

## **Estabilidad Financiera Externa y la Internacionalización del Peso**

Presentación de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en la Conferencia Internacional "The World Economy: Perspectives and Opportunities", 18 de enero de 2001.

### **Introducción**

Quiero agradecer la invitación extendida por el Centro de Estudios de Economía Internacional de la Universidad de Maryland y del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile y aprovechar esta oportunidad para hacer algunas reflexiones sobre lo que significa para una economía pequeña y abierta como la chilena, vivir en un mundo que se caracteriza por una integración cada vez mayor de sus mercados y que al mismo tiempo se ve afectado por fuertes volatilidades. No me corresponde presentar o debatir teorías. En mi exposición, me voy a referir a la estrategia de inserción de la economía chilena dentro de los mercados internacionales, los avances realizados en el plano macroeconómico y financiero, algunos de los desafíos pendientes y el rol que le cabe al Banco Central en esta tarea.

La economía chilena es relativamente pequeña y requiere integrarse con el resto del mundo para crecer. Necesitamos los mercados internacionales para vender aquellos productos en los que tenemos ventajas competitivas, y requerimos del capital internacional, relativamente más abundante en los países desarrollados, para poder financiar nuestro crecimiento económico.

Sin embargo, la historia de nuestro país y de otros países en desarrollo registra numerosos episodios en que cambios en el escenario internacional gatillan crisis económicas, a veces de gran magnitud. Creemos que la respuesta apropiada no debe ser limitar la apertura al exterior sino buscar perfeccionarla. Los efectos adversos de las crisis internacionales sobre las economías en desarrollo suelen ser la consecuencia de situaciones de integración incompleta, de facto o de jure, en que no se aprovechan todas las posibilidades que ofrecen las relaciones económicas internacionales en términos de diversificación y cobertura de riesgos.

Esto quiere decir que nuestra estrategia para aprovechar plenamente los beneficios de la globalización, se basa en que los países deben avanzar eliminando trabas y generando las condiciones que permitan el intercambio de una amplia variedad de contratos comerciales y financieros internacionales. La mayor integración también permitirá al país manejar de manera más adecuada los riesgos que la globalización, inevitablemente, va generando.

La posibilidad de realizar estos contratos depende de manera importante de la confianza que el resto del mundo tenga en las instituciones del país y, en particular, en su moneda. Esto sugiere que, como veremos en esta presentación, una integración económica exitosa con el resto del mundo es un camino gradual, en el cual la construcción de credibilidad en el país, en sus instituciones y en su economía, es fundamental.

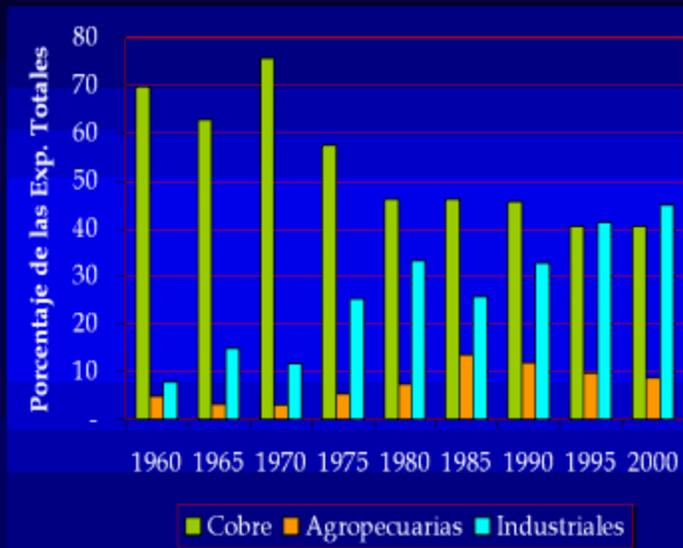
### **La integración económica y la diversificación de riesgos**

La integración al resto del mundo afecta la estabilidad de la economía nacional, tanto en el ámbito comercial como el financiero.

En primer lugar, la apertura comercial al resto del mundo conduce a una especialización en la estructura de producción y genera riesgos asociados a las fluctuaciones en los términos de intercambio. La vulnerabilidad de la economía ante este tipo de shocks depende de cuán diversificada esté la estructura de exportaciones, y de la posibilidad de diversificar estos riesgos entre productos, mercados y monedas en los mercados financieros internacionales. Durante largos años los ingresos por exportaciones de la economía chilena dependían fundamentalmente del precio del cobre. Así por ejemplo, tres décadas atrás, casi el 80% de nuestras exportaciones correspondían a este mineral, y su propiedad se concentraba en manos del Estado, por lo que sus fluctuaciones afectaban uno a uno al presupuesto de la Nación.

A partir de los años ochenta, tres cambios profundos han tenido lugar. Por una parte, las exportaciones totales han aumentado considerablemente como porcentaje del PIB, lo que ha reducido la dependencia de los ingresos por exportaciones de las ventas de cobre (Gráfico 1). La participación de las exportaciones de cobre en el total ha disminuido de 76% en 1970, a 41% en el 2000, mientras que ha aumentado fuertemente la participación de las exportaciones industriales, que ahora superan a las de cobre. Por otra parte, en los años noventa, una parte importante de la expansión de la minería del cobre se ha realizado a través de proyectos de inversión extranjera, lo que también diversifica el riesgo y reduce el impacto de las fluctuaciones del precio sobre el ingreso nacional. Además, los destinos de nuestras exportaciones se han diversificado. Por ejemplo, en 1970, el 14% se destinaba a EE.UU., 60% a Europa, 11% a los países de América Latina, y solo un 13% a los países de Asia y Oceanía. En 2000, nuestras exportaciones se distribuyeron en un 18% a EE.UU., 27% a Europa, 22% a América Latina y 32% Asia y Oceanía.

## Gráfico 1. Composición de las Exportaciones

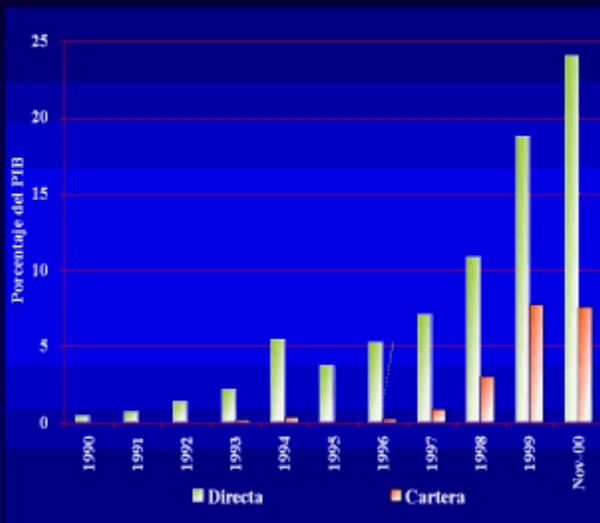


Banco Central de Chile

Sin embargo, la concentración de nuestras exportaciones en productos primarios y recursos naturales aún es muy marcada, y es probable que esta situación persistirá en el tiempo. Tenemos ventajas comparativas considerables en estos productos y es eficiente buscar explotarlas en los mercados internacionales. Esto implica que los avances en la diversificación del riesgo internacional deben buscarse también en el área financiera.

En el plano financiero, un desarrollo importante de los últimos años ha sido el aumento de la inversión chilena en el exterior. Esto refleja el aprovechamiento de las posibilidades de diversificación internacional del riesgo que ofrece la apertura de la cuenta de capitales. En efecto, las normas que rigen la inversión en el exterior se han ido flexibilizando desde 1992, cuando se eliminó la autorización previa para inversiones con fondos provenientes del mercado cambiario informal. El stock de inversiones en el exterior ha aumentado considerablemente desde entonces (Gráfico 2), llegando a representar a fines del 2000 un 31% del PIB, aproximadamente.

## Gráfico 2. Stock de Inversión Chilena en el Exterior



Banco Central de Chile

Coherente con esta política de apertura ha sido la ampliación de los límites a la inversión en el extranjero de los inversionistas institucionales, en particular de las AFP. En 1992, las AFP fueron autorizadas a invertir en el exterior un máximo de un 1,5% de su fondo. Los límites autorizados han ido aumentando paulatinamente hasta llegar a un 16% en la actualidad. Las AFP mantienen un 12% del fondo en inversiones en el extranjero, cercano a un 7% del PIB.

Sin embargo, al mismo tiempo de abrir la oportunidad de diversificar riesgos, la mayor conexión con los mercados financieros internacionales también puede introducir otras fuentes de inestabilidad como consecuencia del mayor grado de dependencia del financiamiento externo, y de los giros imprevistos que a veces experimenta su oferta por razones externas al país.

La experiencia reciente indica que las crisis financieras internacionales tienden a propagarse con rapidez. En el evento de una crisis, la incertidumbre es alta y muchas veces los inversionistas internacionales se mueven de manera abrupta y en conjunto. Estos movimientos bruscos suelen tener efectos negativos de magnitud en las economías que los sufren, los que se multiplican si la situación financiera inicial es débil.

Si bien todas las economías abiertas pueden enfrentar shocks financieros desestabilizadores, la experiencia nos indica que las consecuencias suelen ser sustancialmente más devastadoras en las economías en desarrollo que en las desarrolladas. Esto es fácil de apreciar al comparar los efectos del quiebre del Sistema Monetario Europeo en 1992, por ejemplo, con las experiencias de Chile en 1982 o México en 1994, y más recientemente en la crisis asiática.

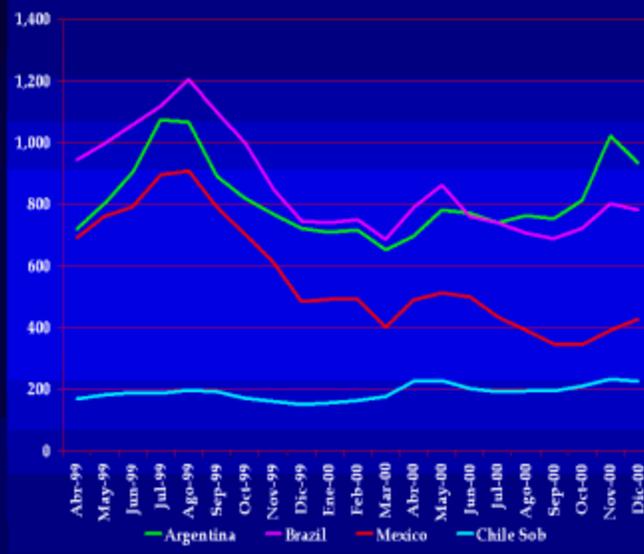
Entre los factores determinantes se encuentra la estructura del financiamiento externo de los países. Cuando no existe suficiente credibilidad entre los inversionistas respecto de la estabilidad de las monedas, el único financiamiento de largo plazo que logran las empresas y otras instituciones es en moneda extranjera. No obstante, los activos y proyectos de muchas de estas empresas están denominados en moneda local. La combinación simultánea de descalces de moneda y plazos en el sector financiero o corporativo pueden ser letales en el contexto de una crisis financiera internacional.

Los descalce de plazos puede inducir ajustes dramáticos en los precios relativos, y los descalce de monedas hacen que una depreciación de la moneda nacional afecte considerablemente la vulnerabilidad del balance de las empresas financieras y no financieras. En efecto, sus pasivos aumentarán sin un aumento en los activos, lo que implica pérdidas patrimoniales. A su vez, estas pérdidas patrimoniales se propagan a la economía local a través de los mercados reales y financieros. Las pérdidas de las empresas se traducen en una disminución en su capacidad para llevar adelante proyectos de inversión y generar empleo, y reducen la calidad del crédito de los bancos locales. A su vez, estos deberán reducir la escala de sus préstamos de manera de cumplir con los requerimientos de capital, lo que impacta negativamente en la actividad económica.

### **La Vulnerabilidad Financiera Externa de Chile**

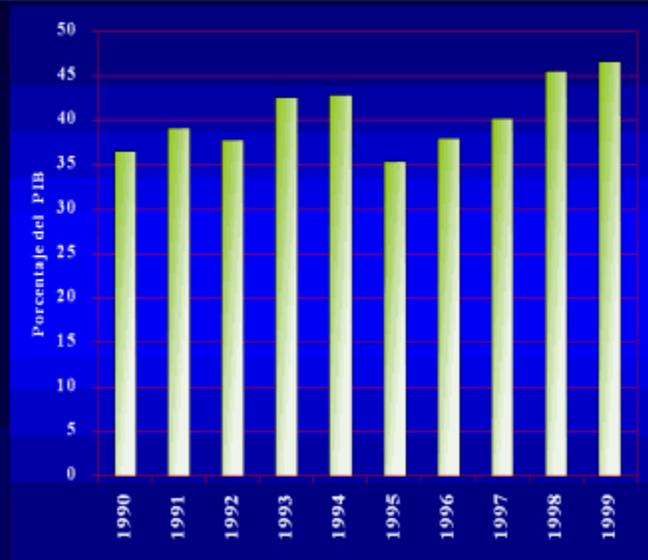
En términos generales, la vulnerabilidad financiera externa de la economía chilena se ha reducido drásticamente en los últimos años. En primer lugar, la economía chilena mantiene una posición relativamente cómoda en términos de su solvencia y liquidez externa, y así lo reflejan las clasificaciones internacionales de riesgo y el premio que pagan los bonos soberanos en mercados internacionales. (Gráfico 3) A lo largo de los últimos años, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el incremento de nuestros pasivos internacionales, se ha mantenido dentro de límites prudentes, al tiempo que el crecimiento promedio del producto y las exportaciones ha sido elevado. (Gráfico 4)

### Gráfico 3. Spread de Bonos Soberanos



Banco Central de Chile

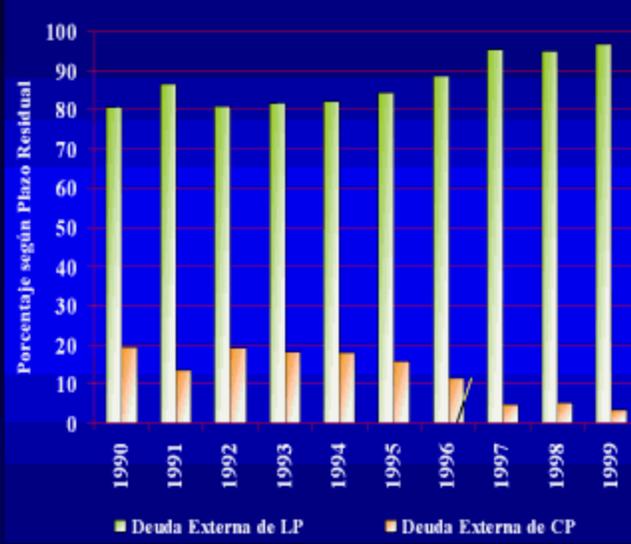
### Gráfico 4. Pasivos Internacionales Netos de la Economía Chilena (Pasivos - Activos Externos)



Banco Central de Chile

En segundo lugar, los plazos de la deuda se han extendido, y también ha aumentado la participación de la inversión extranjera, de tal forma que la posición de liquidez internacional de la economía chilena es muy sólida. Así, la proporción de la deuda de mediano y largo plazo aumentó de un 75% en 1990 a un 81% a noviembre de 2000, y dentro de ésta cabe destacar el aumento de la deuda privada de mediano y largo plazo. En efecto, en 1990 ésta representaba el 22% de la deuda total, mientras que a noviembre de 2000 llegó a un 70%. (Gráfico 5)

## Gráfico 5. Composición por Plazo de la Deuda Externa



Banco Central de Chile

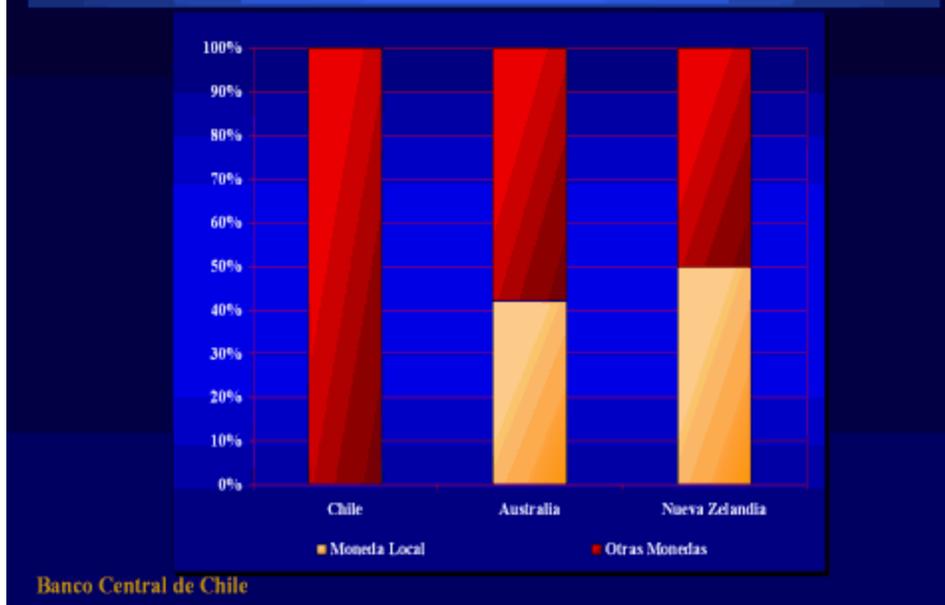
En tercer lugar, el Banco Central dispone de considerable liquidez en recursos internacionales para enfrentar una crisis de magnitud. Las Reservas Internacionales Netas (Gráfico 6) llegaban a US\$ 14.741 millones de dólares a fines de 2000, al tiempo que su endeudamiento externo es nulo y es acreedor de organismos internacionales como el FMI.

Estas tendencias reflejan que la economía se encuentra en una posición adecuada en términos de su solvencia, liquidez internacional y confianza de los inversionistas internacionales. Sin embargo, la exposición al riesgo cambiario aún es grande y éste es un desafío que debemos enfrentar.

El endeudamiento externo de Chile ocurre prácticamente en su totalidad en moneda extranjera. En la actualidad más de un 95% de ella, está denominada en dólares de Estados Unidos. Esta no es la situación de países con niveles de desarrollo superior al chileno. En los países desarrollados la estructura de financiamiento externo tiene un componente mayor en términos de moneda local. Esto determina que los efectos patrimoniales de las apreciaciones o devaluaciones de sus monedas sean menores.

El siguiente gráfico (Gráfico 7) muestra la composición por moneda del financiamiento externo de Australia y Nueva Zelandia. Las similitudes de estas economías con Chile son varias: ambas son economías pequeñas y abiertas, tienen una estructura de exportaciones basada en materias primas, mantienen una posición deudora neta con los mercados internacionales, una parte significativa de su inversión se financia externamente, tienen tipos de cambio flotantes y un régimen monetario de metas de inflación. Sin embargo, es notable la diferencia en la composición del endeudamiento externo. En ambos casos el endeudamiento externo en moneda nacional es de alrededor de un 40% del total.

## Gráfico 7. Composición en Moneda de la Deuda Externa



La diversificación ayudó a estas economías a superar las consecuencias de la crisis asiática de 1997. En el punto de partida ambas economías tenían un grado importante de flexibilidad cambiaria para ajustar su competitividad internacional frente a la reducción de sus mercados, sin temer consecuencias sobre su estabilidad financiera.

### ¿Cómo disminuir nuestra vulnerabilidad financiera externa?

Frente a esta realidad, ¿qué medidas puede tomar la autoridad para generar un ambiente financiero más estable?

Una primera tarea es lograr políticas que propicien la estabilidad macroeconómica y la credibilidad en el valor de la moneda nacional. Al respecto, la economía chilena cuenta con una institucionalidad apropiada a través de un Banco Central autónomo y una política fiscal responsable. El esquema de metas de inflación que ha utilizado el Banco Central ha logrado consolidar tasas de inflación bajas y estables, y anclar las expectativas en torno al 3% anual, la meta establecida.

Una segunda tarea es lograr una regulación y supervisión conducente a un sistema financiero sólido. Un sistema financiero débil tiene una alta probabilidad de entrar en crisis ante un shock externo de magnitud. Una crisis en el sistema financiero reducirá el crédito en la economía lo que implicará una reducción de la actividad económica y, probablemente, desconfianza en el valor de la moneda.

El hecho de que el sistema financiero haya superado la reciente crisis asiática sin mayores problemas demuestra que la labor de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y del Banco Central, en el contexto de una legislación moderna que ha puesto énfasis en el resguardo de la base de capital de la banca, ha sido exitosa en la provisión de un marco regulatorio adecuado así como en la supervisión del cumplimiento de este marco.

Una tercera tarea se refiere a transparentar el riesgo cambiario. A partir de septiembre de 1999 nuestra economía se encuentra en un régimen de flotación libre, donde las eventuales intervenciones del Banco Central en el mercado de divisas deben ser informadas al público tanto en los montos involucrados como en las razones que fundamentan esta intervención. Esta opción no se ha utilizado.

Es necesario destacar una vez más que sólo fue posible dejar libre el tipo de cambio luego de una cuidadosa preparación del marco regulatorio. Junto con fortalecer gradualmente la regulación y supervisión bancaria, lo que permitió un importante desarrollo de las actividades permitidas a los bancos, el Banco Central, en estrecha colaboración con la SBIF, comenzó a introducir normativas destinadas a acotar y ampliar la cobertura de los riesgos asumidos por los bancos, pero entregando una mayor flexibilidad en el tipo de operaciones, en particular de productos derivados, que la banca puede realizar tanto en el exterior como en Chile. Dentro de estas medidas destacan, los derivados de crédito, los forwards, futuros y swap de tasas de interés, monedas y en unidades de reajustabilidad, los repos en moneda extranjera y la introducción de los bonos cero cupón del Banco Central. En breve, estas medidas contribuyen a completar el conjunto de operaciones posibles en el mercado.

Es decir, en forma gradual, el Banco Central, ha preparado el terreno en el plano financiero entregando las herramientas necesarias para que sean los agentes privados quienes conformen un perfil de riesgo financiero, utilizando los instrumentos de cobertura

disponibles en el mercado.

De hecho, aun cuando puede ser de menor relevancia para el mercado, el sistema de contabilidad utilizado en el Banco Central tuvo que ser modificado por un mecanismo de valoración de activos y pasivos externos al tipo de cambio de mercado (tipo de cambio observado). Este cambio, probablemente se puede considerar como el primer paso en el ámbito institucional para adoptar el cambio de régimen de política cambiaria.

Posteriormente, se hicieron importantes reformas a la normativa de la cuenta de capitales, las que buscaban una mayor apertura y flexibilidad en los movimientos de entrada y salida del capital extranjero y nacional. Por ejemplo, los bancos fueron autorizados para operar con forwards de moneda extranjera; para financiar operaciones en moneda extranjera de comercio internacional, incluso entre terceros países y para efectuar colocaciones e inversiones financieras transfronterizas en una gama creciente de países, empresas e instrumentos. Estas actividades pueden ser muy naturales en países desarrollados, pero podrían haber generado mayor volatilidad cambiaria, en un contexto donde las autoridades intentaban suprimir la volatilidad, en lugar de aprender a convivir con ella.

Como se señaló, en este ambiente de flotación libre, los riesgos son asumidos enteramente por los privados, lo que genera los incentivos para cubrirse de estos riesgos. Del mismo modo, el nivel del tipo de cambio refleja la información relevante que puede afectar su valor, de tal modo que los movimientos discretos, que reflejan ajustes ante desalineaciones acumuladas de importancia en el tipo de cambio, se hacen menos probables.

El debate sobre las ventajas y desventajas de un sistema de tipo de cambio fijo versus un sistema de tipo de cambio variable es bastante conocido y sigue presente hoy en día. Sobre este punto me voy a limitar a señalar que con los cambios enumerados previamente, creo que el Banco Central ha contribuido decisivamente a "sincerar" el riesgo cambiario en las operaciones financieras y de cobertura del sector real. En cambio, en un sistema de tipo de cambio fijo, el sector privado en cierta forma se distrae de su principal actividad y asume un riesgo excesivo, muchas veces no calculado, apostando a alguna reacción del Banco Central, lo que finalmente genera importantes costos de ajuste debido a los descalces que se producen en este dinámica. Creemos que un sistema de tipo de cambio libre, junto con un sólido marco normativo, minimizan estos costos de ajustes, permitiendo al sistema financiero desenvolverse dentro de un rango de mayor estabilidad en términos de sus posiciones en moneda local y extranjera.

Por último, en relación con este tema, debo señalar que la introducción de un régimen de tipo de cambio flotante no ha significado una volatilidad excesiva en este precio. Es así como luego de más de un año de flotación libre de nuestra moneda, su volatilidad ha sido bastante moderada, siendo menor que la del peso mexicano, del real brasileño, e incluso menor que la volatilidad de monedas de países desarrollados como el yen japonés y el euro, con relación al dólar americano (ver Tabla 1).

**Tabla 1. Volatilidad del Peso Chileno y de Otras Monedas Respecto del Dólar Americano**

(cifras en Porcentaje)

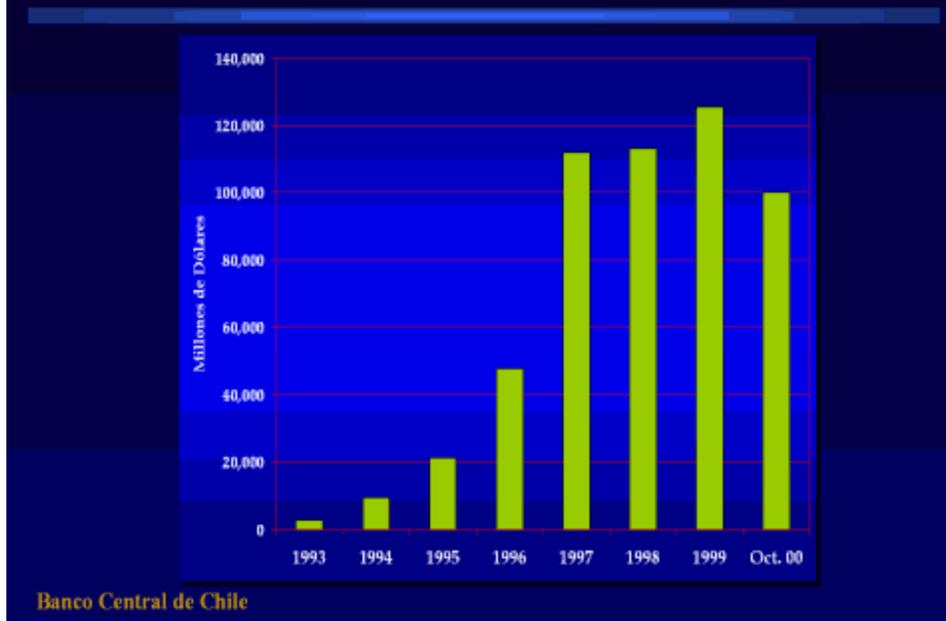
	Jun. 95 - Jun. 97 (1)	Sep. 99 - Dic. 00 (1)
Peso Chileno	4.7	5.5
Yen	9.9	7.8
EURO	7.9	10.3
Peso Mexicano	13.9	6.9
Real Brasileño	3.4	6.8
Dólar Canadá	3.7	3.9
Libra Inglesa	5.9	7.0
Dólar Australiano	5.6	8.3
Dólar Nueva Zelandia	4.5	9.9

(1) Calculada como desviación estándar anualizada de la variación porcentual semanal

**Banco Central de Chile**

Como evidencia que respalda el desarrollo del mercado de cobertura cambiaria en un contexto de flotación, cabe mencionar que el mercado forward de dólares ha tenido un crecimiento importante en los últimos años (Gráfico 8). Las operaciones forward peso-dólar y UF-dólar en el mercado formal representaban en 1996 un 70% del PIB, en tanto que a octubre de 2000 estas operaciones alcanzaron a US\$ 100.208 millones, lo que equivale a un 144% del PIB estimado para ese año.

**Gráfico 8. Monto de Operaciones Forward de Dólares en MCF**



Otro paso es la ampliación de la base de inversionistas extranjeros dispuestos a invertir y emitir deuda en moneda local. A partir de 1998, el Banco Central autorizó la emisión de endeudamiento en moneda local en el exterior y, más recientemente, se ha eliminado el diferencial de impuesto que afectaba a los intereses de deuda externa en moneda nacional hasta igualarlo a las condiciones de la deuda en moneda extranjera.

En meses recientes hemos visto pasos incipientes en el desarrollo de un mercado internacional de pesos o UF's. El año recién pasado, el Banco Mundial emitió un bono en UF por 105 millones de dólares, y posteriormente, el Banco Central de Uruguay hizo una segunda emisión por un monto similar, al tiempo que otros emisores internacionales han anunciado su intención de realizar operaciones en UF o en pesos.

La presencia de estos instrumentos ayuda a generar un mercado internacional que facilita la diversificación del riesgo cambiario en Chile. En efecto, estas emisiones permiten a los inversionistas institucionales en Chile, que tienen una demanda natural por instrumentos denominados en UF al igual que sus pasivos, acceder a inversiones en esta moneda, pero sin la necesidad de continuar concentrando su riesgo de crédito en empresas chilenas. Al mismo tiempo, los extranjeros pueden transferir el riesgo cambiario que absorben al emitir deuda en UF, transfiriéndolo a empresas chilenas que se encuentran endeudadas en moneda extranjera y que desean reducir su exposición cambiaria. De esta forma, logramos una mejor combinación de riesgo y rentabilidad para todos los participantes.

En la medida que las empresas locales logran condiciones adecuadas de financiamiento de largo plazo en moneda local, también se fortalece la salud financiera de la economía chilena.

Finalmente, un tema que estuvo presente en el debate de política económica en los últimos años se refiere a las restricciones al ingreso de capitales, como el encaje y el requisito de permanencia. Estas medidas se mantuvieron mientras existía una gran afluencia de capitales hacia la economía chilena, y al mismo tiempo, la falta de normas de calce adecuadas en el mercado financiero y un régimen cambiario mixto, no ayudaban a que el sector privado controlara voluntariamente su exposición al riesgo cambiario. Las regulaciones cumplieron un papel importante ayudando a limitar el volumen de las entradas de capital y extendiendo la madurez del endeudamiento externo. Sin embargo, en el contexto actual en el que se desenvuelven los mercados financieros internacionales sería contraproducente utilizar estas restricciones. Más aún, considerando los avances realizados internamente en términos de estabilización de la inflación en torno a su meta de largo plazo, la flotación cambiaria, el establecimiento de una regla fiscal, el desarrollo de los mercados de cobertura cambiaria y normas de calce debemos continuar avanzando en la misma dirección de mayor integración financiera internacional.