# La Política Monetaria y los mercados financieros internacionales

Presentación efectuada por don Vittorio Corbo, Presidente del Banco Central de Chile, en Conferencia "Proyecciones Económicas. Chile: Crecimiento económico con inclusión social" organizado por Americas Society / Council of the Americas, Amcham Chile y Diario El Mercurio.
Santiago, 28 de agosto de 2007

Antes que nada, quiero agradecer la invitación del Council of the Americas, Amcham Chile y El Mercurio para participar en este evento. En mi presentación voy a abordar primero el desempeño reciente de la economía chilena, para luego considerar los sucesos de las últimas semanas en los mercados financieros internacionales y terminar revisando cómo funciona el marco de política monetaria en Chile y qué se puede esperar de él en momentos como este.

**Desempeño de la Economía Chilena.**

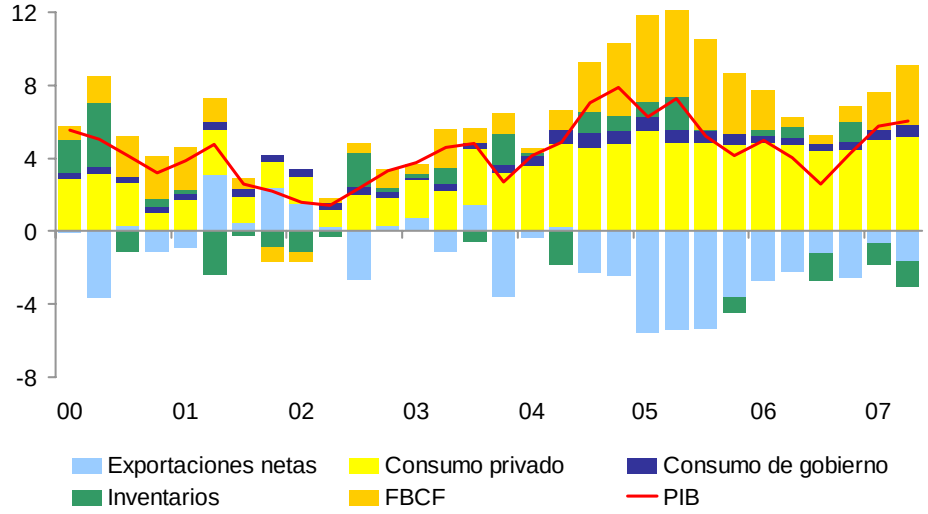
Después de la inesperada desaceleración del tercer trimestre del año pasado, la economía chilena ha retomado un importante ritmo de expansión. El crecimiento anual del PIB llegó a 6,1% en el segundo trimestre, superando el 5,8% que había alcanzado el primer trimestre y superando las proyecciones del último IPoM. Esta expansión ha estado apoyada en condiciones externas favorables, un mayor impulso fiscal —asociado a la porción más permanente del alza del precio del cobre— y condiciones financieras auspiciosas, en parte reflejo de una política monetaria estimulativa.

Por el lado de la demanda interna, destaca el renovado dinamismo de la inversión, que en el segundo trimestre de este año alcanzó un crecimiento anual del 13,9%, número que contrasta con el magro 2,6% que logró el segundo semestre del año pasado. Este dinamismo de la inversión se apoya en las buenas utilidades de las empresas, las favorables condiciones de financiamiento, el agotamiento progresivo de las holguras de capacidad y las buenas perspectivas de crecimiento. El consumo privado se mantiene

robusto, creciendo por varios trimestres a tasas de entre 6,5 y 8% anual. El consumo se sustenta en el crecimiento sostenido del empleo asalariado, la fuerte baja de la tasa de desempleo y las ventajosas condiciones financieras. Esto, a pesar de los elevados precios de la energía y del deterioro de las expectativas de los consumidores.

También las exportaciones de bienes y servicios han continuado tomando dinamismo, pasando de un crecimiento promedio anual del 4,3% en el segundo semestre del 2006, a un 9,4% el primer trimestre de este año, y a un 11,8% el segundo. Dentro de estas destacan las agropecuario-silvícolas y las industriales, cuyos volúmenes crecieron en torno al 10% anual en el primer semestre de este año.

Contribución al crecimiento del PIB
(variación real anual, porcentaje)



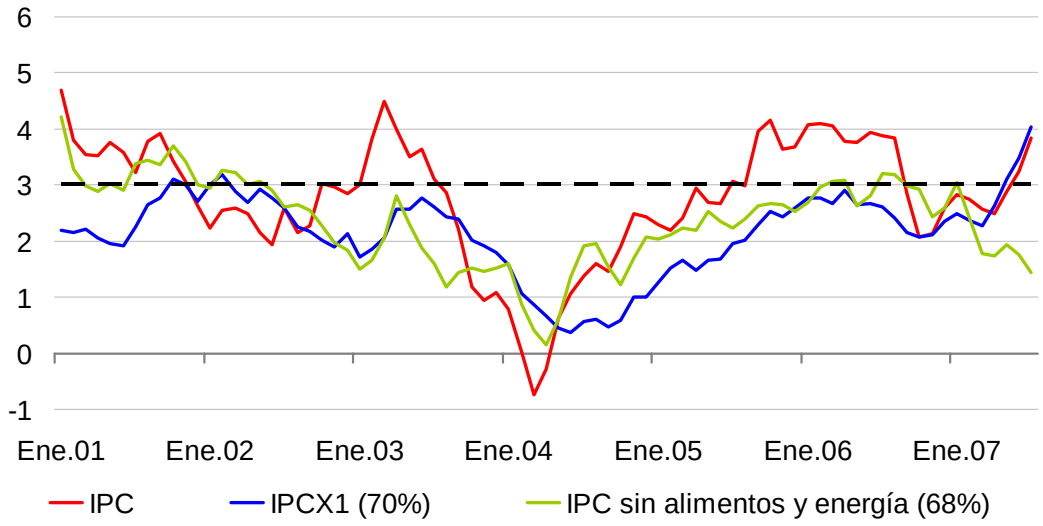

Nota: Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.
Fuente: Banco Central de Chile.

El dinamismo de la actividad se ha renovado de la mano de una mejora notable del mercado laboral, con una importante generación de empleos y una reducción significativa de la tasa de desempleo desestacionalizada.

En el lado de la inflación es donde hemos tenido las principales noticias. En efecto, en los últimos seis meses, los precios de alimentos no perecibles (granos, aceites, leche en polvo y otros) han tenido aumentos

pronunciados. Más recientemente se sumó un aumento también sorpresivo y de magnitud inusitada, y que debería ser transitorio, en los precios de los alimentos perecibles, y alzas de las tarifas de energía, tanto de los combustibles líquidos como de la electricidad. El efecto combinado de estos factores ha sido un aumento importante de las distintas medidas de inflación. Como resultado, la variación del IPC y del IPCX1 se ubica actualmente cerca del 4% anual. En contraste, las presiones de costos laborales y otras medidas de tendencia inflacionaria se ubican en niveles más cercanos al 3% anual. Problemas similares —mayor inflación por aumentos inesperados de los precios de los alimentos— han sufrido en el último tiempo países tan diversos como Sudáfrica, Brasil, Colombia y China. Es interesante notar que una medida de precios que excluye alimentos y combustibles, similar a la inflación subyacente del IPC que mide EE.UU., muestra un aumento anual por debajo del 2% a julio.

Inflación IPC, IPCX1 e IPC sin alimentos y energía
(variación anual, porcentaje)



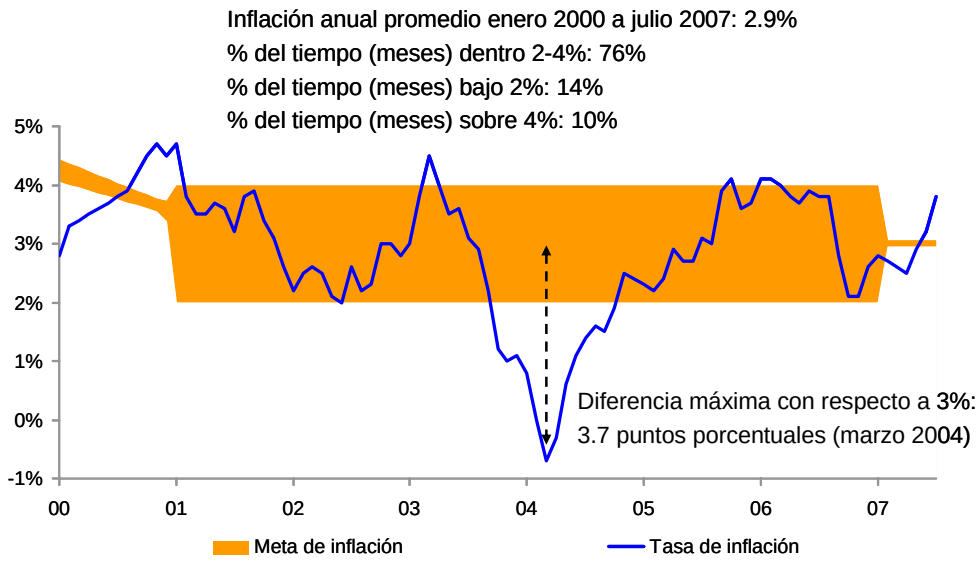

Nota: Entre paréntesis se presenta las participaciones sobre la canasta del IPC.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Este tipo de fenómeno no es nuevo. Frente a *shocks* de oferta o precios específicos, en lo que va de esta década ha habido ocasiones en las que la inflación anual se ha ubicado transitoriamente por debajo del 2% y en otras por encima del 4%.

En este cuadro de mayor inflación del IPC por varios *shocks* de oferta, las expectativas de inflación de corto plazo han aumentado de forma importante, aunque las de mediano y largo plazo permanecen en torno al 3%.

Como la política monetaria afecta la inflación con rezagos que no son plenamente conocidos, pero que son largos, por lo general mayores de un año, no es mucho lo que se puede hacer para revertir un salto de corto plazo en la inflación. Por lo mismo, el Banco Central tiene que anticipar las consecuencias del ciclo económico sobre la inflación. Además, tiene que estar atento para ajustar la política monetaria de manera de evitar que por *shocks* de oferta se desencadenen efectos de segunda vuelta sobre otros precios o sobre los salarios, o sobre las expectativas inflacionarias del sector privado, que terminen alejando la inflación de 3% en forma persistente. La efectividad de esta política monetaria en los años 2000 está a la vista.

Desvíos de la meta de inflación en Chile



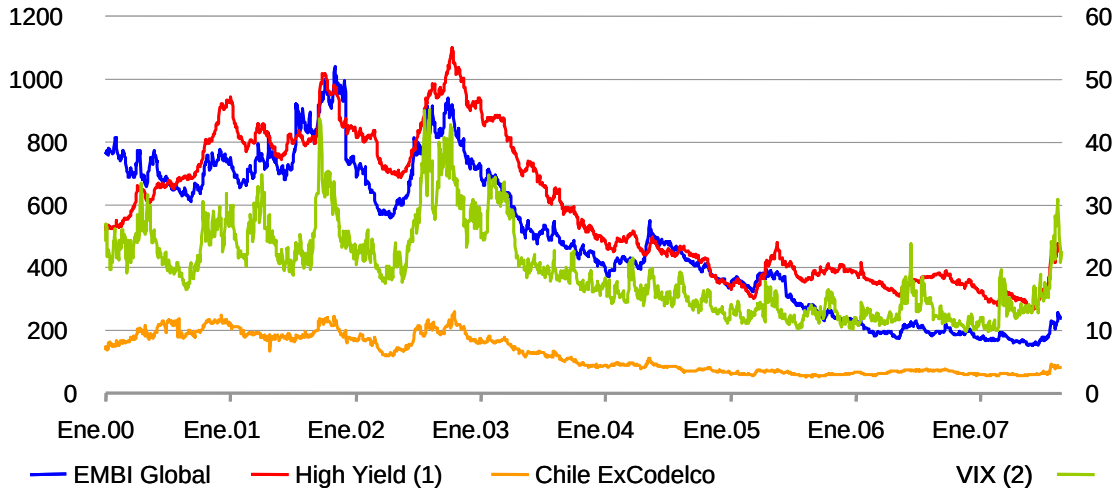

Fuente: Banco Central de Chile.

## Las Turbulencias Financieras Internacionales.

Respecto de lo que ha estado pasando en los mercados financieros internacionales, hay que partir por reconocer que el ajuste que están experimentado es parte de un proceso de normalización que estaba pendiente en los premios por riesgo de crédito de una gran gama de activos, y en los

niveles de volatilidad de los precios de activos más riesgosos. (Figura 4) De hecho, desde hace un tiempo nuestros Informes de Estabilidad Financiera y de Política Monetaria indicaban que cabía esperar una corrección de los premios por riesgo y un aumento de la volatilidad en los mercados, dado que las condiciones benignas difícilmente perdurarían de manera indefinida, sobre todo luego del período de normalización monetaria en las principales economías que ya se prolongaba por algunos años. Con alta probabilidad estamos hoy presenciando justamente esta corrección en la valoración de riesgos y en la volatilidad.

Premios soberanos y volatilidad
(puntos bases, porcentaje anualizado)




(1) Corresponde al premio por riesgo de bonos corporativos de mercados desarrollados con clasificación de riesgo inferior a grado de inversión (CCC a BB), de acuerdo con la clasificación de S&P. (2) Corresponde a volatilidad implícita de opciones del índice S&P 500 de EE.UU.
Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.

Sin embargo, aunque este proceso sea de normalización, la dinámica, la profundidad y la extensión que termine teniendo esta corrección es difícil de predecir. Al igual que en otras ocasiones de incrementos abruptos de primas por riesgo y de volatilidad en los mercados, algunos segmentos del mercado y agentes específicos se encuentran inesperadamente en situaciones financieras más frágiles, lo que produce tensiones y dudas respecto del riesgo de entidades particulares frente a sus contrapartes. En este sentido, aparte de la recuperación lenta de los últimos siete días, el riesgo continúa

siendo que el escenario financiero internacional empeore si esta corrección se profundiza, y termine teniendo implicancias más severas en el funcionamiento de los principales mercados e intermediarios financieros globales y, en último término, en la actividad económica mundial.

Aunque el detonante de esta corrección ha resultado ser el deterioro de la capacidad de pago de los deudores hipotecarios de alto riesgo o *sub-prime* en los Estados Unidos, lo sorpresivo de la actual coyuntura es que la exposición a este deterioro se ha propagado hacia entidades financieras de otras zonas económicas, provocando tensiones en el mercado de papeles comerciales e incluso en el interbancario global. Estas hipotecas las originaban empresas especializadas en créditos hipotecarios; luego se vendían a instituciones que los empaquetaban como bonos respaldados por activos colateralizados por los flujos de pagos de estas hipotecas, de hipotecas de mejor calidad y de otros créditos. Estos bonos se conocen como ABS. Con el aumento en la morosidad de los créditos hipotecarios *sub-prime* comenzó a cundir la incertidumbre sobre el valor de los ABS al no existir información clara sobre su contenido de hipotecas *sub-prime* y el incremento en la morosidad de estos. Estos ABS están en los balances de entidades financieras no bancarias (EFNB) a través del mundo, como agencias y fondos de cobertura, o vehículos financieros ligados a bancos, esto último particularmente en Europa.

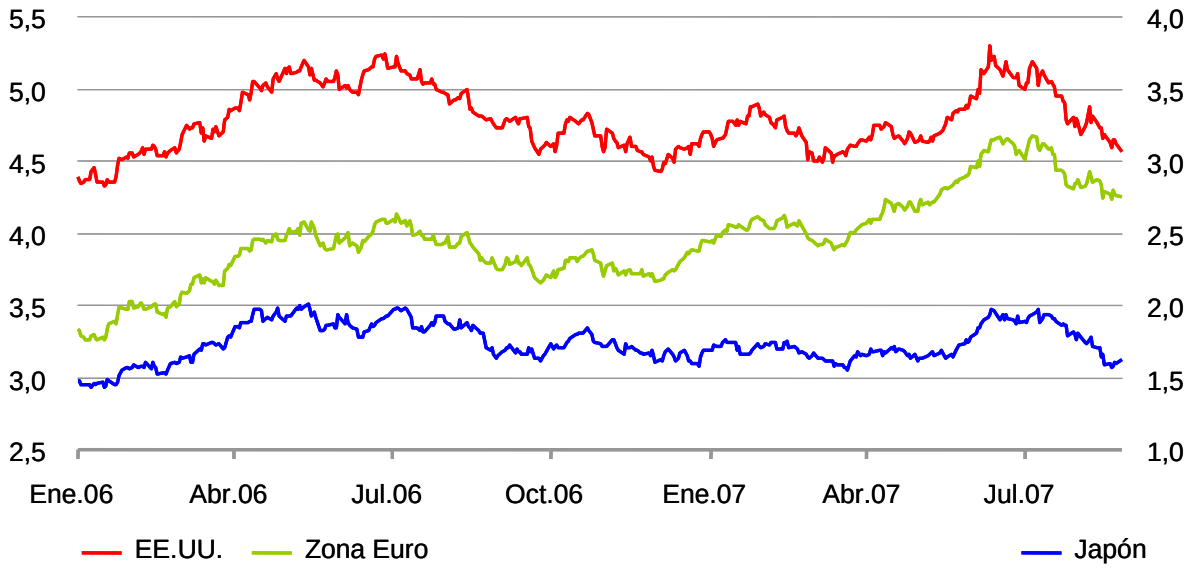
Aunque los principales bancos globales no parecen estar expuestos de manera directa y significativa a este componente del riesgo de crédito hipotecario en EE.UU., sí tienen exposiciones indirectas a través de líneas de crédito o garantías a EFNB. Como estos ABS son poco líquidos, no hay información directa de su valor de mercado, lo que ha llevado a una restricción del acceso al mercado de papeles comerciales de las EFNB que tienen —o se sospecha que tienen— ABS respaldados por hipotecas *sub-prime* entre sus activos. Esta incertidumbre ha reducido el apetito de compañías de seguro y fondos de pensiones por adquirir papeles comerciales de las EFNB, lo que ha provocado incrementos importantes del costo y reducido el acceso al financiamiento, dificultando la renovación de sus pasivos. Así, el epicentro de este ajuste se ha ubicado en el mercado de papeles comerciales respaldado por ABS y en la EFNB que tienen —o se sospecha que tienen— inversiones importantes en ABS respaldados por hipotecas *sub-prime*.

Además, ante las dificultades en la renovación de sus fuentes tradicionales de financiamiento y demandas de rescate de los inversionistas,

estas agencias o fondos se han visto en algunos casos forzadas a cambiar agresivamente sus estrategias de inversión y financiamiento, vendiendo activos, haciendo uso de líneas de crédito de la banca comercial, recibiendo aportes de capital o activando las garantías de bancos patrocinadores. En paralelo, la banca comercial se ha encontrado en dificultades de traspasar a otros inversionistas el riesgo de crédito asumido al financiar fondos dedicados a compras corporativas apalancadas.

En suma, se ha producido en este entorno de mayor incertidumbre sobre el valor de algunos activos, un alza significativa de la demanda por instrumentos financieros menos riesgosos, con incrementos en los premios por riesgo y fuertes correcciones a la baja en las tasas de interés de los papeles públicos.

Tasas de interés de largo plazo
(porcentaje)




Fuente: Bloomberg.

Las medidas que han tomado los bancos centrales de los países industriales para inyectar liquidez a los sistemas bancarios y que hemos observado en días recientes han estado encaminadas tanto a evitar que las turbulencias financieras afecten la implementación de la política monetaria en las principales zonas económicas como a facilitar el funcionamiento de los mercados de crédito. Más que sostener las valoraciones de los precios de activos, los principales bancos centrales buscan que el proceso de reevaluación del riesgo de crédito pueda proceder sin afectar el acceso al

financiamiento y la liquidez de entidades solventes, lo que, de suceder a una escala generalizada, podría tener consecuencias negativas sobre la estabilidad de los pagos, la actividad económica y el sistema financiero en general. Así, a medida que el tiempo transcurra, la información sobre la calidad de los ABS que mantienen las agencias y los fondos de cobertura se debería ir clarificando, así como también se materializarán aportes patrimoniales y/o liquidación de fondos que han perdido parte importante de su patrimonio. Este proceso está en marcha.

Aunque esta normalización de los mercados financieros es parte de una corrección necesaria, no es fácil ni prudente afirmar qué forma final tomará esta corrección. Sin embargo, lo que sí se puede aseverar con alguna certeza es que vamos a continuar teniendo volatilidad y que ésta estará asociada a problemas de pérdida o acceso a financiamiento de instituciones financieras no bancarias e incluso bancarias particulares.

Mientras más se prolongue y más profundo sea este período de ajuste, mayores serán los efectos en los mercados financieros y la economía mundial. Los efectos finales más probables son mayores primas por riesgo (una corrección inevitable e incluso saludable), un ajuste más profundo y prolongado en el mercado norteamericano de la vivienda, y algo menos de crecimiento en EE.UU. y en la economía mundial. Evidentemente, una profundización de los problemas podría ser más dañina para el crecimiento global y el precio de las materias primas.

Este ajuste viene después de un prolongado periodo con políticas monetarias muy expansivas en los países industriales que habían comenzado un proceso de normalización. Pero igual no se debe dejar fuera de este cuadro el hecho de que esta corrección encuentra a la economía mundial en proceso de completar los mejores cinco años desde comienzos de la década de 1970, a los grandes bancos comerciales bastantes sólidos, a las empresas con buenas utilidades y a los principales países industriales con sistemas cambiarios flexibles, con inflación controlada y con bancos centrales que han ganado una gran credibilidad en su compromiso con la estabilidad de precios. Además, un número significativo de economías emergentes de importancia se encuentran en una situación muy favorable de liquidez y solvencia externa, con sistemas cambiarios más flexibles y con inflaciones bajas.

## La economía chilena en este nuevo entorno financiero

Es prematuro y osado intentar cuantificar los efectos eventuales en la economía chilena de este ajuste en curso. La transmisión de sus efectos se hará por los canales de alzas en los niveles de primas por riesgo, cambios en la trayectoria futura de tasas de interés de política monetaria en países industriales, ajustes en las tasas de interés de bonos públicos de países industriales, menor crecimiento de EE.UU. y de la economía mundial y menores precios de bienes primarios. Lo que sí sabemos es que Chile ha construido a través de los años un marco de políticas e instituciones que no sólo ha permitido lograr la estabilidad de precios y una menor volatilidad de la actividad, sino que también ha hecho a la economía chilena más resiliente a los *shocks* como los que puede generar el ajuste que están experimentando los mercados financieros internacionales.

Este marco incluye un banco central autónomo que implementa una política de metas de inflación y un sistema cambiario de tipo de cambio flotante, una política fiscal donde el nivel de gasto público se determina por los ingresos permanentes del Gobierno y acumulando activos en moneda extranjera en el exterior en épocas de bonanza del cobre, contribuyendo a fortalecer la solvencia del fisco, a estabilizar al tipo de cambio real y a suavizar el propio ciclo económico.

Finalmente, Chile tiene una regulación y supervisión bancaria que ha promovido el desarrollo de un sistema bancario sólido y seguro.

Este marco de políticas e instituciones macro/financieras le han permitido a Chile dar pasos considerables en el logro de la estabilidad económica, alcanzando una inflación en torno a la meta, superávits en las cuentas públicas y en la cuenta corriente de la balanza de pagos en tiempos de bonanza, un tipo de cambio real alineado con sus fundamentos y un producto que crece en torno al crecimiento de tendencia. Además, este marco de políticas e instituciones le da un carácter contracíclico a la política fiscal y facilita el uso de una política monetaria contracíclica.

En particular, en este cuadro la política monetaria reacciona a las consecuencias deflacionarias de una economía débil y viceversa, por lo que ayuda naturalmente a estabilizar los efectos de los *shocks* de demanda.

En la coyuntura actual, este marco de políticas macro/financieras debería facilitar la manera como la economía chilena absorbe los cambios en

el escenario internacional. Dos factores contribuyen a esto último. Primero, con expectativas de inflación ancladas en torno a la meta, el efecto desinflacionario que provocarían eventuales holguras (una brecha negativa entre el producto y el producto de tendencia) generadas a partir de condiciones externas menos favorables, llevaría naturalmente a una política monetaria contracíclica. Al mismo tiempo, la flotación cambiaria facilita el ajuste del tipo de cambio real que puede requerir un cambio en el entorno externo. Con todo, dependiendo de la magnitud y efecto inflacionario de dicho ajuste, ello podría restringir la reacción de la política monetaria. La composición y transmisión del *shock* externo es por lo tanto muy relevante para la reacción de política más adecuada.

Segundo, la política fiscal, en que el gasto está determinado por los ingresos más permanentes del Gobierno, elimina buena parte de la tradicional prociclicidad que ha tenido Chile a *shocks* de términos de intercambio.

De hecho, el propio mercado tiene esta evaluación. Comparando con los efectos en otros países, los últimos tres episodios de aumento de la volatilidad y tensiones en los mercados financieros internacionales han tenido efectos bastantes acotados en la economía chilena.

Recuperación marcada del dólar frente al resto de las monedas
(porcentaje)

| | Mayo 2006 (1) | Febrero 2007 (2) | Agosto 2007 (3) | |
|---|---|---|---|---|
| Argentina | 1,5 | 0,0 | 1,7 | Argentina |
| Australia | 5,8 | 3,0 | 10,3 | Australia |
| Brasil | 8,0 | 2,6 | 8,8 | Brasil |
| Corea del sur | 3,2 | 1,2 | 2,9 | Corea del sur |
| Chile | 7,3 | 1,0 | 1,9 | Chile |
| Filipinas | 4,0 | 1,0 | 4,1 | Filipinas |
| Hungría | 7,0 | 0,7 | 5,1 | Hungría |
| Indonesia | 6,6 | 2,0 | 3,3 | Indonesia |
| Japón | 5,2 | -4,2 | -6,3 | Japón |
| Malasia | 2,9 | 0,7 | 2,3 | Malasia |
| México | 5,4 | 1,0 | 3,1 | México |
| Nueva Zelanda | 3,3 | 5,2 | 13,6 | Nueva Zelanda |
| Polonia | 6,1 | 0,6 | 1,8 | Polonia |
| Reino Unido | 2,3 | 2,2 | 3,4 | Reino Unido |
| Rusia | 0,1 | 0,4 | 1,4 | Rusia |
| Sudáfrica | 20,3 | 5,9 | 6,8 | Sudáfrica |
| Turquía | 20,3 | 5,1 | 7,0 | Turquía |
| Zona Euro | 1,6 | 0,7 | 2,4 | Zona Euro |

(1) Corresponde a la variación entre el 10 de mayo y el 27 de junio.
(2) Corresponde a la variación entre el 26 de febrero y el 5 de marzo.
(3) Corresponde a la variación entre el 19 de julio y el 17 de agosto.
Fuente: Bloomberg.

Tasas de interés de largo plazo aumentan por *flight-to-quality*
(puntos base)

| | Mayo 2006 (1) | Febrero 2007 (2) | Agosto 2007 (3) | |
|---|---|---|---|---|
| Argentina | -- | -- | 382 | Argentina |
| Australia | 4 | -18 | -36 | Australia |
| Brasil | 15 | 35 | 90 | Brasil |
| Corea del sur | -- | -- | -- | Corea del sur |
| Chile | 25 | -7 | -8 | Chile |
| Filipinas | -- | -- | -- | Filipinas |
| Hungría | 108 | 6 | 53 | Hungría |
| Indonesia | 118 | 7 | 112 | Indonesia |
| Japón | -9 | -4 | -33 | Japón |
| Malasia | 30 | -3 | 23 | Malasia |
| México | 50 | -6 | 27 | México |
| Nueva Zelanda | 9 | -12 | -60 | Nueva Zelanda |
| Polonia | 72 | -5 | 12 | Polonia |
| Reino Unido | 4 | -9 | -34 | Reino Unido |
| Rusia | -11 | 0 | 26 | Rusia |
| Sudáfrica | 122 | 20 | 3 | Sudáfrica |
| Turquía | 679 | 75 | 161 | Turquía |
| Zona Euro | 11 | -8 | -26 | Zona Euro |

(1) Corresponde a la variación entre el 10 de mayo y el 27 de junio.
(2) Corresponde a la variación entre el 26 de febrero y el 5 de marzo.
(3) Corresponde a la variación entre el 19 de julio y el 17 de agosto.
Fuente: Bloomberg.

Algo muy simple refleja el adecuado funcionamiento de nuestra economía: en momentos en que el mundo ha visto un importante repliegue de las operaciones crediticias, en Chile las empresas han continuado colocando bonos de largo plazo en el mercado privado.

## Conclusiones.

Podemos concluir, entonces, que la economía chilena ha retomado un importante ritmo de expansión después de la inesperada desaceleración del tercer trimestre del año pasado. En paralelo, debido principalmente a una serie de *shocks* de oferta, la inflación ha aumentado en forma considerable. En este cuadro, la política monetaria debe, además de anticipar las consecuencias del ciclo económico sobre la inflación, evitar que se desencadenen efectos de segunda vuelta de los *shocks*.

El ajuste y la volatilidad que han tenido recientemente los mercados financieros internacionales es un factor adicional a considerar en esta coyuntura, y sus implicancias dependerán crucialmente de cómo terminen configurándose sus efectos en la trayectoria futura de la inflación. Tenemos el lujo de tener un marco de políticas macro/financieras bien establecido que nos permite enfrentar estas turbulencias bien preparados.