

Breve resumen de los trabajos presentados en la IV Conferencia del IJCB

Los días 27 y 28 de Septiembre se llevó a cabo la cuarta conferencia anual del International Journal of Central Banking (IJCB) en instalaciones del Banco Central de Chile. En las siguientes páginas se describe brevemente los seis trabajos presentados en la misma y que van a ser incluidos en un volumen especial de dicho Journal.

I. Like a Good Neighbor: Monetary Policy, Financial Stability and the Distribution of Risk.

Autor: Evan F. Koenig.

Este artículo plantea que es conveniente utilizar como objetivo de política --monetaria ya que no analiza la fiscal—el nivel de ingreso nominal (PIB nominal) de una economía y no concentrarse únicamente en la tasa de inflación o el nivel de precios. Clave en el análisis es la existencia de manera exógena de un nivel constante de deuda nominal.

En un contexto donde la deuda está fija en términos nominales y se produce una caída en el nivel de precios, se gatillaría el proceso de “Debt Deflation” à la Fischer al aumentar la “incidencia” de la deuda (debt burden) en las hojas de balance de los deudores debido a la caída de sus ingresos nominales.

El artículo argumenta que esto no agota el análisis ya que la caída del ingreso nominal puede deberse a una caída en el precio o en cantidades. La sola variación de precios no es suficiente para generar problemas financieros. Si hay un shock negativo en el producto y el objetivo de política económica es únicamente relacionado a precios, todo el peso del ajuste recae en los deudores (no hay default en esta economía), en cambio si el objetivo es el producto nominal entonces el peso es repartido entre los acreedores y deudores, ya que, la caída en el producto originará un aumento en el nivel de precios de manera tal de alcanzar el nivel de ingreso nominal deseado.

De esta manera el valor real de la deuda es condicional a la realización de producto y no un valor fijo como en el caso donde la autoridad tiene como objetivo el nivel de precios. Hacer condicional al producto el valor real de la deuda introduce el concepto de pagos *contingentes al estado de la naturaleza* en el análisis lo que es asociado al concepto de mercados completos.

En un modelo de diversificación de riesgo (donde el shock es al producto del segundo y último período) muestra que, si existe deuda fija en términos nominales (la única fricción del modelo), entonces la política de usar como objetivo el ingreso nominal es capaz de alcanzar la misma asignación de riesgo entre deudores y acreedores que implicaría la presencia de mercados completos (Arrow-Debreu).

II. Capital Injection, Monetary Policy and Financial Accelerators.

Autores: Hirakata, Sudo and Ueda.

El punto del paper es analizar las implicancias sobre el bienestar de seguir una regla de Taylor que incorpore los spreads entre sus argumentos y de seguir una política de inyección de capital. Los autores motivan el trabajo en las reacciones que tuvieron los bancos centrales en la crisis del 2008-2009 cuando siguieron políticas monetarias no convencionales.

El análisis se hace a través de un modelo DSGE con restricciones de liquidez que afectan a los intermediarios financieros y a los inversores (“credit chain constraints”). Calibrando el modelo para Estados Unidos encuentran que una regla de Taylor que reaccione al spread mitiga los efectos de los shocks si estos vienen acompañados de un incremento en el mismo (un shock negativo al TFP o “net worth”) y los amplifica si el shock se reduce con el spread (incremento en costos de ajustes de la inversión). Consecuentemente, si el objetivo de política es amortiguar los efectos de shocks, usar una regla de Taylor de este tipo no es conveniente en todos los casos. También encuentran que las inyecciones de capitales ayudan a la economía a enfrentar ambos tipos de shocks (es expansiva en ambos casos).

III. Financial Frictions and Credit Spreads.

Autores: Pang and Siklos.

El objetivo de este paper es analizar la reacción y volatilidad de los spreads ante shocks a la Productividad Total de Factores (TFP) y shocks relacionados con un default. Adicionalmente analizan los efectos de políticas de “quantitative easing” (QE) y de “credit easing” (CE). QE es modelado como crédito que otorga el Banco Central a los intermediarios financieros mientras que el CE es modelado como crédito directo otorgado por el Banco Central al sector privado.

El análisis se basa en un trabajo de Curdia y Woodford que plantea un modelo DSGE con fricciones financieras donde la principal fricción es el costo relacionado a la actividad de intermediación financiera.

Aunque la magnitud de respuesta a los dos tipos de política difiera de acuerdo a si los shocks son a la TFP o relacionados a un default, los autores concluyen que CE es mejor que QE ya que en el primer caso se observa una disminución en el spread mientras que en el segundo se observa un incremento en el mismo.

IV. Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound?
Autores: Baumeister and Benati.

El paper trata de responder dos preguntas. La primera es qué tan efectivas fueron las políticas monetarias no convencionales en mitigar los shocks recesivos asociados a las crisis del 2007 y 2009. La segunda es acerca de la efectividad de las intervenciones cuando se alcanza el Zero Lower Bound.

Para responder estas preguntas realizan un análisis utilizando Vector Auto Regressions (VARs) donde estudian los efectos macroeconómicos de una reducción en el spread de bonos de largo plazo en el contexto de la crisis en Estados Unidos e Inglaterra (la disminución en los bonos de largo plazo cuando la tasa de política monetaria está fija se la identifica con el Zero Lower Bound (ZLB)).

Dos resultados emergen del trabajo. El primero es que dicha reducción de spreads tiene un efecto positivo en el crecimiento e inflación en los países mencionados mientras se encontraron en la ZLB. El segundo resultado es que del análisis contra-factual se desprende que las políticas monetarias no convencionales han sido exitosas en mitigar significativamente los riesgos de deflación y colapso del producto.

V. House Prices, Credit Booms and Excess Volatility: Implication for Monetary and Macroprudential Policies.
Autores: Gelain, Lansing and Mendicino.

Los autores presentan un modelo DSGE donde existen algunos agentes que forman sus expectativas racionalmente y otros de manera adaptativa. Los autores argumentan, que la fricción adicional que implica tener estos dos tipos de agentes, origina un aumento en la volatilidad y la persistencia en el precio de las viviendas y la deuda de los hogares en relación al modelo estándar donde los agentes son en su totalidad racionales. La motivación de presentar un modelo con estas características es que la volatilidad observada en estas variables ha sido mayor en los datos para países industrializados que las que predicen los modelos estándares usados en la literatura.

En este contexto, se evalúan políticas económicas que pueden usarse para suavizar dicha volatilidad. En particular, las simulaciones muestran que una política de tasa de interés que responda al crecimiento en los precios de las viviendas o al crecimiento del crédito puede aumentar significativamente la volatilidad de la inflación.

Según este trabajo, tener como objetivo de política la relación entre préstamos e ingresos (LTI) reduce más la volatilidad del producto, la inflación y el consumo que tener como objetivo la relación entre préstamos y el valor de las viviendas (LTV).

VI. Global Imbalances and Taxing Capital Inflows.

Autores: Goodhart, Peiris and Tsomocos

Este paper plantea un ejemplo en un modelo de dos periodos donde se muestra que es mejor poner impuestos a los flujos de capitales que dejar que fluyan libremente. La distorsión que analizan es un costo de default que es proporcional al tamaño de la deuda. Como consecuencia de esto, el ejemplo muestra que es conveniente poner un impuesto al influjo de capitales de manera de desincentivar el influjo de capitales y tener un menor costo de default en el evento que este ocurra.