

# **EVALUACIÓN INDEPENDIENTE DE LA POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA DE ESTABILIDAD FINANCIERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE**

**Resumen Ejecutivo**

Septiembre 2019

---





# **EVALUACIÓN INDEPENDIENTE DE LA POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA DE ESTABILIDAD FINANCIERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE\* / Resumen Ejecutivo Septiembre 2019**

---

\* Los miembros del Panel son: Karnit Flug (Presidenta del Panel; Profesora de la Universidad Hebrea y Vicepresidenta del Instituto Israelí para la Democracia; expresidenta del Banco de Israel), Guillermo Calvo (Profesor de la Universidad de Columbia, Estados Unidos), Petra Geraats (Profesora Senior e Investigadora del St John's College, Universidad de Cambridge, Inglaterra), Donald Kohn (miembro del Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra e Investigador Senior de la institución Brookings, Estados Unidos; exvicepresidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Estados Unidos) y Enrique Mendoza (Profesor de la Universidad de Pensilvania, Estados Unidos).



## I. INTRODUCCIÓN

El Consejo del Banco Central de Chile (BCCh) encargó a este Panel de Evaluación Independiente (en adelante, el Panel) una evaluación del cumplimiento de los objetivos legales del BCCh consagrados en su Ley Orgánica Constitucional de 1989, que incluye la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. El Panel fue consultado para revisar la independencia del BCCh, 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. En todas estas áreas, el Panel también fue invitado a realizar recomendaciones. El Panel no evaluó las decisiones de política específicas del BCCh, sino que se centró en los aspectos generales y el marco, las herramientas, y los procesos y procedimientos para tomar decisiones.

El Panel sostuvo una reunión inicial con el equipo de contraparte del BCCh en enero de 2019 en Nueva York, Estados Unidos. Luego tuvo un conjunto de reuniones en Santiago durante la tercera semana de marzo de 2019 con el Consejo BCCh, funcionarios y equipos del BCCh, con exautoridades y exfuncionarios del BCCh, con miembros de otras instituciones reguladoras, incluyendo la *Comisión para el Mercado Financiero* (CMF), con académicos y con el Ministro de Hacienda. Finalmente, celebró otro conjunto de reuniones para discutir el borrador preliminar del reporte con funcionarios del BCCh, en julio de 2019. El Panel también asistió a reuniones preparatorias del Informe de Política Monetaria (IPoM) de Marzo 2019, así como a la Reunión de Política Monetaria del 18 de Julio de 2019. El Panel tuvo acceso a todo el material relevante publicado por el BCCh, y contó con una excelente cooperación y apoyo del personal y equipos del BCCh.

El trabajo de este Panel se benefició de evaluaciones recientes de varios aspectos del marco monetario y financiero y políticas del BCCh: *“Evaluation of the Central Bank of Chile Forecasting and Policy Analysis System for Inflation-Forecast Targeting,”* realizada en 2018 por un equipo del Fondo Monetario Internacional (FMI) encabezado por el Sr Douglas Laxton; *“Evaluation of the Central Bank of Chile’s Financial Stability Report,”* realizada por el Sr Dale Gray del FMI en junio de 2017; y *“Central Bank of Chile’s Monetary Policy Decision-making Process, Communication and Transparency, Review and Recommendations,”* realizado por el Sr Andreas Claussen del Banco de Suecia (*Sveriges Riksbank*), en diciembre de 2017.

El Panel desea agradecer al Presidente Mario Marcel, al Consejo BCCh, y al equipo del BCCh por su plena cooperación, productivas discusiones y gran hospitalidad.



## II. RESUMEN EJECUTIVO: EVALUACIÓN Y RECOMENDACIONES PRINCIPALES

### ASPECTOS GENERALES

Encontramos que el BCCh es un Banco Central de alta calidad y muy profesional. El análisis y conducción de política cumplen altos estándares, comparables a los de bancos centrales con marcos de metas de inflación en economías avanzadas. El marco legal que gobierna al BCCh asegura a éste total independencia en su conducción de la política monetaria.

La conducción de la política monetaria en Chile en los últimos 20 años dentro de un régimen flexible de metas de inflación proyectada y un tipo de cambio flotante ha sido útil para el país. La gestión de la política macro/monetaria de Chile ha sido ejemplar para los estándares de economías emergentes, y ha logrado mantener las expectativas de inflación a mediano plazo ancladas alrededor de 3 por ciento.

El BCCh también tiene la responsabilidad de la estabilidad financiera, la que es compartida con otras autoridades. El sistema financiero chileno ha evitado grandes disrupciones financieras desde 1982, indicando que el BCCh ha cumplido con su mandato de estabilidad financiera. Sin embargo, los roles y las responsabilidades están cambiando después de la reciente aprobación de una nueva ley bancaria, y el BCCh y otras autoridades se encuentran en un proceso de adaptación a este nuevo ambiente.

Nuestras recomendaciones están destinadas a mejorar aún más la capacidad del BCCh para reaccionar ante situaciones de tensión o crisis, continuar mejorando sus herramientas analíticas, mejorar aún más sus comunicaciones, especialmente al transmitir la incertidumbre en torno a desarrollos futuros y decisiones de política, y garantizar que tenga la capacidad de aplicar herramientas macroprudenciales según sea necesario. También, sugerimos el establecimiento de un alto nivel de cooperación con los supervisores financieros para implementar con éxito las nuevas regulaciones que apoyan la estabilidad financiera.

Es importante que el BCCh se concentre en cumplir su función de acuerdo con su mandato legal y evitar asumir tareas fuera de su mandato, en particular, obligaciones que no se ajustan a los mandatos de estabilidad de precios y financiera del BCCh. Así, se debe evitar lo que en inglés se denomina *mission creep*, es decir una gradual pero indeseada ampliación de objetivos, ya que puede sobrecargar al Banco y desviar sus recursos y atención de sus funciones principales.

Algunas de nuestras recomendaciones pueden implementarse con relativa rapidez e involucran decisiones y cambios a ser ejecutados por el BCCh solamente. Otras recomendaciones incluyen la colaboración con otras instituciones, el desarrollo de nuevas prácticas, herramientas y operaciones, o nuevas y mejoradas fuentes de datos; naturalmente, éstas pueden tomar más tiempo en implementarse.

## POLÍTICA MONETARIA

### a. Meta de inflación y horizonte de política

La evaluación del Panel es que el rango meta de  $\pm 1$  por ciento no ha jugado un rol significativo en la gestión de la política monetaria y, dada su volatilidad, la inflación total ha estado fuera del rango una proporción sustancial de la última década (alrededor del 40%). *Por lo tanto, sugeriríamos eliminar el rango y centrar la comunicación en la meta de 3%.*

Dada la sólida credibilidad del BCCh, *el Panel recomienda usar cierta flexibilidad con respecto al horizonte en el cual la inflación debe ser llevada a la meta del 3% y extenderla cuando esto beneficie a la economía chilena.* Cualquier extensión del horizonte de política de dos años, cuando se decida, necesita ser debidamente comunicada y explicada.

El BCCh recientemente ha aumentado el horizonte de sus proyecciones macroeconómicas a tres años. *En línea con esto, el Panel recomienda que el BCCh extienda el horizonte para las expectativas de inflación y la tasa de política monetaria de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) a tres años.* Estas expectativas a plazos más largos también proporcionan información muy útil para explorar una extensión del horizonte de política en respuesta a shocks específicos.

### b. El proceso de política monetaria

El proceso de política monetaria es ampliamente coherente con la forma en que se realiza la política monetaria en otros bancos centrales líderes y luce estructuralmente sólido.

Sin embargo, la impresión del Panel y la de muchos observadores externos es que los modelos desempeñan un rol demasiado grande en los pronósticos comparado con el del juicio propio. Es posible también que el juicio no sea revelado o discutido suficientemente por el Consejo o con el público. Este es especialmente el caso cuando las fuerzas subyacentes que configuran la trayectoria de la economía y la inflación se encuentran en proceso de cambio, pero aún no han sido incorporadas a los modelos, como ha sido el caso en Chile recientemente con la inmigración. Esto también resulta en la tendencia de apegarse demasiado a las proyecciones del escenario base y a la renuencia a desviarse de ellas al enfrentar nueva información que aún no ha sido incorporada a los supuestos y modelos. En tales casos, *el Consejo necesita aplicar juicio más activamente para evitar retrasos innecesarios en la internalización de estos cambios en los pronósticos y en la respuesta de política.*

Por lo tanto, *el Panel recomienda al BCCh revisar su dependencia relativa al juicio y los modelos, especialmente en circunstancias de cambios estructurales en la economía u otras fuentes de desviaciones menos evidentes resultantes de los modelos. La incorporación de juicio y actualización rápida de los modelos ayudará a internalizar estos cambios en la respuesta de la política.*

*Cualquiera sea la dependencia relativa de los modelos y el juicio, el BCCh debería ser más claro y transparente sobre el juicio aplicado.*



El proceso de política monetaria trae consigo una fuerte tendencia hacia el consenso dentro del Consejo. El consenso puede entrar en dos etapas: primero, cuando el equipo decide y presenta sus proyecciones al Consejo; y segundo, cuando el Consejo decide sus proyecciones y la decisión de política asociada.

Las proyecciones del equipo se reportan al Consejo mediante el Gerente de la División de Política Monetaria (DPM). Con el fin de estimular la discusión en el Consejo, es importante que éste entienda de forma transparente cuáles fueron los juicios clave utilizados en las proyecciones, por qué se hicieron, y qué análisis subyace a las alternativas que fueron rechazadas. *El Panel recomienda que el Gerente DPM considere formas de presentar rutinariamente dicho material al Consejo.*

Los miembros actuales y anteriores del Consejo destacaron que éste tiene una fuerte tendencia a operar por consenso. De hecho, el disenso es relativamente escaso. El consenso y la unanimidad permiten que el BCCh “hable con una sola voz” para que el público y los participantes del mercado no sean confundidos con mensajes disímiles. Sin embargo, las decisiones de política monetaria son difíciles, y una buena política se vería beneficiada al tener representados diversos puntos de vista. *El Panel recomienda que el Consejo considere cómo permitir que el público tenga una visión más amplia de las diversas opiniones de los Consejeros, incluso revisando si el umbral implícito para el disenso es demasiado alto.*

### c. Herramientas analíticas y análisis de política monetaria

La DPM utiliza dos modelos principales para respaldar el marco de metas de inflación: el MEP (un modelo pequeño en forma reducida)<sup>1</sup> y el XMAS (un modelo nekeynesiano de equilibrio general estocástico dinámico [DSGE] de gran escala)<sup>2</sup>. La evaluación del FMI de los modelos realizada en 2018 concluyó que éstos funcionan bien para la realización de proyecciones en general, con una precisión similar a los modelos utilizados en otros bancos centrales que siguen un enfoque similar (por ejemplo, el Banco de Canadá). El modelo XMAS es un modelo DSGE nekeynesiano a gran escala, de última generación, que incluye un sector de materias primas endógeno y tiene en cuenta el rol del precio del cobre como fuerza impulsora del ciclo económico chileno. Si bien el modelo XMAS es de última generación, tiene las mismas limitaciones importantes que los modelos DSGE similares, expuestas por la *Crisis Financiera Global de 2008-9*; esto es, no asignan un rol explícito a la transmisión financiera como generador de fluctuaciones económicas, en particular para dar cuenta de la posibilidad de crisis financieras o reversiones abruptas de capitales (“*sudden stops*”). Esta es una limitación común de los modelos DSGE estándar utilizados por los bancos centrales de todo el mundo, y el BCCh, como sus pares, está trabajando *para incorporar la intermediación financiera y fricciones financieras en el modelo. Este proyecto en curso debe tener una alta prioridad, pues es de importancia fundamental para informar el proceso de formulación de políticas del BCCh desde la perspectiva de cruciales interacciones entre la economía real, las variables nominales y el sector financiero.*

Existen importantes aspectos técnicos para la determinación de la dinámica de la posición de inversión internacional en el modelo XMAS que es importante examinar. *El Panel recomienda considerar las limitaciones resultantes de estos aspectos técnicos y usar esas limitaciones como base para motivar un mayor desarrollo de modelos satélite.*

<sup>1</sup>/ BCCh (2003), “*Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile 2003*,” Banco Central de Chile.

<sup>2</sup>/ García, B., S. Guarda, M. Kirchner, y R. Tramill (2019), “*XMas: An Extended Model for Analysis and Simulations*,” Documento de Trabajo 833, Banco Central de Chile.

La producción de cobre y los términos de intercambio son importantes impulsores de la actividad económica y la inflación en Chile, como lo muestra el análisis realizado con el modelo XMAS. Sin embargo, el modelo MEP todavía no los incorpora explícitamente. *El Panel recomienda incorporar los precios del cobre y los términos de intercambio en el modelo MEP siguiendo las recomendaciones del informe del FMI (2018).*

Es probable que el nuevo modelo macrofinanciero sea de vital importancia para la gestión del amortiguador de capital contracíclico (*counter-cyclical capital buffer*; CCyB) y otras políticas macroprudenciales, así como para la coordinación entre las políticas monetaria y financiera. *Por lo tanto, el trabajo en este proyecto debe tener alta prioridad y un calendario explícito con objetivos específicos para su concreción.*

*El modelo macrofinanciero también debe tomar prestado del modelo XMAS características importantes que son relevantes para la economía chilena; particularmente, el modelamiento de la producción de cobre y los efectos de los términos de intercambio que operan a través de los precios del cobre y el petróleo.*

Considerando que el mercado laboral informal es relativamente importante en Chile, el BCCh debería dar una alta prioridad a los planes en curso para incorporar el sector laboral informal en los modelos utilizados para las decisiones de política.

#### d. La política monetaria en la práctica

En los últimos 20 años, el BCCh ha seguido un esquema de metas de inflación que se ha basado, en gran medida, en administrar la tasa de interés de política bajo un régimen de tipo de cambio flotante. Esto logró deshacerse de las tasas de inflación de dos dígitos y anclar las expectativas de inflación a mediano plazo alrededor del 3 por ciento. Este resultado también ha sido consecuencia de una estricta disciplina fiscal basada en reglas fiscales, la profundización de los mercados financieros, una sólida regulación y supervisión financiera y condiciones deflacionarias mundiales sin precedentes.

#### e. Herramientas de política para tiempos de tensión

Las políticas innovadoras mitigaron en algo, aunque no del todo, los efectos de la *Crisis Financiera Global de 2008-9* en Chile. Pero el epicentro de esa crisis fueron los Estados Unidos, no las economías emergentes; además, las tasas de interés se encontraban en un nivel bastante elevado al entrar en el período de crisis. *El Panel opina que el BCCh necesita considerar la idoneidad de sus herramientas para contrarrestar los shocks, incluidos los sudden stops que surgen en países más cercanos y perturbaciones adversas al sistema financiero, especialmente en el caso que la tasa de interés de política monetaria sea considerablemente más baja y potencialmente alcance su límite inferior efectivo.*

Según la Constitución, el BCCh no tiene permitido financiar al gobierno y, por lo tanto, comprar bonos del gobierno. Esta prohibición implica que es necesario garantizar que el BCCh tenga herramientas de política alternativas para hacer frente a la debilidad económica en estas circunstancias. En la última crisis, el BCCh utilizó una facilidad de liquidez (*Facilidad de Liquidez a Plazo*; FLAP) para inyectar liquidez en el sistema bancario y reforzar su mensaje de que las tasas de interés se mantendrían cerca de cero durante un período prolongado. También amplió



temporalmente el conjunto de colaterales para incluir depósitos a plazo por parte de los bancos. Recientemente, ha incorporado a las operaciones monetarias regulares la inclusión de bonos del gobierno como colateral. Adicionalmente, puede utilizar activos de la hoja de balance de los bancos como colateral para operaciones repo a plazo. También, es posible realizar compras de divisas (intervenciones cambiarias). Para eventualmente participar en una “flexibilización cuantitativa” (QE), aumentar la base monetaria y la oferta monetaria, y reducir las primas por plazo y riesgo, el BCCh puede recomprar su propia deuda mantenida por el sector privado. Sin embargo, el stock de la deuda de BCCh está disminuyendo, por lo que puede ser insuficiente para un potencial QE futuro a gran escala. Esto entrega un papel más importante a la política fiscal en tiempos de tensión, para el cual se debe asegurar el espacio de política apropiado.

Además, *BancoEstado* desempeñó un papel clave en la mitigación de la recesión del 2009 al proporcionar crédito. *El gobierno debería considerar aclarar el marco para utilizar BancoEstado en estas circunstancias en el futuro y asegurar que BancoEstado disponga del capital suficiente para desempeñar el papel deseado. Esto debería ser facilitado mediante la adopción de las normas de Basilea III de acuerdo con la nueva Ley General de Bancos (LGB).*

*El BCCh necesita actualizar periódicamente su evaluación del nivel adecuado de reservas de divisas basado en escenarios severos (por ejemplo, sudden stops). Esta evaluación debe tener en cuenta la disponibilidad para la economía de las divisas del Fondo de Estabilización Económica y Social, así como otras fuentes de liquidez extranjera en manos del sector privado. El Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) podría jugar un papel en la coordinación de acciones durante los períodos de tensión.*

En las (pocas) ocasiones en que BCCh ha intervenido el mercado de divisas en los últimos años, el monto total de la intervención cambiaria se hizo público de antemano, incluida la mecánica del programa. Esto, en principio, descarta, por ejemplo, grandes ventas de divisas discrecionales y sorpresivas que podrían ser óptimas en *sudden stops*. *Por lo tanto, el Panel recomienda que el BCCh mantenga la flexibilidad en el modo y las tácticas de intervención en el mercado cambiario y aclarar al público que tiene esta flexibilidad.*

## f. Comunicación de la política monetaria

En general, el BCCh ha mostrado un importante aumento en la transparencia de la política monetaria durante las últimas dos décadas basado en el índice Dincer, Eichengreen y Geraats (2019)<sup>3</sup> y su indicador ha estado, en gran medida, por encima del promedio de países con metas de inflación.

Las recientes mejoras en los procedimientos y política de transparencia implementada desde 2018 han aumentado aún más su puntaje. En particular, el nuevo formato del comunicado de política es más informativo, incluyendo la votación individual y orientación futura de la política monetaria. También, proporciona una mucho mejor explicación de las decisiones de política que antes. *El Panel recomienda que el comunicado de la Reunión de Política Monetaria sea publicado durante las horas operativas del mercado financiero, para que el Banco pueda monitorear la reacción del mercado a su anuncio de política y su efecto sobre las expectativas del mercado inferidas de los precios de los activos financieros.*

<sup>3</sup>/ Dincer, N., B. Eichengreen, y P. Geraats (2019), *Transparency of Monetary Policy in the Postcrisis World*, en D.G. Mayes, P.L. Siklos, y J.-E. Sturm (Editores), *The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking*, Oxford University Press.

Las proyecciones son un elemento importante del análisis de política y el comunicado rutinariamente se refiere a ellas, pero actualmente se publican con un retraso de uno a tres días en el IPoM. El resumen de este último incluye las proyecciones macroeconómicas clave y los *fancharts* para la inflación, pero no para el crecimiento del PIB. *El Panel recomienda publicar el resumen del IPoM junto con el comunicado de política, y que el resumen incluya un fanchart para las proyecciones trimestrales del PIB además del fanchart de inflación, y que este último muestre la meta inflacionaria de 3%. Sería deseable que todo el IPoM se publique el mismo día que la decisión de política monetaria. Posteriormente, el Presidente debe presentar el IPoM ante el Senado.*

El IPoM analiza los desarrollos macroeconómicos y financieros externos e internos que son relevantes para la formulación de la política monetaria. Además, proporciona las proyecciones macroeconómicas del Banco, incluyendo las proyecciones a mediano plazo para la inflación y el crecimiento del PIB con un horizonte que recientemente se ha extendido a tres años. *El Panel recomienda que el IPoM brinde más transparencia sobre los supuestos de trabajo utilizados para las proyecciones macroeconómicas a mediano plazo en el escenario base, incluyendo una o dos tablas con los supuestos específicos (numéricos) para todas las variables clave en el horizonte de proyección.*

El BCCh ha comenzado recientemente a proporcionar más información sobre riesgos específicos para el escenario base. *El Panel recomienda que el IPoM contenga un análisis más detallado de los riesgos clave para el escenario base. Esto debería incluir, cuando sea posible, un análisis cuantitativo explícito de los efectos sobre las proyecciones a mediano plazo para el crecimiento del PIB y la inflación en escenarios alternativos.*

Los cambios en las proyecciones base se revisan una vez al año en el IPoM, aunque sin evaluar su desempeño predictivo. *El Panel recomienda que el BCCh mejore su reporte anual al Congreso sobre los cambios en el escenario macroeconómico al proporcionar una revisión más explícita de los errores de proyección a mediano plazo, incluyendo una comparación con las encuestas del sector privado y las expectativas del mercado en precios de activos financieros.*

El IPoM puede llegar a ser bastante difícil de leer, incluido el resumen. *El Panel recomienda que la IPoM sea más accesible, especialmente el resumen, incluyendo una descripción del marco de política monetaria del Banco, un resumen al comienzo de cada capítulo y un glosario completo al final del IPoM.*

Las minutas de la Reunión de Política Monetaria sugieren que las decisiones de política monetaria del BCCh se basan en una deliberación cuidadosa y que la discusión es de alta calidad. Tienen a revelar el razonamiento del Consejo con bastante detalle y proporcionan ideas invaluableles sobre sus perspectivas y consideraciones. Muestran claramente diferencias de opinión entre los miembros del Consejo. En este sentido, las minutas de la Reunión de Política Monetaria parecen más transparentes y menos “sanitizadas” que las de otros bancos centrales con metas de inflación, incluido el Banco de Inglaterra.

El Consejo realiza presentaciones regularmente, incluyendo del IPoM. El Panel recomienda que el Consejo ponga mayor énfasis en la comunicación de la incertidumbre en sus presentaciones, especialmente con respecto a sus proyecciones macroeconómicas, incluido el uso de *fancharts* (simplificados).



El BCCh también utiliza redes sociales, aunque *el Panel recomienda que el BCCh mejore sus mensajes de las redes sociales relacionados con la política monetaria, incluidas explicaciones rápidas y accesibles de las decisiones sobre la tasa de política monetaria y utilice las redes sociales para ayudar a educar al público sobre sus objetivos clave y decisiones.*

El Panel aprecia las recientes mejoras en la comunicación de la conducción futura de la política monetaria (“*forward guidance*”) del BCCh, que habitualmente entrega una declaración cualitativa condicional con respecto a la futura orientación de la política. Además, el *forward guidance* contingente al estado que el BCCh ha comenzado a proporcionar para escenarios alternativos, entrega información útil adicional sobre la función de reacción del BCCh.

## ESTABILIDAD FINANCIERA

### a. Marco regulatorio y gobernanza (proceso de toma de decisiones)

La responsabilidad de la estabilidad financiera se comparte entre varias instituciones y recientemente ha sufrido cambios legales e institucionales. El nuevo marco legal se profundizó y extendió un régimen existente de “corresponsabilidad” en el cual la autoridad—BCCh o CMF—que emite la regulación, requiere el acuerdo previo de la otra autoridad para implementar ciertos aspectos específicos y críticos sobre Basilea III y otros aspectos de la regulación financiera. Este acuerdo implica que cada regulador puede potencialmente tener un poder de veto sobre las acciones propuestas por su contraparte. La CMF podría vetar el CCyB propuesto por el BCCh y el BCCh podría vetar algunos elementos de la regulación de Basilea III. Esto puede causar un sesgo de inacción.

Un elemento clave para el exitoso funcionamiento del régimen de corresponsabilidad será la estrecha consulta entre las instituciones cuando cada autoridad decida qué proponer. La coordinación puede facilitarse en el contexto del CEF, donde el BCCh debe desempeñar un papel más importante en el establecimiento de los temas de discusión. *El Panel entiende que se están estableciendo mecanismos de consulta y recomienda que se busquen formas de construir una relación cercana y productiva que facilite el trabajo cercano entre los equipos y a nivel de toma de decisiones.*

Una coordinación y cooperación más estrechas podrían institucionalizarse mediante la firma de un *Memorando de Entendimiento (Memorandum of Understanding; MoU)* entre la CMF y el BCCh. El sesgo de inacción también podría mitigarse mediante la divulgación pública de las recomendaciones para implementar acciones de política por parte de cada institución y, en el caso de objeciones de la otra institución, la divulgación pública de los argumentos detrás de la objeción. *De esta forma, el Panel recomienda la publicación oportuna de cualquier regulación propuesta o establecimiento de una medida y su justificación junto con la respuesta de la otra agencia y su justificación.*

## b. Procesos y procedimientos internos del BCCh sobre decisiones en temas de estabilidad financiera

El BCCh posee un marco conceptual sólido para abordar los riesgos de estabilidad financiera. Utiliza una variedad de técnicas para realizar estos juicios, incluidos indicadores, modelos, y pruebas de tensión bancaria. El Panel identificó varias mejoras importantes necesarias para estas técnicas, especialmente en la medida que se adapta a las nuevas responsabilidades y a la nueva estructura de regulación establecida por la nueva LGB.

La reciente reorganización de la División de Política Financiera (DPF) es un cambio bienvenido. La Gerenta DPF tiene una función de coordinación similar en el área de estabilidad financiera que el Gerente DPM en el área de política monetaria, y el Panel sugiere institucionalizar formalmente esta posición si es necesario. Esta función puede ser útil para cortar los “silos” del equipo (trabajo aislado) y ser un punto de responsabilidad y contacto para otras autoridades.

Solo el Consejo en conjunto puede tomar decisiones para el BCCh. Sin embargo, dada su mayor responsabilidad en la estabilidad financiera, el Consejo podría considerar si su proceso de toma de decisiones sobre política monetaria y estabilidad financiera se beneficiaría de una división más explícita del trabajo. Por ejemplo, con respecto a la estabilidad financiera, podría designar a uno o varios de sus miembros para que brinden comentarios preliminares al equipo y se aseguren que el material y las opciones apropiadas lleguen al Consejo. Alternativamente, el BCCh puede desarrollar rutinas más estructuradas para administrar la agenda de estabilidad financiera.

## c. Herramientas de estabilidad financiera

*El Panel recomienda que las autoridades establezcan herramientas para monitorear, controlar el riesgo y/o reducir la gravedad de una crisis en las siguientes áreas:*

### i. Prestamista de última instancia

Una tarea importante de los bancos centrales es la capacidad de actuar como prestamista de última instancia (*lender of last resort*; LOLR) cuando un banco, viable en circunstancias distintas, enfrenta problemas de liquidez. La responsabilidad compartida del BCCh y la CMF en la protección de la estabilidad financiera de los bancos requiere la división del trabajo y la coordinación para permitir una acción rápida y efectiva cuando se considere apropiado. Para facilitar una respuesta rápida, es necesario redactar un protocolo de entendimiento (*Memorandum of Understanding*) y mantenerlo actualizado sobre el proceso que conduce y actúa el LOLR. El intercambio de información es un elemento crítico en el proceso de toma de decisiones con respecto al LOLR.

Para facilitar una acción rápida en momentos de tensión, es importante realizar ejercicios de LOLR y gestión de crisis junto con la CMF y el Ministerio de Hacienda (el último ejercicio se realizó en 2012).

### ii. Amortiguador de capital contracíclico

*A pesar del marco legal actual, es clave que el BCCh y la CMF acuerden un marco operativo para la consideración regular periódica y el ajuste oportuno del CCyB.*



*El Panel recomienda que el BCCh utilice la brecha del crédito bancario real de Chile junto con otra información relevante e indicadores para establecer la activación y los umbrales máximos para el CCyB (los aspectos técnicos sobre la calibración del CCyB son discutidos en el reporte).*

Es importante que el BCCh asigne recursos adecuados para el desarrollo de la metodología y criterios para la decisión sobre el CCyB.

### iii. Pruebas de tensión

*El BCCh y el CMF deberían cooperar estrechamente en las pruebas de tensión actuales de los bancos y el sistema bancario. En este sentido, compartir información es de particular importancia y podría formalizarse dentro de un protocolo de entendimiento. Esta cooperación podría considerar la publicación de los resultados de las pruebas de tensión para bancos individuales una vez desarrollado un diseño suficientemente robusto, y el BCCh y la CMF acuerden el papel que las pruebas de tensión desempeñan en la supervisión, la regulación e implementación de políticas macroprudenciales.*

El modelo de vector autorregresivo (VAR) utilizado para construir las pruebas de tensión tiene elementos que necesitan un análisis más detallado. *Primero, en qué medida los supuestos de tensión debieran incorporar algunos elementos del evento financiero más severo en Chile, como lo fue la crisis de 1982. Segundo, explorar formas de extender el análisis para considerar posibles riesgos para los bancos como resultado de la creciente relevancia de la intermediación financiera no bancaria, que no se considera explícitamente en el marco actual de pruebas de tensión. Tercero, examinar la solidez de los supuestos sobre el momento en que ocurre la causalidad en el VAR entre los sectores real y financiero, considerando que el crédito podría afectar la actividad de manera contemporánea y con retrasos, tal como la actividad afecta al crédito.*

### iv. Resolución de bancos sistémicos

*La resolución ordenada de las instituciones bancarias de importancia sistémica limitaría los efectos secundarios adversos al resto de la economía del fracaso de un banco sistémico. Por lo tanto, la autoridad sobre la resolución bancaria es considerada como un elemento esencial, internacionalmente aceptado dentro de las reformas postcrisis terminando en “demasiado grandes para fracasar” (too big to fail), y el Panel recomienda establecer dicho proceso.*

### v. Supervisión de instituciones financieras no bancarias

En su *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), el BCCh caracteriza el rápido crecimiento de los oferentes de crédito no bancarios hacia los hogares. A medida que los requisitos de capital se ajustan a Basilea III, más crédito podría migrar fuera de los bancos. Por lo tanto, y aunque la quiebra de uno de estos prestamistas aún no alcanza el nivel de un evento sistémico, la economía podría sufrir efectos más severos si los problemas con uno de ellos conducen al contagio con los otros. Por lo tanto, como mínimo, *las autoridades deben asegurarse de que están recopilando la información relevante sobre los oferentes de crédito no bancarios y realizar revisiones periódicas sistemáticas de los riesgos más allá del sector bancario, con el fin de evaluar si el perímetro regulatorio debe ajustarse para preservar la estabilidad financiera.*

## vi. Registro de crédito

El aumento de los oferentes de crédito no bancario a los hogares dificulta tener visibilidad del endeudamiento total de un usuario de crédito individual. Es posible rastrear préstamos a través de bancos, pero no a través de bancos hacia no-bancos. En su IEF, el BCCh recomienda la creación de un registro de crédito que abarque la deuda de los hogares dondequiera que se incurra. El Panel está de acuerdo con esta recomendación; *un registro de crédito integral contribuiría a la estabilidad financiera al permitir a los prestamistas gestionar mejor los riesgos y al entregar a las autoridades una mayor comprensión de la evolución del endeudamiento y las obligaciones del servicio de la deuda de los hogares*. El CEF sería la institución que debería promover el establecimiento de un registro y definir la legislación requerida.

## vii. Autoridad para implementar la regulación macroprudencial sobre límites de endeudamiento, como la razón crédito a garantía y la razón deuda a ingreso

La CMF tiene autoridad para imponer la regulación sobre la razón crédito a garantía (*loan-to-value*; LTV) en hipotecas residenciales, pero se centra en consideraciones microprudenciales. El auge inmobiliario y los mercados hipotecarios han sido una fuente importante de inestabilidad financiera. Por lo tanto, es importante que las consideraciones macroprudenciales también se tengan en cuenta al diseñar la regulación sobre LTV y la regulación basada en la razón deuda a ingreso (*debt-to-income*; DTI). *El Panel recomienda que el BCCh brinde asesoramiento y recomendaciones de manera proactiva en caso de que considere necesario imponer dichas restricciones con fines macroprudenciales*. Es importante que alguna autoridad tenga la capacidad de restringir el crecimiento de los préstamos de alto riesgo a través de límites en las relaciones de préstamo a ingreso, LTV o servicio de la deuda, en la medida que aumentos en esas medidas pueden representar una amenaza para la estabilidad financiera.

## d. Comunicación de la estabilidad financiera

La separación de la publicación del IEF de la de la IPoM desde 2018 es una mejora significativa, ya que facilita una comunicación más centrada y la atención pública para los mensajes principales de cada uno de los informes.

El IEF se compara bien con los de otros bancos centrales, y su contenido analítico se ha mejorado recientemente. No obstante, el IEF podría ser más prospectivo y prescriptivo: por ejemplo, no recomienda sistemáticamente formas de mitigar los riesgos identificados de acuerdo con su gravedad. *El Panel recomienda que el IEF sea más prospectivo y que el BCCh busque formas de transmitir con mayor claridad los riesgos y vulnerabilidades de estabilidad financiera en el IEF. Una forma podría ser usar representaciones gráficas del grado de vulnerabilidad*.

El Panel ve con satisfacción la reciente incorporación de capítulos analíticos sobre un tema especial seleccionado. *El IEF puede fortalecerse aún más al aumentar el número de recuadros analíticos*.



## e. Recursos y habilidades

El BCCh tiene un personal relativamente pequeño que es altamente productivo considerando la alta calidad y cantidad de su producción, el sólido historial de rendimiento, y la sólida reputación mundial como uno de los bancos centrales con un entorno y producción de investigación de alta calidad que contribuye efectivamente al proceso de formulación de políticas. Sin embargo, el trabajo presente y futuro implica que se necesitan puestos de personal adicionales en la DPM y la DPF. La propuesta de aumentar cuatro a seis nuevos puestos a nivel de doctorado en el futuro cercano, así como la reciente reorganización de la DPF, son decisiones en la dirección correcta. Teniendo en cuenta el tiempo que lleva ocupar nuevos puestos con candidatos calificados y la rotación natural del personal actual, el BCCh continuará teniendo un personal relativamente pequeño.

El BCCh debe garantizar que las personas en puestos gerenciales tengan el conjunto adecuado de habilidades, y la introducción del Programa de Liderazgo es un paso en la dirección correcta. El BCCh también debe considerar una carrera alternativa para economistas con el grado de doctor y otros expertos técnicos.

Dadas las responsabilidades ampliadas de BCCh, es importante que el Consejo continúe teniendo una experticia que abarque todas sus responsabilidades.

## RENDICIÓN DE CUENTAS PÚBLICAS

El sitio web de BCCh es un portal para las decisiones y publicaciones del Banco, pero puede ser difícil encontrar información específica. *El Panel recomienda que el BCCh mejore significativamente su sitio web al hacerlo más informativo y fácil de usar, incluyendo una página con una descripción actualizada de su marco de política monetaria, agregando hipervínculos a presentaciones y webcasts en las páginas del IPoM, y solucionar los problemas con la herramienta de búsqueda del sitio web. Además, sería deseable mejorar la disponibilidad, la puntualidad y la precisión de las comunicaciones clave de política monetaria en inglés, incluida la versión completa del IPoM (dentro de dos semanas, como se hacía en el pasado) y la presentación del Presidente del IPoM ante el Senado y en la conferencia de prensa, incluidas las sesiones de preguntas y respuestas.*

Asimismo, el sitio web proporciona información muy limitada en inglés relacionada con la estabilidad financiera. *El Panel recomienda que el BCCh extienda significativamente la sección de política financiera de su sitio web, incluyendo una descripción de su definición de estabilidad financiera y marco de política financiera, y agregando enlaces a presentaciones y transmisiones web en las páginas web del IEF.*

Felicitamos al BCCh por iniciar una serie de revisiones, incluida la evaluación actual de sus políticas y procedimientos para lograr sus objetivos de precio y estabilidad financiera.

*El Panel recomienda que el BCCh continúe encargando revisiones periódicas de su formulación de política monetaria y financiera, que podrían cubrirse en evaluaciones separadas por algunos pocos años.*

