

Palabras de apertura lanzamiento del volumen XXVI de la Serie Banca Central
“Monetary Policy and Financial Stability: Transmission Mechanisms and Policy Implications,”
editado por Álvaro Aguirre, Markus Brunnermeier, y Diego Saravia

Mario Marcel
Presidente del Banco Central de Chile
Lunes 3 de junio de 2019

Buenas tardes,

Es un gran placer dar la bienvenida al lanzamiento del volumen XXVI de la Serie Banca Central *“Monetary Policy and Financial Stability: Transmission Mechanisms and Policy Implications,”* editado por Álvaro Aguirre, Markus Brunnermeier, y Diego Saravia, correspondiente a los trabajos presentados en la XXII Conferencia Anual del Banco Central de Chile, en noviembre de 2017.

La temática de la Conferencia y, en consecuencia, de este libro, gira en torno a la relación entre política monetaria y financiera. Este es un tópico que ha ganado creciente atención en la literatura y en la experiencia práctica de los bancos centrales a partir de la Crisis Financiera Internacional de 2008-09. ¿Cómo influye la situación del mercado financiero sobre la transmisión de la política monetaria? ¿Cuál es la fuerza de los ciclos financieros y cómo se relacionan con los ciclos económicos? ¿Son suficientes las políticas macroprudenciales para asegurar la estabilidad financiera o se requiere también un aporte desde la política monetaria? ¿Qué riesgos financieros se incuban en períodos de bajas tasas de interés y abundante liquidez? ¿Cuáles son las implicancias financieras de los programas de compras de activos para resolver necesidades de la política monetaria?

Todas estas son preguntas relevantes en la realidad actual de muchos países y también necesarias de responder en anticipación de escenarios no tradicionales como los que se han vivido en los últimos años. No obstante, su relevancia para la realidad de distintos Bancos Centrales puede cambiar dependiendo del lugar que la estabilidad financiera ocupe dentro de su mandato institucional.

Prácticamente todos los Bancos Centrales del mundo tienen como función principal la emisión de dinero y son responsables de la conducción de la política monetaria con un objetivo de estabilización

inflacionaria. No obstante, en lo que respecta a la estabilidad financiera sus mandatos e instrumentos pueden cambiar significativamente. Así, es posible encontrar Bancos Centrales que, sin un mandato institucional explícito en esta materia, deben ser capaces de monitorear el funcionamiento de los mercados financieros, dado el rol de éstos en la transmisión de la política monetaria y por su rol de prestamistas de última instancia. En segundo lugar, existen Bancos Centrales que cuentan con un mandato explícito de resguardo de la estabilidad financiera, pero que no son reguladores directos de este mercado y que, en consecuencia, deben ser capaces de coordinar sus acciones con otras entidades. Por último, existe un tercer grupo compuesto por bancos centrales que ejercen directamente la supervisión y regulación de los mercados financieros, tanto a nivel macro como microeconómico.

De este modo, aunque ningún banco central puede darse el lujo de ignorar al sistema financiero, sus responsabilidades, desafíos e instrumentos pueden cambiar significativamente en cada uno de estos casos. Así, para aquellos con responsabilidades implícitas o indirectas, un desafío fundamental será como influir sobre los reguladores y responsables de política para prevenir desequilibrios que amenacen la estabilidad macroeconómica, la efectividad de la política monetaria y su propio patrimonio. En el otro extremo, los bancos centrales que también son reguladores financieros enfrentan el desafío de cómo articular estas funciones a su interior, administrando potenciales *trade-offs* y conflictos de interés.

Para un Banco Central como el nuestro, con un mandato explícito de estabilidad financiera y responsabilidad compartida, un desafío importante es el buscar el adecuado alineamiento entre dicho mandato y los instrumentos disponibles para cumplirlo. En este sentido, el Banco Central de Chile ha implementado herramientas para la estabilidad financiera dentro de su mandato legal, como la publicación regular del *Informe de Estabilidad Financiera*, el ejercicio de facultades respecto del funcionamiento de infraestructuras financieras, los requerimientos de liquidez y reservas, y la operación de mecanismos de coordinación con los reguladores a través del Consejo de Estabilidad Financiera y los mecanismos de consulta previa previstos en la ley.

No obstante, debemos reconocer que hasta hace poco este instrumental estaba limitado por la escasez de instrumentos de política macroprudencial. Este desequilibrio ha venido a resolverse recientemente con la creación del buffer de capital contracíclico en la Nueva Ley General de Bancos,

cuyas características operacionales deberán quedar plenamente definidas dentro de los próximos 18 meses. Esta es, en consecuencia, una tarea a la que asignamos máxima relevancia.

La relación entre política monetaria y estabilidad financiera también ha sido un tema de discusión en distintos foros internacionales. En particular, tanto desde el *Fondo Monetario Internacional* como del *Banco de Pagos Internacionales* (BIS) se ha planteado la posibilidad de actualizar el marco de política monetaria de metas de inflación para incorporar explícitamente al sector financiero. Así, por ejemplo, en la última reunión bimensual del BIS en Basilea, fui invitado a motivar la sesión de la reunión de las principales economías emergentes sobre la evolución de los marcos de política monetaria y la integración de políticas de estabilidad financiera, lo que se ha denominado como “marco integrado”. En dicha discusión quedó en evidencia que esta es una materia aún lejos de estar resuelta, donde las ventajas de integrar operativamente estos elementos se contraponen con los costos de confundir objetivos y retener o aún potenciar mecanismos ineficientes de regulación. Pese a ello, todos los participantes de dicho debate coincidieron en la necesidad de avanzar en la agenda de investigación y modelación que incorpora estas dos áreas de política.

Así entonces, es con particular agrado que lanzamos este volumen de la Conferencia Anual de casi dos años atrás, reafirmando el liderazgo de este Banco entre economías emergentes sobre estas materias; pionero en la implementación del esquema de metas de inflación en el mundo.

El Banco Central de Chile nació hace casi 95 años atrás con una fuerte impronta de estabilidad financiera, por lo que su integración al marco de política monetaria ha sido de constante interés y revisión. Hace pocos días atrás el Banco recibió el último pago correspondiente a la deuda subordinada originada por el salvataje del sistema financiero causado por la Crisis de 1982, manifestando lo costosas que las crisis financieras pueden llegar a ser al ser enfrentadas sin un marco de operación adecuado.

La principal lección aprendida de ésta y otras experiencias de crisis financiera es que los marcos regulatorios dirigidos a sectores y mercados específicos son un elemento clave en defensa de disrupciones financieras. Las políticas macroprudenciales, y en particular la política monetaria, no son sustitutos de un marco regulatorio eficiente. Las políticas microeconómicas pueden orientarse mucho mejor a la fuente de las imperfecciones del mercado, mitigando sus efectos y, al mismo

tiempo, evitando los costos de las políticas macroeconómicas contractivas en toda la economía. Las ineficiencias en el marco regulatorio han estado en el centro de la acumulación de riesgos en los períodos previos a las crisis. Cuando las vulnerabilidades del sistema financiero, como niveles inadecuados de capitalización y liquidez, no se identifican adecuada y oportunamente, muchas veces es por deficiencias en la regulación y supervisión.

Nuestra mejor respuesta como Banco Central es continuar fortaleciendo el marco de regulación y supervisión dirigidos a evitar futuras crisis, en colaboración con los reguladores especializados—hoj integrados en la *Comisión para el Mercado Financiero*—y las autoridades responsables de las políticas y legislación en estas áreas. Para poder dirigir eficazmente estos esfuerzos, el análisis, investigación, reflexión y modelación resultan fundamentales, lo que vuelve especialmente valiosos los estudios contenidos en el libro que hoy presentamos.

Agradezco a los autores, comentaristas, editores, y a las personas detrás de la elaboración de este volumen representadas en esta mesa por Álvaro Aguirre, como así también a Rodrigo Valdés por su disposición a comentarlo y ponerlo en el contexto de la banca central y la política pública en general. La presencia de Rodrigo esta tarde es especialmente significativa, por haber liderado, desde el Ministerio de Hacienda, la preparación y discusión de la Nueva Ley General de Bancos, que da cuenta de muchos de los temas que aquí se discuten.

Muchas gracias
