

INVESTIGACIÓN AL DÍA

Una revisión de la investigación reciente conducida en el Banco Central de Chile



En el presente número de Investigación al Día analizamos los siguientes temas que han sido abordados recientemente en el Banco Central de Chile (BCCh):

- La Inflación de Servicios en Chile
- Los Efectos de la Crisis Financiera en la Estructura de Financiamiento de la Banca Chilena
- La Dinámica del Desempleo en Chile

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN DE SERVICIOS EN CHILE

La tasa de inflación de precios se mide utilizando varios índices de precios que componen una canasta representativa de diversos productos y servicios. En consecuencia, la inflación es un promedio ponderado de variaciones de precios individuales. No obstante, aunque dicho promedio busque reflejar una tendencia central en el movimiento general de precios, los componentes pueden seguir trayectorias diferentes dependiendo de los mecanismos de formación individuales que operan en cada mercado en el que se determinan. Así, distintos factores económicos que pueden estar incidiendo sobre la evolución de los precios se combinan para marcar la trayectoria del índice agregado.

La existencia de distintos mecanismos de formación de precios ha llevado a reportar y analizar separadamente subíndices con una dinámica probablemente disímil al agregado total. La construcción y análisis de subíndices de precios es especialmente importante en países que, habiendo adoptado esquemas de metas de inflación para la conducción de la política monetaria, descansan su implementación en la capacidad para proyectar la

inflación a mediano plazo considerando los factores que inciden en ella. Además de la búsqueda de sus determinantes, las desagregaciones se realizan con la finalidad de averiguar su rendimiento predictivo, existiendo razones teóricas para ello más allá de los resultados empíricos.

El artículo del presidente del BCCh Mario Marcel junto con los economistas del BCCh Carlos Medel y Jessica Mena “Determinantes de la Inflación de Servicios en Chile”^{1/} se focaliza en el comportamiento de los precios de servicios en Chile, los que representan cerca de la mitad de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Además, su trayectoria ha diferido significativamente de los precios de bienes, sugiriendo diferentes determinantes económicos. Un examen detallado del componente de servicios en el IPC revela que éste está fuertemente dominado por el peso de precios administrados y/o indexados a valores pasados del agregado total y otras variables de referencia; una práctica común en Chile y en el mundo, que busca mantener constante el poder adquisitivo del dinero.

^{1/} Documento de Trabajo N° 803, Banco Central de Chile, junio 2017.



Algunos ejemplos de precios indexados son los arriendos y servicios domésticos basados en el salario mínimo; de precios administrados, son peajes y suministros básicos, entre otros.

Sin embargo, esto hace que algunos factores de mercado tengan una menor incidencia y la inflación presente una dinámica altamente inercial. Estos precios además quedan expuestos a decisiones discrecionales de política, como la imposición de gravámenes o subsidios específicos, enfatizando la diferencia conceptual y empírica entre índices de precios y una medición de poder adquisitivo.

El análisis empírico se basa en la estimación de varias Curvas de Phillips Híbridas Neokeynesianas (CPHNK); una representación analítica basada en la propia inflación pasada, las expectativas de inflación, y dos variables conductoras de inflación: el tipo de cambio y la brecha de producto. Esta metodología permite comparar el tamaño y el significado estadístico de distintas sensibilidades en diversos componentes del IPC —incluyendo los de servicios— y compararlos con aquellas de la inflación total.

Los resultados muestran que la CPHNK mantiene un alto grado de validez como modelo de inflación desagregada; la dinámica de la inflación de servicios difiere de la de bienes tanto en el ajuste a la CPHNK como en la respuesta a *shocks* en sus componentes; en particular, el comportamiento de los precios de servicios es menos sensible a las variaciones del tipo de cambio, y tampoco parece responder muy directamente a la actividad económica o a los salarios. Existen diferencias entre servicios indexados y restantes sugeridas por sus distintos covariantes y coeficientes base de la CPHNK; la desagregación de servicios no sacrifica la calidad predictiva y es superior a otros métodos de proyección de servicios agregados; y la construcción de índices mediante la recolección de precios a nivel de productor/proveedor dificulta la comparación de los cambios en el poder adquisitivo resultante de la aplicación de impuestos o subsidios específicos. Todo lo anterior sugiere la utilidad de separar el IPC en subíndices para mejorar las proyecciones de inflación, incluida su inserción en modelos de mayor complejidad para el análisis macroeconómico.

EFFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA EN LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LA BANCA CHILENA

Durante la crisis financiera global, los bancos en Chile enfrentaron un deterioro significativo de las condiciones para acceder al financiamiento de bancos extranjeros. Así, la banca chilena introdujo diversos cambios a su estructura de financiamiento, y se vislumbraron efectos directos del aumento del riesgo en otras economías. Bajo este nuevo marco, los bancos en Chile aumentaron sus emisiones de bonos en el extranjero en desmedro del financiamiento vía créditos externos, el cual aumentó su costo luego de la crisis debido al aumento del riesgo global así como del costo que implica ajustar las

fuentes de financiamiento y tratar de diversificar dichas fuentes, que hasta entonces se encontraban fuertemente concentradas en unos pocos países.

En el documento “Spillovers and Relationships in Cross-Border Banking: The Case of Chile.”^{2/}, el consejero del BCCh, Pablo García, el investigador del BCCh, Andrés Alegría, y el investigador del BID, Kevin Cowan, presentan evidencia de los efectos de la crisis financiera global en el costo y en la estructura del financiamiento externo de los bancos que operan en Chile. Para ello utilizan una novedosa

^{2/} Documento de Trabajo N° 804, Banco Central de Chile, junio 2017.

base de datos de créditos individuales entre un banco en Chile y una contraparte extranjera entre los años 2008 y 2016. El estudio se enmarca en una serie de trabajos que buscan evaluar si los determinantes de oferta fueron más relevantes en la disminución de los flujos de financiamiento a nivel global debido a necesidades de liquidez o capital, o bien fueron los efectos de demanda en las economías que acceden a este tipo de financiamiento. Algunos de estos estudios explotan bases de datos de deuda agregada, lo que presenta ciertas limitantes, motivando una serie de otros estudios que utilizan información de bancos para analizar decisiones de financiamiento de los bancos alrededor de tiempos de estrés financiero, como en el presente estudio, expandiendo el análisis a posibles fricciones provenientes de la distancia, así como a la duración de las relaciones comerciales de los bancos entre deudores y acreedores.

De esta manera, utilizando modelos econométricos simples con una base de datos a nivel individual de créditos externos, concluyen que aquellos bancos globales que experimentaron la mayor alza en sus costos de financiamiento, cobraron los mayores *spreads* a los bancos

en Chile en el periodo analizado, traspasando así el aumento del costo de financiamiento a fuentes locales. En el estudio además se profundiza en los términos a los cuales acceden los bancos en periodos de estrés reflejados en aumentos significativos de los CDS del país. Los resultados sugieren a su vez que las asimetrías de información impactan significativamente en el costo de financiamiento de los bancos.

Finalmente, se documenta que, luego de la crisis financiera de 2008 y 2009, el sistema bancario chileno experimentó cambios significativos en sus fuentes de financiamiento, con una mayor dependencia en la emisión de bonos y un cambio hacia nuevas contrapartes bancarias. Por otro lado, se encuentra evidencia de que factores como la distancia son importantes para el costo de los préstamos externos, como también lo son la intensidad y el tiempo de duración de las relaciones comerciales entre el banco acreedor y el banco deudor. De esta forma, cambiar las fuentes de financiamiento es un proceso costoso pero, con el tiempo, a medida que las relaciones bancarias se desarrollan con nuevas contrapartes, el costo de este cambio disminuye.

UN ANÁLISIS DE LA DINÁMICA DEL DESEMPLEO EN CHILE EN LOS ÚLTIMOS 50 AÑOS

En años recientes, varios estudios han analizado la dinámica del mercado laboral desde una perspectiva histórica, enfocándose en las transiciones entre distintos estados laborales –empleado, desempleado, e inactivo. Por lo general, los estudios se han concentrado en los mercados laborales de economías avanzadas en las cuales existen encuestas y/o registros históricos.

En el estudio “Unemployment Dynamics in Chile: 1960-2015”^{3/} los economistas del BCCh Alberto Naudon y Andrés Pérez analizan la dinámica del desempleo y en particular las probabilidades de transición entre estados

laborales en Chile durante los últimos cincuenta y cinco años, contribuyendo a la literatura existente desde la perspectiva de una economía emergente.

Utilizando información de la Encuesta de Ocupación y Desocupación del Gran Santiago de la Universidad de Chile, los autores concluyen que, si bien la tasa de desempleo hacia el 2015 no era materialmente distinta a la de hace cincuenta años, el mercado laboral medido en términos de transiciones laborales sí es considerablemente más dinámico. Es decir, la tasa de desempleo en lo reciente se mantiene en un nivel similar al de fines de la década de los

^{3/} Documento de Trabajo N°800, Banco Central de Chile, marzo 2017



sesenta, pero sostenida por una combinación de mayores tasas de creación y destrucción de empleo.

Los resultados muestran que las probabilidades de transición en el mercado laboral del Gran Santiago son en promedio más altas que en varias economías de la OCDE, pero similares a las de economías como Australia, Noruega, Nueva Zelanda, y Canadá, y por debajo de las de EE.UU.

Enfocándose en los cambios de la tasa de desempleo, es posible descomponer los cambios de ésta como el resultado de cambios en las transiciones laborales. Mirado desde esta perspectiva, los resultados del trabajo indican que los cambios en los flujos de creación de empleo

han contribuido relativamente más que en los flujos de destrucción de empleo a producir cambios en la tasa de desempleo en el período analizado. Sin embargo, similar a lo encontrado en otras economías, alzas significativas y abruptas en la tasa de desempleo, las cuales en general han ocurrido en períodos de recesión económica, han respondido en mayor medida a alzas importantes en la probabilidad de transitar desde el empleo al desempleo.

Finalmente, cabe destacar que las mayores probabilidades de transición entre estados laborales ocurren en un contexto de grandes cambios estructurales de la economía chilena, importantes ajustes regulatorios al mercado laboral, y cambios en la composición de la fuerza laboral.