

INVESTIGACIÓN AL DÍA

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



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

- Los efectos de los comunicados de política monetaria en el mercado financiero.
- El desarrollo institucional y los flujos soberanos de capital.
- La conveniencia de una política monetaria asimétrica.

EFFECTOS DE POLÍTICA MONETARIA EN LA BOLSA CHILENA: UN ENFOQUE DE ANÁLISIS AUTOMÁTICO DE CONTENIDO

La reciente crisis financiera ha aumentado el interés por entender cómo se implementa y desarrolla la política monetaria. Una de las variantes de esta literatura investiga cómo afectan los anuncios de política monetaria a los mercados financieros. Gracias al desarrollo de técnicas de análisis de contenido, ya no sólo se examina la manera en que los movimientos de la tasa de política monetaria afectan a los mercados financieros, sino también la información contenida en el texto del comunicado de política monetaria. Dicha información incluye tanto las decisiones del Consejo como sus perspectivas respecto al futuro de la economía, y señales respecto a posibles decisiones futuras de política. En el Análisis Automático de Contenido, los investigadores desarrollan un algoritmo computacional que extrae la información cualitativa de los textos.

En el trabajo de los economistas Mario González, del BCCh, y Raul Tadle, de la California State University, titulado “Monetary Policy Effects on the Chilean Stock Market: An Automated Content Approach”^{1/}, los autores

utilizan la técnica antes mencionada para analizar información contenida en los comunicados de política monetaria publicados en Chile desde enero de 2003 hasta agosto de 2016. Con esta metodología se construye una medida cuantitativa que mide la disposición del Consejo del Banco Central de Chile a promover el crecimiento o a contener la inflación. Esta medida es una *proxy* para el sesgo de la política monetaria. Los resultados muestran que el índice se adelanta a los grandes movimientos de la tasa de política monetaria. Haciendo un análisis de correlaciones se encuentra una relación positiva y significativa entre el índice de sesgo y la tasa de política monetaria. La correlación es mayor en torno a los 12 meses luego de publicados los comunicados. Posteriormente, mediante regresiones, se analiza el efecto de sorpresas en la tasa de política monetaria y en el índice de sesgo sobre los retornos diarios del mercado financiero. También se usan como variables explicativas el retorno diario de la bolsa de EE.UU., y los precios internacionales del cobre y del

^{1/} Documento de Trabajo N°817, abril de 2018.



petróleo. Los resultados dan cuenta de un cambio en la relación entre la tasa de política monetaria y el índice de sesgo en septiembre de 2008. Antes de septiembre de 2008, el mercado accionario chileno no reaccionaba a la información cualitativa de los comunicados, pero tenía una respuesta significativa a sorpresas en la tasa

de política monetaria. Así, una sorpresa de 25pb llevaría a una caída en los retornos accionarios de 47pb. Esta situación se revierte después de 2008 ya que el mercado accionario deja de reaccionar a las sorpresas de la tasa de política y sólo reacciona a sorpresas en el discurso del comunicado.

EL DESARROLLO INSTITUCIONAL Y LOS FLUJOS SOBERANOS DE CAPITAL

Los desequilibrios globales son un rasgo importante de la realidad económica actual: economías emergentes de alto crecimiento exportan capital, en términos netos, hacia economías avanzadas. Estos corresponden, en gran parte, a flujos entre soberanos en forma de reservas internacionales o deuda pública externa. La literatura destaca tres motivos principales por los cuales un gobierno decide tener ahorro externo. El primero es el ahorro precautorio ante posibles interrupciones del financiamiento externo. El segundo es el mercantilismo, esto es, explotar las ganancias de productividad provenientes del comercio internacional a través de la depreciación del tipo de cambio real, generada por un mayor ahorro externo. El último es la reducción del riesgo de enajenación de inversión extranjera directa (nacionalización) o del cese de pagos de la deuda externa (*default*), ambos por parte del soberano, pues si este mantiene suficiente ahorro, no necesitará expropiar, dando así más seguridad a los inversionistas. Sin embargo, estas explicaciones, cuya evidencia empírica se encuentra repartida a lo largo de la literatura, no logran explicar por sí solas la extensión y diversidad de este fenómeno.

En el trabajo “Institutional Quality and Sovereign Flows”^{2/}, el investigador del BCCh, David Moreno, documenta la relevancia del mercantilismo y las

detenciones súbitas de entradas de capital hacia economías emergentes, como explicación conjunta de posiciones netas internacionales positivas del gobierno, mientras que la capacidad de disminuir del riesgo de expropiación por *default* soberano, explica la diversidad de activos netos acumulados por estas economías. Con este fin, se estima un modelo de equilibrio general estocástico con externalidades de crecimiento económico en el uso de bienes intermedios importados en el sector transable, los cuales son financiados parcialmente con préstamos externos de muy corto plazo y sujetos a detención repentina.

En este modelo, solamente el gobierno puede ahorrar o pedir prestado a inversionistas internacionales. En caso de pedir prestado, su deuda tiene cierto riesgo de cese de pagos. Por el contrario, si cuenta con ahorros netos, este puede ayudar al sector transable a financiar la compra de bienes intermedios, mitigando los efectos de una detención súbita del capital de trabajo para adquirirlos. El rol de las instituciones, que determina el riesgo de *default* soberano (o de nacionalización en el caso del capital físico), se introduce a través de una fricción de economía política, que se traduce en que una baja calidad institucional hace que el gobierno valore más su consumo actual que su consumo futuro.

^{2/} Documento de Trabajo N°816, abril de 2018.

Como resultado, el modelo muestra que una mejora institucional equivalente a una desviación estándar en el índice de riesgo político de ICRG, implica un aumento de casi 20pp en producto de activos netos internacionales del gobierno cuando hay mercantilismo. Como el crecimiento del producto depende del uso de bienes importados, y estos, a su vez, del financiamiento externo, el soberano evitará siempre una detención de estos flujos a través del ahorro neto externo. Esto es coherente con lo que muestran datos de sección cruzada a nivel internacional, que utilizan medidas que aproximan el riesgo de expropiación a la calidad de las instituciones y a la acumulación de reservas y deuda pública internacionales.

Sin tales externalidades de crecimiento y/o sin detenciones repentinas, el soberano acumula pasivos internacionales netos y obtiene un menor acceso a los mercados internacionales, pues incurre en una mayor incidencia de impagos soberanos, y a una autarquía financiera más frecuente. Como el uso de bienes importados no implica cambios en la productividad total de factores, el gobierno no tiene incentivo a acumular activos externos. En estos casos, distintos grados de fricciones de economía política entregan poca diferencia en posiciones internacionales netas (5pp de PIB) y grandes diferencias en riesgo soberano: un empeoramiento de la calidad institucional cercana a una desviación estándar en el mencionado índice de riesgo político, implica un aumento del *spread* soberano de 800pb.

RESPUESTAS DE POLÍTICA MONETARIA ASIMÉTRICA Y LOS EFECTOS DE UN INCREMENTO EN LA META DE INFLACIÓN

La tasa de política monetaria es el principal instrumento con el que cuentan los bancos centrales para suavizar el ciclo económico y mantener la inflación en torno a sus niveles objetivo. La imposibilidad de utilizar este instrumento puede generar importantes problemas a la hora de implementar la política monetaria deseada. Alcanzar el límite inferior efectivo para las tasas de interés (usualmente definido en torno al 0% nominal) puede generar este problema. Es un riesgo permanente que los bancos centrales deben estar monitoreando, en especial en un ambiente de bajas tasas de interés. Es un riesgo que se materializó en EE.UU., Europa, y numerosas economías alrededor del mundo luego de la crisis financiera global. La necesidad de proveer estímulo monetario fue tal que los bancos centrales llevaron las tasas a sus mínimos teóricos.

En este contexto, como recomendación de política monetaria en un ambiente de bajas tasas de interés, algunos autores proponen una regla de Taylor asimétrica, con un gatillo que hace caer las tasas a cero en el momento en que bajan del uno por ciento. La propuesta se justifica en el argumento de que evita costos excesivos de bienestar cuando el límite a las tasas nominales pone una cota a las posibles respuestas de la autoridad monetaria. Al actuar anticipadamente con más fuerza, al momento de alcanzar el límite inferior la economía se encontrará en un mejor pie, logrando episodios recesivos más cortos y menos pronunciados.

En el trabajo “Asymmetric monetary policy responses and the effects of a rise in the inflation target”^{3/}, el economista del BCCh, Benjamín García, testea la

^{3/} Documento de Trabajo N°819, abril de 2018.



hipótesis de que la Reserva Federal de los EE.UU. se ha comportado de manera consistente con las sugerencias previamente descritas. Los resultados no rechazan dicha hipótesis. Se encuentra una correlación negativa entre el nivel de las tasas de interés y la fuerza con que responde la política monetaria. Es decir, cuando las tasas son más bajas, la política monetaria se vuelve más agresiva.

Utilizando un modelo estocástico de equilibrio general no lineal, se muestra que reglas de política simétricas y asimétricas tienen consecuencias significativamente distintas. Como predice la teoría, se encuentra que el uso de reglas de política asimétricas permite reducir las consecuencias negativas de alcanzar el límite inferior para las tasas de interés. El uso de reglas de este tipo promueve la existencia de no sólo menos episodios recesivos, sino

que también más cortos y menos pronunciados. La probabilidad de estar restringido por el límite inferior, sin embargo, depende de la parametrización utilizada.

Adicionalmente se analizan las implicancias de una política monetaria asimétrica en cuanto a los efectos esperados de un alza de la meta de inflación; un mecanismo que busca reducir la probabilidad de alcanzar el límite inferior de las tasas. Los resultados no son concluyentes. Dada la naturaleza prospectiva del modelo, dependiendo de su parametrización, la implementación de una política asimétrica puede generar un aumento o una reducción de la efectividad del cambio en la meta de inflación en cuanto a reducir la probabilidad de alcanzar el límite inferior de las tasas.