



Efectos de la normalización de la política monetaria en EE.UU.

Alberto Naudon Dell'Oro
Banco Central de Chile

Conferencia “Estabilidad monetaria y crecimiento económico”
Banco Central de Paraguay
3 de Julio de 2015



Agenda

- La política monetaria en EEUU afecta a los países emergentes
 - Porque establece parte importante de las condiciones financieras globales.
 - Los países no se pueden aislar de esto.
- Desde 2009 la pol de EEUU cambió, lo que añadió o fortaleció esta relación
- Esto plantea desafíos relevantes para la conducción de la política m monetaria.



Premios por plazo y tasas de interés

- Premio por plazo: premio requerido porque el retorno de un bono largo es incierto (a menos que se mantenga a término)

$$y_{nt} = \frac{1}{n} E_t \sum_{s=1}^n (r_{t+n-1}) + \varphi_{nt}^y$$

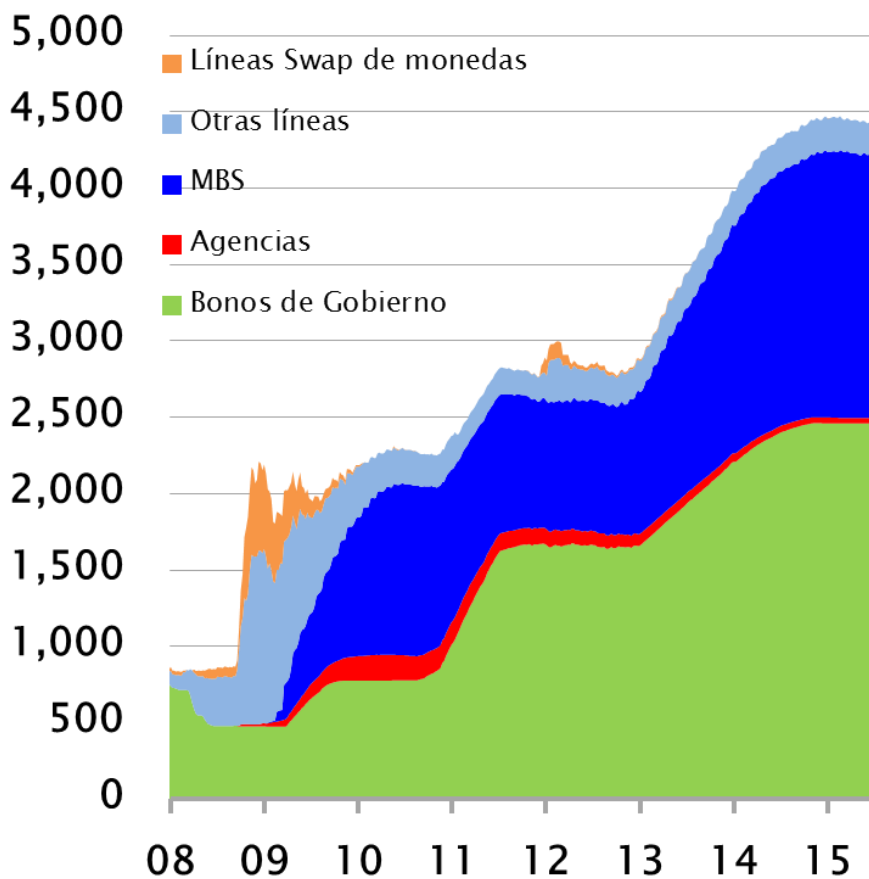
- Depende del precio del riesgo y del riesgo mismo (volatilidad de la inflación). Liquidez y preferencia de hábitat.



ZLB llevó a la FED a probar nuevas formas de reducir las tasas largas

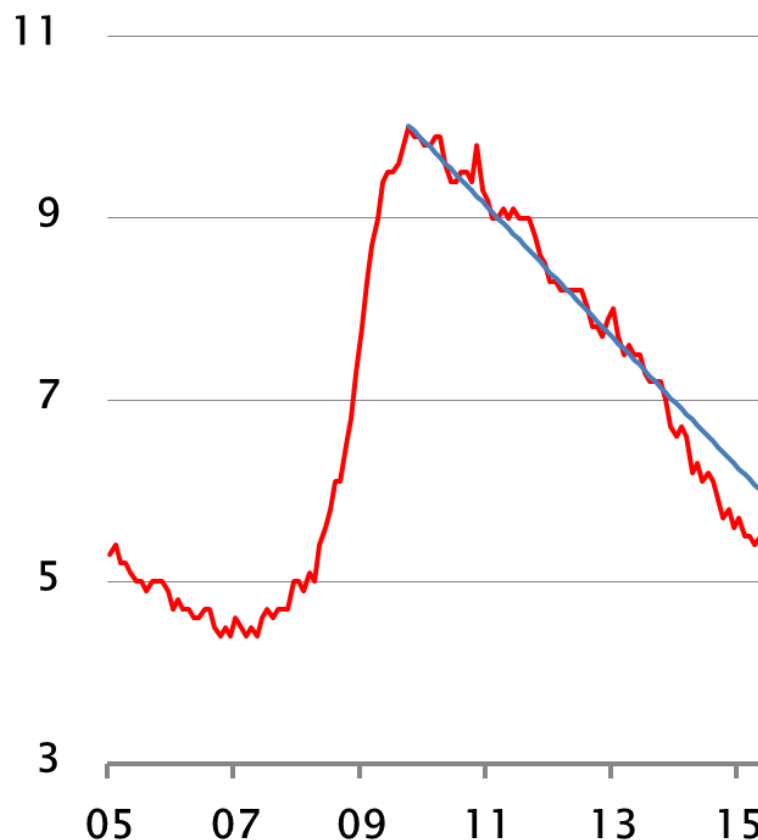
Balace de la FED

(Miles de millones de USD)



Tasa de desempleo en EE.UU.

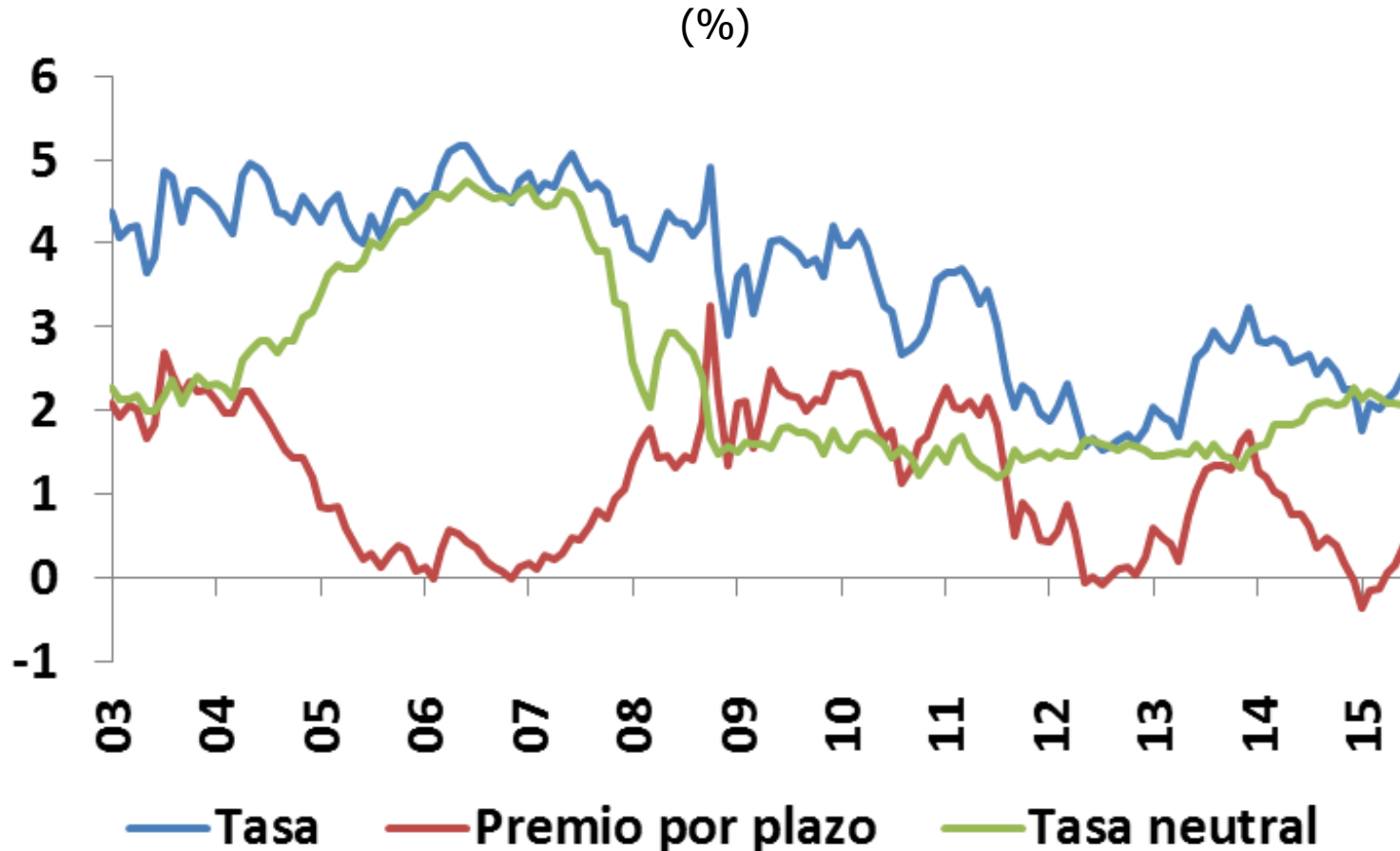
(%)





... las que actuaron, en parte, comprimiendo los premios por plazos

Descomposición de la tasa a 10 años en EEUU





Con efectos relevantes en las tasas largas

Table 5. Effect of 1-Percent-of-GDP Increase in Long-Term Debt and Total Effect of LSAPs on Ten-Year Term Premium (bps)

	OLS Term Premium Model	DOLS Term Premium Model ^a	Yield Level Model
<i>Effect of 1-Percent-of-GDP Increase in Long-Term Debt on Ten-Year Premium (bps)</i>			
Unadjusted	4.4	4.2	6.9
Duration-Adjusted	6.4	6.2	9.8
<i>Total Effect of LSAPs on Ten-Year Term Premium (bps)</i>			
Unadjusted	52	50	82
[95% CI]	[31 to 74]	[31 to 69]	[50 to 115]
Duration-Adjusted	38	36	58
[95% CI]	[22 to 54]	[20 to 53]	[31 to 84]
^a Long-run effect.			

Fuente: Gagnon et al (2011)



¿Afecto la política monetaria los premios en países emergentes?

En Ceballos, Naudon y Romero (2015) estimamos el premio por plazo en Chile usando la metodología de Wright (2011) y analizamos sus determinantes.

Datos mensuales desde enero de 2003 a agosto de 2014.

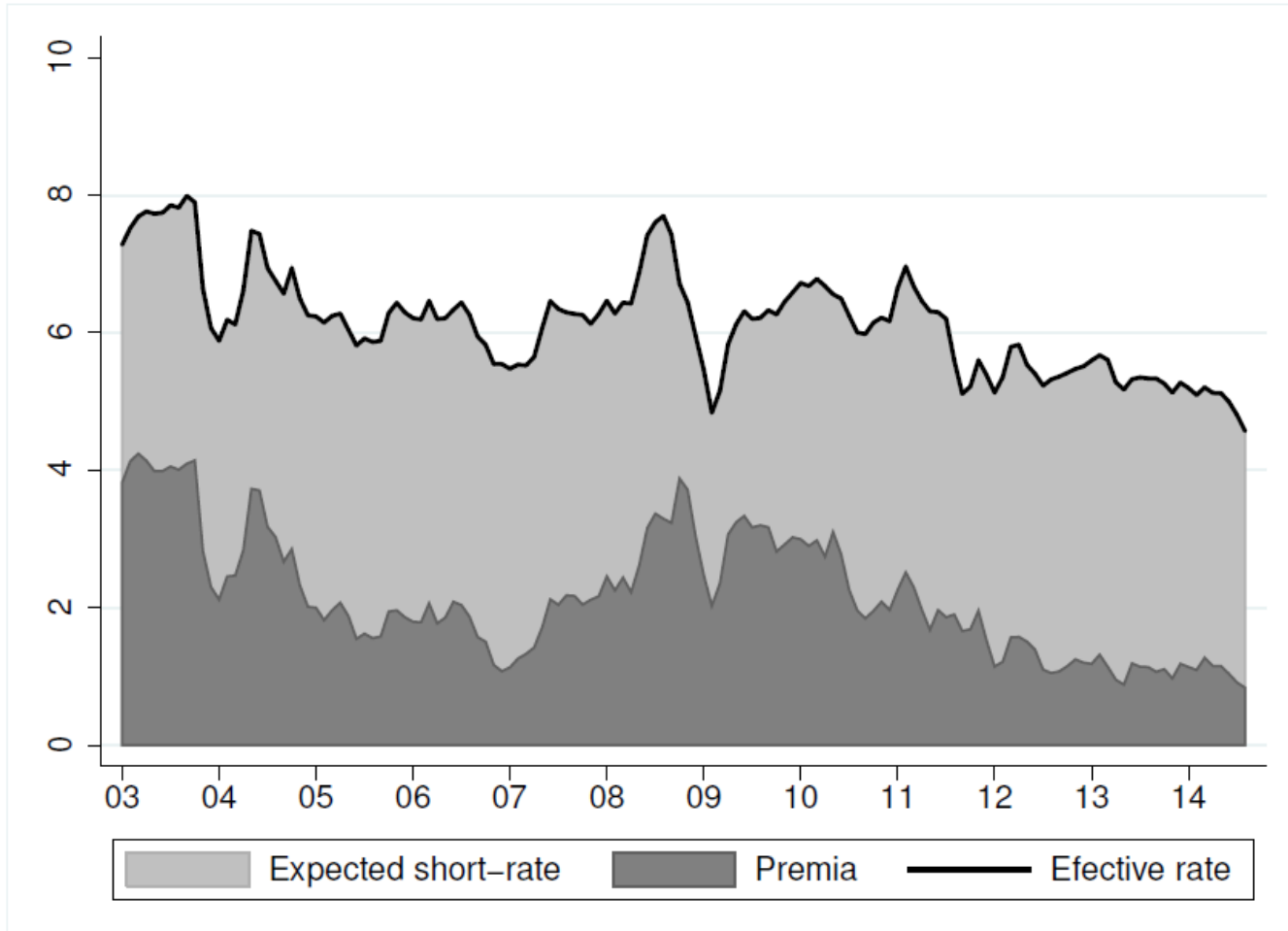
Los factores observables que explican la trayectoria de la tasa corta en cada economía son:

- Tres primeros componentes principales de la estructura de tasas
- Inflación core efectiva (yoy)
- Crecimiento GDP mensualizado.
- Tasa larga de EEUU a 10y (tasa externa)



El fenómeno se extendió a las economías emergentes como Chile

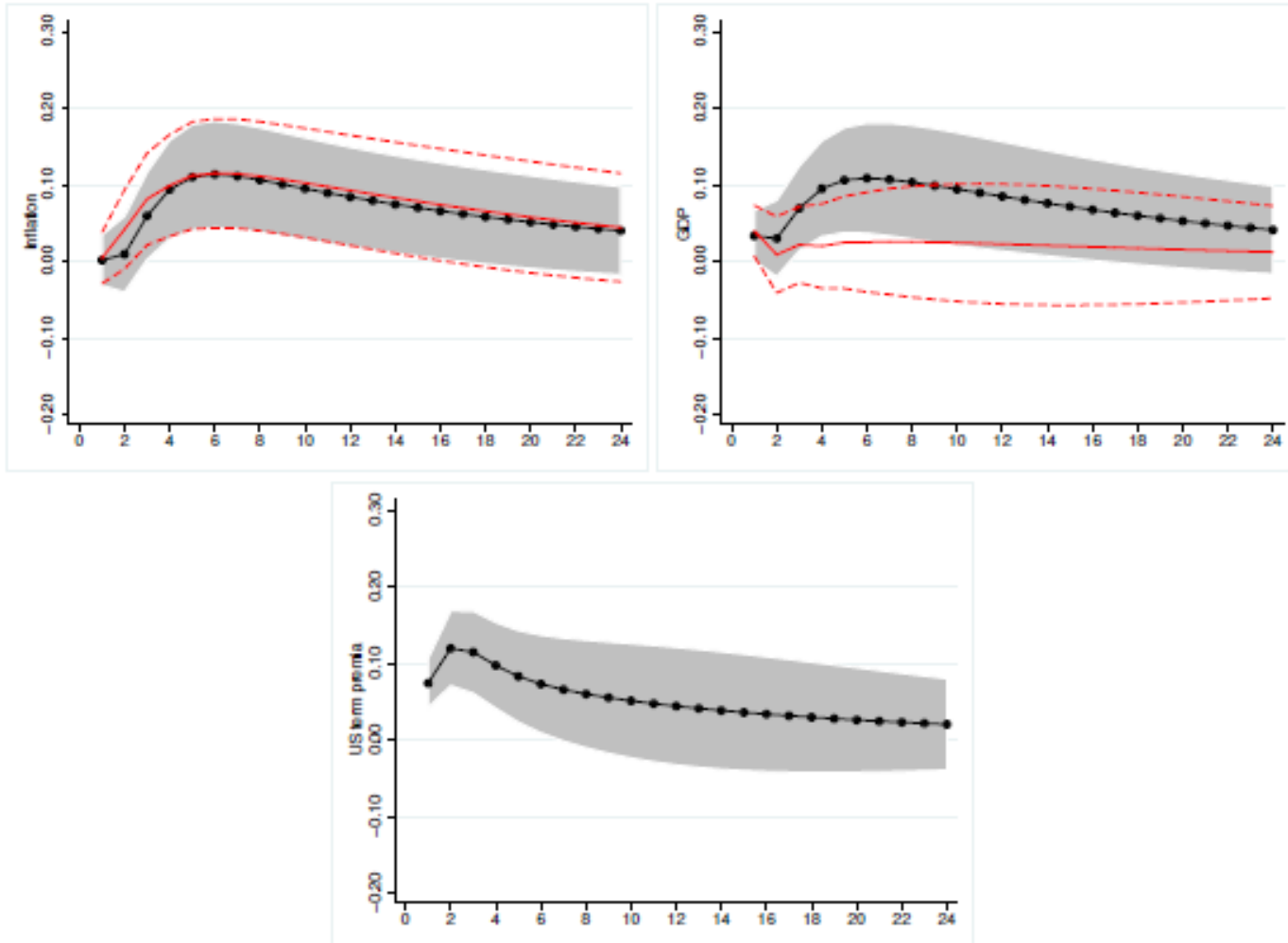
FIGURE 3: Decomposition of 10 year nominal rate





El premio por plazo en Chile responde positivamente al premio en EE.UU.

FIGURE 4: Impulse-response function: responses of Chilean term premia to different shocks





¿Es el caso de Chile distinto al de otras Economías Emergentes?

Albagli, Claro, Ceballos y Romero (2015) realizan un estudio de eventos para estudiar el impacto de sorpresas en la política monetaria americana en EE.

Construyen datos diarios de la curva de rendimiento en 25 países (15 desarrollados y 10 emergentes) y calculan los premios por plazo en cada uno de ellos usando la metodología de Adrian et al (2013).

Sorpresas de política monetaria se miden como cambio en la tasa nominal de 6 meses cuando hay reunión de la FED.



El caso de Chile no es distinto del de otras Economías Emergentes (1)

TABLE 4: Effects of US monetary policy surprises

	G6		DEV		EME	
	pre	post	pre	post	pre	post
yield 1y	0.145	0.453***	0.106	0.202***	0.234	0.303***
	(0.097)	(0.041)	(0.067)	(0.023)	(0.177)	(0.041)
rn	0.196*	0.434***	0.051	0.150***	0.085	0.187***
	(0.106)	(0.070)	(0.070)	(0.022)	(0.079)	(0.044)
tp	-0.051**	0.019	0.055*	0.052*	0.149	0.116***
	(0.018)	(0.040)	(0.030)	(0.024)	(0.100)	(0.020)
yield 10y	-0.038	0.576***	0.082	0.409***	0.299	0.540***
	0.079	0.085	0.095	0.062	0.252	0.045
rn	0.125	0.502***	0.072	0.299***	0.075	0.140***
	0.132	0.061	0.08	0.033	0.075	0.038
tp	-0.162**	0.074	0.01	0.110**	0.223	0.400***
	0.067	0.128	0.024	0.049	0.223	0.041



El caso de Chile no es distinto del de otras Economías Emergentes (2)

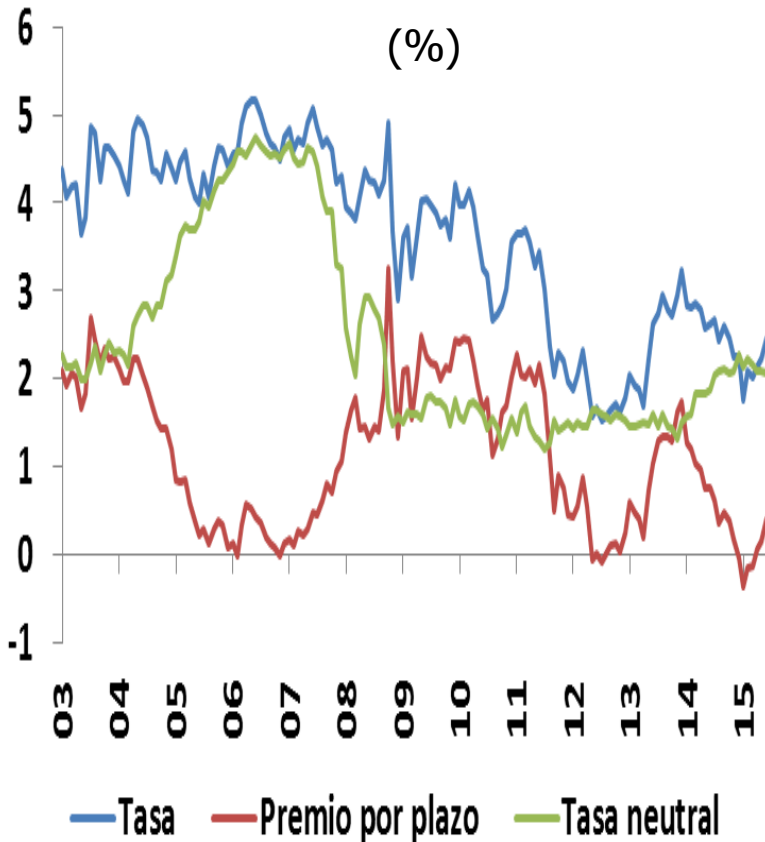
TABLE 5: Effects of Unconventional Monetary Policies Announcements

	EME economies					
	1y	rn	tp	10y	rn	tp
US QE1	-12.716***	-10.633***	-2.077***	-6.467***	-9.235***	2.769***
	1.068	0.669	0.408	1.356	1.163	0.217
US QE2	-1.925***	-0.706***	-1.221***	-2.758***	0.12	-2.879***
	0.17	0.181	0.109	0.42	0.241	0.55
US QE3	-1.198	-1.74	0.539	3.218	-3.102*	6.319*
	1.553	1.364	0.72	2.532	1.454	3.041
US Tapering	5.495***	4.572***	0.926***	5.744***	1.255***	4.490***
	0.521	0.451	16.188	0.797	0.271	0.667
BoJ	-2.528***	-1.306***	-1.220***	-7.230***	0.825**	-8.055***
	0.481	0.373	0.189	0.715	0.285	0.622
ECB	-5.993***	-2.154**	-3.839***	-10.175***	-0.732	-9.445***
	1.139	0.777	0.473	2.638	0.589	2.255

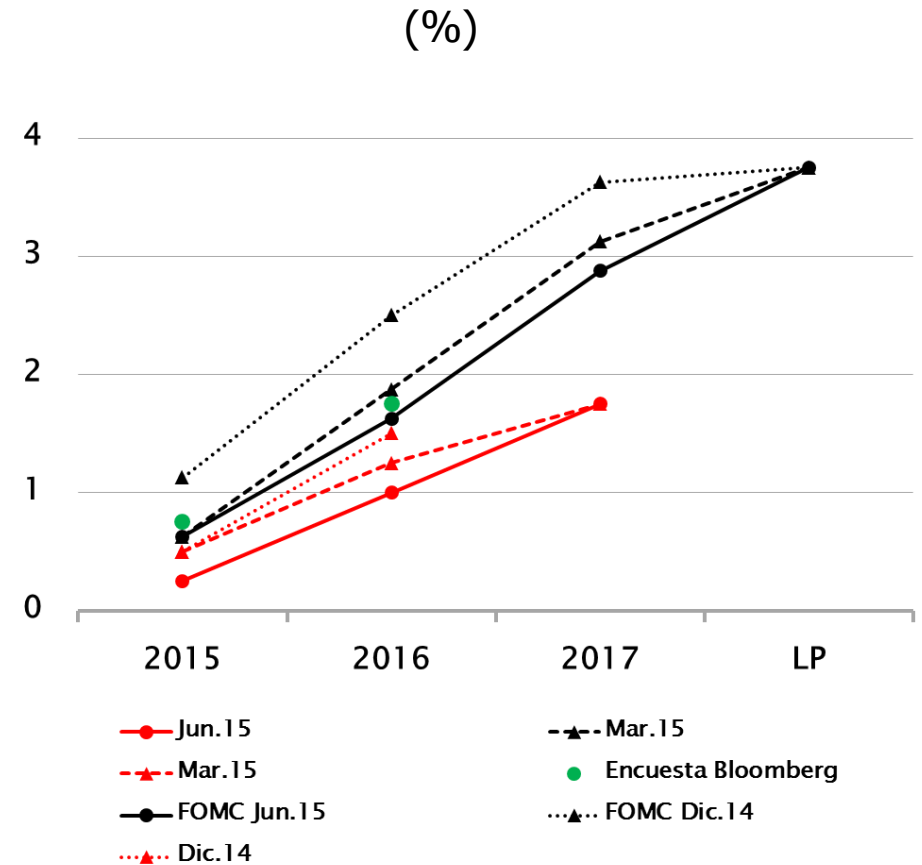


¿Qué pasará con los premios por plazo en EE.UU.?

Descomposición de la tasa a 10 años en EE.UU



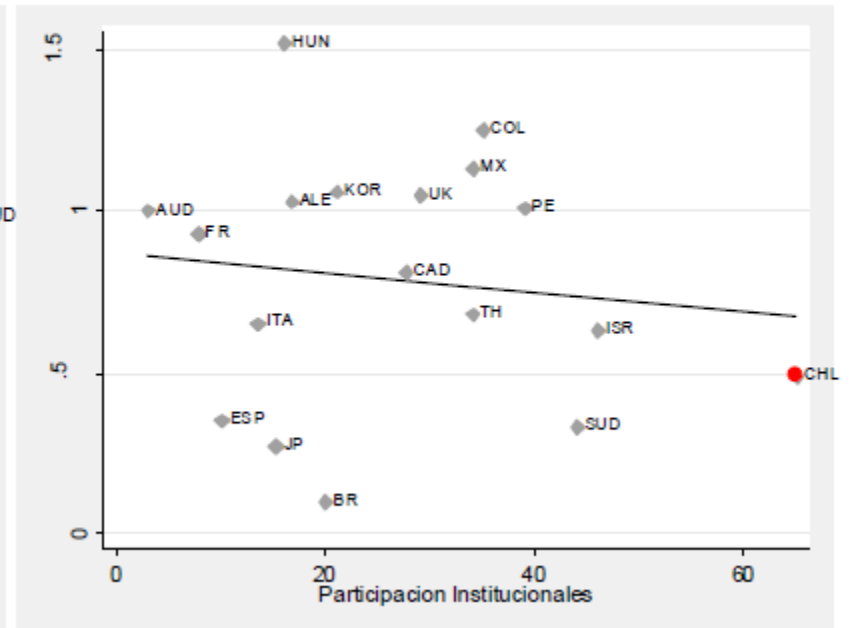
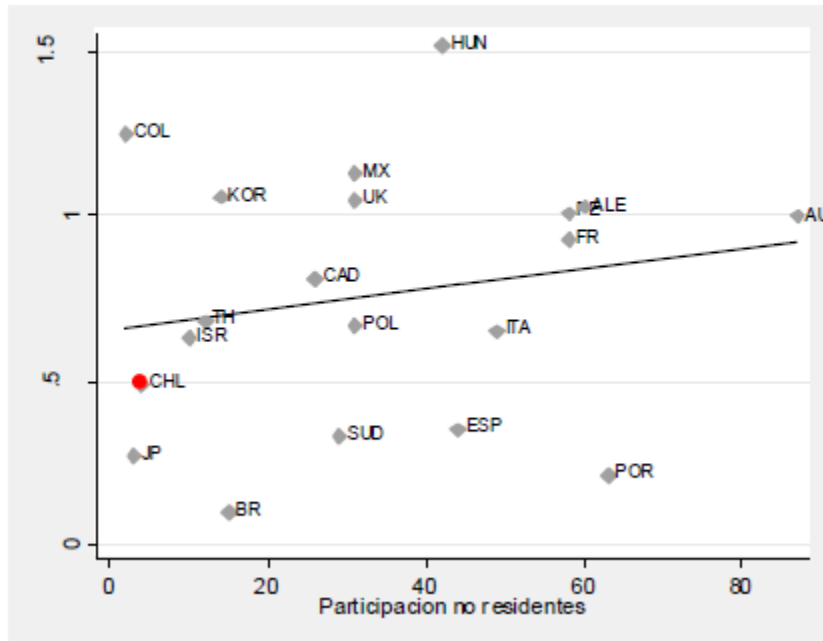
Futuros de la Fed Fund





Efectos dependerán de la realidad de cada país, por ejemplo de su estructura financiera

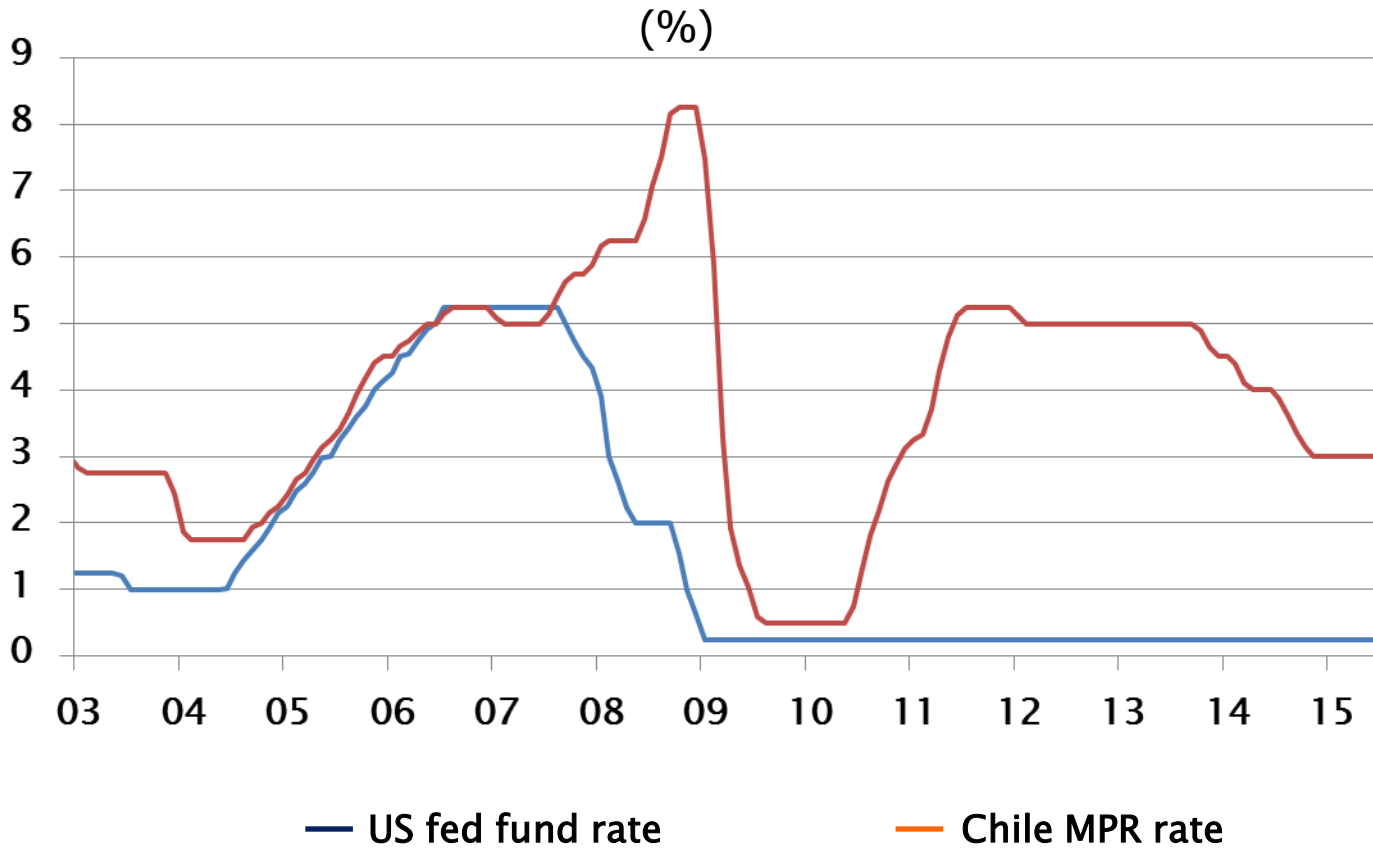
Relación participación Inversores y passthrough





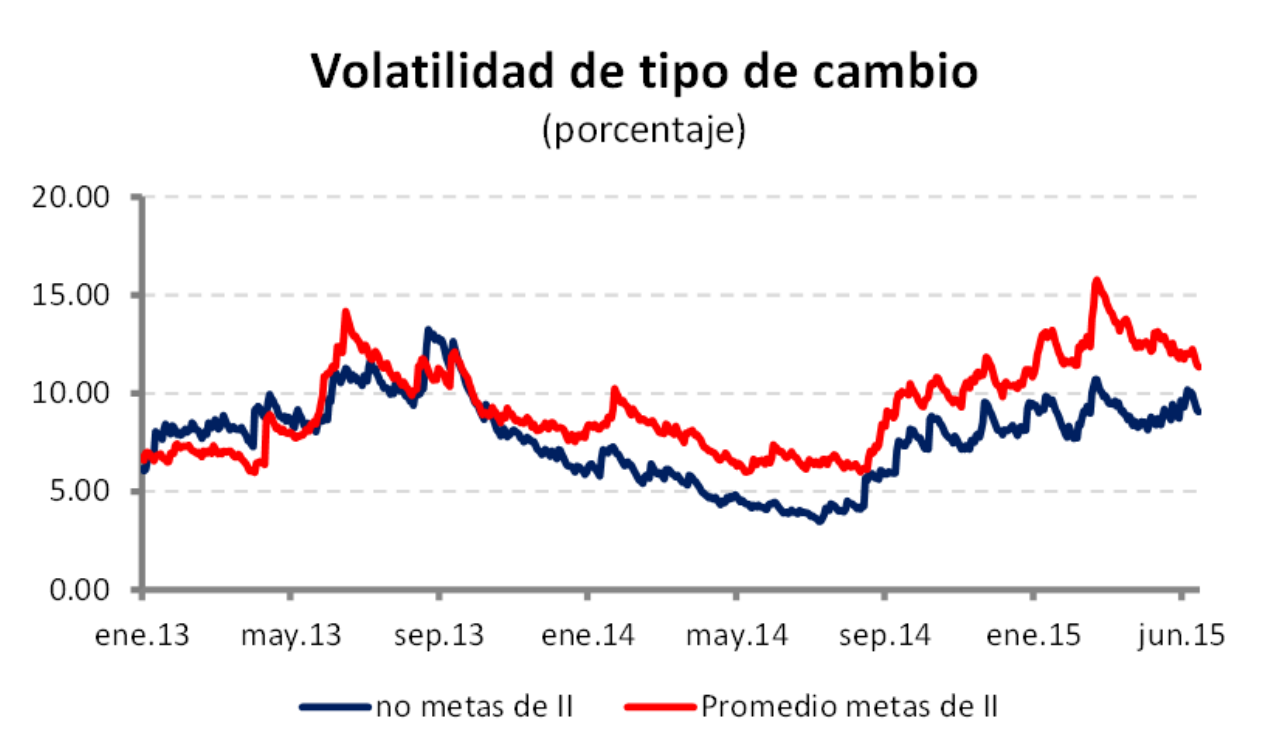
En el caso chileno la pol. monetaria ha sido independiente de la de EE.UU.

TPM en Chile y EE.UU.





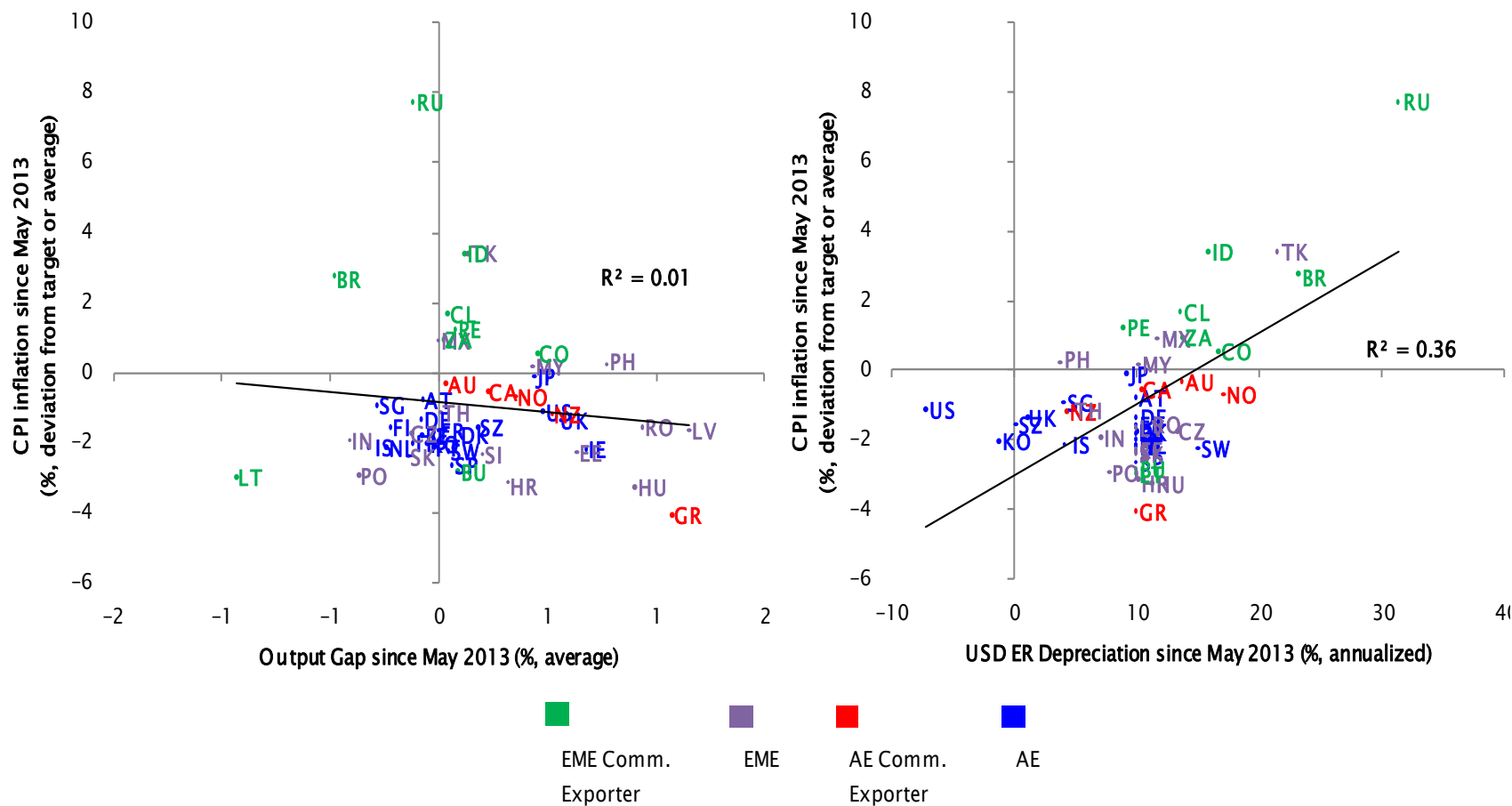
El TCN es un bueno para absorber shocks, pero tiene su costo





Dentro de ellos la inflación, por lo que la credibilidad es muy importante

Figure 3: Output gap, NER depreciation, and inflation since May 2013





Conclusiones

- La normalización de la política monetaria en EEUU plantea grandes desafíos a la conducción macro en los países emergentes, ya que las condiciones financieras pueden verse afectadas de manera importante si los premios por plazo se corrigen rápido y fuerte.
- Un esquema de tipo de cambio flexible con metas de inflación permite contrarrestar, en parte, los efectos antes mencionados, pero el costo es una depreciación de la moneda.
- La credibilidad del BC y la estructura financiera de los países serán claves a la hora de decidir cómo enfrentar estos desafíos.



Efectos de la normalización de la política monetaria en EE.UU.

Alberto Naudon Dell'Oro
Banco Central de Chile

Conferencia “Estabilidad monetaria y crecimiento económico”
Banco Central de Paraguay
3 de Julio de 2015