

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



Estabilidad de precios y estabilidad financiera: algunas reflexiones en la actual crisis financiera global

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile

N.º 28 - Diciembre 2008

ECONOMIC POLICY PAPERS
CENTRAL BANK OF CHILE



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717 - 7151

Agustinas 1180 - Santiago, Chile
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

ESTABILIDAD DE PRECIOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA: ALGUNAS REFLEXIONES EN LA ACTUAL CRISIS FINANCIERA GLOBAL

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
Noviembre 2008

Resumen

La actual crisis financiera internacional ha generado una importante discusión en torno al adecuado manejo de la política monetaria y su capacidad de evitar crisis. Este manejo se vuelve particularmente complejo ante escenarios extremos, como el actual, tomando en cuenta el doble mandato que rige a la mayoría de los bancos centrales modernos, que los hace velar tanto por la estabilidad de precios como por la estabilidad financiera. Este documento presenta una discusión sobre el manejo de las políticas monetaria y financiera en episodios de estrés. Asimismo, analiza cómo los elementos del marco actual de políticas macroeconómicas vigentes en Chile, sumados a una actitud prudente del sector privado, serán capaces de rendir frutos ante la peor crisis financiera que el mundo ha enfrentado en las últimas décadas.

ESTABILIDAD DE PRECIOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA: ALGUNAS REFLEXIONES EN LA ACTUAL CRISIS FINANCIERA GLOBAL

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Diciembre 2008

La actual crisis financiera internacional ha generado una importante discusión en torno al adecuado manejo de la política monetaria y su rol en evitar crisis financieras, en particular cuando esta alcanza las magnitudes como las que estamos observando en los países desarrollados.

Sobre estos temas quisiera hablar hoy, en el contexto de este seminario “Pensando Chile 2009. Propuestas y desafíos en tiempos de crisis”, al que he sido invitado y que nos llama a mirar al futuro, más allá de la coyuntura que ha ocupado la mayor parte de nuestras energías en el último tiempo.

Quisiera referirme, en particular, al rol que tienen los bancos centrales tanto en la estabilidad de precios, como en la estabilidad financiera. Es curioso que la estabilidad financiera fuera por mucho tiempo ignorada, o era el objetivo secundario de los bancos centrales. Incluso, hubo quienes pensaron que el único objetivo de los bancos centrales era la estabilidad de precios. No obstante, en su origen estas instituciones fueron creadas precisamente para lidiar con la inestabilidad financiera que provocaban las recurrentes corridas bancarias en el siglo XIX y principios del XX. La preocupación por la estabilidad de precios fue incluso institucionalizada con posterioridad en el mundo, siendo el esquema de metas de inflación el estado más reciente de este desarrollo.

Es importante revisar en conjunto los temas de estabilidad de precios y estabilidad financiera, pues aquí se da con claridad el conocido principio de Tinbergen, el cual indica que para conseguir cierto número de objetivos se necesitan al menos igual número de instrumentos. Esto lo argumentamos con frecuencia cuando se pide que con la tasa de política monetaria se consigan objetivos de inflación, producto y tipo de cambio.

Si bien en muchas oportunidades los objetivos pueden coincidir con un instrumento, en general esto no tiene por qué ocurrir. Por ejemplo, en un período de caída de la inflación se puede justificar una política monetaria expansiva, la que puede originar una excesiva expansión del crédito, fomentar burbujas en precios de activos y, en consecuencia, introducir vulnerabilidades en el sistema financiero. Si la autoridad monetaria decide combatir la expansión crediticia con altas tasas de interés, puede terminar reduciendo

* Basado en la presentación preparada para el encuentro *Pensando Chile 2009. Propuestas y Desafíos en Tiempos de Crisis*, organizado por la Pontificia Universidad Católica de Chile, El Mercurio y Banco Santander, 3 de noviembre, Santiago. Agradezco los valiosos comentarios de Luis Alvarez, Kevin Cowan y Pablo García.

excesivamente la inflación, con su consecuente costo en materia de empleo. Aquí hará falta otro instrumento: la regulación financiera. Es sobre estos temas que quiero profundizar en esta presentación.

Estabilidad de Precios: Metas de Inflación

El esquema para conseguir el objetivo de estabilidad de precios adoptado en Chile, así como en muchos otros países de inflación estable y baja, es el de metas de inflación flexibles¹. Este consiste en fijarse una meta cuantitativa de inflación para anclar expectativas, que, en nuestro caso, es que la inflación anual del Índice de Precios del Consumidor (IPC) se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual².

Para operacionalizar este objetivo –debido a que el Banco Central controla imperfectamente la inflación con rezagos y su propósito no es causar desviaciones significativas del producto para lograr su meta– las desviaciones se corrigen en un horizonte de dos años. Es decir, la política monetaria se orienta de modo de conseguir que la inflación proyectada sea 3% en dos años.

El instrumento de política monetaria es la tasa de interés. También podría ser algún agregado monetario. Pero en prácticamente todo el mundo, los bancos centrales prefieren usar la tasa de interés, por razones muy conocidas que no es del caso discutir aquí³.

Lo que no es coherente es usar ambas variables para instrumentar la política monetaria, algo que ciertamente hace confusa la estrategia monetaria de los dos pilares del Banco Central Europeo. En términos simples, fijar agregados monetarios y la tasa de interés es como fijar el precio de la bencina y su cantidad consumida. Las restricciones de oferta y demanda establecen que uno puede fijar uno, pero no ambos. No obstante, y como lo señalaré más adelante, la lógica para considerar agregados monetarios en la práctica es algo distinta.

¿Qué variables debería considerar un Banco Central al momento de fijar la tasa de interés? En el esquema que he descrito, la respuesta es bastante simple, y debiera ser todo aquello que afecte a la inflación en el horizonte de dos años. Variables como las expectativas de inflación, la evolución de los salarios, el nivel de actividad económica, el tipo de cambio, los precios de materias primas, etc., tienen efectos relevantes en las perspectivas inflacionarias y deben ser tomados en cuenta al momento de decidir la trayectoria de la política monetaria.

¹ Existe una amplia discusión empírica sobre los efectos de los esquemas de metas de inflación sobre la volatilidad de la inflación y el producto. Gonçalves y Salles (2008) muestran que efectivamente se reducen la volatilidad del producto y la inflación en países emergentes con metas de inflación.

² Para mayor profundidad sobre la política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación, ver Banco Central de Chile (2007)

³ Ver por ejemplo De Gregorio (2003).

Existen otras variables que han recibido particular atención y quiero referirme brevemente a ellas. Estas son los precios de activos (acciones, casas, etc.), el tipo de cambio, y los agregados monetarios.

Respecto de los precios de los activos, hay dos preguntas centrales. La primera es si ellos debieran influir las decisiones de política monetaria, mientras la segunda es qué se debiera hacer cuando dichos precios contienen burbujas especulativas. Este último punto lo discutiré en la siguiente sección. Pero es necesario destacar que hay que evitar la confusión de la inflación versus la estabilidad financiera.

La preocupación por las burbujas y distorsiones en precios de activos es algo central en el análisis de la estabilidad financiera, pero su impacto en la inflación es distinto. Si se estima que los precios de las acciones o las casas afectan la inflación futura, debieran ser considerados en las decisiones de política monetaria. Y esto efectivamente ocurre por la vía de los efectos que los precios de activos tienen en la demanda agregada, la actividad, y, por esa vía, en la inflación. En consecuencia, la política monetaria tendría un efecto estabilizador al actuar *leaning against the wind*.

Lo anterior no se debe confundir con el establecimiento de objetivos para los precios de los activos. De hecho, la evidencia empírica, en particular para el precio de las acciones, apunta a que una vez que los efectos de los precios de los activos han sido incorporados en las proyecciones de inflación, no debieran tener efectos adicionales en la reacción de la política monetaria, menos ser un objetivo de la política monetaria⁴. Algo similar ocurre con el efecto de un *boom* en el precio de las casas. Donde si se debe tener un cuidado especial, que detallaré más adelante, es la relación entre *boom* inmobiliario y crisis financiera, lo que hace particularmente importante el monitoreo de los precios de las propiedades y la expansión del crédito inmobiliario⁵.

Las implicancias respecto del tipo de cambio en el contexto de metas de inflación son similares a las recién discutidas para los precios de activos, pues la política monetaria debiera tener un efecto estabilizador. Si el tipo de cambio se aprecia de manera persistente, esto debiera reducir las presiones inflacionarias, quitando presión sobre la política monetaria, lo que a su vez debiera tender a depreciar el tipo de cambio. Esto fue precisamente lo que el Consejo del Banco Central de Chile decidió hacer ante la severa apreciación cambiaria a comienzos del año cuando mantuvo las tasas de interés. Si no hubiera ocurrido dicha apreciación, en el escenario más probable, las tasas hubieran subido.

⁴ Esto significa que no debieran ser argumento en la regla de Taylor. Ver, por ejemplo, Bernanke y Gertler (2001). En todo caso, ellos destacan que esta prescripción no elimina la posibilidad de reacciones de corto plazo para preservar la estabilidad financiera.

⁵ En un interesante ejercicio, Taylor (2008) argumenta que la política monetaria en el período 2003 a 2006 fue más expansiva que lo que hubiera sugerido una regla de Taylor, y que una política monetaria más acorde a dicha regla hubiera aminorado el auge inmobiliario.

Existe abundante evidencia de que el traspaso desde tipo de cambio a inflación es relativamente bajo⁶. Los esquemas monetarios que fijan el tipo de cambio se basaban en la idea que las fluctuaciones del tipo de cambio se transmitirían uno a uno a inflación. Esta fue la lógica, por ejemplo, de la fijación del tipo de cambio en Chile en 1979. No obstante, la evidencia empírica muestra que el traspaso es relativamente bajo, en particular en esquemas de flotación donde la persistencia de las fluctuaciones del tipo de cambio es baja. No obstante, a pesar que el traspaso sea bajo, depreciaciones muy agudas, como las observadas recientemente en la mayoría de las economías emergentes, podrían tener un efecto no despreciable. El impacto final de la depreciación del tipo de cambio en la inflación dependerá también de la evolución de los precios internacionales, los que han estado cediendo con fuerza dadas las perspectivas de bajo crecimiento en el mundo.

Respecto de los agregados monetarios, ha habido algunos esfuerzos por traerlos de vuelta a la política monetaria, pero tal como señalé anteriormente, no sobre la base de fijar metas para ellos, sino que por las indicaciones que pueden dar sobre futuras presiones inflacionarias.

Es importante destacar que los mecanismos de transmisión estudiados no provienen de la tradición de lo recomendado por Friedman (1959) en su famoso *A Program for Monetary Stability*, donde el foco está en la estabilidad de la demanda por dinero y el rol del dinero como ancla de los precios, y cuyo sustento analítico es la teoría cuantitativa del dinero. De hecho, recientes trabajos que dan un rol al dinero, y más en general al crédito, lo hacen porque puede ser un indicador de futuras presiones inflacionarias o porque puede contribuir a mayor estabilidad (Christiano et al., 2007; Goodfriend y McCallum, 2007 y Kilponen y Leitemo, 2008). No obstante, la evidencia empírica sobre la capacidad del dinero de proveer información para proyectar la inflación no es muy favorable a los agregados monetarios⁷. Más prometedor es pensar en los agregados monetarios y crediticios como indicadores de potenciales distorsiones en los mercados financieros, tema que discuto en la siguiente sección.

En esta revisión de los esquemas de metas de inflación vale la pena recordar que estos están sujetos a tensión cuando el origen de la inflación es externo y corresponde a shocks de costos (u oferta). Un shock de costos que aumenta la inflación puede requerir de una política monetaria más restrictiva para impedir que el alza de algunos precios se transforme en una espiral inflacionaria. En todo caso, y para evitar costosas repercusiones en términos de actividad, se establece un horizonte para corregir las desviaciones que permite que los cambios de precios relativos ocurran sin necesidad de ajustes bruscos en la política monetaria.

Eso es lo que ha ocurrido en Chile desde que los alimentos y el petróleo comenzaron a aumentar a niveles inusitados desde principios del 2007. Restringir la política monetaria

⁶ Ver, por ejemplo, Campa y Goldberg (2005) y Edwards (2007) para evidencia internacional. Para evidencia nacional ver De Gregorio y Tokman (2007) y Álvarez et al (2008), entre otros.

⁷ Ver para el caso europeo Berger y Stavrev (2008). En el caso chileno tampoco existe evidencia que indique que los agregados monetarios mejoran las proyecciones de inflación. Para discusiones de dinero y política monetaria ver los artículos en *Cuadernos de Economía* de diciembre del 2003 (De Gregorio, 2003; García y Valdés, 2003 y Vergara, 2003).

en presencia de aumento de precios de materias primas tiene costos, pero tal como lo hemos señalado en reiteradas ocasiones, el no abordar oportunamente el problema inflacionario lleva a que los costos de actividad que se pagan en el futuro sean mucho mayores, pues la inflación se vuelve más difícil de reducir.

En cambio, en presencia de *shocks* de demanda los esquemas de metas de inflación son particularmente convenientes, y esa es la coyuntura que estamos viviendo hoy. Para contener la inflación es necesario reducir el ritmo de crecimiento por la vía de una política monetaria más restrictiva. Sin embargo, en caso que la reducción de la actividad es producida por fuerzas ajenas a la política monetaria, la dosis de tasa debiera ser menor comparada con aquella en que el escenario externo no contribuye a la desaceleración, con lo cual la conducta de la política monetaria es contracíclica, reduciendo la inflación y conteniendo la desaceleración de la demanda.

Estabilidad Financiera

Si bien la mayor parte de los bancos centrales tiene un objetivo explícito de estabilidad financiera, durante muchos años, y en un contexto de crecimiento elevado y saludables balances de bancos y empresas, este fue un tema de segundo orden. Esto cambió radicalmente. A partir del año pasado, la estabilidad financiera ha pasado a ser el protagonista en el manejo de la política económica en los países desarrollados⁸.

En los países industrializados, en particular en los Estados Unidos, las potenciales distorsiones en los mercados financieros eran relegadas a un segundo plano. Más aún, la preocupación por la existencia de burbujas en precios de activos no era un tema prioritario. Las burbujas en precios de activos significa que dichos precios pueden estar determinados por variables distintas de sus fundamentales. Por ejemplo, las acciones pueden estar sobrevalorizadas respecto del valor de las utilidades futuras de las compañías, o las casas por sobre el valor de los servicios habitacionales que proveen. Es decir, los precios pueden ser artificialmente elevados, y el problema es que cuando estas burbujas revientan, el colapso del precio puede producir problemas serios en los mercados financieros y en la actividad económica.

Respecto del tratamiento de las burbujas en política monetaria, tal como se abordó con la caída de las acciones tecnológicas a principios de esta década, lo que era considerada como la estrategia adecuada en la era de Greenspan (Blinder y Reis, 2005) consistía en no hacer nada contra las burbujas y luego “limpiar” su colapso. El no hacer nada se basa en la idea de que es difícil identificar burbujas y también difícil de afectar por la vía de política monetaria. La limpieza después de que reventaban las burbujas consistía en proveer liquidez, lo que usualmente se acompañaba de agresivas baja de tasas.

Una crítica central a esta estrategia era un fomento a las burbujas pues los mercados financieros internalizaban el salvataje final. De hecho, esta estrategia es conocida como la *Greenspan put*, en referencia a las reducciones de las tasas de interés después de serias

⁸ En el caso de la Fed no hay un objetivo explícito de estabilidad financiera, aunque es ampliamente reconocido su rol en esta materia. Ver, por ejemplo, Plosser (2007).

turbulencias financieras, como la caída de de la bolsa en 1987, el colapso de LTCM en 1998, o la caída de las acciones tecnológicas a principios de esta década⁹. Efectivamente, desde el punto de vista de provisión de liquidez y potenciales presiones a la baja de la inflación, una rebaja de tasas de interés es por lo general recomendable. El problema es el incentivo que provee a conductas más proclives al riesgo ante la percepción de los inversionistas de disponer de una opción *put*. Por ello, lo aconsejable es no sólo proveer la liquidez, ya que a cambio se debería revisar cuidadosamente el funcionamiento del mercado para evitar la toma excesiva de riesgos en el futuro.

Efectivamente es posible argumentar que es difícil identificar una burbuja. Por ejemplo, Gurkaynak (2005) encuentra que por cada trabajo que identifica una burbuja, hay otro estudio que encuentra lo contrario. Al mismo tiempo, no es evidente cuanto de una burbuja se puede afectar por la vía de aumentos de la tasa de interés, y de que magnitud debe ser este ajuste para tener efectos significativos, debido a que por definición una burbuja está determinada por movimientos “no fundamentales” de los precios. Por ello, aunque después de observar la grave situación a la que han llegado los mercados financieros de las economías desarrolladas, una estrategia más proactiva de política monetaria en años anteriores podría haber sido recomendable, pero es difícil pensar que ella por si misma podría haber evitado esta crisis.

En efecto, el propósito general de la estabilidad financiera debe ser que los mercados funcionen adecuadamente y no tener que llegar a estos grados de turbulencia y dislocación. Desde el punto de vista macroeconómico es necesario monitorear y advertir los riesgos, pues el objetivo primordial es evitar que se produzcan crisis. Y en caso que ellas ocurran, hay que adoptar todas las medidas necesarias para limitar los daños de su propagación. Aquí surgen dos elementos importantes de destacar dentro del menú de opciones de política, y que pueden complementar decisiones de política monetaria. El primero es la información que los agregados monetarios y crediticios pueden proveer, y segundo, el rol de la regulación macroprudencial.

Un aumento de los precios de activos inducido por un rápido incremento del crédito es una primera señal de que estos activos pueden estar sobrevalorados y que los mercados financieros están tomando riesgos excesivos. Esto es particularmente importante en el caso de los activos inmobiliarios, los cuales en numerosas ocasiones terminan en crisis financieras.

Los agregados monetarios en general, pero de manera especial los agregados más amplios de dinero así como los de crédito, pueden dar luces de tendencias insostenibles. De hecho, cuando las expansiones aceleradas de los agregados monetarios y crediticios se dan en conjunto con acelerados aumentos de precios de activos y condiciones crediticias relajadas, es muy probable un aumento de la inflación en los tres años siguientes (Roffia

⁹ La idea es que los inversionistas podrían vender a un precio mínimo dado sus acciones en el futuro, lo que equivale a una opción *put*.

y Zaghini, 2007)¹⁰. En este contexto, se puede argumentar que un aumento del crédito con perspectivas de inflación se puede combatir con un endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, si este auge crediticio se está produciendo por problemas de regulación o supervisión, probablemente una política monetaria más restrictiva no sea eficaz, o incluso puede ser contraproducente si la situación del sistema financiero se debilita por la excesiva toma de riesgos.

Así, la regulación tiene un papel fundamental en la mantención de la integridad financiera. En sus inicios, la regulación se enfocó en la fortaleza de las instituciones individuales. Sin embargo, las tensiones actuales ejemplifican, nuevamente, como situaciones de fragilidad individual pueden muy rápidamente transformarse en problemas sistémicos. Las interrelaciones entre instituciones financieras y el adecuado funcionamiento de los mercados donde se transa la liquidez son ingredientes centrales en el funcionamiento de una economía de mercado, pero también hemos visto cómo estas características son los vasos comunicantes del contagio financiero. Es por ello que es central tener una mirada sistémica, no sólo desde el punto de vista de cómo las distintas instituciones se interrelacionan, sino también cómo los distintos tipos de riesgos financieros y operativos se entrelazan, creando potenciales vulnerabilidades.

Los Informes de Estabilidad Financiera que realizan varios bancos centrales, incluido el nuestro, buscan mediante la realización de ejercicios de tensión evaluar la resiliencia del sistema como un todo a disrupciones grandes. Es necesario seguir fortaleciendo la robustez de estos métodos para evaluar situaciones de tensiones extremas.

Desde el punto de vista regulatorio, la supervisión debe considerar el impacto macroeconómico de la actividad financiera. En el tiempo que viene habrá que analizar también la potencial pro-ciclicidad de los requerimientos de capital de Basilea II y la modelación y cuantificación del riesgo de liquidez. Es necesario tener un marco regulatorio que asegure las suficientes reservas de seguridad en la parte alta del ciclo para que el sistema financiero esté bien capitalizado en la parte baja del ciclo¹¹.

Una de las tensiones financieras más recurrentes en los últimos años en las economías emergentes son los períodos de euforia, o pesimismo, que gatillan movimientos en sus tipos de cambio más allá de lo que justificarían sus fundamentales. Por ejemplo, ante buenas expectativas económicas se pueden generar apreciaciones cambiarias con síntomas de burbujas a favor de todos los activos nacionales.

Como ya discutí, una primera línea de defensa para precios de activos específicos, acciones o activos inmobiliarios, es subir las tasas de interés. No obstante, en el ámbito del tipo de cambio esto puede generar mayores presiones a la apreciación y exacerbar desbalances financieros. Un sistema de flotación cambiaria es el más adecuado para evitar que la política cambiaria sea la que induzca la especulación con la moneda. La

¹⁰ Estos autores encuentran que solo la mitad de las expansiones aceleradas de los agregados monetarios amplios conduce a aumentos de la inflación, pero esto es más probable cuando se da en conjunto con un boom en los precios de activos.

¹¹ Para una interesante discusión en el contexto de la crisis actual ver Borio (2008).

política fiscal también puede contribuir a reducir las presiones cambiarias. Sin embargo, estas medidas pueden ser insuficientes, y de ahí que en algunos períodos excepcionales, y en virtud de preservar la estabilidad financiera, es que se pueden justificar intervenciones en el mercado cambiario¹². En Chile, desde que se adoptó la flotación cambiaria esto ha ocurrido en tres ocasiones calificadas como excepcionales. Para evitar conflicto de objetivos es importante la coherencia entre la intervención y la dirección de la política monetaria, y para ello un primer requerimiento es que la intervención no tenga como objetivo un valor o rango específico para el tipo de cambio.

Finalmente, la actual crisis financiera internacional resalta la importancia de un adecuado marco para el manejo de reservas internacionales, como una herramienta clave para reducir el impacto de *shocks* a la liquidez internacional de la economía. La acumulación de reservas iniciada en abril de este año se hizo precisamente para fortalecer la posición de liquidez ante la eventualidad que las condiciones financieras internacionales se deterioraran, algo que efectivamente ocurrió en septiembre de este año.

Comentarios Finales en la Coyuntura Actual

En la actualidad estamos atravesando por una crisis financiera internacional sin precedentes en décadas recientes. Cómo evolucionará la economía mundial y cuán prolongada será su recesión está por verse. No obstante, es útil hacer algunas reflexiones sobre las capacidades de nuestra economía para enfrentar las turbulencias actuales, en un escenario en el cual nuestra inflación es aún muy elevada y debe descender.

Algo que distingue a los países sólidos es que aprenden de sus errores, y es de esperar que la economía mundial salga fortalecida de este episodio. En nuestro país aprendimos la lección. La crisis financiera de 1982 nos dejó una Ley General de Bancos que se ha perfeccionado con el tiempo y establece un marco que permite la existencia de una banca dinámica en conjunto con una adecuada regulación prudencial.

En Chile no podrían haber ocurrido los excesos incurridos por la banca en los Estados Unidos y, en consecuencia, es difícil pensar que podríamos haber tenido una burbuja inmobiliaria sostenida por una acelerada y poco saludable expansión del crédito.

En primer lugar, los créditos hipotecarios que se otorgan en Chile no son similares a los que se otorgan en Estados Unidos. En ese país, estos créditos son emitidos “sin recurso”, lo que permite al banco únicamente recuperar la propiedad, pero no perseguir al deudor en otros bienes de su patrimonio para recuperar el crédito, como ocurre en Chile.

En segundo lugar, en Chile no es posible que los bancos puedan mantener posiciones importantes fuera del balance, porque la Ley General de Bancos indica expresamente el tipo de sociedades que los bancos pueden establecer, como administradoras de fondos mutuos o sociedades securitizadoras. Estas empresas, que la ley denominada sociedades

¹² En De Gregorio (2001) discuto estos puntos en relación al primer período de intervención el 2001, y en De Gregorio (2006) en el contexto de metas de inflación y estabilidad financiera.

filiales deben tener giro único y no pueden invertir en otras sociedades. Además, los bancos deben reportar mensualmente estados financieros consolidados.

Asimismo, los bancos no pueden tomar posiciones en derivados de crédito y existen varias otras restricciones sobre la operación de instrumentos derivados. En particular, para operar con opciones de tasas de interés o tipos de cambio, los bancos deben pasar por un proceso exhaustivo de chequeo a cargo de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y la mantención de posiciones descubiertas en el balance trae consigo costos de capital.

Pero no solo los reguladores y autoridades económicas aprendieron las lecciones de nuestra crisis financiera. También lo han hecho nuestras empresas. Es así como en Chile no hemos visto las masivas especulaciones de moneda en las que estuvieron envueltas muchas empresas en el mundo emergente a través del uso de derivados exóticos, no solo de características complejas sino que muy difíciles de valorar.

En la coyuntura actual aún presentamos un serio desafío inflacionario. En nuestro último *Informe de Política Monetaria* planteamos que en nuestro escenario base era necesario un crecimiento algo por debajo nuestro potencial para contener las presiones inflacionarias y asegurar la convergencia de la inflación a su meta de 3% en un horizonte de dos años.

Considerábamos además que la economía mundial no contribuiría a la reducción de la inflación. Hoy día la situación ha cambiado y sus implicancias inflacionarias las estamos evaluando con cuidado. En primer lugar, el escenario internacional puede provocar una caída en la demanda que contribuya a la contención de la inflación. Esto, sin duda que tiene implicancias sobre la trayectoria de la política monetaria, coherente con la meta de inflación. Por otra parte, se ha observado una severa caída de los precios de las materias primas, en particular el del petróleo. No obstante, dichos eventos no se han transmitido por completo a la economía nacional por cuanto nuestra moneda se ha depreciado en magnitudes significativas. Con todo, es preciso tener más evidencia respecto de la persistencia de los sucesos más recientes en el mundo para graduar el impulso monetario.

El Banco Central ha estado atento a los desarrollos externos y ha estado dispuesto a proveer toda la liquidez que sea necesaria para el adecuado funcionamiento de los mercados financieros, tal como se ha estado haciendo desde fines de septiembre y se seguirá haciendo en la medida que sea necesario.

Tengo la convicción de que podremos sortear con éxito la actual crisis financiera internacional. Hemos construido un esquema de políticas macroeconómicas con los suficientes grados de flexibilidad y compromiso con la estabilidad que en circunstancias como las actuales tienen el desafío de amortiguar el adverso escenario internacional y asegurar la estabilidad.

La política monetaria se orienta al control inflacionario. El tipo de cambio flota de manera de absorber los *shocks* internacionales sin interrupciones mayores en la actividad interna. La política fiscal se basa en una regla que ahorra los ingresos transitorios y que

hoy día muestra los beneficios de la prudencia. El ahorro fiscal, en conjunto con la posición de liquidez internacional del Banco Central, proveen una reserva de recursos que nos permite acomodar *shocks* de financiamiento externo incluso mayores a los que observamos hoy. Nuestro sistema financiero ha actuado de manera prudente y tiene niveles de capitalización suficientes para cumplir adecuadamente su rol en la intermediación del crédito. La prudencia tanto del sector privado como la de la conducción de las políticas macroeconómicas son capaces de rendir frutos en esta, la peor crisis financiera que el mundo ha enfrentado en muchas décadas.

Referencias

Álvarez, R., P. Jaramillo y J. Selaive (2008) “Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: The Case of Chile” Documento de Trabajo No. 465, Banco Central de Chile.

Banco Central de Chile (2007). *La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación*, Banco Central de Chile.

Berger, H. y E. Stavrev (2008). “The Information Content of Money in Forecasting Euro Area Inflation.” IMF Working Paper WP/08/166.

Bernanke, B. y M. Gertler (2001). “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?” *The American Economic Review*, Papers and Proceedings of the Hundred Thirteenth Annual Meeting of the American Economic Association, 91(2): 253-257.

Blinder, A. y R. Reis (2005). “Understanding the Greenspan Standard.” En *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Proceedings of the Jackson Hole Symposium 2005, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11-96.

Borio, C. (2008). “The Financial Turmoil of 2007?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations.” BIS Working Paper No. 251.

Campa J.M. y Goldberg L.S. (2005). “Exchange Rate Pass-Through into Import Prices” *The Review of Economics and Statistics* 87(4): 679-690.

Christiano, L., R. Motto y M. Rostagno (2007). “Two Reasons Why Money and Credit May Be Useful in Monetary Policy.” NBER Working Paper No. 13502.

De Gregorio, J. (2001), “La Política Cambiaria”, Documento de Política Económica No. 2, Banco Central de Chile.

_____. (2003). “Mucho Dinero y Poca Inflación: Chile y la Evidencia Internacional.” *Cuadernos de Economía* 40(121): 716-724.

_____. (2006). “Esquema de Metas de Inflación en Economías Emergentes.” Documento de Política Económica No. 18, Banco Central de Chile.

De Gregorio, J. y A. Tokman (2007) “Overcoming Fear of Floating: Exchange Rate Policies in Chile”. En N. Batini (ed.), *Monetary Policy in Emerging Markets and Other Developing Countries*, New York: Nova Science Publishers Inc.

Edwards, S. (2007): “The Relationship between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited”, En F.S. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.): *Monetary Policy Under Inflation Targeting*. Volumen XI, Serie de Libros Banca Central, Análisis y Política Económica, Banco Central de Chile.

Friedman, M. (1959). *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press.

García, P. y R. Valdés (2003). “Dinero y Conducción de la Política Monetaria con Metas de Inflación.” *Cuadernos de Economía* 40(121): 698-706.

Gonçalves, C. y J. Salles (2008). “Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do the Data Say?” *Journal of Development Economics* 85(1-2): 312–318.

Goodfriend, M. y B. McCallum (2007). “Banking and Interest Rate in Monetary Policy Analysis: A Quantitative Exploration.” *Journal of Monetary Economics*, 54(5): 1480-1507.

Gürkaynak, R. (2005). “Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock.” Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2005-04.

Kilponen, J. y K. Leitemo (2008). “Model Uncertainty and Delegation: A Case for Friedman’s “ k ”-percent Money Growth Rule.” *Journal of Money, Credit and Banking* 40(2-3): 547-556.

Plosser, C. (2007). “Two Pillars of Central Banking: Monetary Policy in Financial Stability.” Opening Remarks at the PACB Convention, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Roffia, B. y A. Zaghini (2007). “Excess Money Growth and Inflation Dynamics.” ECB Working Paper No. 749.

Taylor, J. (2008). “Housing and Monetary Policy.” En *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Proceedings of the Jackson Hole Symposium 2007, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Vergara, R. (2003). “El Dinero Como Indicador de Política Monetaria en Chile.” *Cuadernos de Economía*, 40(121): 707-715.