

## **INTRODUCCIÓN A LA PRESENTACIÓN DEL LIBRO MONETARY POLICY UNDER FINANCIAL TURBULENCE**

José De Gregorio  
Presidente  
Banco Central de Chile  
14 de Marzo de 2011

Es para mi un agrado dirigirles unas breves palabras con motivo del lanzamiento del libro *Monetary Policy under Financial Turbulence* editado por Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia, el cual reúne los trabajos presentados en la Conferencia Anual del Banco Central de Chile del año 2009 y corresponde al volumen número 16 de la serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas”. Esta serie, que partió el año 2001, ha revisado diversos temas con profundidad y seriedad académica, convirtiéndose en una importante contribución al conocimiento de temas económicos y financieros relevantes para cumplir con los objetivos del Banco Central.

Al momento de la conferencia, la crisis financiera que comenzó en el 2007 había llevado a la economía mundial a una situación crítica y a los economistas a plantearse preguntas sobre las causas, las consecuencias y las políticas económicas a seguir para paliar los efectos de la misma.

En muchos aspectos todavía no se ha terminado de dilucidar las consecuencias de las políticas seguidas en el mundo. Sin embargo, existe hoy en día algún consenso sobre los shocks que originaron la crisis, los mecanismos de transmisión de los mismos y las políticas económicas seguidas, especialmente por parte de los Bancos Centrales. En todos estos aspectos se otorga un rol más relevante a las imperfecciones financieras y a las instituciones que lo que se hacía anteriormente.

Si bien las causas de la crisis podrían ser similares a las de eventos anteriores, en esta oportunidad el shock inicial encontró un ambiente con características novedosas en lo que se refiere a instrumentos e instituciones financieras que permitió la expansión de dicho shock de una manera sin precedentes.

El desarrollo de productos de ingeniería financiera como “Collateralized Debt Obligations” o los “Credit Default Swaps” permitió a los bancos moverse a un esquema donde los riesgos implícitos en determinados activos se incorporaban en instrumentos que permitían pasar el riesgo a otros agentes. Este proceso y el hecho de que los bancos hayan recurrido crecientemente a deuda de menor plazo para financiar sus activos, contribuyó a la creación de un ambiente financiero frágil. Por supuesto que una regulación del sector financiero que no ha sabido interpretar estos desarrollos y los incentivos que originaban no evitó la ocurrencia y propagación de la crisis.

La crisis ha originado el desarrollo de pensamiento novedoso en lo que respecta a los factores que originaron la crisis, los mecanismos amplificadores del shock inicial y el tipo de políticas que los gobiernos y Bancos Centrales debiesen seguir para hacerle frente. Los

trabajos que componen este volumen se refieren a estas preguntas desde distintas perspectivas. Los mismos pueden ser agrupados en cuatro grupos principales. El primer grupo, que incluye los trabajos de Allen y Carletti y de Eichengreen, identifica las causas y relaciona esta crisis con crisis anteriores. Un segundo grupo, formado por los trabajos de Claessens y coautores, Catao y Pagan, Rebucci y coautores y Caputo y coautores, se focaliza en el rol de las imperfecciones del mercado financiero en la propagación de la crisis. Por su parte, un tercer grupo se focaliza en las políticas monetarias y fiscales a seguir en tiempos difíciles. En este grupo se incluyen los trabajos de Céspedes y coautores, de Calani y coautores, de Devereux y de Leeper. Finalmente, el último trabajo, de Xavier Vives, se concentra en la estabilidad financiera y sus implicancias para la política monetaria y la estabilidad macroeconómica.

La magnitud de la crisis demandó el uso de políticas fiscales y monetarias expansivas por parte de los países desarrollados y en desarrollo. Estas políticas se llevaron a cabo por medio de instrumentos no convencionales que habían sido usados en muy escasas oportunidades con anterioridad. Con respecto a la política monetaria, conducirla a través del control de la tasa de interés, dejó de ser viable porque la misma alcanzó un límite inferior cercano a cero y hubo que recurrir al otorgamiento directo de liquidez a los bancos que la necesitaran. Esta política fue seguida en varios países que siguen el esquema de metas de inflación como es el caso de Chile como se muestra en la evidencia presentada en el trabajo de Calani, Cowan y García en este volumen. Estos autores concluyen que el esquema de metas de inflación ha sido lo suficientemente flexible para permitir expansiones monetarias por medio de instrumentos no convencionales.

Adicionalmente a la política monetaria expansiva varios países recurrieron a expansiones fiscales para agregar impulso a la economía. Aunque la mayoría concuerda en que la situación hubiese empeorado aún más si no se empleaban estas políticas, existe debate acerca de su efectividad y la mejor manera de conducirla, por ejemplo, si se deben financiar con impuestos o emisión de deuda. En este sentido Devereaux en este volumen analiza un modelo donde no se cumple la equivalencia Ricardiana y concluye que en situaciones donde la tasa de interés se encuentra en el límite inferior, la política fiscal es más expansiva si se financia mediante aumento del déficit público en vez de aumentando impuestos.

Todavía el tiempo transcurrido desde la implementación de tales políticas no ha sido el suficiente para permitir tener una perspectiva que permita conocer la totalidad de sus efectos. Sin embargo, un punto del que debemos ocuparnos ahora es pensar como se deben revertir esas significativas expansiones fiscales y monetarias, en particular en economías que se encuentran en una sólida fase de expansión con riesgos inflacionarios. Relacionado a este punto, Leeper en este volumen analiza la interacción entre la política monetaria y la fiscal en un escenario donde esta última ha alcanzado un límite. En este escenario un esquema como el de metas de inflación no sería útil para anclar las expectativas de inflación. Leeper analiza el caso de Estados Unidos y de Chile y concluye que en nuestro país, a diferencia de Estados Unidos, la situación fiscal permite el uso de un esquema de metas de inflación para anclar las expectativas.

Pese a que hoy las turbulencias financieras han disminuido existen riesgos latentes que deben mantenernos alerta para actuar con prontitud como lo hemos hecho en el pasado. En

este sentido el presente libro es una importante contribución al entendimiento de las causas y consecuencias de dichas turbulencias y al análisis de las políticas económicas a seguir. Todo esto con el objetivo de mantener la estabilidad financiera y diseñar políticas macro-prudenciales.

Finalmente, quiero agradecer a los editores del libro Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia y a Yan Carriere-Swalow por haber preparado este libro.

Muchas gracias.