

X CONFERENCIA ANUAL DEL BANCO CENTRAL DE CHILE: “CUENTA CORRIENTE Y FINANCIAMIENTO EXTERNO”

Discurso de bienvenida pronunciado por el
Presidente del Banco Central de Chile, don Vittorio Corbo Lioi.

9 de noviembre de 2006

Estimados banqueros centrales, académicos y economistas visitantes. Estimadas amigas y amigos: sean ustedes muy bienvenidos. Siempre es motivo de satisfacción congregar a un grupo de personas con las que se tienen intereses e inquietudes en común, y si se trata de compartir dos días con los más calificados estudiosos de los temas respectivos, hay que agregar el entusiasmo por la inyección de vitalidad y renovación que estará recibiendo esta área de pensamiento.

Me llena de orgullo que ya estemos celebrando la Décima Conferencia Anual del Banco Central de Chile, que se ha constituido en un evento tradicional de discusión de ideas relevantes para las políticas de la banca central y para el desarrollo económico de nuestros países.

El tema de esta conferencia es la Cuenta Corriente y el Financiamiento Externo —un tema crucial para una economía como la chilena— históricamente muy abierta al comercio mundial de bienes, y cada vez más integrada a los mercados de capitales internacionales.

A modo de ilustración, déjenme mostrarles dos gráficos. El primero muestra la evolución de la suma de exportaciones más importaciones sobre PIB desde mediados de los 70. Como se puede apreciar, gracias a un proceso sistemático de integración, Chile se ha vuelto una economía muy abierta al comercio exterior, tanto en comparación con otras economías latinoamericanas como con el promedio mundial.

Este otro gráfico muestra la suma de nuestros activos y pasivos internacionales brutos sobre PIB. Esta es una medida del grado de integración financiera de una economía. Me gustaría destacar tres hechos aquí. Primero: en el año 2004 el grado de integración financiera de Chile estaba muy por sobre el promedio de las economías emergentes, pero aún por debajo del promedio de las economías desarrolladas. Segundo: este proceso de integración se ha acelerado desde mediados de los 90. Y tercero: a pesar de que la razón de pasivos más activos sobre PIB es similar en los noventa y en los ochenta en cuanto a magnitud, la composición de este total difiere sustancialmente, con mucho mayor peso de los activos internacionales brutos a partir de mediados de los 90.

La integración financiera tiene el potencial de acelerar el crecimiento económico, permitiendo que el ahorro de otros países financie proyectos de inversión rentables en Chile que de otra manera no se realizarían. Recordemos que el déficit de cuenta corriente no es más que la brecha entre inversión y ahorro nacional.

La integración financiera permite además suavizar las fluctuaciones del ingreso nacional y sus efectos sobre el consumo de los hogares y la inversión, sea que estas fluctuaciones respondan a variaciones de los precios de los bienes que exportamos e importamos (como en los últimos años) o a eventos locales que influyen en nuestra productividad. Para una economía que se sustenta en un número acotado de productos de exportación, cuyos precios además son altamente volátiles, esta suavización intertemporal del consumo es crucial.

Gracias a la integración financiera es posible aumentar la diversificación del riesgo de nuestras carteras de activos, un hecho que los tenedores chilenos de activos han buscado aprovechar en forma creciente en los últimos años.

En la práctica, sin embargo, estos beneficios potenciales de la apertura de la cuenta de capitales no siempre se materializan. Las economías emergentes en promedio se han caracterizado por tener cuentas corrientes contracíclicas y un consumo altamente volátil en relación con el ingreso corriente: justamente lo contrario de lo que predice la teoría intertemporal de la cuenta corriente. Más aún, las economías emergentes han sufrido episodios de inestabilidad y en algunos casos crisis, asociados a frenazos bruscos de los flujos de capitales.

Aislarse de los mercados financieros internacionales no es una opción;– los beneficios potenciales son simplemente muy grandes como para desaprovecharlos y las innovaciones de la tecnología de la información y la comunicación reducen la efectividad de eventuales controles. Se hace imperativo, entonces, entender a cabalidad los factores que determinan los flujos de capitales internacionales, desde y hacia economías emergentes como la nuestra. Esto nos permitirá diseñar esquemas de política que aseguren que estos flujos aumenten el consumo y disminuyan la volatilidad, y no al revés.

Simplificando, hay dos visiones imperantes con respecto al funcionamiento de los mercados financieros internacionales. La primera (de énfasis en factores internos) es que una economía con cuentas fiscales ordenadas, una política monetaria orientada a la estabilidad de precios y una adecuada regulación financiera puede integrarse a los mercados de capitales internacionales sin exponerse a sufrir choques financieros desde el exterior. Esta visión enfatiza que el origen de la volatilidad que se le asocia a los flujos de capitales está en cada país, siendo el sistema financiero internacional un mero amplificador. En esta visión, el rol de las políticas internas se limita a no ser fuente de choques.

La segunda visión es que la fuente de los choques está en el sistema financiero internacional (ya sea en forma directa o por contagio desde otras economías emergentes). Las economías difieren en su grado de vulnerabilidad a dichos *choques* – por una combinación de políticas públicas y condiciones estructurales de la economía. En esta visión, el rol de las políticas públicas está íntimamente relacionado con las decisiones que toma el sector privado y las restricciones que enfrenta. Toda la discusión reciente de descalces cambiarios y de plazo, así como las decisiones de reservas óptimas y el uso de pasivos internacionales contingentes es parte de esta visión.

Como Banco Central hemos tomado una visión ecléctica, a medio camino entre ambas posturas. Creemos que es esencial tener un conjunto de políticas que no sean fuente

de inestabilidad, y que además ayuden a amortiguar los efectos de la volatilidad de los mercados financieros internacionales. La prudencia fiscal, un régimen de metas de inflación con un tipo de cambio flotante orientado a mantener la estabilidad de precios y una adecuada regulación y supervisión financiera, todos aportan a estos objetivos. Más aún, hemos trabajado para brindarle herramientas al sector privado que lo ayuden a enfrentar las consecuencias de la volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Se preguntarán ¿por qué, como Banco Central, nos interesa el tema del déficit de cuenta corriente y el financiamiento externo, en especial dado el régimen de metas de inflación con tipo de cambio flotante con el cual operamos en la actualidad?

La primera parte de la pregunta es fácil. Tenemos un mandato de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Por tanto, para cumplir con nuestro mandato necesitamos comprender tanto el funcionamiento de los mercados financieros internacionales como los efectos de choques provenientes de dichos mercados en nuestro sistema financiero. Para ilustrar la importancia de esto, basta recordar cómo remeció nuestra economía la caída de la liquidez internacional que siguió a la Crisis Rusa en 1998-99.

Estrechamente relacionadas con el punto anterior, están las políticas de reservas óptimas. La volatilidad del financiamiento externo —y en particular la probabilidad de un corte súbito del flujo de fondos— son ingredientes clave a considerar en el nivel y composición de las reservas internacionales.

Los flujos de capitales juegan también un rol importante en la conducción de política monetaria en pos de nuestra meta de inflación, por el impacto que las condiciones financieras internacionales tienen sobre la demanda agregada y el nivel de precios. Por ejemplo, una caída en el costo del financiamiento externo (como el que hemos vivido en los últimos años) es a todas luces expansivo.

Finalmente, como Banco Central, la ley orgánica nos atribuye un conjunto de herramientas que determina el grado de apertura de la cuenta financiera. Recordarán que en 1998 bajamos el encaje a cero y que el 2001 eliminamos buena parte de las restricciones remanentes a la entrada y salida de capitales. Pero no todas. Hace apenas algunas semanas el Banco Central autorizó la emisión de bonos en pesos por parte de extranjeros en el mercado local.

Este es un buen momento para volver a reflexionar sobre estos temas. Por un lado, porque el *boom* de precios básicos que estamos viviendo en la región va a terminar tarde o temprano, y como país de ingreso medio, necesitaremos de financiamiento externo para continuar creciendo. Y, por otro, por la situación de “desbalances globales” que hoy vive la economía mundial. El déficit de cuenta corriente de Estados Unidos plantea una incertidumbre respecto de cómo se deshará, y cómo los distintos escenarios y marcos de política afectarán a economías pequeñas y abiertas como la chilena. Son preguntas ineludibles que debemos entender.

Estos son los temas que nos convocan para estos dos días. Es una agenda ambiciosa, y los temas tienen una importancia crucial.

Un primer bloque de la agenda evaluará los factores que explican el comportamiento de los flujos de capitales hacia economías emergentes, en particular la medida en que están causados por choques internos, choques de demanda externos, o imperfecciones en los mercados financieros internacionales. En este bloque tendremos el honor de contar con la presentación magistral del reconocido economista y amigo Guillermo Calvo. Además tendremos la oportunidad de escuchar y discutir investigación económica reciente de Jaime Guajardo, Gita Gopinath, Graciela Kaminsky y Kevin Cowan.

Chris Kent, Juan Pablo Medina y David Moreno revisarán y analizarán las experiencias con la cuenta corriente de diferentes regiones en las últimas décadas. Australia y Nueva Zelanda son muy buenos referentes, ya que son grandes exportadores de materias primas y siguen un esquema de metas de inflación con tipo de cambio flotante, al igual que Chile. Para hacer el contrapunto, se presenta también la experiencia de los países del Este Asiático.

El programa de hoy y mañana incluye también el tema de los desbalances globales. Como todos sabemos y como se ilustra en el tercer gráfico, desde fines de los noventa, la mayoría de las regiones en desarrollo han acumulado superávit en cuenta corriente, mientras las economías desarrolladas como un todo – y en particular, los Estados Unidos – han exhibido grandes déficit en cuenta corriente. Esta situación de desequilibrio ha suscitado mucha preocupación e investigación en el último tiempo, por lo que nuestra conferencia dedicará una buena parte de su agenda a explorar si esta situación es de carácter transitorio o más permanente, así como las implicancias que distintas soluciones plantean para la economía chilena. Para ello hemos invitado a importantes contribuyentes a este debate como son Sebastián Edwards, Mike Dooley, Barry Eichengreen y Roberto Zahler.

Otro tema que no podíamos excluir de este foro es la posición internacional bruta de activos y pasivos. En línea con el reciente aumento de los stocks brutos de activos internacionales, la profesión ha comenzado a analizar el efecto valoración de estos stocks y sus implicancias sobre los flujos de capitales. Como el grueso de esta literatura se ha enfocado a las economías desarrolladas —y en particular a EE.UU.—, esta conferencia ha querido tomar el tema desde la perspectiva de los países en desarrollo, enfatizando preguntas respecto de la interacción entre los stocks brutos y los flujos de capitales para Chile. Estos son los temas de los estudios que presentarán Pierre Olivier Gourinchas y Rodrigo Valdés.

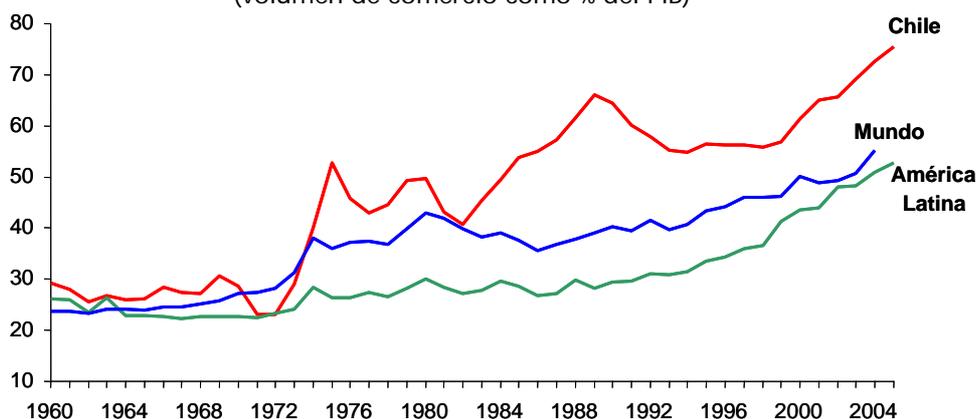
Por último, tendremos oportunidad de pensar sobre la interrelación entre política cambiaria, reservas óptimas y cuenta corriente. Esto lo haremos en el contexto de la presentación magistral de John Williamson y el estudio de Joshua Aizenman.

Estos dos días de análisis de temas extremadamente relevantes con economistas de primer nivel no habría sido posible sin la dedicación de Kevin Cowan, Sebastián Edwards y Rodrigo Valdés a pensar en los temas y personas más calificadas para abordarlos. Además,

la muy eficiente colaboración de David Rappoport y Mónica Correa en la organización fue vital. Por último, el que presentadores y comentaristas de tan reconocida trayectoria hayan accedido a participar, asegura que hoy y mañana serán dos días de mucho provecho. A todos ustedes, estimados participantes, les deseo una fructífera discusión y mucho aprendizaje.

Integración Comercial

(volumen de comercio como % del PIB)

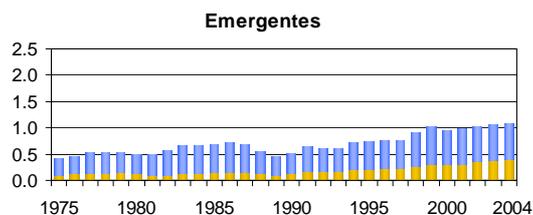
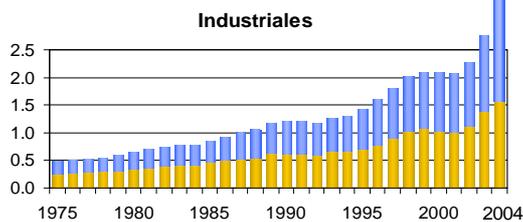
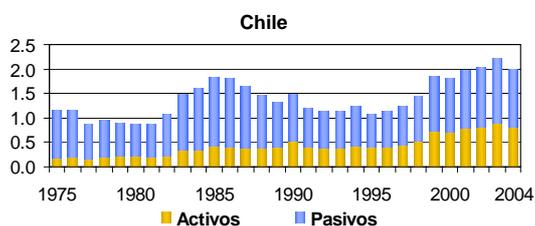


Nota: Considera exportaciones e importaciones a PIB en base a precios corrientes.

Fuente: Banco Mundial.

Integración Financiera

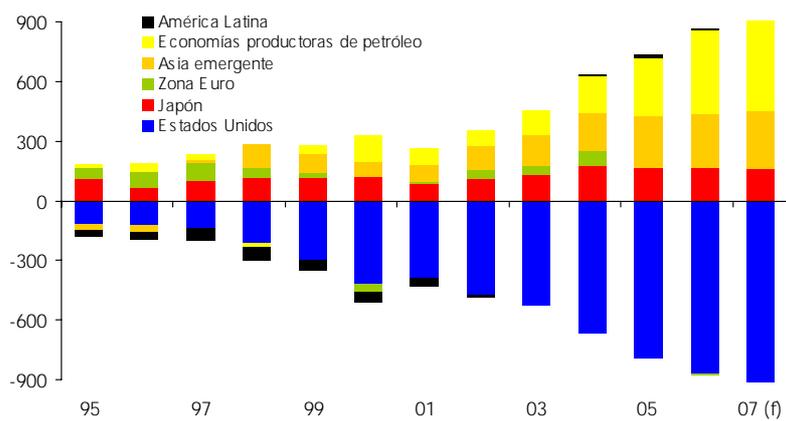
(activos y pasivos internacionales brutos como % del PIB)



Fuente: Lane y Milesi-Ferreti (2005).

Desbalances Globales

(% del PIB)



(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, Septiembre 2006.