



ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE DESAFÍOS EN EL SISTEMA FINANCIERO

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Abril de 2011

* Presentación efectuada en la reunión de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras, viernes 8 de abril, Zapallar.

Introducción

Cuando me invitaron a presentar en esta reunión, me pareció una buena oportunidad para discutir algunos temas relevantes relacionados con el desarrollo financiero y la regulación financiera.

Hemos atravesado una crisis global de proporciones, con un sistema financiero y una economía que fueron capaces de enfrentar los problemas oportunamente y salir de la recesión con vigor. No obstante nuestra relativa resiliencia, hay múltiples lecciones de la crisis que debemos analizar, y de ser necesario incorporar a nuestro marco de regulación y supervisión. El objetivo último de esta regulación es permitir que el sistema financiero siga creciendo y evolucionando en línea con las necesidades del país, sin convertirse en una fuente de vulnerabilidades y crisis económicas.

Por lo general, me gusta destacar que los orígenes de la crisis financiera en EE.UU. están en un propósito muy noble: permitir que mucha gente que no tenía acceso a comprar una vivienda pudiera tenerlo. Cómo prosiguió la historia es algo bien conocido y también lamentable. Al final a quienes se trató de favorecer se les terminó perjudicando, no solo por los problemas de pago que enfrentaron, sino por una recesión que trajo desempleo y pobreza. A personas que no eran sujetos de crédito no solo se les prestó para comprar una casa sino que, basado en los aumentos de los precios de las viviendas, se les permitió que además cambiaran su auto, arreglaran la casa, e incluso pudieran tener una segunda vivienda. Cuando los precios de las viviendas cayeron, algo que no estaba contemplado en las evaluaciones de riesgo, el sistema colapsó. Nobles causas pueden conducir a serios problemas para la estabilidad financiera.

Esta tensión entre profundización y estabilidad financiera no es un fenómeno descubierto en la crisis financiera reciente. En América Latina, y en Chile en particular, lo vivimos crudamente a principios de los años 80. De hecho, hace algunos años, investigando la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico, que por lo general ocurren simultáneamente, encontramos que en América Latina en los '80 las economías con mayores niveles de bancarización habían crecido menos (De Gregorio y Guidotti, 1995). Esto no es sorprendente. En economías con elevados grados de bancarización el colapso financiero asociado a la crisis de la deuda fue mayor y sus consecuencias peores. Recientemente se ha vuelto a destacar los enormes costos de actividad, empleo y bienestar que están asociados a las crisis financieras (Reinhart y Rogoff, 2009).

Lo que sí aparece como una gran lección de la crisis financiera es la compleja interrelación entre interdependencia y estabilidad financiera. Por un lado, la interdependencia es central para el funcionamiento de un sistema financiero. Por otro lado, es un mecanismo potente de contagio entre países, agentes y clases de activos, mediante el cual se corre el riesgo de que un problema "puntual" se convierta en uno sistémico, con consecuencias muy costosas para las economías afectadas. Este riesgo sistémico implícito en una cada vez mayor interdependencia entre instituciones financieras, abre desafíos y debates muy relevantes en términos del diseño más apropiado de la arquitectura de regulación y supervisión. En este sentido, la experiencia internacional sugiere que una arquitectura regulatoria que pueda resultar efectiva para determinados niveles de desarrollo podría perder efectividad en poco

tiempo frente a procesos de innovación financiera cada vez más rápidos. Se trata entonces de un riesgo de rezago entre arquitectura regulatoria e innovación del sector privado, que representa un desafío propio del desarrollo financiero.

Sin lugar a dudas que la traumática experiencia vivida en Chile sirvió de base para ir construyendo un sistema financiero sólido y una regulación fuerte. Es de esperar que el mundo salga de esta crisis con sistemas financieros más sólidos y que un renovado esquema regulatorio no sea un impedimento para la sana innovación.

Regulación y Estabilidad Financiera

La alta exposición al sector inmobiliario de bancos excesivamente apalancados estuvo en el centro de la crisis financiera reciente. Y esto no solo lo vimos en EE.UU., sino que en Irlanda, Gran Bretaña, en las cajas españolas y en muchas de las instituciones financieras globales. Una vez que la burbuja inmobiliaria colapsó, también lo hicieron muchos bancos, llevando a la serie de medidas de política pública excepcionales de los últimos tres años que todos ustedes conocen. Como en varias ocasiones anteriores, la vulnerabilidad del sistema financiero surgió por la interacción entre el apalancamiento (en especial el de corto plazo) y una exposición significativa a un conjunto de activos sobrevalorados. De hecho, ante un ajuste severo en los precios de los activos estructurados —que en algunos casos llegó a la desaparición de la capacidad de determinados mercados de asignar precios— junto con la elevada exposición de las empresas financieras en este tipo de activos directamente o a través de vehículos especiales de inversión, hicieron de el colapso de esta burbuja tuviera consecuencias inesperadas, especialmente en términos de su magnitud y capacidad de propagación. Sin embargo, la historia financiera demuestra que este tipo de procesos no necesariamente conducen a una crisis financiera. El colapso de la burbuja tecnológica de principios de los 2000 no causó una crisis de las proporciones de la crisis *subprime*.

Hay una larga lista de problemas que interactuaron entre si en la gestación de esta vulnerabilidad. Una estructura de incentivos deficientes en el proceso de securitización llevó a un deterioro significativo en las políticas de crédito. Proliferaron los productos financieros que nadie entendía y que no diversificaron adecuadamente el riesgo. Las agencias clasificadoras de riesgo fueron incapaces de evaluar el riesgo de instrumentos complejos. Además, en muchos casos la regulación existente privilegió la compra de este tipo instrumentos financieros estructurados, descuidando los incentivos para una evaluación directa y granular de los sujetos de crédito propia del modelo de negocios de la antigua banca tradicional (que en gran medida sigue predominando en Chile).

Por otra parte, en centros financieros claves, tuvo lugar una excesiva confianza en la disciplina de mercado y la autorregulación, y en algunos casos claros conflictos de interés. Esto llevó a un importante grado de desidia de los supervisores, los cuales claramente contaban con herramientas para ser más efectivos, aún cuando en los marcos legales subsistieran algunas deficiencias. En lo más reciente, varias economías desarrolladas han intentado corregir estas deficiencias a través de reformas regulatorias e institucionales de gran envergadura.

La crisis financiera originada en EE.UU. se transmitió con una velocidad sin precedentes por las principales economías del mundo, debido a la creciente interconexión del sistema financiero global y a una falta importante de información respecto de la verdadera situación financiera de muchos agentes en esta red global. Cabe recordar en este sentido el rol que jugaron los *stress tests* en EE.UU., y menor medida en Europa, en ayudar a que ciertos mercados volviesen a la normalidad. La creciente dependencia de muchos bancos en Europa y EE.UU. de mercados mayoristas para su financiamiento, y en mercados de derivados para su manejo de riesgos, también fueron factores centrales en dicha amplificación.

Quizás una de las principales lecciones de la crisis es la necesidad de monitorear no solo a los agentes individuales a través de una supervisión micro-prudencial, sino que al sistema financiero como un todo, en post de detectar la incubación de riesgos sistémicos y, abordarlos oportunamente. Por otra parte, se han hecho importantes esfuerzos en entender las interrelaciones entre los distintos componentes de un sistema financiero, que aumentan en complejidad conforme crece y se desarrolla.

En Chile tenemos bastante camino avanzado en esta dirección. Por varios años el Banco Central ha estado elaborando el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), con el propósito de evaluar la fortaleza del sistema financiero, reportar en forma oportuna potenciales riesgos y dar cuenta de medidas de política adoptadas para mitigarlos. En esta línea de monitoreo sistémico, desde fines del año pasado se ha estado coordinando, junto con el Ministerio de Hacienda, y con la participación de las superintendencias sectoriales del sistema financiero, la evaluación de la fortaleza del sistema financiero por parte del IMF/WB mediante un FSAP (*Financial Sector Assessment Program*).

En este contexto de monitoreo sistémico, en el IEF de diciembre último dimos cuenta de un cierto grado de optimismo en los precios de las acciones respecto de sus determinantes fundamentales. Como dijimos en ese *Informe*, los riesgos sistémicos de una corrección en dichos precios eran mínimos, como la experiencia lo demostró. Ciertamente no es el rol del Banco Central analizar los precios de los activos de manera continua, por lo que este tipo de opinión solo se realiza en forma excepcional y cuando se estima oportuno. Con todo, en el *Informe de Política Monetaria* presentado este lunes se reporta que tanto en Chile como en muchas otras economías emergentes se han producido ajustes en sus bolsas. El IPSA mostró un descenso de 16%, en dólares y pesos durante el primer trimestre, caída que se encuentra dentro del promedio de otras economías si se consideran los descensos registrados a partir del segundo semestre del 2010. Considerando una muestra de 20 países, estas caídas están en un rango de 10 a 30% medidas en dólares y 7 a 23% en moneda local. Esto ha llevado a las razones precio/utilidad en Chile a niveles similares a los de otras economías emergentes.

Por su naturaleza, el análisis y mitigación de los riesgos sistémicos requiere de una estrecha coordinación entre las superintendencias del sistema financiero, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. Es en este contexto que se viene trabajando hace años en el Comité de Mercado de Capitales, y el Comité de Superintendentes. Creemos, sin embargo, que existe espacio para formalizar una instancia de coordinación para el monitoreo de riesgos sistémicos, y en la cual se analicen iniciativas regulatorias con efectos sistémicos. En este

sentido, la creación de un Consejo como el que plantea la Comisión Desormeaux es una iniciativa positiva. Sin embargo hay que ser muy cuidadosos en su conformación, gobierno corporativo y atribuciones. ¡El diablo está en los detalles! Es crucial pensar en una estructura liviana cuyo propósito sea la evaluación y coordinación de normativa, y así evitar la superposición de atribuciones, que debiliten las facultades y diluyan las responsabilidades de los reguladores y otras autoridades. De hecho, tal y como reconoce la Comisión Desormeaux y como ha sido destacado por el FMI y la OECD, debiéramos movernos en la dirección de otorgarle mayor autonomía a las superintendencias, para lo cual es fundamental aumentar sus grados de *accountability*.

En nuestro país estamos avanzando en el fortalecimiento de mecanismos de protección del consumidor financiero. Este es un avance importante, tanto para el bienestar de los usuarios de dichos servicios como para la estabilidad del sistema financiero. Al final, un consumidor informado es el mejor juez de su capacidad de endeudamiento. Sin embargo, es importante la especialización en este ámbito, pues los productos financieros son complejos y las decisiones de protección al cliente pueden tener implicancias sobre la estabilidad financiera. En este contexto, la idea de avanzar en separar la protección del cliente de la supervisión y regulación de solvencia es positiva, pero siempre y cuando la protección al cliente esté adecuadamente coordinada con las instancias que velan por la estabilidad financiera. Los modelos de *twin peaks*, con una rama ocupada de la regulación prudencial y otra de las conductas de mercado, y ambas integradas en un comité de estabilidad financiera son un ejemplo de este tipo de coordinación. Otra ventaja de una mayor separación entre la supervisión de solvencia y la protección al cliente es la dedicación exclusiva del supervisor de solvencia por la robustez de las instituciones bajo su fiscalización, en especial si le otorga la autonomía y recursos para hacerlo.

Algunos Desafíos Regulatorios

El sistema financiero en Chile ha mostrado gran resiliencia a los *shocks* internacionales y podemos afirmar que tenemos un sistema bancario sólido, bien capitalizado y bien regulado. No obstante lo anterior, no podemos estar ajenos a la discusión regulatoria internacional y la necesidad de adoptar (si bien en forma pragmática y crítica) algunas de las modificaciones que han ido emergiendo del debate regulatorio internacional post crisis. En muchas de estas modificaciones tenemos un buen trecho avanzado en Chile.

En la reunión de septiembre último, el BIS (Banco Internacional de Pagos) acordó nuevos requerimientos de capital y estableció un calendario para su implementación en forma gradual, para completarse a principios del 2019. Los principales objetivos de estos requerimientos son elevar la calidad, consistencia y transparencia de la base de capital, fortalecer la cobertura de riesgos, restringir los niveles de apalancamiento y promover un marco de capital contra-cíclico.

Si bien este es un tema que requiere un cambio legal, y por tanto es de iniciativa del Ministerio de Hacienda, es difícil pensar que en el mediano plazo Chile no converja al menos a estos nuevos estándares internacionales. Por lo demás, y tal como reportamos en el IEF de diciembre, el nivel de capital y tipo de capital con el cual ya opera la banca chilena excederían los requisitos para capital básico y total contemplados por el BIS para el 2019.

El BIS también ha propuesto la adopción de estándares cuantitativos de liquidez. En este caso nuevamente estamos un par de pasos adelante del promedio de los países desarrollados, dada la existencia de regulaciones cuantitativas de liquidez como norma del Banco Central. No obstante lo anterior, creemos importante revisar, y eventualmente perfeccionar, dicha normativa a la luz de las propuestas del BCBS (*Basel Committee on Banking Supervision*), de las lecciones sobre riesgo de liquidez que han arrojado los eventos en los últimos 3 años y de la creciente interacción de bancos chilenos con mercados de fondeo internacionales.

La securitización en Chile ha avanzado, afortunadamente no con los excesos que se cometieron en Estados Unidos. Este es un desarrollo importante para diversificar el riesgo y ampliar la capacidad de otorgar créditos. Pero esto no puede ser una herramienta para aumentar el apalancamiento sacando créditos del balance. Es clave que los originadores del crédito mantengan una porción relevante de las posiciones más riesgosas, de manera de mantener los incentivos a cobrar los créditos y que el negocio no se transforme simplemente en el otorgamiento de créditos sin mayor escrutinio. En Chile el marco regulatorio y las prácticas de mercado permiten un desarrollo saludable, pero es necesario hacer un monitoreo cuidadoso de los desarrollos en este ámbito. En este contexto, vemos muy favorablemente la aprobación en el MKIII de los cambios legales que permiten la creación de bonos cubiertos. La figura del bono cubierto permite una “securitización” en el balance, con lo que se logra una adecuada alineación de incentivos a la hora de otorgar créditos. Esta figura —que se ha mostrado muy robusta en el contexto internacional reciente— debiese tender a reemplazar la figura de la letra hipotecaria que en el pasado tanto ayudó a desarrollar el mercado de deuda hipotecaria en Chile.

Comentario Final

Permítanme concluir con una pregunta. En Chile hemos visto un proceso de profundización financiera continuo desde comienzos del 2000. Parte de este proceso se ha traducido en el otorgamiento de créditos a más personas y empresas, aumentando de esta manera su bienestar y productividad (Marshall, 2011). No obstante existe un *puzzle* y es por qué las tasas de créditos de consumo son tan elevadas en Chile.

En más de alguna vez, exponiendo sobre la solidez del sistema financiero chileno me han preguntado por qué si todo se ve funcionando bien, las tasas de créditos de consumo son tan altas, y ¿saben qué les digo? Que no tengo explicaciones convincentes, porque es difícil explicar tasas promedio de créditos de consumo del orden de 30 por ciento y más.

Este tema lo levantamos hace algún tiempo en un *Informe de Estabilidad Financiera*, y causó cierta controversia. Es buena la controversia cuando lleva a una discusión técnica que permite avanzar en nuestra comprensión del sistema financiero y de las políticas requeridas para mejorar su funcionamiento.

La evidencia sobre el comportamiento del sistema bancario, algo que hemos estudiado en el Banco Central, muestra que la transmisión de la tasa de política monetaria a las tasas de mercado no ha sido muy distinta de la observada en los países desarrollados. Nuestra

evidencia también muestra que en el crédito a las empresas los márgenes son menores que en la mayoría de las economías emergentes, y se ubican en niveles similares a los de los países desarrollados, denotando que existe competencia en este ámbito. Con todo, si existe competencia a nivel de créditos para financiar actividades empresariales, a nivel de préstamos para financiar viviendas y en traspaso de tasas, es difícil pensar que esto no ocurra a nivel de créditos de consumo. En especial, dado que justamente en este segmento existe una mayor participación de agentes no bancarios.

Por otra parte, también es difícil explicar los spreads en Chile por riesgo de crédito. En un contexto internacional, la cartera vencida en Chile es baja y las alzas en el ciclo han sido moderadas.

Reconozco que existen varias hipótesis adicionales para explicar este fenómeno, una banca conservadora, costos fijos de administración e información de los créditos que son altos en relación con el monto del crédito promedio, entre otros. El punto es avanzar en entender por qué estos costos son porcentualmente más altos en Chile que en otras economías. De esta manera, en el próximo viaje puedo hablar no solo de la robustez de la banca chilena, sino que explicar en forma convincente, el por qué ocurre este fenómeno que tantas preguntas genera.

Muchas gracias.

Referencias

De Gregorio, J. y P. Guidotti (1995), “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, Vol. 23, N° 3, pp. 433-448.

Marshall, E. (2011), “Inclusión Financiera: Avances y Desafíos para Chile”, exposición efectuada en la inauguración del año académico de la Escuela de Negocios de la Universidad de Viña del Mar, 1 de abril.

Reinhart, C. y K. Rogoff (2009), “This Time is Different; Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton University Press, Princeton, NJ.