

INTRODUCCIÓN A LA 12ª. CONFERENCIA ANUAL
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
“ESTABILIDAD FINANCIERA, POLÍTICA MONETARIA Y BANCA CENTRAL”

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
Noviembre 2008

Bienvenidos a esta la Duodécima Conferencia Anual del Banco Central de Chile, que lleva por título *Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking* y que reúne durante dos días en Santiago a un selecto grupo de banqueros centrales, expertos y académicos.

No puedo comenzar sin antes manifestar mis profundas condolencias a Klaus Schmidt-Hebbel, ex-Gerente de Investigación Económica del Banco e impulsor de esta serie de conferencias, y a toda su familia a nombre mío y del Banco Central por la terrible pérdida de su hijo mayor, Diego. A él dedicaremos estos dos días de trabajo.

Como cada año, esperamos tener dos días de intensa labor con discusiones de alto nivel técnico y que en muchas ocasiones nos han marcado caminos a seguir en nuestra agenda de investigación con rigurosidad y relevancia, en un mundo cada vez más complejo.

Esta versión de la Conferencia Anual nos encuentra en medio de una severa crisis financiera mundial. Después de la crisis asiática, muchos nos preguntábamos como sería y de donde vendría la próxima crisis.

Al revisar, particularmente en el ámbito académico, las crisis cambiarias y financieras en economías pequeñas y abiertas, pasamos de las crisis fiscales y cambiarias de primera generación, a las de segunda generación tras la que sufrió el sistema monetario europeo a principios de los noventa, y finalmente a las de tercera generación, que tuvieron lugar en Asia. Todas ellas con orígenes y mecanismos de transmisión diversos.

Ahora estamos frente a una crisis financiera internacional que muchos coinciden en considerar como la peor desde la Gran Depresión, y cuyo origen ha estado en los países desarrollados, en particular los Estados Unidos. Sus síntomas iniciales son conocidos: acelerada innovación financiera, expansión del crédito y burbuja en precios de activos. No obstante, su desarrollo y sus repercusiones son inéditos.

Por otra parte, nuestra mejor comprensión de las distorsiones que provocan las malas políticas macroeconómicas y financieras ha hecho que las economías emergentes, y en nuestro caso particular Chile, estén en una muy buena posición para enfrentar un escenario internacional muy débil. Qué mejor momento que este para reunirnos a intercambiar visiones, opiniones y extraer las primeras lecciones de lo que está pasando.

Quiero partir por hacer algunos comentarios sobre la crisis actual. Crisis que tiene varios aspectos novedosos, surgidos esencialmente de la complejidad y sofisticación de las instituciones e instrumentos financieros, lo que se da con un significativo grado de globalización financiera y comercial.

Sin embargo, existen elementos en esta crisis que ya se han visto antes, como la pérdida de confianza en instituciones financieras claves por parte de inversionistas y público en general y la incertidumbre sobre cuándo llegará a su fin.

Como todos sabemos, esta crisis comenzó hace poco más de un año, como consecuencia del fin del auge inmobiliario en economías desarrolladas, que terminaría revelando la debilidad y, al mismo tiempo el exceso, que había en los préstamos hipotecarios *subprime*. Sin embargo, y como fue demostrado en los sucesos posteriores, el problema era bastante más amplio que los créditos otorgados a agentes con baja capacidad de pago. Con todo, una burbuja en precios de activos, en particular en el sector inmobiliario, alimentada por una expansión acelerada del crédito han demostrado ser una combinación nefasta. Tal vez las burbujas no se puedan eliminar, pero la preservación de la integridad del sistema financiero es central y requiere de un continuo monitoreo.

El colapso del banco de inversión *Lehman Brothers* se puede considerar como uno de los eventos que marcaron un hito, el cual dio paso desde un período de turbulencias en los mercados financieros a una crisis de proporciones mayores. En efecto, posterior a la caída de *Lehman*, los bancos de los países desarrollados, sin importar su tamaño, comenzaron a temer que sus contrapartes pudieran quebrar y detuvieron sus préstamos interbancarios, lo que llevó a un ya frágil mercado interbancario a secarse casi completamente. Todos los indicadores de fragilidad en este mercado, así como las bolsas mundiales reflejaron el comienzo de una crisis de confianza.

Por años se discutirá si fue prudente o no el haber dejado caer a *Lehman*, una institución de cuya fragilidad se sabía desde principios de año. Probablemente, algunos habrán apostado a un rescate como el de *Bear Sterns*, un claro ejemplo de *moral hazard*. Tal vez debería haberse intervenido a principios de año. Pero de todas formas, de haberse recatado a *Lehman*, no se puede asegurar que no le hubieran seguido otras instituciones con relevancia sistémica. ¿Se podría haber aprobado un paquete de de 750 mil millones de dólares para rescatar a la banca si no hubiera sido por el colapso de *Lehman*? ¿Habría sido necesario un rescate de tal magnitud de haberse rescatado a *Lehman*? Habrá mucho tiempo para discutir estos y otros temas. No obstante, hay una conclusión muy nítida y es que las autoridades debieran haber estado concientes de la magnitud y consecuencias de la caída de una institución financiera relevante. Este es un tema en el corazón de esta conferencia. El tema de evaluar riesgos sistémicos, en un mundo altamente complejo. Es esta una complejidad que presenta enormes beneficios, pero también enormes desafíos regulatorios, de monitoreo y de evaluación de riesgos.

En el futuro también habrá que discutir qué se debe hacer con instituciones débiles. Tal como ya ocurrió en Chile en el pasado y como ocurre hoy en algunos países desarrollados, la balanza se inclina a mi juicio hacia asignar las pérdidas a accionistas y ejecutivos, a intervenir las instituciones para así asegurar el buen uso de los recursos públicos y a preservar la disciplina financiera.

En estos últimos años hemos acumulado mucha experiencia, que nos permite estar seguros de que las caídas en precios de activos y las dificultades en el mercado del crédito pueden llevar a grandes cargas sobre la economía si son dejadas sin atención. Inversionistas han perdido confianza en la habilidad de ciertas firmas para satisfacer sus

obligaciones, por lo que el acceso al mercado de capitales y a financiamiento de corto plazo se ha complicado, con el consecuente empujamiento en la caída en los precios de las acciones de dichas firmas. Aquí, el rol de los bancos centrales en la provisión de liquidez es fundamental para asegurar el adecuado funcionamiento del sistema financiero, y esta es una de las principales lecciones sobre lo que se hizo mal durante la Gran Depresión y lo que provocó estragos en el sector real que podrían haber sido sustancialmente reducidos.

Hemos aprendido también que regulaciones saludables para tiempos normales y como mecanismos de prevención de crisis, no son necesariamente las más adecuadas en tiempos de gran tensión o crisis, como por ejemplo, las prácticas de *mark-to-market* en algunos segmentos del mercado financiero.

Es temprano aún para extraer lecciones definitivas de la actual crisis, que continúa desarrollándose, por lo que todavía estamos en la fase de contención de daños. Vendrá una nueva ola de discusiones sobre la arquitectura financiera internacional. Y aunque esto ocurre cada vez que hay crisis internacionales, los avances hasta ahora han sido más bien tímidos.

No obstante, las potenciales restricciones de liquidez que puedan enfrentar economías fuera del epicentro de la crisis, pueden agregar costos innecesarios a países que poco o nada tuvieron que ver con lo que hoy pasa y que, al mismo tiempo, son la base para mantener el crecimiento en el mundo. En sintonía con esto, es muy apropiada la nueva facilidad de *swaps* de liquidez que el FMI está ofreciendo. Ellas debieran ser desembolsadas con rapidez, tal como la situación actual lo requiere. En las actuales circunstancias, países que han ahorrado sus ganancias de términos de intercambio y que gozan de una sólida posición de liquidez internacional, como es el caso de Chile, no debieran tener necesidad de aplicar a estas facilidades.

Pasada la emergencia, se deberá revisar con cuidado la actual arquitectura financiera internacional, tanto su extrema dependencia de las decisiones de los países más avanzados, su estructura de gobierno, y su rol en *surveillance*, en particular en el ámbito financiero. El FMI ya ha avanzado mucho en los últimos años con el *World Economic Outlook*, que ya había advertido sobre la burbuja inmobiliaria y los desbalances globales, y el *Global Financial Stability Report*. Ahora, es necesario redoblar estos esfuerzos.

Desde el punto de vista de los bancos centrales, los eventos más recientes no sólo han destacado su rol en la política monetaria, sino también la importante función que les compete en la estabilidad del sistema financiero. En este contexto, ha emergido con fuerza la investigación sobre temas asociados a la estabilidad financiera. Claramente, existen distintos grados de consenso de cómo caracterizar un buen marco de política financiera, de cómo medirla, lograrla y preservarla, así como de sus eventuales *tradeoffs* con la política monetaria.

Esta conferencia busca contribuir al estudio y análisis de los tópicos descritos anteriormente, así como colaborar en nuestro manejo, como hacedores de política, de la estabilidad financiera y de la administración de los riesgos macro financieros asociados.

El día de hoy nuestra agenda se concentra en definir los conceptos de estabilidad financiera y riesgo sistémico, así como entender los marcos conceptuales en los que se basa su evaluación y los vínculos y retroalimentación que tienen con la política monetaria.

Garry Schinasi partirá el día, introduciendo lo que debemos entender por estabilidad financiera y examinando las implicancias y retos de comprender el riesgo sistémico. Claudio Borio, enfatizará luego los aspectos operacionales y la precaución que debemos tener con las metodologías de medición de riesgo sistémico. La tercera presentación del día estará a cargo de Dale Gray, quien integra la idea de riesgo financiero, a través del uso de opciones, con modelos macroeconómicos enfocados al análisis de la política monetaria, aplicando, posteriormente sus herramientas al caso particular de Chile basado en su trabajo conjunto con Leonardo Luna y Jorge Restrepo. Johan Molin entregará la experiencia del Sveriges Riksbank, que ha estado a la cabeza del análisis de estabilidad financiera después de sus problemas a principios de los noventa.

Durante la tarde Francis Diebold analizará para los mercados financieros de Estados Unidos y de cuatro economías latinoamericanas, los retornos y volatilidades accionarias en búsqueda de evidencia de contagio y sus características. Charles Goodhart, Dimitrios Tsomocos y Alexandros Vardoulakis nos presentarán el estudio de un modelo de agentes heterogéneos con un sector inmobiliario y fragilidad financiera. Por su lado, Ethan Cohen-Cole y Enrique Martínez-García nos expondrán su estudio sobre la interacción de intermediación financiera y regulaciones al sistema bancario y su efecto en la respuesta de política monetaria óptima.

El día de mañana comenzaremos con el trabajo de Jaime Ruiz Tagle y Marcelo Fuenzalida, quienes para el caso de Chile, analizarán el riesgo sistémico de la deuda de los hogares. Miguel Segoviano continuará el día estudiando desde una perspectiva macro el riesgo sistémico y la estabilidad bancaria.

Después, contaremos con la visión de Jaime Caruana en las lecciones de la reciente crisis y la integración financiera. Durante la tarde tendremos a Sujit Kapadia y Prasanna Gai, quienes, utilizando un modelo de redes, analizarán el contagio financiero. Además, habrá dos paneles donde se analizará la gestión de riesgos financiero con dos matices importantes: por un lado, su incidencia en los países emergentes y, por otro, en las instituciones financieras de importancia sistémica. Los economistas invitados en estos paneles incluyen a Michael Bordo, Paul McCulley, Martín Redrado, José Darío Uribe, Martin Wolf y Roberto Zahler. Finalmente, Charles Calomiris nos ofrecerá su visión sobre la crisis actual, y las implicancias de los trabajos presentados en esta conferencia.

Tendremos dos jornadas intensas y que auguran un enorme contenido técnico que sin lugar a dudas, harán un aporte fundamental a nuestra visión futura de los fenómenos macroeconómicos y financieros.

Quiero terminar mis palabras agradeciendo a Rodrigo Alfaro, Dale Gray y Jorge Selaive por su trabajo en la organización de esta conferencia. Asimismo, a Mauricio Calani, Mónica Correa y Soledad Gallardo, y a la Gerencia de Asuntos Institucionales por su aporte a la organización de la misma.

También quiero agradecer a los numerosos autores y comentaristas de los trabajos por su dedicación a preparar sus valiosas presentaciones. A todos ustedes, estimados participantes, les deseo dos días de fructífera discusión.

Muchas gracias.