

Consideraciones sobre Política Monetaria y Estabilidad Financiera¹

Sebastián Claro

Vicepresidente, Banco Central de Chile

- Quisiera partir por agradecer la invitación a esta conferencia.
- Los mercados financieros han experimentado un crecimiento muy significativo en las últimas décadas. Como botón de muestra, entre 1980 y 2006, el sector de servicios financieros pasó de representar menos del 5% del PIB en Estados Unidos a 8,3%.² Pero no solo eso: la aparición de nuevos intermediarios, la sofisticación en los productos financieros disponibles, la posibilidad de repartir los riesgos en diferentes partes de la economía ha representado una verdadera revolución en la manera en que el proceso de intermediación entre ahorro e inversión.
- Aunque estos desarrollos fueron ampliamente discutidos por muchos años, los bancos centrales, los gobiernos, los reguladores y supervisores financieros, y los mercados en general no fueron capaces de visualizar los desafíos que estos cambios generaban sobre la estabilidad financiera. Así, la crisis financiera de 2008/2009 no sólo fue sorpresiva, sino que ha llevado a una re-evaluación de cómo diferentes políticas públicas pudieron haber contribuido a la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero.³
- Desde el punto de vista de los bancos centrales, el período post-crisis ha puesto la preocupación sobre la estabilidad financiera muy alto en la agenda. Por cierto que este no es un tema nuevo; los bancos centrales nacieron para resguardar los sistemas de pago y proveer liquidez de última instancia para evitar crisis financieras, por lo que la estabilidad financiera siempre estuvo en el centro del accionar de los bancos centrales. Pero la crudeza de la crisis y la persistencia de la debilidad económica han vuelto a poner en el debate sobre los costos de las crisis, y la necesidad así de evitarlas.
- La lenta recuperación después de la crisis en las principales economías desarrolladas y la idea que la crisis tendrá efectos muy duraderos – sino permanentes – sobre la capacidad de crecimiento de varias economías ha levantado un amplio debate sobre la eficacia de las políticas monetarias. Años de tasas de interés en mínimos históricos no se han traducido en una recuperación importante del crédito y tampoco de la actividad o demanda. Por cierto que esta observación requiere pasar todavía por el cedazo del rigor académico, toda vez que desconocemos cuál sería la situación en ausencia de tales políticas monetarias expansivas.
- Al mismo tiempo, y casi paradójicamente, las políticas monetarias híper expansivas han contribuido a aumentar de manera importante las valoraciones de muchos activos, generando muchas dudas sobre las implicancias financieras de este fenómeno. En otras palabras, los cuestionamientos sobre la eficacia de las políticas monetarias en términos de actividad y precios se entremezclan con dudas sobre la gestación de vulnerabilidades financieras derivadas de esas mismas políticas. Esta tensión está claramente recogida en las recientes declaraciones del vicepresidente de la Reserva Federal, Stanley Fischer: “una [tercera] preocupación derivada de la política de tasas de interés bajas es que éstas

¹ Presentación en la Conferencia “Scotiabank Andean Investor Conference 2016”, realizada en Santiago de Chile, el lunes 24 de octubre de 2016. Quisiera agradecer la colaboración de Gabriel Aparici, Rodrigo Cifuentes, Catherine Thornel y Alberto Naudón en la preparación de esta presentación. En todo caso, este discurso no los compromete, así como tampoco compromete al Banco Central de Chile ni a su consejo.

² Greenwood, R., y D. Scharfstein, 2013, The Growth of Finance, *Journal of Economic Perspectives* 27(2): 3–28

³ Ver, por ejemplo, Claro, S., y F. Gredig, 2010, La Pregunta de la Reina, Pearson-Prentice Hall para un recuento de la crisis financiera en Estados Unidos.

podrían también amenazar con la estabilidad financiera ya que la búsqueda de retornos y la compresión en los márgenes de intereses dificulta la acumulación de colchones de capital en algunas instituciones financieras.⁴

- Esta discusión no solo es relevante por el desafío intelectual que representa evaluar los alcances y objetivos de la política monetaria, sino que en la coyuntura actual la expansividad de las políticas monetarias y sus efectos en mercados financieros se transmite con rapidez a través de las fronteras. Por lo tanto, las políticas monetarias expansivas en las principales economías desarrolladas tienen directas implicancias sobre flujos financieros, búsqueda de retorno y precios de activos en los países emergentes. Así, aunque el epicentro del debate esté en las principales economías desarrolladas, su dinámica tiene directos impactos en economías emergentes. En estos minutos yo quisiera compartir con ustedes unas reflexiones que considero importantes respecto de cómo entender este debate y cómo enfrentarlo en la práctica.
- Mi presentación está dividida entre tres partes. En la primera parte analizo algunos aspectos de la interacción entre el manejo tradicional de la política monetaria por parte de los bancos centrales y la estabilidad del sistema financiero. En la segunda parte discuto el rol de la llamada “política macro-prudencial”, entendida como el manejo de un set de herramientas distintas de la política monetaria tradicional para cautelar la estabilidad financiera. Por último, el debate internacional en los últimos años también ha realzado la necesidad de ajustar los estándares en el funcionamiento de la infraestructura financiera, fortaleciendo la transparencia y mejorando la regulación. Al final de la presentación me referiré brevemente a estos aspectos.
- Permítanme referirme a la relación entre política monetaria y estabilidad financiera. La pregunta que surge es en qué medida el manejo tradicional de política monetaria influye en la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero, y por lo tanto si la política monetaria debiera centrarse exclusivamente en sus objetivos inflacionarios o en su defecto incorporar en su función objetivo consideraciones de estabilidad financiera. En simple, ¿debe el manejo de la tasa de interés tomar en cuenta consideraciones de estabilidad financiera, aun cuando esto pueda llevar a desviaciones transitorias de la inflación respecto de los objetivos formales comprometidos?
- Una primera aproximación al problema parte de la idea que el ciclo de actividad-inflación – que constituye el foco tradicional de la política monetaria – es diferente, y normalmente de menor duración – que el llamado ciclo financiero. Así, un crecimiento desmedido del crédito o de los precios de activos podría alimentar un desequilibrio financiero que no se manifieste en una dinámica de la actividad o la inflación que justifique una acción de política monetaria para un horizonte corto. Sin embargo, la ausencia de respuesta de la política monetaria podría alimentar este desequilibrio financiero, traduciéndose en una crisis años más tarde con consecuencias duraderas y muy grandes. La gestación de importantes desequilibrios en el mercado financiero en Estados Unidos durante gran parte de los 2000s en ausencia de inflación de bienes grafica muy bien esta tensión.
- Debido a que los ciclos de crédito y las fluctuaciones de precios de activos no necesariamente son señales de desequilibrios *per se*, y considerando las dificultades de identificar la existencia de burbujas, una primera respuesta es que los costos de manejar la política monetaria tomando en cuenta objetivos de estabilidad financiera pueden ser mayores que los beneficios de estabilización del ciclo financiero.⁵ A su vez, la elasticidad del ciclo financiero a la política monetaria parece ser relativamente baja, por lo que serían necesarias acciones muy agresivas de política monetaria para generar efectos relevantes

⁴ Fischer, S., 2016, Why Are Interest Rates So Low? Causes and Implications, presentación ante el “Economic Club of New York”, 17 de octubre de 2016.

⁵ Ver, por ejemplo, Svensson, L., 2016, Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?, NBER Working Paper 21902

sobre flujos o precios de activos, lo que sería muy costoso en términos de actividad e inflación. Otros estudios han cuestionado estos resultados desde el punto de vista cuantitativo, considerando distintas medidas de elasticidad y poniendo mayor énfasis en que los costos en actividad de las crisis financieras son tan grandes que existen fuertes incentivos a evitarlos ex ante.⁶

- La cuantificación de este *trade-off* es un desafío interesante, pero en mi opinión esta perspectiva no contribuirá a zanjar la discusión. Una avenida alternativa es explorar los diferentes mecanismos a través de los cuales la política monetaria podría generar o mitigar vulnerabilidades, entendidas como la resiliencia del sistema financiero a shocks.⁷ Entender los mecanismos a través de los cuales el manejo de las tasas de interés se transmite al resto de la economía permite visualizar mejor su contribución a la estabilidad financiera.
- El reconocimiento de la existencia de fricciones en el mercado del crédito, por ejemplo debido a asimetrías de información, ha sido clave para formar una visión sobre este tema. En simple, la política monetaria puede alimentar ciclos de crédito como consecuencia de variaciones en los precios de activos. La famosa contribución de Bernanke y Gertler de acelerador financiero es el ejemplo más claro de aquello.⁸ En este esquema, cambios en la trayectoria de tasas de interés libres de riesgo de corto plazo afectan el valor de los activos, que a su vez son usados como colateral en las transacciones financieras. De esta manera, y en su versión más simple, el mayor precio de los colaterales aumenta la capacidad de financiamiento de los deudores, alimentando así el ciclo de crédito. En la medida que las consideraciones de riesgo estén bien incorporadas, la existencia de un acelerador financiero amplía nuestro entendimiento sobre los canales de actuación de la política monetaria pero no necesariamente introduce una externalidad sobre la cual hay que hacerse cargo.
- Pero es sabido que las mayores causas de fluctuaciones en precios de activos no viene dado tanto cambios en las tasas libres de riesgo, ni por cambios en las perspectivas de dividendos, sino más bien por fluctuaciones en los premios por riesgo. Es en la interacción entre manejo de tasas de interés y su posible efecto en las primas por riesgo que la política monetaria podría inducir o atenuar, según corresponda, la acumulación de vulnerabilidades.
- Existen diversos mecanismos por los cuales se da esta interacción. Por ejemplo, menores tasas de interés pueden llevar a mayor toma de riesgo por parte de bancos u otros intermediarios financieros, así como a mayores niveles de apalancamiento en sus balances. Algunos trabajos recientes dan cuenta que las primas por riesgo de crédito y las primas por plazo no sólo tienen un componente pro-cíclico, sino que también responden a las fluctuaciones en las perspectivas de tasas de interés libres de riesgo determinadas por los bancos centrales.⁹ En simple, la disposición a la toma de riesgo y el apalancamiento en el sistema financiero no son independientes del grado de expansión de la política monetaria.
- Un episodio cercano que revela la interacción entre el manejo de la política monetaria y las primas de riesgo fue la reacción de los mercados a comienzos del 2013 al anuncio por parte de la Reserva Federal de comenzar a evaluar la disminución en su programa de compra de bonos largos a fines de ese año. Este puro anuncio generó un aumento muy sustancial en las tasas de más largo plazo, tanto en Estados Unidos como en otros países. De acuerdo al ex gobernador de la Reserva Federal Jeremy Stein, este

⁶ Ver, por ejemplo, Borio, C., 2016, Towards a financial stability-oriented monetary policy framework? Presentación en la conferencia "Central banking in times of change" en ocasión del aniversario número 200 del Banco Central de Austria, Septiembre.

⁷ Para una revisión de la literatura, ver Adrian, T., y Liang, N., 2016, Monetary Policy, Financial Conditions and Financial Stability, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report 690, septiembre.

⁸ Bernanke, B., y M. Gertler, 1989, Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, American Economic Review 79(1):14-31.

⁹ Rajan, R., 2005, Has Financial Development Made the World Riskier?, Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economics Symposium: 313-69. Ver también Hanson, S., y J. Stein, 2015, Monetary Policy and Long-Term Real Rates, Journal of Financial Economics 115(3):429-448.

episodio dio cuenta de la sensibilidad de las primas por plazo a movimientos anticipados de la política monetaria. En mi opinión, este episodio explica parte importante de la cautela de la Reserva Federal en el proceso de normalización de tasas en Estados Unidos.

- Entonces, la capacidad de la política monetaria de afectar no sólo la estructura de tasas libres de riesgo – especialmente su tramo corto – sino también de influenciar la estructura de premios por riesgo le otorga una influencia aún mayor sobre la determinación de los precios de activos. En este sentido, surge naturalmente la idea que a través de su accionar, un banco central puede estar afectando las condiciones de crédito en la economía de manera más general. Es posible que estos efectos sean particularmente importantes en períodos donde la expansividad monetaria alcanza grados mayores, como en la actualidad. Sin embargo, la idea del “Greenspan put” – expectativa de un manejo de la política monetaria que podría mitigar los riesgos bajistas en precios de activos – pudo también haber contribuido a una toma excesiva de riesgo.
- ¿En qué medida esta relación entre política monetaria, primas por riesgo y precios de activos podría constituir un riesgo a la estabilidad financiera? Existe bastante consenso en que los riesgos a la estabilidad financiera se acumulan con la combinación de apreciación en precios de activos y apalancamiento, deuda y transformación de madurez. En otras palabras, la acumulación de deuda para financiar activos cuyo precio va en aumento podrían significar un riesgo para la estabilidad financiera en la medida que la apreciación de los activos y el apalancamiento no obedezcan a consideraciones fundamentales. Una política monetaria que afecta la valoración del riesgo e induce tal comportamiento podría incubar riesgos financieros.
- Este punto recoge una idea fundamental: es la interacción entre crédito y precios de activos lo que puede ser más costoso para la economía cuando los *boom* se deshacen.¹⁰ Por ello, es necesario entender en qué medida aumentos importantes en precios de activos, por ejemplo derivadas de cambios en las primas por riesgo, pueden venir acompañados de ciclos de endeudamiento y descalce de plazo. Es ahí donde se acumulan las principales fuentes de vulnerabilidad.
- Un ejemplo de este punto es la dinámica del sector inmobiliario. La naturaleza del activo, cuya demanda es universal (todos necesitamos una) y tiene una obvia ventaja para su uso como colateral, hace que las tendencias en los precios – tanto al alza como a la baja – sean suaves y con ciertos rezagos. Por ello, los ciclos de alza en precios normalmente vienen acompañados de ciclos de alza en los flujos de crédito. En otras palabras, la adquisición del activo que se aprecia es financiada en parte con altos niveles de deuda. En la medida que es difícil incorporar adecuadamente ex ante estos riesgos en la valoración del activo, entonces este mecanismo puede tender a retroalimentarse, generando una vulnerabilidad en el sistema financiero. En este caso, no es sorpresivo que correcciones importantes en los precios de los bienes raíces puedan causar importantes perjuicios sobre el sistema financiero, que es acreedor de estos préstamos.
- Este co-movimiento entre precios de bienes raíces y flujos de crédito no necesariamente se da en otros mercados de activos, donde la relación es inversa: es la capacidad de los precios de ajustarse rápidamente la que evita los flujos especulativos y limita la generación de vulnerabilidades. Este es el caso del mercado cambiario. Un ajuste rápido del valor de las monedas, y por consiguiente del valor de muchos activos domésticos, puede frenar la acumulación de flujos excesivos de crédito y deuda, resguardando así la estabilidad financiera. La razón para ello es simple: los flujos muchas veces buscan no sólo el diferencial de interés sino también la ganancia de capital asociada con el aumento esperado del precio. En la medida que este último se da rápido, se evita la acumulación de deuda y posiciones especulativas.

¹⁰ Borio, C., y Lowe, 2002, Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, BIS Working Paper 114.

- Esta distinción me permite entrar en el segundo tema de hoy: las políticas macro-prudenciales. Por políticas macro-prudenciales entendemos aquellas regulaciones o acciones de política económica que buscan contener la acumulación de riesgos en el sistema financiero, y que van más allá de la tradicional regulación micro-prudencial, esto es, institución por institución, que caracteriza a la mayoría de estos países. La naturaleza de la diferencia es que, bajo ciertas condiciones, la solvencia de cada institución en particular no es suficiente para asegurar la solvencia del sistema, toda vez que problemas de coordinación o de comportamiento manada pueden generar dinámicas en mercados financieros que desestabilicen el sistema ante shocks que individualmente podrían ser considerados como menores.
- Debido a que el impacto de cambios en las tasas de interés en la toma de riesgo es muy difícil de cuantificar, y considerando las dinámicas diferentes en distintos mercados de activos, la discusión actual busca dotar a los bancos centrales de instrumentos adicionales –que caen bajo el paraguas de la llamada “política macro-prudencial” – para cumplir con su objetivo de estabilidad financiera.
- El consenso sobre la definición de políticas macro-prudenciales y sus alcances no existe. Distintos bancos centrales o autoridades entienden algo diferente sobre este tema. Pero es posible identificar algunos factores comunes. Destaco dos. Por una parte están aquellas regulaciones microeconómicas que afectan las condiciones de crédito en mercados específicos, como el mercado de viviendas. Las restricciones sobre razones préstamo-valor o sobre la razón deuda-ingreso buscan eso. Otro grupo de herramientas macro-prudenciales son restricciones al apalancamiento en instituciones financieras, como la imposición de colchones de capital contra-cíclicos o razones de apalancamiento. Este último set de herramientas busca influir directamente sobre el tamaño y descalce en los balances de los intermediarios financieros, especialmente los bancos.
- No quisiera aquí centrarme en un listado de todas y cada una de las medidas. Más bien, quisiera destacar que, considerando las limitaciones para incorporar en plenitud un objetivo de estabilidad financiera en el manejo tradicional de las tasas de interés por parte de los bancos centrales, la política macro-prudencial se entiende como la aplicación de medidas específicas que pueden mitigar la acumulación de riesgos sistémicos durante el ciclo económico. A veces, la responsabilidad de su identificación y aplicación recae sobre los bancos centrales; otras veces sobre otras instituciones con algún objetivo y compromiso macroeconómico.
- Como mencioné antes, en algunos mercados las tendencias de precios y de crédito co-mueven positivamente, por lo que las medidas macro-prudenciales buscan contener el alza en los precios y la acumulación de deuda. En otros mercados, en cambio, el ajuste de precios de activos es la mejor receta para evitar la gestación de desequilibrios financieros. De esta manera, en una interpretación algo liberal, una política de flexibilidad cambiaria puede ser interpretada como parte de una estrategia macro-prudencial por cuanto contribuye a mitigar la acumulación de riesgos provenientes de sobreendeudamiento con el exterior y descalces de moneda.
- Así, períodos donde las condiciones financieras externas son favorables se traducen en una presión generalizada a la entrada de capitales y a un aumento generalizado de precios de activos. En algunos casos, el *boom* de precios de activos puede alimentar flujos de crédito y endeudamiento; en otros casos, el rápido ajuste de los precios evita estos flujos. Mientras que en los primeros casos podría justificarse la acción mitigadora de la política monetaria o la aplicación de herramientas macro-prudenciales, la estrategia de permitir el ajuste cambiario debiera ser considerado como parte íntegra de una estrategia de política monetaria que considera la estabilidad financiera en sus objetivos. Así, la flotación cambiaria no sólo se justifica como mecanismo para facilitar el ajuste de precios relativos sino también por su aporte a la estabilidad financiera.
- Por cierto que la flexibilidad cambiaria no es suficiente para evitar desequilibrios. Es posible establecer estrategias especulativas que desvíen transitoriamente las monedas de niveles de equilibrio, pero en

general éstas tienden a ser la excepción más que la regla. En contraste, el manejo de la política monetaria que busca la estabilidad del tipo de cambio no sólo puede tender a ser excesivamente procíclica sino que también generar vulnerabilidades en los balances de las empresas y bancos.

- La lógica de una política monetaria con metas de inflación y flexibilidad cambiaria ha sido seguida por el Banco Central de Chile en los últimos años, en consideración a que una política monetaria que fija sus tasas de interés en torno a metas de inflación de mediano plazo y tiene flexibilidad cambiaria promueve la estabilidad monetaria, facilita el ajuste de precios relativos, y mitiga la gestación de vulnerabilidades financieras. El compromiso decidido con la flexibilidad cambiaria fortalece estos objetivos, toda vez que desincentiva los descalces de monedas, limita los grados de traspaso del tipo de cambio a la inflación, y permite aislar de mejor manera las condiciones de financiamiento en moneda local del ciclo externo.
- Pero la experiencia también indica que bajo ciertas circunstancias se produce una tensión entre los objetivos de inflación y la fluctuación de tipo de cambio. La experiencia reciente en Chile así lo muestra. El alza del precio de las materias primas hace unos años generó un ciclo de fortalecimiento del peso de manera persistente. El Banco Central mantuvo tasas de interés de corto plazo en niveles relativamente altos, aceptando de manera transitoria la caída en inflación por debajo de 2% en virtud del necesario ajuste en precios relativos, y en consideración que el ajuste cambiario también evitaba la incubación de vulnerabilidades financieras. La evidencia del aumento en la deuda externa en ese tiempo no contradice esta lógica, toda vez que es razonable pensar que una política monetaria más expansiva podría haber generado una expansión de crédito e influjos de capitales todavía mayores.
- En contraste, este último período de caída en precios de materias primas y desaceleración económica ha generado un ciclo de caída persistente en el valor del peso, desviando la inflación de la meta por un tiempo prolongado. La actitud del Banco Central ha sido acomodar esta depreciación, manteniendo tasas de interés en pesos bajas.
- ¿Qué significa todo esto? En la medida que la política monetaria tenga un compromiso con la flexibilidad cambiaria, tanto por consideraciones macroeconómicas como de estabilidad financiera, desviaciones de la inflación de respecto de la meta son inevitables. Y en la medida que las causas de las fluctuaciones cambiarias sean persistentes, los ciclo de ajuste en el tipo de cambio real podrán requerir desviaciones persistentes de las metas de inflación. Estas consideraciones de estabilidad financieras pueden requerir una mayor tolerancia a desviaciones persistentes de la inflación respecto de la meta, especialmente en economías pequeñas y abiertas.¹¹
- Obviamente, compatibilizar la flexibilidad cambiaria con el irrestricto compromiso con la estabilidad de precios a mediano plazo puede a veces ser tarea difícil. Pero ese es exactamente uno de los desafíos de la política monetaria actual para economías como la chilena. La tarea comunicacional en este caso en central, toda vez que la estabilidad de las expectativas de inflación representa el ancla del esquema monetario.
- En las circunstancias actuales en Chile, estas consideraciones son relevantes para evaluar las acciones de política monetaria. La debilidad de la actividad y la demanda justifican una política monetaria expansiva, como la que el Banco Central de Chile ha mantenido por un largo tiempo. La tendencia a la estabilidad del peso ha contribuido a la disminución de la inflación de transables, y en lo último la tendencia apreciativa podría estar contribuyendo a profundizar en algo ese proceso. Esta fuente de desinflación no justifica *per se* una política monetaria más expansiva, que más bien deben anclarse en las perspectivas de mediano plazo para la actividad y la inflación. Esta visión ha justificado la mantención de la tasas de interés en su nivel actual. Ello podría modificarse en el futuro, pero ello debe

¹¹ Ver Borio, 2016, para una discusión sobre este punto. Pie de página número 6.

obedecer a cambios en la perspectiva de mediano plazo de la inflación, lo que deberá ser evaluado con las cifras que aparezcan y sopesando adecuadamente los riesgos que se vislumbran. Este punto es especialmente importante al considerar que una parte de la apreciación del peso obedece a mejores condiciones financieras en el mundo, lo que podría proveer de un soporte para la actividad y las perspectivas de inflación en el mediano plazo.

- Quisiera finalizar con unas palabras sobre un aspecto menos debatido, pero fundamental para efectos de cautelar la estabilidad financiera en estos escenarios. Me refiero en particular al rol que la infraestructura financiera – en particular del mercado de derivados – cumple para promover el desarrollo de mercado, y la resiliencia de éste a shocks, así como para facilitar la cobertura cambiaria de distintos agentes, haciendo así más creíble la política de tipo de cambio flexible.
- Brevemente, quisiera destacar las principales directrices que el G20 y el *Financial Stability Board* (FSB) han impulsado en este tema:
 - Desarrollo de depositarios de derivados (Trade Repositories) y la obligación de reportar transacciones OTC a estos depositarios.
 - Procesamiento centralizado de derivados OTC en Centrales de Contraparte.
 - Impulsar las transacciones en plataformas bursátiles de aquellos derivados suficientemente estandarizados.
 - Establecer mayores requerimientos de márgenes y capital para aquellos derivados transados como OTC y que no se procesen centralizadamente.
- La implementación de esta agenda busca promover la transparencia en el mercado así como la mitigación de los riesgos de contraparte en las transacciones. Esto fortalece el proceso de formación de precios, elemento clave para incorporar mayor competencia y aumentar el acceso a estos productos. Avanzar en esta agenda es un desafío importante, que no solo involucra al Banco Central sino al conjunto de autoridades y actores vinculados al mundo financiero.
- La evaluación es que el grado de cumplimiento con estos estándares en Chile es bastante alto. Destacan especialmente el sistema de pagos de liquidación bruta en tiempo real ofrecido por el Banco Central, acorde a los más altos estándares internacionales, y en el mercado de valores, la ley 20.345, que provee un marco legal moderno con resguardos para el sistema financiero y sus participantes similares a los de mercados más desarrollados, el cual ha permitido la creación de contrapartes centrales para renta variable y para derivados. Esta última procesa cerca del 50% de los derivados OTC (NDF peso/dólar y peso/UF). Además se ha explicitado a nivel de ley la firmeza e irrevocabilidad de los pagos, homogenizando así nuestro marco legal con otras jurisprudencias y facilitando algunas dimensiones de la integración de nuestros mercados financieros.
- Pero existen importantes tareas pendientes. Por un lado, no contamos aún con un marco legal y regulatorio que defina y promueva los repositorios de transacciones de manera análoga a como lo hacen la mayor parte de los mercados más desarrollados. Sin embargo, el Banco Central de Chile cuenta con una larga experiencia y práctica en la administración de datos de transacciones de derivados y su análisis para la estabilidad financiera. Nosotros estamos ya avanzando en el desarrollo de un esquema que incorpore las mejores prácticas internacionales al respecto. Por otra parte, aun cuando se cuenta con infraestructura para la negociación de derivados bursátiles, no se ha alcanzado un nivel relevante de transacciones y predomina el mercado OTC. Finalmente, dentro de los desafíos prioritarios planteados por el FSB ha estado avanzar hacia la obligatoriedad de la compensación centralizada de derivados OTC estandarizados en entidades de contraparte central. Avanzar en esta tarea es prioridad toda vez que, además de las ganancias en desarrollo de mercado, acceso y seguridad, este tema será crecientemente considerado un requisito para poder realizar transacciones transfronterizas con otras jurisdicciones.

- El debate conceptual sobre política monetaria y estabilidad financiera es por cierto un tema de gran interés para el Banco Central de Chile. El perfeccionamiento continuo de la infraestructura financiera y su contribución a la solidez y resiliencia de los mercados financieros también lo es. Manifestamos por tanto nuestra voluntad de trabajar activamente con el sector privado y el resto de las autoridades financieras en el establecimiento de una agenda conjunta que permita seguir avanzando en la incorporación a nuestros mercados de los mejores estándares internacionales.