

Introducción a la presentación del libro Estabilidad Financiera, Política Monetaria y Banca Central

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
24 de Enero de 2011

Es para mi un agrado dirigirles unas breves palabras con motivo del lanzamiento del libro *Estabilidad Financiera, Política Monetaria y Banca Central* editado por Rodrigo Alfaro, el cual corresponde al volumen número 15 de la serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas”. Esta serie, que partió el año 2001, ha revisado una multitud de temas con profundidad y seriedad técnica, convirtiéndose en una importante contribución al conocimiento de temas económicos y financieros relevantes para cumplir con los objetivos del Banco Central.

El presente libro incluye los trabajos presentados en la conferencia anual de 2008. Para esa fecha la crisis financiera —iniciada a principios del 2007 con el anuncio de Freddie Mac respecto de su cartera hipotecaria y la posterior quiebra de instituciones financieras en agosto del 2007— había comenzado a poner en el debate de política económica varios temas sobre la regulación financiera y de los incentivos que ella generaba a las instituciones financieras. La excesiva toma de riesgos de estas firmas mostró la fragilidad de un sistema financiero complejo y altamente interconectado. Fueron precisamente estos últimos elementos los que generaron un ambiente propicio para la propagación de un problema en el mercado de hipotecas *subprime* a múltiples mercados financieros internacionales.

Uno de los mayores desafíos que se plantearon al inicio de la crisis financiera global fue la necesidad de mejorar el marco de regulación financiera. Un punto central en esta discusión corresponde a la definición de estabilidad financiera, tema que es explícitamente abordado tanto en el trabajo de Borio y Drehmann como en Schinasi, artículos compilados en el presente volumen. En este ámbito, una de las mayores dificultades para las autoridades económicas es establecer una definición operativa de estabilidad financiera, la cual es más sencilla de implementar para el caso de la política monetaria. En Chile, donde usamos un esquema de metas de inflación flexible, la estabilidad de precios se define en términos de una meta de inflación de 3 por ciento en un horizonte de política de dos años y con un margen de tolerancia de ± 1 punto porcentual. Para el logro de esta meta el Banco Central tiene como instrumento la Tasa de Política Monetaria (TPM).

En el caso de estabilidad financiera la autoridad podría basar sus operaciones sobre la base de indicadores de fragilidad como capital sobre activos totales, dependencia de financiamiento externo, descalce de madureces en instrumentos financieros, etc. Sin embargo estos son obtenidos de forma rezagada y contienen información parcial de la situación de riesgo del sistema. Otro elemento muy importante en lo que se refiere al diseño de la regulación financiera es la definición de responsabilidades y potestades para la mantención de la estabilidad financiera. En el caso de Chile la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile indica en el artículo tercero: “El Banco tendrá por objeto velar

por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”, lo que señala explícitamente la función de velar por la estabilidad financiera.

La pasada crisis y en particular el caso de AIG adicionaron al conocido término *too-big to fail* el de *too interconnected to fail*, lo que pone de manifiesto que la importancia sistémica de las instituciones financieras no solo guardan relación con el tamaño de éstas sino que con su importancia en los flujos de pagos. En el presente volumen se presentan artículos que dan cuenta de la importancia de las interconexiones en diferentes contextos. Por ejemplo en el trabajo de Diebold y Yilmaz los autores cuantifican los efectos de derrame de retorno y volatilidad en los mercados bursátiles de la región y EE.UU. Los resultados indican que existe efecto derrame de volatilidad en episodios de turbulencia financiera. Por otra parte, Segoviano y Goodhart proponen una medida de estabilidad financiera bancaria basado en percepción de mercado de la fortaleza de cada institución (CDS) y en el grado de codependencia históricamente observada. Dicha medida no solo incluye los bancos de un país específico sino que también bancos extranjeros los cuales contagian a sus pares en episodios de turbulencia financiera.

Asimismo, la reciente crisis financiera impuso también un importante desafío en lo que corresponde a la modelación macroeconómica. En el presente volumen se incluye el trabajo de Gray, García, Luna y Restrepo quienes incorporan a un modelo estándar de análisis de política monetaria, una medida de riesgo del sistema bancario. Sus resultados sugieren que —bajo este marco simplificado— la autoridad monetaria puede mover la frontera de eficiencia de volatilidad del producto y la inflación. Esto ocurre cuando la TPM se ajusta por cambios en la medida de riesgo del sistema bancario. Por otra parte, Cohen-Cole y Martínez-García extienden los ya clásicos trabajos de Bernanke y Gertler y de Bernanke, Gertler y Gilchrist sobre el costo del financiamiento externo de la firma agregando intermediarios financieros y restricciones de colaterales que amplifican los *shocks* sobre la economía a través de canal del crédito. Por otro lado, la presencia de intermediarios financieros que están restringidos por regulaciones de capital genera el canal de la hoja de balance.

En una avenida de investigación distinta, Goodhart, Tsomocos y Vardoulakis presentan un modelo de equilibrio general con agentes heterogéneos y cuyos equilibrios permiten el no pago de algunos compromisos financieros. Los autores presentan resultados similares en dirección a los observados durante los inicios de la crisis subprime. Uno de los mayores desafíos que involucran esta línea de investigación es la heterogeneidad de los agentes para lo cual la caracterización a nivel microeconómico es altamente necesaria. En esta línea el banco ha tomado la iniciativa de levantar la Encuesta Financiera de Hogares (EFH). Este proyecto es único en la región y la información obtenida de esta encuesta no solo permite entender la heterogeneidad de los hogares chilenos, sino que ha mejorado el análisis de riesgo de estos al consolidar ingresos, deudas y activos. El libro que hoy presentamos contiene el trabajo de Fuenzalida y Ruiz-Tagle quienes utilizaron la EFH para analizar la deuda en riesgo mantenida por los hogares. Sus resultados muestran los hogares más vulnerables al desempleo mantienen una proporción pequeña de la deuda total.

En perspectiva, la conferencia anual de 2008 se organizó en lo que terminó siendo el inicio de una crisis financiera global, aunque se realizó en noviembre del 2008, cuando la crisis

estaba en su parte más crítica. De hecho, en mi presentación introductoria de esa conferencia planteé: “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”.

El centro de esa conferencia estuvo en dar luces al debate existente a la fecha respecto del papel de las políticas macro prudenciales y la regulación financiera en la reducción del riesgo de ocurrencia de crisis financieras, pero también en ese momento señalé: “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”.

Pues bien, ya ha pasado tiempo desde entonces y podemos extraer lecciones. Las nuevas dimensiones que han emergido con posterioridad al epicentro de la crisis han intensificado la necesidad de avanzar en la comprensión del papel de los mercados financieros e instituciones financieras en la transmisión y el diseño de la política monetaria. Este será precisamente el objetivo de la conferencia anual del Banco Central de Chile este año 2011.

Pese a que hoy la turbulencia financiera ha disminuido existen riesgos latentes que deben mantenernos alerta para actuar con prontitud como lo hemos hecho en el pasado. En este sentido el presente libro constituye una contribución a la discusión actual de cómo enfrentar el desafío de mantener la estabilidad financiera y de la importancia de las políticas macroprudenciales.

Finalmente, quiero agradecer a Mauricio Calani, Yan Carriere, y de manera especial al editor Rodrigo Alfaro, por haber preparado este libro.

Muchas gracias.