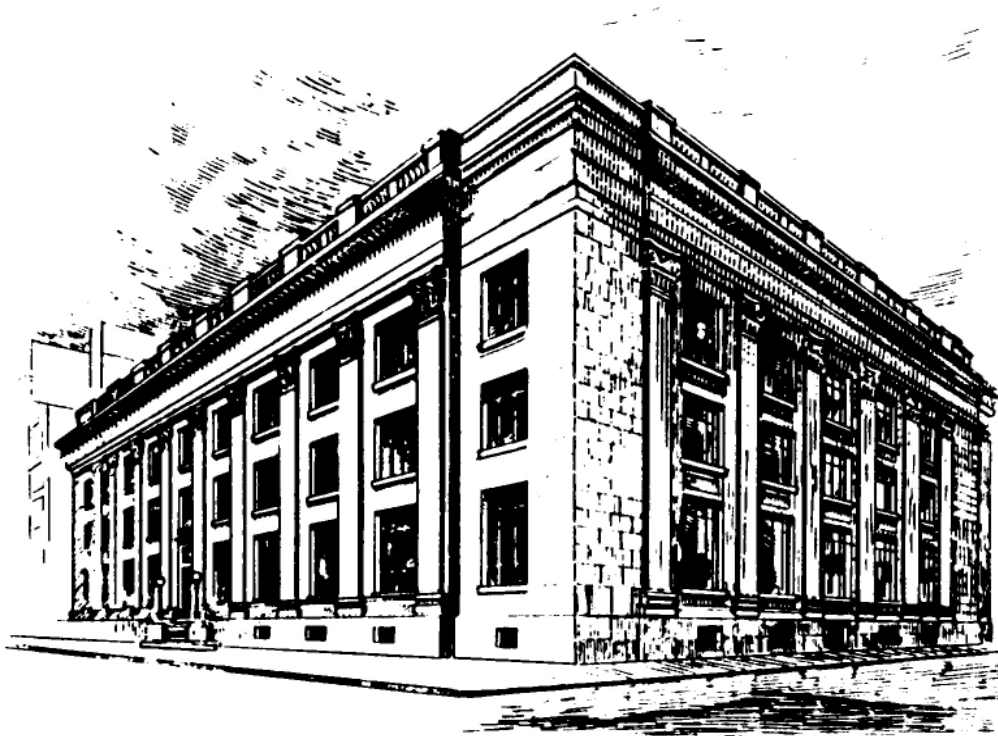


DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



El Rol de los Bancos Centrales tras la Crisis Financiera

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile

N.º 36 - Junio 2010

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

EL ROL DE LOS BANCOS CENTRALES TRAS LA CRISIS FINANCIERA

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Junio 2010

Resumen

La reciente crisis financiera global trajo como respuesta un período de activismo sin precedentes por parte de los bancos centrales. Esto contrasta con lo vivido durante el periodo de la “gran moderación”. El drástico cambio de escenario ha motivado una discusión respecto del rol de los bancos centrales en la nueva era. Por un lado, se plantea que los bancos centrales olvidaron una tarea fundamental en su mandato: la estabilidad financiera. Por otra parte, se argumenta que los bancos centrales fueron imprudentes al suponer que el manejo adecuado de la tasa de interés era suficiente para estabilizar simultáneamente el nivel de precios y el sistema financiero. En este documento se analizan dos temas cruciales de esta discusión: el nuevo rol de la banca central después de la reciente crisis financiera, y la interacción entre los objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera. Se argumenta que la fragilidad financiera explicó gran parte del origen de la crisis, y que dicha fragilidad tuvo más que ver con mala regulación que con política monetaria. Desde una perspectiva ex-post, los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera son en general coherentes. Sin embargo, desde una perspectiva ex-ante ambos objetivos podrían no estar perfectamente alineados, lo que refuerza la necesidad de fortalecer y ampliar los instrumentos de regulación financiera prudencial.

Introducción

La crisis financiera global del 2008-2009 trajo como respuesta un período de activismo sin precedentes por parte de la banca central. Muchos bancos centrales, en especial en el mundo desarrollado, implementaron diversas medidas de política. En todo el mundo se recortó la tasa de política hasta el mínimo posible y se proclamó el compromiso explícito de mantenerla en ese nivel mínimo por un tiempo prolongado. Algunos fueron más allá y agregaron la compra de instrumentos privados, créditos a instituciones financieras no bancarias e intervinieron en el mercado cambiario.

Todas estas acciones contrastan con la forma de conducción de la política monetaria durante la llamada “gran moderación” que partió a mediados de los años ochenta. Entonces, la mayoría de los bancos centrales solo utilizaron la tasa de interés de corto plazo para el logro de sus objetivos. El drástico cambio de escenario ha llevado a muchos observadores a argumentar que los bancos centrales olvidaron una tarea

* Corresponde a una traducción del documento “The Role of Central Banks after the Financial Crisis”, presentado en la Conferencia Internacional 2010 del Banco de Corea, 31 de mayo y 1 de junio en Seúl. Agradezco a Luis F. Céspedes y a Kevin Cowan por valiosos comentarios y discusiones.

esencial propia de su mandato —mantener la estabilidad financiera— y/o cometieron la imprudencia de pensar que un manejo adecuado de la tasa de interés de corto plazo bastaría para asegurar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera a la vez. Cualquiera haya sido el caso, dice este argumento, la crisis financiera global debería inducir a los bancos centrales a reevaluar su rol en esta nueva era.

Nadie duda que tengamos la responsabilidad de evaluar con cuidado los sucesos recientes. Es necesario para mejorar nuestra comprensión de la economía y para optimizar nuestro diseño de política macroeconómica, de modo de evitar las crisis, pero también para enfrentarlas de manera apropiada. En mi opinión, muchas de las lecciones no serán nuevas, sino que provendrán de experiencias previas, que han sido olvidadas en los círculos académicos y entre las autoridades de política en las economías industrializadas.

En una primera instancia, este trabajo comentará el nuevo rol de la banca central a la luz de la crisis financiera reciente, con la mirada puesta en los factores que la explican. Comprender estos factores es elemental para analizar si habría que modificar los objetivos de los bancos centrales y de qué manera, así como los eventuales dilemas entre objetivos distintos. Por último, se discutirá la interacción entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, y los desafíos que los nuevos tiempos plantean a la banca central.

¿Cuáles fueron las Causas de la Crisis Financiera?

Se acusa a múltiples factores como causantes de la crisis financiera del 2008-2009. Muchos culpan a la política monetaria. En mi opinión, si bien la política monetaria puede haber contribuido, su papel fue secundario¹. El argumento que culpa a la política monetaria de la actual crisis sostiene que tasas de interés bajas, sumadas a grandes superávits de cuenta corriente en las economías emergentes, en particular las asiáticas y las exportadoras de petróleo, crearon una sobreabundancia de liquidez que provocó incrementos excesivos en los precios de los activos, formando una burbuja. Este fenómeno fue especialmente agudo en el mercado inmobiliario. Al reventar la burbuja, vino la crisis.

El argumento se apoya en que la política monetaria no actuó en forma oportuna y permitió que se acumularan grandes desequilibrios. Sin embargo, un alza exagerada en los precios de los activos no necesariamente desemboca en una crisis como esta. Más aun, los sistemas financieros de la mayoría de las economías emergentes demostraron su resiliencia a pesar del fuerte relajamiento monetario ocurrido previo a la crisis. Para que se produzca una crisis financiera se requiere la combinación de dos factores: un alza desmedida de los precios de un conjunto de activos que tarde o temprano se tendrá que revertir, y un sistema financiero vulnerable al colapso de estos precios.

En la crisis reciente, los activos afectados fueron las viviendas y los instrumentos de crédito estructurados. Las principales vulnerabilidades surgieron de la exposición de instituciones muy apalancadas —muchas de las cuales presentaban un importante descalce de plazos— respecto de estos activos. La combinación de estos factores

¹ Para una visión más detallada, ver De Gregorio (2010).

configuró un grado de vulnerabilidad que ni los mercados ni los reguladores previeron. Por lo tanto, se debe prestar especial atención a la fragilidad que acompañó el proceso; tanto a los factores que distorsionaron los precios de los activos como a los que amplificaron la crisis cuando se produjo el ajuste. Permítanme referirme brevemente a dos de ellos:

El primero es la innovación financiera. A pesar del fuerte debate público y las críticas, pienso que la innovación financiera esencialmente mejora el bienestar. Sin embargo, no debemos olvidar que también puede entregar una oportunidad para eludir las normas. La forma en que se usaron algunos activos securitizados es un claro ejemplo de este abuso. Se estructuraron de manera tal que los bancos mostraban en sus balances solo la parte segura y el resto lo vendían, con frecuencia a instrumentos fuera de balance, permitiendo que creciera el crédito sin una base sólida. Esto derivó en un exceso de demanda por ciertos activos securitizados, y en que intermediarios muy apalancados presentaran una exposición desmedida a ellos. Hacia delante, la innovación financiera deberá moverse a la par de la regulación para asegurar que agregue valor y no solo sea una forma de evadir la regulación, agravando la fragilidad financiera.

El segundo factor es la transformación de plazos de los activos. Si bien este elemento trae grandes beneficios, también tiene riesgos de liquidez significativos. Por mucho tiempo hemos visto su vulnerabilidad en presencia de shocks agregados; de hecho, muchos países pagaron caro este riesgo antes de que se estableciera que los bancos centrales proveyeran liquidez agregada. Sin embargo, en muchas economías de alto ingreso el banco central se concentraba en regular y proveer facilidades de liquidez para los bancos de depósito, dejando fuera un gran segmento del sector financiero, y generando un desarrollo sustancial de la transformación de liquidez no bancaria como por ejemplo instrumentos de inversión especiales, fondos mutuos monetarios y bancos de inversión. Cuando se evaporó la confianza en el valor de los activos subyacentes en manos de estos intermediarios, muchos se encontraron de un momento a otro incapaces de servir sus obligaciones, lo que en varios países obligó al banco central no solo a alargar los plazos y aumentar las garantías para la provisión de liquidez, sino también a buscar formas de aumentar la liquidez hacia los agentes no bancarios.

Con esto no estoy sugiriendo que la solución óptima sea simplemente agrandar la red de seguridad de liquidez. Sabemos que esto traería serios problemas de riesgo moral. Sin embargo, creo necesario conocer qué agentes juegan este rol, y considerar la regulación prudencial y la provisión de liquidez *ex-post* si estos son sistémicos (y si tenemos el mandato). En muchas economías de mercado emergentes (EME) estamos muy conscientes de los riesgos asociados al cambio en el plazo de los activos, en particular cuando se hace en moneda extranjera. Como medida precautoria, la mayoría de las EME ha acumulado reservas internacionales en cantidades significativas.

Lo anterior no implica que la política monetaria no influya en la creación de burbujas. Claro que puede, pero no tanto a través del nivel de la tasa de interés sino mediante la estrategia de política monetaria con que se enfrenta una perturbación financiera. Me refiero al popular *Greenspan put*. Esta estrategia de relajar la política monetaria cuando la burbuja ya ha reventado ciertamente aumenta la probabilidad de que se creen burbujas. Pero si bien la estrategia de limpiar tras el desastre funcionó en algunos casos previos, falló en forma estrepitosa en el peor colapso en décadas. Volveré a este punto más adelante.

En resumen, la fragilidad financiera explica gran parte del origen y la magnitud de la crisis. Pero dicha fragilidad financiera tuvo más que ver con una mala regulación que con la política monetaria. Dicho esto, aún puede decirse que en este caso el pecado original fue un relajamiento de las responsabilidades de algunos bancos centrales sobre la estabilidad financiera, y una incapacidad de los organismos reguladores existentes para monitorear adecuadamente la estabilidad del sistema financiero.

Objetivos de los Bancos Centrales

Dada la magnitud de la crisis financiera que vivimos, siempre surge la discusión de si los objetivos de los bancos centrales eran los correctos o habría que modificarlos. Como se sugirió más arriba, la crisis tuvo como su primera causa una mala implementación de una tarea esencial de los bancos centrales. Sin embargo, antes de examinar los desafíos que plantea la implementación de las políticas del banco central, me parece útil evaluar primero sus objetivos actuales.

¿Debería cambiarse el objetivo de estabilidad de precios? A grandes rasgos, la respuesta es no. Para empezar, un banco central necesita tener un mandato claro de proteger la estabilidad de precios. La inflación es costosa y debería evitarse, tarea que debe hacer la autoridad monetaria. Aquí permítanme referirme brevemente a algunas propuestas de aumentar la meta de inflación para evitar la posibilidad de llegar al límite inferior de la tasa de política monetaria y caer en una trampa de liquidez. Nuestra bien ganada experiencia nos dice que podemos tener una meta de inflación relativamente baja (digamos, 2 a 3%) y aún ser capaces de manejar los desafíos que impone el límite inferior de la tasa de interés. De hecho, ningún mercado emergente estuvo limitado por una inflación muy baja para aplicar una política monetaria expansiva. El enorme relajamiento monetario aplicado en América Latina fue posible precisamente gracias a que en el último par de décadas habíamos logrado dominar la inflación.

El elemento crítico cuando las tasas de interés están en su límite inferior es la credibilidad de la política monetaria. Si la autoridad monetaria es capaz de comprometerse a mantener baja la tasa de interés por todo el tiempo que se requiera para estimular la economía, el tema del nivel de la meta inflacionaria pierde relevancia. La credibilidad permite mayores grados de flexibilidad, la que en este caso incluye el conjunto de medidas que muchos bancos centrales tomaron para hacer frente a la necesidad de dar un impulso a la economía cuando ya no se podía reducir más la tasa de política².

Déjenme hacer un punto más sobre la propuesta de tener una meta de inflación más alta. Si para las economías desarrolladas la propuesta es tener una meta de inflación de, digamos, 4%, para las economías emergentes de mercado debería ser, presumiblemente, mayor aún, teniendo en cuenta que los shocks que las afectan son más severos. Pero con una meta de inflación de 4% o más, no podemos obviar que van a surgir mecanismos para recuperar automáticamente el poder de compra. No es difícil imaginar un escenario con más inercia salarial asociada a la indexación. Adicionalmente las expectativas

² Para más sobre la política monetaria en el límite inferior, ver Bernanke y Reinhart (2007), Bernanke (2009) y Murray (2009).

inflacionarias se podrían volver más volátiles. Así se disminuirían las ganancias que llevaron a elevar la meta inflacionaria en primer lugar.

Un compromiso creíble con una inflación estable también trae más estabilidad al ciclo económico, mitigando las costosas fluctuaciones del desempleo. De hecho, una de las razones por las que la economía global pudo vivir la gran moderación por un largo período fue el buen manejo de la política monetaria; no fue solo buena suerte³. De ahí que el compromiso creíble con la estabilidad de precios aumenta el bienestar, pues quita volatilidad tanto a la inflación como al desempleo.

A pesar del amplio consenso que existe sobre la necesidad de preservar la estabilidad de precios como objetivo central de la política monetaria, algunos analistas proponen extender el concepto e incluir los precios de los activos. Cuando permitieron que estos precios se desviaran de sus fundamentos en forma significativa, los bancos centrales sembraron las semillas de la crisis financiera. En consecuencia, se ha dicho que la política monetaria debería tomar en cuenta los precios de los activos. A mí este enfoque me parece muy estrecho. Como ya mencioné, la crisis financiera no se debió solo al reventón de la burbuja de los precios de los activos, sino también —y principalmente— a su interacción con la fragilidad del sistema financiero. Las burbujas en precios de activos y la fragilidad financiera son parte de un concepto más completo, y más complejo: la estabilidad financiera. No es tan sencillo tratar una burbuja de los precios de los activos con las herramientas de política monetaria.

Menos aun en economías pequeñas y abiertas. El aumento de la valorización de los activos en estas economías normalmente obedece a una gran apreciación cambiaria que viene aparejada con una abundante entrada de capitales. Un intento de estabilizar los precios de los activos vía la política monetaria podría resultar contraproducente, ya que al aumentar la tasa de interés para contener el alza de los precios de los activos podría atraer más entrada de capitales y operaciones de *carry trade* que podrían apreciar la moneda aun más.

En cuanto al rol de los bancos centrales en la estabilidad financiera, el cambio debería originarse no en la necesidad de tener este mandato sino en la forma de definirlo y la prioridad que se le asigne. No olvidemos que los bancos centrales han tenido un papel histórico en la estabilidad de la banca tradicional. Sin embargo, la actual crisis nos demuestra que tenemos que revisar con cuidado esta estrecha definición de estabilidad financiera, o como mínimo reconocer que es imposible proteger a la banca tradicional sin asegurar el buen funcionamiento de otros mercados o intermediarios financieros claves.

Definir “estabilidad financiera” y luego monitorearla no son tareas sencillas. Los bancos centrales han hecho grandes esfuerzos para mejorar el monitoreo del sistema financiero con sus informes de estabilidad financiera. A partir de nuestra experiencia reciente sabemos que se necesita monitorear de cerca los precios de los activos, los flujos de capitales y los déficits de la cuenta corriente. Además es necesario trabajar duro en el monitoreo de las vulnerabilidades de los agentes tanto bancarios como no bancarios, lo que incluye intermediarios financieros, empresas y hogares. Por último, comprender las interconexiones del sistema financiero, ya sea a través de sus balances, los mercados de

³ Galí y Gambetti (2009) presentan evidencia para Estados Unidos, y De Gregorio (2008), para mercados emergentes.

activos o la percepción de riesgo, es otro componente clave del monitoreo de la estabilidad financiera. Los desafíos que la tarea plantea son además de conceptuales, también prácticos, ya que a menudo nos apoyamos en herramientas estadísticas que apuntan más a capturar las tendencias macroeconómicas y son menos adecuadas para analizar la distribución completa y, en particular los riesgos de sus extremos, que son cruciales para el análisis de la estabilidad financiera.

Aunque la mayoría de los bancos centrales tienen como objetivo explícito la estabilidad financiera, para algunos este tema fue secundario por muchos años, ya que el PIB crecía con fuerza y la banca y las empresas mostraban balances sanos. Las cosas han cambiado en forma dramática. Desde el año pasado, la estabilidad financiera se convirtió en el principal elemento de la gestión de política monetaria en los países desarrollados. Debería conservar su lugar prioritario en conjunto con la estabilidad de precios en el futuro, para que eventos como los recientes no se repitan.

La Interacción entre la Estabilidad de Precios y la Estabilidad Financiera

Probablemente el principal desafío que surge de la crisis reciente esté en la conducción de las políticas por parte de los bancos centrales, en particular en la interacción entre los dos objetivos fundamentales que mencioné antes, los cuales son la estabilidad de precios y la estabilidad financiera.

Comenzaré por comentar la interacción entre la estabilidad financiera y de precios en tiempos normales, es decir, antes de la ocurrencia de un período de turbulencia financiera como el que vimos a fines del 2008.

En muchos casos, no hay conflicto entre fijar la tasa de interés de corto plazo para lograr la estabilidad financiera y la estabilidad de precios. Por ejemplo, frente a un cambio en la percepción del ingreso futuro que lleva a aumentar el consumo, el endeudamiento y la inflación, un alza de la tasa favorecería ambas, la estabilidad financiera y la estabilidad de precios.

En muchos otros casos, sin embargo, la decisión óptima de política para lograr estabilidad financiera y estabilidad de precios entra en conflicto y por lo tanto se necesitan herramientas adicionales. Estos últimos casos caen en dos categorías.

La primera es cuando el propio marco de política monetaria puede amplificar las vulnerabilidades financieras. Los agentes financieros consideran las distribuciones de los precios de los activos para determinar su exposición al riesgo, y según esta ajustan sus portafolios en función del marco de política. El problema es que las políticas no siempre pueden asegurar la estabilidad cuando se enfrentan a un shock poco común, que puede incluso requerir un cambio del régimen de política. Se pueden citar importantes ejemplos de este tema.

Uno de ellos es el descalce cambiario. En los años ochenta y noventa, muchas economías emergentes instauraron sistemas cambiarios que limitaban o eliminaban por completo la percepción de riesgo cambiario. El objetivo era, en la mayoría de los casos, reducir la inflación, algunos consiguieron un éxito notable de este. Sin embargo, no de forma sorprendente, las empresas, los hogares y los intermediarios financieros eran

renuentes a cubrirse contra el riesgo cambiario en este escenario, y acumulaban obligaciones en moneda extranjera para financiar sus activos en moneda local. Cuando un shock externo, o una desalineación cambiaria creciente, obligaba a los países a liberar el tipo de cambio, el valor de las deudas se disparaba y detonaba una crisis financiera de proporciones, como fueron la de Chile en 1982 y la de Argentina en el 2002. De hecho, en estos casos también está el tema del riesgo moral, puesto que los descalces cambiarios tienden a exacerbarse frente a la promesa de mantener fijo el tipo de cambio; si ocurre una modificación, la autoridad tendrá que salir al rescate de quienes creyeron en su compromiso.

El popular *Greenspan put* es otro ejemplo. Esta estrategia de relajar la política monetaria después de que explota la burbuja —aunque es plenamente coherente con la estabilidad de precios— incentiva a los intermediarios financieros, empresas y hogares a tomar más riesgo. La realidad demostró que esta estrategia no es siempre la más aconsejable.

Otro ejemplo más sobre el rol de las políticas del banco central en la toma de riesgo es la propia “gran moderación”. Hay un interesante hecho estilizado común a los bancos de distintos países. En aquellas economías donde el PIB es más volátil, el apalancamiento bancario es menor, y los bancos (sea por propia elección o por regulación) provisionan más capital para hacer frente a la incertidumbre⁴. Siendo este el caso, no es difícil imaginar que un período de volatilidad decreciente de precios y de producto lleva a mayor toma de riesgo en varias economías.

Cuando digo esto no estoy sugiriendo que deberíamos apuntar a tener más volatilidad. Pero tenemos que reconocer el impacto que tiene la estabilidad de precios sobre las vulnerabilidades o la fragilidad financiera, y ajustar la regulación financiera en consecuencia.

Permítanme hacer referencia a una segunda fuente de conflicto entre las políticas de tasas de interés que tienen como objetivo la estabilidad de precios y la estabilidad financiera: una innovación que al mismo tiempo genera un aumento de la demanda agregada que se convierte en una amenaza para la estabilidad financiera y que coincide con un shock positivo de oferta agregada. Me vienen a la mente dos ejemplos. El primero es la preocupación actual sobre la entrada de capitales y la estabilidad financiera. Muchos han argumentado —y creo con razón— que una entrada abundante de capitales podría llevar simultáneamente a un aumento de la fragilidad financiera sin causar un problema inflacionario debido a la apreciación de la moneda local. La reacción correcta en función de la estabilidad de precios —mantener condiciones monetarias expansivas— no es necesariamente la mejor para la estabilidad financiera. El segundo ejemplo es la creación de condiciones para la crisis financiera de Estados Unidos y Europa. Una de las razones por las que la política monetaria no reaccionó frente al creciente endeudamiento hipotecario fue que los factores de oferta globales habían estado empujando los precios hacia abajo.

Los bancos centrales necesitan supervisar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Un instrumento (la tasa de interés) suele ser insuficiente para perseguir dos objetivos a la vez. En términos más generales, los dos objetivos deberían abordarse con

⁴ Capítulo V, Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre de 2009, Banco Central de Chile. http://www.bcentral.cl/publicaciones/politicas/pdf/ief2009_1.pdf

más de un instrumento. Cuál se escoja dependerá tanto de la causa de la fragilidad financiera como del marco institucional de cada país. De partida, los bancos centrales deberían trabajar de cerca con supervisores “microprudenciales”, comunicándose los riesgos potenciales de modo de incorporarlos al proceso de supervisión o a las modificaciones de la normativa. Una burbuja inmobiliaria regional sería un buen ejemplo de este tipo de coordinación, con supervisores ajustando sus provisiones según se necesite. Además, los bancos centrales deberían considerar la regulación macroprudencial que ajusta las normas sobre capital, liquidez o calidad de los activos a lo largo del ciclo o en períodos en que aumenta la toma de riesgo.

Finalmente, los bancos centrales no deberían descartar modificar la composición de su propio balance para “corregir” los precios de los activos financieros cuando estos están alentando la creación de vulnerabilidades en el sistema financiero. En las economías emergentes, este es el típico caso de un *boom* que presenta señales de que la moneda se puede estar fortaleciendo más allá de sus fundamentos, en cuyo caso un mecanismo de autoseguro, como la acumulación de reservas, puede ayudar a moderar la transición y a preparar la economía para una posible reversión de los flujos de capitales. En Chile, hemos intervenido en tres ocasiones en el mercado cambiario desde que se liberó el tipo de cambio en 1999. En las dos primeras (el 2001 y el 2002), eventos en los mercados financieros mundiales llevaron a rápidas depreciaciones, desacopladas de los fundamentales del tipo de cambio local. La última vez, el 2008, se consideró prudente acumular reservas en un período en el que el tipo de cambio estaba por debajo de sus fundamentos y los mercados financieros globales estaban bajo condiciones extremas de estrés.

Veamos ahora la interacción entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera desde una perspectiva *ex-post*, esto es, después de que el shock o crisis financiera ha impactado en la economía. Desde la perspectiva *ex-ante*, dijimos que ambos objetivos podrían no estar perfectamente alineados. Si lo miramos *ex-post*, ambos objetivos por lo general son coherentes, lo que refuerza la necesidad de fortalecer la dimensión *ex-ante* de la estabilidad financiera.

Supongamos que un shock financiero (de carácter local o externo, basado en los fundamentos o por simple contagio) golpea la economía. Este shock generará un incremento del costo del capital, reduciendo la inversión y la demanda agregada. La menor demanda agregada reducirá el producto y por lo tanto también aminorará las presiones inflacionarias. Este ejemplo muestra que el manejo de este shock financiero es típicamente —y será explícito en esta condicionalidad— coherente con perseguir la estabilidad de los precios y del producto a la vez. Desde esta perspectiva *ex-post*, estabilidad de precios y estabilidad financiera se pueden abordar en forma simultánea.

Los instrumentos con que cuenta la política monetaria para enfrentar estos shocks financieros dependen de la naturaleza de este. La dosis depende de las condiciones iniciales de la economía y de la magnitud de la perturbación. Un ejemplo simple es lidiar con la incertidumbre del mercado financiero que hace aumentar la demanda de liquidez, lo que exige que el banco central la proporcione. ¿Es esto coherente con la estabilidad de precios? Lo es, sin duda. Si el shock financiero es un colapso de los precios de los activos que debilita los balances y genera nuevas bajas en estos precios, la contracción económica resultante puede ser sustancial. La respuesta de la política

monetaria en este caso será reducir la tasa de interés, en coherencia con la estabilidad de precios (como muestran Bernanke y Gertler, 1999).

En los casos mencionados, las intervenciones de política bajo estrés financiero, ya sea como prestamista de última instancia (inyecciones de liquidez), como por la vía de la tasa de interés, son coherentes con la estabilidad de precios y con la estabilidad financiera. Pero puede darse el caso de que la magnitud del shock financiero sea tan grande que ni una ni otra se pueda lograr. El problema no es que ambos objetivos sean mutuamente excluyentes, sino que la perturbación es demasiado severa como para que se pueda manejar con las herramientas habituales. Aun así, el hecho de que no se pueda alcanzar las metas dentro del “horizonte de política” no significa que la política monetaria no pueda ser efectiva reduciendo los costos de la crisis. Si algo, la pérdida de producto asociada a la crisis financiera global ha sido —hasta ahora— significativamente menor que en episodios comparables anteriores y la política macroeconómica tuvo mucho que ver en esto. Me gustaría referirme ahora al que llamo el nuevo conjunto de instrumentos y sus consecuencias en la política monetaria.

Hasta aquí hemos supuesto que el estrés financiero se puede manejar solo con los instrumentos “tradicionales”. Pero cuando el estrés es muy severo, puede ser necesario recurrir a medidas no convencionales. En particular, si el estrés financiero produce un daño sustancial a la intermediación financiera, los canales por los que operan los instrumentos tradicionales se cierran. Esto es una “crisis financiera”: una disrupción severa de la intermediación en los mercados financieros.

En este caso la respuesta de política dependerá de modo central del tipo de mercado financiero del que se trate. Durante la crisis reciente, vimos intervenciones directas de algunos bancos centrales en sus mercados financieros. A esta intervención directa se le ha llamado política de crédito. Como la intermediación financiera está paralizada, el banco central pasa a la acción y reemplaza a los intermediarios privados. Así, evita el colapso de la economía y una espiral deflacionaria con fuerza propia. En aquellos países donde los bancos son los principales intermediarios financieros, la política de crédito puede ser menos efectiva. Ese puede ser el motivo por el cual en ciertas economías emergentes, los bancos estatales aparentemente tuvieron un rol importante en la mitigación de la crisis. Y también el motivo por el que en el pasado una medida habitual tras una crisis financiera era intervenir la banca privada.

Volviendo a la política de crédito, esta ha generado un importante cambio en la composición del balance de los bancos centrales, necesario para financiar dichas operaciones. Este aumento (reservas) ha sido señalado como una fuente de incoherencia con la estabilidad de precios futura. Un aumento de la tasa de interés para asegurar la estabilidad de precios requerirá deshacer esas operaciones en el futuro, lo que puede poner en peligro la estabilidad financiera. Pero los bancos centrales que enfrentan este desafío tienen un instrumento que puede ser muy útil: su capacidad de pagar un interés sobre las reservas, distinto de la tasa de política. Este instrumento adicional debería bastar para asegurar una salida ordenada de su situación actual sin afectar la estabilidad de precios (véase Cúrdia y Woodford, 2010). Una vez más, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera *ex-post* son coherentes entre sí.

No obstante, algunos analistas sostienen que si alguna intervención de política no convencional se extiende demasiado, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera

pueden no ser coherentes desde una perspectiva intertemporal. Algunas dimensiones de la política monetaria no convencional, en particular la política de crédito, comprenden una dimensión fiscal. Se ha dicho que estos aspectos fiscales son una probable amenaza para la independencia de la política monetaria, por lo que ponen en peligro la estabilidad de precios (Goodfriend, 2010). Sin restarle importancia a estas preocupaciones, pienso que la respuesta clave para ellas sería fortalecer la independencia de los bancos centrales y generar sistemas financieros más resilientes, como vimos recién.

Quisiera volver al punto sobre la condicionalidad cuando se debe lidiar frente a shocks financieros y la estabilidad de precios. En el pasado, algunas economías emergentes fueron incapaces de implementar una política monetaria contracíclica. La razón fue que una política contracíclica implicaba depreciar el tipo de cambio, lo cual era percibido como un factor desestabilizador. Si los pasivos están denominados en una moneda extranjera debido a alguna inflexibilidad cambiaria *ex-ante*, y si el traspaso del tipo de cambio es alto porque la política monetaria es poco creíble, una depreciación del tipo de cambio aumenta la inflación y reduce el producto. Qué tan vulnerable sea la economía (en términos de un descalce cambiario y del traspaso de los movimientos cambiarios, en este ejemplo) hará una gran diferencia en cuanto a la reacción de la política. De modo similar, la estabilidad financiera *ex-ante* es crucial para reducir la vulnerabilidad de la economía frente a un shock. También lo será para reducir la fragilidad financiera.

Comentarios Finales

La economía mundial disfrutó de un largo período de estabilidad —con significativos beneficios asociados— antes de que explotara la crisis financiera. Mientras duró, tuvo un crecimiento alto y estable, con baja inflación. Sin embargo, este período de estabilidad también favoreció el que los mercados financieros se lanzaran en una búsqueda frenética de rendimiento sin prestar la debida atención al manejo de los riesgos. Dichos períodos de estabilidad, en los que la tarea de la política monetaria era fácil, plantean un importante desafío a las autoridades, a los legisladores y al sector privado para monitorear de cerca la formación de vulnerabilidades financieras.

Las economías emergentes hemos vivido períodos de bonanza que han derivado en graves desequilibrios que han desembocado en crisis y ajustes económicos muy costosos. Ahora fue el turno de los países industrializados. Hemos aprendido nuestras lecciones, y hoy nuestro desafío es restablecer la prosperidad con sistemas financieros más resilientes. Aquí la tarea de los bancos centrales es de vital importancia.

Referencias

Bernanke, B. y M. Gertler (1999), “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” en *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26–28 de agosto: 77-128.

Bernanke, B. y V. Reinhart (2007), “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates,” *American Economic Review* 94(2): 85-90.

Bernanke, B. (2009), “The Crises and the Policy Response,” presentado en el London School of Economics, 13 de enero de 2009, Londres, R.U.

Cúrdia, V. y M. Woodford (2010), “The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy,” mimeo, Columbia University.

De Gregorio, J. (2008), “La Gran Moderación y el Riesgo Inflacionario: Una Mirada desde las Economías Emergentes”, *Estudios Públicos*, N°110: 5-20, otoño. Versión en inglés, Banco Central de Chile, Documento de Política Económica N°24.

De Gregorio, J. (2010), “Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective,” *International Finance* 13(1): 141-156.

Galí, J. and L. Gambetti (2009), “On the Sources of the Great Moderation,” *American Economic Journal: Macroeconomics* 1(1): 26-57.

Goodfriend, M. (2010), “Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice,” mimeo, Carnegie Mellon University.

Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre de 2009, Capítulo V, Banco Central de Chile. http://www.bcentral.cl/publicaciones/politicas/pdf/ief2009_1.pdf

Murray, J. (2009), “When the Unconventional Becomes Conventional - Monetary Policy in Extraordinary Times,” Presentado en Global Interdependence Center, Filadelfia, Pensilvania, EE.UU.