



NORMALIZACION Y COYUNTURA: La Teoría y la Política

- Juan Pablo Zárate Perdomo*
 - * Codirector Junta Directiva Banco de la República en colaboración con la UAI y el SGPMIE del Banco de la República . Presentación en el Traderland de la Universidad ICESI. Cali, 4 de Abril de 2019. Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.
-

Agenda

- **La “normalización monetaria” en E.E.U.U.**
- La teoría.
- El cambio reciente de condiciones monetarias.
- Algunas consideraciones de política.

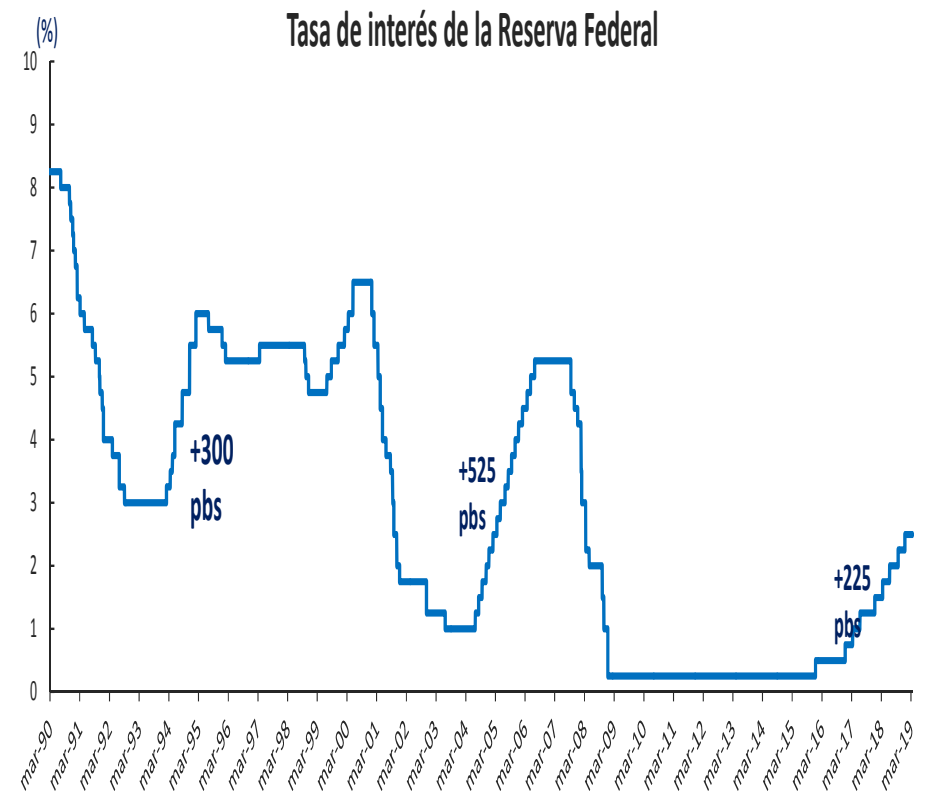
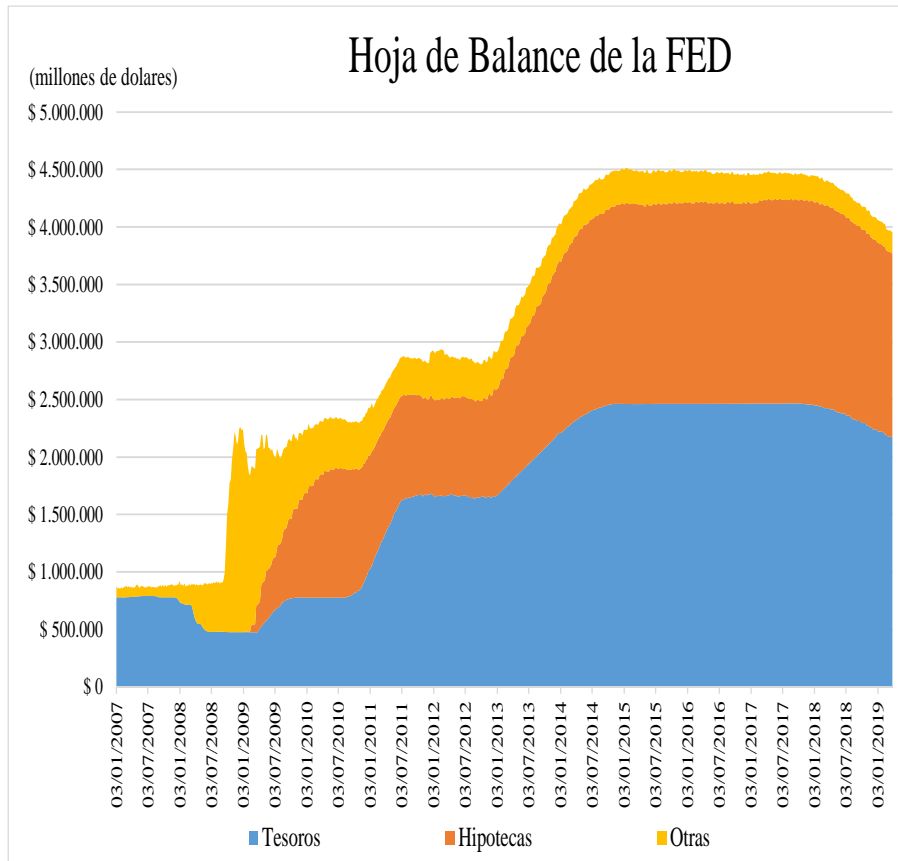
La Normalización monetaria en E.E.U.U.

- **Los resultados en Economías Emergentes fueron los esperados:** Disminución en precios de los activos, ajustes en los flujos de capital.
- **Dos períodos de endurecimiento de condiciones monetarias:** El anuncio de reducción de la hoja de balance y el incremento en las tasas de la FED.
- **El anuncio en la reducción de la hoja de balance** fue inesperado y produjo deterioros generalizados y de corta duración de los precios de los activos de Economías Emergentes.

La Normalización monetaria en E.E.U.U.

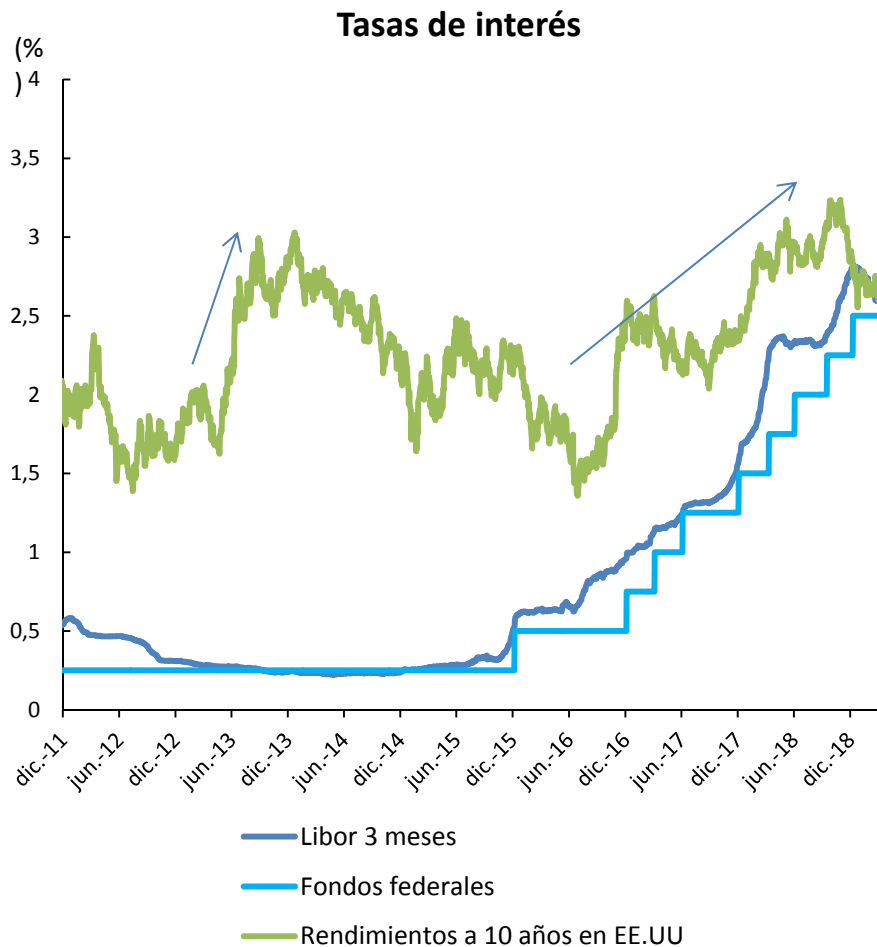
- **El incremento en la Tasa de interés de la FED** fue un proceso esperado y gradual con efectos diferenciados en los precios de los activos de las Economías Emergentes.
- **Los efectos en flujos fueron moderados** (en comparación con eventos similares) y, en la mayoría de los casos, permitieron ajustes graduales de las cuentas externas de los países emergentes, manteniendo un nivel de acceso razonable a los mercados financieros internacionales.

Hoja de balance de la FED y tasas de Intervención

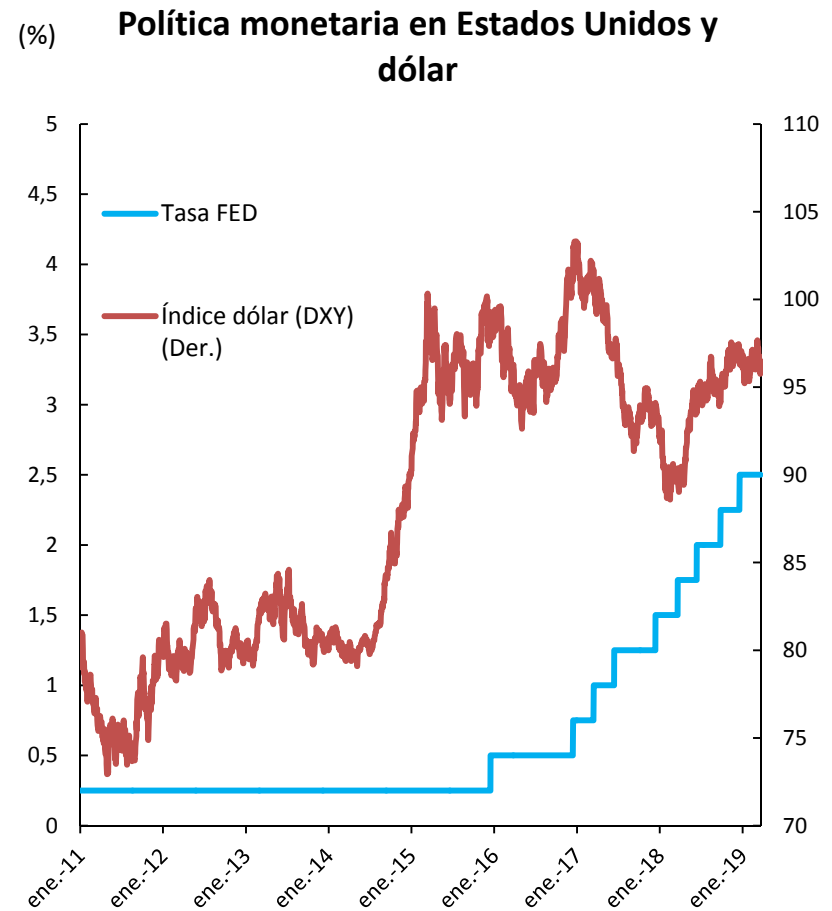


Fuente: FED

Endurecimiento Monetario: Efecto sobre las Tasas del Tesoro y el Dólar



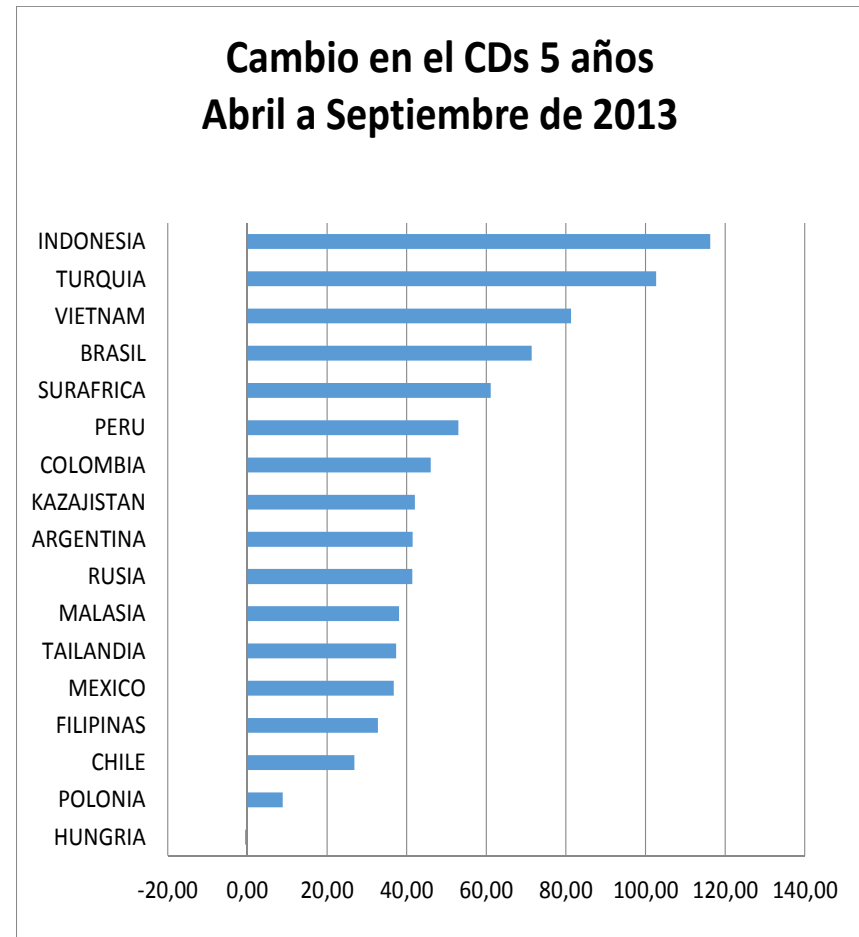
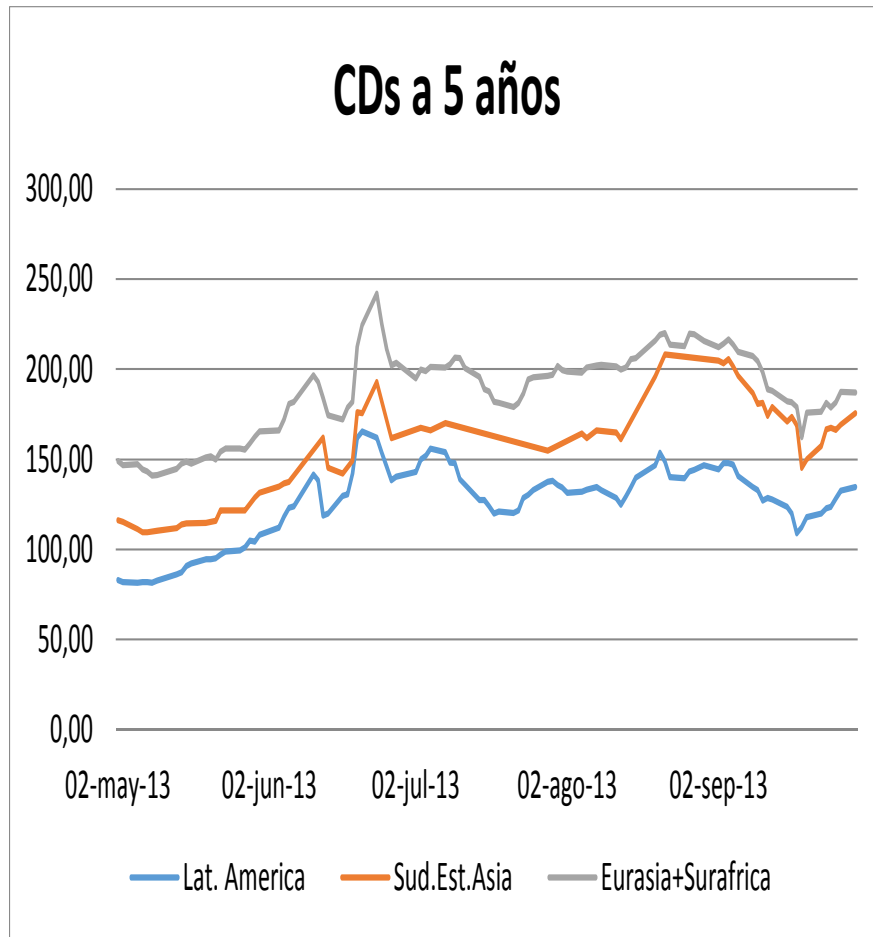
Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

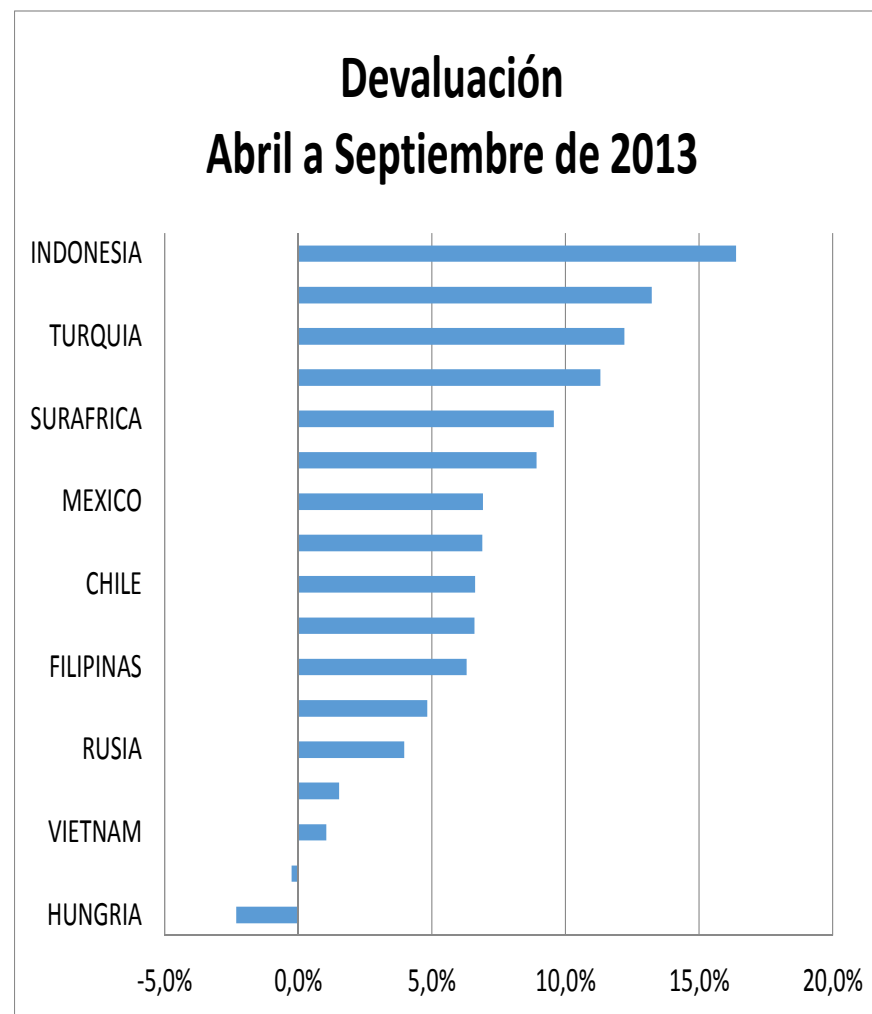
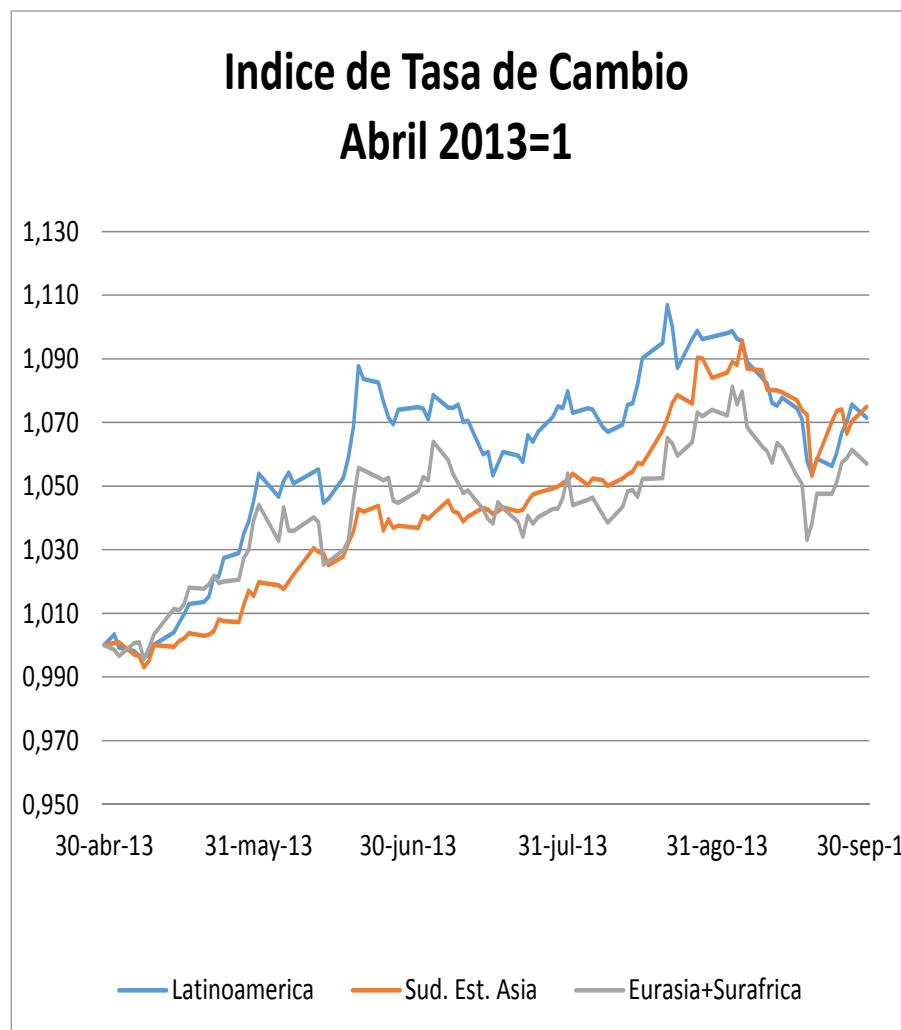
El índice DXY mide el desempleo del dólar estadounidense frente a una canasta de 6 monedas de economías avanzadas, un valor más alto significa un dólar más fuerte frente a esa canasta de monedas

El “Tapering” generó un incremento en la aversión al riesgo de inversiones en economías emergentes



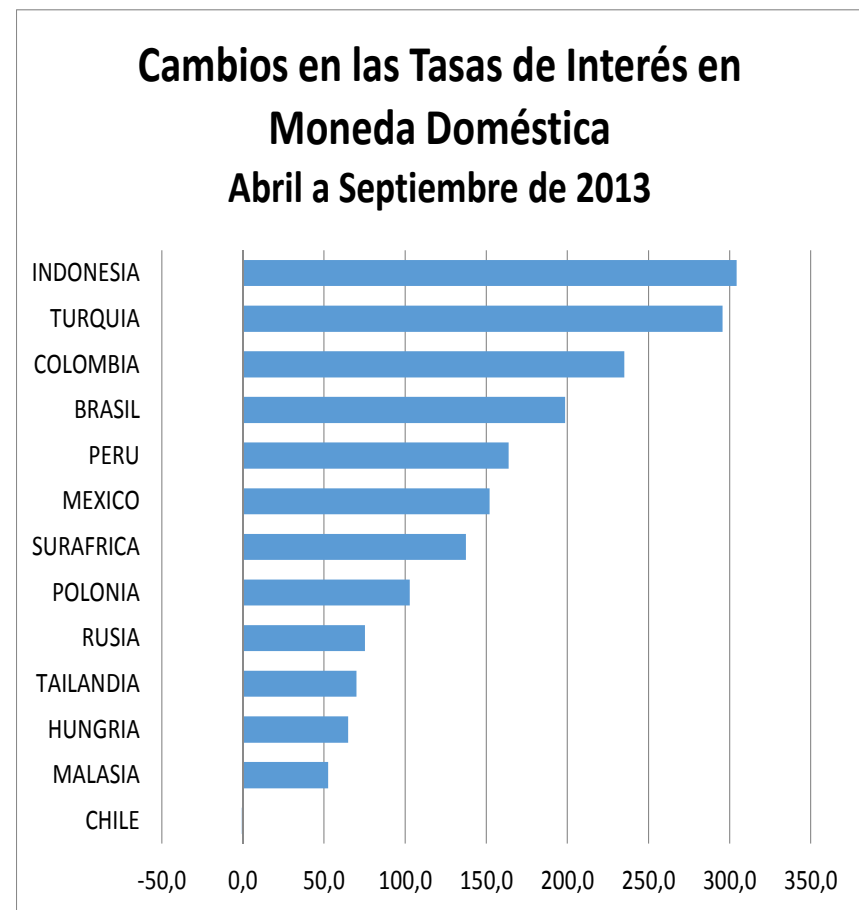
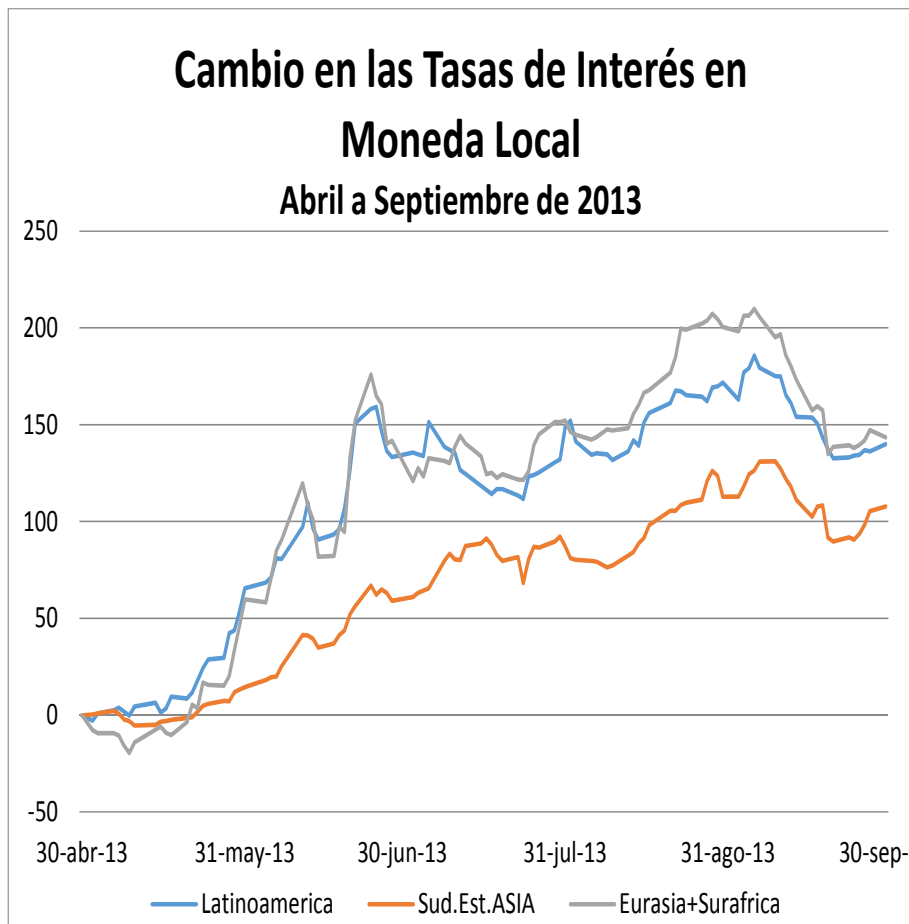
Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios

Generando una presión generalizada hacia la devaluación de las monedas locales



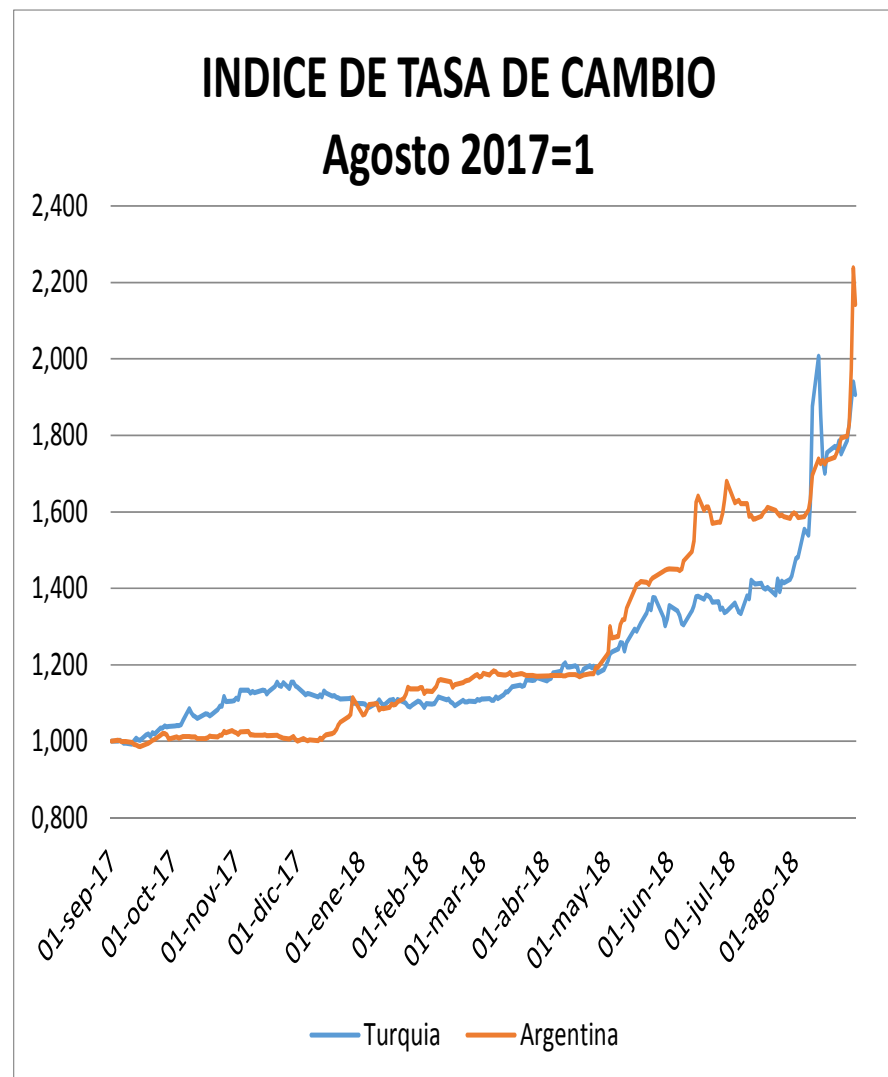
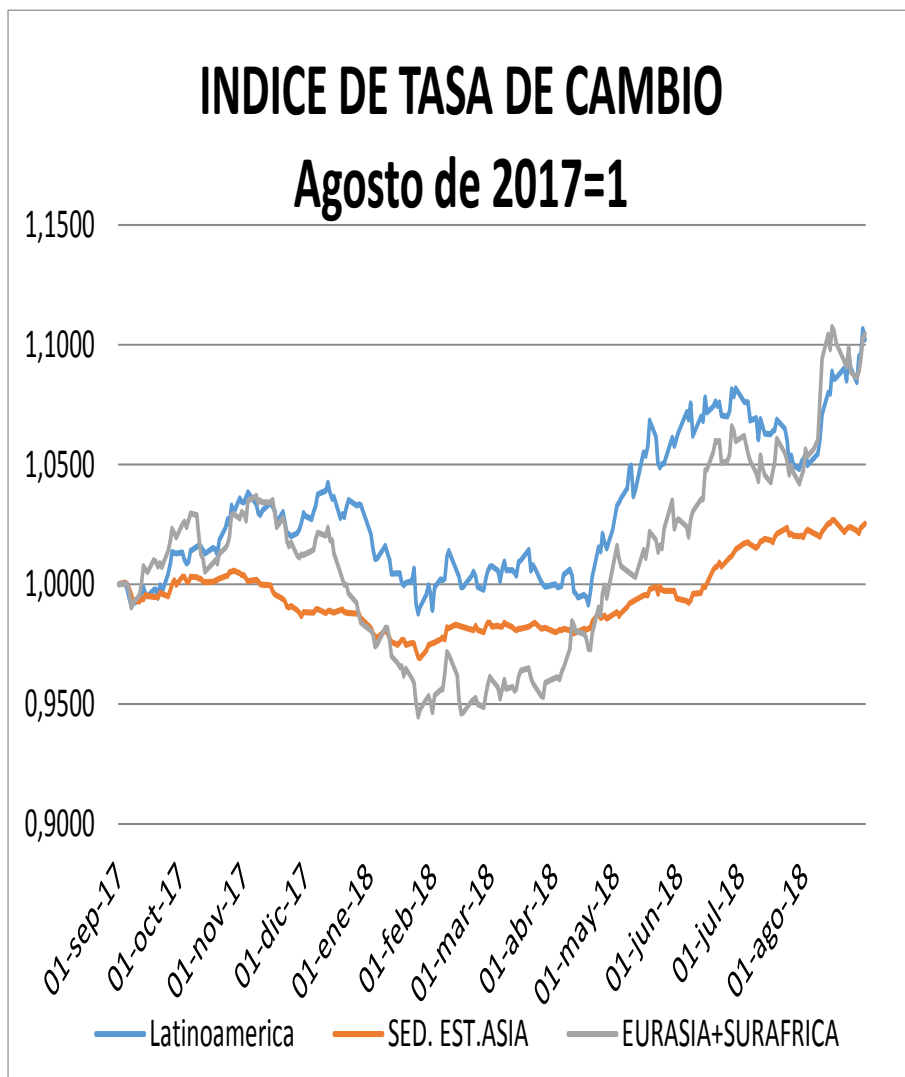
Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios

Y una presión, también generalizada, hacia el incremento de las tasas de bonos soberanos en monedas locales.



Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios

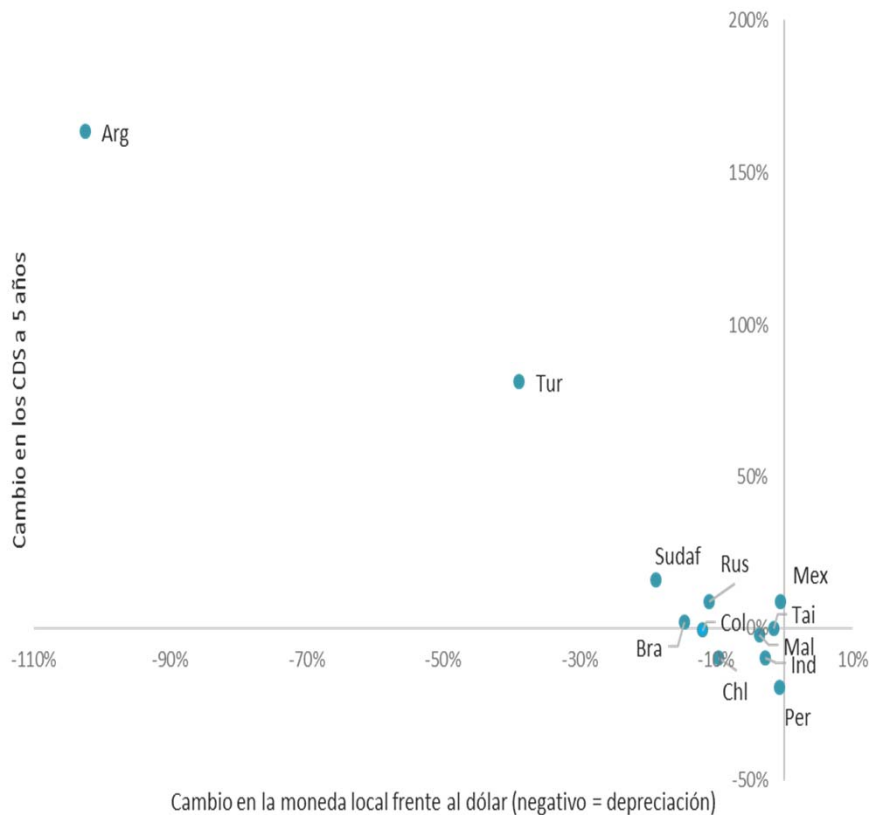
Incremento en Tasas de la FED: Tendencia a la devaluación, con alta diferenciación entre países



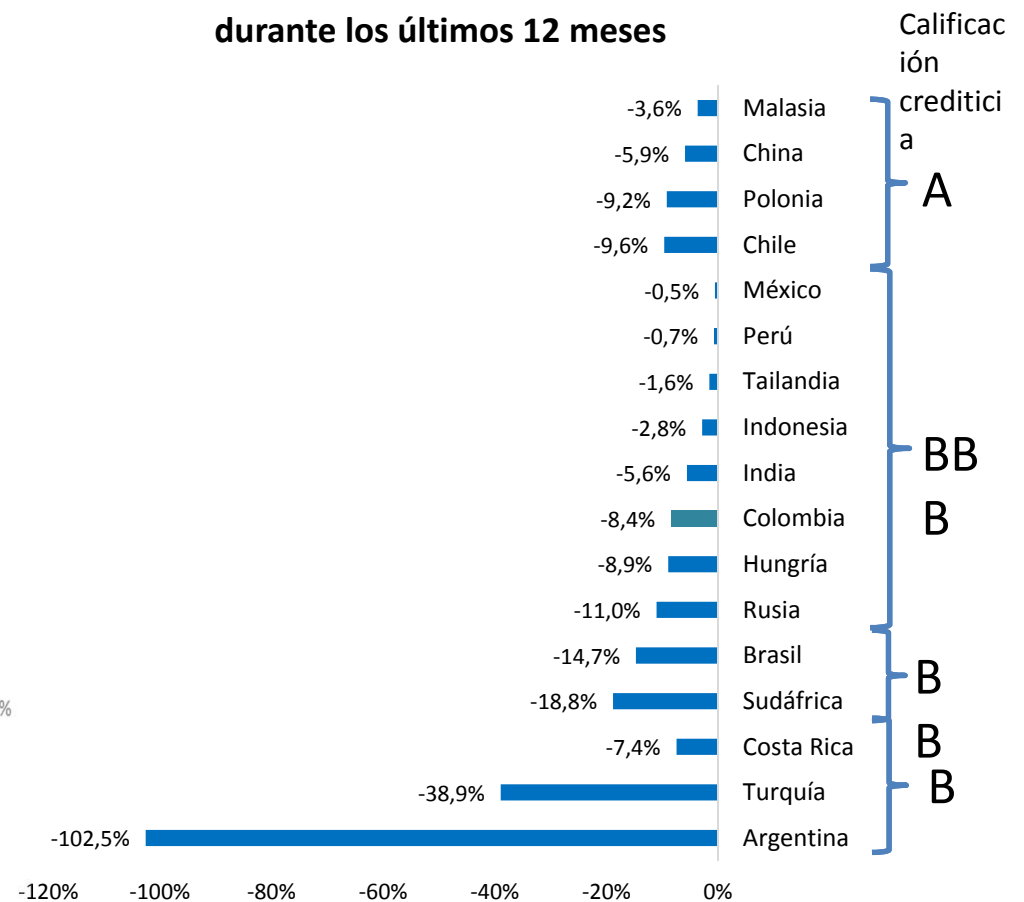
Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios

Diferenciación de mercados: El impacto en los mercados cambiarios dependió de la percepción de riesgo

Cambio en los CDS y depreciación durante los últimos 12 meses



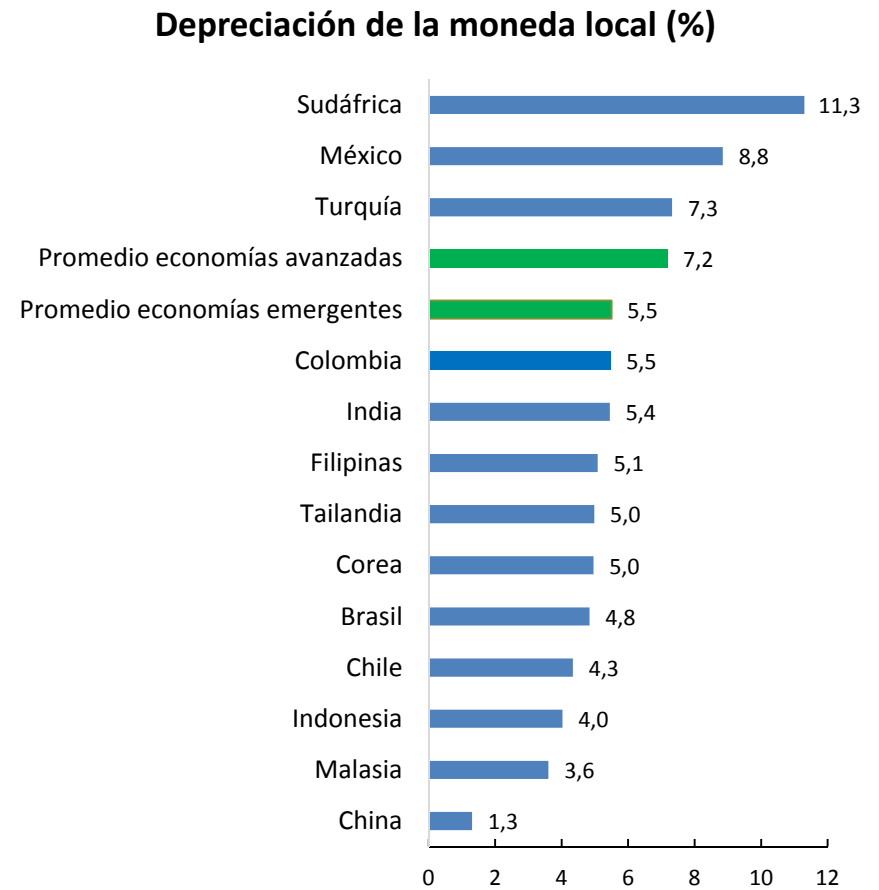
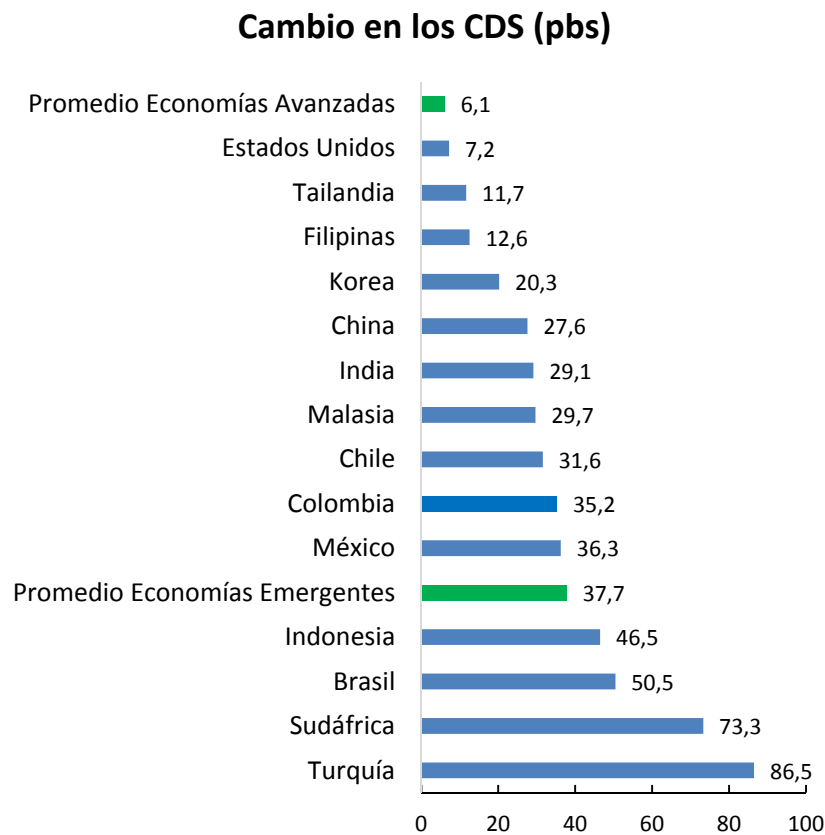
Cambio en la moneda local frente al dólar durante los últimos 12 meses



Fuente: Bloomberg. Cálculos del Banco de la República

Diferenciación de mercados: Y de la respuesta de las autoridades locales para permitir la flotación cambiaria

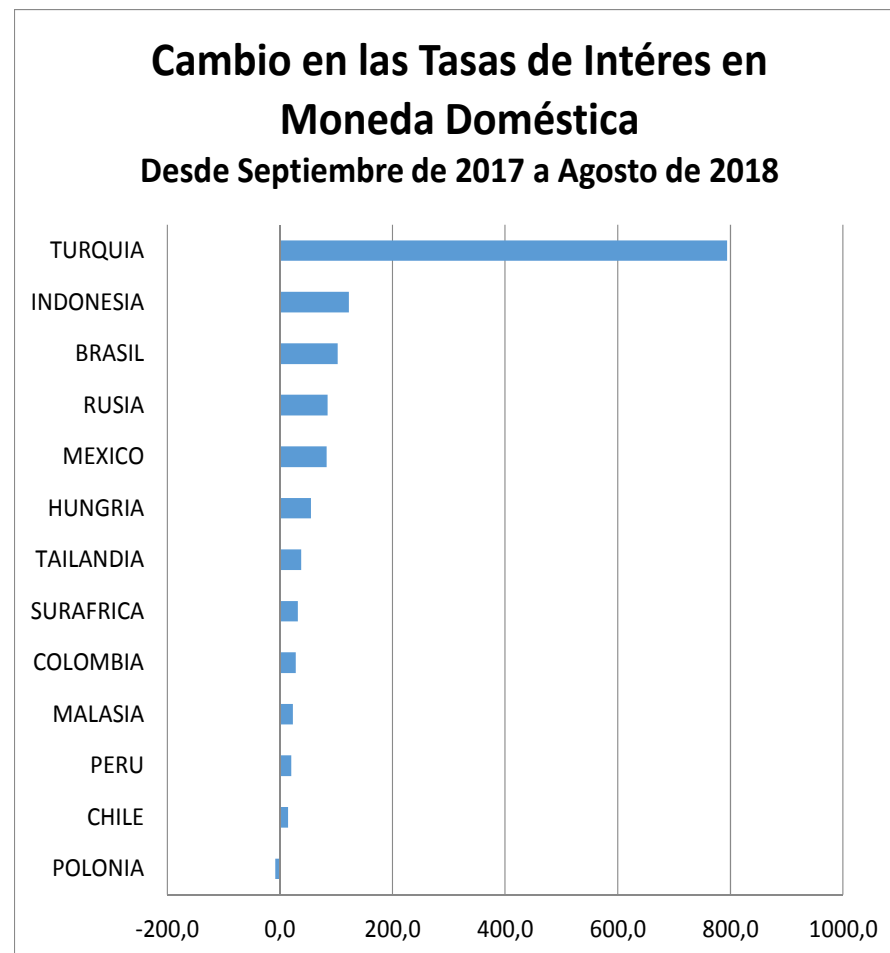
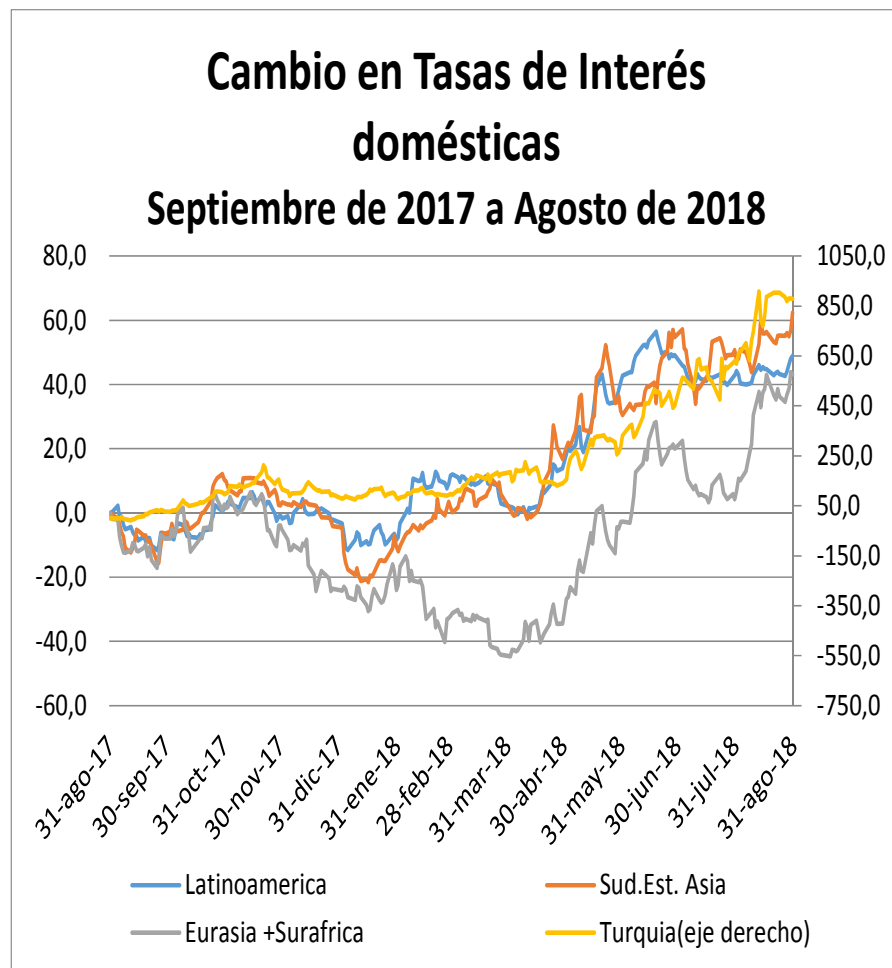
Respuesta a un aumento sorpresivo de 100 pbs en la tasa FED



* Las sorpresas de política se miden a partir del cambio en los rendimientos implícitos en los futuros de Eurodólar en ventanas de 1 hora alrededor de los comunicados del comité de política monetaria de la FED. La muestra incluye desde ene/10 hasta ago/18 (69 reuniones de la FED). Los precios de los activos se miden un día antes y un día después de la publicación de los comunicados de la FED.

Fuente: Reserva Federal

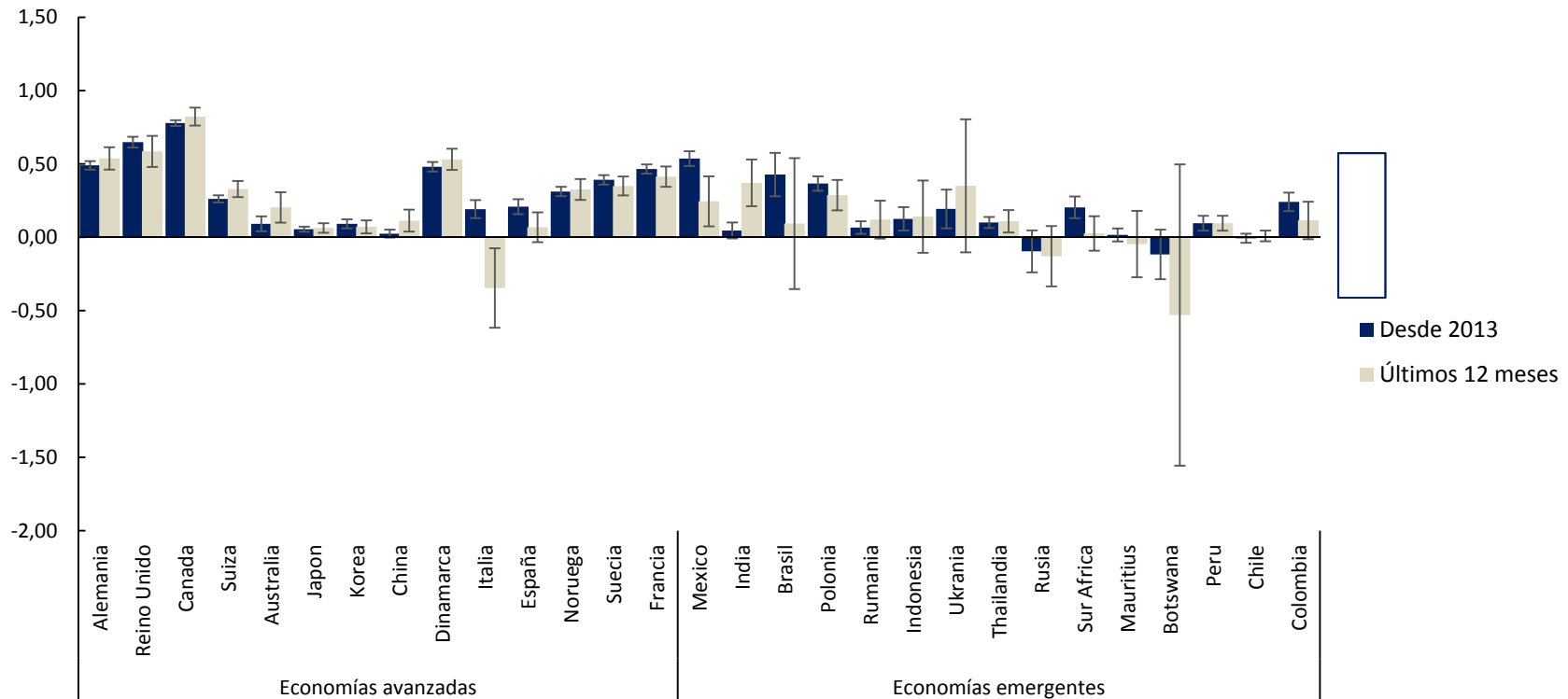
Incremento en Tasas de la FED: Impacto en Tasas Domésticas diferenciado por países y regiones



Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios

Incremento en Tasas de la FED: Impacto en Tasas Domésticas

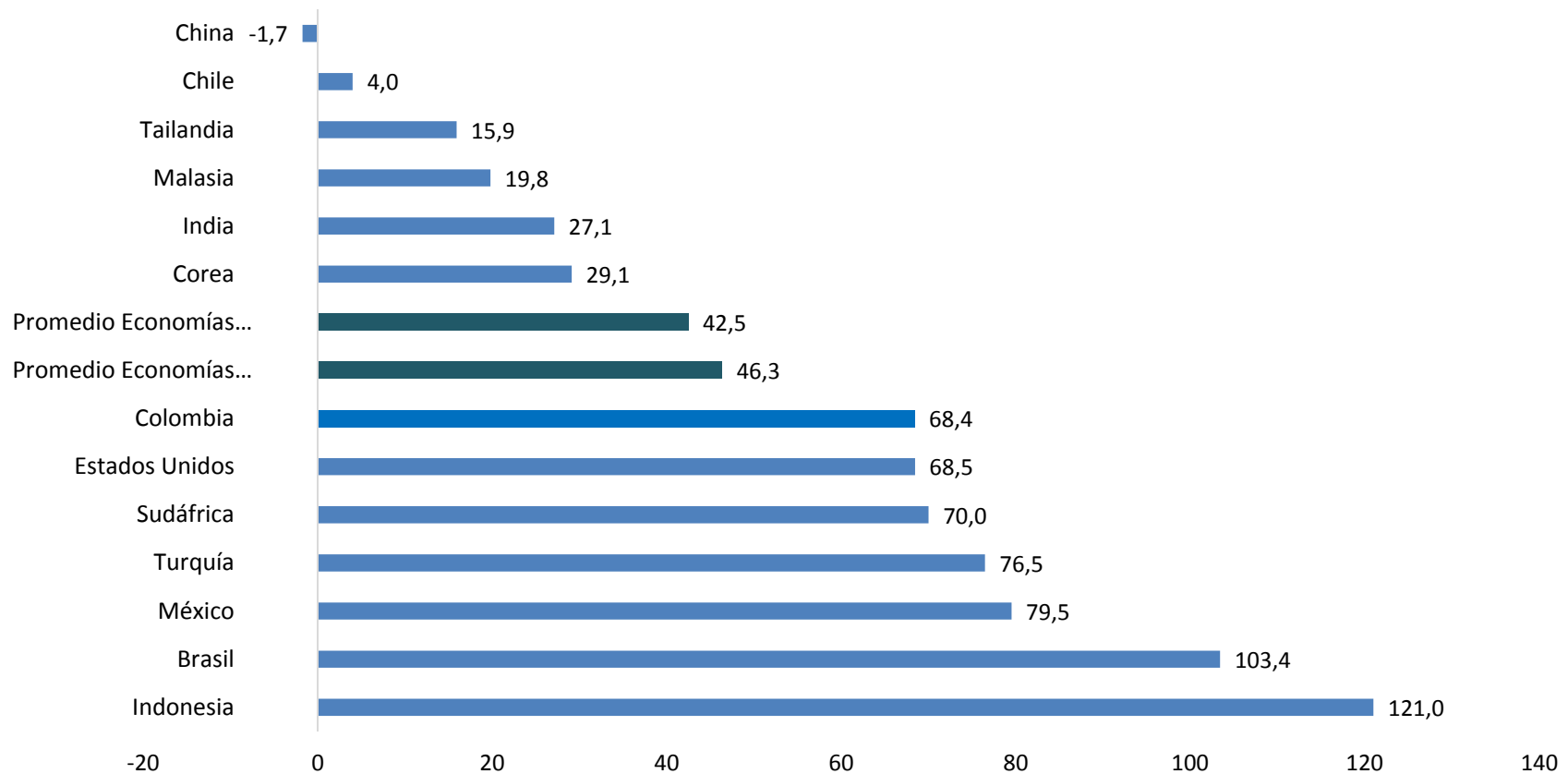
Sensibilidad de las tasas de los bonos soberanos en moneda local ante aumentos en la tasa de los títulos soberanos de Estados Unidos



Fuente: *Elaboración propia con información de Bloomberg. Se utilizan las tasas de los bonos soberanos a 10 años. La sensibilidad se refiere al beta de la regresión $dy = \alpha + \beta dy^* + \theta VIX + \zeta$. Se muestran los intervalos de confianza al 95%.*

Incremento en Tasas de la FED: Impacto en Tasas Domésticas

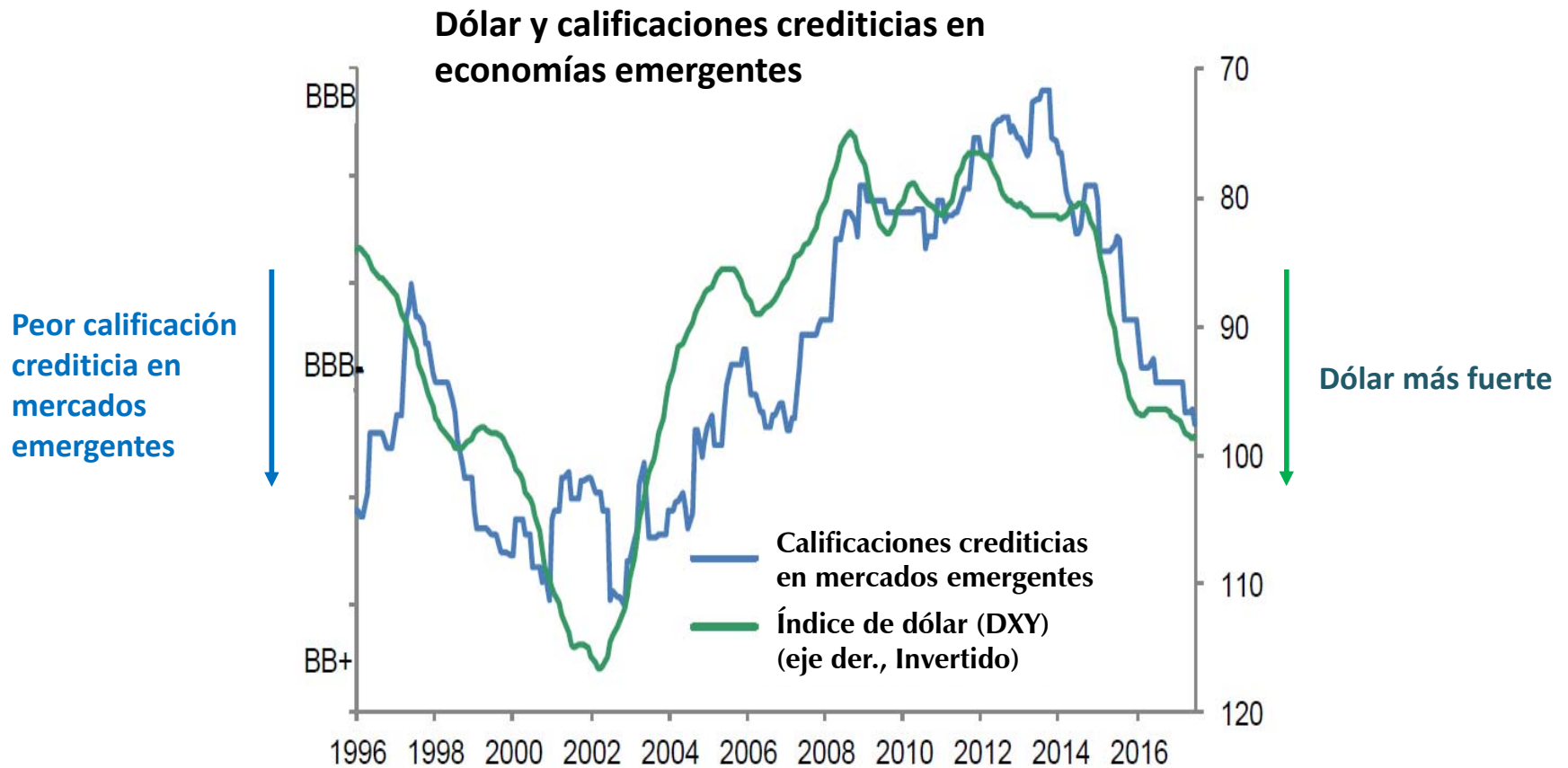
Cambio en los bonos soberanos en moneda local a 10 años (pbs) ante aumentos sorpresivos en la tasa FED de 100 pbs



* Las sorpresas de política se obtienen del cambio en los rendimientos implícitos en los futuros de Eurodollar, en ventanas de 1 hora alrededor de los comunicados del comité de política monetaria de la FED (FOMC). La muestra incluye desde ene/10 hasta ago/18 (69 reuniones de la FED). Los precios de los activos se miden un día antes y un día después de la publicación de los comunicados de la FED.

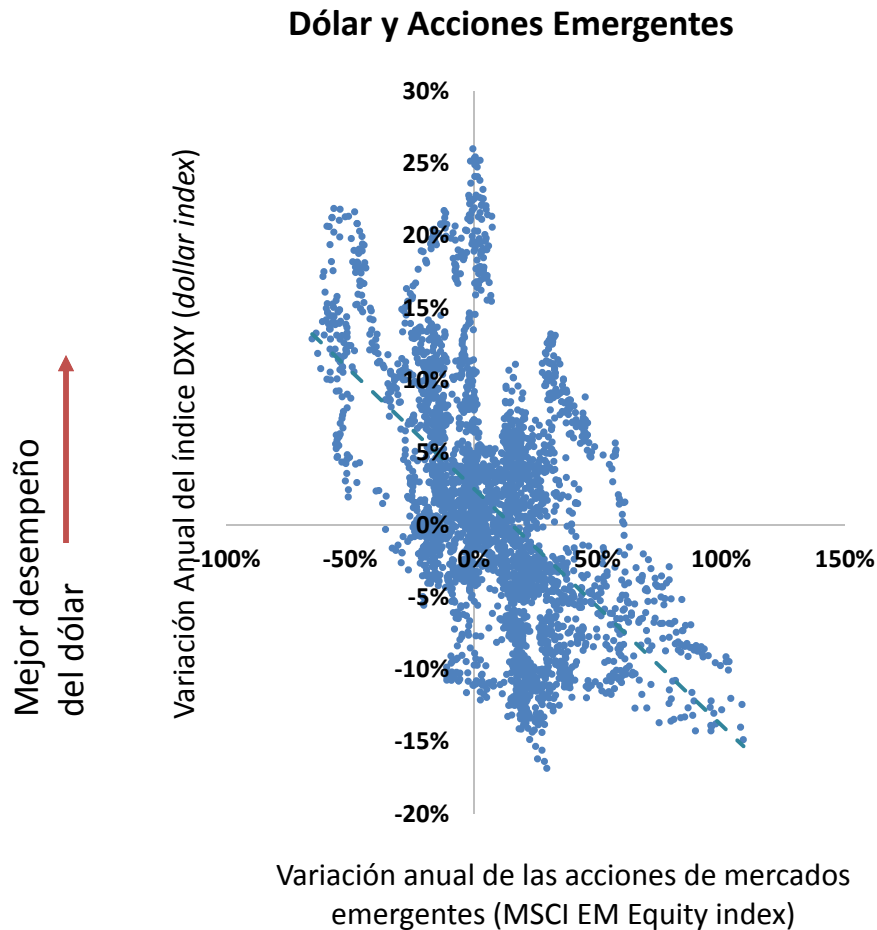
Fuente: Hoek, Jasper, Steven B. Kamin, and Emre Yoldas, 2019. "When Is Good News Bad News? U.S. Monetary Policy, Macro Surprises, and Financial Conditions in Emerging Markets," Federal Reserve Board, unpublished manuscript.

Apreciación del Dólar: Impacto en emergentes.

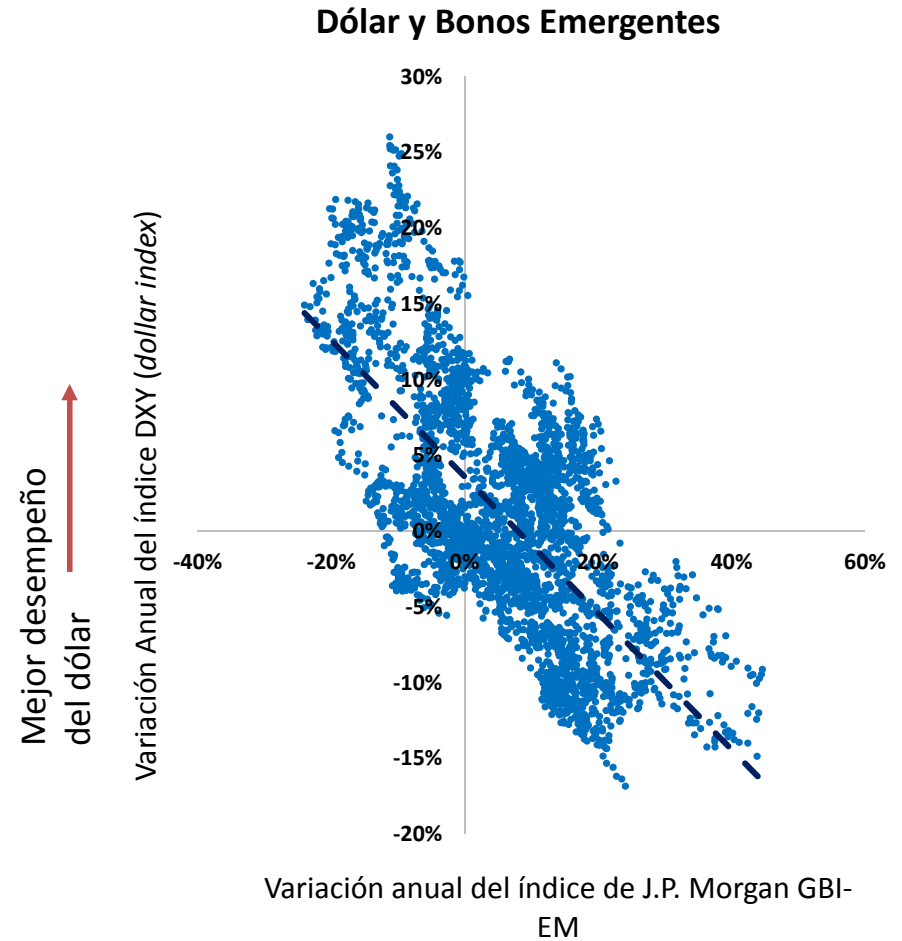


Fuente: BNP Paribas

Apreciación del Dólar: Impacto en emergentes.



Peor desempeño de las acciones en mercados emergentes

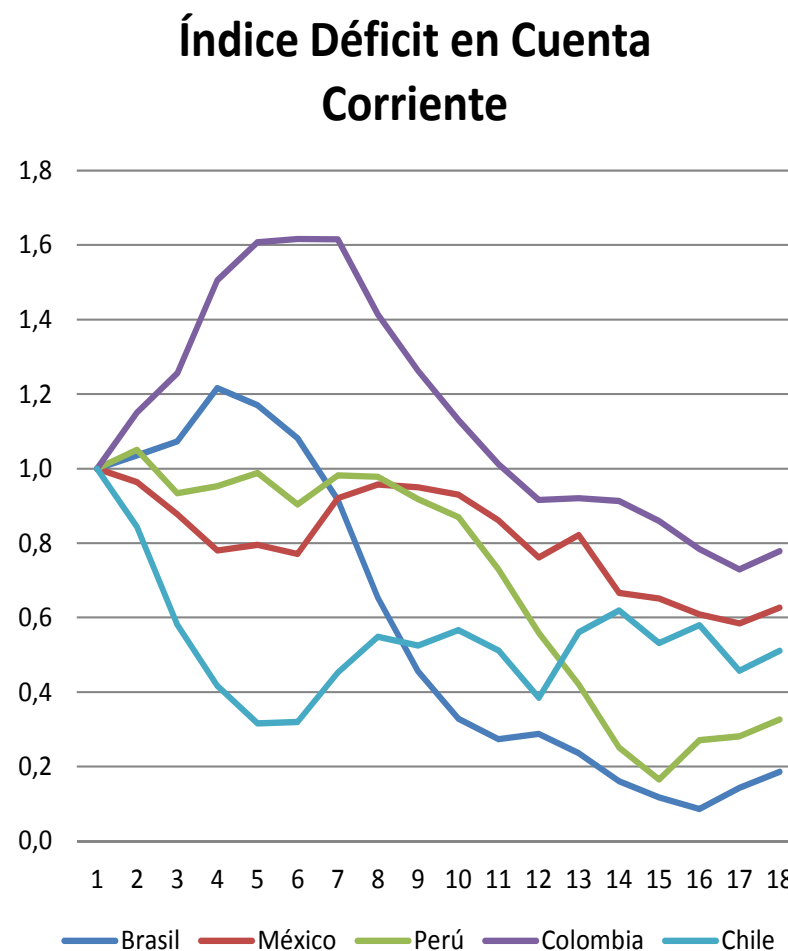
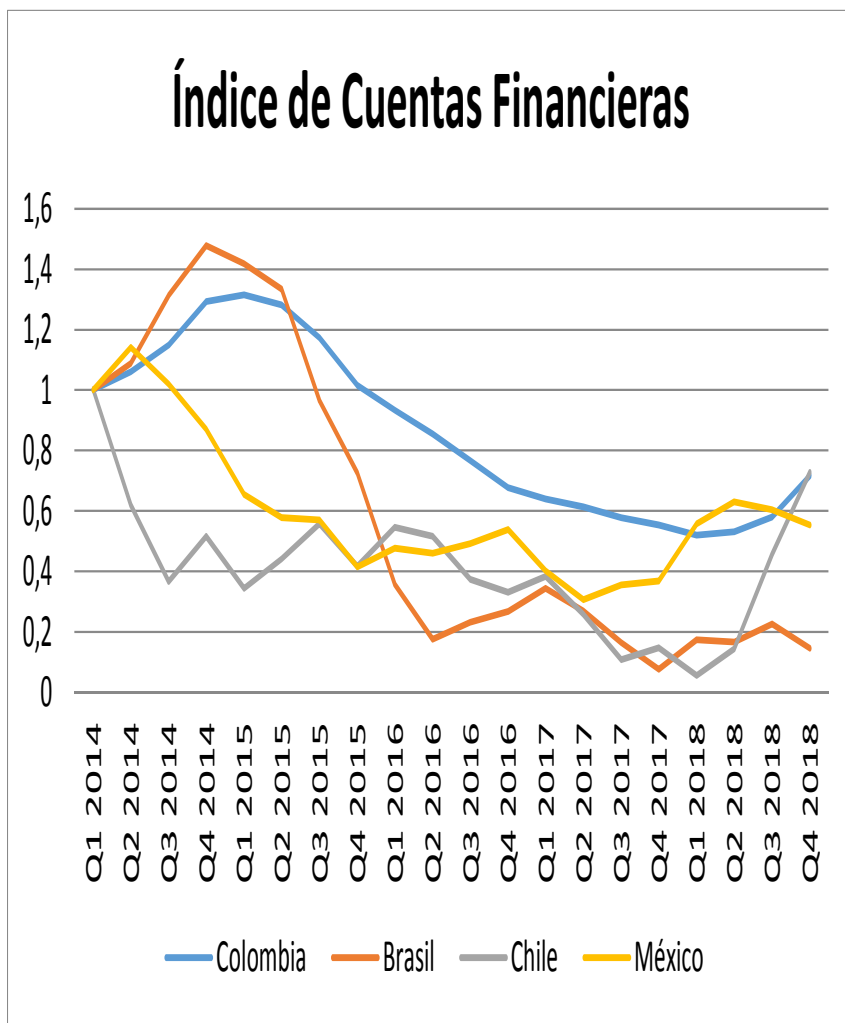


Peor desempeño de los bonos de economías emergentes

El índice DXY mide el desempleo del dólar estadounidense frente a una canasta de 6 monedas de economías avanzadas. El índice MSCI EM mide el desempeño de acciones de 24 economías emergentes. El índice GBI-EM sigue el desempeño de bonos soberanos de 15 economías emergentes.

Fuente: Elaboración propia con información de Bloomberg. Muestra desde el 2005

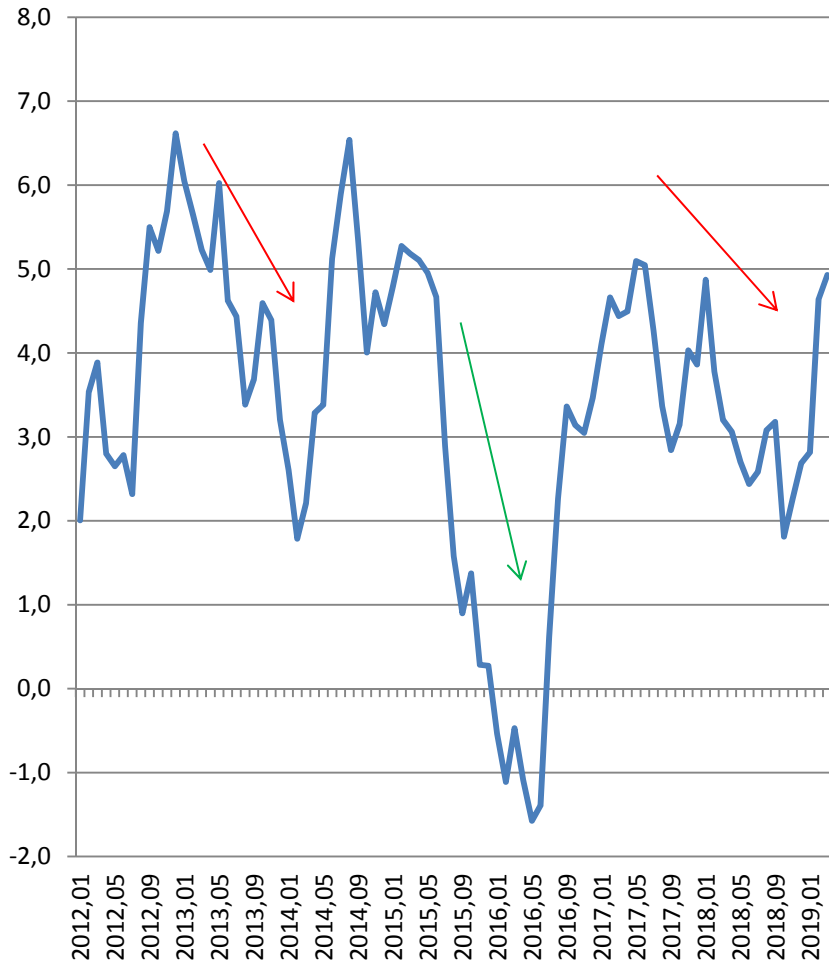
Ajuste moderado en los ingresos de capitales y en los déficits corrientes



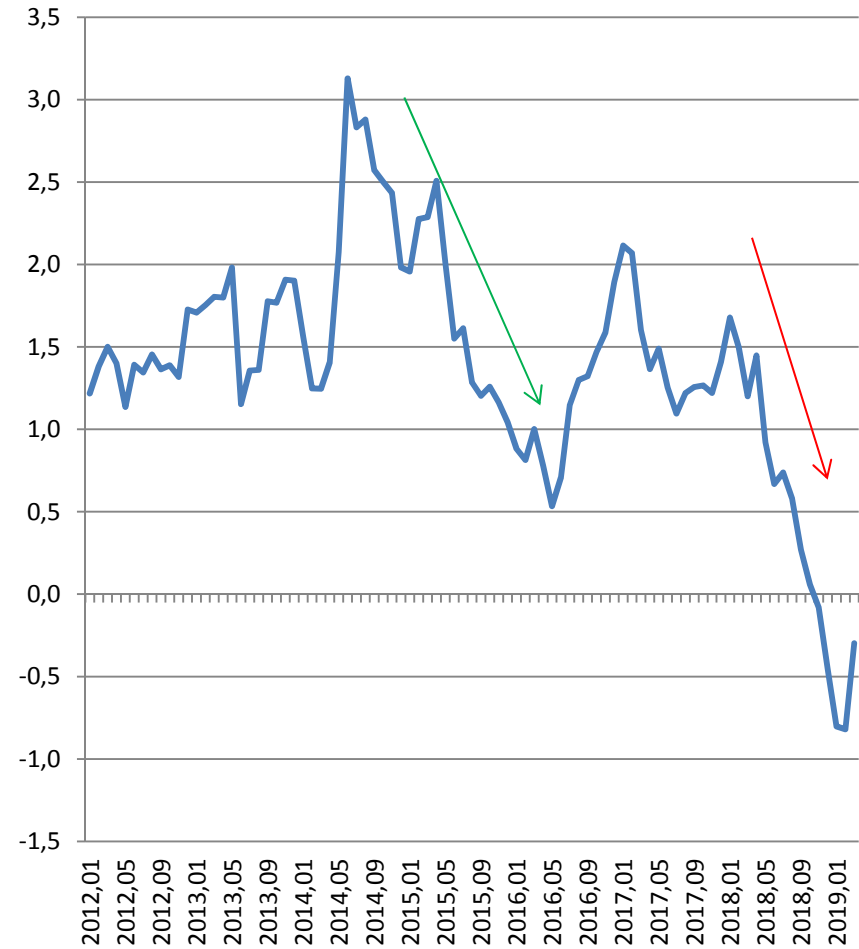
Fuente: Bancos Centrales. Cálculos Propios

Períodos de ajuste en los capitales de portafolio

Asia Emergente



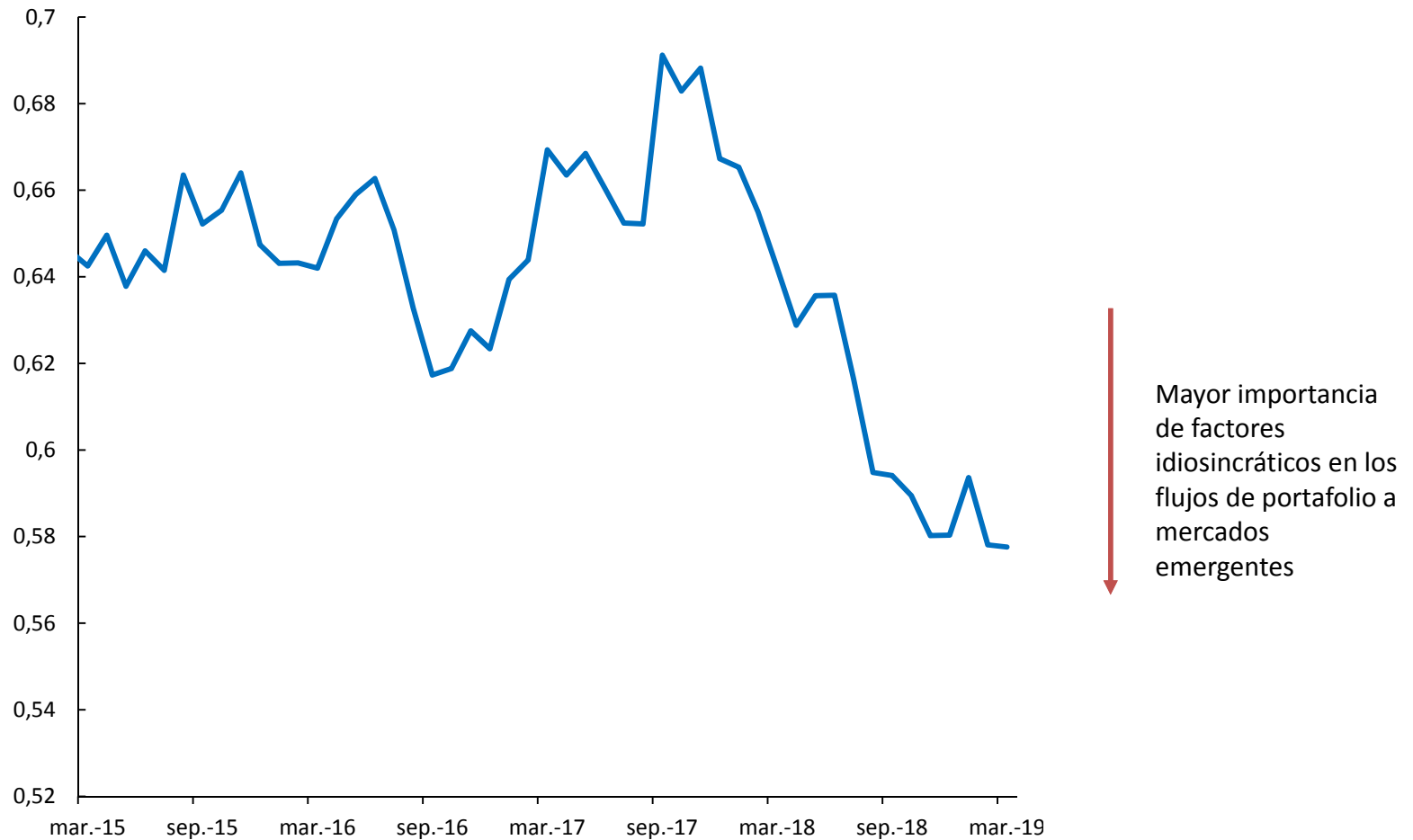
América Latina



Fuente: IIF.

Diferenciación de los Mercados: Flujos de Capitales

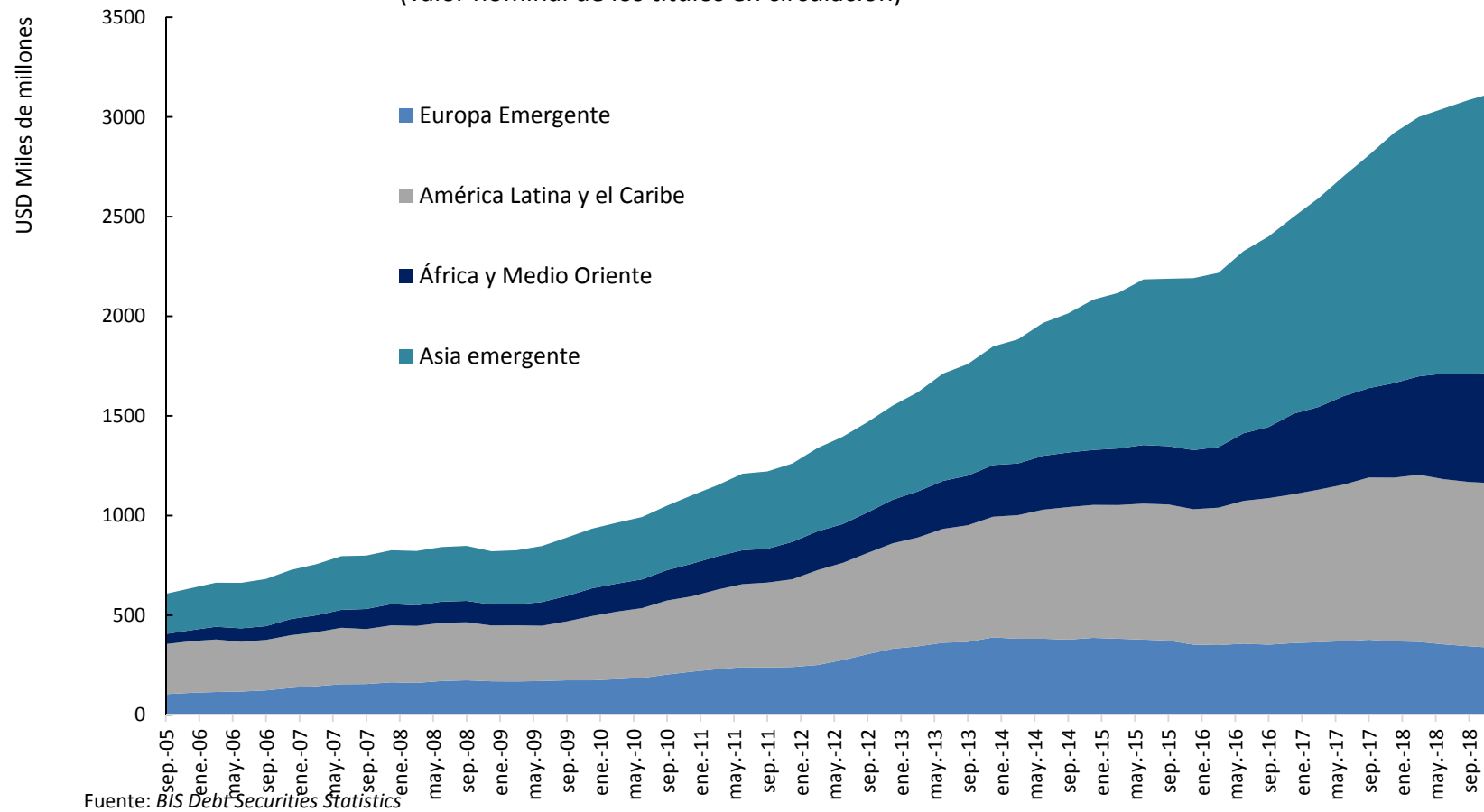
Primer componente principal de los flujos de portafolio a regiones emergentes – Ventana de 36 meses



Fuente: *Elaboración propia con información del IIF. La caída en el primer componente principal sugiere que factores idiosincráticos son ahora más importantes para los flujos de portafolio a economías emergentes.*

Las condiciones monetarias mas “apretadas” en algunos períodos no impidieron el acceso al mercado de bonos

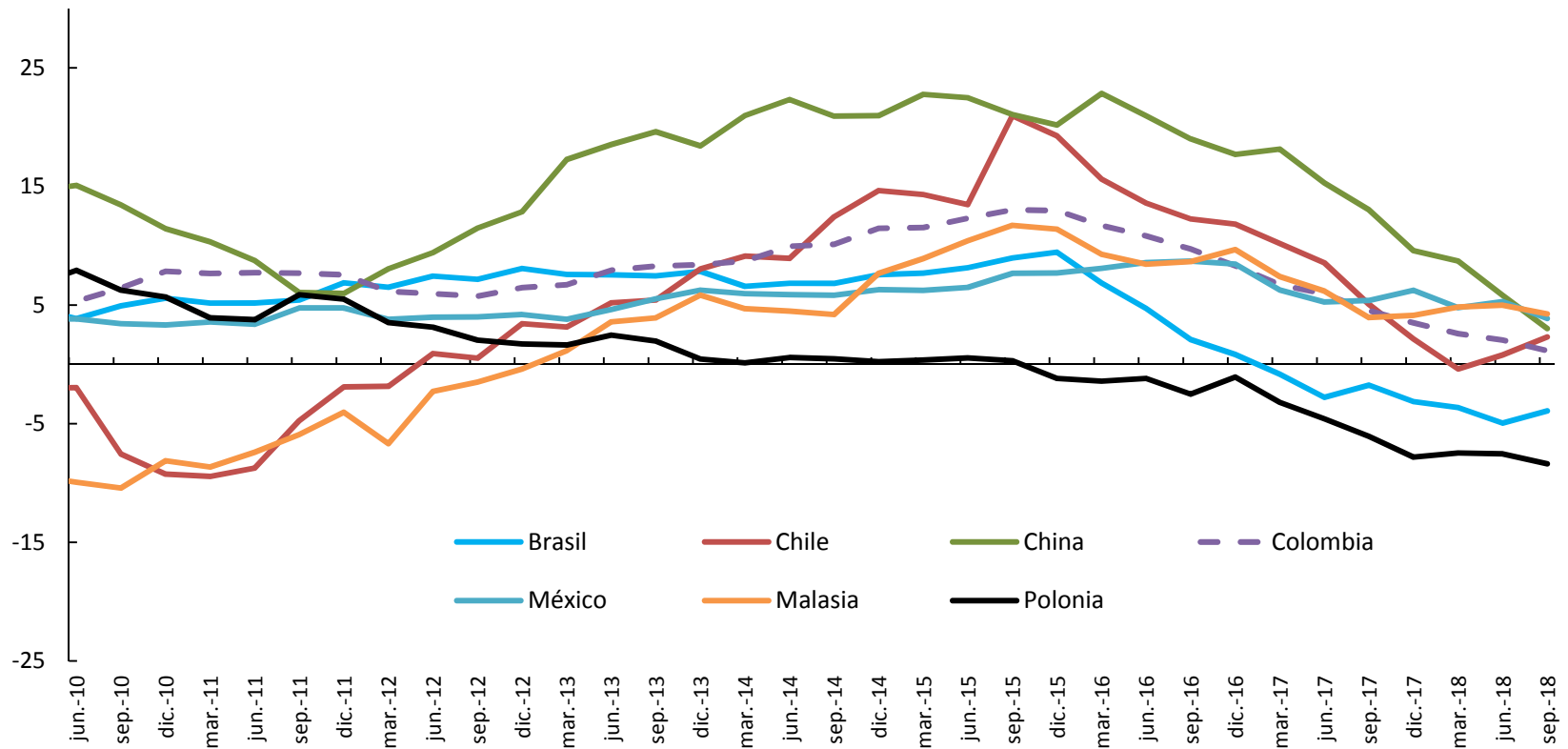
Bonos denominados en dólares en regiones en desarrollo
(valor nominal de los títulos en circulación)



Fuente: BIS Debt Securities Statistics

Aunque contribuyeron a corregir excesos crediticios

Credit-to-GDP gap (%PIB)
(desviación frente a la tendencia en la razón *credit-to-GDP*)



Fuente: BIS Debt Securities Statistics

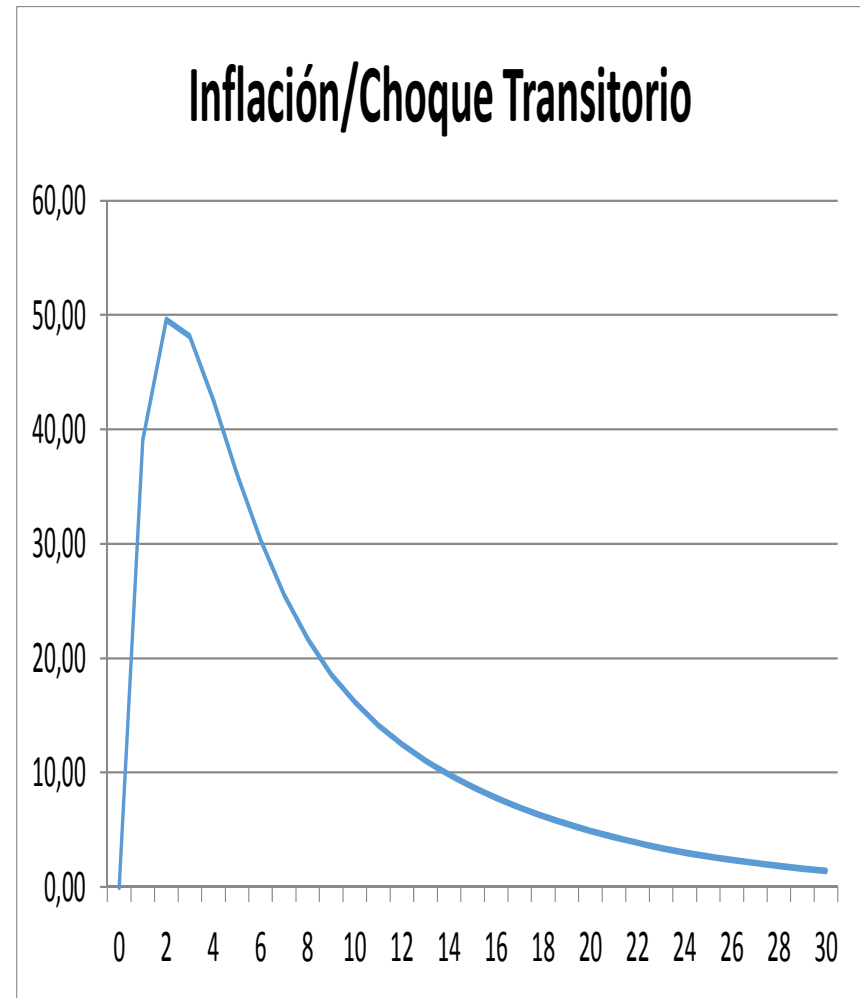
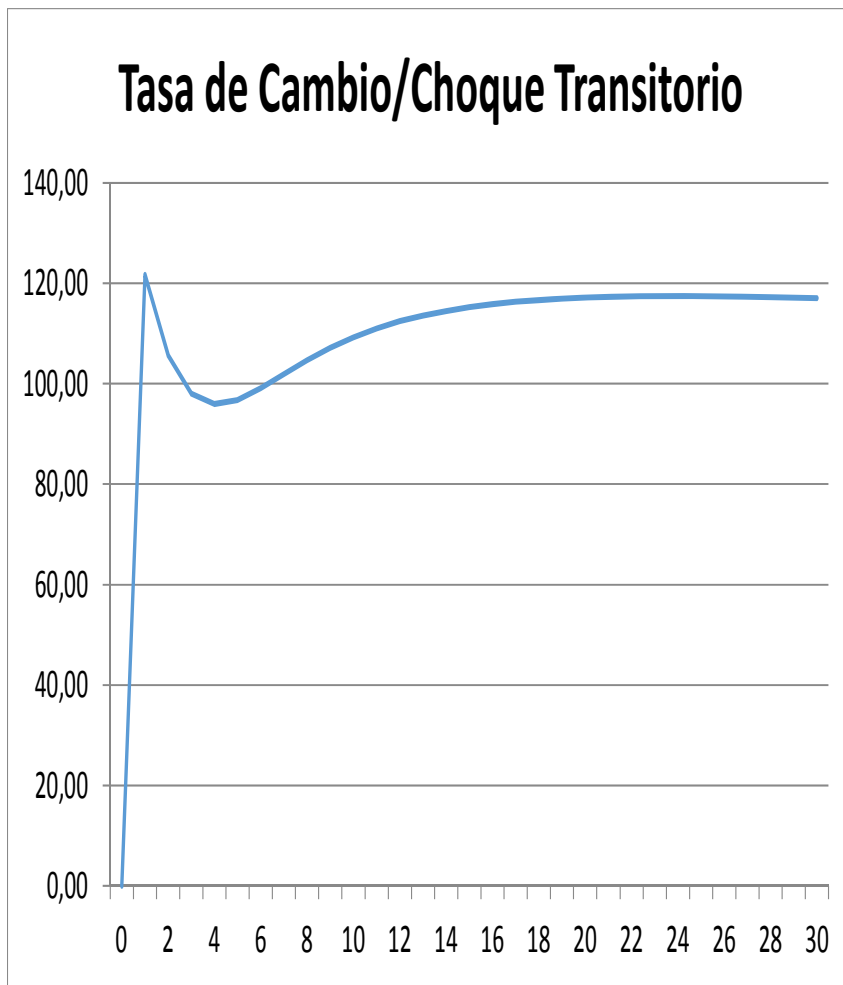
Agenda

- La “normalización monetaria” en E.E.U.U.
- **La teoría.**
- El cambio reciente de condiciones monetarias.
- Algunas consideraciones de política.

Qué dice la Teoría?

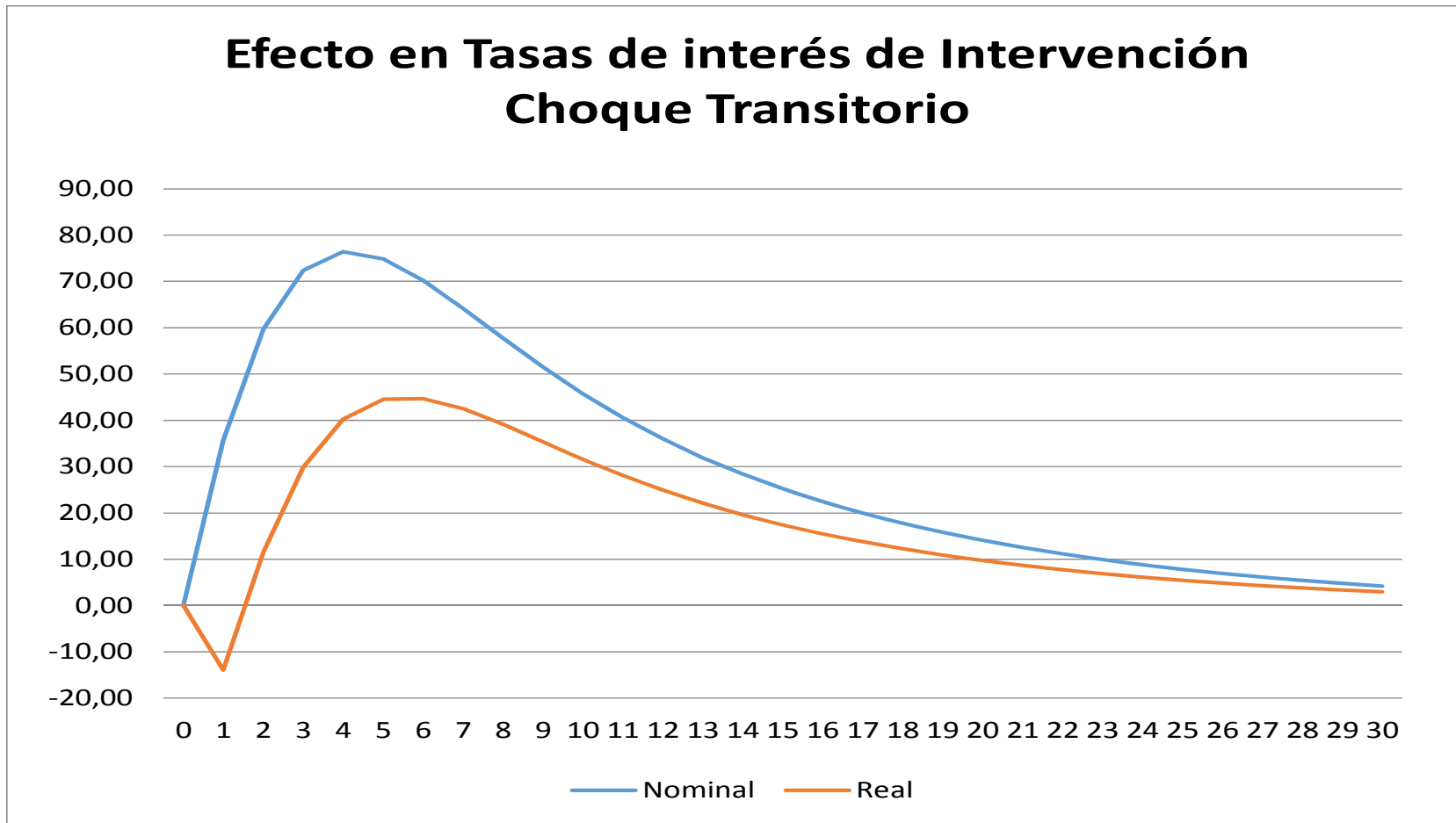
- En economías como la colombiana, la normalización y su efecto sobre las primas de riesgo inducen alguna presión a subir las tasas de interés de intervención.
- Este impulso, así como el rol de otras variables como las tasas de cambio, dependen del carácter permanente o transitorio del “endurecimiento monetario”.
- En el caso reciente los efectos transitorios parecen tener un papel importante.

Ante un incremento transitorio del costo del financiamiento externo la tasa de cambio y los precios domésticos reaccionan



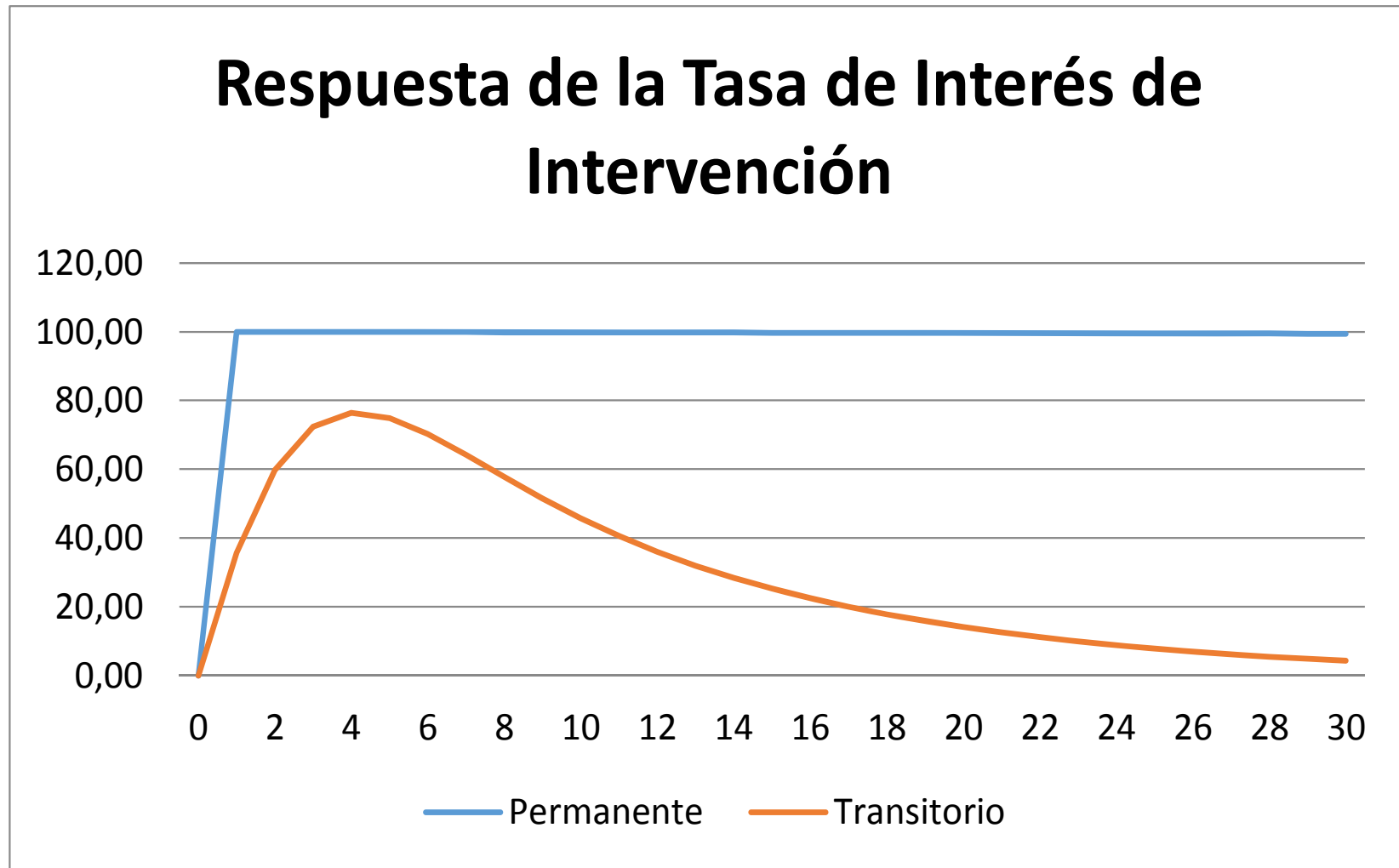
Fuente: Banco de la República

La reacción de política tradicional implica un incremento de la tasa de interés de intervención. Este incremento es gradual, transitorio y menor que el incremento en la tasa externa.



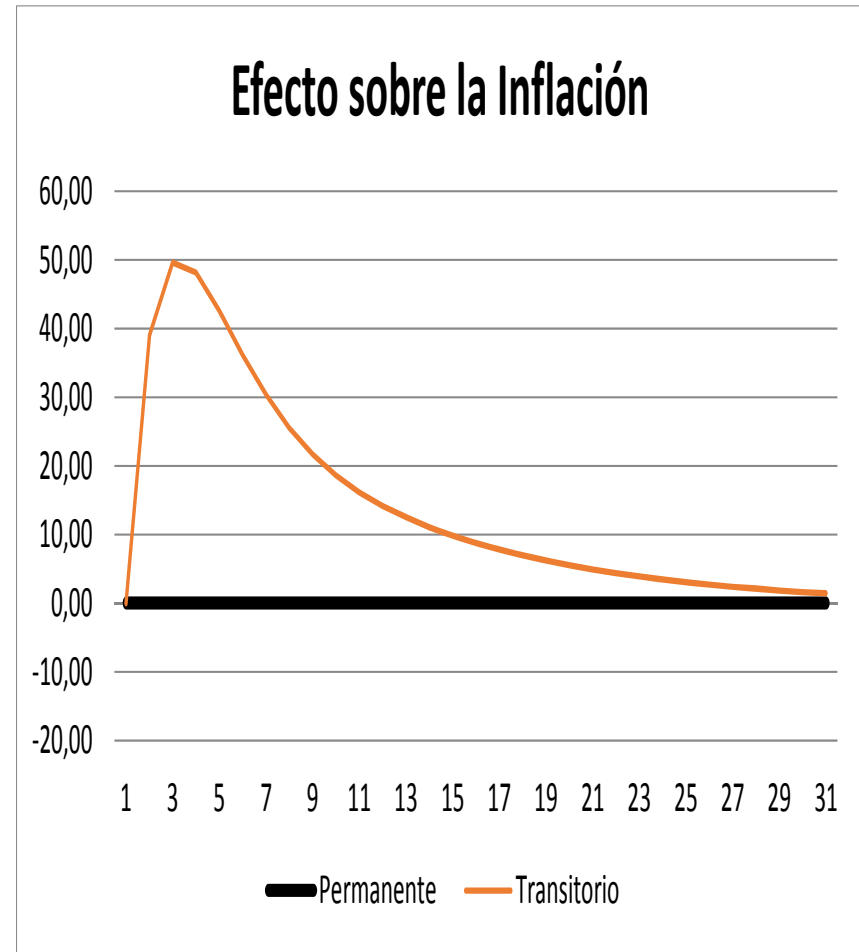
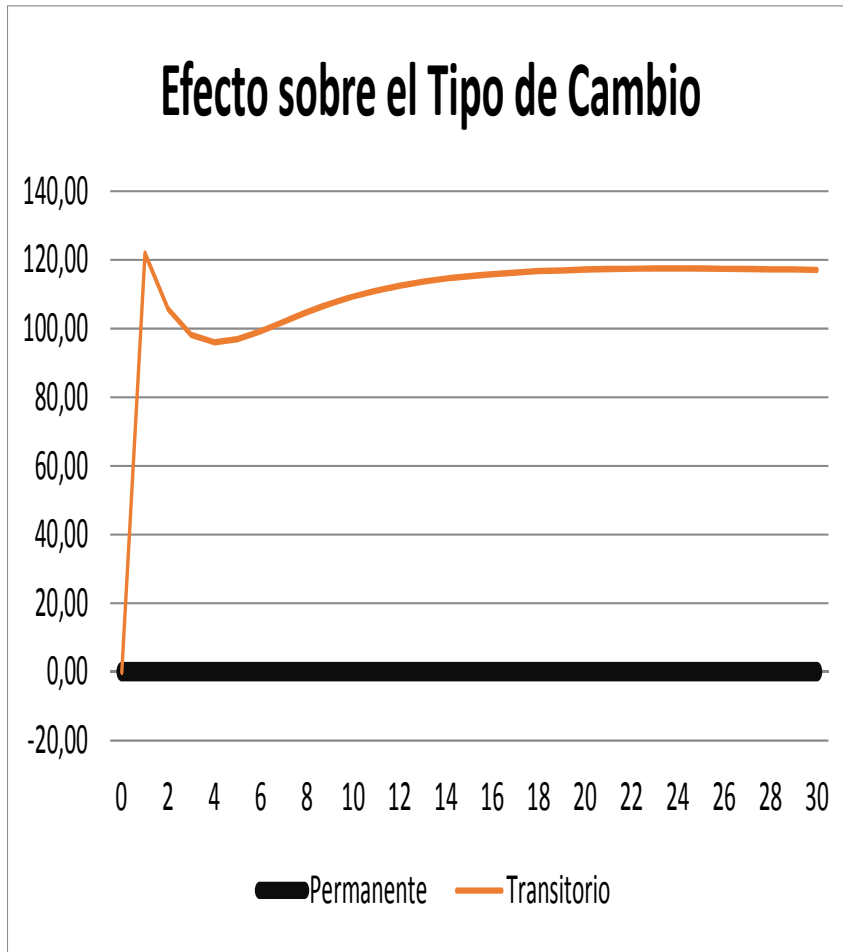
Fuente: Banco de la República

En contraste, el cambio permanente en el costo del financiamiento conduce a una respuesta inmediata, permanente y completa



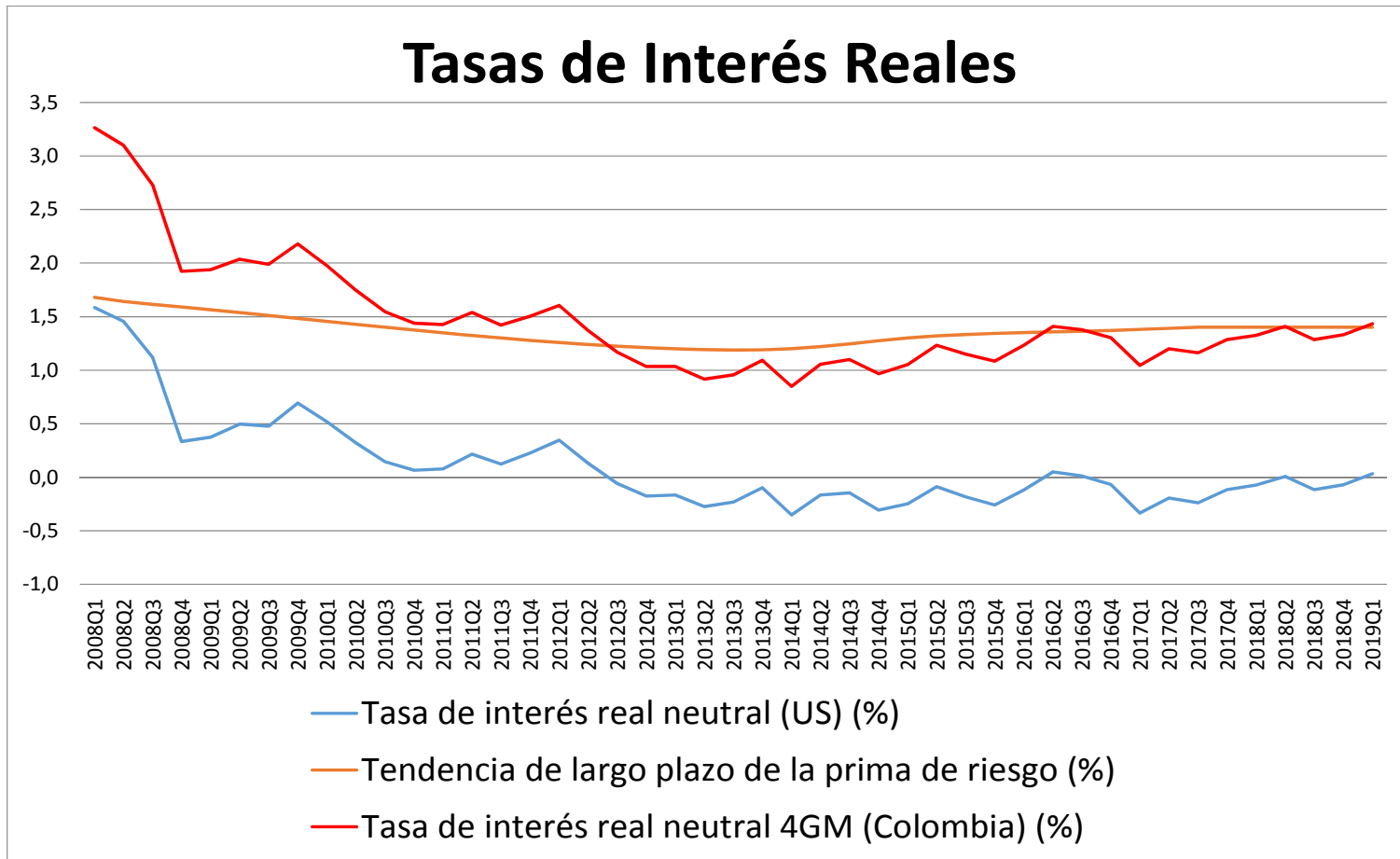
Fuente: Banco de la República

Dada esta reacción de política, no hay depreciación ni cambio en los precios domésticos.



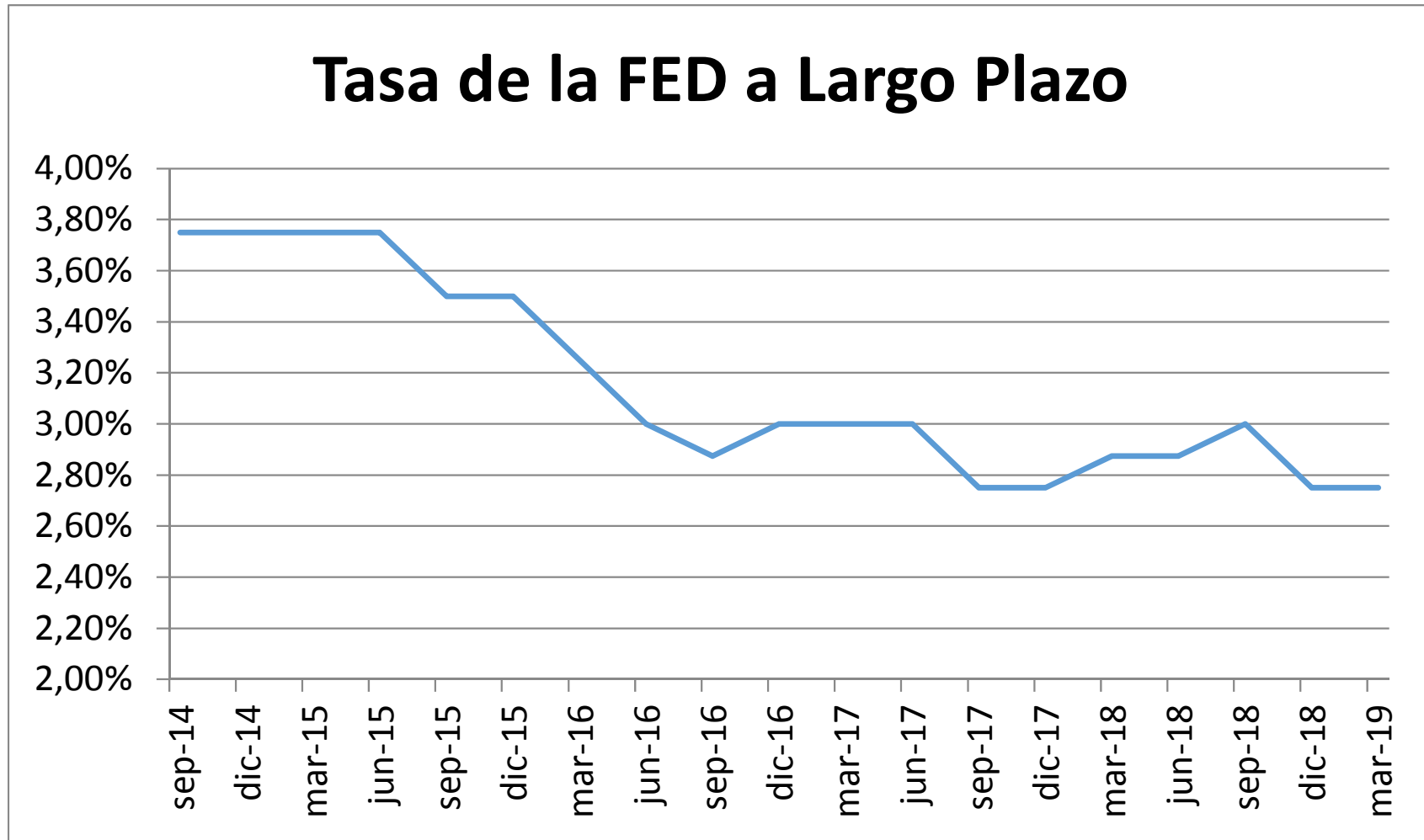
Fuente: Banco de la República

Las Tasas de interés neutras de la economía colombiana, derivadas de su costo de financiamiento externo, se han incrementado levemente desde 2014.



Fuente: Banco de la República

La media de las tasas de la FED a largo plazo estimada por el FOMC



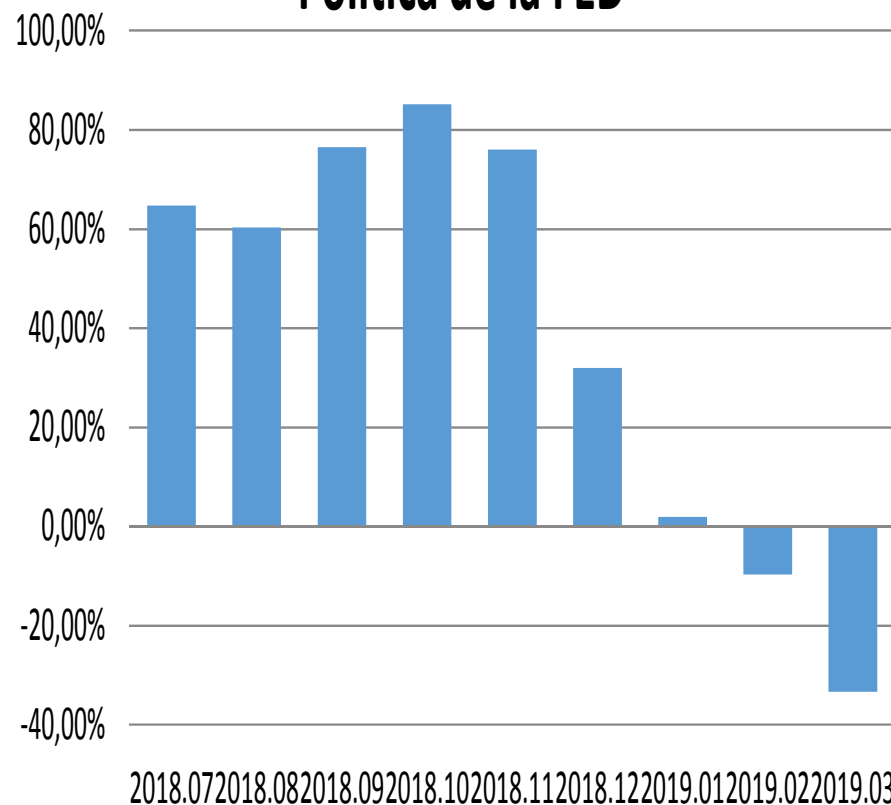
Fuente:FOMC

Agenda

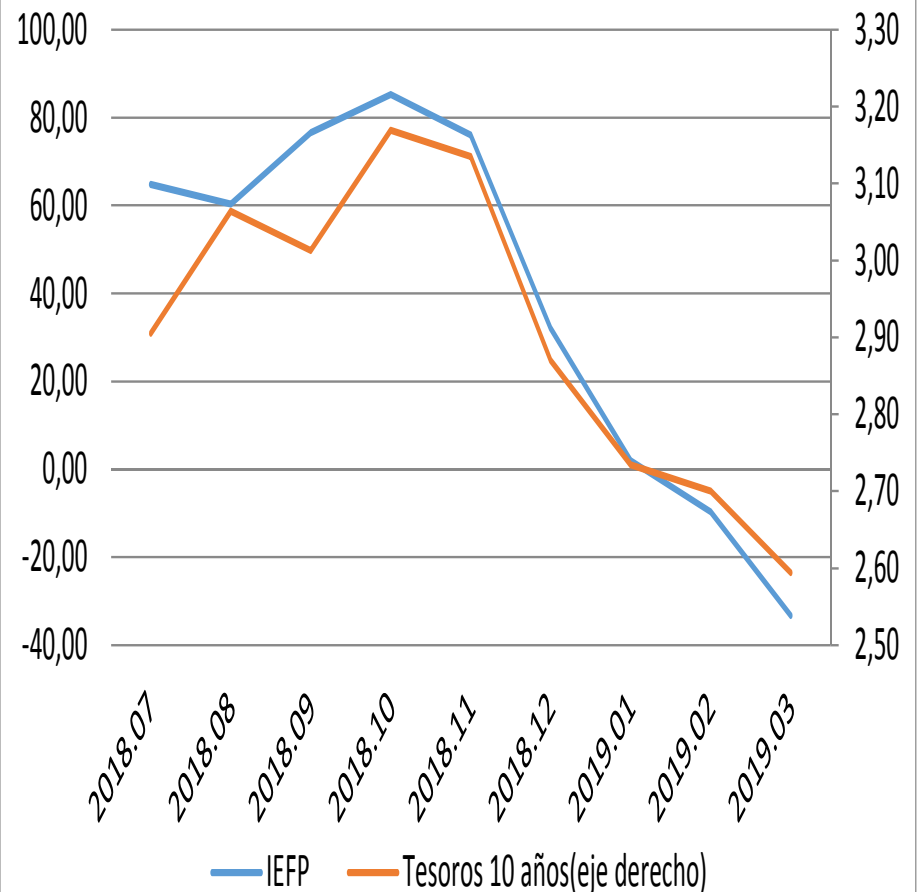
- La “normalización monetaria” en E.E.U.U.
- La teoría.
- **El cambio reciente de condiciones monetarias.**
- Algunas consideraciones de política.

Desde finales del año pasado han cambiado las perspectivas de incrementos de la FED, lo que ha reducido la tasa de interés de los Tesoros.

Índice de Endurecimiento Futuro de Política de la FED

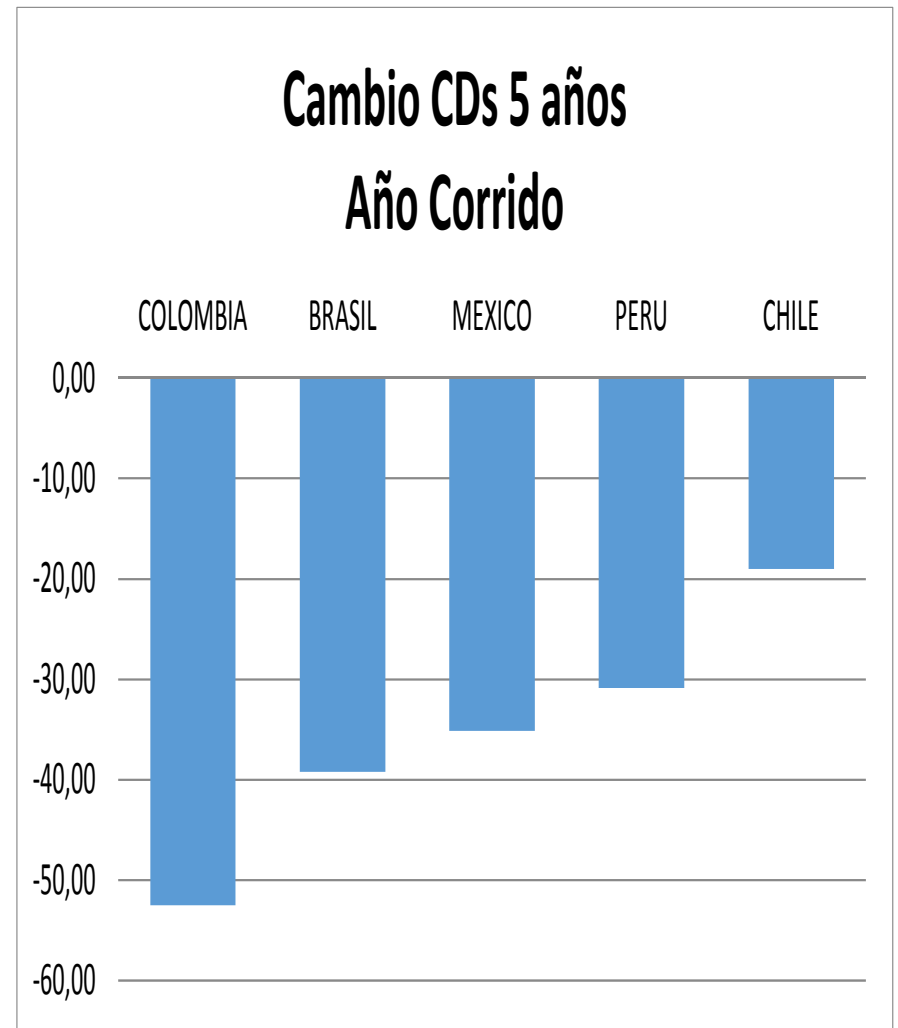
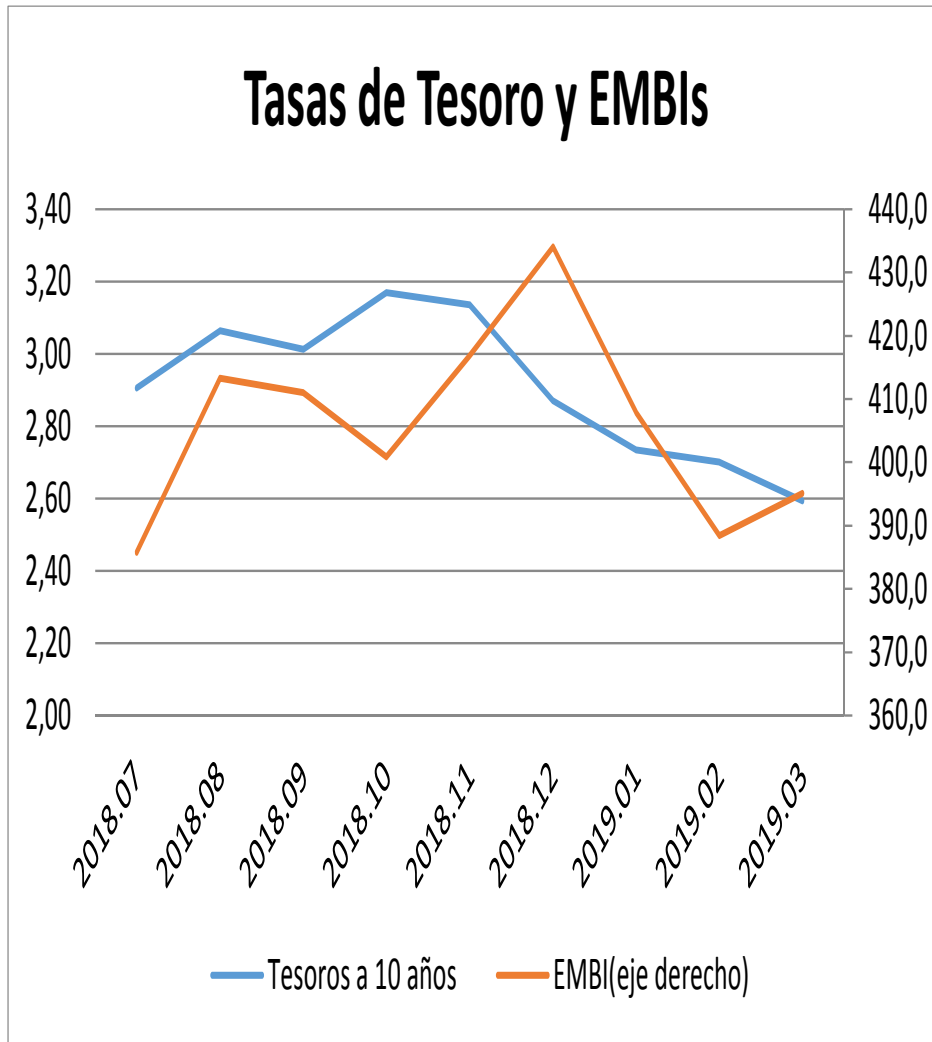


Tasas de Interés en E.E.U.U.



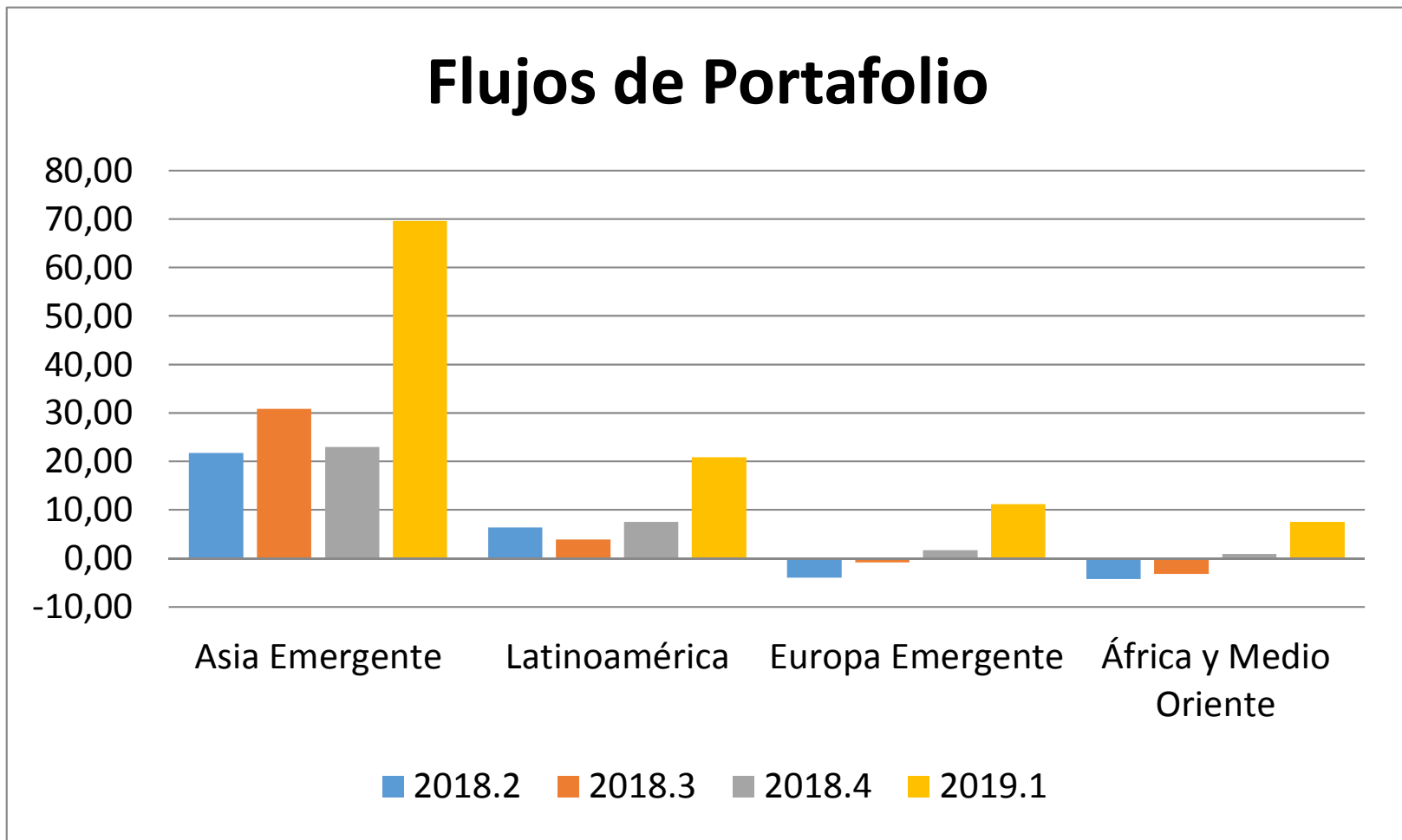
Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios.

Generando mejores condiciones financieras para economías emergentes



Fuente: Bloomberg

Flujos a Economías Emergentes



Fuente: IIF.

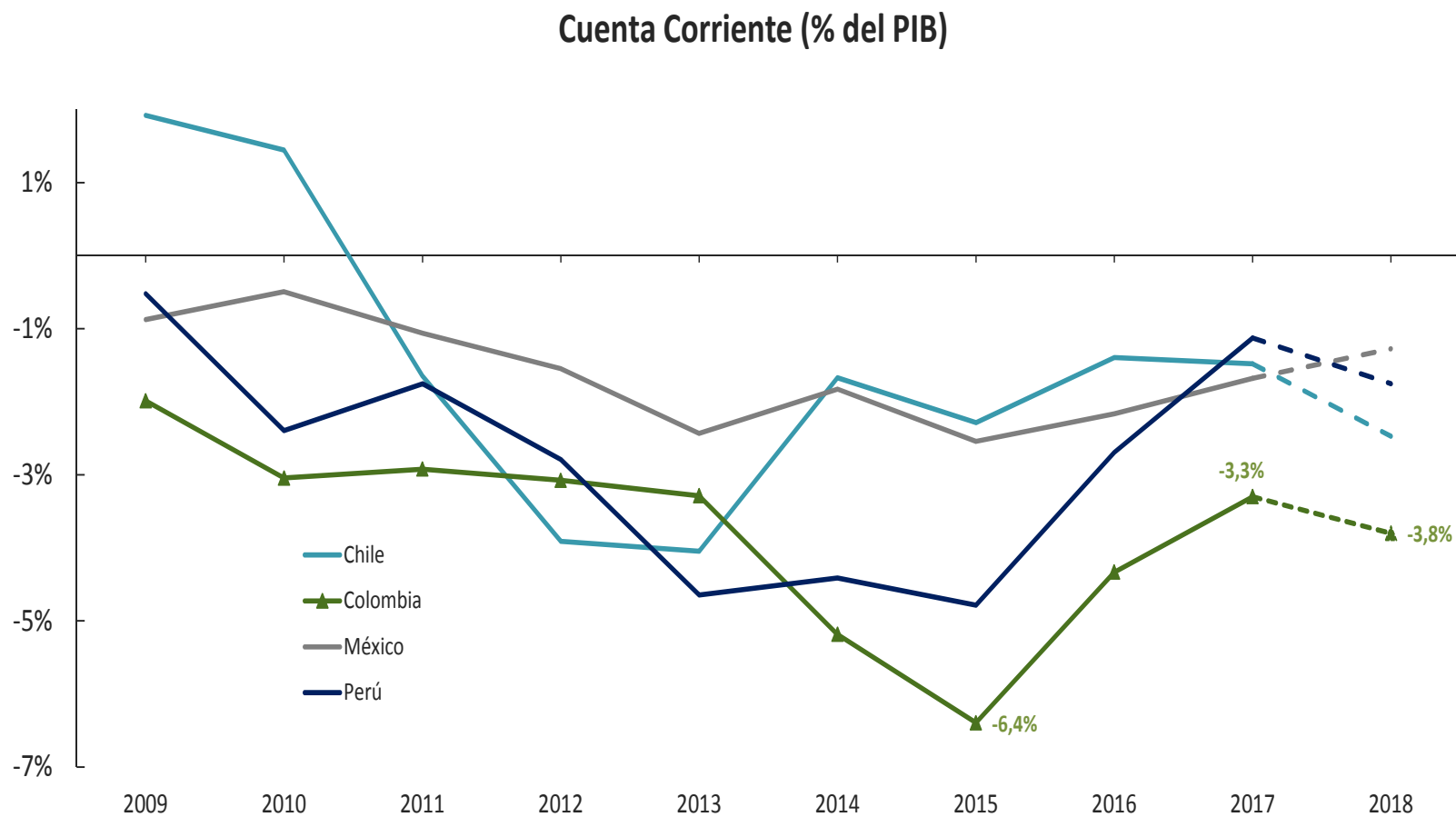
Agenda

- La “normalización monetaria” en E.E.U.U.
- La teoría.
- El cambio reciente de condiciones monetarias.
- **Algunas consideraciones de política.**

Riesgos Principal: Volatilidad en flujo de capitales

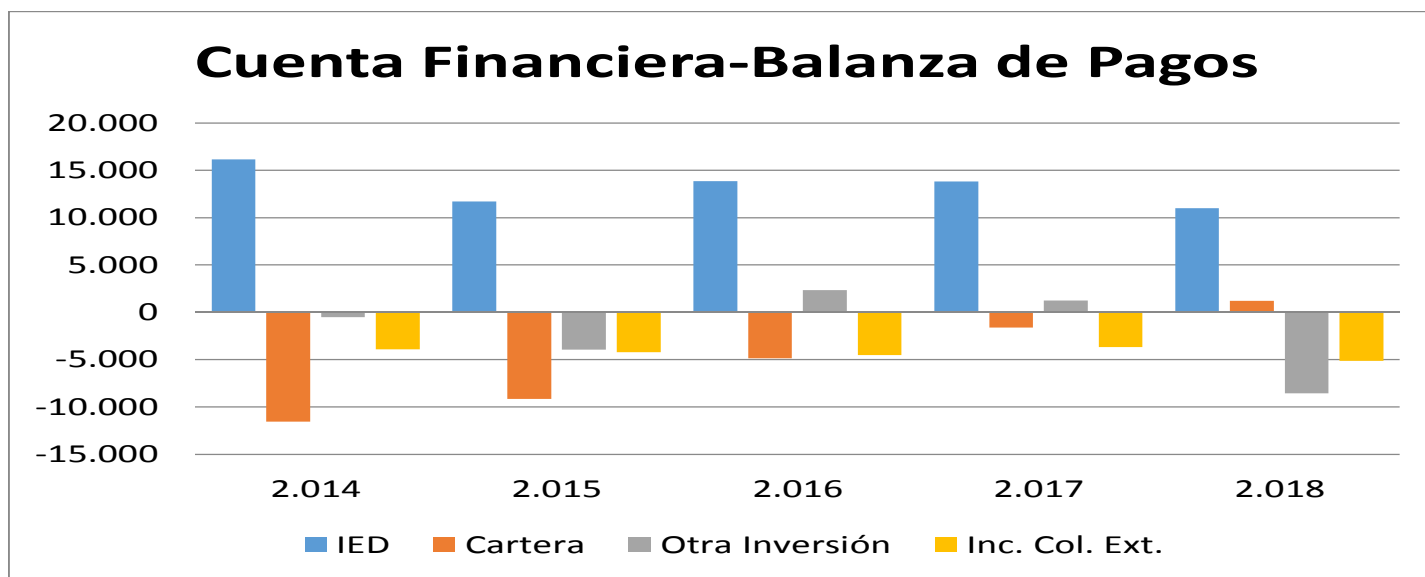
Factores que exacerban el riesgo	Factores que lo reducen
Déficit en Cuenta Corriente	Composición de la Cuenta de Capitales
	Ausencia de burbujas crediticias
	Anclaje de las expectativas de Inflación
	Bajos descalces cambiarios

El Principal Factor de Riesgo: Balance en Cuenta Corriente



Fuente: Bancos Centrales de los países

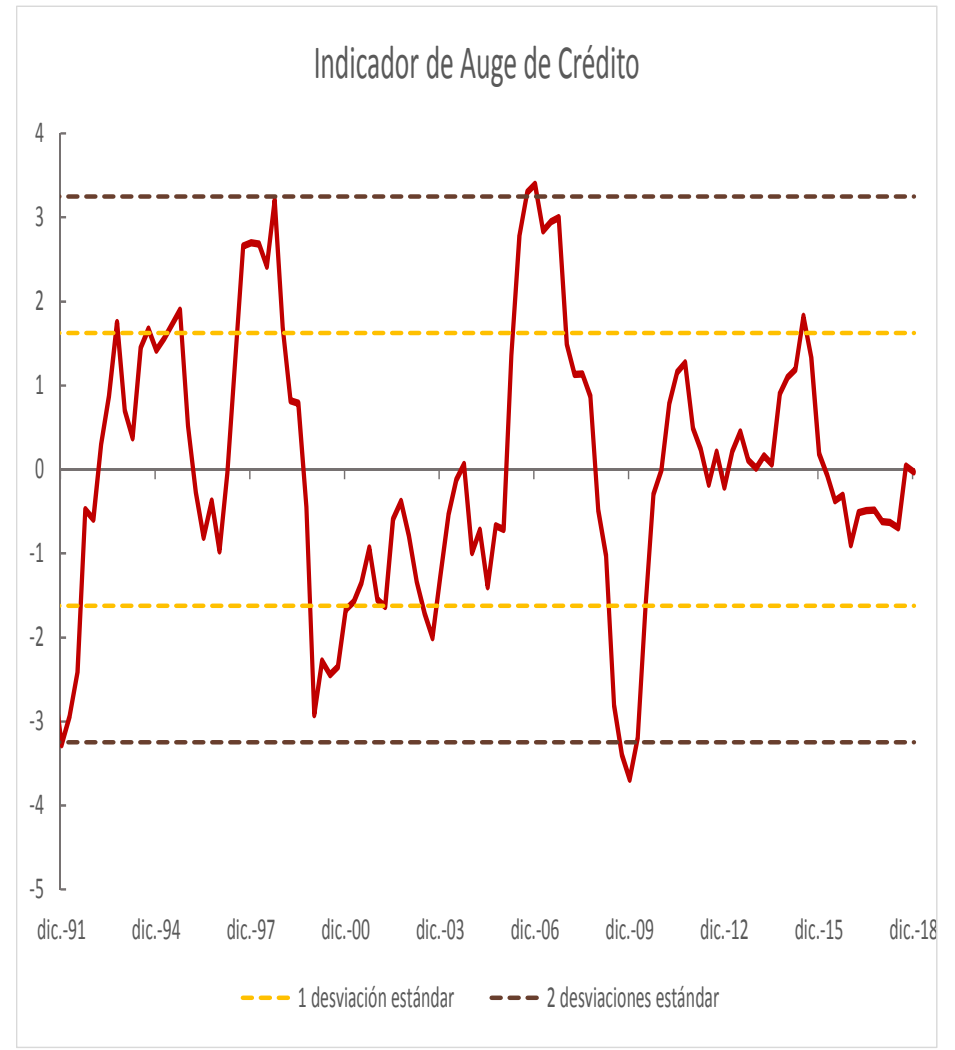
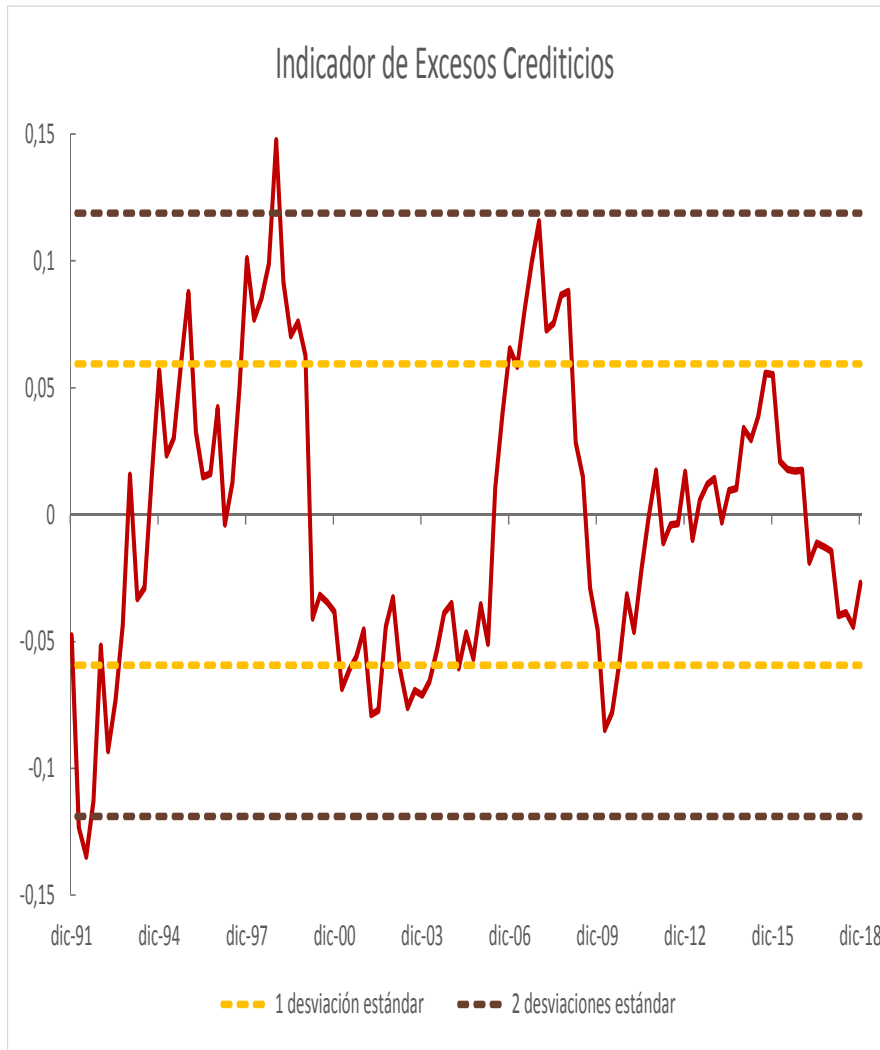
Tener una financiación basada en IED tiene ventajas de estabilidad y Contraciclicidad.



Tipo de Financiamiento	Tasa Implícita (TI)	Coefficiente de Variación	Correlación TI con el GAP
IED	11,0%	65,2%	36,9%
Bonos	8,9%	177,6%	-8,4%
Crédito y Depósitos	3,6%	338,7%	-0,5%

Fuente: Banco de la República

Otra fortaleza es la inexistencia de burbujas crediticias



Fuente: Banco de la República

La política

- Flotación del tipo de cambio

Prerrequisitos:

- Bajo Traspaso de la devaluación a la inflación.
(expectativas ancladas, GAP bajo o negativo).

- Bajos descalces en:

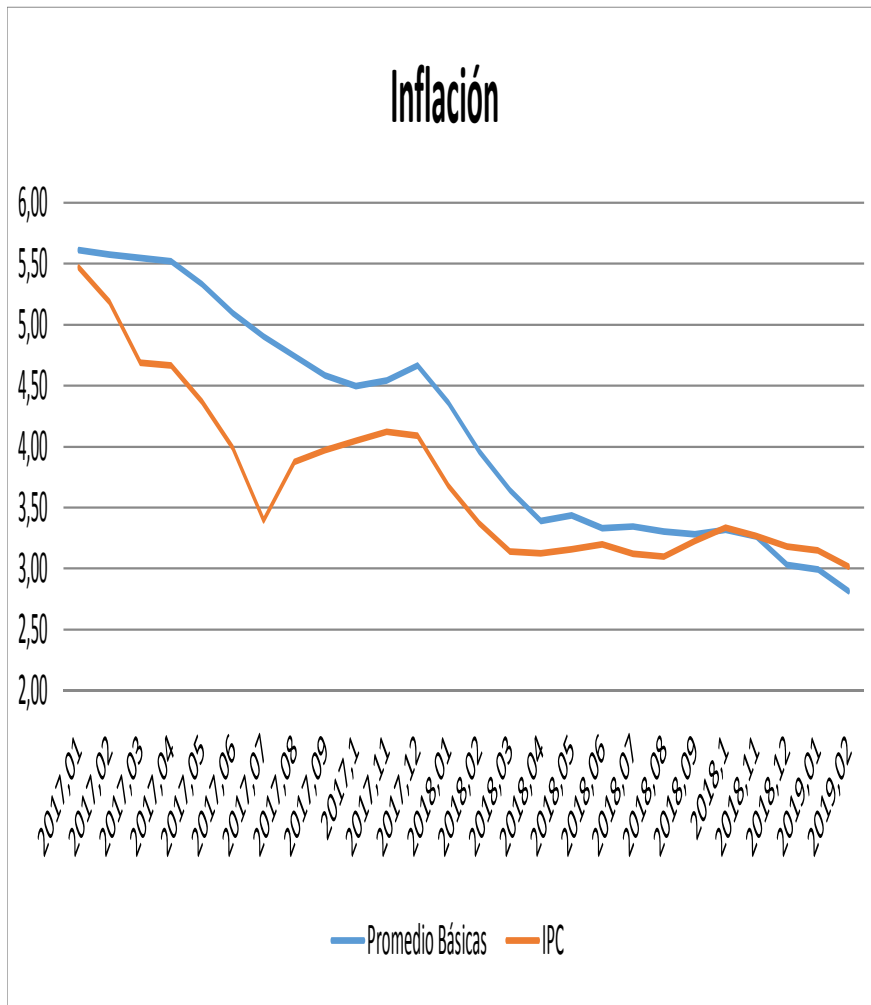
Gobierno: Política Fiscal.

Sector Real: Flotación.

Sector Financiero: Regulación Cambiaria.

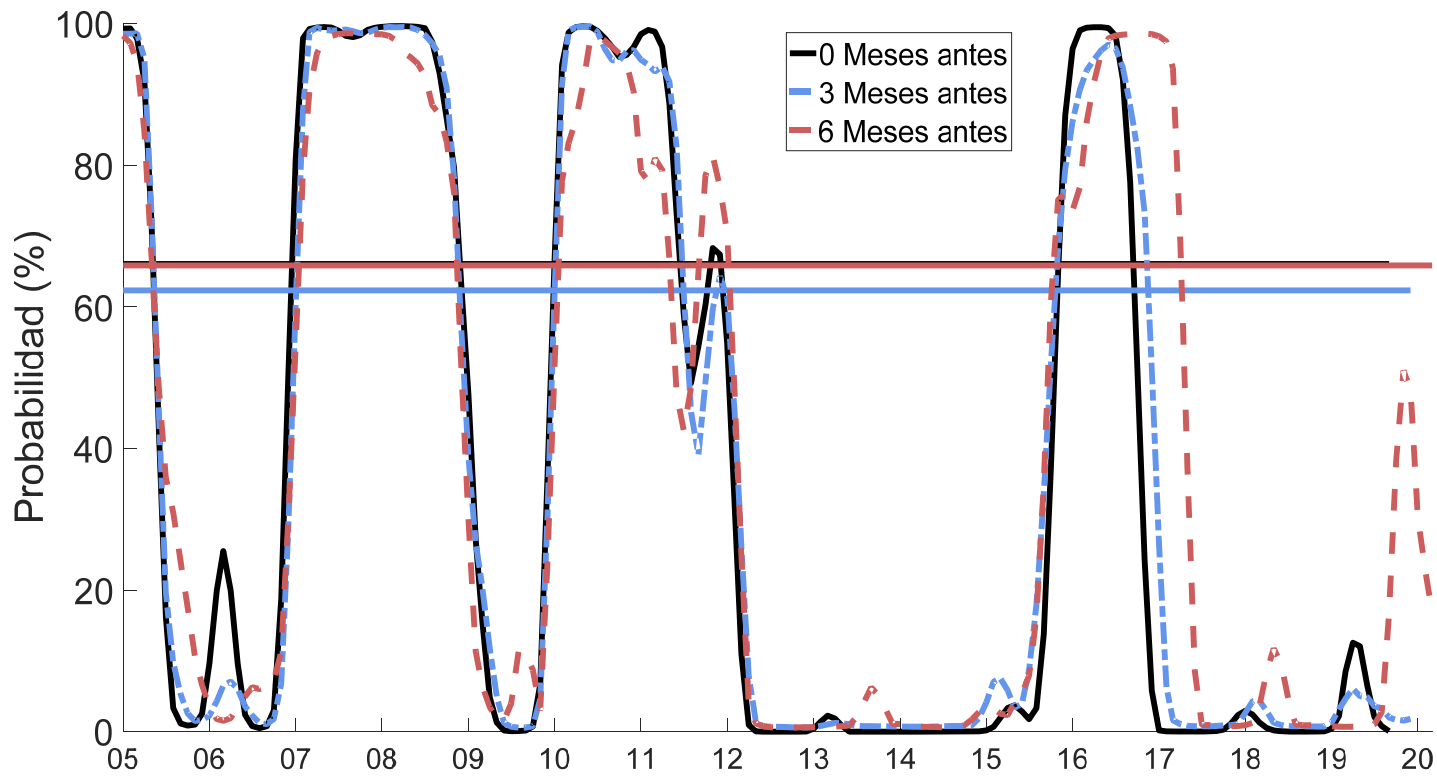
- Amplia liquidez internacional.

Mantener ancladas las proyecciones y expectativas de inflación disminuye el posible “traspaso” de devaluación a Inflación.



Fuente: DANE, Banco de la República y Bloomberg

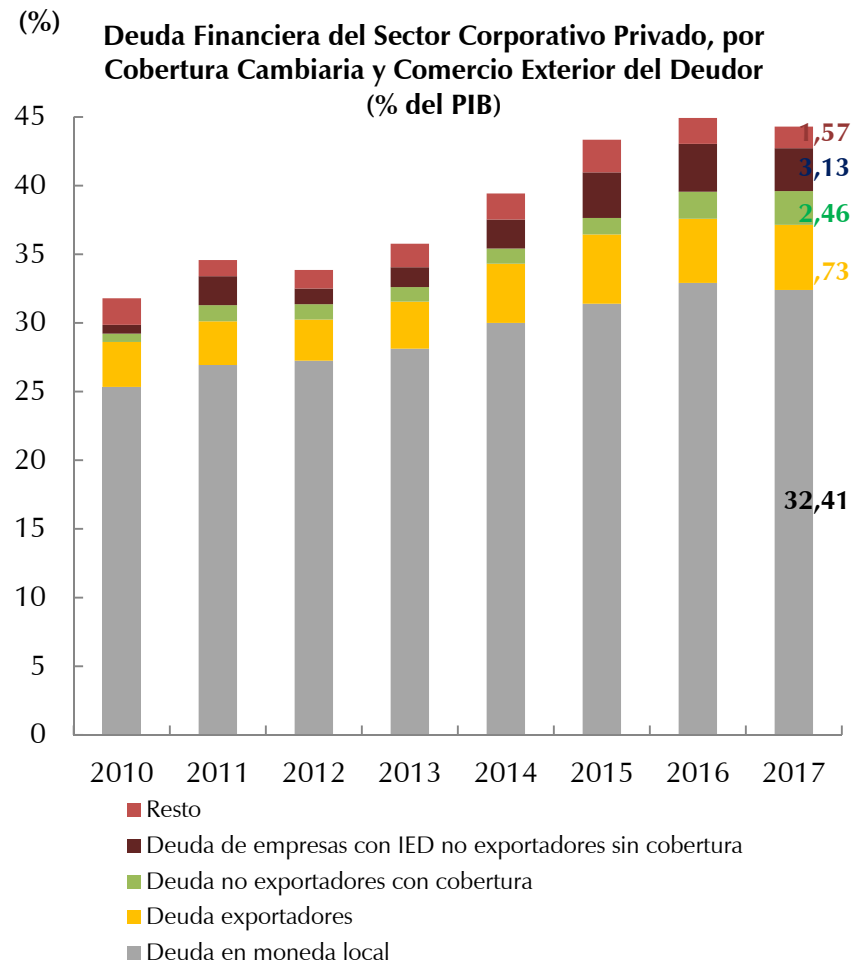
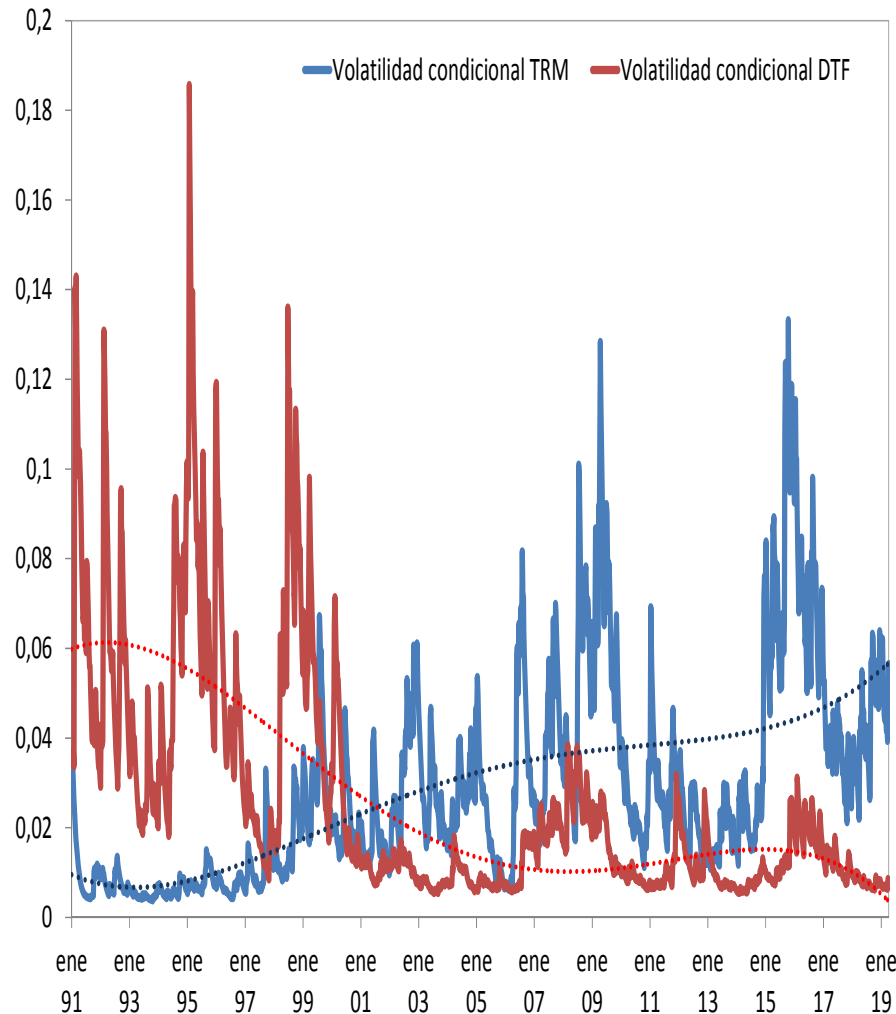
No hay muchos riesgos de desanclaje de las expectativas de Inflación



Fuente: Banco de la República.

Descalces Cambiarios: Sector Real

El actual esquema monetario (EIO y flotación cambiaria) desincentiva los descálces del sector real que se mantienen bajos



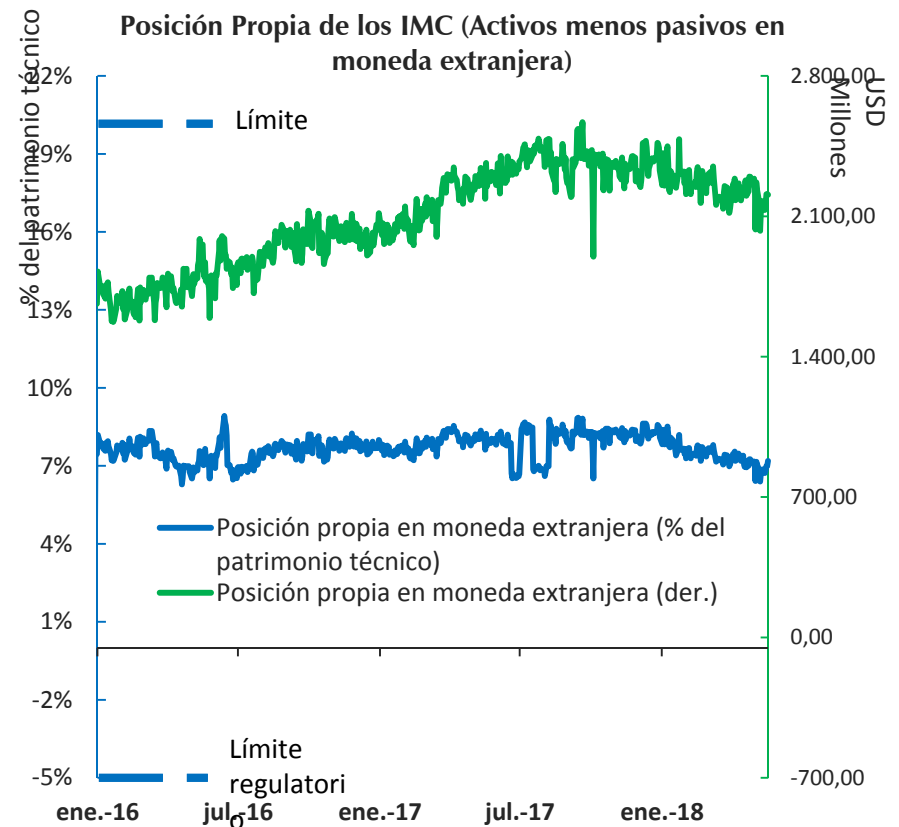
Fuente: Banco de la República, Superfinanciera y Supersociedades

Descalces Cambiarios: Sistema Financiero

El instrumento para mantener controlados los descalces en el sistema financiero es la regulación cambiaria

Regulación Descalces Cambiarios

- Límite Peso/Moneda Extranjera en Posiciones no estructurales. **(PP)**
- Límite Peso/Moneda Extranjera en Posiciones Estructurales. **(PICE)**
- Límite descalce de monedas individual y consolidado. **(IRC)**

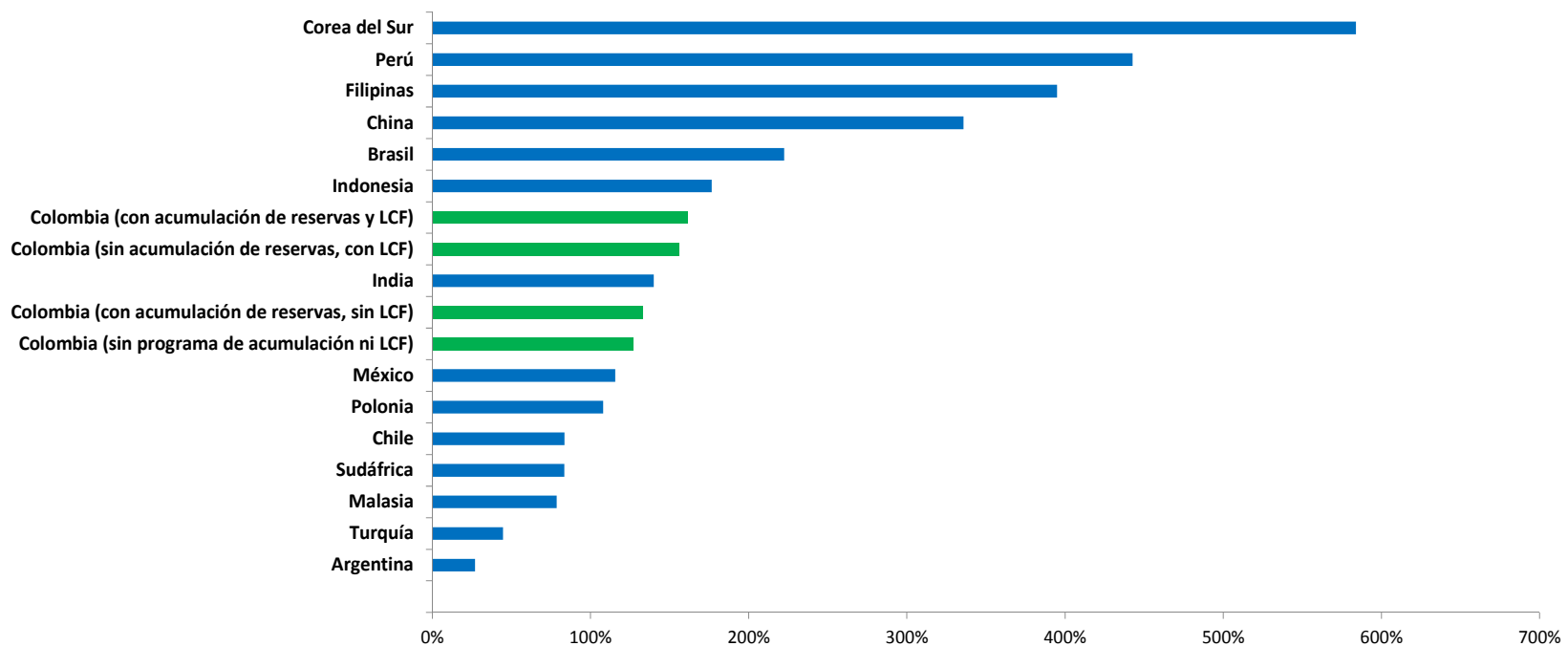


Fuente: Banco de la República y Superfinanciera

La Acumulación de Reservas y la LCF con el FMI mejoran la posición de liquidez externa ante circunstancias que requieran la intervención del BR.

Acumulación con opciones	Compras directas al gobierno	Total
1539,9	1000	2539,9

Reservas Internacionales como Proporción de la Deuda de Corto Plazo más el Déficit en Cuenta Corriente



Fuente: Banco de la República y FMI