

RECUADRO II.1

EFFECTOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS LOCALES DE LA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU.

La consolidación del crecimiento en el mundo desarrollado y la normalización de sus tasas de interés presentan desafíos importantes para la conducción de la política monetaria (PM) en Chile. Como muchas economías pequeñas, abiertas y financieramente integradas, Chile es afectado por el llamado ciclo financiero global —movimientos de flujos de capitales, precios de activos y condiciones de crédito con un alto grado de comovimiento entre países—, uno de cuyos determinantes es, justamente, la PM de las principales economías desarrolladas.

La manera en que el ciclo financiero global afecta a las condiciones financieras locales depende, entre otras cosas, del marco de política monetaria y cambiaria. En particular, bajo libre movilidad de capitales, un régimen cambiario flexible, como el chileno, ayuda a amortiguar el impacto del ciclo financiero global sobre las condiciones financieras locales. Esto, pues permite a los bancos centrales fijar su tasa de PM de manera independiente y así adecuar el costo de crédito para empresas y hogares en los niveles apropiados para la coyuntura del país^{1/}.

Este Recuadro presenta evidencia sobre la transmisión de las condiciones financieras globales a un grupo amplio de países, documentando cómo cambios en la PM de EE.UU. afectan las tasas de interés de largo plazo, tipos de cambio y flujos de capitales en un grupo de economías desarrolladas y emergentes. La evidencia muestra que el tipo de cambio es menos reactivo en las economías emergentes que en las desarrolladas, pero que los efectos en los flujos de capitales y en las tasas de largo plazo son mayores. Además, se muestra que los movimientos de las tasas largas en emergentes está explicado mayormente por movimientos en los premios por plazo y no tanto por cambios en la instancia de política monetaria, al contrario de lo que ocurre en las desarrolladas. Estos resultados son coherentes con estudios que enfatizan el rol de los regímenes cambiarios en la transmisión de los *shocks* financieros externos. En particular, con la evidencia que sugiere que la flexibilidad cambiaria juega un rol en atenuar (aunque no eliminar) los efectos de *shocks* externos en las condiciones financieras locales.

^{1/} Esta visión, sin embargo, ha sido cuestionada por algunos estudios que sostienen que los efectos locales del ciclo financiero global no dependen del régimen cambiario y, por lo tanto, la independencia de la PM asociada a un esquema cambiario flexible sería poco relevante (Rey 2016).

Transmisión de PM internacional: teoría y evidencia

Cambios en las tasas de interés globales afectan a las tasas de interés locales dependiendo, entre otras cosas, de la reacción de la política monetaria local. Por ejemplo, en un contexto de integración financiera y libre movilidad de capitales, un aumento de la tasa de política monetaria en EE.UU. incentivaría la salida de capitales hacia ese país. Bajo un esquema de flotación cambiaria, el equilibrio se restablece a medida que la moneda local pierde valor (se deprecia) respecto del dólar, lo que hace más barato a los activos locales, recuperando su atractivo y moderando el incentivo a la salida de capitales. El movimiento del tipo de cambio será menor si el banco central local decide mover las tasas en la misma dirección que la Reserva Federal (Fed), ya que las mayores tasas de interés son otra manera de hacer más atractivas las inversiones locales. Así, economías que quieran mantener el control de su política monetaria, en el sentido de poder mover su tasa de interés independiente de lo que hace la Fed, deben, en general, tolerar fluctuaciones más amplias de su tipo de cambio. En este contexto, mantener la independencia de la tasa de interés de política y a la vez intentar evitar las fluctuaciones de la divisa con otros instrumentos, por ejemplo operaciones cambiarias esterilizadas, tiene el problema de que no desincentiva la salida de capitales y, por lo tanto, es difícil de mantener en el tiempo. Además, podría tener efectos en otros precios de activos, como los bonos de largo plazo^{2/}.

Entender el efecto de cambios en la política monetaria de EE.UU. sobre las tasas largas locales es algo más complejo, pues depende no solo de la política monetaria hoy, sino que también de lo que el mercado espera que será la reacción del banco central en el futuro. Estas tasas dependen además de los llamados premios por plazo, esto es, la compensación extra que los inversionistas exigen por mantener instrumentos de mayor duración, como compensación por el riesgo de tasas y de inflación. Así, el movimiento de las tasas largas como reacción a cambios en la política monetaria en EE.UU. dependerá de una serie de factores que hacen difícil predecir a priori la intensidad de los movimientos.

^{2/} Según la evidencia empírica, intervenciones esterilizadas tienen, en general, efectos muy limitados y de corto plazo (Adler y Tovar 2014, Daudé *et al.* 2016). Su impacto es mayor cuando hay un desalineamiento relevante del tipo de cambio respecto de sus fundamentales.

Esto es justamente lo que analiza Albagli *et al.* (2018), quienes estudian la transmisión de *shocks* de PM en EE.UU.^{3/} a las tasas de diez años en un conjunto amplio de economías emergentes y desarrolladas. La tabla II.3 muestra los coeficientes de traspaso de dichos *shocks* para cada grupo de economías, la cual es además descompuesta en la tasa de política monetaria esperada y la prima por plazo. La última fila de la tabla muestra además el impacto cambiario dentro de la misma ventana de dos días. Los resultados confirman un efecto positivo y significativo de los *shocks* de política monetaria de la Fed en la estructura de tasas internacionales. Un *shock* de política monetaria de 100 puntos base (pb) conlleva un aumento cercano a 33pb en las tasas a diez años en países desarrollados y de 29pb en emergentes. Estos efectos se acentúan en el período post-crisis financiera global.

Si bien la reacción es similar entre ambos grupos de países, se aprecian diferencias importantes en los mecanismos de ajuste. En las desarrolladas los mayores efectos están en las tasas de política monetaria esperada. En las emergentes, la transmisión se da principalmente vía cambios en las primas por plazo. Respecto de la reacción del tipo de cambio, los ejercicios indican que este reacciona más en las economías desarrolladas que en las emergentes. Una posible explicación a esto último es que los bancos centrales de las economías emergentes de la muestra son más propensos a recurrir a operaciones cambiarias esterilizadas, con el objetivo de estabilizar las tasas de interés y el tipo de cambio al mismo tiempo^{4/}. Sin embargo, los datos también revelan que su éxito es parcial, toda vez que es justamente este grupo de países donde las tasas de largo plazo reaccionan con más intensidad a los movimientos de la PM de EE.UU. (tabla II.3). Pese a que los mercados en estas economías parecen anticipar cambios más acotados en el curso de política monetaria que en las desarrolladas —el efecto en el componente de tasas esperadas es débil—, la fuerte reacción de los premios por plazo genera cambios significativos de las tasas largas en estos países.

Blanchard *et al.* (2015) da una posible explicación para este fenómeno, mostrando que intervenciones esterilizadas en mercados cambiarios pueden suavizar fluctuaciones cambiarias en el corto plazo, pero al hacerlo amplifican los flujos de capitales resultantes. Esto se debe a que los inversionistas internacionales responden con mayor fuerza a diferenciales de tasas cuando el impacto cambiario de sus compras de activos —y su efecto en el precio en dólares— es contenido por las intervenciones esterilizadas.

^{3/} Los *shocks* se definen como cambios en el rendimiento del bono estadounidense de dos años en una ventana de dos días alrededor de la fecha de la reunión de la Fed.

^{4/} La evidencia empírica muestra que los emergentes de la muestra intervienen de manera frecuente, no así los desarrollados. Ghosh *et al.* (2017) y Fratzscher *et al.* (2017) discuten evidencia de la frecuencia de intervenciones y sus efectos cambiarios.

TABLA II.3
Spillovers de política monetaria en EE.UU.(*)

	Países desarrollados		Países emergentes	
	2003-2016	Post Nov. 08	2003-2016	Post Nov. 08
Tasa 10 años	0,335***	0,429***	0,293***	0,557***
Componente tasas esperadas	0,331***	0,234***	0,054	0,136**
Componente prima por plazo	0,005	0,196***	0,239***	0,421***
Depreciación cambiaria	7,50***	10,92***	3,52***	6,66**

(*) La muestra incluye 12 países emergentes y 12 desarrollados. Las regresiones de panel utilizan datos diarios entre enero 2003 y diciembre 2016. Las unidades representan efectos en puntos base (pb), para un *shock* de política monetaria de EE.UU. de 1 pb. ***, **, *: significativo al 1, 5, y 10% de confianza, respectivamente.

Fuente: Albagli *et al.* (2018).

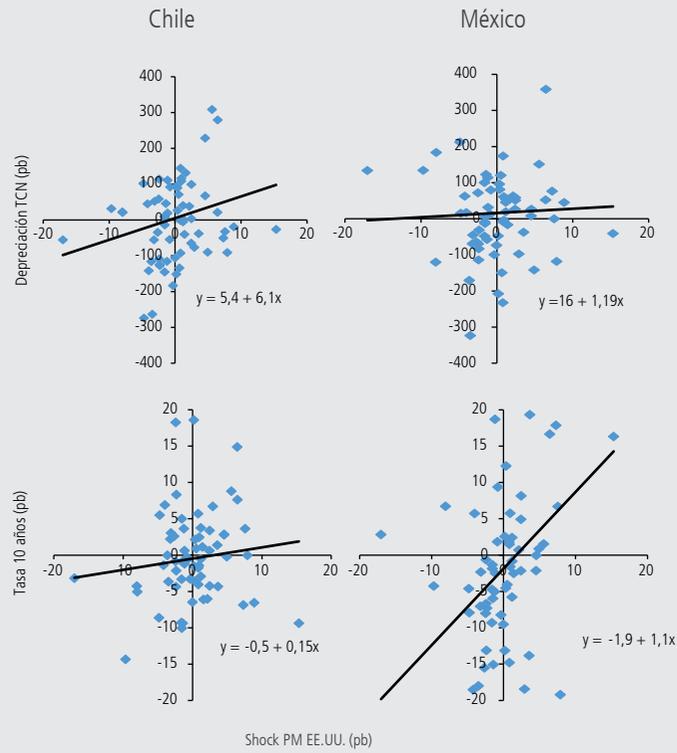
En la misma línea, Albagli *et al.* (2018) muestran que el efecto amplificador de las intervenciones sobre los flujos de capitales se traduce en una mayor respuesta del componente de primas por plazo en las tasas largas. Confirman además los resultados de Blanchard *et al.* (2015), documentando empíricamente que los flujos de capitales hacia mercados de renta fija en países emergentes reaccionan más a los *shocks* de PM de EE.UU. que en la muestra de países desarrollados. Obstfeld *et al.* (2018) llegan a conclusiones similares, mostrando que, dentro de una muestra de emergentes, aquellos que siguen regímenes cambiarios más flexibles reaccionan a *shocks* financieros globales con efectos más atenuados en sus mercados financieros. En esta línea, cabe resaltar que Chile destaca dentro de los países emergentes por seguir una política cambiaria flotante. El gráfico II.11 muestra la reacción de las tasas de diez años y de la paridad de moneda local a los *shocks* de PM de EE.UU., incluyendo para efectos comparativos a México. Se confirma un impacto cambiario relativamente alto para Chile, con una elasticidad cercana a 6 (versus 1,2 para México), pero un efecto acotado en tasas, con una elasticidad de 0,15 (versus 1,1 para México)^{5/}.

Conclusiones

La evidencia reciente sugiere que la transmisión de las condiciones financieras internacionales a economías pequeñas, abiertas e integradas financieramente es relevante. Sin embargo, también sugiere que el diseño de políticas macroeconómicas es importante para atenuar su efecto en los mercados financieros locales. En particular, la flexibilidad cambiaria tiende a contener los flujos de capitales y su impacto en el precio de los activos financieros locales. La evidencia para Chile confirma esta predicción, resaltando el rol atenuador de los *shocks* internacionales que juega su régimen cambiario flotante.

^{5/} Para mayor información acerca de la política de intervenciones cambiarias del Banco de México, ver <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/politica-cambiaria/comision-de-cambios/index.html>

GRÁFICO II.11
Spillovers tipo de cambio y tasas largas (*)



(*) Un alza del tipo de cambio indica una depreciación de la moneda local frente al dólar. La muestra corresponde al promedio post noviembre 2008.

Fuente: Albagli et al. (2018).