

## LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y SU IMPACTO SOBRE LA ECONOMÍA CHILENA

José De Gregorio  
Presidente  
Banco Central de Chile

Presentación ante el Honorable Senado de la República, 8 de octubre de 2008.

Señor Presidente:

En respuesta a su solicitud para participar en esta sesión especial del Honorable Senado, quisiera exponer en esta sala nuestra visión de la grave crisis financiera por la que atraviesa la economía internacional, así como sus implicancias sobre Chile.

### **La crisis financiera internacional y el crecimiento mundial**

La crisis financiera que hoy viven los países desarrollados es el resultado de dos fenómenos centrales. El primero es un período de estabilidad, con bajas tasas de interés, mucha liquidez, rápido crecimiento económico y una burbuja de precios de activos. Esta combinación de factores agregados da paso, como ocurre con frecuencia, a un ciclo de rápido crecimiento del crédito. El problema es que esto se dio en conjunto, principalmente en EE.UU., con un proceso extraordinariamente acelerado de innovación financiera en segmentos muy poco regulados del mercado, o con regulaciones ambiguas.

Las bajas tasas de interés llevaron a una búsqueda intensa por mayores retornos. Se prestó para viviendas a individuos con nula capacidad de pago y, para reducir el riesgo, los créditos se securitizaron y, en muchos casos, se sacaron de los balances de los bancos (los *Structured Investment Vehicles* y *conduits*). Se prestó sobre el supuesto de que los precios de las viviendas seguirían creciendo, de modo que el valor de la hipoteca bastaba para relajar las exigencias para el otorgamiento de créditos. Asimismo, la burbuja inmobiliaria incentivó la demanda de viviendas como activos financieros.

Estos créditos se vendieron a agencias que fueron poco diligentes en la evaluación de riesgos, y de ahí parte la contaminación no solo a todo el sistema financiero de EE.UU., sino a otras economías desarrolladas. Las agencias clasificadoras fueron incapaces de clasificar adecuadamente instrumentos complejos. Además, existía un severo problema de conflictos de intereses en el sistema de clasificación de riesgos. La estructura de compensación de ejecutivos también incentivó la búsqueda de retornos sin mucha atención a los riesgos.

Sin duda, prestar a malos deudores y que después ellos no paguen tiene costos, pero difícilmente puede ello causar una crisis de las proporciones de la que vemos hoy. El problema se agravó por la forma en que los bancos se deshicieron de estos créditos, la forma en que fueron clasificados, y los instrumentos financieros que se crearon para reducir el riesgo y dar la sensación de que los riesgos habían desaparecido cuando en

realidad se habían transferido. Existen también dudas de si el funcionamiento de los mercados de derivados ha sido todo lo transparente que debe ser o si estos han estado sujetos a manipulación. Lo paradójico de la situación actual es que el sistema bancario, cuyos objetivos deben ser intermediar el crédito y cubrir contra riesgos, pareciera que en este segundo aspecto más bien encubrió los riesgos en una compleja trama de derivados (y acrónimos) gracias a una regulación que no estuvo a la altura de los desafíos.

Nuestro país sufrió una crisis bancaria de proporciones a comienzos de los ochenta, parte de cuya génesis también estuvo en una regulación débil y que le costó al país, solo en términos de PIB, una caída de 16% entre 1982 y 1983. Las duras lecciones que dejó ese episodio han sido la base de una estricta regulación bancaria, en que la supervisión de los negocios de la banca y la exposición al riesgo que está permitida, evita que se reproduzcan episodios como el que vemos en otras economías.

En cuanto al escenario externo que enfrentamos, la información y las proyecciones de consenso hasta ahora disponibles muestran que la economía mundial sigue creciendo y, lo que es bastante inédito, que existe un desacoplamiento entre las economías desarrolladas y el resto del mundo.

Como cabe esperar ante una situación como la actual, y por las reacciones que hemos visto en los mercados a nivel global, en todo el mundo ocurrirá una desaceleración, pero desde niveles muy distintos. Mientras en el mundo desarrollado probablemente haya una recesión, en las economías emergentes habría una moderación del crecimiento. En esto, puede ayudar la acumulación de superávit en la cuenta corriente de países emergentes, ayudada por los altos precios de las materias primas y políticas económicas más responsables que en el pasado. Por ejemplo, los elevados niveles de reservas acumulados en muchos países, entre ellos Chile, permiten financiar déficits por varios años y así capear las turbulencias con crecimiento interno. Con todo, no se puede descartar que una debilidad prolongada de las economías desarrolladas termine afectando con mayor severidad al crecimiento de las economías emergentes.

### **El programa de acumulación de reservas y la provisión de liquidez**

Ante el incierto panorama de la crisis financiera en países desarrollados, en el cual no se pueden descartar dificultades de financiamiento para las economías emergentes, como ya se empiezan a observar, y en un momento en el cual el peso chileno se había apreciado bastante, el Banco Central consideró apropiado fortalecer su posición de liquidez internacional. Para ello, en abril dio comienzo a un programa de acumulación de reservas internacionales.

En semanas recientes, en particular desde mediados de septiembre con la caída de Lehmann Brothers, se comenzaron a observar tensiones más severas en los mercados financieros internacionales y en las condiciones de liquidez en moneda extranjera en las economías emergentes, y Chile no fue la excepción. Por ello, el 29 de septiembre el Consejo del Banco Central decidió dar por concluido el programa de acumulación de reservas. Durante el período de vigencia de esta medida, se acumularon 5.750 millones de

dólares, lo que representa un 70% del programa inicial anunciado, y equivale a un aumento de 30% en la liquidez internacional con respecto al nivel de fines de marzo de este año.

Asimismo, y para aliviar las tensiones en la liquidez del mercado cambiario, el Banco ha licitado 1.000 millones de dólares, bajo la modalidad *swap* de divisas con presentación de ofertas en base a premios sobre libor. En un inicio, este programa contempla dos licitaciones más por un monto total de 1.000 millones de dólares. Para esterilizar los efectos monetarios de estas operaciones y no afectar la liquidez en pesos, se están ofreciendo operaciones REPO por ventanilla a la tasa de política monetaria a 28 días.

En este aspecto, es importante contextualizar el endeudamiento externo del sector bancario chileno, en especial la deuda de corto plazo. Es así como en el último trimestre de este año vence deuda externa del sector bancario por cerca de 2.700 millones de dólares, cifra inferior incluso a las reservas acumuladas desde abril a la fecha. En tanto, la deuda externa total de la banca llega a unos 13.000 millones de dólares, lo que corresponde a un 60% de las reservas totales. El nivel de reservas acumuladas por el Banco Central es suficiente para apoyar el normal funcionamiento del sistema financiero, en particular en lo que se refiere a las necesidades de financiamiento externo. El sistema financiero chileno debe ser capaz de buscar fondeo en los mercados internacionales, algo que ha venido ocurriendo por muchos años. No obstante, de complicarse el acceso al financiamiento y la liquidez externa, el Banco Central está bien preparado y equipado para actuar decididamente. Los niveles de reservas internacionales justamente permiten aquello.

### **El manejo de reservas**

Para la administración de las reservas internacionales, el Banco Central cuenta con una separación de responsabilidades a distintos niveles jerárquicos, que va en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia y que ha sido evaluada por el FMI. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos a la administración de las reservas internacionales, en donde se revisan los distintos procesos de inversión. Para el monitoreo del cumplimiento de las pautas y parámetros de inversión definidos por el Consejo, el Banco Central cuenta con un *middle office* que revisa diariamente dichos lineamientos.

Durante el transcurso de este año, se ha revisado en dos oportunidades la política de inversiones de la administración interna, introduciendo actualizaciones al comparador referencial, al riesgo de crédito y a la duración del portafolio de inversiones de administración interna, todo ello con el fin de enfrentar de mejor forma la volatilidad de los mercados financieros internacionales y proteger los activos del Banco. Los principales cambios consistieron en disminuciones del riesgo de crédito bancario, entendiéndose este tipo de riesgo como depósitos en bancos comerciales con plazo máximo de un año. De esta manera, se disminuyó la composición referencial para el riesgo bancario de 37 a 20%, aumentando la del riesgo soberano de 63 a 80%.

Asimismo, durante este año se ha incrementado la clasificación de riesgo mínima de los bancos elegibles, pasando de A- a A, restringiendo además las inversiones en instituciones bancarias con clasificación de riesgo A y A+ a un máximo de 5% del portafolio de inversiones. En línea con la nueva política de depósitos bancarios, no se renovarían los vencimientos existentes durante los meses de octubre y noviembre, de manera de cumplir con los nuevos máximos permitidos antes de diciembre.

En lo referido a la composición según plazo de los activos, el 60% de los recursos del portafolio de inversiones de administración interna se encuentra en instrumentos de corto plazo, con una madurez promedio de tres meses, y el 40% restante está invertido en instrumentos de largo plazo (principalmente bonos soberanos) con una duración de 30 meses. Así, la duración total del portafolio alcanza los 13,9 meses. La composición referencial de monedas se mantiene en 59% en dólares y 41% en euros.

No obstante las turbulencias de los mercados financieros internacionales, y considerando que la mayor parte de los recursos se encuentra invertida en instrumentos soberanos de renta fija, el retorno anualizado obtenido por la gestión de reservas internacionales del Banco Central durante el primer semestre fue de 3,47% medido en divisas<sup>1</sup>. El retorno diferencial obtenido respecto de la estructura referencial fue de 0,15%.

### **Implicancias de la actual crisis sobre la economía nacional**

Aún es prematuro cuantificar las consecuencias de la actual crisis tanto sobre la economía mundial como sobre Chile. La incertidumbre es significativa. Con todo, sus consecuencias tendrán dos tipos de implicancias que es necesario destacar y que apuntan al centro de los objetivos del Banco. La primera tiene que ver con el funcionamiento de los mercados financieros y la segunda con las perspectivas inflacionarias.

Respecto de la estabilidad financiera, nuestras facultades y capacidades para la provisión de liquidez permiten aminorar las consecuencias financieras de los eventos ocurridos en el exterior. Ciertamente, el costo del crédito aumentará, pues la restricción crediticia es un fenómeno global y cada vez más generalizado al cual no estaremos inmunes. Pero el Banco Central debe velar por el normal funcionamiento del sistema de pagos, y eso es lo que comenzamos a hacer cuando acumulamos reservas como una inversión en estabilidad.

Desde que se inició la crisis financiera, el Banco Central ha estado no solo atento a los acontecimientos, sino también analizando escenarios alternativos de mucha mayor tensión y evaluando las respuestas de política más adecuadas en cada una de esas situaciones. Aun cuando el programa de acumulación de reservas estuvo motivado por la eventualidad de escenarios incluso peores que los actuales, estamos bien preparados para enfrentar complicaciones mayores acotando su impacto en el país. En este contexto fue que decidimos ofrecer el *swap* de divisas mencionado anteriormente. En la licitación de ayer se adjudicaron 30 de los 500 millones de dólares, lo que demuestra que los problemas de liquidez internacional están siendo adecuadamente manejados por la banca

---

<sup>1</sup> En función de la canasta referencial del portafolio de inversiones.

sin necesidad de recurrir a nuestras líneas. No obstante lo anterior, el Banco Central de Chile continuará monitoreando el escenario financiero externo, a modo de acotar el impacto en el país de potenciales complicaciones mayores.

Desde el punto de vista inflacionario, nuestro último Informe de Política Monetaria asumía que el escenario internacional no proveería una contribución significativa al proceso de reducción de la inflación. No obstante, también señalamos en nuestro escenario de riesgos que no podía descartarse un deterioro de la situación internacional, tal como está ocurriendo. Lo más probable es que, en el futuro cercano, las proyecciones de crecimiento mundial se ajusten significativamente a la baja, lo que a su vez contribuiría a reducir las presiones inflacionarias en el mediano plazo. Además, en lo más reciente hemos visto una caída en los precios de las materias primas, lo que incluye una importante reducción del precio del petróleo y de los granos, especialmente el trigo.

Nuestro objetivo y compromiso es que la inflación converja gradualmente, en un período de dos años, a su meta de 3%, y la política monetaria se seguirá guiando en función de dicho objetivo. Las implicancias de los eventos del escenario internacional sobre la dinámica inflacionaria serán debidamente ponderados. Tenemos una política monetaria flexible, que permite irse ajustando tanto a los cambios en las condiciones internacionales como a los sucesos internos y con un firme compromiso con el control de la inflación, pues ello provee el ambiente de estabilidad indispensable para el crecimiento sostenible de nuestra economía. Esto lo hacemos sin dejar de lado nuestra responsabilidad con la estabilidad del sistema de pagos. Por ello, en las últimas semanas hemos también contribuido a aliviar las tensiones de liquidez. Nuestro compromiso es continuar en este camino en la medida en que las circunstancias así lo exijan.

Nuestra economía no está inmune a lo que ocurra en el mundo y así lo hemos estado experimentando. No obstante, estamos bien preparados para enfrentar ambientes muy adversos, y es el compromiso del Consejo del Banco Central asegurar el mejor desempeño posible de la economía chilena en tiempos donde las turbulencias e incertidumbres han alcanzado niveles inéditos en las últimas décadas. Para eso, hemos establecido un esquema de política monetaria y cambiaria, así como una posición de liquidez internacional, que nos ayudarán a amortiguar las posibles repercusiones de los actuales problemas de la economía mundial.

Muchas gracias.