradas comunicaciones la Reserva Federal ha mencionado que las tasas neutrales son muy bajas esta vez, de modo que la Fed considera que la política monetaria no es tan expansiva como sugiere su tasa de referencia. (Ver Figura 11.)
- Además, la Reserva Federal es muy consciente del riesgo de inestabilidad financiera asociado a cambios abruptos en las tasas. El premio por plazo implícito en el rendimiento de largo plazo es muy menor, y el episodio *taper tantrum* de 2013 muestra que puede cambiar rápidamente si los mercados interpretan mal el comunicado de la Fed. El hecho de que en ciclos anteriores esto no ocurriera es una buena noticia, pero una serie de buenas cifras de producto en EE.UU., unas pocas inflaciones más altas de lo esperado, o un cambio en la estrategia para manejar el balance de la Fed podría generar un aumento significativo en las tasas de largo plazo. (Ver Figura 12.)

La actual trayectoria Dólar/Materias primas/Márgenes de crédito entregan evidencia mixta

- Otras dimensiones sugieren que estamos en algún punto intermedio entre los episodios de 1994 y 2004. (Ver Figuras 13 a 18.)
- El dólar se ha fortalecido en términos multilaterales por algunos trimestres, al igual que en 1994. Las materias primas han mostrado una tendencia levemente ascendente. Definitivamente más suave que la de 2004, pero a la vez algo más

positiva que en 1994. Por último, los márgenes del EMBI han caído en tándem con su caída de 2004. De hecho, en los últimos meses han vuelto a entrar grandes flujos de capital a la región. En otras palabras, aunque las materias primas no sostengan a las economías emergentes con la solidez de la década pasada, los mercados están mostrando un gran apetito por la deuda de los países emergentes.

- Esto sugiere dos cosas. Por un lado, hay espacio para una recuperación en las economías emergentes, y los mercados lo están incorporando en los precios. Pero por otro lado, esta recuperación no será apoyada por un ciclo de materias primas como el que experimentamos en los 2000, por lo que la región está más expuesta a los *shocks* financieros provenientes de una normalización desordenada de la política monetaria en Estados Unidos. Las economías emergentes están mejor preparadas que en los años noventa para absorber estos *shocks*, pero no esperamos que un subsidio proveniente de una gran ganancia en términos de intercambio pueda producirse nuevamente, como en parte fue el caso en 2004.

#### Un último punto sobre China

- China se ha convertido en una fuente de estabilidad de la economía mundial en las últimas décadas (¿no es este el papel que jugó luego de la crisis financiera global de 2009-2010?), pero hoy está más interconectada con el resto del mundo, y también está sujeta a presiones sobre la cuenta de capital y su balanza de pagos. Los mismos riesgos que las economías emergentes enfrentan con las alzas de tasas en Estados Unidos también son relevantes para China. Esta vez, un proceso complicado de normalización monetaria en los Estados Unidos podrían amplificarse en lugar de atenuarse, según cómo China sea capaz de ajustarse a ella. Y esta vez, el espacio se ve menor.
- Muchas gracias



# ¿Qué se puede esperar de la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal?

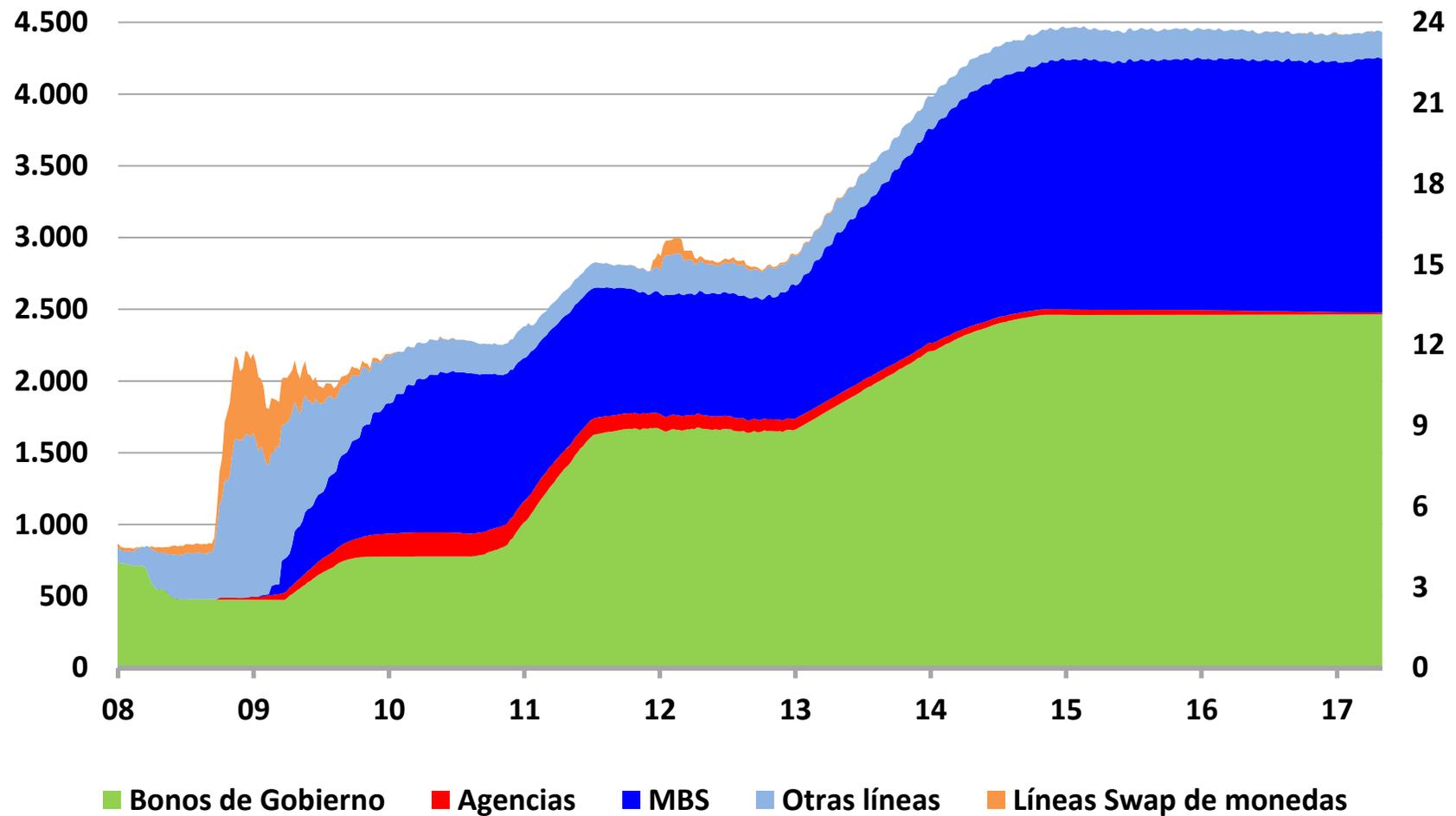
Sebastián Claro E.  
Vicepresidente



# Figura 1

## Evolución del Balance de la Reserva Federal

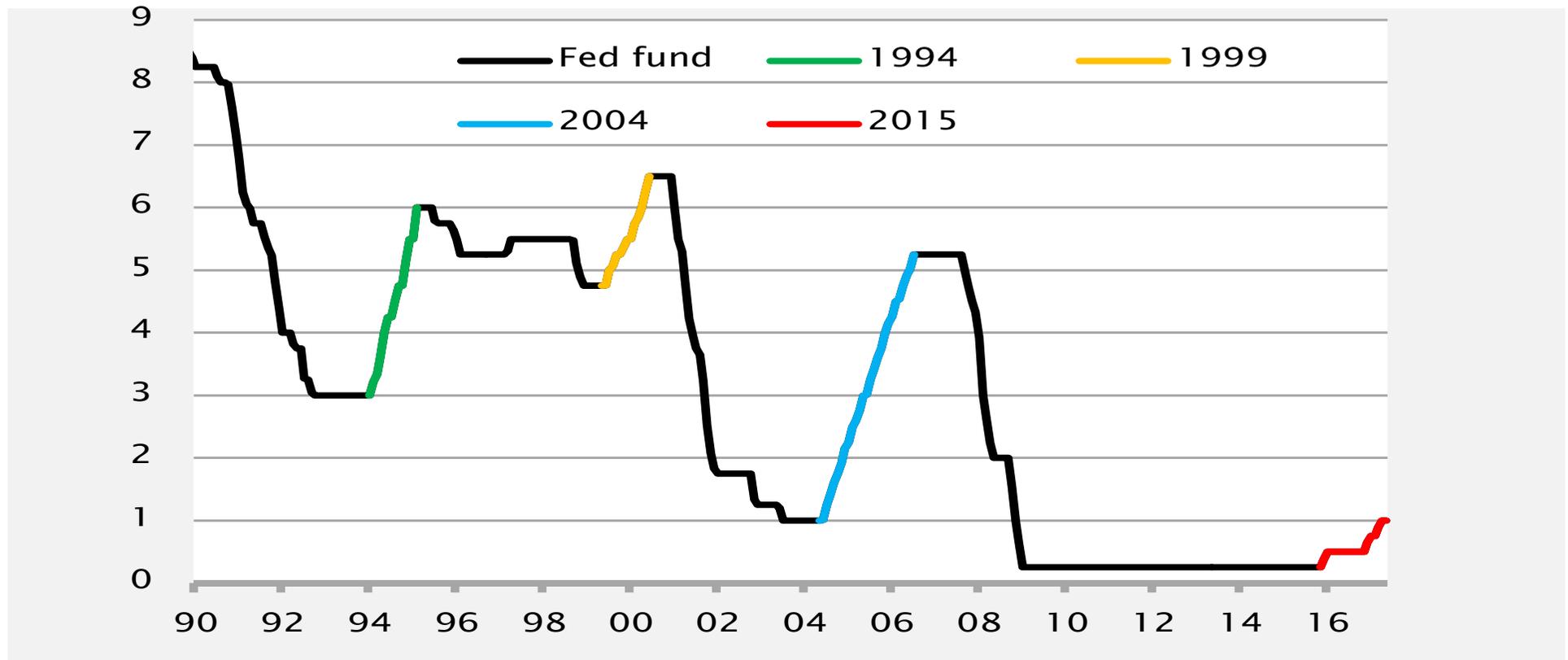
(Billones de dólares, promedio semanal, porcentaje del PIB)



Fuente: Bloomberg.

## Figura 2A

### Tasa de Fondos Federales en Estados Unidos: 1990-2017 (puntos porcentuales)

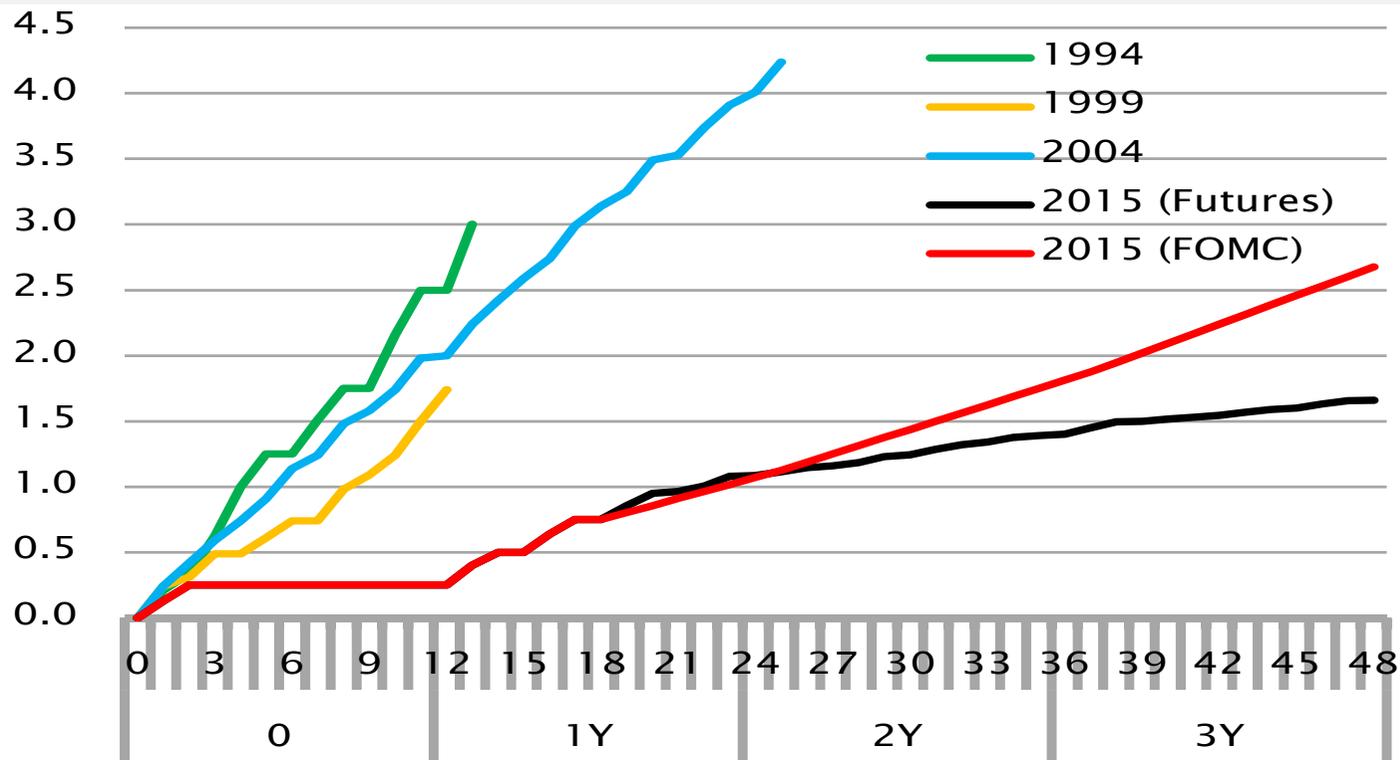


Fuente: Bloomberg.



## Figura 2B

### Velocidad de normalización en ciclos de alza (puntos porcentuales)

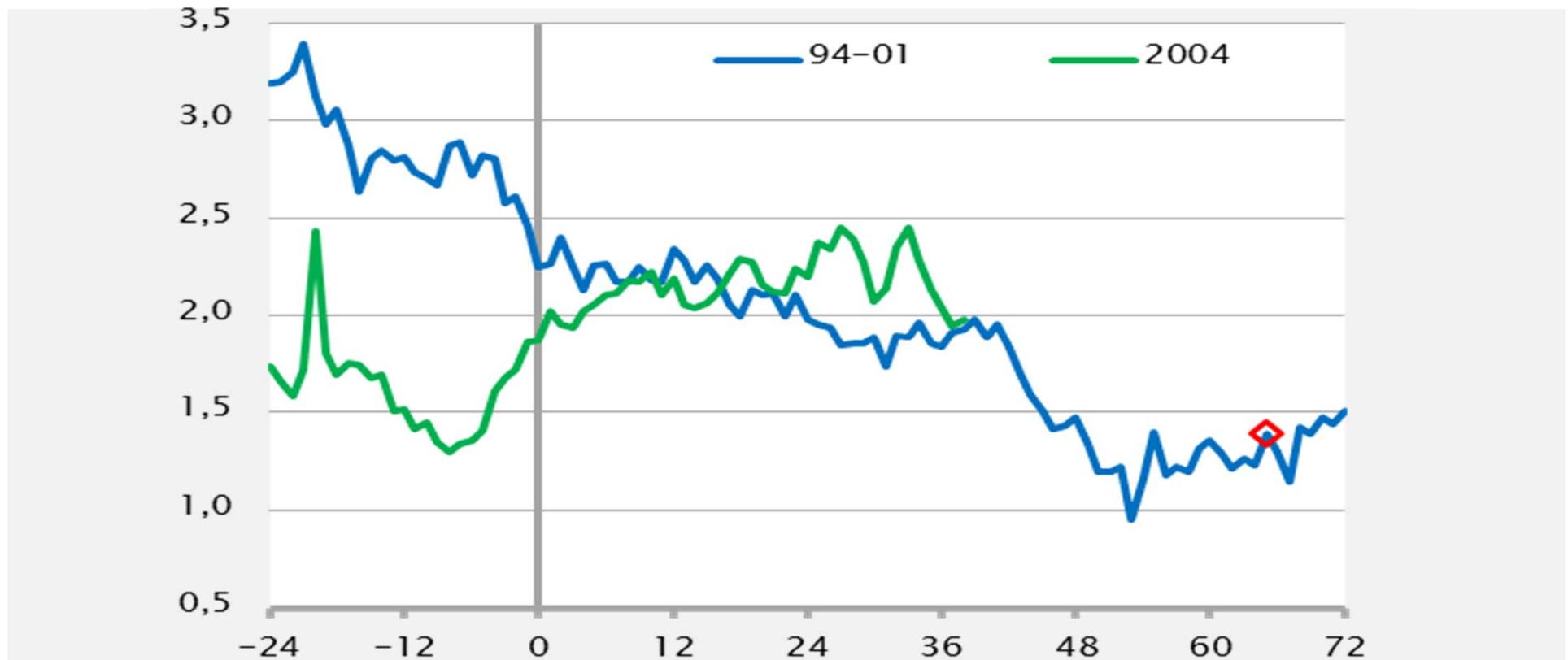


Fuente: Bloomberg.



## Figura 3

### Inflación del PCE Core en Estados Unidos (puntos porcentuales)



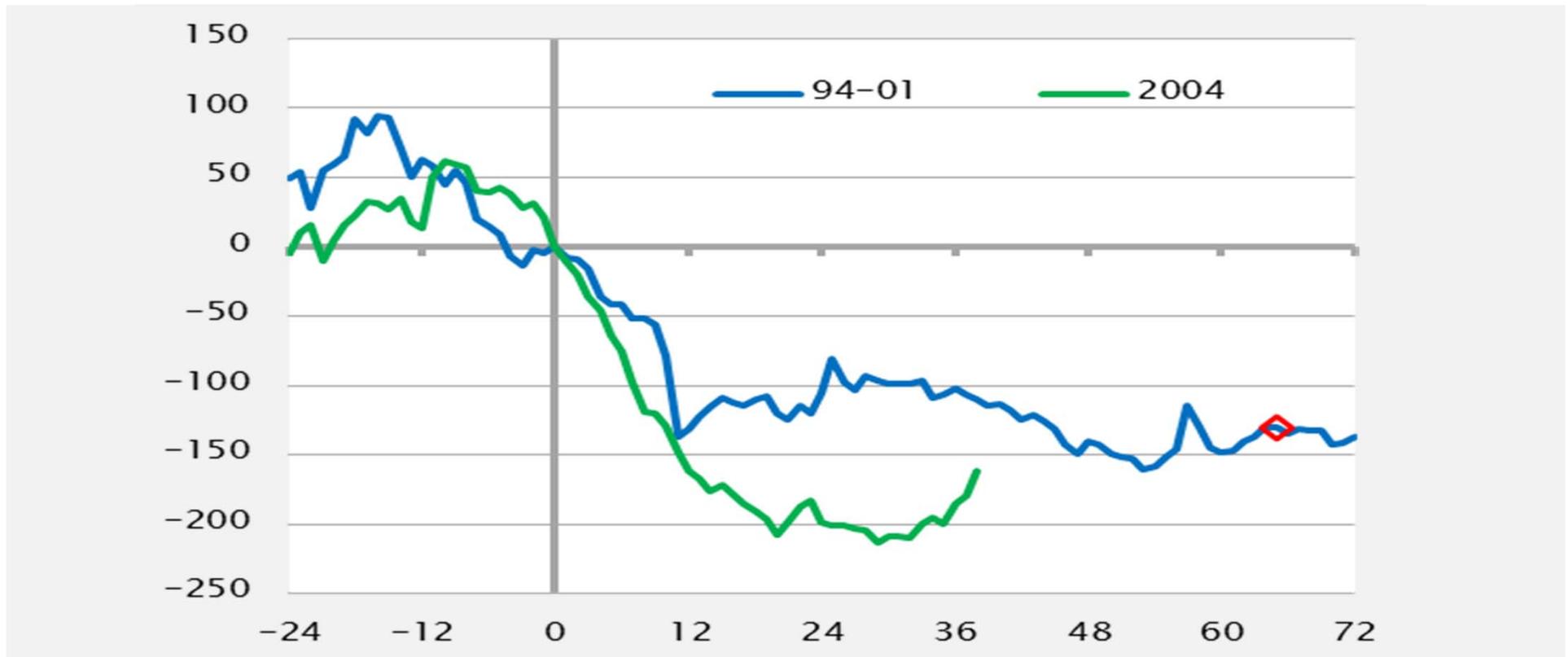
(\*) Marca roja indica el inicio del ciclo de 1999.

Fuente: Bloomberg.



# Figura 4

## Spread 10-2 Bonos de Gobierno de Estados Unidos (puntos base)

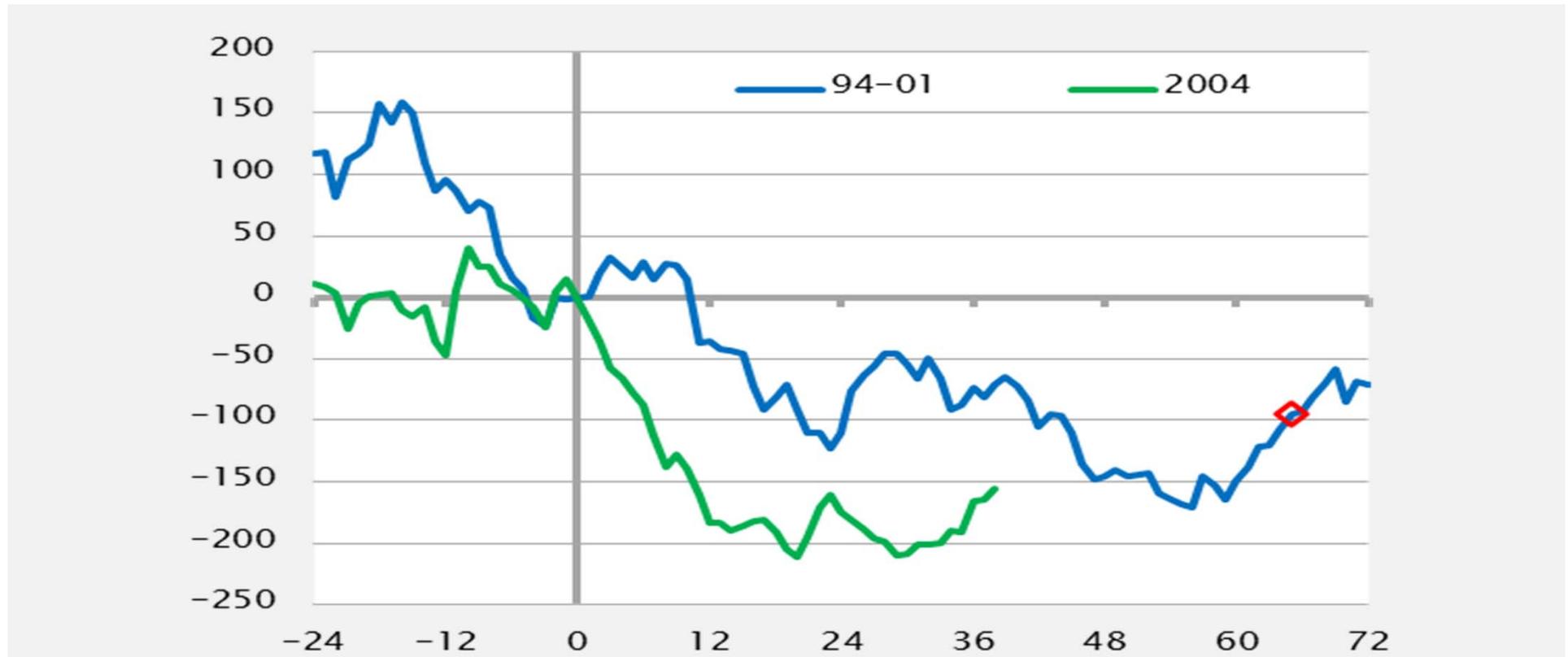


Fuente: Bloomberg.



# Figura 5

## Premio por plazo, Bonos de Gobierno de Estados Unidos a 10 años (puntos base)

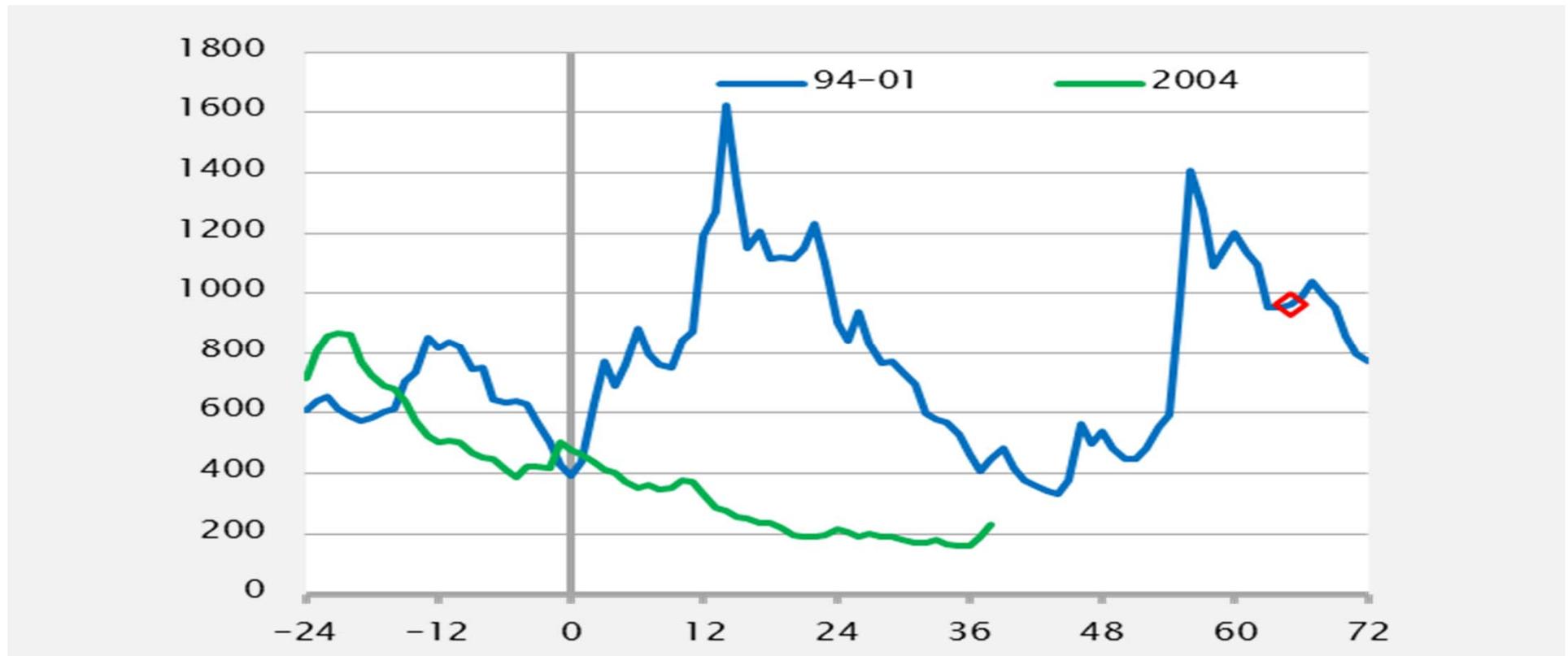


Fuente: Bloomberg.



# Figura 6

## Spread de Crédito, EMBI Global (puntos base)



Fuente: Bloomberg.



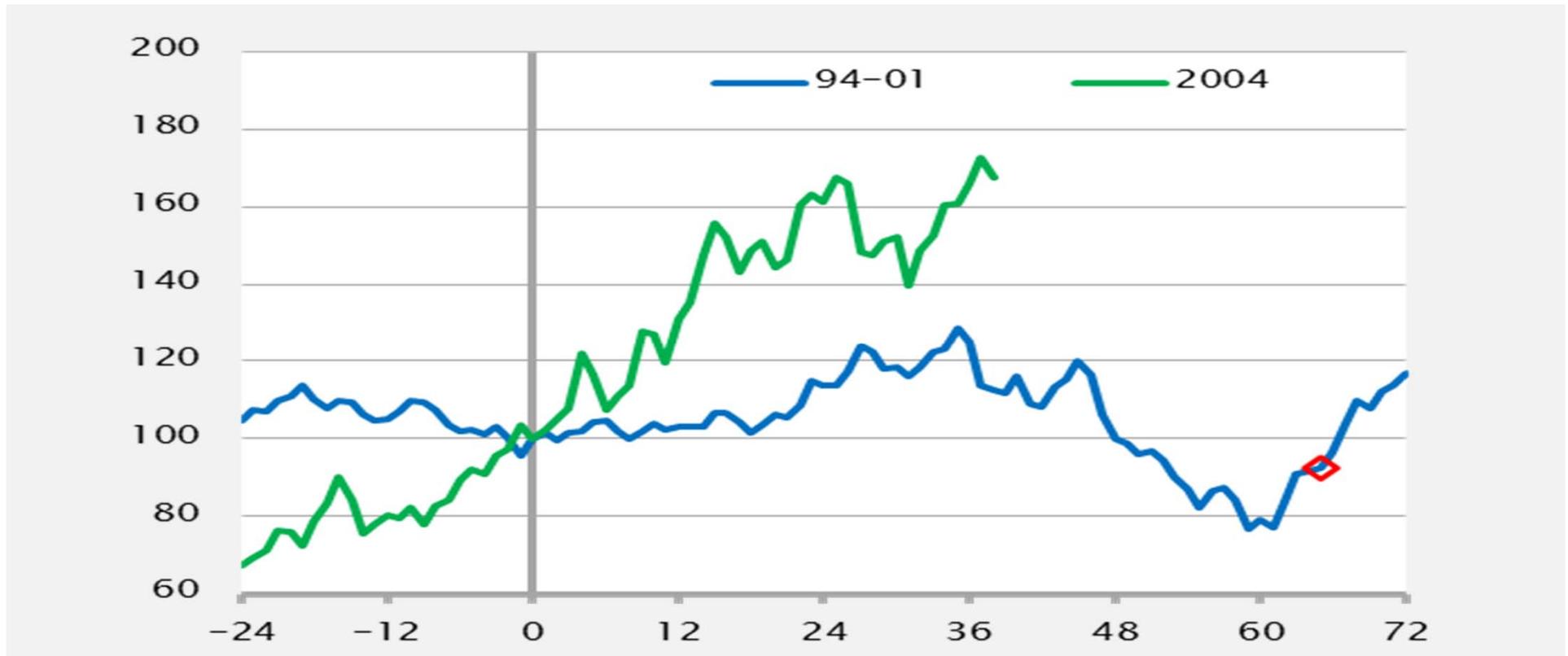
**Figura 7**  
**US Dollar Broad**  
(índice t0=100; aumento significa apreciación)



Fuente: Bloomberg.



**Figura 8**  
**Precios de Materias Primas GSCI**  
(índice t0=100)



(\*). Para la crisis bancaria, asiática y *subprime* considera el índice base 100 en enero de 1981, diciembre 1997 y septiembre 2008, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

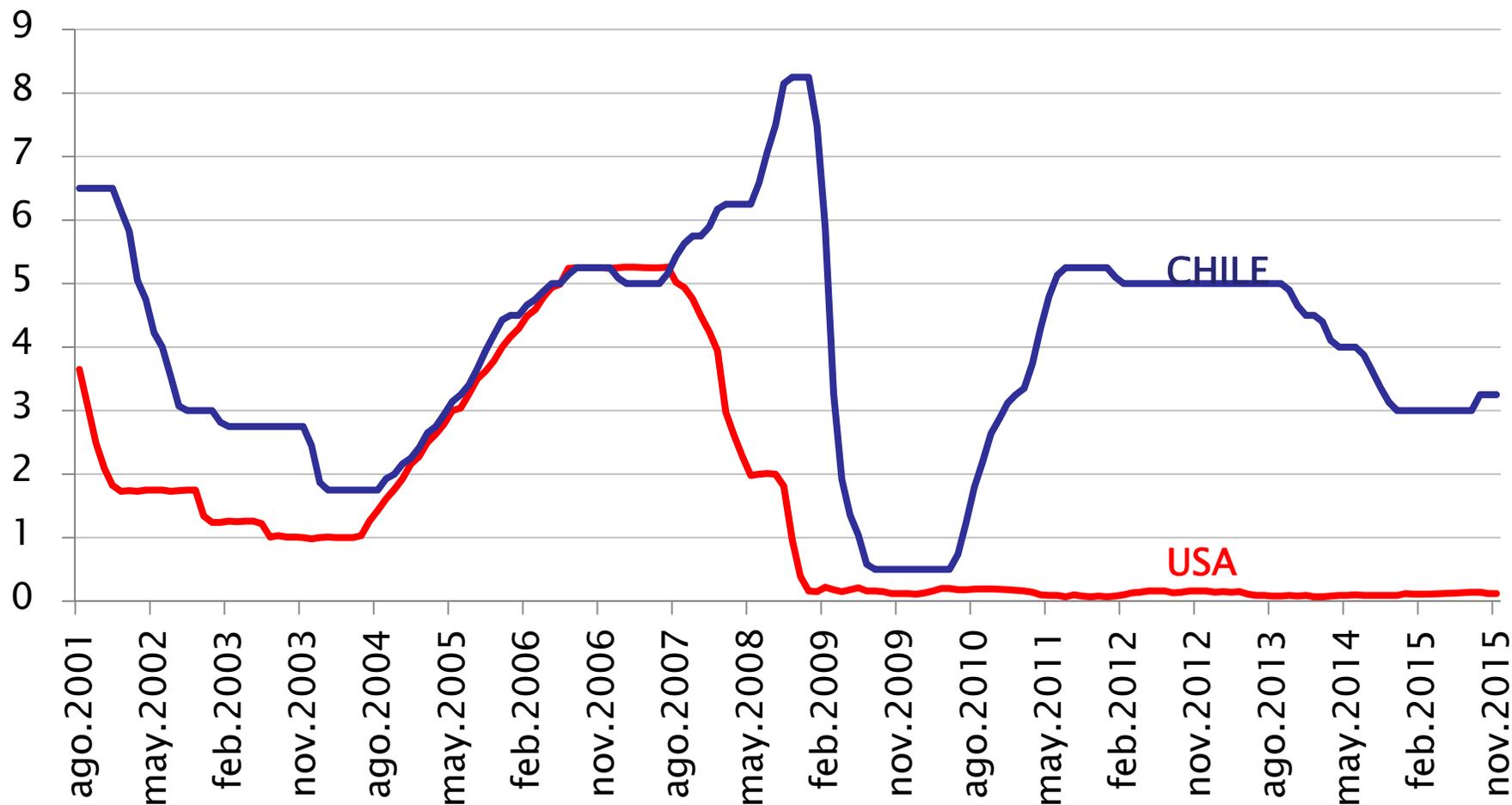




# Figura 9

## Tasas de política monetaria en Chile y EE.UU: 2001-2015

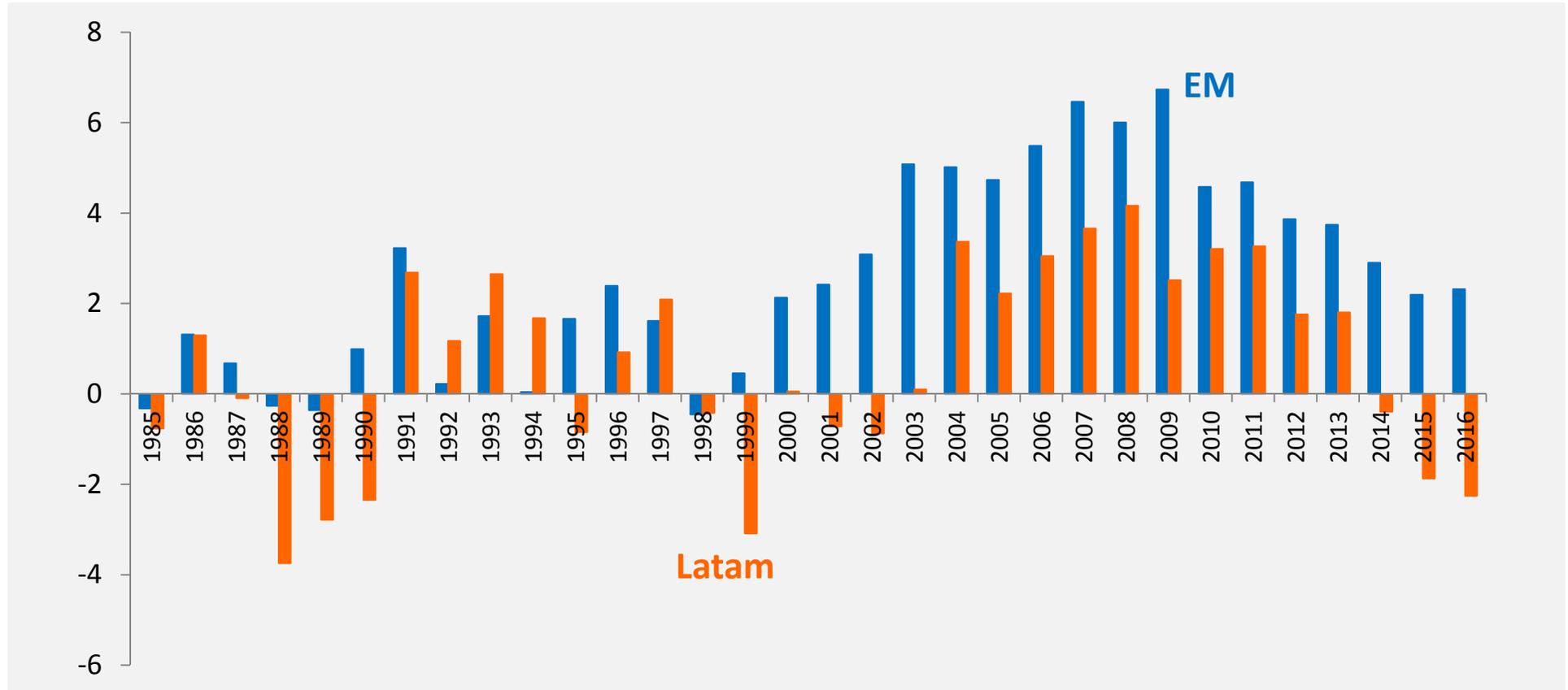
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile y Reserva Federal.

## Figura 10

### Diferencia de crecimiento entre Países Emergentes y G7: 1986-2016e (puntos porcentuales)



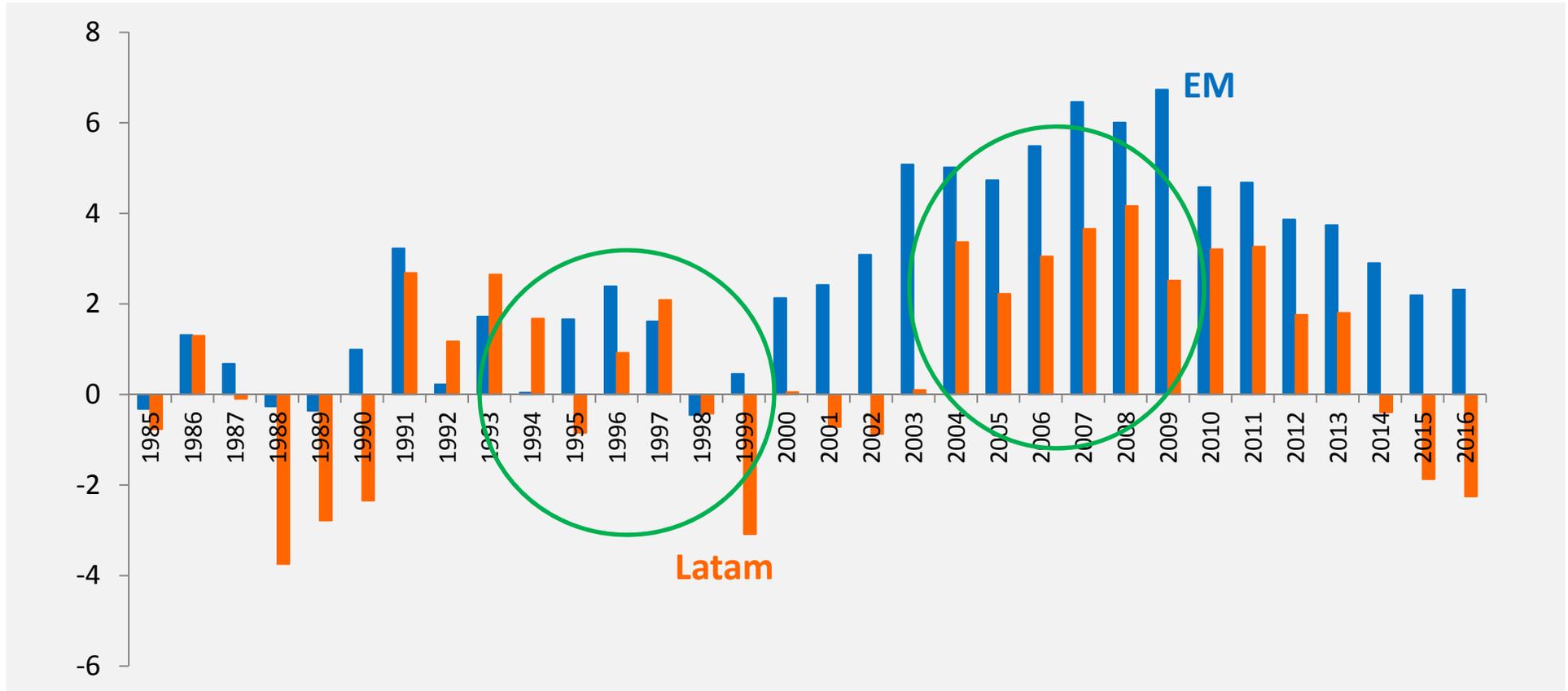
Nota: Cada barra corresponde a la diferencia en la tasa de crecimiento de diferentes grupos de países emergentes y el promedio de G7 cada año desde 1986. EM corresponde a un grupo amplio de países emergentes, mientras que Latam se refiere a países de América Latina.

Fuente: WEO, Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.



## Figura 10

### Diferencia de crecimiento entre Países Emergentes y G7: 1986-2016e (puntos porcentuales)



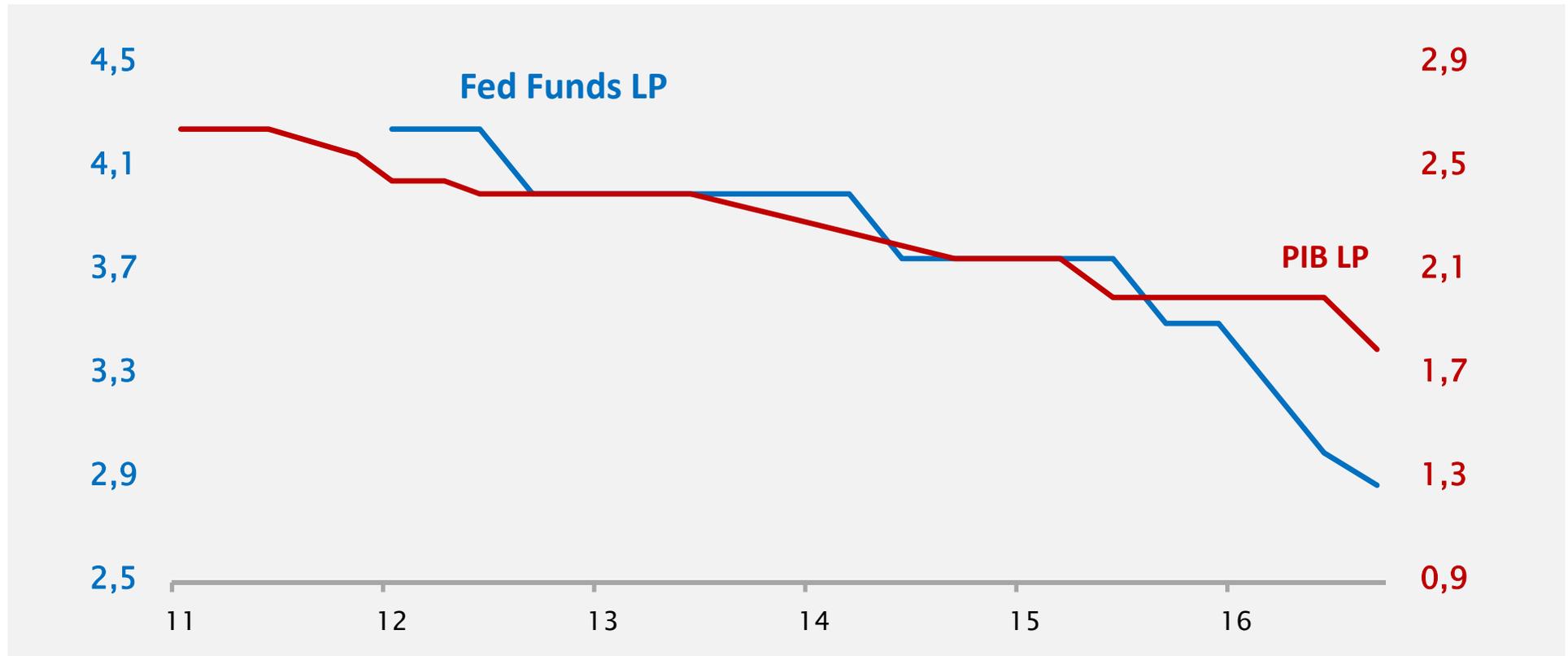
Nota: Cada barra corresponde a la diferencia en la tasa de crecimiento de diferentes grupos de países emergentes y el promedio de G7 cada año desde 1986. EM corresponde a un grupo amplio de países emergentes, mientras que Latam se refiere a países de América Latina.

Fuente: WEO, Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.



# Figura 11

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



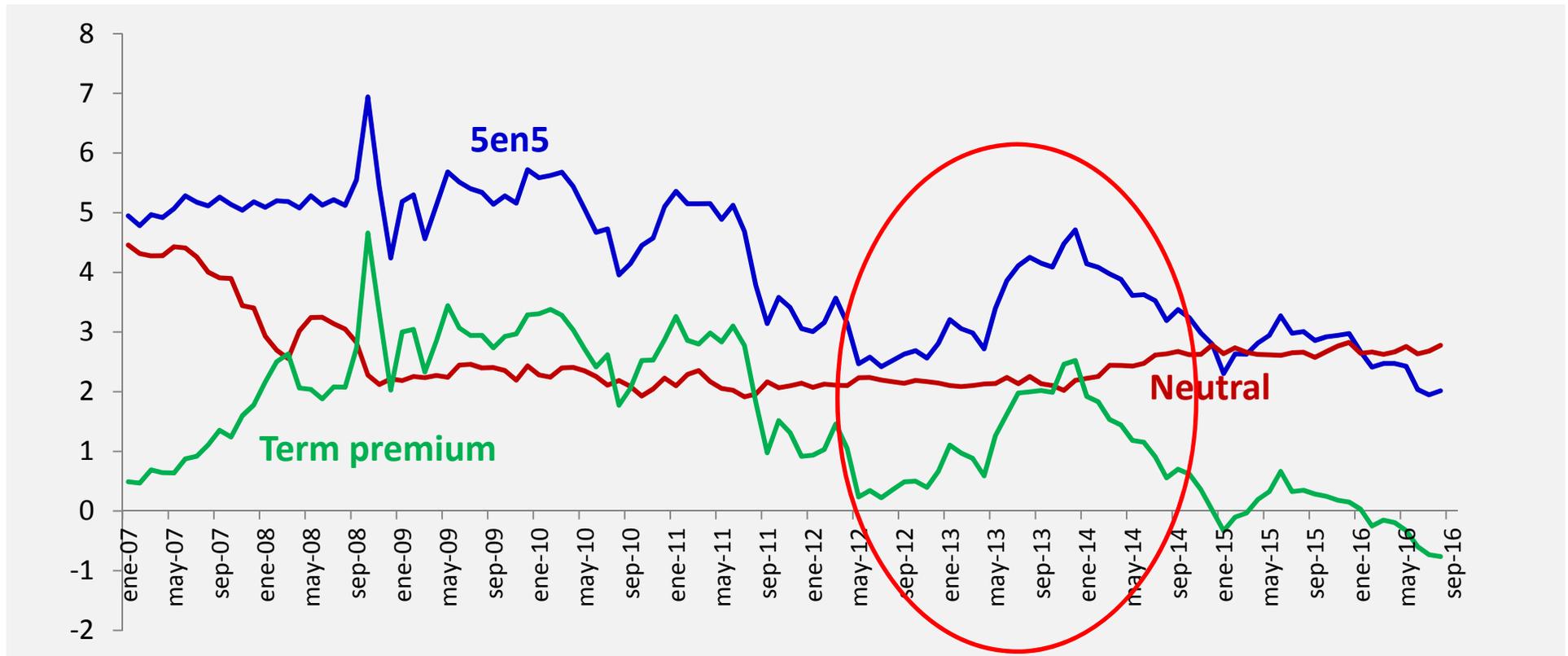
(\*) Para la crisis bancaria, asiática y *subprime* considera el índice base 100 en enero de 1981, diciembre 1997 y septiembre 2008, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.



## Figura 12

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

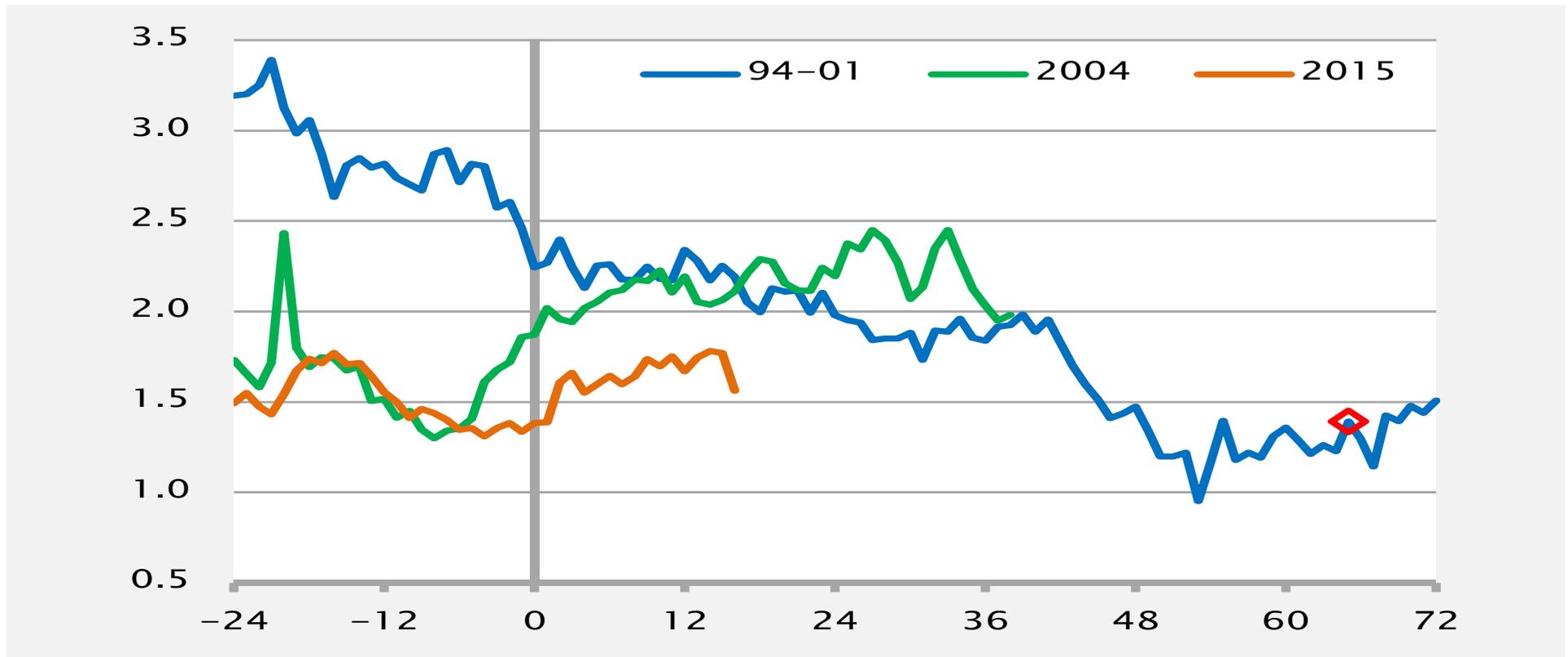


Fuente: Banco Central de Chile en base Adrian et al (2013).



# Figura 13

## Inflación del PCE Core en Estados Unidos (puntos porcentuales)



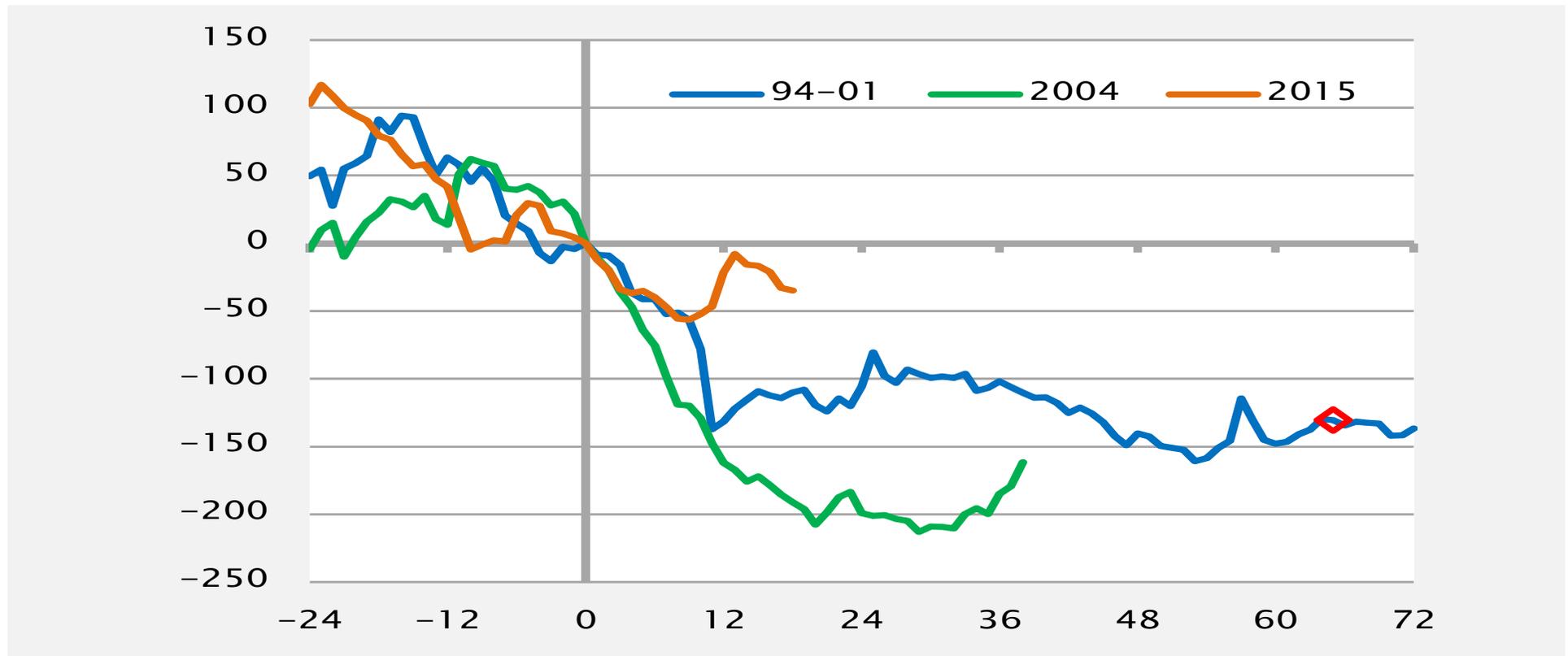
(\*) Marca roja indica el inicio del ciclo de 1999.

Fuente: Bloomberg.



# Figura 14

## Spread 10-2 Bonos de Gobierno de Estados Unidos (puntos base)

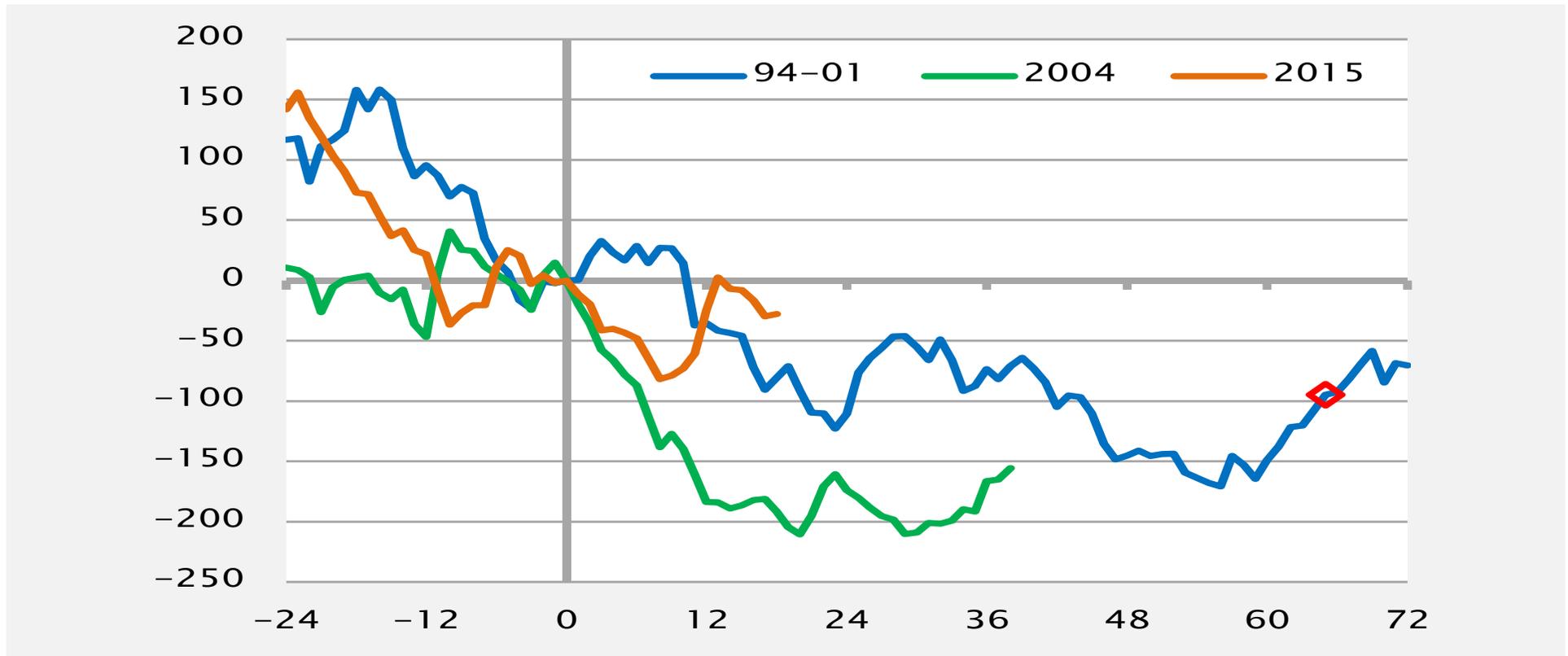


Fuente: Bloomberg.



# Figura 15

## Premio por plazo, Bonos de Gobierno de Estados Unidos a 10 años (puntos base)



Fuente: Bloomberg.



# Figura 16

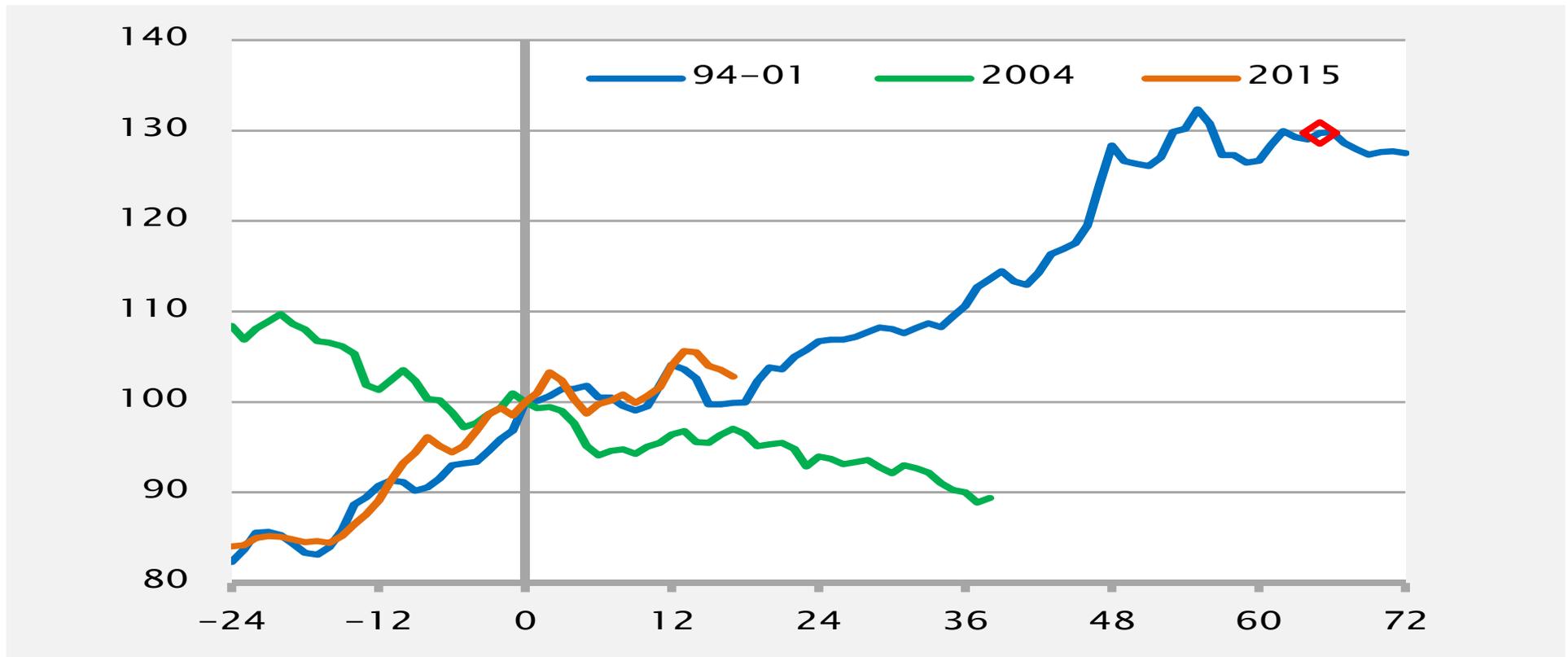
## Spread de Crédito, EMBI Global (puntos base)



Fuente: Bloomberg.



**Figura 17**  
**US Dollar Broad**  
(índice t0=100; aumento significa apreciación)

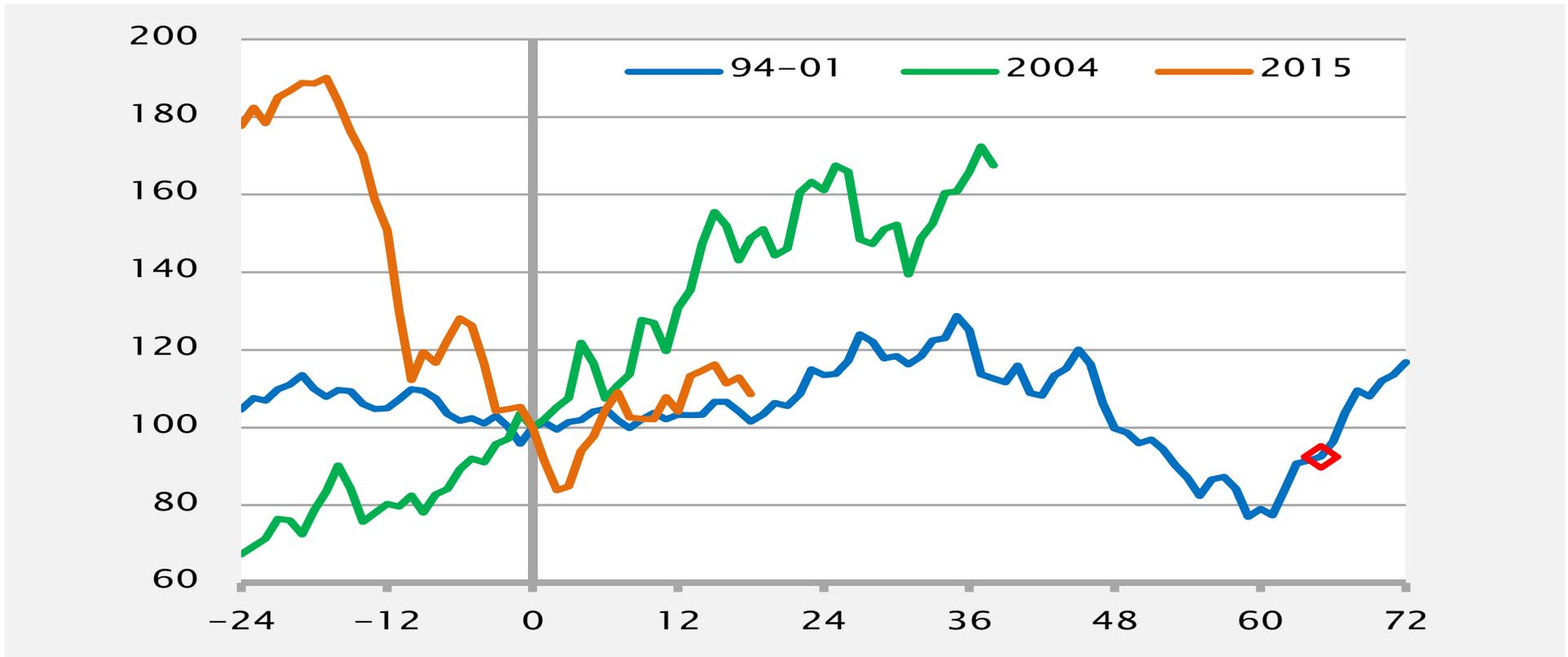


Fuente: Bloomberg.



# Figura 18

## Precios de Materias Primas GSCI (índice t0=100)



(\*) Para la crisis bancaria, asiática y *subprime* considera el índice base 100 en enero de 1981, diciembre 1997 y septiembre 2008, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

