

## METAS DE INFLACIÓN Y CRISIS FINANCIERA

José De Gregorio\*  
Presidente  
Banco Central de Chile  
Mayo 2009

Agradezco la invitación que me han hecho a participar en esta conferencia. Es un honor para mí, después de muchos años, volver a presentar en una conferencia organizada por el Banco de la República y FOGAFIN. El tema que nos convoca, *Crisis Financieras*, es particularmente oportuno en la actualidad, cuando el mundo se debate en una crisis financiera de magnitudes aún difíciles de predecir y que se ha transmitido a todo el mundo con una fuerza y sincronía nunca antes vista (Gráfico 1).

Las políticas macroeconómicas enfrentan importantes desafíos para mitigar los efectos de la actual crisis. Su origen, magnitud y propagación hacen que la tarea de estabilización macroeconómica sea particularmente compleja. La alta incertidumbre y, en algunos casos, el mal funcionamiento de mercados clave como el del crédito, han afectado los canales de transmisión de la política monetaria en muchos países.

La actual crisis nos plantea una oportunidad única para seguir avanzando en el diseño de marcos de política económica que nos permitan responder de la mejor forma posible a distintos *shocks* y, al mismo tiempo, reducir la vulnerabilidad de nuestras economías.

La situación actual levanta muchas preguntas, algunas de las que ya veníamos discutiendo desde un punto de vista teórico. Al mismo tiempo, nos provee de la evidencia necesaria para profundizar en el examen de dichas interrogantes. Si bien es necesario detectar las fallas y corregirlas de modo de prevenir que eventos como los actuales se repitan, también hay que identificar lo que sí ha funcionado y debiera continuar siendo parte del esquema de políticas macroeconómicas y financieras. En particular, el tema que cruzará mi presentación de hoy, es reafirmar la utilidad de los esquemas de metas de inflación, comprometidos creíblemente con un ancla inflacionaria.

Tal como esta crisis nos recuerda, el esquema de estabilidad de precios debe darse en conjunto con una adecuada regulación del sistema financiero. Nuestra región ha aprendido estas lecciones tras duras crisis, las que se gestaron al perder de vista la estabilidad macroeconómica y financiera.

---

\* Preparado para el *Seminario Internacional de Crisis Financieras* organizado por el Banco de la República de Colombia y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras de Colombia, Bogotá, 28 de mayo. Agradezco los valiosos comentarios y aportes de Luis Felipe Céspedes, Pablo García, Luis Opazo y Enrique Orellana.

En esta coyuntura, la región ha resistido como nunca antes frente a la crisis internacional. En el pasado, cuando el mundo se resfriaba a la región le daba pulmonía, hoy los países desarrollados están con pulmonía y la región resfriada (Gráfico 2). Este relativo mejor desempeño no debe ser causa de complacencia, pues en nuestros países es más urgente evitar ciclos pronunciados, pues ellos afectan de manera desproporcionada a los más pobres, en especial de quienes se encuentran más alejados de las redes de protección social.

Hoy quisiera abordar dos aspectos muy relevantes en la discusión sobre las políticas monetaria y financiera. En primer lugar, quisiera referirme a los orígenes de la crisis financiera y su relación con la política monetaria. Algunos argumentos indican que la crisis actual tiene su origen en errores de política monetaria, en particular en Estados Unidos, donde las bajas tasas de interés habrían sido causantes de la burbuja inmobiliaria y el consecuente desplome financiero. Esto incluso ha llevado a afirmar que los esquemas de metas de inflación serían inadecuados, pues la política monetaria debiera también orientarse a la inflación de los precios de los activos. Ese es precisamente el segundo punto al que me quisiera referir, es decir, si las tasas de interés debieran reaccionar a los precios de los activos y cuál es el rol del tipo de cambio.

A modo de resumen, reiterando un punto que ya he afirmado en oportunidades anteriores, hay muchos casos de países que redujeron significativamente sus tasas de interés sin que ello resultara en la creación de burbujas inmobiliarias. También hay casos de economías que tuvieron tasas de interés muy bajas, en donde hubo una fuerte alza en el precio de las viviendas, pero esto no terminó en el descalabro financiero observado en algunos países desarrollados.

La crisis, al menos en la profundidad que ha alcanzado, fue causada por la fragilidad financiera, y nosotros, en América Latina, bien sabemos que cuando a una desaceleración cíclica se le suma una crisis financiera sus efectos se magnifican. Los bancos centrales tienen generalmente dos objetivos: la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. La historia nos recuerda una vez más que no podemos intentar abordar ambos con un solo instrumento, la tasa de interés. Es necesario también disponer de un marco regulatorio que asegure la estabilidad financiera, algo que países como Chile y Colombia han logrado preservar en la actual coyuntura.

### **Las Causas de la Crisis: ¿Fue la Política Monetaria o la Fragilidad Financiera?**

El argumento que atribuye a la política monetaria un rol fundamental en la actual crisis plantea que las bajas tasas de interés, sumadas a los elevados superávits en cuenta corriente de las economías emergentes, en particular Asia y los países exportadores de petróleo, generaron una abundante liquidez que indujo aumentos excesivos en los precios de los activos (burbujas). Esto fue particularmente relevante en el valor de los activos inmobiliarios. Al reventar la burbuja, se produjo la crisis. Entonces, este argumento afirma que la burbuja inmobiliaria fue causada por la política monetaria, la que al no actuar oportunamente permitió que se acumularan severos desbalances. No obstante, se debe tener en cuenta que un aumento excesivo del precio de los activos no

necesariamente debe terminar en una crisis de la magnitud de la actual. Por ello, se debe examinar con mayor detención la fragilidad financiera que acompañó este proceso, cuya causa principal estuvo en un desenfrenado desarrollo de la innovación financiera que produjo profundas distorsiones que ni los mercados ni los reguladores fueron capaces de anticipar.

Una política monetaria expansiva sin duda que puede inducir un excesivo aumento de los precios de los activos y del crédito. El rol de la política monetaria, en nuestro caso implementada a través de un esquema de metas de inflación, es atenuar el ciclo económico. Por lo tanto, es posible pensar que una política monetaria muy expansiva puede exacerbar un *boom* económico. Del mismo modo, esta política tendrá serias consecuencias sobre la actividad una vez que se deba retirar el impulso monetario. Sin embargo, atribuir la grave crisis por la que atraviesa el mundo a una política monetaria expansiva no es suficiente para explicar la gravedad del colapso financiero.

Existen países donde la política monetaria fue expansiva, las tasas de interés alcanzaron niveles muy bajos y no se produjo una burbuja inmobiliaria. Un par de ejemplos son Canadá y Chile, países con metas de inflación, donde, coherente con dicho marco, las tasas de interés alcanzaron niveles muy bajos y no muy diferentes de la tasa de fondos federales de la Reserva Federal (Gráfico 3). No obstante, los precios de las viviendas, en general, no experimentaron aumentos comparables a los observados en otros países y sus sistemas financieros se han mantenido sólidos.

Más aún, hay casos donde sí se produjo un aumento importante del precio de las viviendas, con claras señales de haber sufrido una burbuja. Sin embargo, sus sistemas financieros se han mantenido estables y, a pesar de las dificultades actuales que incluyen fuertes episodios recesivos, han evitado crisis financieras agudas. Este es el caso, por ejemplo, de Australia y España.

Naturalmente, ante un proceso de excesivo aumento en el precio de las viviendas tanto el endeudamiento que lo acompaña como el *boom* en el sector construcción son síntomas de que la desaceleración que vendrá en la parte baja del ciclo será severa. Esto por el proceso de despalancamiento que deberán atravesar los hogares y la contracción de la construcción. Aun así, esto no necesariamente tiene que conducir a una crisis financiera sistémica.

La política monetaria, en todo caso, sí puede ser la causante de burbujas, aunque no tanto por el nivel de la tasa de interés, sino que por la estrategia de política monetaria con que se enfrentan las burbujas. En Estados Unidos, la estrategia de enfrentar burbujas sin hacer nada en el período de alza de los precios de los activos, para luego limpiar los efectos del colapso posterior, era ampliamente considerada como adecuada (Blinder y Reis, 2005). La limpieza consistía en rebajar las tasas de interés y asegurar toda la liquidez necesaria para que el mercado siguiera funcionando. Este tipo de actuar fue estrenado en el “lunes negro” de octubre de 1987, siguió con la quiebra del *Long-Term Capital Management* (LTCM) y luego con el colapso de la burbuja tecnológica. En todos esos casos, una vez que cayeron los precios de los activos, se produjo un abrupto relajamiento de la política

monetaria<sup>1</sup>. Este seguro implícito, conocido como el *Greenspan put*, ciertamente incrementa la probabilidad de gestación de burbujas. Desafortunadamente, después de haber funcionado en episodios anteriores, su efectividad llegó a su fin con el mayor colapso visto en muchas décadas. Una estrategia de política monetaria que otorgaba seguros a la especulación frente a episodios de turbulencia financiera acotada, demostró no ser capaz de enfrentar una crisis financiera sistémica. No se puede descartar que esa misma estrategia de “gestión de riesgos”, tarde o temprano, estuviera condenada a terminar en un gran colapso.

El veredicto definitivo está aún pendiente. Esta estrategia ciertamente contribuyó al aumento de la liquidez, pero tasas de interés bajas no necesariamente deben concluir en una crisis financiera, como lo muestran los ejemplos que he mencionado. Una política de metas de inflación que en algunas circunstancias determine un significativo impulso monetario extraordinario es plenamente coherente con la preservación de la estabilidad financiera.

Una mirada general a la experiencia de diversas economías lleva a sugerir que la causa de la actual crisis se relacionó de modo más estrecho con el funcionamiento de los sistemas financieros que con la política monetaria. Un tema que deberá ser examinado con cuidado en el futuro son tanto las causas del *boom* inmobiliario y la crisis de las hipotecas como el por qué de su ocurrencia en Estados Unidos. Algo evidente a esta altura es el excesivo relajamiento de los criterios de aprobación de créditos. Ellis (2008) muestra que en Estados Unidos los hogares tuvieron fuertes incentivos de aumentar su apalancamiento por la vía de incentivos tributarios, legales y regulatorios.

Un elemento central de la innovación financiera fue la creación de instrumentos estructurados. Con ellos, los bancos podían reducir sus niveles de riesgo individual, y así expandir sus operaciones para cubrir segmentos del mercado antes no considerados. Como muestra la evidencia reciente, el riesgo de estos instrumentos fue mal evaluado por agencias clasificadoras y por los mismos originadores. La estructuración de créditos también debilitó el rol central de la banca en la selección de sus clientes<sup>2</sup>. La securitización no procuró mantener los incentivos tanto para que los bancos seleccionaran adecuadamente a sus clientes como para que mantuvieran los incentivos a cumplir con los pagos. La estructura de compensaciones estaba basada en el número de operaciones más que en la calidad de ellas.

Este es un claro ejemplo de que, si no es acompañado de medidas de gestión de riesgos crediticios a nivel individual y una regulación y supervisión prudencial sistémica adecuada, incentivar el acceso al crédito hipotecario de sectores que estaban restringidos, un objetivo de por sí muy loable, puede terminar debilitando sustancialmente la posición

---

<sup>1</sup> Resulta interesante notar que de acuerdo con Blinder y Reis (2005), usando *Reglas de Taylor* estimadas desde el primer trimestre de 1988, los residuos indican que en todos los episodios mencionados la Reserva Federal mantuvo tasas muy por debajo de lo que la regla indicaba.

<sup>2</sup> Existe evidencia para Estados Unidos de que la securitización produjo una relajación de la evaluación de los riesgos en el segmento subprime y aumentó la tasa de aceptación de solicitudes de hipotecas (Loutskina y Strahan, 2006; Keys, et al., 2009).

financiera no solo de los mismos a quienes se quiso ayudar sino que también del sistema financiero en su conjunto.

### **Metas de Inflación y Precios de los Activos**

Un corolario de quienes ponen el peso de la culpa sobre la política monetaria es que esta, aparte de fijarse en la variación de los precios de los bienes y servicios, también debería preocuparse de los precios de los activos.

En un esquema de metas de inflación, el aumento del crédito y de los precios de activos puede generar incrementos de la demanda que repercutan en las perspectivas inflacionarias. Esto requeriría de un ajuste de la política monetaria para evitar un aumento persistente de la inflación. En consecuencia, en un esquema de metas de inflación, los precios de los activos, así como el nivel de los agregados crediticios, afectan la decisión de política monetaria en la medida que afecten las perspectivas inflacionarias (Bernanke y Gertler, 1999).

Sin embargo, algunos argumentos indican que la política monetaria debería reaccionar directamente a los precios de los activos, por ejemplo incluyéndolos en la *Regla de Taylor*. Cecchetti et al. (2000) son tal vez quienes más representan esta posición. Ellos argumentan que un banco central que siga un esquema de metas de inflación debería reaccionar a los desajustes de los precios de los activos *más allá* de lo que sea su implicancia sobre la inflación esperada en el horizonte de políticas.

A mi juicio, hay tres razones por las cuales, en general, la política monetaria no debiera reaccionar a los precios de los activos más allá de su impacto sobre la inflación proyectada. Primero, no es claro que un aumento en las tasas de interés sea capaz de detener un aumento del precio de los activos. Los ajustes requeridos podrían ser de una magnitud tal que terminen generando, innecesariamente, elevados niveles de desempleo y una caída de la inflación. En segundo lugar, lo importante es preservar la estabilidad del sistema financiero. Un aumento excesivo de tasas de interés, que intente controlar los precios de los activos, podría incluso provocar inestabilidad financiera, que es precisamente lo que se quiere evitar. Sobre todo si el incremento en el precio de los activos ha sido acompañado de una mayor fragilidad financiera. Finalmente, en un esquema de metas de inflación, movimientos de las tasas de interés que no sean coherentes con la convergencia de la inflación hacia la meta pueden deteriorar la credibilidad de la política monetaria, y las expectativas de inflación son centrales en el funcionamiento eficiente de este esquema. Seguir una política incoherente con la meta de inflación terminará debilitándola como ancla inflacionaria. Esto es particularmente relevante en el caso de las economías emergentes que tienen una historia de estabilidad monetaria más corta.

Otra razón que se ha dado para no intentar afectar los precios de los activos con la política monetaria es simplemente que es imposible determinar cuándo los precios están desalineados significativamente de sus fundamentales. Cecchetti et al. (2000), señalan que el desalineamiento del precio de los activos respecto de su nivel de equilibrio es lo

que debe incorporarse en la regla de política monetaria. No obstante, es difícil saber con precisión cuál es dicho nivel, por lo tanto, el nivel de incertidumbre puede ser inmanejable. Con todo, creo que sí es posible determinar cuándo los precios de los activos están fundamentalmente desalineados en episodios específicos y eso me lleva al rol del tipo de cambio en la política monetaria, algo tanto o más importante que los precios de los activos en las economías emergentes.

Un esquema de metas de inflación, donde el instrumento de política monetaria es la tasa de interés, debe operar en un contexto de un tipo de cambio flexible. Esto resuelve de una forma eficiente e inambigua el conocido problema de la *trinidad imposible* y permite controlar la tasa de interés en concordancia con el objetivo inflacionario. Agregar un objetivo cambiario debilita la capacidad de manejo de la tasa de interés y afecta la capacidad de cumplir con la meta de inflación.

Esto no es obstáculo para que, en general, el tipo de cambio tenga un efecto relevante en las decisiones de política monetaria, en la medida que movimientos persistentes de esta variable tengan efectos sobre la inflación. En este caso, el resultado natural es una conducta de *leaning against the wind*. Cuando el tipo de cambio se aprecia de manera relevante, inducirá caídas de la inflación, lo que resultará en una reducción de la tasa de interés con las consecuentes presiones a la depreciación. No obstante, se debe reconocer que estos efectos no son muy significativos, pues, en un esquema de flotación, el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación es limitado. Ello ocurre principalmente por la usual transitoriedad de las fluctuaciones cambiarias y por su asociación al estado del ciclo, debido a cambios en sus fundamentales.

Existe la tentación en las economías emergentes, con tanto historial de severas crisis causadas por atrasos cambiarios, de manejar el tipo de cambio para mantenerlo depreciado, por el conocido *temor a flotar* (*fear of floating* de Calvo y Reinhart, 2002). Manejar el tipo de cambio es, aparte de difícilmente factible en el mediano y largo plazo, riesgoso. En primer lugar, en regímenes de menor flexibilidad cambiaria, el coeficiente de traspaso hacia la inflación aumenta, pues el valor del tipo de cambio puede convertirse en un coordinador de expectativas de precios, dado el compromiso de la autoridad con su mayor estabilidad. Esto a su vez se retroalimenta en mayores presiones para mantener el tipo de cambio estable, acentuando el problema. En segundo lugar, un compromiso de la autoridad con la estabilidad cambiaria puede generar incentivos perversos en la toma de riesgos financieros, abaratando artificialmente el costo del endeudamiento externo. Esto último también refuerza el temor a flotar, generando un *espiral hacia la fijación*, derivando en los temidos descalces de moneda y atrasos cambiarios que justamente se quisieron evitar en un principio.

Lo anterior no significa que no se deba prestar atención al tipo de cambio más allá de sus efectos sobre la inflación. Desviaciones excesivas respecto de sus fundamentales de largo plazo puede inducir problemas para la asignación de recursos y el ciclo económico. La forma de afectar el tipo de cambio debiera ser por la vía de la acumular o desacumular reservas. No obstante, hay que cumplir con algunas condiciones para que esto sea efectivo y recomendable. En primer lugar, debe ser coherente con la meta de inflación, de

modo que la intervención no termine atentando contra la credibilidad de la política monetaria. Segundo, para mantener la independencia en el manejo de la política monetaria, una vez que la intervención es anunciada debe ser implementada de manera mecánica, pre-anunciada. Todo ello aísla la conducción de la política monetaria, típicamente realizada en reuniones habituales prefijadas, de la decisión extraordinaria de comprar o no divisas. En particular, la esterilización de las decisiones de intervención permite preservar tanto la credibilidad de la política monetaria como su conducción independiente. Finalmente, y debido a este requisito de esterilización, los costos de la intervención deben ser adecuadamente considerados, pues tiene un costo cuasi fiscal que podría ser relevante.

En todo caso, en la medida que las decisiones de intervención se produzcan por desalineamientos que sean evidentes en el tipo de cambio real, el riesgo de sufrir costos cuasi-fiscales debiese ser acotado. La intervención ocurriría en una situación extraordinaria, donde el banco central estimaría que hay suficientes antecedentes como para evaluar que las dinámicas cambiarias no son sostenibles y que el mercado no está internalizando adecuadamente las perspectivas de largo plazo para el tipo de cambio real. Si no hay evidencia de desalineamiento, y simplemente se trata de acumular reservas, la probabilidad de que la intervención tenga efectos cambiarios sería menor, mientras que la posibilidad de incurrir en costos cuasi-fiscales aumenta.

La experiencia de Chile durante el año pasado se ajustó a los principios señalados. Se realizó en un momento en que había clara evidencia de un desalineamiento respecto de los niveles congruentes con sus fundamentales en el largo plazo. También fue plenamente coherente con el objetivo inflacionario, en particular se inició en un momento, abril del 2008, en que se observaron una serie de registros inflacionarios más bien benignos, que daban cuenta de un menor riesgo de efectos de propagación inflacionaria indeseada. Hacia mediados del 2008 fue incluso posible subir las tasas de manera significativa para enfrentar una inflación muy desviada de la meta. Esto gracias a que la compra de dólares se estaba realizando de manera mecánica y a pesar de una depreciación cambiaria relevante luego de la intervención. La compra de divisas concluyó anticipadamente, debido a las tensiones globales de liquidez en dólares de septiembre del año pasado. La capacidad de la economía chilena de enfrentar luego un escenario de depreciación cambiaria significativa con perspectivas de relajamiento monetario y menores presiones inflacionarias demuestra que no hubo incoherencia entre la decisión de intervención y la conducción de la política monetaria (Gráfico 4).

Las intervenciones deben ocurrir solo en ocasiones excepcionales, debido a que no es fácil evaluar si los precios de los activos internos están sujetos a una burbuja. Si las intervenciones se realizan de manera persistente al menor movimiento cambiario, las percepciones del mercado respecto de esta mayor estabilidad cambiaria pueden limitar el poder de la política monetaria. Por ejemplo, combatir una burbuja de precios de activos por la vía de subir las tasas de interés, en conjunto con intervenir para evitar una mayor

apreciación, puede ser contraproducente, pues los incentivos al *carry trade* pueden exacerbar la burbuja y la misma apreciación cambiaria<sup>3</sup>.

## **Comentarios Finales**

La estabilidad financiera se debe preservar con un adecuado sistema de regulación. Las agencias deben analizar la fortaleza de las instituciones, mientras los bancos centrales deben evaluar la estabilidad global del sistema. Reguladores y bancos centrales deben cooperar y trabajar estrechamente en el esfuerzo de mantener la integridad del sistema financiero.

No basta con la regulación sobre instituciones específicas, puesto que existen interconexiones que pueden dar paso a crisis sistémicas. La actual crisis muestra que la extensión de la regulación debe abarcar a todos los agentes que tengan importancia sistémica. Es por ello que debe haber un adecuado sistema de regulación macroprudencial. Este es un tema que aún está en discusión, en particular en cuanto a los instrumentos que se debieran aplicar para cumplir con esta función.

Un primer set de instrumentos tiene que ver con los niveles de capital. Sin embargo, esto no basta, ni tampoco es trivial juzgar la salud del sistema financiero por el nivel de capital y los grados de apalancamiento. Ciertamente se deberán exigir mayores niveles de capital en el futuro, en particular en la medida que la banca vaya asumiendo mayores niveles de riesgo. Ese es el espíritu de los requisitos de Basilea II, pero esta crisis muestra que eso no basta. Habrá que examinar como los requisitos de capital y las normas contables pueden haber acentuado la crisis financiera, y qué se deberá hacer para evitar la excesiva prociclicidad de la actividad bancaria. Afortunadamente ese no ha sido un problema en los sistemas financieros de Colombia, Chile y el resto de la región. Sus esquemas regulatorios funcionaron. La banca está adecuadamente calzada en términos de monedas, algo que en el pasado fue el talón de Aquiles de nuestros bancos.

Los bancos centrales deben reforzar y perfeccionar los modelos con que se realizan los ejercicios de tensión. Estos deberían tomar en cuenta las interrelaciones en el sistema financiero y detectar a tiempo las vulnerabilidades. En Estados Unidos vimos como los bancos de inversión, compañías de seguro y otros agentes no bancarios del sistema financiero fueron actores centrales en los orígenes y la propagación de la crisis, pero no se encontraban en el corazón del sistema de supervisión bancaria.

Existen muchos aspectos que se podrían discutir respecto del sistema financiero, pero hay uno que me parece relevante. En especial en la medida que los sistemas bancarios de las economías emergentes continúen en un proceso de innovación financiera. Es importante permitir la securitización, pero estableciendo que los incentivos tanto para la selección como para el monitoreo del pago de los créditos se mantenga en los bancos y que el proceso de transferencia de riesgo crediticio fuera de los balances de entidades individuales no escape al monitoreo de las autoridades. La actual crisis no debiera ser

---

<sup>3</sup> Esto puede explicar los resultados sobre inestabilidad cambiaria presentados en Batini y Nelson (2000), cuando el tipo de cambio está sujeto a burbujas y ellas se tratan de abordar por la vía de la tasa de interés.

impedimento al desarrollo financiero, pero si es una luz de alerta a favor de la prudencia y el rigor en la evaluación de las innovaciones.

Muchas gracias

## **Referencias**

Batini, N. y E. Nelson (2000), “When the Bubble Bursts: Monetary Policy Rules and Foreign Exchange Market Behavior”, mimeo, Bank of England.

Bernanke, B. y M. Gertler (1999), “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, en *New Challenges for Monetary Policy*, Proceedings of the Jackson Hole Symposium 2005, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 77-128.

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.

Calvo, G. y C. Reinhart (2002), “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 2, pp. 379-408

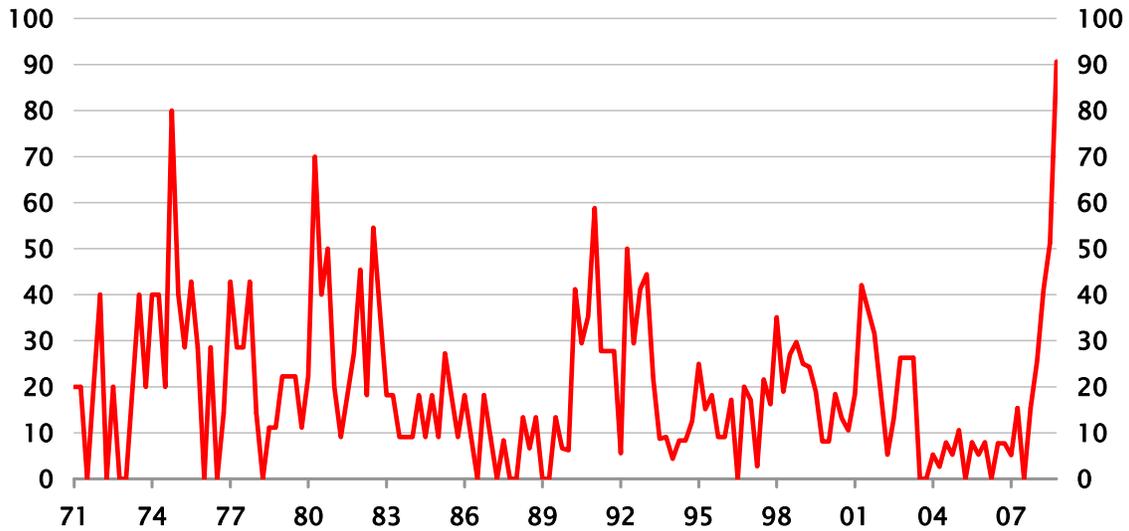
Cecchetti, S., H. Genberg, J. Lipsky y S. Wadhawani (2000), *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy No. 2, ICMB and CEPR.

Ellis, L. (2008), “The Housing Meltdown: Why it Did Happen in the United States?”, BIS Working Paper No. 259.

Keys, B., T. Mukherjee, A. Seru y V. Vig (2009), “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans”, *Quarterly Journal of Economics*, por aparecer Vol. 125, No. 1.

Loutskina, E. y P. Strahan (2006), “Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates”, mimeo, Darden Graduate School, University of Virginia.

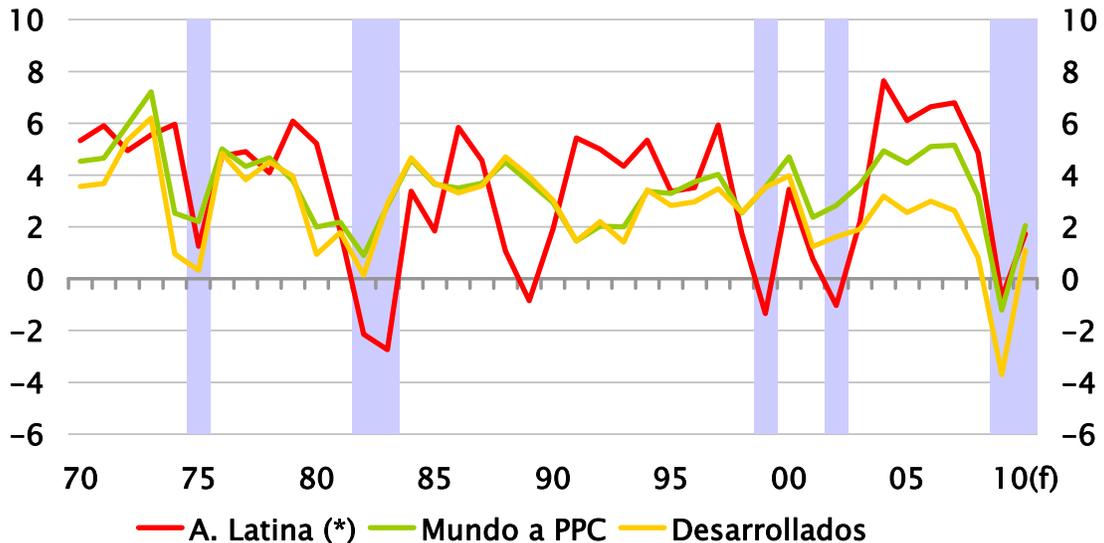
Gráfico 1  
Países que registran caída en el PIB real en el cuarto trimestre del 2008 (\*)  
(porcentaje de la muestra total)



(\*) Se considera el PIB trimestral anualizado para una muestra de 29 países desarrollados y emergentes.

Fuente: Banco Central de Chile.

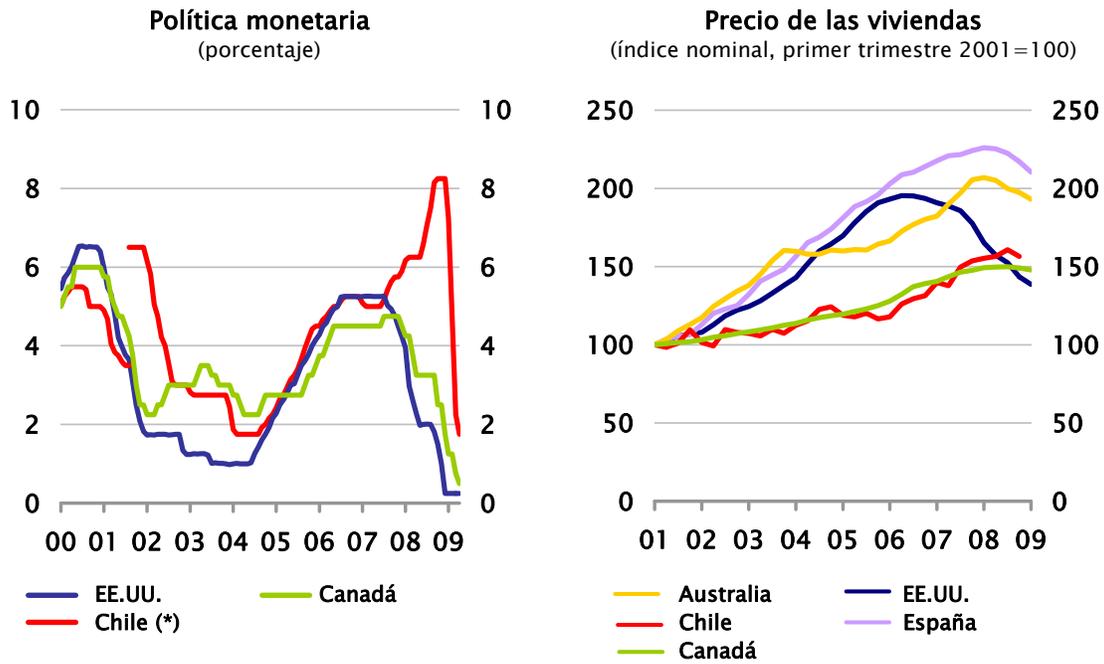
Gráfico 2  
PIB  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Corresponde al promedio simple de las variaciones anuales del PIB de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela.

Fuente: Banco Central de Chile en base a bancos de inversión, Consensus Forecast y FMI.

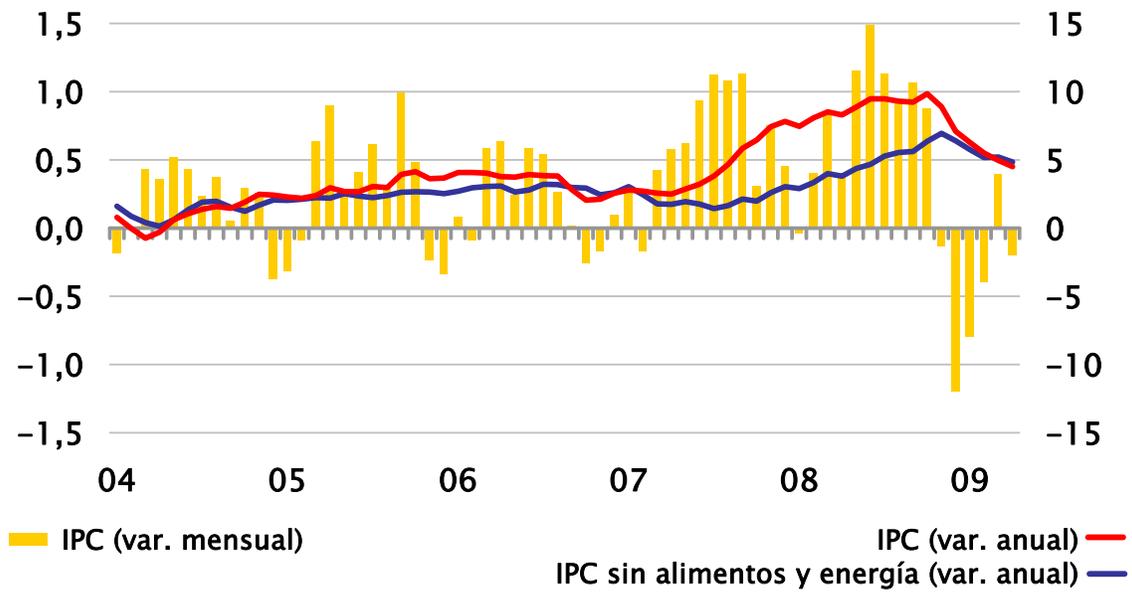
Gráfico 3  
Política monetaria y precio de las viviendas



(\*) A partir de agosto del 2001 la TPM corresponde a una tasa de interés nominal, previo a ese fecha corresponde a una tasa reajutable.

Fuentes: Banco Central de Chile, Banco de Canadá, Bloomberg y Reserva Federal Estados Unidos.

Gráfico 4  
Inflación  
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.