

# Política monetaria en tiempos turbulentos



Por **Luis Felipe Lagos M.**

\* Director del Programa Económico Libertad y Desarrollo.

**En una crisis el BC puede hacer más de lo realizado en el pasado, pero esta política no está libre de costos.**

**H**ACE algunas semanas, en este diario, Patricio Arrau señalaba que la crisis financiera internacional de

2008-2009 ocasionó una recesión en Chile, debido a que la banca local contrajo fuertemente el crédito y el Banco Central (BC) no reaccionó adecuadamente. Esta es una hipótesis que merece reflexión, en particular respecto de las opciones de política del BC.

En efecto, pese a la solidez de nuestro sistema financiero y a la fortaleza de las cuentas fiscales, el PIB cayó 1,7% en 2009. La contracción del crédito registrada refleja la mayor cautela de la banca frente a la creciente incertidumbre durante la crisis y una menor demanda de crédito por parte de las empresas. La reacción del BC consistió en una reducción abrupta (enero de 2009) de la tasa de política monetaria, llevándola a un mínimo de 0,5% y puso a disposición de la banca líneas de crédito y facilidades de liquidez de mediano plazo.

Los bancos centrales de EEUU, Inglaterra y de la zona euro han recurrido a prácticas no conven-

cionales una vez que la tasa de política está en un mínimo para seguir con el impulso monetario, como son el relajamiento monetario (*quantitative easing*) y crédito (*credit easing*). El primero consiste en una expansión de la cantidad de dinero como resultado de la compra masiva de bonos de gobierno en el caso de la Fed en EEUU y de las facilidades de crédito a tres años a una tasa mínima en el caso del Banco Central Europeo (BCE). La expansión monetaria reduciría las tasas de interés de los instrumentos financieros de distintos plazos y así contribuiría la política monetaria a estimular la demanda agregada y evitar una deflación. La evidencia empírica no es concluyente, pero estudios reportan una caída de las tasas de interés de largo plazo de entre 0,25 a 1 punto porcentual y de 0,5% a 3% de aumento en la actividad económica. El problema del relajamiento monetario es que no asegura que se restablezca el crédito a las empresas. De hecho, en un ambiente de incertidumbre los bancos comerciales tienden a privilegiar la liquidez y por consiguiente a mantener los mayores recursos como reservas.

El relajamiento crediticio contempla un cambio en la composición de los activos del Banco Central, sin una expansión de la cantidad de dinero. Esto permite, como lo hizo la Fed, comprar activos a instituciones no bancarias y actuar en segmentos específicos de mercado donde el crédito se encuentra más trabado. Ciertamente en este caso el Banco Central toma riesgo al vender activos más seguros para comprar bonos corporativos, instrumentos de comercio o hipotecas que son más riesgosos, pero permite agilizar el canal del crédito.

Volviendo al caso de Chile ¿qué podría hacer el Banco Central para aminorar los efectos de una profunda crisis financiera, por ejemplo en la zona euro, que ciertamente, hoy se ve menos probable?

De acuerdo con la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, que recoge nuestra nefasta experiencia de déficit fiscal e inflación, este no puede comprar bonos de gobierno de primera emisión o en el mercado secundario. Pero nada impide que expanda la cantidad de dinero pronta y transitoriamente cuando la situación lo amerite comprando sus propios bonos, reduciendo de esta forma las tasas de

interés de distintos plazos.

En un periodo de crisis financiera y de congelamiento del crédito a las empresas, el BC podría disponer de facilidades de liquidez a largo plazo a tasas preferenciales e incrementar la gama de activos que puedan usarse como garantías, tal como lo ha hecho el BCE.

Si bien el BC sólo puede operar con instituciones bancarias, lo cual limita sus posibilidades de relajamiento crediticio y, por lo tanto, de destrabar el canal del crédito, podría comprar cartera de activos a la banca comercial, agilizando el crédito a las pymes y a los consumidores. En efecto, al tomar mayor riesgo, el BC transforma su liquidez en crédito.

Sin embargo, el relajamiento crediticio no está exento de problemas. En el caso de la Fed se ha criticado su toma de riesgo y que discrimine en el otorgamiento de crédito no bancario, argumentándose que podría lesionar su autonomía.

En síntesis, en una crisis financiera el Banco Central puede actuar prontamente y hacer más que lo realizado en el pasado para aminorar la restricción de crédito al sector real, pero esta política no está libre de costos.

