

RECUADRO I.1

NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU. Y DIFERENCIACIÓN ENTRE ECONOMÍAS EMERGENTES

Posterior a la gran recesión de EE.UU., primó un ambiente de bajas tasas de interés y masivas compras de activos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), con importantes entradas de capitales hacia las economías emergentes (EME). Al mismo tiempo, sus primas por riesgo se redujeron más allá de lo que podrían indicar sus fundamentos macroeconómicos (Hartelius et al., 2008).

En un contexto de normalización de la política monetaria estadounidense, los fundamentos macroeconómicos podrían ganar importancia relativa, como se ha evidenciado en lo más reciente (FMI, 2014a). Este recuadro resume la situación económica previa de las EME al enfrentar otros ciclos de alzas de la *Federal Funds Rate* (FFR). Esto, con el propósito de tener un referente para la situación actual de este grupo de economías y de Chile en particular.

Alza de la FFR: 1994 y 2004

Los ciclos de alzas de la FFR que se iniciaron en 1994 y 2004, tuvieron resultados diferenciados en cuanto al aumento de las tasas de largo plazo y del riesgo soberano de las EME^{1/} (gráfico I.9). Esto debido, en parte, a la fortaleza relativa del entorno macroeconómico con que enfrentaron estos episodios (Filardo y Hofmann, 2014). En 1994, La reversión de los flujos de capitales desde las EME se dio en un contexto de regímenes de tipo de cambio fijo y escasa apertura financiera. Esto conllevó un deterioro importante de las condiciones financieras (FMI, 2013a). En cambio, el 2004 las EME contaban con mayor apertura financiera y elevadas entradas de capitales (BIS, 2014; FMI, 2013a). Además, durante el período 2004-2006 el crecimiento mundial se mantuvo sólido, lo que reforzó la bonanza de los flujos de capitales.

^{1/} En 1999, la Fed también impulsó un ciclo contractivo de política monetaria cuyo precedente macroeconómico fue el de la crisis asiática, al cual las economías a nivel mundial reaccionaron. Este evento dio paso a salidas de los flujos extranjeros desde las EME. También a una serie de cambios en el marco de política de muchas economías, como la flexibilización de los tipos de cambio y la instauración de esquemas de metas de inflación.

GRÁFICO I.9
Eventos de alzas de la *Fed Funds Rate* (*)
(porcentaje, puntos base)



(*) El EMBI+ es una expansión del índice EMBI que, además de bonos Brady denominados en dólares estadounidenses y otras monedas, incluye préstamos, Eurobonds e instrumentos del mercado local.

Fuente: Bloomberg

Por otro lado, se suma que la comunicación de la Fed respecto del aumento de tasas fue distinta^{2/}. En 1994, sorprendió al mercado, en tanto que en el 2004 lo hizo con mayor transparencia y anticipación^{3/}. Los eventos recientes dan cuenta de que los mercados financieros emergentes continúan siendo sensibles a noticias de la Fed, no obstante, en la medida que dicha comunicación es mejor transmitida, los factores idiosincráticos cobran relevancia^{4/}.

Condiciones macroeconómicas en las EME ante un alza de la FFR

Cuando se compara el contexto en que las EME enfrentaron las alzas de la FFR se observa una evaluación más favorable

^{2/} Ver Contreras et al. (2012), González y Levy (2006) y Longstaff et al. (2011), acerca del rol de factores globales versus idiosincráticos como determinantes de flujos de capitales y premio por riesgo soberanos.

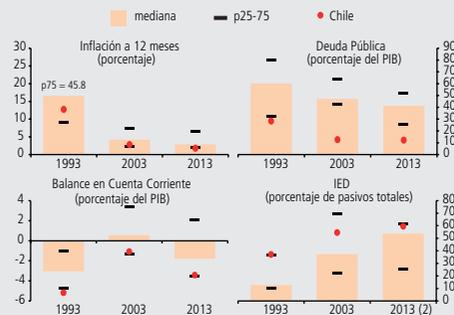
^{3/} Ver Yellen (2013) para evolución en el tiempo de la comunicación de la FED, avanzando explícitamente hacia "forward guidance" desde el 2000; y BIS (2014) para referencia de comunicación diferenciada en ambos eventos.

^{4/} Tal como se expuso en el capítulo I de este IEF, los eventos de volatilidad observados en lo más reciente se han asociado a factores idiosincráticos, han tenido mayor impacto en economías financieramente más abiertas y cuyo espacio de política ha sido más limitado (FMI, 2014a; FMI, 2014c).

en el 2004 respecto de 1994, particularmente en términos de estabilidad macroeconómica. En la última oportunidad, la mayoría de las economías había adoptado esquemas de metas de inflación (gráfico I.10). Adicionalmente, el endeudamiento público, en promedio, y su dispersión entre economías, eran menor. Por último, el balance de cuenta corriente se comparaba positivamente para gran parte de los países, al igual que la composición del financiamiento externo, que estaba dominada por un porcentaje de inversión extranjera directa (IED) mayor previo al ciclo del 2004 que de 1994.

GRÁFICO I.10

Condiciones macroeconómicas en las EME previo a eventos de estrés (1) (porcentaje)



(1) La muestra utilizada para las estadísticas de inflación, deuda pública y balance en cuenta corriente incluye: Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Ecuador, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Panamá, Perú, Polonia, República de Corea, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela. Por disponibilidad de datos de flujos de capitales, la muestra para el panel inferior derecho no incluye Egipto y Malasia para ningún año, Ecuador para 1993 y 2003, y China, Colombia, Panamá, Rusia y Venezuela para 1993.

(2) Cifras acumuladas al segundo trimestre del 2013.

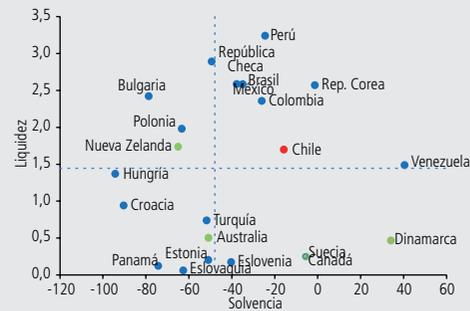
Fuente: Cepal, Reinhart y Rogoff (2014) y FMI (2014c).

Las condiciones macroeconómicas actuales son similares a las observadas antes del ciclo de alzas de la FFR del 2004, excepto por el balance de cuenta corriente, que se encuentra en promedio deficitario. La inflación es más moderada, la deuda pública levemente menor —aunque con una mayor dispersión— y la participación de IED en los pasivos totales es mayor. Lo último es particularmente relevante por cuanto este componente suele ser menos volátil⁵.

Chile se compara favorablemente a otras economías emergentes respecto de la inflación, deuda pública y participación de IED en sus pasivos externos. Además, la liquidez externa de Chile para financiar compromisos de corto plazo está actualmente cerca del promedio de las EME y en la parte alta del conjunto de economías desarrolladas pequeñas y abiertas con esquemas macroeconómicos similares. También está en la parte alta de ambos grupos de países en términos de solvencia (gráfico I.11). Esto por el bajo nivel de deuda pública y la importante posición acreedora neta de inversionistas institucionales chilenos, que prácticamente compensan el endeudamiento neto del sector corporativo y bancario. La mejor posición relativa de Chile se refleja en su evaluación de riesgo a nivel externo, con mayores ratings y menores primas que otras economías emergentes.

GRÁFICO I.11

Indicadores de solvencia y liquidez (1) (2) (porcentaje del PIB, veces)



(1) Solvencia: posición de inversión internacional neta como porcentaje del PIB. Liquidez: ratio entre recursos disponibles (suma de reservas internacionales y fondos soberanos) y necesidades de financiamiento (suma entre la porción del déficit en cuenta corriente que no es financiado por pasivos en IED y la deuda externa de corto plazo).

(2) Cifras al segundo trimestre del 2013, o último dato disponible. Líneas discontinuas representan la mediana de cada indicador para la muestra de países seleccionada de EME destacadas en azul, y economías desarrolladas pequeñas y abiertas destacadas en verde.

Fuentes: Banco Central de Chile, BIS, Bloomberg, FMI y páginas web de bancos centrales.

⁵/ Ver Recuadro I.1, IEF primer semestre 2013.