

Palabras de apertura lanzamiento documentos de política

“La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación” y “Política Financiera del Banco Central de Chile”

Mario Marcel, Presidente del Banco Central de Chile

Marzo 12 de 2020

Buenas tardes a todos. Bienvenidos al lanzamiento de los documentos marco de política monetaria y financiera del Banco Central de Chile.

Junto con agradecer a los ex Presidentes del Banco, José de Gregorio y Rodrigo Vergara por los comentarios que compartirán con nosotros, quisiera reconocer a los especialistas y gerentes de las divisiones de Política Monetaria y de Política Financiera por el trabajo que desplegaron en la preparación de estos documentos durante los meses pasados. Deseo agradecer también a mis colegas del Consejo por los comentarios y sugerencias que aportaron en las sucesivas rondas de discusión y revisión.

Los documentos que discutiremos hoy fueron publicados a mediados de febrero, pero su preparación ocupó buena parte del año 2019, involucrando un desafío especial para el Banco. En el caso del documento marco de política monetaria, se trataba de actualizar un excelente documento previo, de 2007, incorporando la experiencia en su aplicación y cambios en el entorno de la política monetaria. En el caso del documento marco de política financiera, se trataba de generar el primer documento de este tipo, después de algunos intentos fallidos en el pasado, explicitando el enfoque, metodología y mecanismos de comunicación que aplica el banco en el análisis prospectivo de riesgos financieros y su vinculación con la agenda regulatoria a la que éste contribuye. Además, sitúa todo ello dentro de la arquitectura institucional que resultó de la aprobación de la nueva Ley General de Bancos. Más allá de las especificidades de ambos documentos, éstos reconocen e incorporan las interacciones entre política monetaria y financiera y ambos tratan de usar un lenguaje más accesible al público.

El mejor reconocimiento que podemos hacer a este trabajo no es dar protocolariamente las gracias a sus autores. Más significativo es explicar por qué son importantes los documentos que han elaborado, especialmente en un momento en que tantos y nuevos desafíos económicos urgentes se plantean al país, a las autoridades económicas y al Banco Central en particular.

De manera más provocativa, podemos preguntarnos por qué dedicar tanto tiempo y esfuerzo a estos documentos técnicos cuando el país parece enfrentado a la combinación de una crisis social interna, una epidemia de alcance global, una guerra de precios del petróleo y un visible deterioro de la economía internacional.

Para responder a esta pregunta, es importante volver a un tema que nos ha preocupado crecientemente: la confianza en las instituciones.

Durante los últimos diez años, se ha observado un deterioro de la confianza de la ciudadanía en sus instituciones en un gran número de países, de distintas regiones, distinto grado de desarrollo y con gobiernos de distinta orientación política. Además de transversal, este es un fenómeno preocupante, porque afecta al principal capital con que las instituciones cuentan para desempeñar su labor.

La confianza de la ciudadanía es esencial para las instituciones públicas, porque permite alinear el comportamiento de personas, empresas y organizaciones con los objetivos de la política pública. Cuando prima la desconfianza, aumentan los costos de transacción, los comportamientos oportunistas y las fallas de mercado y de estado de distinto tipo.

La importancia de la credibilidad para las instituciones fue reconocida hace ya varias décadas por el pensamiento económico, cuando el enfoque de expectativas racionales puso en duda la posibilidad de sostener asimetrías de información en el largo plazo, y las teorías sobre inconsistencia dinámica apuntaron a la ineficiencia de la discrecionalidad en el manejo de las políticas públicas. En ningún área esta evolución del pensamiento económico fue tan influyente como en la conducción de la política monetaria.

En efecto, el que los agentes económicos fueran capaces de identificar y anticipar las pautas de comportamiento de las autoridades, debilitó la capacidad de la política monetaria para generar beneficios reales con sorpresas nominales. Pero una vez cuestionado teórica y empíricamente el valor de la discrecionalidad en la conducción de la política monetaria, surgió la pregunta de por qué no usar las reglas en favor de los objetivos de esta última, alineando sus objetivos con las expectativas y comportamiento de los agentes económicos.

Es así como surge el valor de las reglas para la conducción de la política monetaria, a partir de lo cual adquiere mayor valor la transparencia en la conducción e implementación de la política monetaria y la independencia o autonomía de las instituciones a cargo de su implementación.

Esta tríada de reglas de política monetaria, transparencia y autonomía institucional, no sólo ha sido recogida por decenas de países en el mundo, sino que se ha extendido al ámbito de la estabilidad financiera, al momento de diseñar conceptual, operacional e institucionalmente los instrumentos macroprudenciales con que se ha respondido a la costosa crisis financiera de 2008-2009. Mientras en el caso de la política monetaria los resultados de esta arquitectura están a la vista, con una reducción significativa y sostenida de la inflación, en el segundo todavía estamos es una etapa de diseño y construcción.

Lo anterior lleva implícita una respuesta a la pregunta de cómo fortalecer la confianza en las instituciones: hacer más predecible su accionar, explicando cómo y en base a qué antecedentes se toman las decisiones; desarrollando la capacidad para responder oportunamente a cambios en el entorno; elevando la transparencia y la rendición de cuentas por sus resultados.

Estos tres elementos —marcos previsibles de actuación, altos estándares de transparencia y una sólida base institucional— están recogidos en los documentos marco de política monetaria y financiera que hoy discutimos. Ellos expresan, en consecuencia, un esfuerzo por fortalecer la credibilidad y confianza en el Banco Central de Chile, como la institución responsable de asegurar, como lo señala nuestra ley orgánica, la estabilidad de la moneda y la continuidad de pagos internos y externos.

1. Objetivos de los dos Marcos de Política y cómo se enmarcan en la Estrategia Institucional del BCCh

El Banco Central de Chile desarrolla su política monetaria con una combinación de reglas, transparencia y autonomía institucional, expresado en un marco conceptual de metas de inflación. Este fue declarado inicialmente en 1990 y adoptado en plenitud a partir de septiembre de 1999, junto con un régimen de tipo de cambio flexible. En cuanto a su política financiera, el Banco Central procura contribuir, desde su ámbito de competencia, a la estabilidad del sistema mediante la evaluación de riesgos financieros, así como la generación, directa e indirecta de regulaciones. Ambas funciones comparten amplios espacios de complementariedad.

Tras veinte años de aplicación, el marco de metas de inflación ha demostrado su relevancia para la economía chilena, permitiendo al Banco Central manejar su política monetaria de manera independiente, con una inflación que promedió 3,2% entre 2001 y 2019, y expectativas de inflación a dos años plazo que se han mantenido ancladas a la meta de 3% durante gran parte de las últimas dos décadas. También le ha permitido al país mitigar los efectos de shocks externos relevantes, como los observados durante la crisis financiera global de 2008-2009, y enfrentar shocks internos significativos, como el terremoto y maremoto de febrero de 2010. Hoy en día el valor de este marco de política se refleja en la estabilidad de precios, el anclaje de expectativas de inflación y la resiliencia de la economía aún frente a shocks internos e internos de gran magnitud.

Por su parte, el sistema financiero chileno ha ganado cobertura, profundidad y estabilidad como producto de un desarrollo de un marco regulatorio que ha sido capaz de responder a las necesidades del país e identificar y mitigar nuevas fuentes de riesgo. Con ello, el sistema financiero ha contribuido a elevar la competitividad y resiliencia de la economía, y evitado crisis financieras originadas no sólo en el propio país, sino en otras latitudes.

El documento “La Política Monetaria del Banco Central de Chile” corresponde a una actualización del documento publicado en enero de 2007. Al igual que su versión previa, presenta el marco institucional en que se desenvuelve la política monetaria, la visión del Consejo sobre el marco de política, incluyendo sus objetivos, la transmisión de la política monetaria, su conducción y operación, y el papel que desempeñan la transparencia y las comunicaciones.

El Consejo ha estimado apropiado entregar una actualización de este documento, de modo de reflejar la experiencia acumulada en las dos décadas de funcionamiento del marco de metas de inflación, los desarrollos institucionales que se han implementado en este y otros ámbitos de la política económica y las lecciones que ha dejado la experiencia de otros países. Con esto, coopera en facilitar la comprensión por parte de la sociedad y los agentes económicos de la racionalidad de las decisiones de política monetaria.

El documento “Política Financiera del Banco Central de Chile” presenta el marco conceptual y contexto institucional en los que se desenvuelve la política financiera, así como la metodología de análisis requerido para su conducción e implementación. Asimismo, se incluye el papel que desempeñan la transparencia y comunicación del diagnóstico del estado del sistema financiero y, cuando aplique, las decisiones de política del Consejo. Con esto se busca sistematizar el marco dentro del cual el BCCh realiza su aporte al objetivo de cautelar la estabilidad financiera del país.

Si bien la estabilidad financiera siempre ha sido uno de los objetivos fundamentales del BCCh, la política financiera se ha ido modernizando y adecuando a las mejores prácticas internacionales en la última década, tendencia que se ha visto en diversos países tras la crisis financiera global de fines de los 2000. El Consejo ha estimado apropiado la publicación de este documento, toda vez que el marco institucional de regulación y supervisión del sistema financiero ha tenido cambios importantes en Chile, incluyendo la ampliación de instrumentos de política macroprudencial.

La elaboración de estos documentos forma parte del Plan Estratégico 2018-2022 adoptado por el Banco y recoge recomendaciones del Panel de Evaluación Independiente que el Consejo del Banco invitó a evaluar el desempeño de la institución en el cumplimiento de sus dos principales mandatos institucionales.

La estrategia Institucional incluye como primer foco el “Fortalecer la capacidad de respuesta y el liderazgo intelectual del Banco para cumplir con los objetivos institucionales definidos en su Ley Orgánica Constitucional, incorporando la realidad de un entorno cada vez más complejo”. En particular, este señala que “El Banco debe ser capaz de robustecer la aplicación del marco de metas de inflación en un contexto macroeconómico cambiante,

tanto a nivel externo como interno. Del mismo modo, debemos ser capaces de identificar, monitorear y mitigar riesgos para la estabilidad financiera en un mercado que se caracteriza por su alto dinamismo y globalización. Más aún, debemos ser capaces de entender las interacciones, complementariedades y tensiones que se producen entre estos dos ámbitos. Para ello debemos consolidar y desarrollar capacidades analíticas en aspectos y desafíos de largo plazo en temas macroeconómicos y financieros, lo que nos permitirá consolidar un liderazgo intelectual en la comunidad de bancos centrales, especialmente de países emergentes”.

Por su parte, el Panel de Evaluación Independiente, conformado por cinco destacados economistas, fue consultado para revisar la independencia del Banco, la influencia, y el impacto de sus acciones de política, la idoneidad de su marco de política y las herramientas de política para lograr sus objetivos de estabilidad de precios y financiera; la efectividad de su organización, procedimientos, y herramientas de política para dichos objetivos, y la calidad de sus comunicaciones.

Después de 12 meses de intenso trabajo en terreno y entrevistas con observadores y protagonistas de la gestión reciente del Banco, incluyendo a los expresidentes que hoy nos acompañan y a quienes agradecemos su disposición, el Panel indicó que este es *“un Banco Central de alta calidad y muy profesional”, cuyo “análisis y conducción de política cumplen altos estándares, comparables con lo de bancos centrales con metas de inflación en economías avanzadas.”*

Al mismo tiempo, el Panel formuló 40 recomendaciones, 22 de ellas referidas a la política monetaria, 13 a la política financiera y cinco a temas corporativos generales o cuestiones legales fuera del alcance del Consejo. Entre estas recomendaciones destacan las referidas a fortalecer el proceso de decisiones de política monetaria, a ampliar el instrumental para responder a shocks de mayor envergadura, nivelar las funciones ligadas a la estabilidad financiera y mejorar las comunicaciones y transparencia.

Estas recomendaciones fueron incorporadas en la elaboración de los documentos marco que hoy presentamos, con lo que, luego de seis meses de recibido el Informe del Panel, hemos cumplido con cerca de la mitad de sus recomendaciones. Con estos avances, a partir de una sólida base, el BCCh debería ubicarse dentro del grupo de bancos centrales de mayores estándares de transparencia y efectividad en el mundo.

2. Breve descripción del documento marco de política monetaria y sus diferencias con el documento de 2007

Como mencioné anteriormente, el documento del Marco de Política Monetaria recoge la estructura del documento publicado en 2007. Este comienza con una descripción detallada del marco legal e institucional en que opera el Banco Central como organismo autónomo, con un mandato legal que le confiere “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”, y las atribuciones e instrumentos con que cuenta para alcanzar su objetivo. El documento discute como el objetivo de estabilidad de precios se traduce en la práctica en la mantención de una inflación baja, estable y predecible en el tiempo.

Posteriormente, el documento discute en detalle los principales componentes del esquema de metas de inflación y tipo de cambio flexible, que desde hace dos décadas el Banco Central emplea como el marco conceptual para conducir la política monetaria. Este esquema se traduce en una meta operativa de que la inflación proyectada a un horizonte de hasta 2 años se ubique en 3%. Este compromiso orienta las expectativas de los agentes económicos y transforma la meta de inflación en el ancla nominal de la economía. El documento discute cómo la elección de una meta de 3% se deriva de un análisis de las ventajas y desventajas de otros niveles posibles. Una inflación de 3% es lo suficientemente baja como para ser una fuente de estabilidad que reduzca la incertidumbre

y aumente el crecimiento y el bienestar, y al mismo tiempo facilita el ajuste de precios relativos y está a una distancia suficiente del límite de cero en la tasa nominal.

El documento argumenta que el horizonte de hasta 2 años establecido para la meta de inflación, reconoce los rezagos con que la política monetaria afecta la actividad y los precios, y reduce la volatilidad del producto, acotando los efectos de fluctuaciones transitorias en la inflación. También se argumenta sobre la importancia de la flexibilidad cambiaria, la que permite que el tipo de cambio se ajuste en presencia de shocks reales, reduciendo el riesgo de desviaciones sostenidas en precios relativos. Bajo el esquema de flotación, el BCCh se reserva la opción de intervenir en el mercado cambiario en circunstancias excepcionales, con el objetivo de limitar sobrerreacciones en ese mercado que puedan poner en riesgo los objetivos de estabilidad de precios y de pagos del BCCh, pero nunca teniendo como objetivo final un nivel específico del tipo de cambio. Esta sección termina con una discusión del rol central que tienen la transparencia y comunicación en un esquema de metas de inflación, en que las expectativas de inflación futura son claves en determinar la evolución contemporánea de la misma. La capacidad de transmitir la racionalidad de la proyección de inflación y la forma cómo responde el BCCh, es esencial para la credibilidad de la política y el compromiso del BCCh con la estabilidad de precios.

Las siguientes secciones del documento discuten la operación de la política monetaria, tanto en términos del proceso de toma de decisiones como de los instrumentos con que esta se implementa.

Respecto a la toma de decisiones, el documento resume la logística de las reuniones de política monetaria en que se determina el valor de tasa de política monetaria, y la importancia central que juegan las proyecciones de la inflación futura, generadas por modelos estadísticos y económicos que se complementan con elementos de juicio del staff y el Consejo, en la discusión respecto a las posibles opciones de política monetaria y en la votación final del Consejo. En este proceso, la información vuelve a jugar un papel clave que aumenta la efectividad de la política monetaria. Ello se traduce en los documentos asociados a la conducción de la política monetaria, como el comunicado oficial del Consejo, la minuta de la reunión de política monetaria y el Informe de Política Monetaria. Toda esta sección recoge los cambios que se han introducido a la frecuencia, estructura y comunicación de las decisiones de política monetaria desde fines de 2017.

El documento también explica como el Banco Central ejecuta su política monetaria influyendo en la tasa de interés interbancaria diaria, esto es, aquella tasa a la cual los bancos se otorgan créditos entre sí, de un día a otro (overnight). El BCCh conduce su política monetaria controlando la oferta de liquidez o base monetaria, de forma que la tasa de interés resultante se ubique en torno a la tasa de política monetaria. Así, la tasa de política monetaria corresponde al objetivo de tasa interbancaria que el BCCh quiere lograr. El documento también discute en detalle los instrumentos con que el Banco afecta esta tasa interbancaria a través del manejo de la liquidez.

En su última sección, el documento enfatiza la importancia de la transparencia y de la política de comunicación del Banco Central, y aborda en detalle todos los instrumentos y publicaciones con que el Banco informa al público de su quehacer.

Este nuevo documento no representa un quiebre respecto a lo planteado en el documento planteado en 2007, ni cambia los fundamentos de la manera de hacer política monetaria. Esta nueva versión actualiza el documento previo para reflejar la experiencia acumulada en más de una década y las lecciones que el Banco aprendió en ese tiempo, así como la evolución natural que el esquema de política monetaria ha experimentado en base a lo aprendido y a los cambios que ha experimentado la economía chilena y mundial.

En ese sentido, quiero enfatizar tres ejemplos de actualización de prácticas que se traducen en elementos que en esta versión tienen un énfasis distinto al que tenían en el documento de la década pasada.

En primer lugar, este documento enfatiza con mayor fuerza cómo, manteniendo el foco en una inflación estable, la política monetaria puede además ser una importante herramienta contracíclica. Este rol es especialmente relevante en el caso de economías pequeñas y abiertas como la chilena, toda vez que muchos de los shocks que la afectan requieren cambios en los precios relativos para reacomodar los factores productivos y la demanda entre sectores, proceso que se facilita cuando la política monetaria responde adecuadamente a través del manejo de la tasa de interés, y permitiendo que el tipo de cambio se mueva rápidamente a su valor de equilibrio. El papel contracíclico de la política monetaria se ve potenciado por la existencia de un régimen de tipo de cambio flexible, el cual facilita el ajuste de una economía frente a shocks al permitir movimientos en precios relativos, y por la credibilidad sobre el objetivo inflacionario del Banco.

En segundo lugar, el documento hace explícito que el rango de entre 2 y 4% deja de ser un parámetro del marco de metas de inflación, dándole énfasis al objetivo operacional de la política monetaria, siendo este el que la inflación proyectada se ubique en 3% anual a un horizonte de hasta 2 años. Si bien es cierto que el rango fue mencionado como uno de los parámetros que definían el régimen de meta de inflación en el pasado, en la práctica no ha jugado un rol en el proceso de toma de decisiones para fijar la TPM en la última década. En este sentido, que la inflación estuviera fuera del rango de 2% a 4% no determinó que la reacción de la política monetaria haya sido mecánicamente más intensa. Esto último depende de los elementos que afectan la inflación proyectada, tales como la naturaleza y persistencia de los shocks, el estado inicial de la economía y la evolución de las expectativas de inflación. Esto no significa que el rango de 2 a 4% desaparezca, pero en el nuevo documento se le circunscribe al ámbito en que tiene más sentido: la evaluación de la efectividad de la política monetaria. Así, el tener como objetivo el que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en torno a dos años implica que la inflación debería fluctuar la mayor parte del tiempo entre los valores antes citados, como efectivamente lo ha hecho.

En tercer lugar, este documento discute en mucho mayor detalle la interacción entre la política monetaria y la política financiera. Ambas políticas son interdependientes, y juegan un papel central para los dos objetivos que busca el Banco Central. Por una parte, el marco de política monetaria basado en un régimen de metas de inflación con un tipo de cambio flexible contribuye a la estabilidad macroeconómica en general, lo que facilita el cumplimiento del objetivo de estabilidad financiera. Por otra parte, el sistema financiero tiene un rol central en la transmisión de la política monetaria la cual requiere que los cambios en la tasa de política monetaria se traspasen al resto de las tasas de mercado. Un sistema financiero inestable puede dificultar esta transferencia y, por tanto, poner en riesgo la estabilidad de precios.

4. Breve descripción del documento marco de política financiera

El sector financiero cumple un rol fundamental en la economía, pues permite el flujo de recursos hacia usos más eficientes, contribuyendo de esta forma al bienestar y desarrollo del país. Si bien, cada participante del sistema se mueve por objetivos individuales, existe un interés común y compartido que es su estabilidad. Como BCCh, consideramos que existe estabilidad financiera cuando el sistema financiero cumple con realizar sus funciones con normalidad, o sin interrupciones relevantes, aun frente a situaciones temporales adversas.

En este contexto, la segunda parte de nuestro mandato de “velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos” es una referencia implícita al resguardo de la estabilidad financiera, ya que una interrupción relevante en el sistema financiero puede significar la pérdida del normal funcionamiento de los pagos.

Preservar la estabilidad financiera es una tarea compleja y de amplio alcance, por lo que no puede ser abordada por una única institución. Por ello en Chile, el Ministerio de Hacienda, la CMF, la Superintendencia de Pensiones

y el BCCh contribuyen al cumplimiento de este objetivo desde sus respectivos roles, funciones, y atribuciones legales.

La distribución de atribuciones entre las instituciones mencionadas ha permitido que el interés sobre el buen funcionamiento del sistema financiero sea parte de la naturaleza de todas ellas. En efecto, nuestra institucionalidad económico financiera ha propiciado fuertes y eficientes mecanismos de coordinación y cooperación entre estas entidades, las cuales son fundamentales para evitar áreas ciegas, sobreregulación o arbitraje regulatorio.

En particular, el BCCh cumple con sus responsabilidades legales potenciando la colaboración con las entidades encargadas de la supervisión financiera, sin interferir en el cumplimiento de sus respectivas funciones. En este contexto, por ejemplo, el BCCh incide en determinadas materias de regulación financiera, relevantes desde una perspectiva macro financiera, pero no participa en procesos de supervisión que ejercen de manera exclusiva la CMF, la Superintendencia de Pensiones y otras entidades de supervisión.

Entre los mecanismos de coordinación institucional disponibles en Chile, resulta especialmente relevantes destacar al Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) y la elaboración de informes previos en el proceso de generación de normas.

En primer lugar, el CEF institucionaliza el permanente compromiso de compartir y discutir evaluaciones de riesgos sobre el sistema financiero, esta instancia consagrada en la Ley N° 20.789 de 2014, tiene como propósito la eficaz coordinación entre autoridades. Desde su rol de asesor permanente de esta instancia presidida por el Ministro de Hacienda, el BCCh ha colaborado activamente en la vigilancia de riesgos sistémicos. Nuestra visión prospectiva nos permite identificar riesgos macro financieros y detectar las vulnerabilidades que se pueden estar desarrollando en nuestro sistema. En el CEF hemos sugerido cambios regulatorios y legales para hacer frente a la acumulación de riesgos, contribuyendo a la articulación de respuestas a episodios de tensión financiera.

En segundo lugar, los denominados “informes previos” consisten básicamente en la obligación del organismo facultado para emitir una regulación de requerir la opinión previa de otro organismo. Este mecanismo es parte de una tradición de colaboración y articulación entre el BCCh y los supervisores, donde uno de los criterios orientadores han sido las mejores prácticas internacionales adaptadas a la realidad local. Es así como el marco regulatorio prudencial vigente considera nuestra opinión en materias sensibles para la estabilidad financiera como por ejemplo: la determinación de instrumentos de capital híbrido; la regulación aplicable a activos ponderados por riesgo; metodología y determinación de cargos de capital para bancos sistémicos; la aprobación de normas de funcionamiento de entidades de contraparte central, cámaras de compensación y liquidación de valores; y sobre límites de inversión en el exterior, cobertura cambiaria y de activos alternativos, para compañías de seguros y fondos de pensiones. En todos los casos mencionados, a excepción de la normativa de fondos de pensiones, el regulador y supervisor es la CMF y por ende es la institución que solicita este informe. Del mismo modo, la ley requiere Informes Previos de la CMF y otros reguladores en el proceso de emisión de normas confiadas al BCCh.

Este marco institucional es parte del contenido que aborda el documento de política financiera. Éste es el primer registro en nuestra historia que reflexiona sobre nuestro rol en la cautela de la estabilidad financiera y profundiza sobre como ejecutamos nuestra Política Financiera dentro del perímetro de nuestras facultades legales.

Dentro de estas facultades destaco la gestión de infraestructura crítica como el sistema LBTR, atribuciones regulatorias, herramientas macro prudenciales, además de nuestro papel como asesor del Poder Ejecutivo y el CEF en materias relacionadas a nuestras funciones. También participamos en los mecanismos de regularización

temprana a través de nuestro rol de prestamista de última instancia para el sector bancario y tenemos amplias facultades en materia de operaciones de cambios internacionales.

El ejercicio de nuestras facultades está cimentado en el marco de análisis desarrollado por nuestra División de Política Financiera, el cual a grandes rasgos consta del monitoreo, investigación y evaluación de todos los riesgos a los que se exponen los diferentes componentes del sistema financiero, especialmente el sector bancario, los sistemas de pago, las infraestructuras del mercado financiero, los intermediarios de crédito no bancarios y los inversionistas institucionales.

El proceso de evaluación del estado del sistema financiero comienza con la identificación de aquellos riesgos que pueden materializarse ante shocks que tengan el potencial de generar cambios importantes en el sector. El impacto de estos shocks dependerá de las características intrínsecas y la situación en que se encuentre el sistema financiero, es decir, de sus vulnerabilidades y mitigadores. Por un lado, las vulnerabilidades son aquellas condiciones del sistema financiero, o de agentes que participan en él, que debilitan su capacidad de enfrentar un shock o tienen la capacidad de amplificar sus efectos. Por ejemplo, un alto nivel de endeudamiento de las empresas puede considerarse una vulnerabilidad de este sector frente a una desaceleración económica. Por otro lado, los mitigadores son aquellos elementos que tienden a contener los impactos de un shock. Por ejemplo, un marco regulatorio y prácticas de mercado que mantenga a la banca con índices saludables de capital y un nivel adecuado de provisiones.

En base al análisis anterior, se determina el estado en el que se encuentra el sistema financiero. En este punto distinguimos cuatro estados: estable, vulnerable, inestable y situación de crisis. La etapa de estabilidad o normalidad, es aquella en la cual las vulnerabilidades identificadas son limitadas y se observa un constante desarrollo de mitigadores que determinan un escenario acotado de riesgos. Mientras que los estados menos estables se caracterizan por la presencia de vulnerabilidades que tienen el potencial de amplificar el impacto de un evento disruptivo. En un caso extremo, el sistema financiero se podría encontrar en un escenario de crisis, entendido como la materialización del riesgo sistémico. La materialización de este escenario podría tener como consecuencia la obstaculización del normal funcionamiento de los componentes del sistema financiero.

Este marco de análisis nos permite elaborar un diagnóstico sobre la situación del sistema financiero. Éste diagnóstico es la base para la conducción de nuestra política financiera y, en consecuencia, para todas las decisiones respecto de la implementación de las diferentes acciones permitidas por nuestro marco legal.

Bajo un escenario de normalidad se toman acciones preventivas, por ejemplo, el monitoreo continuo de carácter prospectivo, administramos nuestras potestades regulatorias para contribuir a mantener al sistema financiero estable, advertimos de potenciales vulnerabilidades y riesgos, y se gestionan las herramientas de política macro prudencial con las que contamos. En caso de que se transite hacia escenarios de mayor vulnerabilidad, la política financiera buscará aumentar la resiliencia del sistema y mitigar posibles impactos. En estas circunstancias, además de las acciones de política que se utilizan en escenarios de normalidad se pueden usar herramientas específicas, como, por ejemplo, activar o desactivar el requerimiento de capital contracíclico, entregar facilidades de liquidez o aplicar restricciones para operaciones de cambios internacionales. En caso de observar la materialización de escenarios de riesgo sistémico, el fin de nuestra política financiera será ayudar a la administración de la crisis con todas las atribuciones legales que disponemos. Por ejemplo, ejecutamos nuestro rol de prestamista de última instancia.

El análisis, conducción e implementación de nuestra política financiera, tiene un sello técnico e independiente el cual es comunicado de forma transparente y periódica a toda la comunidad. En este contexto, nuestros principales canales de divulgación son el Informe de Estabilidad Financiera (IEF), minutas explicativas y documentos de

investigación, la publicación y emisión de regulación, compendios normativos, y las exposiciones tanto internas como externas que los miembros del Consejo y altos ejecutivos del BCCh realizan a distintos grupos de interés. De igual forma, cumplimos con las disposiciones legales sobre Acceso a la Información Pública, Probidad en la Función Pública, Lobby y Gestión de Intereses Particulares.

Aquí me gustaría profundizar sobre el IEF. Este documento de comunicación semestral contribuye a la comprensión del sistema financiero y sus potenciales riesgos. Provee al público un análisis técnico y riguroso del estado del sistema financiero y, a su vez, difunde los resultados de la agenda de investigación desarrollada por el BCCh relacionada con estos temas. En este informe se presenta el análisis del monitoreo realizado durante el semestre al mercado financiero nacional e internacional, a los usuarios de créditos y al sistema bancario, así como la capacidad del sistema financiero de adaptarse a situaciones económicas adversas, planteando vulnerabilidades y riesgos, exponiendo mitigadores y sugiriendo políticas.

De este modo, el documento “Política Financiera del Banco Central de Chile” es en sí mismo un ejercicio de transparencia el que busca exhibir a toda la comunidad nuestro que hacer y aporte a la estabilidad financiera de nuestro país.

5. Relevancia de los marcos de política monetaria y financiera en escenarios de tensión

Una vez comprendido el sentido de los documentos marco de política monetaria y financiera y explicados sus principales contenidos, cabe preguntarse por su utilidad en momentos como el que estamos viviendo. Después de todo, estamos haciendo esta presentación en un momento en que confluyen tensiones internas y externas de gran envergadura. En el transcurso de esta jornada, las principales bolsas de valores del mundo han tenido caídas de entre 5% y 10%, que se acumulan a caídas de los días anteriores, como producto de la alarma por la expansión del COVID-19, las restricciones a la actividad impuestas por las medidas de control, la guerra de precios del petróleo y un vuelco generalizado del apetito por riesgo en los mercados financieros. Con ello hemos visto bruscos cambios de precios de las monedas y activos financieros que afectan a las economías emergentes, incluida la chilena. ¿Para qué sirve en este contexto tener marcos de actuación para la política monetaria y financiera?

En primer lugar, el haber aplicado estos marcos disciplinadamente a lo largo de los años genera un mayor espacio para respuestas adecuadas de política. Es muy distinto enfrentar esta coyuntura con inflación estable, baja exposición al riesgo cambiario, un mercado de capitales profundo y un sistema financiero sólido. Hoy en día hay muchos países que enfrentan las turbulencias globales con severas restricciones en alguno de estos planos. Afortunadamente, Chile no es uno de ellos.

En segundo lugar, estos marcos permiten tomar decisiones de política con mayor seguridad respecto de su efectividad. Esto ocurre ya sea porque la operación de amortiguadores complementa las acciones de política o porque la transmisión de las mismas es más efectiva. Destaca a este respecto el papel de la flotación cambiaria para amortiguar shocks externos y la relevancia de un sistema financiero sólido para la eficaz transmisión de la política monetaria.

En tercer lugar, la perspectiva de mediano plazo que caracteriza a los marcos de política monetaria y financiera en Chile ayuda a minimizar potenciales conflictos entre objetivos. A este respecto, destaca el valor de una meta de inflación a mediano plazo para evitar una excesiva volatilidad de las decisiones de política y reconciliar la estabilidad de precios con la estabilidad de la actividad económica. El valor de esta meta se fortalece en el documento marco de política monetaria al acotar el sentido del llamado “rango meta” desde una dimensión normativa, a un referente para la evaluación posterior de la efectividad de la política monetaria. Esto se refuerza

al centrar el monitoreo de la inflación en el corto plazo en una medida de inflación subyacente, que excluye las fluctuaciones de precios más volátiles y menos persistentes.

En el ámbito de la política financiera ocurre algo similar con la evaluación prospectiva de riesgos, que permite advertir de su presencia a los agentes económicos y a los reguladores. Un buen ejemplo de ello ha sido sistemática reducción de la exposición al riesgo cambiario que ha venido experimentando la economía chilena por varias décadas. Es así como a las restricciones regulatorias al descalce cambiario en instituciones financieras se ha sumado el desarrollo de mecanismos de cobertura. Esto es lo que permite evitar que aún en un contexto de significativa devaluación del peso, como en 2014 y en la actualidad, éste genere grandes costos para los agentes económicos y riesgos para la estabilidad financiera.

Por último, estos marcos de política monetaria y financiera no buscan imponer una camisa de fuerza al accionar del Banco, que pudiera limitar la posibilidad de articular medidas excepcionales ante situaciones también excepcionales. Es así como en los últimos meses el Banco ha aplicado medidas extraordinarias para reducir la volatilidad y asegurar liquidez para reducir el impacto de ajustes de portafolio ante un aumento significativo de la incertidumbre. Con ello se ha protegido el proceso de formación de precios, los flujos de pagos y el acceso al crédito. Para ello, el Banco ha recurrido a opciones contempladas en los propios marcos de política o en su Ley Orgánica.

Lo anterior no significa, por cierto, que la economía chilena pueda salir indemne de shocks tan importantes como los que hoy se observan. Sería irresponsable dar una sensación de total inmunidad, especialmente cuando parte de los shocks tienen un origen interno. No obstante, sí podemos asegurar que el Banco cuenta con instrumentos para responder a nuevos desafíos que enfrente el país y que su Consejo tiene la voluntad y disposición para usarlos en función de su potencial efectividad, de la naturaleza de los problemas que se enfrenten y del bienestar de los chilenos.

Por eso, al presentar estos documentos, podemos decirle al país que puede esperar de nosotros honestidad, profesionalismo y decisión, tanto en momentos normales como en momentos de tensión. Esto es así porque el Banco Central de Chile no trabaja para intereses económicos estrechos, ni para un sector político, ni para un modelo determinado, sino para el conjunto del país. Este es el verdadero sentido de nuestra autonomía. Los documentos que hoy presentamos son una buena demostración del ejercicio de la misma.

Muchas gracias.