

## RECUADRO I.1

### ¿QUÉ ESPERAR DEL ACTUAL CICLO DE ALZA DE TASAS EN EE.UU?

Los buenos datos económicos observados en EE.UU., así como la visión de una política fiscal más expansiva en ese país, han fortalecido la idea de que la Reserva Federal (Fed) avanzará con mayor decisión en la normalización de su política monetaria. En el pasado, los ciclos de alza de tasas en EE.UU. han estado asociados, no pocas veces, a importantes tensiones en economías emergentes, especialmente en América Latina, por lo que esta situación constituye un escenario de riesgo a considerar<sup>1/</sup>. Este Recuadro, concluye que si bien existen riesgos relevantes para las economías emergentes y la región derivados de este proceso, estos son ahora más acotados que en ocasiones anteriores.

#### Episodios de los 80s, 90s y 2000s

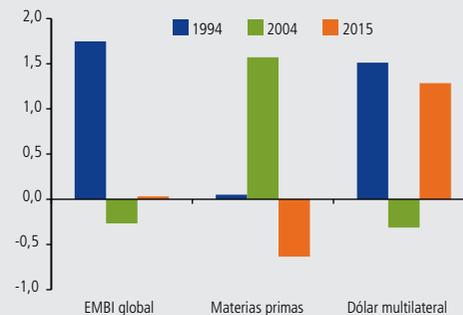
Los ciclos de alza de tasas en EE.UU. de comienzos de los ochenta, y en menor medida durante los noventa, son buenos ejemplos de los problemas que pueden estar asociados a estos eventos y, sin duda, han contribuido a cimentar su fama de problemáticos. En ambos casos, el alza de tasas de la Fed se dio en un contexto donde varias economías de la región mantenían un tipo de cambio fijo y deuda soberana denominada en dólares, a lo que se sumaba un sector financiero frágil. En ambos, el alza de las tasas y la apreciación del dólar pusieron presión sobre las reservas, las que debían simultáneamente ser puestas al servicio de la contención de corridas sobre la moneda, la deuda pública y los depósitos bancarios. En los ochenta los efectos fueron claramente desastrosos, culminando con la llamada crisis de la deuda. En los noventa, los efectos sobre la región fueron más acotados que en los ochenta, estando mayormente circunscritos a algunas economías en particular.

En contraste, durante mediados de los 2000, las economías de la región no presentaron mayores contratiempos. Esto por al menos dos factores. En primer lugar, luego de los ajustes antes comentados, muchas economías habían “aprendido la lección” y realizado importantes reformas, dentro de las cuales destacaban: flexibilidad cambiaria, desdolarización de la deuda soberana y en el sistema bancario, política fiscal menos pro-cíclica, mayores niveles de reservas, entre otros. En

segundo lugar, existieron algunas particularidades del ciclo de alzas del 2004 que contuvieron los efectos sobre las economías emergentes: los precios de las materias primas mantuvieron una tendencia al alza; el dólar multilateral no se apreció; las tasas largas en EE.UU. se mantuvieron contenidas y el mundo sostuvo un elevado dinamismo. Todo esto quitó presión sobre los canales de transmisión habituales (gráfico I.11).

#### GRÁFICO I.11

Efectos de ciclos de alzas de tasas de interés en EE.UU. sobre EMBI, precios de materias primas y dólar (\*) (variaciones escaladas por desviación estándar)



(\*) Corresponde al cambio porcentual (en puntos base en el caso del EMBI) acumulado entre 6 meses antes y 12 meses después del inicio del ciclo de alzas, dividido por la desviación estándar para ese mismo lapso de tiempo calculada desde julio de 1993 a noviembre del 2016.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Dichas particularidades tuvieron mucho que ver con los desarrollos de la economía china, cuyo peso en los mercados mundiales era ya lo suficientemente grande como para presionar al alza los precios de las materias primas y de otros activos, como consecuencia de su modelo de crecimiento basado en la inversión y altas tasas de ahorro. También contribuyó que los mercados financieros globales continuaran mostrando un grado relevante de apetito por riesgo, comprimiendo los premios por plazo, en lo que se denominó el “*conundrum* de Greenspan”. Esto mantuvo acotada el alza de las tasas largas a nivel global<sup>2/</sup>.

<sup>1/</sup> Algunos aspectos del problema han sido analizados en el Recuadro I.1, del IPoM de diciembre 2015 y de diciembre 2013.

<sup>2/</sup> Sin perjuicio de que los efectos directos sobre las economías emergentes entre el 2004 y 2007 fueron limitados, la interacción del alza de la Fed con riesgos sistémicos (en este caso el mercado de hipotecas en EE.UU.) desembocó en la mayor recesión global desde los años 30.

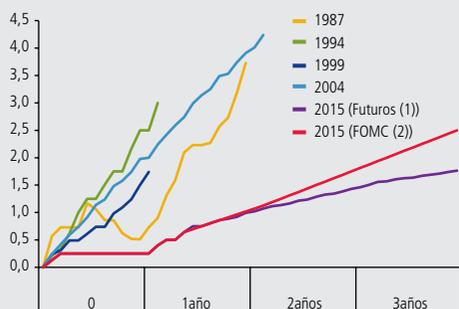
## El ciclo actual

Existen variadas razones para argumentar que los riesgos asociados al proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. son más acotados. Según lo anticipado por el FOMC, y validado por el mercado, el actual ciclo de alza de tasas sería más gradual. Los ciclos previos han durado entre 1 y 2 años, siendo el más largo el del 2004 cuando se subió 425 puntos base (pb) en dos años. En contraste, el actual duraría cuatro años y tendría un alza acumulada entre 250 y 300pb (gráfico I.12).

Se debe sumar que nunca los banqueros centrales de las economías desarrolladas han sido tan explícitos sobre el posible curso de acción. *Usarforward guidance* para anclar las expectativas de la tasa de política puede ser una herramienta importante para limitar los ajustes disruptivos en los mercados financieros. Además, otras economías desarrolladas continúan añadiendo cuantiosos estímulos monetarios por la vía de la compra de activos y la propia Fed mantiene su política de no reducir el tamaño de su balance, lo que debería limitar los efectos del alza de tasa en EE.UU. en los precios de los activos, en particular los de mercados emergentes.

### GRÁFICO I.12

Ciclos de alza de la tasa Fed Funds (porcentaje)



(1) Corresponde a los futuros de mercado en los diez días previos al cierre estadístico.  
(2) Corresponde a las proyecciones del FOMC en marzo del 2017.

Fuente: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

En un mundo más interconectado que en el pasado, la Fed parece tener más presentes los efectos sobre los mercados globales que en el pasado. En parte, porque el tamaño relativo de economías como la Eurozona o China hace que ante un escenario de debilitamiento o crisis sus efectos también impacten la economía estadounidense. Episodios como el llamado *taper tantrum* o la alta volatilidad observada en China después de la devaluación de agosto del 2015, han, sin duda, afectado el análisis de riesgos de la Fed. Por otra parte, su presidenta ha comunicado abiertamente estar cómoda con algún grado limitado de *overshooting* de la inflación. Todo en un contexto

donde, a diferencia de ciclos previos, los riesgos inflacionarios de mediano plazo son menos evidentes. La mayoría de los episodios previos se originaron en la necesidad de enfriar una economía que venía generando presiones inflacionarias relevantes, mientras que en el caso actual, EE.UU. ha convivido con una inflación bajo la meta por varios años y una recuperación económica pausada y gradual desde una perspectiva histórica. Todo esto, además, podría haber aumentado la tolerancia a desvíos positivos y transitorios de la inflación, lo que le daría a la Fed más espacio de maniobra.

Otra dimensión relevante en la cual este ciclo contrasta con los previos, guarda relación con las características estructurales en las economías de la región. Como se indicó, la dolarización y los desequilibrios en los balances de hogares y empresas se han moderado. En distinto grado, las principales economías de la región cuentan con tipos de cambio flotantes lo cual opera como un amortiguador frente a *shocks* nominales como es un alza de tasas externas. Si bien con distinto avance, estas reformas ya estaban presentes en el 2004, pero en los últimos años se han consolidado y se ha avanzado en otros frentes. En particular, varias economías de la región cuentan con algún tipo de regla fiscal, lo cual disminuye la prociclicidad del gasto durante los ciclos expansivos y se ha avanzado en la institucionalidad para el control de la estabilidad financiera a través de la conformación de comités específicos con ese mandato y la adopción de estándares regulatorios y de supervisión modernos.

## Riesgos

Si bien las economías emergentes y América Latina en particular se ven mejor preparadas que en el pasado, es importante recordar que las crisis siempre son difíciles de anticipar. La experiencia de alzas de tasas del pasado demuestra que estos no solo son peligrosos por sus efectos directos, sino también por los riesgos sistémicos con los cuales interactúa, toda vez que las economías emergentes hoy están significativamente más integradas financieramente. Al menos existen dos potenciales factores que podrían interactuar con el alza de tasas generando efectos sistémicos. Por una parte, los premios por plazos en la curva de rendimiento estadounidense se ubican en niveles mínimos. Su descompresión podría profundizar el estrechamiento en las condiciones financieras<sup>3/</sup>. El segundo riesgo es potencialmente más complejo para economías como Chile y guarda relación con la capacidad del gobierno chino de administrar la salida de capitales, preservando el valor de la moneda y sin endurecer las condiciones financieras locales. Esta versión del Trilema, que ha sido fuente de preocupación desde algún tiempo<sup>4/</sup>, se hace mucho más evidente toda vez que el ciclo monetario en las economías desarrolladas comienza a revertirse.

<sup>3/</sup> Ver Recuadros I.1 IPoM Diciembre 2015 y II.1 IPoM Diciembre 2014.

<sup>4/</sup> Ver Cuadro I.1 IPoM Marzo 2016.