

EL BANCO CENTRAL Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Junio 2008

Buenos días. Quisiera comenzar agradeciendo a los organizadores de este evento, donde presentaremos el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre de este año. La preparación y difusión de este informe es de particular importancia, pues en él informamos a la Presidenta de la República y al Senado, así como al sector financiero y al público más amplio respecto de uno de los dos objetivos que la Ley confiere al Banco Central, cuales son la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. El análisis que hacemos en este *Informe* reviste especial interés frente a la fragilidad actual del contexto internacional, en especial de los principales centros financieros del mundo, y donde persisten riesgos de que la actividad económica internacional siga deteriorándose.

En esta presentación me referiré primero al objetivo de estabilidad financiera, luego a algunas lecciones que nos ha dejado la reciente crisis financiera internacional, para terminar comentando los principales contenidos del *Informe*.

La estabilidad financiera

El Banco Central de Chile tiene como mandatos velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. El primero se traduce en mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Como somos testigos hoy, esta es una tarea especialmente difícil en el actual contexto internacional de importantes *shocks* de oferta, pero a la cual el Banco Central se seguirá abocando con determinación.

El segundo mandato, que es el que hoy nos convoca, corresponde a la estabilidad financiera. Este concepto de estabilidad tiene que ver con la preservación de las funciones primordiales de los mercados e instituciones financieras: (i) la intermediación del crédito y del ahorro en general, (ii) la provisión de liquidez, (iii) la provisión de medios y servicios de pago, y (iv) la transferencia de riesgos.

La estabilidad financiera engloba, además, el adecuado acceso de la economía chilena a los mercados financieros internacionales, lo que requiere un adecuado esquema de política cambiaria y de integración financiera con el resto del mundo. En Chile hemos adoptado un esquema de flotación cambiaria y de creciente apertura financiera al exterior.

La estabilidad financiera no es una misión exclusiva del Banco Central, sino compartida, —y muchas veces coordinada— con las superintendencias del sector

* Presentación del *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre del 2008, en reunión organizada por la Asociación de Bancos, la Bolsa de Comercio de Santiago, la Asociación de Aseguradores de Chile y la Bolsa Electrónica. Santiago, 17 de junio de 2008.

financiero y el Ministerio de Hacienda. Los actores privados del mercado financiero también juegan un papel importante a través de la autorregulación y la disciplina de mercado. Cada uno de los involucrados aborda la estabilidad desde diversos ámbitos. En nuestro caso, lo hacemos desde el punto de vista de la estabilidad agregada. Hemos estado muchas veces enfrentados a tensiones focalizadas. Nuestro rol es monitorear que estos problemas específicos no repercutan en el resto del sistema.

Un sistema financiero eficiente y estable es un componente esencial en el funcionamiento de una economía moderna y competitiva. La relación entre el desarrollo financiero de un país y su crecimiento económico es estrecha. Mercados financieros profundos y eficientes contribuyen a fortalecer el crecimiento económico y a reducir su volatilidad (figuras 1 y 2).

No obstante, las crisis financieras pueden tener repercusiones importantes sobre la salud y estabilidad global de las economías. Los períodos de inestabilidad financiera son extremadamente costosos en términos de producto y bienestar económico. Sin ir más lejos, basta recordar la crisis financiera chilena de principios de los 80, la de Argentina en el 2001 y las crisis financieras que sufrieron los “tigres asiáticos” a fines de la década pasada. Se ha estimado, por ejemplo, que las interrupciones repentinas (*sudden stops*) de la entrada de capitales, como la que experimentaron varios países en 1999 generaron pérdidas acumuladas de crecimiento del orden de 7% del PIB (figura 3).

La crisis *subprime*, por la cual atraviesan los mercados financieros de EE.UU. y algunos países europeos, es el ejemplo más reciente de los costos que puede significar la inestabilidad financiera, y un claro recordatorio de que mayores niveles de desarrollo económico y sofisticación de los mercados e intermediarios financieros no garantizan el normal funcionamiento del sistema financiero. Para dimensionar estos costos, recordemos que, como consecuencia de esta crisis, se espera que la economía norteamericana se desacelere desde tasas de crecimiento anuales de 3% a mediados del año pasado, cuando se desata la crisis, a tasas en torno a 1% este año.

Los dos mandatos del Banco Central están estrechamente relacionados entre sí. Una inflación baja y predecible es condición necesaria para un sistema financiero eficiente y estable. La mayor inflación implica incertidumbre sobre el nivel de precios futuros, distorsionando las decisiones de ahorro y de endeudamiento, llevando a contratos financieros de corto plazo o indexados al tipo de cambio o inhibiendo el desarrollo del sistema financiero. Aquí basta recordar las dificultades que han enfrentado países con historiales inflacionarios para aumentar los plazos de su deuda y reducir el grado de indexación a tasas o al tipo de cambio en sus mercados de deuda públicos y privados (figura 4).

El régimen cambiario, por su parte, es instrumental a ambos objetivos. El esquema de flotación cambiaria permite contar con la independencia monetaria que requiere un régimen de metas inflacionarias. Es así como en el *Informe* se enfatiza el alto grado de independencia que han tenido las tasas nominales de corto y mediano plazo de la economía chilena, en un periodo de alta volatilidad y cambios sustanciales en las tasas de interés de las economías desarrolladas. Por otro lado, el régimen

cambiario juega un importante rol en la estabilidad financiera. Un tipo de cambio flexible induce a los agentes económicos a reducir su exposición al riesgo cambiario, incentivando el desarrollo de los mercados de cobertura (figuras 5 y 6). En regímenes cambiarios rígidos, en cambio, la autoridad monetaria cumple implícitamente el papel de “asegurador” induciendo severos problemas de riesgo moral, y llevando a costosas crisis cuando la autoridad se ve obligada a abandonar el compromiso de estabilidad cambiaria.

Así como una baja inflación es condición necesaria para el desarrollo financiero, un sistema financiero estable y eficiente es primordial para la conducción de la política monetaria. La efectividad de política monetaria depende crucialmente del funcionamiento de los intermediarios y mercados financieros, pues son estos lo que permiten un traspaso eficiente de la política monetaria a variables reales. A su vez, un sistema financiero estable da el espacio al Banco Central para poder adoptar políticas monetarias contractivas cuando las condiciones inflacionarias así lo requieran. La reciente alza de tasas que decidió el Consejo del Banco el martes pasado es un claro ejemplo de esta flexibilidad. Por el contrario, la colisión de los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera, es justamente el dilema que ha enfrentado en meses pasados la Reserva Federal de EE.UU. Por un lado, el alza internacional de precios básicos está generando crecientes presiones inflacionarias. Por otro, como detallamos en este *Informe*, han persistido muchas de las señales de debilidad en el sistema financiero norteamericano que motivaron las drásticas bajas en la tasa de política de la Reserva Federal a comienzos de este año.

Tenemos en Chile un sistema financiero que, para nuestro nivel de desarrollo económico, es sofisticado y profundo (figura 7). Sin lugar a dudas el Banco Central juega un rol en continuar profundizando y sofisticando este sistema, así como potenciando su integración al sistema financiero internacional. El esfuerzo que viene desarrollando el Banco en la nominalización y en la creación de una curva de rendimiento en pesos y UF en conjunto con el Ministerio de Hacienda, es un ejemplo de lo anterior. Sin embargo, nuestro aporte fundamental es prevenir situaciones de inestabilidad potencialmente costosas, y mitigar las consecuencias derivadas de la materialización de episodios de inestabilidad imprevisibles.

Las herramientas con las cuales el Banco Central cumple su papel preventivo se detallan en la primera columna del cuadro (tabla 1). Estas incluyen la regulación y supervisión del sistema de pagos, el manejo de la liquidez en pesos vía operaciones monetarias, el manejo de las reservas internacionales y la provisión de una infraestructura básica de pagos. La segunda columna detalla las herramientas con las cuales el Banco Central puede mitigar las consecuencias de episodios de inestabilidad, entre las que se encuentran su rol como prestamista de última instancia, el mecanismo de garantía de los depósitos vista, operaciones con reservas y la regulación del mercado cambiario.

Creemos además, al igual que otros bancos centrales del mundo, que podemos contribuir en forma adicional a la estabilidad financiera aportando un análisis sistémico que los intermediarios financieros puedan considerar en su propia evaluación de riesgos. El *Informe* que presentamos esta mañana es parte central de este análisis complementario al análisis que llevan a cabo los organismos

supervisores respecto de entidades financieras o grupos de instituciones de características similares.

La disponibilidad de la información adecuada, en forma oportuna, es crucial para el monitoreo del sistema financiero. Con este objetivo en mente, el año pasado el Banco Central, en conjunto con la Universidad de Chile, levantó la primera encuesta financiera de hogares de Chile. Esta encuesta, cuyos primeros resultados se reportan en este *Informe* (ver Recuadro III.1), recolecta información detallada de la situación financiera de los hogares chilenos. En ella se incluyen niveles de endeudamiento, activos financieros y usos de seguros, permitiendo así un monitoreo preciso de la situación financiera de los hogares. Esta información se hará pública en forma desagregada en los próximos meses, con lo que esperamos hacer un aporte importante tanto a académicos, como a reguladores y analistas financieros.

Antes de entrar de lleno a discutir la crisis *subprime*, quisiera referirme al papel que juegan las reservas internacionales en proteger a la economía del país, y en particular el sistema financiero, de contracciones sustanciales en la liquidez internacional. Por un lado, una posición sólida de liquidez reduce la probabilidad de que ocurran restricciones al crédito externo. Por otro, cuando sí ocurren, las reservas permiten complementar con liquidez pública la disponibilidad privada de liquidez.

Como destaca el *Informe*, hasta ahora las empresas e instituciones financieras no han visto cerrarse su acceso a financiamiento externo. No obstante, la persistencia de la inestabilidad de los mercados financieros internacionales llevó al Banco Central a iniciar un proceso de acumulación de reservas por 8.000 millones de dólares, lo que aumenta significativamente la razón de reservas a PIB. Sin duda este proceso tiene costos, pero consideramos que los beneficios que provee como seguro de liquidez más que los compensan.

Algunas lecciones de la crisis *subprime*

Quisiera compartir con ustedes algunas reflexiones respecto de las lecciones que hemos ido obteniendo de la crisis financiera por la que aún atraviesan las economías desarrolladas. Pocas de estas son nuevas, en general refuerzan lecciones que deberíamos haber aprendido ya, tras varias crisis financieras.

Los riesgos de liquidez son una lección que reaparece con fuerza en esta crisis. La dependencia de fuentes de financiamiento de corto plazo para financiar activos ilíquidos expone a los intermediarios financieros apalancados a pérdidas de confianza y corridas. La forma “histórica” de estas corridas es la que se vio en el Reino Unido, con *Northern Rock*, donde los depositantes hacían colas afuera del banco para retirar sus fondos. Pero una corrida, esta vez de inversionistas, fue lo que terminó por hundir a *Bear Stearns*, y amenazó con la insolvencia a otros bancos de EE.UU. hasta que la *Fed* intervino decididamente en su rescate y en la ampliación de provisión de liquidez para Bancos de Inversión (figuras 8 y 9). Como Banco Central estamos atentos a las lecciones que se vayan decantando en este sentido y la relevancia que estas tengan para la actualización de nuestro marco regulatorio.

La crisis *subprime* también ha abierto un debate respecto de los riesgos de la innovación financiera y, por lo tanto, la necesidad de normar dicha innovación.

Déjenme plantearles, en primer lugar, que soy un convencido de que la innovación financiera es buena. Más aún, creo que muchas veces se le atribuyen costos a la innovación que más bien corresponden a malas decisiones de empresas u otros intermediarios financieros. Otras veces los problemas son de políticas económicas inconsistentes. Con todo, creo que debe avanzarse en los procesos de innovación, pero con los debidos resguardos. En primer lugar, es importante la gradualidad y la adecuada entrega de información. En segundo lugar, es necesario revisar con detención los incentivos y posibles conflictos de interés que planteen los nuevos instrumentos y procesos.

Otra lección —que tampoco es nueva— tiene que ver con el rol, a estas alturas imprescindible, que cumplen los sistemas de control y gestión de los riesgos financieros. Un verdadero sistema de control y gestión de riesgo financiero parte por la definición de políticas al más alto nivel, el directorio, por el involucramiento de la alta administración en el seguimiento y monitoreo, y, a fin de cuentas, por el desarrollo de una cultura organizacional que sea capaz de combinar adecuadamente los objetivos de rentabilidad y liderazgo con la prudencia y la sensibilidad al riesgo. En este mismo ámbito, un tema que está en el centro de la discusión de reformas financieras en países desarrollados es la estructura global de incentivos de los intermediarios financieros. Varios analistas han argumentado que los incentivos salariales y de bonos de los ejecutivos tuvieron que ver con la expansión irracional del crédito inmobiliario en los EE.UU. a clientes con mínima probabilidad de pago. Creo que este es un tema que todos los actores del sistema financiero debemos seguir con atención.

El rol que jugaron las clasificadoras de riesgo en la crisis *subprime* aparece también como importante corolario de la crisis actual. Podemos comenzar recordando el cúmulo de críticas que recibieron las clasificadoras por su desempeño en la crisis asiática, donde en algunos casos mantuvieron altas clasificaciones para países que ya estaban cayendo en profundas crisis financieras. Este es un tema complejo, por la sofisticación de algunos instrumentos financieros, pero en especial por los incentivos con los que operan las clasificadoras. Este es, además, un tema de creciente importancia. Hemos visto un avance gradual hacia la institucionalización del rol de las clasificadoras, incluyendo sus clasificaciones en restricciones de portafolio, provisiones bancarias, etc. De alguna manera este es un proceso de “externalización” de la regulación financiera, que descansa crucialmente en las habilidades y, en especial, en los incentivos de las clasificadoras.

El que labores de clasificación sean realizadas por agencias privadas es algo positivo. El proceso de clasificación es complejo y está sujeto a muchas dificultades. No obstante, imaginemos que en esta crisis, o en la asiática, las clasificaciones las hubiesen realizado agencias oficiales. El problema de riesgo moral y las demandas de salvataje que hubieran recaído sobre las autoridades habrían sido incontrarrestables. Es por ello que es importante tener presente que las clasificaciones solo imponen restricciones a los instrumentos financieros elegibles en las carteras de inversión, pero, en definitiva, el riesgo lo asumen los inversionistas.

Finalmente, los eventos ocurridos en los últimos meses en los principales centros financieros internacionales ponen de manifiesto la relevancia del análisis sistémico

de los aspectos financieros de una economía. Ello con el fin de detectar y prevenir focos de potencial inestabilidad o desarrollos de mayor riesgo para la estabilidad de la economía, y de actuar con decisión cuando las circunstancias lo ameriten. Es imposible atribuir la severidad de la crisis *subprime* a un solo conjunto de agentes financieros. En ella interactuaron agentes originadores de crédito que impulsaron agresivamente formas de préstamo de mayor riesgo de no pago; intermediarios que empaquetaron dichos créditos en las diversas variedades de activos securitizados; clasificadores de riesgo que evaluaron estos productos; vehículos de inversión que invirtieron descansando en el financiamiento de mercado, y demandantes de estos activos tanto en EE.UU. como en otras economías. Todo esto en un contexto de tasas de interés bajas, primas de riesgo bajas y aumentos sostenidos en los precios de la vivienda.

El Informe de Estabilidad Financiera

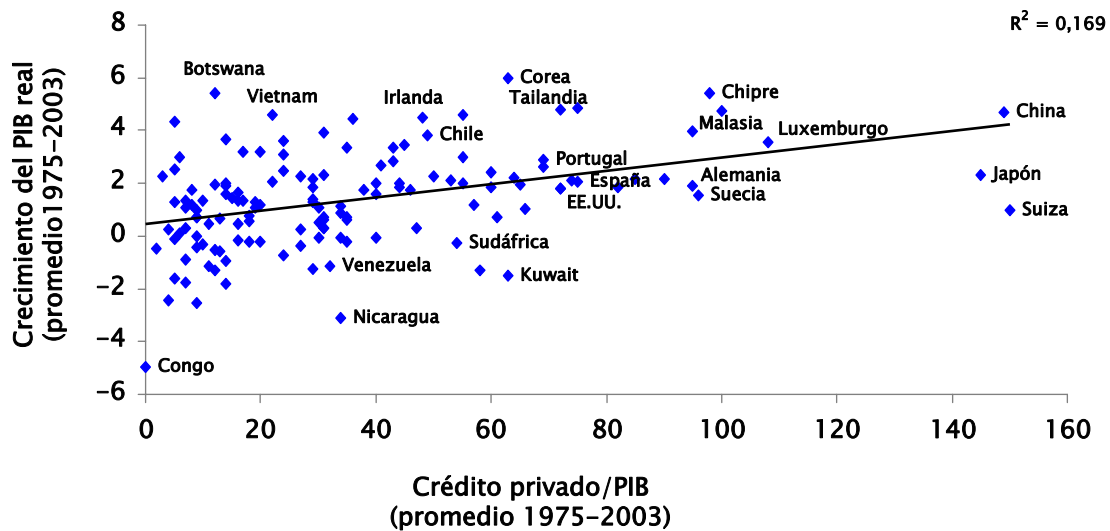
Hoy día presentamos la novena versión del *Informe de Estabilidad Financiera* que el Banco Central de Chile comenzara a publicar en 2004. El propósito de este *Informe* es dar a conocer la visión del Consejo del Banco respecto de los sucesos macro-financieros recientes que podrían incidir en la estabilidad financiera de la economía chilena, y evaluar la resiliencia del sistema a los escenarios de riesgo más probables. Junto a lo anterior, en el *Informe* se pasa revista a las políticas y medidas que contribuyen al funcionamiento del sistema de pagos.

Este informe identifica tres amenazas externas —estrechamente relacionadas— a la estabilidad del sistema financiero chileno. La primera es un *credit crunch* global, la segunda un debilitamiento generalizado de la actividad económica internacional, y la tercera, alzas desmedidas en las tasas de interés de las economías desarrolladas producto de una mayor inflación. Con todo, el actual esquema de políticas económicas, el marco de regulación prudencial, la situación patrimonial de la banca, y los niveles de solvencia de la economía chilena, deberían facilitar un eventual ajuste a dichas condiciones restrictivas. Sin duda que un deterioro externo relevante tendría un impacto negativo relevante en la economía chilena. Sin embargo, el análisis contenido en el *Informe* que presentamos hoy sugiere que el sistema financiero chileno estaría preparado para enfrentar este deterioro sin convertirse en una fuente de riesgo o volatilidad que amenacen la estabilidad financiera.

El Consejo espera que la publicación de este *Informe* contribuya al análisis y la discusión pública de estas materias, de la mayor relevancia para el desarrollo de la economía y el bienestar de todos los chilenos.

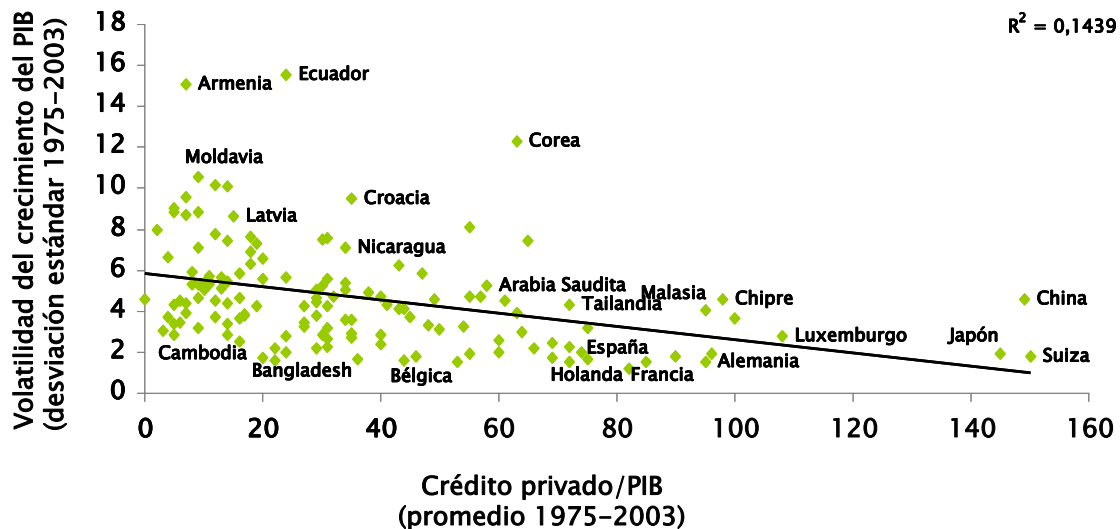
Muchas gracias.

Figura 1: Crecimiento del producto *versus* crédito privado
(porcentaje)



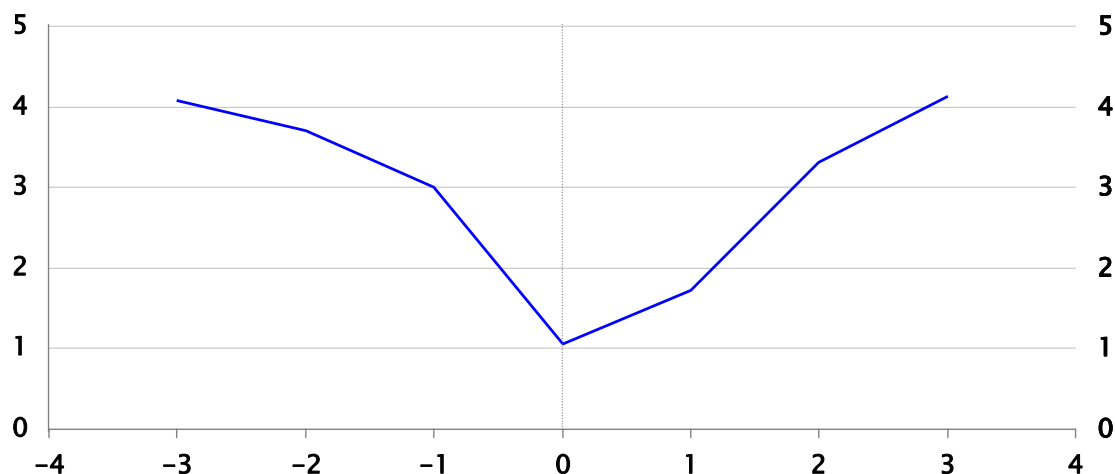
Fuentes: Elaboración propia en base a datos de IFS.

Figura 2: Volatilidad del crecimiento del producto *versus* crédito privado
(porcentaje)



Fuentes: Elaboración propia en base a datos de IFS.

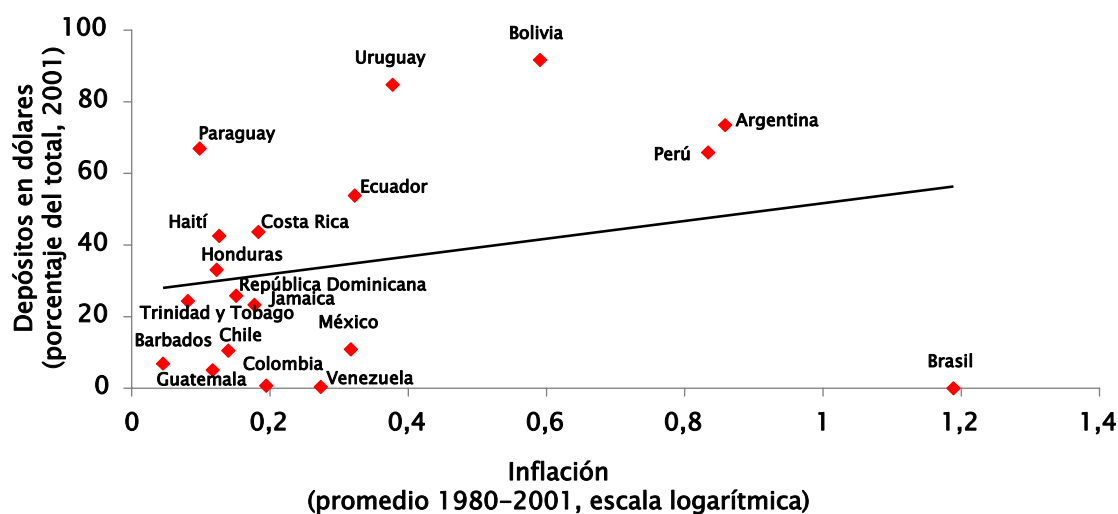
Figura 3: Crecimiento del producto frente a *sudden stops* (*)
(porcentaje)



(*) Crecimiento del producto promedio de países que han tenido *sudden stops*. El eje horizontal representa la diferencia respecto del año del *sudden stop*.

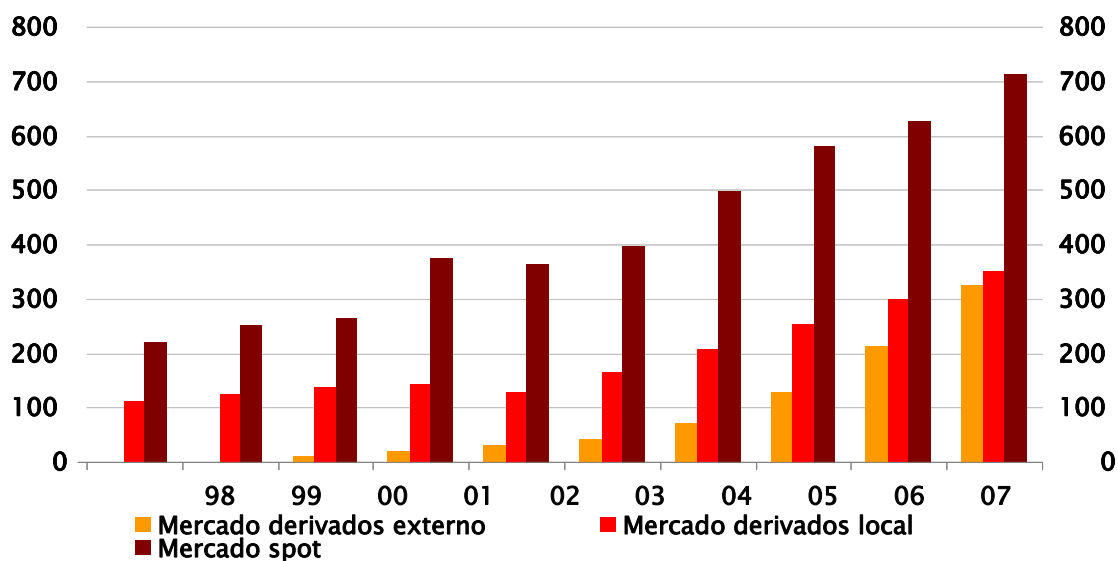
Fuente: Elaboración propia en base a datos de IFS.

Figura 4: Depósitos en dólares *versus* inflación promedio
Latinoamérica y el Caribe



Fuentes: Informe del Progreso Económico y Social 2005, “Unlocking Credit”, Banco Interamericano Del Desarrollo.

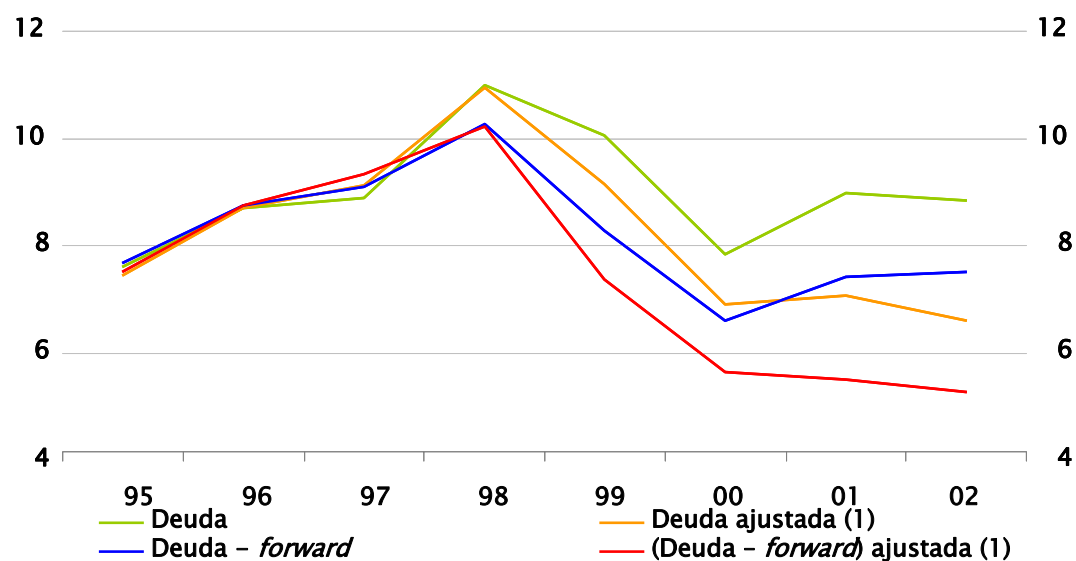
Figura 5: Transacciones de derivados cambiarios en Chile (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Corresponde al total de transacciones de compra y venta efectivamente realizadas durante el año calendario.

Fuentes: Banco Central de Chile.

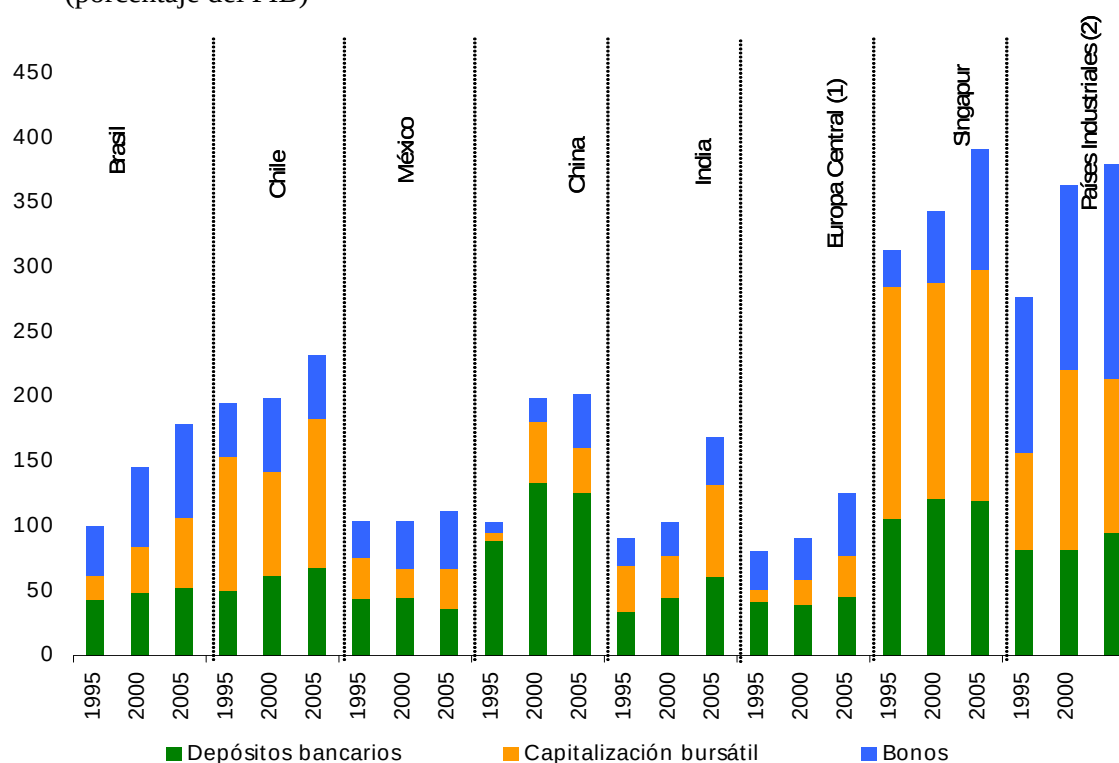
Figura 6: Deuda en dólares neta de *forward* de tipo de cambio, empresas FECU
(porcentaje de activos totales)



(1) Ajustada es a tipo de cambio real constante.

Fuentes: Elaboración propia en base a información de la SVS y IFS.

Figura 7: Activos del sistema financiero
(porcentaje del PIB)

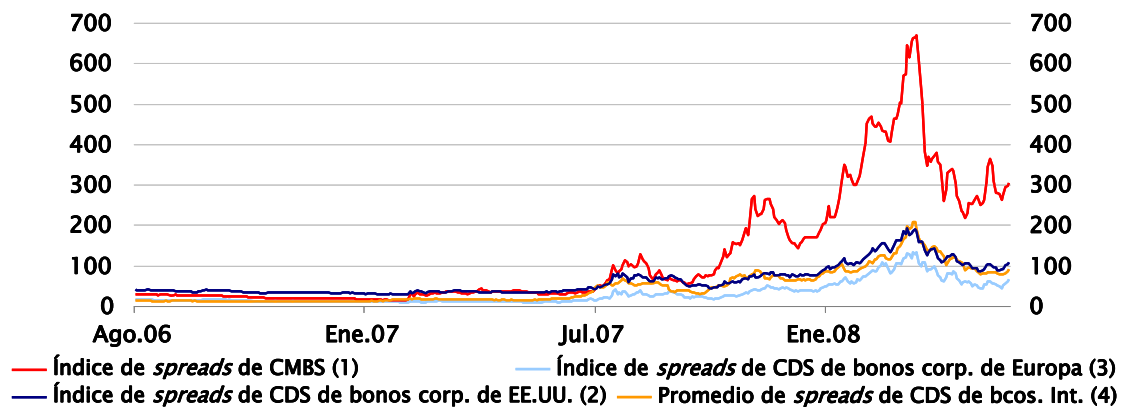


(1) Europa Central: Rep. Checa, Hungría, Polonia y Rusia.

(2) Países industrializados: Australia, Bélgica, Canadá, Alemania, España, Reino Unido y Estados Unidos.

Fuentes: Working Group Survey del CGFS, FMI, BIS, Datastream, Standard & Poor's, y Banco Mundial.

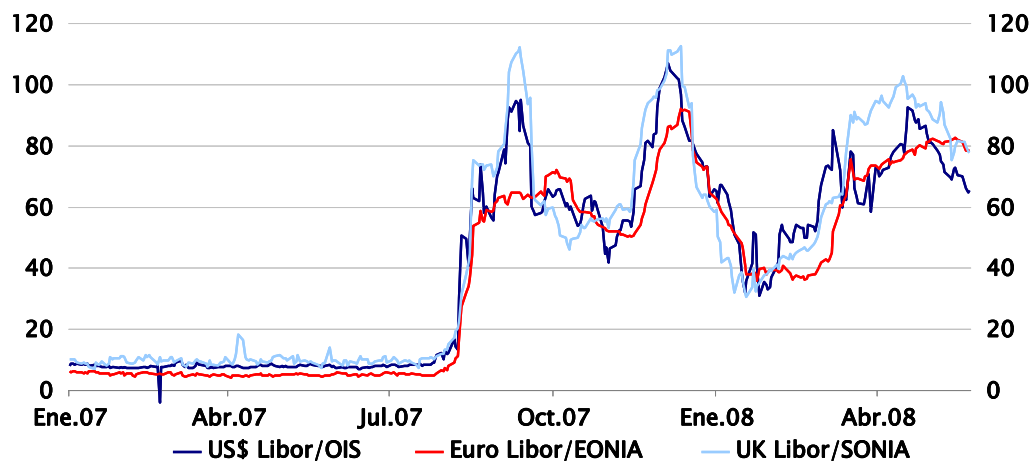
Figura 8: Percepción de riesgo en los sectores hipotecario, bancario y corporativo
(puntos base)



- (1) CMBS = *Commercial mortgage-backed securities*. Índice con grado de inversión y en EE.UU.
 (2) Índice compuesto CDX, con grado de inversión.
 (3) Índice compuesto iTraxx, con grado de inversión.
 (4) CDS=Credit Default Swaps. CDS a 5 años de Goldman Sachs, JPMorgan, Citigroup, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bank of America, HSBC, Deutsche Bank, Santander y BBVA.

Fuente: *Bloomberg*.

Figura 9: *Spreads* de tasas a tres meses (1) (2)
(puntos bases)



- (1) Tasas *Libor* a 3 meses respecto de la tasa de *swap overnight* de la misma moneda a 3 meses.
 (2) OIS = *Overnight Index Swap (US dollar)*. EONIA = *Euro Overnight Index Average*.
 SONIA = *Sterling Overnight Index Average*.

Fuente: *Bloomberg*.

Tabla 1: Facultades del Banco Central

	Operaciones Regulares e Infraestructura	Manejo de Situaciones Críticas
Financiamiento interno	Manejo de liquidez Regulación y supervisión del sistema de pagos Monitoreo del sistema financiero y difusión (IEF)	Prestamista de última instancia Garantía a los depósitos a la vista
Financiamiento externo	Administración de reservas internacionales Monitoreo del acceso al financiamiento internacional (IEF)	Operaciones con reservas internacionales Regulación del mercado cambiario