

RECUADRO I.1

NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU.

Para enfrentar los efectos de la crisis financiera global, la Reserva Federal (Fed) puso en marcha un inédito proceso de relajamiento monetario, que incluyó significativos recortes en la tasa de fondos federales (ffr) y tres programas de compras de activos, que sumaron cerca de 17 puntos del PIB a su balance. Con una recuperación de la economía estadounidense que se ha ido consolidando, la Fed ha comenzado a normalizar su política monetaria, primero limitando la compra de activos para mantener su balance en el nivel alcanzado a fines del 2014, y luego subiendo gradualmente la ffr desde sus mínimos históricos, de entre 0 y 0,25%, al rango actual de entre 1 y 1,25%. Hacia adelante, la Fed ha señalado que este proceso continuará, incluyendo nuevos aumentos de la ffr y la reducción del balance.

La forma cómo continúe este proceso tiene una importancia de primer orden para la economía global y, evidentemente, para la chilena. Este Recuadro describe las perspectivas incluidas en el escenario base de este IPoM y sus implicancias para la política monetaria y el impulso externo relevante para Chile.

Perspectivas para la normalización monetaria en EE.UU.

A partir de las últimas comunicaciones de la Fed, el proceso de normalización de la ffr podría cerrar este año con un alza adicional de 25 puntos base (pb), continuar con tres más el 2018 y concluir hacia fines del 2019 con la tasa en torno a 3% (gráfico I.10). Además, el balance debería comenzar a reducirse pronto, inicialmente a un ritmo de US\$10 mil millones por mes, para alcanzar uno de US\$50 mil millones a mediados del 2019. Finalmente, si bien la Fed aún no ha comunicado el nivel al cual convergerá su balance, existe un relativo consenso respecto de que será mayor al histórico, que se ubicaba en alrededor de 5 puntos del PIB.

El promedio de los analistas de mercado espera un comportamiento similar. Según la encuesta de expectativas más reciente de Bloomberg, la ffr se ubicará en 1,5% a fines del 2017 y en 2,25% a fines del 2018, mientras el bono del Tesoro a 10 años lo hará en 2,5 y 3% a los mismos plazos. Estos supuestos son similares a los ocupados en el escenario base de este IPoM.

No obstante, uno de los riesgos identificados en este IPoM es que otros indicadores de mercado apuntan hacia un comportamiento

bastante más pausado de la Fed. Las tasas *forwards* de mercado apuntan a una ffr en torno a 1,5% hasta bien entrado el 2019 (gráfico I.10) y tasas a diez años que se ubicarán algo bajo 3,0% en diez años más^{1/}.

La diferencia entre la trayectoria implícita en los precios de los activos financieros y lo señalado por la Fed, no solo muestra distintas visiones sobre la forma cómo la Fed seguirá su proceso de normalización monetaria, sino que ha sido un tema de continua preocupación. Esto por el posible impacto de una corrección abrupta de los precios de mercado en la economía global^{2/}. Dicha tensión se debe evaluar a la luz de dos elementos.

En primer lugar, se debe tener en cuenta que no es simple extraer expectativas para la ffr a partir de los precios de los activos, pues existen premios que podrían distorsionar su interpretación (gráfico I.11). Diversos estudios sugieren que estos son relevantes y que estarían conectados con los programas de relajamiento cuantitativo en EE.UU. y otras economías, lo que podría sesgar la lectura de expectativas hacia el lado más pausado.

En segundo lugar, al comparar ambas trayectorias se debe tener presente que las proyecciones de la Fed son condicionales a un cierto escenario macro (tabla I.2). En particular, de sus distintas comunicaciones se desprende una visión donde tanto los recientes registros de inflación, algo por debajo de lo esperado, como la falta de fortaleza del crecimiento de los salarios, no se asocian, en lo principal, a una insuficiencia de demanda, sino más bien a factores transitorios. Además, la visión de la Fed es coherente con una tasa neutral, que si bien hoy es algo más baja, debería ubicarse en torno a 1% real en el largo plazo y con condiciones financieras internas y globales que responden con gradualidad a los cambios en su política monetaria. De este modo, las diferencias entre el comportamiento de la ffr prevista en el precio de los activos y lo proyectado por la Fed, pueden ser entendidas más que como apuesta respecto de la función de reacción de la autoridad, como distintas visiones sobre la evolución esperada de la economía estadounidense.

Sin perjuicio de que finalmente puede darse un escenario más similar a lo implícito en los precios de mercado, lo anterior es

^{1/} Este número se obtiene usando el promedio de los últimos diez días hábiles al cierre estadístico para la tasa 10 en 10, calculado como la de 20 años multiplicada por 2, menos la de 10 años.

^{2/} Recuadro I.1, IPoM marzo 2017.

útil para evaluar un argumento recurrente a la hora de prever acciones más *dovish* de la Fed. En particular, que desde fines del 2014 y hasta comienzos de 2016 la Fed señaló alzas que finalmente no se materializaron, en línea con las proyecciones de mercado de la época. Sobre esto, se debe tener en cuenta que la caída en los precios de la energía, el actuar más *dovish* de otros bancos centrales —con la consecuente apreciación del dólar— y algunos ruidos en los mercados financieros globales, generaron presiones desinflationarias en EE.UU. mayores a las previstas por la autoridad, lo que probablemente incidió en que no materializaran los incrementos anunciados. La divergencia entre los anuncios de la Fed y los precios de activos se mantuvo en el tiempo, pero desde diciembre del 2016 hubo tres alzas, aun cuando en junio de ese año los precios asignaban una probabilidad inferior a 50% para un alza en un año plazo.

Implicancias para el escenario base local de los cambios en la ffr

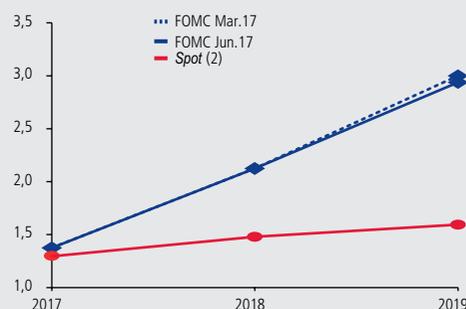
Primero, se debe considerar que la política monetaria en Chile no responde mecánicamente a cambios en la trayectoria de la ffr. Esto ha quedado de manifiesto en varias ocasiones, entre ellas en los últimos meses, período en que han seguido trayectorias claramente diferentes. En este sentido, que el escenario base de este IPOM considere que la Fed avanzará en el proceso de normalización a un ritmo similar al sugerido en sus proyecciones, no condiciona al Banco a ir en la misma dirección.

En segundo lugar, en la configuración del escenario externo relevante para Chile, más importante que el nivel de la ffr son las condiciones financieras externas que se enfrentan. Ellas están mejor descritas por otras variables, como las tasas externas de largo plazo, los premios por riesgo para las economías emergentes y los flujos de capital. Así, lo verdaderamente relevante es si las acciones de la Fed alterarán estas condiciones o no. El escenario base asume que la Fed reaccionará con cautela, para no perturbar, en lo esencial, dichas condiciones, incluso aminorando el ritmo de normalización de su política monetaria si es necesario. Por ahora, el mercado parece pensar algo similar. En efecto, incluso tras las tres alzas de la ffr desde diciembre del 2016, no se han visto cambios mayores en las condiciones financieras, las que, si algo, son más holgadas.

Por cierto, el proceso no está exento de riesgos. No puede descartarse un escenario donde las condiciones financieras se deterioran y la Fed es incapaz de contenerlas. Una experiencia de este tipo ya se vivió en el *Taper Tantrum*, cuando entre mayo y septiembre del 2013 la tasa de diez años subió casi 150pb, por la descompresión de los premios por plazo, provocando un estrechamiento en las condiciones financieras a nivel global. En Chile, el EMBI trepó 75pb y el peso se depreció casi 10%

respecto del dólar en el primer mes. Los mercados parecen haber aprendido a lidiar de mejor manera con los cambios en la política monetaria de EE.UU., sin embargo, la historia muestra que estos procesos deben ser monitoreados con cuidado.

GRÁFICO I.10
Expectativas para las tasas de los fondos federales (1)
(porcentaje a fin de año)



(1) Línea roja corresponde a las expectativas medidas por futuros de tasas de interés y las negras a lo proyectado por el FOMC en sus respectivas reuniones.

(2) Al 31 de agosto de 2017.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

GRÁFICO I.11
Bono a 10 años: Tasa y premio por plazo
(porcentaje)



(*) Corresponden a cálculos realizados por Adrian *et al.* (2013).

Fuente: Reserva Federal.

TABLA I.2
Evaluación del FOMC en septiembre de cada año (*)

Año	2016			2017		
Proyección	2014	2015	2016	2015	2016	2017
Actividad	2,75	2,40	1,80	2,20	2,05	2,15
Desempleo	5,20	4,80	4,80	4,80	4,60	4,25
Inflación (PCE)	1,88	1,65	1,30	1,90	1,80	1,65
Tasa fed fund	2,80	1,60	0,75	2,75	1,45	1,35
Tasa fed fund a largo plazo	3,75	3,50	2,90	3,50	3,00	3,00

(*) Para el 2017, corresponde a la tendencia central de proyecciones de la reunión de junio.

Fuente: Reserva Federal de EE.UU.