

Vittorio Corbo

Discurso de Inauguración Octava Conferencia Anual del Banco Central de Chile: “Vulnerabilidad Externa y Políticas de Prevención”

Martes 10 de agosto 2004, 9.30 AM, Hotel Crowne Plaza, Santiago

A nombre del Consejo del Banco Central de Chile, les doy la bienvenida a nuestra Octava Conferencia Anual y agradezco la participación de distinguidos académicos y profesionales aquí presentes.

El tema que este año nos reúne es la vulnerabilidad externa y las políticas para su prevención.

Durante décadas, las autoridades económicas han enfrentado el importante desafío de reducir la vulnerabilidad de sus economías frente a shocks externos y mejorar la forma en que las políticas responden a ellos. En los últimos años, la creciente integración financiera y comercial ha generado grandes oportunidades para mejorar las perspectivas de crecimiento pero en paralelo ha aumentado la necesidad de contar con políticas diseñadas para aminorar las fluctuaciones económicas que emergen de una mayor interconexión entre economías.

La experiencia de un amplio número de economías emergentes a fines de la década pasada dan muestra de la importancia que puede tener el grado de vulnerabilidad externa y las políticas con que se hace frente a shocks externos adversos, no sólo sobre la estabilidad macroeconómica sino también sobre el crecimiento de mediano plazo.

En los últimos años, la economía chilena hizo frente a un complicado escenario externo. La crisis asiática en el período 1997-1998, las crisis de Argentina y Turquía en 2001, la importante desaceleración mundial durante 2001-2002, y la intensa volatilidad actual en precios de materias primas son ejemplos notorios del complejo marco en el cual la política monetaria ha transitado.

Aún cuando el ciclo económico de nuestra economía evidenció los efectos negativos de estos shocks, no es menos cierto que el mejoramiento del marco de política económica, a partir de las lecciones obtenidas en los años 1980 y 1990, nos permite contar hoy con un diseño institucional que hace al país menos vulnerable a shocks externos.

El marco de políticas macroeconómicas y financieras de Chile se basa hoy en tres pilares esenciales.

En primer lugar se encuentra el régimen de metas de inflación como ancla nominal de la economía. El compromiso continuo de la autoridad monetaria con la meta de inflación ha permitido la convergencia hacia una inflación estable en torno al 3%, el centro del rango-meta de inflación. Este marco monetario se ha visto fortalecido por la adopción de un tipo de cambio flotante desde 1999. El segundo pilar de la estabilidad es la consolidación de una sólida disciplina fiscal, institucionalizada en la adopción en el año 2000 de la regla de superávit estructural para el sector público. Finalmente, la

estabilidad macroeconómica y financiera está apoyada por un sistema bancario sólido y un mercado de capitales profundo y sano, reflejo de una regulación eficiente y una supervisión efectiva.

Estos tres pilares del marco de políticas han creado las bases del crecimiento y han contribuido de manera decisiva a que la economía chilena sea hoy menos vulnerable a shocks externos a lo que fue en el pasado. Así, la evidencia empírica acumulada en los últimos años es prueba fehaciente de la mayor capacidad de absorción de shocks que ha logrado nuestra economía. Pero como en otras materias, todavía es posible avanzar en reducir la vulnerabilidad externa de la economía chilena.

Como ya es tradición, el Banco Central de Chile viene realizando desde el año 1997 una conferencia anual con los objetivos de perfeccionar sus propias políticas y de contribuir al desarrollo y debate de ideas que permitan alcanzar niveles mayores de bienestar para la sociedad.

Esta octava conferencia se enmarca dentro de estos principios. Esta conferencia contribuirá al desarrollo y debate de ideas sobre la transmisión y absorción de shocks externos financieros y reales en economías pequeñas y abiertas, las opciones disponibles a la autoridad económica para enfrentar a estos shocks y el desarrollo de nuevos mecanismos de reducción de la vulnerabilidad de estas economías a shocks externos.

Desde el punto de vista de política económica, el interés del Banco Central de Chile en el tema de esta conferencia radica en el creciente papel de los mercados financieros — nacionales e internacionales— y de los shocks externos —tanto reales como financieros— en el diseño y la transmisión de la política monetaria. La creciente integración financiera con el mundo ha aumentado los canales y la velocidad de transmisión de los shocks entre los países.

En este contexto, resulta primordial avanzar en el perfeccionamiento de los mercados financieros y en el diseño de un conjunto de políticas económicas que permitan a las economías emergentes reducir su vulnerabilidad a estos shocks.

Este es un desafío compartido por bancos centrales, ministerios de hacienda e instituciones financieras internacionales de todo el mundo.

Tal como está establecido en su ley orgánica, el Banco Central de Chile busca no sólo garantizar la estabilidad de la moneda sino también la estabilidad del sistema de pagos interno y externo de la economía. El objetivo de la estabilidad de la moneda se persigue con una política monetaria orientada a mantener la inflación en un rango de 2 a 4%, centrado en 3%. El objetivo de estabilidad del sistema de pagos interno y externo se cautela con la estabilidad macroeconómica y una regulación y supervisión orientada a lograr una identificación oportuna y manejo apropiado de los riesgos. La labor del Banco encaminada a mantener la estabilidad de la moneda se explícita en su Informe de Política Monetaria (IPoM), el que sirve de vehículo para explicar la visión del consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y las consecuencias para la política monetaria, expone el marco de mediano plazo utilizado por el Consejo para la formulación de la política monetaria y provee información útil para la formación de expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria más probable de la inflación

y el producto. Este informe considera un balance de riesgos —entre ellos los vinculados a los shocks externos— tanto para la actividad como para la inflación.

En lo que se refiere a la estabilidad de los pagos internos y externos, el Banco agrega una segunda publicación a partir de agosto del presente año: el Informe de Estabilidad Financiera, que tiene por objeto dar cuenta de los desarrollos más relevantes para Chile que inciden en su estabilidad financiera y sus perspectivas.

Es por lo tanto de gran interés institucional obtener lecciones—a partir de los debates de esta conferencia— sobre posibles políticas que, sumadas al marco de política actual, permitan a nuestra economía enfrentar de mejor manera estos shocks externos y desarrollar mecanismos que la hagan menos vulnerable a estos.

Entre hoy y mañana debatiremos con un selecto grupo de académicos y profesionales estos temas. Daremos inicio con la Conferencia Invitada del Economista Jefe del FMI, Dr. Raghuram Rajan, quien describirá el rol de las instituciones financieras internacionales en la reducción de la vulnerabilidad externa.

En la primera sesión de la conferencia, se describirán los hechos estilizados en torno al impacto de los shocks externos sobre el desempeño macroeconómico. Dicha sección evaluará la capacidad tanto de Chile como del resto de economías del mundo para resistir shocks externos adversos, reales y financieros, como por ejemplo, fluctuaciones en los términos de intercambio, crecimiento de los principales socios comerciales, fluctuaciones en las tasas reales de interés mundial y el flujo de capitales hacia la región. En este sentido, César Calderón, Norman Loayza y Klaus Schmidt-Hebbel presentan evidencia internacional sobre el impacto de la apertura comercial y financiera, y su interacción con shocks externos sobre el crecimiento y la volatilidad macroeconómica. Por su parte, Helmut Franken, Eric Parrado y Guillermo Le Fort evalúan la importancia de estos shocks externos en el ciclo económico de Chile y la capacidad de nuestra economía para resistir shocks adversos en los últimos años. Complementando estos trabajos, Fernando Broner y Roberto Rigobón comparan las diferencias en los patrones de volatilidad de los flujos de capitales hacia economías emergentes e industriales, vinculando dichas diferencias a shocks externos que enfrentan estas economías.

En la segunda sesión, que se desarrollará entre hoy y mañana, se revisará, en primer lugar, la experiencia internacional en torno a las respuestas de política ante shocks externos, con especial énfasis en el análisis de las diferencias entre las políticas que han aplicado economías emergentes y desarrolladas para contrarrestar los shocks externos. En segundo lugar, se evaluará tanto el efecto que juegan las reservas internacionales en la prevención de crisis externas como el rol desempeñado recientemente por el mercado de derivados cambiarios chileno en la reducción del riesgo cambiario. Tercero, se discutirán los determinantes y efectos de la exposición cambiaria en firmas del sector chileno no-financiero.

Con relación al primer tema -experiencia internacional de respuestas de política a shocks-, Luis Felipe Céspedes, Ilan Goldfajn, Phil Lowe y Rodrigo Valdés analizan las políticas económicas diseñadas por economías emergentes para contrarrestar los shocks externos en comparación con políticas aplicadas por las naciones industriales, enumerando los obstáculos políticos y legales para implementar políticas alternativas en periodos de crisis. Respecto del segundo tema –papel de las reservas internacionales en

la prevención de crisis-, Pablo García y Claudio Soto evalúan la contribución de la liquidez internacional en la reducción del riesgo de una crisis cambiaria, calculando el nivel óptimo de reservas a partir de estimaciones de probabilidades de crisis. Por su parte, Esteban Jadresic y Jorge Selaive analizan la capacidad del mercado de derivados cambiarios como mecanismo para reducir la exposición al riesgo cambiario por parte de las firmas así como volatilidad de las fluctuaciones del tipo de cambio. Junto a ellos, Kevin Cowan, Erwin Hansen y Luis Oscar Herrera evalúan la respuesta del sector privado a los shocks externos enfrentados por la economía chilena a fines de los años noventa, distinguiendo los factores anticipados por las firmas de aquellos que fueron difíciles de predecir o cubrir.

Al final de la Segunda Sesión tendremos Conferencias invitadas. La primera, a cargo del Profesor Sebastián Edwards, analizará la experiencia de las economías emergentes y en transición con respecto a la convertibilidad y manejo de la cuenta de capitales, así como la imposición de controles de capital, poniendo énfasis en la relación empírica entre las restricciones en la cuenta de capitales y la vulnerabilidad a crisis externas. En la segunda conferencia invitada, Ernesto Talvi tendrá a su cargo el análisis de la relación entre *sudden stops* y vulnerabilidades financieras y sus posibles consecuencias sobre las economías de Sudamérica.

La última parte de la Conferencia —que se llevará a cabo el miércoles— contempla la evaluación de posibles instrumentos de política y de mercado que podrían desarrollarse para reducir la vulnerabilidad externa. En primer lugar, Kenneth Kletzer analiza el manejo de deuda en economías con riesgo, enfatizando el rol de innovaciones contractuales que ayudarían a suavizar el monto de obligaciones de la deuda ante shocks externos. Segundo, Francisco Gallego y Geraint Jones estudian el rol de los regímenes cambiarios de flotación como un mecanismo de seguro contra shocks externos. Y, finalmente, Ricardo Caballero y Stavros Panageas analizan estrategias de portafolio óptimas en un ambiente con *sudden stops* en el influjo de capitales, ofreciendo así una herramienta práctica para el manejo de reservas e inversiones en economías emergentes.

Quedan ustedes invitados a un debate que estoy seguro será fructífero y permitirá obtener importantes lecciones para el diseño óptimo de políticas en un mundo cada vez más integrado.

Finalmente, deseo destacar la labor realizada por el equipo de organización de esta Conferencia Anual. Ricardo Caballero, profesor del M.I.T, Luis Felipe Céspedes, economista senior del Banco y César Calderón, economista senior del Banco, han logrado un espléndido programa y una excelente organización de esta conferencia, asistidos eficientemente por Álvaro Aguirre y Mónica Correa.

Muchas gracias.