IMPACTO DEL *TAPERING TALK*: ¿HUBO DIFERENCIACIÓN ENTRE PAÍSES?*

Alfredo Pistelli M.[**]
Camila Sáez M.[***]

I. INTRODUCCIÓN

Desde mayo del 2013 se especula en los mercados financieros internacionales sobre un posible recorte del estímulo monetario cuantitativo por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed). Además del buen desempeño de la economía norteamericana, el evento que generó estas expectativas fueron las declaraciones del Presidente de la Fed durante mayo, tanto en la conferencia de prensa posterior a la reunión del FOMC (*Federal Open Market Committee*[1]) como en su presentación al Congreso, lo que se conoce como el *tapering talk*.

La reacción de los mercados internacionales fue abrupta y significativa ante la expectativa de recorte del estímulo, provocando fuertes caídas en los precios de activos financieros globales, especialmente en economías emergentes. Las caídas fueron generalizadas en estos países, destacando ajustes de precios bursátiles, depreciación de monedas, alza de tasas largas locales y aumento de primas por riesgo soberano. Esta tendencia se moderó luego de la reunión del FOMC de septiembre, por expectativas de que el recorte del estímulo se retrasara. Finalmente, en su reunión de política monetaria de diciembre pasado, la Fed anunció un recorte del estímulo cuantitativo, compensado en parte por señales de que mantendría su tasa de política en torno a cero por un tiempo más prolongado[2], conteniendo así una eventual sobrerreacción en el mercado como había sucedido en meses previos.

Aunque las caídas de precios fueron generalizadas en este período, la magnitud de los ajustes difiere bastante entre países. En este contexto nos parece interesante explorar si los inversionistas diferenciaron entre países y sobre la base de qué características, a partir de la lectura de las diferencias observadas en la variación de los precios. En este sentido, es razonable

* *Se agradecen comentarios y sugerencias de Luis Óscar Herrera, Sergio Lehmann, asistentes a seminarios internos del Banco Central de Chile y del Comité Editorial de la Revista Economía Chilena.*
** *Gerencia de Análisis Internacional, Banco Central de Chile. E-mail: apistell@bcentral.cl*
*** *Gerencia de Análisis Internacional, Banco Central de Chile. E-mail: csaez@bcentral.cl*

1 *Comité integrado por doce miembros del sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, responsable de las decisiones de política monetaria, especialmente las referidas a operaciones de mercado abierto, influyendo de esta manera sobre la tasa de interés referencial o tasa de préstamo de fondos federales (fed funds rate).*

2 *En el comunicado de la reunión de diciembre, el FOMC señaló que estimaba que sería necesario mantener la tasa de política monetaria en niveles actuales aunque la tasa de desempleo cayera por debajo de 6,5%, mencionada previamente como factor detonante de aumentos en la tasa de política.*

que ante un escenario de menor liquidez global y mayor aversión al riesgo, los inversionistas globales fuesen más cuidadosos y selectivos al tomar sus decisiones de inversión, discriminando entre países.

El objetivo de este trabajo es caracterizar la respuesta diferenciada entre países de los distintos precios financieros, ante la expectativa de retiro del estímulo monetario de Estados Unidos. Para esto se consideran variaciones acumuladas entre mayo y octubre del 2013 en los tipos de cambio, premios soberanos, índices bursátiles y tasas de interés de largo plazo[3]. En términos específicos, nos interesa indagar si los fundamentos macroeconómicos e institucionales sólidos fueron factores relevantes para explicar diferencias entre países en la magnitud de los ajustes de precios financieros, una vez que se controla por las condiciones cíclicas o particulares que enfrentaron los países en el período[4]. Otro aspecto que nos interesa evaluar es si la diferenciación entre países, en este período, difiere de la observada en el período en que se anunciaron estos estímulos. Respecto de esto último, a priori esperamos que inversionistas sean más selectivos ante la expectativa de retiro de estos estímulos, que representa un escenario más desfavorable, en comparación con los períodos en que se anunció su implementación. Esta asimetría se resume bien en una frase célebre de Warren Buffett, destacado inversionista global: "Solo cuando baja la marea se descubre a quien nadaba desnudo".

En cuanto a resultados, encontramos que las diferencias en los fundamentos macroeconómicos e institucionales fueron significativas para explicar la heterogeneidad observada entre países, en la magnitud de los ajustes de precios financieros durante el período de análisis. En particular, los países con fundamentos macroeconómicos sólidos, como baja inflación y/o una alta clasificación de deuda soberana externa y/o estabilidad institucional, registraron menores caídas en precios financieros durante este período de inestabilidad, controlando por otros factores importantes. Otras características estructurales resultan relevantes: los países con mayor apertura financiera registran menores caídas en precios según nuestros resultados[5]. En tanto, al comparar respuestas recientes con las registradas inmediatamente después de los anuncios de relajamiento cuantitativo, encontramos una mayor diferenciación entre países en la actualidad, según las características consideradas en nuestro análisis.

De las características que resultan estadísticamente significativas, Chile destaca por sus sólidos fundamentos macroeconómicos e institucionales, como baja inflación, alto *rating* de deuda soberana y estabilidad institucional, además de una alta integración comercial y financiera con el resto del mundo. En tanto, características que Chile comparte con países

---

3 Como supuesto de trabajo se asume que la evolución de los precios de activos durante este período se debe fundamentalmente a los anuncios de la Fed. La fuerte reacción de los precios inmediatamente después de las declaraciones del Presidente de la Fed, junto con las continuas referencias en noticias, soportarían la validez de este supuesto. En este línea, Mishra et al. (2014) encuentran efectos estadísticamente significativos sobre precios financieros ante las declaraciones y anuncios de Bernanke.

4 Como medida de la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos e institucionales, consideramos variables proxy como la tasa de inflación, la clasificación de riesgo de la deuda soberana externa y/o un índice de fragilidad estatal. Este último resume varias dimensiones: seguridad, estabilidad política, social y económica.

5 Aunque a priori este resultado parece contraintuitivo, es posible que capture el hecho de que los países más integrados tienen sistemas financieros más desarrollados y profundos, lo que puede facilitar la acomodación de shocks. Otro mecanismo posible es que una mayor apertura financiera permite mayor inversión de agentes nacionales en el exterior y, eventualmente, pueden darse efectos compensadores de flujos por repatriación de capitales de inversionistas locales).

que registran mayores correcciones en precios son la alta participación de materias primas en las exportaciones totales y un déficit en cuenta corriente relativamente alto.

Existen otros trabajos contemporáneos similares al nuestro. Eichengreen y Gupta (2013) concluyen que en economías emergentes con mejores fundamentos macroeconómicos, medidos por déficit fiscal, deuda pública, nivel de reservas internacionales y crecimiento económico, el impacto de la expectativa de retiro sobre los precios financieros no fue significativamente distinto en este período. En cambio, Mishra *et al.* (2014) encuentran un impacto diferenciado que logra explicarse por buenos fundamentos macroeconómicos. Nuestros resultados son similares a los de este último trabajo. Nosotros aportamos variables multidimensionales que sí resultan significativas, como es una medida de fragilidad institucional, además de controlar por características estructurales adicionales y una *proxy* de la variación de los términos de intercambio que resulta altamente significativa. El comportamiento diferenciado de los términos de intercambio, en este período, nos parece una variable de control importante a considerar por su relevancia en la determinación de precios financieros, entre los que destaca el tipo de cambio. Otro elemento que distingue nuestro trabajo es que diferenciamos entre distintos activos (acciones, monedas, premios soberanos y tasas largas) y comparamos el grado de diferenciación de este episodio, con el período en que se anunciaron los estímulos monetarios.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente manera. La segunda sección compara la evolución reciente de las variables de interés, durante el período de análisis, e identifica características que podrían explicar diferencias en las respuestas de los precios entre países. La tercera sección presenta las conclusiones del trabajo.

II. DESEMPEÑO Y EXPLICACIÓN DE DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES

1. Comparación de desempeño entre países

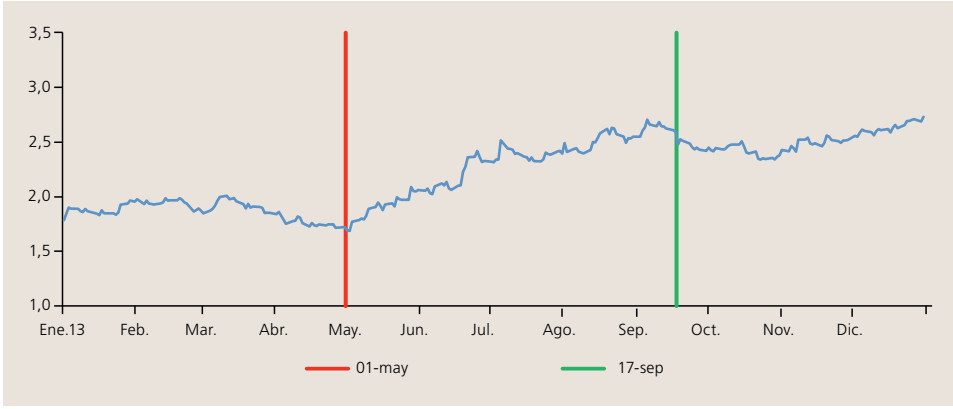
Luego de las declaraciones del Presidente de la Fed en mayo del 2013, los mercados financieros internacionales reaccionaron enérgicamente ante el inminente inicio del proceso de retiro del estímulo monetario cuantitativo. En el caso de Estados Unidos, destaca el aumento sostenido de las tasas de rendimiento de bonos de gobierno, ante la reducción esperada en las compras de la Fed. Así, el alza acumulada hasta fines de octubre del rendimiento del bono del tesoro a 10 años fue de aproximadamente 100 puntos base, con un nivel máximo previo a la reunión del FOMC de septiembre. Luego, la postergación del inicio del recorte de montos de compras de bonos esperado por el mercado para esa reunión resultó en una reversión acotada. El gráfico 1 muestra la evolución del rendimiento del bono del tesoro a 10 años, donde destaca el alza, desde principios de mayo del 2013 hasta la reunión del FOMC del 17 de septiembre.

Mostrando un comportamiento similar, los precios de los activos financieros tuvieron caídas importantes a nivel global. Aunque la caída fue generalizada, su magnitud difiere entre países. En particular, sobresalen los ajustes de precios de algunas economías emergentes de gran tamaño, entre las que se incluyen Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica (BIITS), con reversiones acotadas después de la reunión del FOMC de septiembre. Entre los países de la muestra, Chile destaca por registrar un alza acotada de la tasa de interés larga y una fuerte caída bursátil. El gráfico 2 muestra variaciones acumuladas desde el 1 de mayo 2013, previo a discurso de Bernanke, hasta la reunión del FOMC del 17 de septiembre y hasta el 25 de octubre del 2013, respectivamente.

Gráfico 1

Rendimiento del bono del tesoro de Estados Unidos a diez años

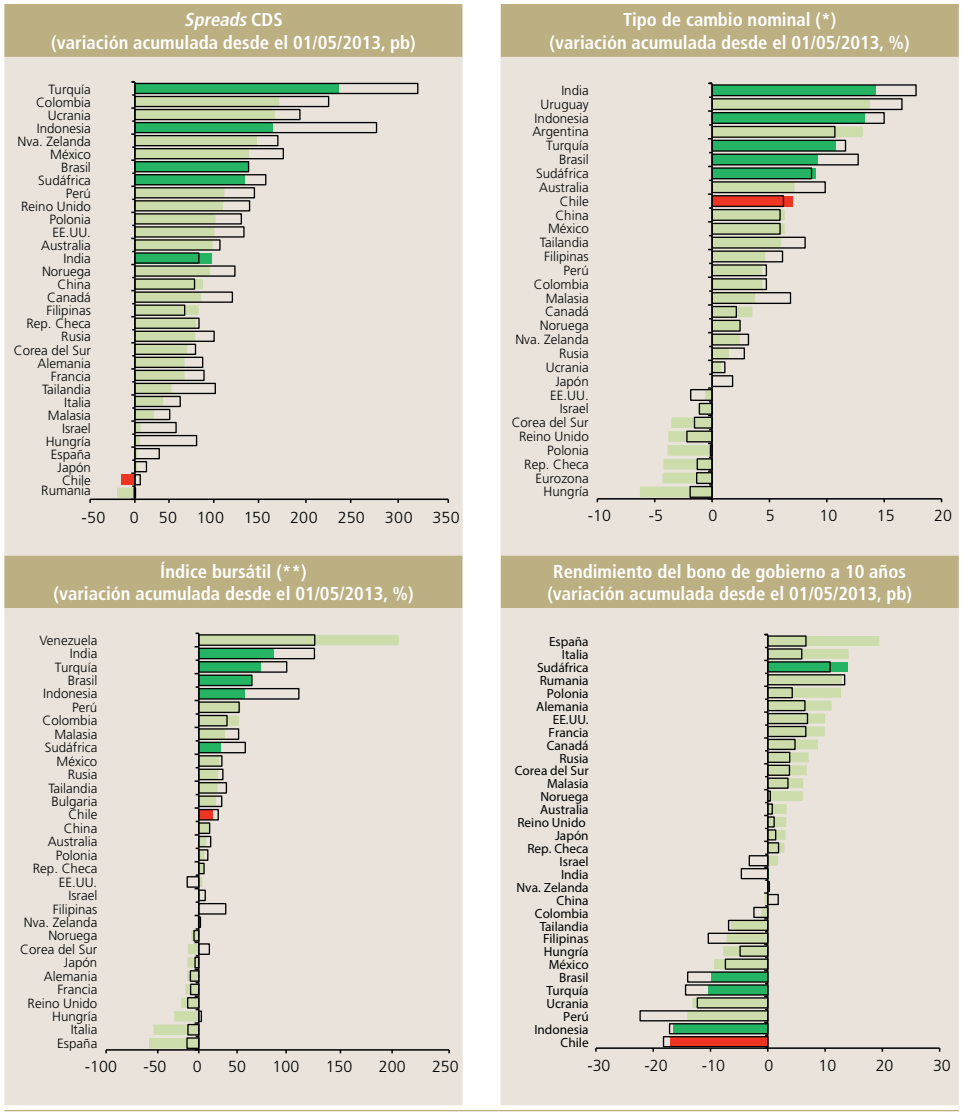
(porcentaje)



Fuente: *Bloomberg.*

Gráfico 2

Respuesta diferenciada de precios entre países[a]



Fuente: Elaboración propia a partir de *Bloomberg*.

a. Barra sólida: variación desde el 1/5/2013 hasta el 25/10/2013. Barra transparente: variación desde el 01/05/2013 hasta el 17/09/2013.

(*) Aumento indica depreciación de la moneda local respecto del dólar.

(**) Variación del índice MSCI en moneda local deflactado por IPC.

2. ¿Qué explica las diferencias entre países?

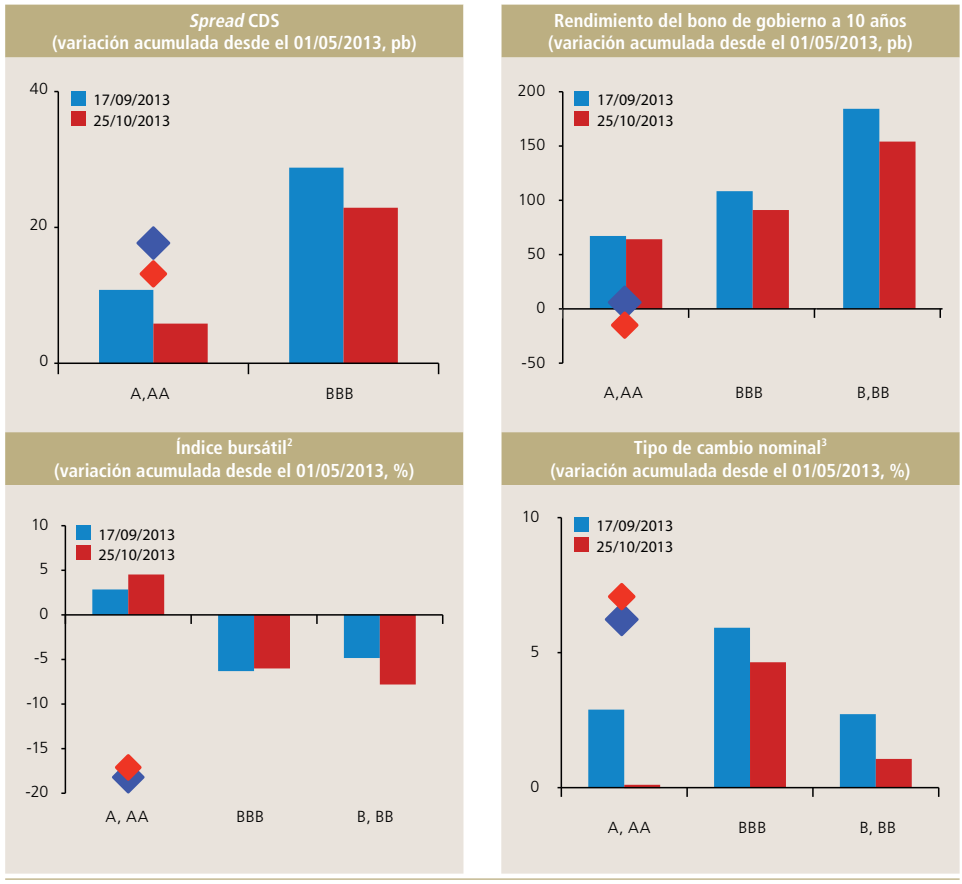
El gráfico 3 muestra que, en términos generales, las diferencias en desempeño entre países son coherentes con los distintos *ratings* o clasificación de la deuda soberana, especialmente en el caso de las variaciones de CDS *spreads* y tasas largas. Los gráficos corresponden a variaciones promedio de los países con la clasificación respectiva, considerando muestra base

de 35 países, donde el punto destacado corresponde a Chile. En esta dimensión, Chile muestra variaciones de premios soberanos y tasas largas coherentes con su clasificación de deuda soberana, aunque la depreciación de su tipo de cambio y la caída bursátil es relativamente mayor que el promedio de su grupo de referencia.

Hay otros factores relevantes que podrían explicar las diferencias de desempeño entre países, más allá de características estructurales, como son las condiciones cíclicas que enfrenta cada país. Entre estas se incluye, por ejemplo, la variación de los términos de intercambio. Respecto de esto último, es importante considerar que, en el período de análisis, existe un comportamiento diferenciado de los precios internacionales de distintas materias primas. Así, entre mayo y octubre del 2013, caen los precios internacionales de materias primas distintas de combustibles, y suben los de combustibles (gráfico 4). Para tomar en cuenta esta heterogeneidad, y dada la escasa disponibilidad de cifras de términos de intercambio para el período de análisis, se incluye como *proxy* la participación de exportaciones de materias primas no combustibles en las exportaciones totales. Para este período, nos parece un supuesto razonable que los países con una mayor (menor) participación de exportaciones no combustibles tuvieron una evolución de términos de intercambio menos (más) favorable.

Gráfico 3

Desempeño y clasificación de deuda soberana S&P[1]



Fuente: Elaboración propia a partir de *Bloomberg*.

1 Barra roja: variación desde el 1/5/2013 hasta el 25/10/2013. Barra azul: variación desde el 01/05/2013 hasta el 17/09/2013.

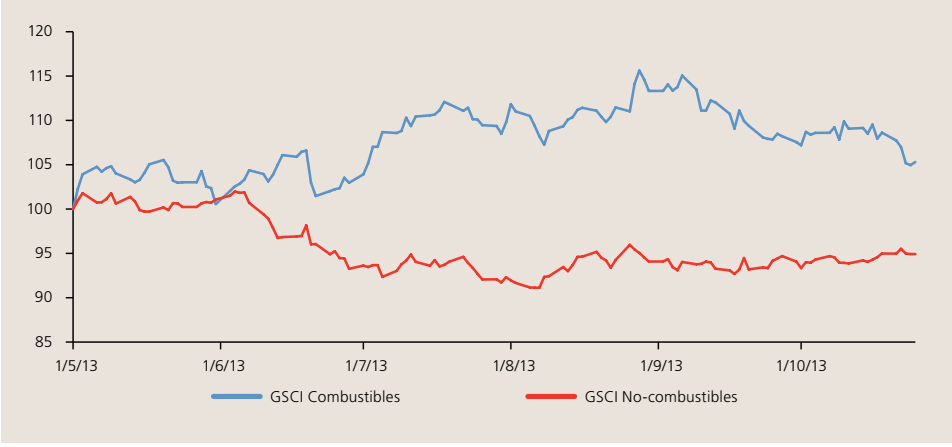
2 Aumento indica depreciación de la moneda local respecto del dólar.

3 Variación del índice MSCI en moneda local deflactado por IPC.

Gráfico 4

Índice de precios internacionales de materias primas

(índice, mayo 2013=100)



Fuente: *Bloomberg.*

Dada la diversidad de factores que pueden explicar la heterogeneidad entre países, resulta conveniente hacer un análisis multivariado. Para esto se estiman regresiones de corte transversal que controlan por diferencias en condiciones estructurales y cíclicas entre país. En específico, se estima un modelo de regresión lineal, de corte transversal, que tiene la siguiente forma:

$$Y_i = \alpha_k X_{k,i} + \varepsilon_i \qquad (1)$$

Donde Y_i es la variable dependiente y corresponde a la variación acumulada entre el 1 de mayo y el 25 de octubre del 2013 de nuestras medidas de desempeño, para cada país *i*. Es así que se considera como variable dependiente en distintas regresiones las variaciones del tipo de cambio nominal, índice bursátil local, tasas de interés internas a 10 años y premios CDS. Cabe mencionar, que el retorno bursátil corresponde a la variación del índice MSCI medido en moneda local, deflactado por la variación del IPC del país respectivo.

En tanto, $X_{k,i}$ corresponde al vector de variables explicativas para cada país *i*. Entre estas últimas se incluyen variables que capturan tanto diferencias de carácter más estructural —como son: fundamentos macroeconómicos, solidez institucional y políticas económicas— como variables que miden aspectos más cíclicos que afectan a cada país, en el período de análisis. Las categorías y variables incluidas en cada categoría son las siguientes:

Fundamentos macroeconómicos y solidez institucional:

- Clasificación de deuda soberana en moneda extranjera: índice que varía entre 0 y 21. Las medidas fueron transformadas linealmente a una medida continua, donde el valor 21 corresponde a la mejor clasificación (AAA) y 0 a la peor (D).
- *State fragility index* (SFI): índice que varía entre 0 y 25. Medida de fragilidad institucional que considera varias dimensiones: seguridad, estabilidad política, social y económica. Valor para 2012.

- Profundidad del sistema financiero local: crédito bancario interno al sector privado, 2011 o 2012 según disponibilidad (*World Development Indicators*).
- Inflación anual promedio: proyección 2013 (Panorama Económico Mundial, FMI).

Políticas: régimen cambiario y apertura comercial y financiera:
- Régimen cambiario: se considera una *dummy* que toma valor 1 en el caso de países con régimen de tipo de cambio flexible y 0 en caso contrario. Corresponde a 2010 basada en clasificación del FMI (*De Facto*).
- Apertura financiera: índice de Chinn-Ito, 2011 (medida *De Jure*).
- Apertura comercial: suma de exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB, 2011 o 2012 según disponibilidad.

Condiciones cíclicas:
- Participación de exportaciones de materias primas, excluyendo combustibles, en exportaciones totales (porcentaje, valor 2012, UNCTAD *statistics*). Esta variable se utiliza como *proxy* del comportamiento de los términos de intercambio.
- Déficit de cuenta corriente: porcentaje del PIB, proyección 2013 (Panorama Económico Mundial, FMI).

Se considera una muestra base de 35 países, según disponibilidad de datos, la que incluye economías desarrolladas (13 países) y emergentes (22 países). Los países son Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Estados Unidos, Egipto, Eurozona, Filipinas, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Irán, Israel, Japón, Malasia, Marruecos, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Reino Unido, República Checa, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay y Venezuela.

Considerando que hay una alta correlación entre las medidas de solidez macroinstitucional que evaluamos (*rating* S&P, SFI, profundidad financiera e inflación anual), optamos por incluir separadamente cada una de estas variables en regresiones alternativas. Lo mismo se hizo para participación de exportaciones de materias primas y déficit de cuenta corriente. Así, las regresiones reportadas son las que tienen mayor bondad de ajuste (R^2) entre las opciones consideradas para cada variable dependiente (CDS, TCN, tasa larga y bolsa).

Los resultados de las regresiones de corte transversal para cada una de las medidas de desempeño consideradas se presentan en cada columna del cuadro 1. Se confirma que, tanto características estructurales, como distintas condiciones cíclicas, fueron significativas para explicar diferencias de desempeño de estas variables (CDS, TCN, tasas largas y bolsa) entre los distintos países de la muestra. La bondad de ajuste de estas regresiones (R^2 ajustado), especialmente en los casos de las estimaciones para variación de premios CDS y tipo de cambio nominal, son relativamente altas, lo que sugiere que existe diferenciación entre países en este período, de acuerdo con las características incluidas en el análisis.

Por un lado, controlando por condiciones cíclicas, los países con mayor solidez macroinstitucional (menor índice de fragilidad institucional y/o menor inflación) y mayor apertura comercial y financiera, muestran menores caídas de precios en el período de análisis. Esto es, a menor depreciación de su moneda respecto al dólar, menor aumento de premios CDS y/o menor aumento en tasas largas locales. Aunque en un principio parece contraintuitivo que una mayor integración financiera reduzca la caída de estos precios, es posible que esto capture el hecho de que los países más integrados tienen sistemas financieros más desarrollados y

profundos, lo que puede facilitar la absorción de *shocks*. Otro mecanismo posible es que una mayor apertura financiera permite mayor inversión de agentes nacionales en el exterior y, eventualmente, pueden darse efectos compensadores de flujos por repatriación de capitales de inversionistas locales (Contreras y Pinto, 2013; Forbes, 2014).

Por otro lado, controlando por características estructurales y/o políticas, los países con mayor dependencia del financiamiento externo (mayor déficit de cuenta corriente) y mayor participación de exportaciones de materias primas distintas de combustibles han sido relativamente más afectados, registrando mayores caídas en estos precios: mayor depreciación, mayor aumento en premios CDS, mayor aumento en tasas largas locales y/o mayores caídas bursátiles. Dado el comportamiento dispar entre precios internacionales de combustibles y otras materias primas, como metales y productos agrícolas, tiene sentido, que los países con mayor participación de materias primas no combustibles en las exportaciones totales, hayan registrado mayores caídas en sus términos de intercambio y en los precios analizados.

Cuadro 1

Estimaciones de corte transversal

	Variación acumulada entre 01/05/13 y 25/10/13			
VARIABLE	CDS [1]	TCN [2]	Tasa larga [3]	Bolsa [4]
Solidez macro-institucional				
Fragilidad institucional (índice)	3,675***	–	0,973	-0,705
Inflación	–	0,616*	–	--
Integración internacional				
Apertura financiera (índice)	-5,072	-1,650***	-13,059**	-0,147
Apertura comercial (X+M, % PIB)	0,021	-0,034***	-0,277	-0,034
Flexibilidad cambiaria (*dummy*)	2,931	3,123**	-5,505	-1,880
Condiciones cíclicas				
TDI (exp. de materias primas, excl. combustibles)	0,378**	0,089***	–	-0,183**
Déficit de cuenta corriente (% PIB)	–	–	6,968**	–
Países	32	35	30	33
R^2	0,572	0,727	0,437	0,242

Fuente: Elaboración propia.
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1.

3. Mirada desagregada por país y región

Del análisis econométrico previo distinguimos características que son significativas para explicar diferencias en el desempeño de los países de la muestra. En esta sección damos una mirada a la situación de países y regiones emergentes según estas variables relevantes.

El cuadro 2 presenta valores de las distintas variables de interés para una muestra de economías emergentes, además de promedios regionales. Un elemento que sobresale es la vulnerabilidad de algunas economías emergentes de gran tamaño, según nuestras características diferenciadoras, entre las que se incluyen Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica (BIITS en el cuadro). En particular, estos países presentan un desempeño macroinstitucional deficiente, reflejado en una combinación de alta inflación y fragilidad institucional, junto con una importante dependencia del financiamiento externo (alto déficit de cuenta corriente).

Cuadro 2

Indicadores para muestra de países (*)

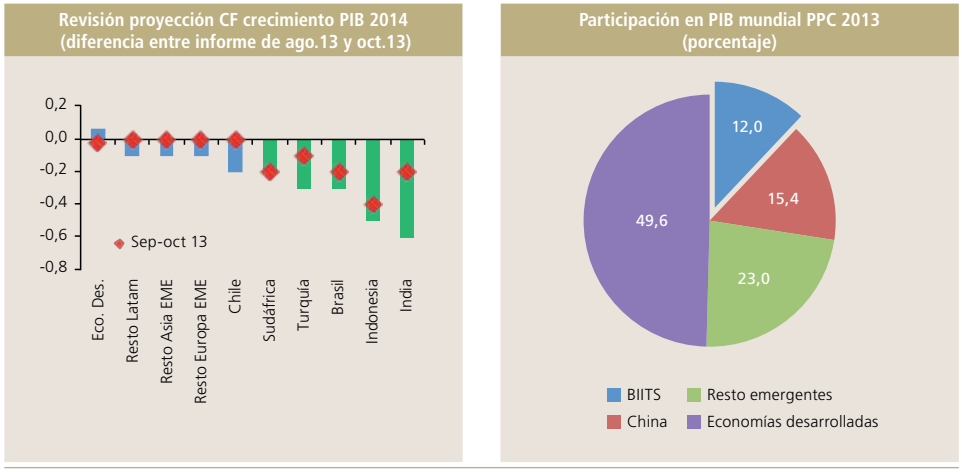
	Solidez macroinstitucional		Integración internacional		Condiciones cíclicas	
País	Fragilidad institucional	Inflación	Apertura comercial	Apertura financiera	Exp. mat. primas no combustible (% de exportaciones totales)	Saldo en cuenta corriente (% PIB)
Colombia	11,0	2,2	38,7	-0,1	15,4	-3,4
Brasil	6,0	6,1	26,5	-0,1	49,1	-2,4
Chile	2,0	2,1	68,1	1,4	81,6	-4,0
Perú	6,0	2,1	49,9	2,4	62,2	-3,5
México	5,0	3,7	66,9	1,1	10,5	-1,0
Malasia	5,0	2,2	163,0	-1,2	17,3	6,0
Corea del Sur	0,0	2,4	109,9	0,9	4,4	2,7
China	6,0	3,0	58,7	-1,2	5,4	2,6
Filipinas	11,0	3,1	64,8	-1,2	16,0	2,4
Indonesia	9,0	5,6	50,1	-0,1	28,0	-3,3
India	13,0	10,8	55,4	-1,2	17,4	-4,9
Tailandia	7,0	3,0	148,8	-1,2	19,7	1,0
Rumania	4,0	4,6	85,1	2,4	13,5	-4,2
Rep. Checa	1,0	2,3	150,7	2,4	8,0	-2,1
Polonia	0,0	1,9	92,0	0,1	17,7	-3,6
Rusia	7,0	6,9	51,6	0,7	9,7	2,5
Bulgaria	3,0	2,1	137,0	2,4	32,1	-1,9
Hungría	0,0	3,2	181,8	2,4	11,3	2,1
Turquía	7,0	6,6	58,0	0,1	16,0	-6,8
Ucrania	6,0	0,5	110,3	-1,9	34,7	-7,9
Sudáfrica	8,0	5,8	59,6	-1,2	39,1	-6,4
BIITS	8,0	6,1	55,4	-0,1	28,0	-4,9
Latam 4	5,5	2,2	58,4	1,3	38,8	-3,4
Asia EM	6,0	3,0	109,9	-1,2	16,0	2,6
Europa EM	3,0	2,3	110,3	2,4	13,5	-2,1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *Bloomberg*, Fondo Monetario Internacional, Naciones Unidas y Banco Mundial.

(*) Los colores corresponden al ordenamiento de países según cada característica, similar a un *heatmap*, basado en signos de las regresiones presentadas en el cuadro 1. Naranja (verde) representa características que aportarían mayor (menor) caída de precios.

Gráfico 5

Revisión de crecimiento 2014 de BIITS y su participación en el PIB mundial



Fuente: *Consensus Forecast y World Economic Outlook* (FMI).

Coherentes con estos signos de mayor vulnerabilidad, este grupo de países (BIITS) registraron mayores revisiones a la baja en sus proyecciones de crecimiento para el 2014, desde septiembre del 2013, según informes de *Consensus Forecast*. La fragilidad de este grupo es un elemento importante a considerar, puesto que representan alrededor de 25% del PIB de las economías emergentes (12% del PIB mundial del 2012, medido a paridad de poder de compra) (gráfico 5).

4. ¿Cómo se compara la diferenciación actual con lo observado luego de los anuncios de relajamiento cuantitativo?

Hasta el momento el análisis se centra en el período en que se gatilla la preocupación ante el inminente retiro del relajamiento monetario cuantitativo de Estados Unidos. En esta sección analizamos la capacidad que tienen las variables explicativas, consideradas en este trabajo, para explicar diferencias de desempeño entre países, inmediatamente después de los anuncios de implementación de medidas de relajamiento cuantitativo.

Para responder la pregunta, se estiman las regresiones anteriores pero se considera la variación promedio acumulada en los sesenta días posteriores a los anuncios de relajamiento cuantitativo (*quantitative easing*) en Estados Unidos (QE1, QE2 y QE3[6]). Así, para cada variable explicativa (variación de tipo de cambio nominal, premio CDS, tasas largas y bolsas) se estima una regresión para cada uno de los tres episodios de relajamiento cuantitativo. Luego se compara la bondad de ajuste (R^2 ajustado) de estas regresiones con la de regresiones que

6 *Las fechas de los anuncios de las medidas de relajamiento cuantitativo para cada episodio son: 25 de noviembre de 2008 (QE1), 3 de noviembre de 2010 (QE2) y 13 de septiembre de 2012 (QE3).*

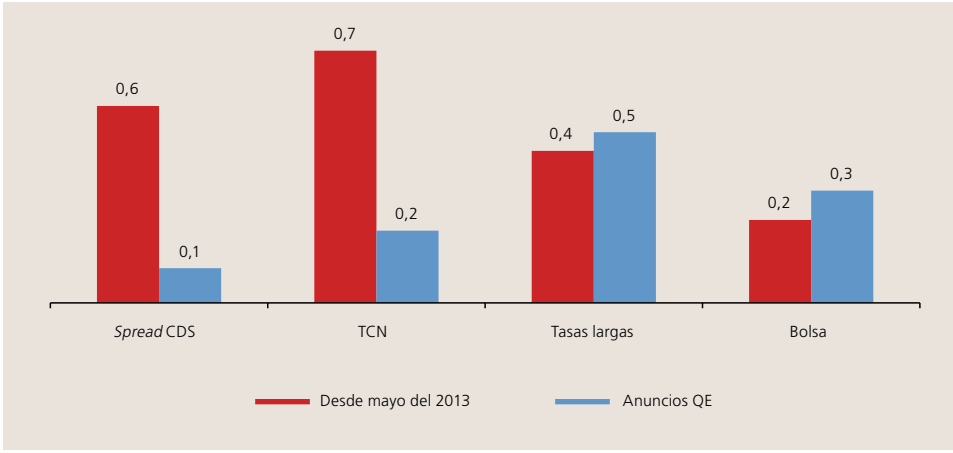
explican diferencias en el desempeño reciente, presentadas estas últimas en el cuadro 1. Interpretamos una baja bondad de ajuste como una escasa capacidad de explicar las diferencias de desempeño entre los países de la muestra, basados en las características estructurales y cíclicas consideradas. Dicho de otro modo, una escasa diferenciación o discriminación entre países según estas características.

Los resultados se presentan en el gráfico 6. En rojo se grafican los R^2 ajustados del cuadro 1, correspondientes al período reciente, en que existe preocupación respecto del retiro del relajamiento cuantitativo; en azul se muestra el R^2 ajustado promedio de regresiones, para cada uno de los tres episodios, en que se anunciaron medidas de relajamiento cuantitativo (QE1, QE2 y QE3).

El gráfico muestra que las características estructurales y cíclicas incluidas en nuestro análisis, son capaces de explicar una mayor proporción de las diferencias de desempeño entre países, en la actualidad (R^2 ajustado mayor) para depreciación cambiaria nominal y aumentos de premios CDS, comparada con períodos inmediatamente posteriores a los anuncios de relajamiento cuantitativo. Esto sugiere una mayor diferenciación ante la expectativa de retiro del estímulo, de acuerdo con estas características. Cabe mencionar, que entre las variables que resultan más significativas para explicar diferencias de desempeño entre países, durante los episodios de anuncios de QE, destacan los indicadores de solidez macroinstitucional: los países menos sólidos (con mayor inflación y/o mayor fragilidad fiscal) registraron mayores caídas en tasas largas tras los anuncios de QE.

Gráfico 6

Bondad de ajuste de estimaciones de corte transversal



Fuente: Elaboración propia.

III. CONCLUSIONES

A partir de mayo del 2013 se generan expectativas de adelanto del recorte de estímulo monetario de Estados Unidos, las que se moderan en septiembre. Esta preocupación respecto de la magnitud e impacto del retiro provocó ajustes de precios de activos financieros en economías emergentes y desarrolladas.

Aunque el impacto fue generalizado, la respuesta de los precios financieros fue diferenciada entre países. Encontramos que, más allá de diferencias en condiciones cíclicas, existe diferenciación por características estructurales. En este sentido, la solidez macroinstitucional y una mayor integración internacional son aspectos favorables o fortalezas que distinguen las respuestas observadas entre países, desde mayo del año pasado.

A nivel de países, sobresalen algunas economías emergentes de gran tamaño por sus fuertes ajustes de precios financieros, en este período, e indicios de vulnerabilidad de acuerdo con los factores analizados. Entre estas se incluyen Brasil, Indonesia, India, Turquía y Sudáfrica. Estos países destacan por su fragilidad institucional acompañada de alta inflación y un alto déficit de cuenta corriente.

Entre las características que resultan significativas, para explicar las distintas respuestas entre países, Chile destaca por sus fortalezas estructurales: solidez macroinstitucional, reflejada en baja inflación, alta clasificación de su deuda soberana y estabilidad institucional, y una fuerte integración comercial y financiera con el resto del mundo. Aspectos que lo hacen relativamente más vulnerable son la alta participación de materias primas en las exportaciones totales y un alto déficit de cuenta corriente, aunque gran parte de este último es financiado con inversión extranjera directa.

Finalmente, al comparar respuestas recientes con las registradas inmediatamente después de los anuncios de medidas de relajamiento cuantitativo, se encuentra una mayor diferenciación en las respuestas entre países en la actualidad, explicadas por diferencias en las características estructurales y cíclicas consideradas en nuestro trabajo. Esto es coherente con la expectativa de que los inversionistas sean más selectivos ante la expectativa de retiro de estos estímulos, lo que representa un escenario más desfavorable, en comparación con los períodos en que se anunció su implementación.

REFERENCIAS

Contreras, G. y F. Pinto (2013). "Vulnerabilidad a Variaciones de Influjos de Capitales: Efectos y Determinantes." Minuta citada en IPoM de diciembre 2013, Banco Central de Chile.

Eichengreen, B. y P. Gupta (2013). "Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets." Voxeu.org, 19 de diciembre.

Forbes, K. (2014). "Turmoil in Emerging Markets: What's Missing from the Story?" Voxeu.org, 5 de febrero.

Mishra, P., K. Moriyama, P. N'Diaye y L. Nguyen (2014). "Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets." IMF Working Paper 14/109, Fondo Monetario Internacional.