



BANCO CENTRAL DE CHILE

**ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y FINANCIERA:
DESAFÍOS PARA LA POLÍTICA MONETARIA¹**

**XVI CONFERENCIA ANUAL SOBRE BANCA CENTRAL, ANÁLISIS Y POLÍTICAS
ECONÓMICAS**

PALABRAS INAUGURALES

Rodrigo Vergara

Presidente

Banco Central de Chile

Noviembre 2012

¹ Pronunciadas con motivo de la inauguración de la Decimosexta Conferencia Anual del Banco Central de Chile, celebrada el 15 y 16 de noviembre de 2012 en Santiago de Chile. Mis agradecimientos a Sofía Bauducco, Gonzalo Castex, María Consuelo Edwards, Luis Óscar Herrera, Kevin Cowan, y Claudio Raddatz por sus valiosos comentarios.

Muy buenos días. Bienvenidos a esta nueva conferencia anual del Banco Central de Chile sobre temas de Banca Central, Análisis y Políticas Económicas, que este año se titula “*Estabilidad macroeconómica y financiera: desafíos para la política monetaria.*”

Nos preparamos a pasar dos interesantes días de aprendizaje y discusión sobre temas de vanguardia en la investigación académica y de política económica, relativos a la estabilidad macroeconómica y financiera. El intercambio entre académicos y autoridades que propicia esta conferencia es una gran oportunidad de aprender unos de otros y compartir nuestras visiones y experiencias, enriquecer nuestra capacidad para tomar decisiones y ojalá volver a casa llenos de nuevas ideas para encauzar nuestra investigación.

Hoy y mañana nos dedicaremos a reflexionar sobre el papel que cumplen los bancos centrales en prevenir la exuberancia y las crisis financieras, y en cómo respondemos a ellas. El debate se centrará principalmente en dos preguntas: la primera, dice relación con el rol de la política monetaria en el período de gestación de las crisis financieras. La segunda se refiere a cómo debería reaccionar la política monetaria frente a una crisis financiera. En particular, revisaremos la eficacia de las medidas de política monetaria y macroprudencial para aminorar los efectos de una crisis financiera. Con estas dos interrogantes en mente, exploraremos también las consecuencias de las crisis financieras sobre el desempleo, el endeudamiento de los hogares y la economía real, e intentaremos comprender cómo operan los mercados en ambientes con información asimétrica y compleja. En nuestra última sesión nos abocaremos a analizar los efectos de las políticas no convencionales en Chile en términos de amortiguar el impacto de la crisis financiera internacional. Tengo confianza en que de estos dos días de discusión saldrán valiosas lecciones.

Quisiera comenzar compartiendo con ustedes algunas reflexiones, basadas en la experiencia chilena, respecto de cuatro temas que están en el debate de la profesión y que aparecerán en nuestras discusiones de estos dos días. El primero se refiere a la estabilidad financiera como meta de política macroeconómica, y qué institución debería tener responsabilidad sobre este objetivo. Luego me referiré a los instrumentos de política para lograr estabilidad financiera, en particular a su disponibilidad y eficacia de dichos instrumentos. También me referiré a dos aspectos de nuestra experiencia en la conducción de la política monetaria durante crisis financieras: primero, las políticas no convencionales aplicadas en la reciente crisis financiera global, y segundo, los rescates utilizados en nuestro propio colapso

financiero de la década de 1980. Respecto de este último episodio, también abordaré brevemente el impacto de dichos rescates en el balance del Banco Central.

1. La estabilidad financiera como objetivo de política y el rol del Banco Central

La reciente crisis financiera puso en tela de juicio el paradigma de que se podía preservar la estabilidad del sistema financiero combinando regulación microeconómica con estabilidad macroeconómica. Hasta antes de la crisis, la mayor parte de los países centraba la regulación financiera en los riesgos que enfrentaban las instituciones financieras individuales (siguiendo las indicaciones de Basilea II), y la política macroeconómica en la preservación de la estabilidad de precios. Esta fórmula puede haber funcionado bien en tiempos normales, pero a la vez puede haber permitido también la generación de riesgos invisibles. En consecuencia, hay cada vez más consenso en que la estabilidad financiera debe ser un objetivo en sí mismo, de manera tal que se pueda combinar la regulación microeconómica con una visión sistémica de los riesgos del sector financiero.

Sin embargo, a pesar de este consenso, persiste el debate sobre qué institución debería responsabilizarse de asegurar la estabilidad financiera y, en particular, cuál es el rol que deberían cumplir aquí los bancos centrales.

Poner al banco central a cargo de la preservación de la estabilidad financiera tiene ventajas, pero esto no necesariamente significa que deba ser la única institución responsable. Un banco central tiene una visión sistémica de la economía, que le permite visualizar los nexos entre los distintos actores del sistema financiero y sus interacciones con la economía real. Además, como prestamista de última instancia, la estabilidad financiera es materia de interés natural para un banco central. Por lo tanto, aún si no es su responsable formal, siempre la tendrá entre sus intereses inmediatos.

Pero a la vez hay desventajas de poner al banco central a cargo de la estabilidad financiera. Primero, está el riesgo de diluir el mandato constitucional, con el consiguiente daño a la credibilidad. Los bancos centrales han luchado duro para construir su credibilidad, apuntando a metas medibles, manteniendo una clara comunicación con el público, y siendo transparentes y confiables en el logro de dichas metas. Su foco en la inflación, una variable simple y observable, ha sido de ayuda. Tener un banco central con mandatos múltiples genera riesgos de dilución de políticas y de metas opuestas, porque a diferencia de la

inflación, o incluso del empleo, la estabilidad financiera es un concepto difuso con muchas dimensiones difíciles de combinar en un único indicador. Intentar definir una meta operacional específica conlleva el riesgo de adoptar una visión muy estrecha de la estabilidad financiera, mientras que una definición muy difusa haría difícil lograr credibilidad en esta materia y podría diluir las responsabilidades con respecto a este objetivo. Desde un punto de vista más pragmático, hay buenas razones para que la supervisión bancaria se haga fuera del banco central (un tema para otra ocasión), y muchos países operan con este arreglo institucional. Esto es algo relevante de considerar cuando se piensa en la participación del banco central en la estabilidad financiera, porque es recomendable que los aspectos micro y macro de la regulación financiera estén bien coordinados a fin de evitar mandar señales contradictorias a las entidades reguladas.

Por estos motivos, la estructura institucional tras el monitoreo y cuidado de la estabilidad financiera varía de un país a otro. Pero el natural interés de los bancos centrales en esta área y sus ventajas en cuanto a proveer una visión sistémica del sector financiero y de la economía en general, sugieren que sí deben involucrarse en algún nivel. Sea cual sea la estructura institucional a cargo de ese sector, es importante que garantice que las decisiones financieras tomen debida cuenta de sus aspectos sistémicos, que las instituciones involucradas cuenten con las herramientas necesarias para evitar que se generen riesgos excesivos en dicho sistema y puedan actuar con prontitud cuando ellos se materialicen, y que aseguren que estas herramientas se usen con una visión coherente de los aspectos tanto microeconómicos como macroeconómicos de la regulación financiera. Sea que esto se logre teniendo una única entidad encargada de la regulación, o a través de instancias que faciliten la coordinación entre las diferentes entidades responsables, es de importancia secundaria, en tanto, que esta coordinación funcione como es debido.

En Chile, el Banco Central tiene el rol de actuar como prestamista de última instancia de los bancos comerciales con problemas de liquidez. También es responsable de ciertos aspectos de la regulación financiera, tales como los pagos minoristas, la liquidez del sistema bancario, la regulación del riesgo de mercado, y los límites agregados que rigen los fondos de pensiones, entre otros.² Más aún, preservar el buen funcionamiento del sistema

² Fuente: Banco Central de Chile, Compendio de Normas Financieras.

de pagos es un objetivo establecido en nuestra Ley Orgánica Constitucional, que claramente está relacionado con la estabilidad del sector financiero.

De modo que tenemos un interés natural en la estabilidad financiera y, en consecuencia, monitoreamos los aspectos sistémicos de la operación de todos quienes participan en este sector; hacemos encuestas periódicas a los actores del mercado y una encuesta anual a la posición financiera de los hogares, y producimos un informe semestral de estabilidad financiera que refleja nuestra evaluación de este tema y que está disponible para los demás reguladores y agentes, entre otras actividades.

Sin embargo, en Chile la supervisión de las distintas instituciones financieras, así como la facultad legal y las herramientas para ejercer la regulación se reparten entre varias entidades. Por ejemplo, los bancos son supervisados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF); los fondos mutuos y las compañías de seguros, por la Superintendencia de Valores y Seguros; y los fondos de pensiones, que son grandes actores de nuestro sistema financiero, reportan a la Superintendencia de Pensiones (SP). En este entorno, la preservación de estabilidad financiera depende en forma crucial de la capacidad de todos los agentes involucrados —nosotros incluidos— de compartir opiniones y coordinar acciones. Esto se hace a través de diversos intercambios directos con otros reguladores y, colectivamente, en reuniones periódicas en el Consejo de Estabilidad Financiera, un organismo creado expresamente para garantizar dicha coordinación.

2. Herramientas de la estabilidad financiera

Permítanme volver sobre la discusión acerca de cuáles serían las herramientas más indicadas para asegurar la estabilidad financiera. Obviamente, esta discusión está estrechamente relacionada con la anterior acerca de si el banco central debe o no debe ser responsable de ella. Pero olvidémonos de eso por un segundo para enfocarnos en uno de los aspectos principales de este debate, y es si un banco central interesado en la estabilidad financiera debería usar como herramienta la tasa de interés de política monetaria. En círculos tanto académicos como de política hay opiniones en uno y otro sentido sobre este punto. Personalmente, me cuento entre los que piensan que la tasa de interés no es siempre una herramienta muy precisa para abordar problemas de estabilidad financiera, especialmente cuando los desequilibrios tienen fuentes claras que pueden abordarse en

forma más directa con herramientas más específicas. La tasa de política monetaria, por el contrario, afecta a todos los sectores de la economía.

Más aún, en ciertas circunstancias el ajuste necesario de la tasa de política monetaria para abordar un problema de estabilidad financiera puede entrar en conflicto con el mandato de estabilidad de precios. En otros casos, este dilema puede no existir y en estas circunstancias, un movimiento razonable en la tasa de política monetaria podría contribuir a resolver temas de estabilidad financiera, particularmente si no tenemos un instrumento mejor a la mano.

Sin embargo, en muchos casos esto no se cumple y por lo tanto se debieran utilizar otras herramientas más eficientes. Por ejemplo, muchos de los problemas asociados a la estabilidad financiera tienen que ver con segmentos específicos de la intermediación. Un crecimiento excesivo del crédito para la vivienda puede moderarse cambiando la razón de deuda a valor, o la razón de deuda a ingresos, por ejemplo. Provisiones dinámicas asociadas a formas de crédito generales o específicas también pueden ayudar a la banca a mantener una postura sólida a través del ciclo financiero, y cambios discrecionales al encaje también pueden ayudar a contener una expansión crediticia muy rápida. Por supuesto, todas estas medidas tienen sus costos y su utilización debe tomar debida cuenta de ellos en función de los objetivos específicos relativos a la estabilidad financiera. Por ejemplo, un aumento del encaje afectará únicamente a los bancos, lo que puede traducirse en desintermediación y créditos más caros para aquellos cuyo acceso a otras fuentes de financiamiento es limitado.

En Chile, muchas de estas herramientas son controladas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). Esto convierte al Consejo de Estabilidad Financiera que mencioné hace un rato en una instancia crucial para coordinar e implementar la regulación financiera con una visión sistémica.

3. La política monetaria frente a una crisis financiera

Cuando las herramientas de política convencionales son insuficientes para evitar una crisis financiera y aumentan las tensiones en el sistema, se deben buscar instrumentos adicionales. Muchos bancos centrales tienen como meta la tasa diaria interbancaria, de modo que esperan transmitir la política monetaria a través de un sistema financiero operativo. Pero su eficacia puede mermar significativamente en condiciones de estrés

financiero. Y si las condiciones son extremas, como lo fueron en la última crisis, la política monetaria estándar puede topar con su límite natural, la tasa nominal de cero. En estas condiciones, puede que las únicas herramientas posibles para el banco central sean las políticas no convencionales.

La experiencia reciente de Estados Unidos y Europa con herramientas no convencionales es bien conocida por todos. Permítanme describir brevemente nuestra experiencia con ellas, aunque es importante mencionar que la escala de nuestras intervenciones ha sido sustancialmente menor. La rápida recuperación de la economía chilena después de la recesión del año 2009, permitió revertir estas medidas extraordinarias en un plazo relativamente corto. Espero que nuestra historia contribuya a dar alguna luz a quienes ven con preocupación la reversión futura de las grandes intervenciones que han realizado otros bancos centrales.

Poco después del colapso de Lehman Brothers, el Banco Central de Chile empezó a recortar la tasa de política desde un nivel inicial de 7,25 por ciento hasta que alcanzó su límite inferior efectivo de 50 puntos base en julio del 2009. Ahí permaneció por un año, hasta junio del 2010. Durante ese período, el Banco Central tomó además medidas no convencionales dirigidas a proveer liquidez a los mercados financieros. Por ejemplo, pusimos a disposición de las instituciones financieras la *facilidad de liquidez a plazo* (FLAP) a la tasa de política monetaria de 0,5 por ciento. En enero del 2010 alcanzamos el máximo de 6.500 millones de dólares con el programa de liquidez, equivalente al 40 por ciento del capital y reservas del sistema bancario³. Nuestra estrategia de salida de esta política expansiva no tuvo mayores dificultades. Comenzamos a desmontar estas facilidades especiales en noviembre del 2009, acortando gradualmente los plazos. Mientras terminábamos de dismantelar los programas especiales, comenzamos lentamente a subir la tasa de política monetaria hasta un rango neutral. Al retirar el estímulo monetario a un ritmo adecuado pudimos mantener las expectativas inflacionarias a un horizonte de dos años en torno a nuestra meta de 3 por ciento.

Antes de ir al próximo tópico, quiero subrayar que, si bien los bancos centrales han sido y serán creativos en el uso de todas las herramientas disponibles para cumplir con su

³ Céspedes et al. 2012.

mandato, debemos reconocer las limitaciones de la política monetaria convencional en circunstancias extremas de tensión financiera. La política monetaria en estos casos no es suficiente por sí sola de devolver a la economía a su camino. En cambio, si se combina con otras políticas, sus probabilidades de éxito ciertamente aumentarán.

4. Rescates financieros y su impacto en el balance del Banco Central

Permítanme cerrar con otro tema en el que la experiencia chilena puede aportar al debate internacional: la implementación de rescates financieros y los riesgos que plantea a la operación de un banco central. En tiempos normales, los bancos centrales operan manteniendo solo los activos más seguros en el balance, típicamente bonos de gobierno u otros activos de bajo riesgo. Pero en tiempos turbulentos, en su rol de prestamistas de última instancia, también pueden verse en la necesidad de aceptar activos de menor calidad y más riesgosos como garantía contra la provisión de liquidez o directamente para rescatar un banco, con todo lo que eso significa para sus libros contables. Esto es justamente lo que ha sucedido en varios países durante la crisis financiera reciente.

La posibilidad de que la toma de riesgos por parte de un banco central derive en pérdidas que afecten su reputación y sus operaciones ha sido tema de preocupación para las correspondientes autoridades en el último tiempo, especialmente dada la posibilidad de que el Banco Central Europeo tenga que salir al rescate de bancos en problemas. La preocupación es tanto financiera como operacional. La capacidad financiera de un banco central, el habitual prestamista de última instancia de un país, es un importante cortafuego cuando el sistema financiero está en problemas. Si bien el banco central puede contar con la ayuda del Fisco, este canal puede ser una fuente de inquietud cuando el propio Fisco está atravesando una crisis, y además plantea una preocupación sobre si el banco central podrá preservar su autonomía. También hay quienes argumentan que, dado que los pasivos del banco central pueden ser creados arbitrariamente, la posición financiera de un banco central no debería importar. Pero este argumento olvida que hacerlo, puede poner el peligro el logro de la meta inflacionaria que muchos bancos centrales han adoptado como su meta operacional, lo que afectaría su reputación e independencia.

En 1982, cuando la crisis de deuda se propagó por toda América Latina, el sistema financiero chileno, que había canalizado sustanciosos préstamos en moneda extranjera,

cayó en una crisis de insolvencia. En estas condiciones, el gobierno realizó una masiva operación de rescate a través del Banco Central, interviniendo los bancos más importantes y liquidando otros cuyos activos fueron absorbidos por otras instituciones. Esta intervención evitó un colapso mayor de la actividad. La forma en que se implementó, con total dilución del patrimonio accionario de los antiguos dueños y con las instituciones asumiendo una deuda subordinada con el banco central que tomaría largo tiempo poder pagar, ayudó a contener preocupaciones sobre el riesgo moral del rescate. Esto, acompañado de una nueva legislación bancaria, dio como resultado un sistema financiero más sano. Sin embargo, un costo importante de dicha intervención fue el deterioro del balance del Banco Central de Chile, que lo tiene operando con capital negativo hasta el día de hoy. Este capital negativo es también consecuencia de la composición de nuestra hoja de balance, con reservas internacionales en moneda extranjera obteniendo un retorno sustancialmente más bajo que el interés que pagamos en nuestros pasivos en moneda nacional. Además, una apreciación del peso hace nuestro capital más negativo dado que nosotros valorizamos nuestras reservas a precios de mercado.

La lección que deja la experiencia de Chile en esta materia, es que hemos sido capaces de operar con capital negativo por varios años, manteniendo la inflación bajo control y preservando la estructura del sistema financiero. Por lo tanto, aunque operar con capital negativo no es el ideal, tampoco es causa de alarma inmediata. Conducir la política monetaria en estas condiciones es posible, especialmente si se hace en un entorno de instituciones sanas y de fortaleza fiscal. Otros respetados bancos centrales han trabajado en condiciones parecidas.

No puedo terminar esta presentación sin agradecer a Sofía Bauducco, Lawrence Christiano y Claudio Raddatz por la organización de este programa que promete que asistiremos a una interesantísima conferencia, y a todos los presentes por estar aquí compartiendo esta discusión.

Muchas gracias.

REFERENCIAS

Céspedes, L.F., Javier García-Cicco y Diego Saravia. 2012. “Monetary Policy Responses to the Global Financial Crisis: The Chilean Experience”. Mimeo.

Compendio de Normas Financieras. Banco Central de Chile. Disponible en <http://www.bcentral.cl/normativa/normas-financieras/index.htm>