



# Lecciones de la Crisis para las Políticas Macro

Vittorio Corbo

14 de Abril de 2011

Clase Magistral inauguración del año académico  
en Facultad de Economía y Negocios Universidad  
de Chile



# 1. Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

---

- ✓ Hasta el 2007 se pensaba que ya habíamos aprendido todo en política monetaria (PM). Había un consenso sobre ciertos puntos básicos derivados de la teoría y la práctica:
  - ✓ La estabilidad de precios, esto es una inflación baja y predecible, tiene grandes beneficios;
  - ✓ No hay *trade-off* de largo plazo entre inflación y desempleo;
  - ✓ Las expectativas sobre el curso presente y futuro de la política monetaria afectan la evolución de la actividad económica;
  - ✓ La importancia del problema de inconsistencia temporal;
  - ✓ La política monetaria debe seguir una especie de regla de Taylor;

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

---

- ✓ La independencia del banco central mejora los resultados macroeconómicos;
- ✓ El compromiso con un objetivo o una meta de inflación promueve la estabilidad de precios y del producto;
- ✓ La importancia de la comunicación clara a los mercados y al público en general de la estrategia y las decisiones de PM.
- ✓ En los últimos 15 años estos principios han guiado la PM de la mayoría de los países industriales y emergentes, muchas veces utilizando un esquema de Metas de Inflación (MI) con flexibilidad cambiaria.

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

- ✓ La base analítica de una PM que sigue estos principios se puede derivar de un modelo Neo-Keynesiano básico (Walsh ,2009):

- ✓ Una curva IS aumentada en expectativas:

$$x_t = E_t x_{t+1} - (1/\sigma)(i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n)$$

- ✓ Una curva de Phillips *forward-looking*:

$$\pi_t = \pi^T + \beta(\pi_{t+1} - \pi^T) + \kappa x_t + \varepsilon_t$$

- ✓ Donde:  $x$  es la brecha de producto,  $i$  es la tasa de política,  $r^n$  es la tasa de interés real natural,  $\pi^T$  es la meta de inflación.

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

---

- ✓ En este modelo la transmisión de la política monetaria se hace a través de ajustes en la tasa de política, los que afectan la tasa de interés real por el ajuste lento de precios.
- ✓ En este tipo de modelos, frente a brechas de capacidad moderadas la política de estabilización por excelencia es la monetaria.
- ✓ Una limitación de estos modelos es que incorporan un módulo financiero muy rudimentario (paridad de tasas, estructura temporal de tasas y mercado monetario).

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

---

- ✓ Aunque la herramienta principal de la política monetaria es la tasa de interés, el marco completo de políticas macro/financieras incluye también disciplina fiscal y buena supervisión y regulación financiera.

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

---

- ✓ Con todo, en la crisis los países que tenían un esquema maduro de metas de inflación, con expectativas de inflación bien ancladas, pudieron utilizar exitosamente las políticas monetarias contracíclicas que exigían las circunstancias.
  - ✓ Lo anterior en adición a inyecciones de liquidez a instituciones solventes, uno de los roles tradicionales de todo banco central.
- ✓ Además de la política monetaria implementaron programas de compra de activos en un contexto de sustitución imperfecta con la intención de afectar su precio y el de activos sustitutos a través del rebalanceo de los portafolios.<sup>8</sup>



# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

---

- ✓ ¿Es necesario reformar este marco de política monetaria a la luz de la experiencia de la crisis reciente?
- ✓ A pesar del buen desempeño de la PM han surgido tres críticas a este *framework*:
  - ✓ El modelo de MI flexible pone demasiado énfasis en una variable no observable, la brecha de producto, la cual se mide con error y muchas veces experimenta grandes correcciones;
  - ✓ La política monetaria es poco efectiva cuando la tasa de interés real neutral y la meta de inflación son bajas;
  - ✓ En estos modelos el crecimiento del dinero y del crédito tienen un rol reducido en la proyección de inflación, pero pueden estar alimentando burbujas (BIS, Issing, ECB).

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

- ✓ Con respecto a la segunda crítica, frente a un shock en la tasa de interés real natural de equilibrio ( $r^n$ ) la política monetaria puede estabilizar el producto si la tasa de política se ajusta para que  $i_t - E_t \pi_{t+1}$  sea igual a  $r_t^n$ .
- ✓ Resolviendo el modelo anterior hacia delante se tiene que:

$$x_t = -(1/\sigma) \sum_{j=0}^{\infty} E_t (i_{t+j} - \pi_{t+j+1} - r_{t+j}^n)$$

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

- ✓ Así para determinar el efecto de la política monetaria en la demanda por producto lo que importa son las expectativas con respecto a la trayectoria de la política monetaria.
- ✓ Cuando hay una caída drástica en  $r_t^n$ , como en la Gran Recesión, la tasa de política tiene que reducirse para que  $i_t - E_{t,t+1}$  sea igual al reducido valor de  $r_t^n$ :
  - ✓ Pero este proceso se puede ver impedido por el límite que tiene  $i_t$  en cero;
  - ✓ Cuando se está cerca del límite un banco central con alta credibilidad puede influenciar  $E_{t,t+1}$  para así acercarse a  $r_t^n$  y de esa forma reducir la brecha de producto.
  - ✓ La alternativa de comprometerse con una mayor meta de inflación tiene costos que pueden superar sus beneficios.

# Lecciones de la Crisis para la Política Monetaria

---

- ✓ Modelos teóricos y de simulación muestran que cuando aumenta la probabilidad de que la tasa de política se enfrente con su límite de cero, la tasa de política debe bajarse agresivamente y comunicar su trayectoria más probable.
- ✓ Esto es lo que hicieron como respuesta a la crisis los bancos centrales tanto de países avanzados como de países emergentes.
- ✓ Adicionalmente, implementaron programas de compra de activos en un contexto de sustitución imperfecta con intención de afectar su precio y el de activos sustitutos a través del rebalanceo de los portafolios.



## 2. ¿Basta con preocuparse de la Inflación?

# ¿Basta con preocuparse de la Inflación?

---

- ✓ En cuanto a los objetivos de la política monetaria la discusión ha ido en varias direcciones: tasa de desempleo, crecimiento, precios de activos, estabilidad financiera.
- ✓ Una política monetaria de metas de inflación con un horizonte de política en torno a dos años acomoda una preocupación por el desempleo y el crecimiento.
- ✓ La preocupación por los precios de activos y la estabilidad financiera es algo nuevo que ha surgido de la crisis.

# ¿Basta con preocuparse de la Inflación?

---

- ✓ La estabilidad financiera depende principalmente de buen manejo macro (evitar crisis macro y desalineamientos pronunciados de precios claves), de los incentivos de los agentes y de la calidad de la regulación y supervisión financiera.
- ✓ Se critica que una PM orientada a alcanzar un objetivo o meta de inflación contribuyó a la crisis financiera al descuidar la evolución de los agregados monetarios y crediticios, lo que alimentó una burbuja en precios de activos.

# ¿Basta con preocuparse de la Inflación?

---

- ✓ La baja preocupación por los precios de activos iba más allá, y se basaba en el consenso de Jackson Hole (doctrina Greenspan/Bernanke):
  - ✓ (1) Bancos centrales no debieran perseguir un objetivo de precios de activos financieros, sino la estabilidad de precios;
  - ✓ (2) Es difícil identificar una burbuja de precios de activos. Más aún, el intentar pinchar una burbuja puede resultar muy costoso;
  - ✓ (3) Lo que si debieran hacer los bancos centrales es limpiar una vez que se revienta una burbuja con política monetaria y préstamos de liquidez para evitar la deflación.



# ¿Basta con preocuparse de la Inflación?

---

- ✓ Hubo algunas críticas a este consenso antes de la crisis(BIS), pero es después de la crisis que se hacen más fuertes y comunes (ECB, Issing):
  - ✓ Burbujas en precios de activos son generalmente precedidas por alto crecimiento del dinero y del crédito;
  - ✓ Asimetría en el actuar de los bancos centrales (no hacer nada cuando se está formando una burbuja y ayudar cuando revientan) alimenta mayores burbujas y exacerba los problemas de riesgo moral.

# ¿Basta con preocuparse de la Inflación?

- ✓ Se podría evitar la formación de burbujas controlando el crecimiento del dinero y del crédito, y con aumentos tempranos y moderados en la TPM.
- ✓ Con todo, lo más probable es que el crecimiento de los agregados monetarios y del crédito van a tener un mayor rol en los marcos de política monetaria (BIS, Blanchard, Blanchflower, Gieve, Wolf).
- ✓ Pero el instrumento de la tasa de interés tiene una efectividad limitada y va a tener que complementarse con una política macroprudencial contracíclica.
  - ✓ Basilea III incluye regulación macroprudencial.

# ¿Basta con preocuparse de la Inflación?

---

- ✓ En economías pequeñas y abiertas generalmente hay una preocupación adicional por la evolución del tipo de cambio real.
- ✓ Hay que ver cuál es la externalidad o distorsión que puede hacer que la trayectoria del TCR cree costos en bienestar (Caballero, 2011):
  - ✓ Muchas veces el acceso restringido a financiamiento dificulta el ajuste.
- ✓ Difícil pensar en que los controles de capitales sean la intervención óptima.



### 3. Lecciones de la Crisis para la Política Fiscal

# Lecciones de la Crisis para la Política Fiscal

---

- ✓ La política fiscal tiene un rol importante para la estabilización de corto plazo como suplemento de la política monetaria cuando ésta pierde efectividad (IMF 2010, Romer 2011).
- ✓ La magnitud de los multiplicadores, si bien no el signo, es condicional al estado de la economía y de la política monetaria (Romer, 2011, Solow, 2011).
- ✓ Programas de estímulo fiscal para hacer frente a brechas pronunciadas deben concentrarse en su efectividad en estimular demanda agregada, y en su reversión futura.

# Lecciones de la Crisis para la Política Fiscal

---

- ✓ Estos programas de estímulo pueden hacerse ex ante en forma endógena a la brecha de producto a partir de un cierto umbral(Solow, 2011).
- ✓ Es importante trabajar en consolidar la solvencia fiscal (y la estabilidad de precios) para poder disponer de espacio para utilizar programas de estímulo fiscal (y monetario) cuando las circunstancias lo puedan requerir.
- ✓ En la crisis reciente este fue un gran activo de Chile que le permitió utilizar en forma agresiva políticas monetarias y fiscales contracíclicas para defendernos de la Gran Recesión.

# Intervenciones del Gobierno durante la Crisis Financiera Global

	Suministro de Liquidez (% del PIB)	Cambio en la Tasa de Interés de Corto Plazo (% , 08/08-03/09)	Cambio en la Base o Reservas Monetarias (% del PIB)	Deuda Pública (% del PIB en 2006)	Estímulo Fiscal 1 (% del PIB)	Estímulo Fiscal 2 (% del PIB)
Argentina	0.0	-2.2	0.6	76.5	1.5	2.8
Brasil	0.5	1.7	-2.2	66.7	0.6	-0.4
Chile	0.0	4.3	0.0	5.3	5.0	9.6
China	0.0	1.4	0.0	16.5	4.4	3.5
Colombia	0.2	1.4	0.0	35.8	1.0	1.3
Filipinas	0.3	0.4	0.0	55.4	2.3	1.5
Indonesia	0.2	0.7	0.0	39.0	1.9	0.9
Malasia	0.0	1.0	-2.6	40.9	3.0	1.8
México	1.4	1.5	0.6	38.3	1.3	0.2
Perú	2.1	0.4	0.8	33.2	2.5	6.9
Polonia	1.4	2.1	0.0	47.8	1.0	4.1
Rusia	9.8	-5.7	0.0	9.1	1.7	7.2
Tailandia	0.0	1.8	0.0	25.1	2.4	1.6
Turquía	1.3	4.1	1.3	46.1	0.0	0.5

Fuente: IMF, Working Paper N°11/45, "The Real Effects of Financial Sector Interventions During Crises", Marzo del 2011

# Referencias

---

- ✓ Blanchflower, D. (2009), “The Future of Monetary Policy”. March 24. Página web Bank of England.
- ✓ Gieve, Sir John (2009), ”Seven Lessons from the Last Three Years”, February 19. Página web Bank of England.
- ✓ Bean, Charles et. al. (2010), “Monetary Policy After the Fall”, Conferencia Anual FED de Kansas City, Agosto 28. Página web Bank of England.
- ✓ Walsh, C. E. (2009), Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity, Conferencia Anual FED de Kansas City.
- ✓ Varias Conferencias recientes (BCE, 2010 e IMF, 2011).





# Lecciones de la Crisis para las Políticas Macro

Vittorio Corbo

14 de Abril de 2011