

INTRODUCCIÓN A LA 13ª. CONFERENCIA ANUAL
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
“MONETARY POLICY UNDER FINANCIAL TURBULENCE”

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
Noviembre 2009

Bienvenidos a esta la Décimotercer Conferencia Anual del Banco Central de Chile, que lleva por título, *Monetary Policy Under Financial Turbulence*, y que reúne durante dos días a un excelente grupo de economistas del mundo académico así como de la práctica y el análisis aplicado de políticas económicas.

Como cada año, esperamos tener dos días de intensa labor con fructíferas discusiones que en muchas ocasiones han marcado el camino a seguir en materia de política monetaria y en nuestra agenda de investigación. En el Banco entendemos que la investigación constituye un marco útil para analizar las causas y consecuencias de los acontecimientos económicos y es por ello que es un insumo fundamental a la hora de tomar decisiones de política. En este contexto, la interacción entre la academia y la práctica es muy importante, pues, se retroalimentan, permitiendo que los avances en la frontera del conocimiento sean en temas relevantes y que la toma de decisiones sea bien fundada.

Desde mediados del 2007, el mundo se ha visto envuelto en una crisis de características especiales. En particular, esta vez la crisis no se originó en las economías en desarrollo y ha sido particularmente severa en los países avanzados. Esto es muy distinto a crisis anteriores, donde había que buscar sus orígenes y/o mecanismos de transmisión de las mismas en los países en desarrollo que además eran los principales afectados.

Esta crisis ha llevado, una vez más, a preguntarnos sobre sus causas, la manera en que se propagan, sus consecuencias sobre la economía real, y las medidas de política a adoptar para prevenirlas y hacerles frente.

Estudiar y discutir estos aspectos es, precisamente, el objeto de esta conferencia.

La causa de la crisis ha sido una combinación de:

- Exceso de liquidez, proveniente de políticas monetarias expansivas y el superávit de cuenta corriente de los países emergentes, que alimentó una burbuja en el precio de los activos, en particular de las viviendas, y
- La fragilidad financiera, agravada por la creación de nuevos instrumentos como producto de la innovación financiera ocurrida en los últimos años y que no fue debidamente regulada.

La política monetaria expansiva de los últimos años contribuyó a la creación de una burbuja en los precios de los activos pero, desde mi punto de vista, no puede explicar por sí misma el colapso financiero ni la magnitud de la crisis que hemos observado. Hay países con políticas monetarias expansivas y donde no hubo burbujas financieras ni se observó un colapso financiero. Hubo otros países donde sí hubo un excesivo aumento del precio de las viviendas, pero sin problemas significativos en el sector financiero.

Dada la diversidad de experiencias de crisis financieras recientes, todas en la presencia de abundante liquidez y políticas monetarias expansivas, creo que la principal causa de la crisis debe ser buscada en el funcionamiento del sistema financiero y las herramientas que se utilicen para combatirla deben estar relacionadas directamente con ellos. En particular, es necesaria una adecuada regulación que limite los excesos cometidos en el período anterior a la crisis. Esto no quiere decir que el manejo de la política monetaria a través de la tasa de interés no sea utilizado bajo ninguna circunstancia para asegurar la estabilidad del sistema financiero; pero deben ser casos muy puntuales y no la regla. En esta conferencia contamos con los trabajos de Allen y Carletti y de Vives que van a brindar luz sobre el rol del sector financiero en el origen y propagación de las crisis.

Algunos influyentes economistas han sostenido que los bancos centrales no solo debiesen fijarse en la inflación de bienes sino incluir también a los precios de los activos como uno de sus objetivos (Cecchetti et al. 2000). No obstante, creo que hay al menos tres razones por las que, en general, no es conveniente ajustar la tasa de interés para afectar los precios de los activos más allá de su efecto sobre las perspectivas inflacionarias: en primer lugar, no es claro que un incremento en la tasa de interés sea capaz de frenar el surgimiento de una burbuja y, si lo fuera, el incremento necesario puede causar un aumento considerable en el desempleo y una disminución indeseada en la tasa de inflación. Segundo, un incremento en la tasa de interés para prevenir situaciones de inestabilidad financiera puede ser la causante de ellas, especialmente en situaciones de fragilidad financiera y por último, en esquemas de metas de inflación, una desviación de la tasa de interés que no sea consistente con la meta puede afectar negativamente la credibilidad de la política monetaria.

En países emergentes hay que tener especial cuidado con utilizar la tasa de interés como instrumento para evitar burbujas en los precios de los activos. Esto es así por las repercusiones que ello puede tener sobre el tipo de cambio y el precio de los activos domésticos. Las burbujas en los precios de activos en las economías emergentes se dan por la vía de apreciaciones significativas del tipo de cambio. Por lo tanto, el intento de reducir el aumento del precio de los activos por la vía de un aumento de la tasa de interés puede ser no solo inefectivo, sino que además puede operar en la dirección opuesta al incentivar la mayor entrada de capitales. Además, sabemos que en estos países, las crisis son precedidas por una entrada significativa de capitales que origina una sobreapreciación de la moneda y burbujas en el precio de los activos. En dichos períodos se incrementan los incentivos a endeudarse en moneda extranjera, en muchos casos, incentivados por expectativas de futuras intervenciones de las autoridades en caso de que se deprecie el tipo de cambio. Estos procesos terminan a menudo siendo costosos para la economía cuando la burbuja se desarma y la moneda se deprecia (por ejemplo, Calvo 1998, y Reinhart and Rogoff, 2008 y 2009).

Por lo tanto, en estos casos, el incremento en la tasa de interés no sería eficiente para controlar las burbujas ya que dicho aumento incentiva aún más la entrada de capitales con la correspondiente apreciación del tipo de cambio.

Creo, que aún en un esquema de tipo de cambio flexible, hay situaciones excepcionales en que se puede intervenir para evitar la sobreapreciación del tipo de cambio. En economías con metas de inflación la primera línea de defensa es la política monetaria. Si se produce una apreciación persistente con consecuencias desinflacionarias, la reacción adecuada será una relajación de la política monetaria, reduciendo las presiones a la apreciación. Así es como un esquema de metas de inflación debiera reaccionar a movimientos persistentes en el tipo de cambio.

Sin embargo, esto no siempre es suficiente, y es por ello que también se pueden usar intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario. Para que esto sea viable debe ser consistente con el esquema de metas de inflación de manera tal que la credibilidad de la política monetaria no se vea afectada. Además debe ser aplicada mecánicamente para que no afecte la independencia de la autoridad monetaria y, por supuesto, estas intervenciones tienen su costo cuasifiscal que es necesario tener en cuenta.

En Chile en el último tiempo hemos tenido experiencia en este aspecto. Se intervino en el mercado cambiario en un momento donde había evidencia clara de que el tipo de cambio estaba sobreapreciado y en el cual estimábamos que era prudente fortalecer nuestra posición de liquidez internacional por la vía de la acumulación de reservas. Dicha intervención empezó en abril del 2008 y fue totalmente congruente con el esquema de metas de inflación que seguimos dado que se hizo en un momento donde las presiones inflacionarias no eran significativas. Dado que el esquema de intervención fue aplicado mecánicamente fuimos capaces de subir la tasa de interés a mitad de año para hacer frente a un aumento de la inflación que estaba desviada del objetivo. Estas intervenciones se suspendieron en septiembre del año pasado como respuesta a la falta de liquidez en estos mercados como consecuencia de la profundización de la crisis financiera internacional. En el futuro, no descartamos volver a intervenir.

Chile, como la gran mayoría de los países, ha tomado el camino de políticas activas para reducir los efectos negativos derivados de la crisis que ha ocurrido en momentos complejos para nuestra inflación. Como consecuencia de *shocks* externos, el aumento en la tasa de inflación chilena estuvo entre los más elevados del mundo antes de la crisis y también su caída fue de las más severas durante el desarrollo de la misma. En los meses anteriores a la crisis, y como consecuencia de la alta inflación, la tasa de política monetaria había aumentado en 200 puntos base en los cuatro meses anteriores a la caída de Lehman Brothers. En octubre del 2008, la tasa de inflación alcanzó un máximo de 9.9% anual y en la reunión de política monetaria de septiembre se consideró que nuevos aumentos iban a ser necesarios. Por supuesto que la situación hacia fines de septiembre del 2008 cambió radicalmente el escenario. Los mercados se tornaron ilíquidos y el Banco Central dispuso de líneas para proveer de liquidez en pesos y dólares. Dichas líneas no fueron intensamente usadas por el sector privado, lo que sugiere que no hubo mayores problemas para acceder al crédito externo por parte del sector privado.

Como la situación lo exigía, el Banco Central ha reducido la Tasa de Política Monetaria en 775 puntos base desde enero a julio, y la ha mantenido en un nivel de 50 puntos base. Una vez alcanzado este nivel y para reforzar la idea que permanecerá baja por un

tiempo prolongado se recurrió a medidas no convencionales de provisión de liquidez, las que se han comenzado a retirar de manera gradual permitiendo la mantención de un significativo impulso monetario. Esta acción ha sido coherente con las holguras de actividad y las reducidas presiones inflacionarias. Después de que la inflación en 12 meses llegó a casi 10% en octubre del año pasado, ha caído a -1,9% un año después. Usaremos la política monetaria de manera que ella se ubique en nuestra meta de 3% en un horizonte de dos años.

De la difícil situación que nos tocó vivir, debemos extraer valiosas enseñanzas. Debemos entender cuales son las principales causas que han desencadenado la misma, ya sean fallas de mercado, de regulación en el mercado financiero y/o el resultado de malas políticas económicas. Estoy confiado que esta conferencia constituye un foro importante para lograr este objetivo.

La conferencia está dividida en tres secciones donde se van a presentar 10 trabajos. En la primera sección, se presentarán dos trabajos relacionados con el canal de transmisión de la política monetaria. El primero lo presenta Pablo García y es trabajo conjunto con Kevin Cowan, Andy Filardo y Hans Genberg, mientras el segundo lo presenta Luis Catao y es trabajo conjunto con Adrian Pagan. El último trabajo de esta sección es un estudio de Claessens, Kose y Terrones donde se analiza el rol que cumplen las variables macroeconómicas y financieras en la duración y severidad de las recesiones.

En la segunda sección los trabajos de Caputo, Medina y Soto, de Céspedes, Chang y García-Cicco y de Mike Devereaux analizan la naturaleza de las prescripciones de política monetaria y sus efectos en épocas de turbulencias. El cuarto trabajo de esta sección es un trabajo conjunto de Benigno, Chen, Otrok, Rebucci y Young, y analiza los efectos de las restricciones financieras en el endeudamiento de los países. Para cerrar esta sección, el estudio de Eric Leeper analiza la interacción entre la política fiscal y la monetaria y el efecto que tiene en la formación de expectativas por parte del público y en la efectividad de la política monetaria.

En la última sección, y como mencioné anteriormente, los trabajos de Allen y Carletti y de Vives analizan el rol del sistema financiero y la liquidez en el origen y en la propagación de las crisis.

Adicionalmente habrá un panel, conformado por Guillermo Calvo, Stephen Cecchetti y Francesco Giavazzi, donde se discutirán las respuestas de políticas monetarias y financieras a la crisis y, finalmente, una presentación de Barry Eichengreen sobre las crisis desde un punto de vista histórico.

Este programa es realmente atractivo y por ello quiero agradecer de manera especial a los organizadores de esta conferencia: Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia por haber conformado un programa de esta calidad, así como a Yan Carriere-Swalow y a la Gerencia de Asuntos Institucionales por sus valiosos aportes en las tareas de organización de la misma.

Referencias

Calvo, G. (1998), "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, vol. I (1), pp. 35-54

Cecchetti, S., H. Genberg, J. Lipsky y S. Wadhawani (2000), *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy N°2, ICMB and CEPR.

Reinhart, C. y K. Rogoff (2008), "This time is different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis", NBER Working Paper No. 13882.

Reinhart, C. y K. Rogoff (2009), "The Aftermath of Financial Crisis", *American Economic Review*, por aparecer.