



UNIVERSIDAD DE VALPARAISO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS

ESCUELA DE AUDITORIA

**ESTUDIO DE LOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA
UTILIZADOS POR EL BANCO CENTRAL DE CHILE EN TIEMPOS DE
CRISIS FINANCIERA, PERIODO COMPRENDIDO ENTRE 2008-2009,
UN ANÁLISIS PARA LA ECONOMIA CHILENA.**

**Tesis para optar al Título de Contador Público Auditor y al Grado de Licenciado en
Sistemas de Información Financiera y Control de Gestión.**

Tesista: Michel Alexis Reinares Núñez

Profesor Ayudante: Osvaldo Maldonado Segovia

Profesor Guía: Eric Salinas Mayne

Valparaíso, Mayo 2013.

ÍNDICE

	Pág.
Resumen	3
Marco Teórico	4
1. Banco Central de Chile (BCCH)	4
1.1. Marco Institucional	4
1.2. Objetivos BCCh	4
1.3. Políticas BCCh	6
2. Crisis	9
2.1. Origen y definición	9
2.2. Gran Depresión de los años 30	10
2.3. Experiencias de crisis financieras	13
2.4. Crisis de las Hipotecas Subprime	14
2.5. Crisis Financiera	22
2.6. Crisis Económica Mundial	29
Planteamiento del Problema	34
Objetivos de la Investigación	35
Resultados y Discusiones	36
1. Medida Convencional de Política Monetaria	36
2. Medida no Convencional de Política Monetaria	42
3. Resultado sobre las variables reales de la Economía Chilena	48
3.1. Inflación	48
3.2. Producto Interno Bruto	51
3.3. Mercado Laboral	57
3.4. Balanza Comercial	61
Conclusiones	66
Bibliografía	68
Anexos I (Glosario de Términos Financieros)	70
Anexos II (Abreviaciones)	73

RESUMEN

La crisis económica y financiera que enfrentó el mundo durante 2008-2009, ha sido la más aguda desde la Gran Depresión, se sintió con intensidad en todas nuestras economías, sin excepción. Pero nuestro país contaba con sólidos fundamentos al inicio de la crisis lo que permitió adoptar acciones de políticas bastante decididas e incluso inéditas.

El presente proyecto de tesis estudia, la efectividad de los instrumentos de política monetaria convencional y no convencional utilizados por el Banco Central de Chile en el periodo de crisis financiera. Para ello se analizará la base de los principales instrumentos financieros utilizados que son; la Tasa de Política Monetaria (TPM) y Facilidad Liquidez a Plazo (FLAP), y su efecto sobre las variables reales en la economía chilena.

De los comentarios detallados en resultados se desprende que las medidas adoptadas de reacción fueron oportunas, flexibles y drásticas pero no cumplieron con el principal objetivo del Banco Central de Chile, como se muestra en la etapa resultados y discusiones del presente proyecto.

La política monetaria ha permitido dar un impulso significativo a la economía del 2009. Por lo mismo es necesario que continúe con su compromiso de la meta de inflación.

La estricta regulación y supervisión bancaria demostró su validez en la crisis. Sin embargo, hay aspectos que seguir perfeccionando. El Banco Central debe continuar explorando áreas de mejoras.

MARCO TEORICO

1. Banco Central de Chile

“El Banco Central es la entidad responsable de la Política Monetaria de un país, o de un grupo de ellos. El Banco Central de Chile en adelante (BCCh) es una entidad pública, autónoma e independiente del Gobierno del país (o grupo de países) al que pertenece. El BCCh, aunque autónomo, está regulado por unos estatutos y leyes que rigen su funcionamiento, que son aprobados por el Gobierno del país (o países) al que pertenecen. Un cierto número de ejecutivos y personal directivo, es nombrado por el Gobierno al que sirve el BCCh, con periodos lo suficientemente amplios, como para garantizar su independencia”.¹

1.1. Marco Institucional

“El BCCh fue creado en 1925 y abrió sus puertas al público en Enero de 1926. En esa época el país avanzó mucho en materias bancarias y financieras. Junto con la creación del Banco Central de promulgó la ley de Bancos y se puso en funcionamiento la Superintendencia de Bancos.”²

1.2. Objetivos BCCh

“El objetivo del BCCh es facilitar la comprensión de las bases y la conducción de la Política Monetaria por parte de la sociedad y de los agentes económicos.

Tal como establece la **Ley Orgánica Constitucional del BCCh**, los objetivos de la institución son: **Velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos**”.

Alcanzar el objetivo de la estabilidad de la moneda se entiende cómo evitar que su valor se deteriore como resultado de la inflación. Operacionalmente, esto se consigue en la medida que se mantenga la estabilidad de precios, reflejada en una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo.

¹ www.bcentral.cl

² Enrique Marshall, Consejero Banco Central de Chile, “El Banco Central: Marco Institucional y Políticas. Agosto 2010.

El normal funcionamiento de los pagos se entiende como preservar las funciones primordiales de intermediación del crédito y del ahorro, la provisión de servicios de pago y la adecuada asignación de riesgos por los mercados financieros, tanto interna como externamente.

Para el cumplimiento de sus objetivos, la ley confiere al BCCh una serie de facultades, entre ellas el empleo de los instrumentos propios de la Política Monetaria y cambiaria, así como ciertos aspectos de regulación de los mercados financieros y de capitales.

Considerando los límites y poder de la Política Monetaria, así como la experiencia de Chile y de otros países, el BCCh ha optado por un esquema basado en metas de inflación y flotación del tipo de cambio nominal.

El objetivo explícito del BCCh es que la inflación anual se ubique la mayor parte del tiempo en torno al 3%, con un rango de tolerancia más/menos un punto porcentual. Este compromiso orienta las expectativas de los agentes económicos y transforma el centro de la meta en el ancla nominal de la economía.

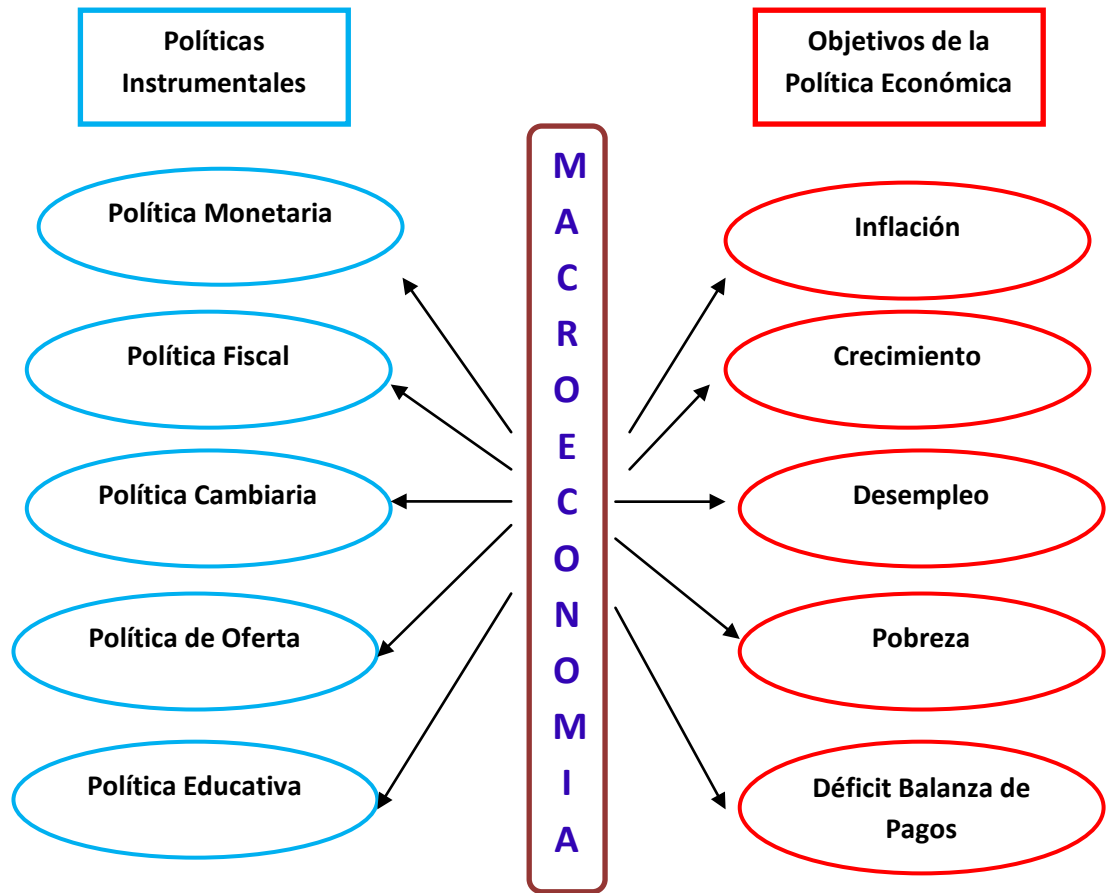
En el marco de metas de inflación, el objetivo primordial de la Política Monetaria es la estabilidad de precios. Sin embargo, condicional a alcanzar una inflación cercana a la meta en un horizonte de mediano plazo, también tiene un carácter contracíclico, que contribuye a reducir la volatilidad de la inflación y del producto. La existencia de una meta de inflación no significa ignorar los efectos de corto y mediano plazo de la Política Monetaria sobre la actividad económica.

La meta de inflación se define para la variación anual del Índice de Precios del Consumidor (IPC), elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). El BCCh ha fijado el centro de las metas de inflación en 3% anual. La elección de este valor cuantitativo está basada en una evaluación de las ventajas y desventajas que tendría una inflación diferente en la economía chilena.”³

³ Recuadros de IPOM 2007 “Política Monetaria del BCCh en el marco de metas de inflación

1.3. Políticas del BCCh.

Figura 1. Tipos de Políticas Económicas



Fuente: Macroeconomía en Acción. Rodrigo Vergara Montes. Profesor del Instituto de Economía de la UC.

1.3.1. Política Monetaria Convencional

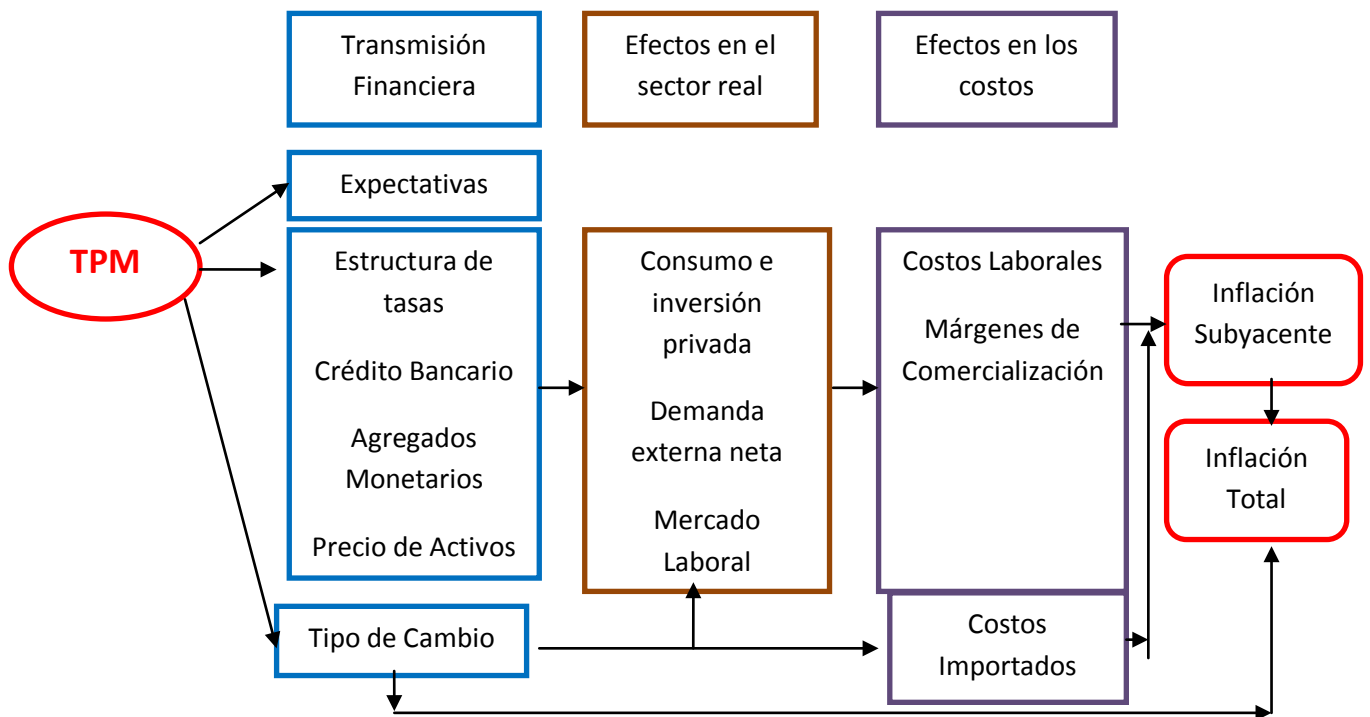
“El principal instrumento de la Política Monetaria es la Tasa de Política Monetaria (TPM). Por ello, las acciones de política monetaria consisten principalmente en movimientos de la TPM.

La TPM es la tasa de interés que sirve de referencia para las operaciones monetarias entre el BCCh y los bancos comerciales.”⁴

Mecanismos de transmisión de la TPM

“Sin embargo, la TPM es una tasa relevante solo para un conjunto acotado de operaciones financieras. Sus efectos sobre la economía se transmiten en forma indirecta, como veremos a continuación.”⁵

Figura 2. Diagrama de los Mecanismos de Transmisión de la TPM



⁴ Acompañame en una RPM Rodrigo Valdés. VI feria Chile Compra 22/06/06.

⁵ Universidad Adolfo Ibáñez. Escuela de Negocios. Política Monetaria clase N° 5

“La PM afecta a las tasas enfrentadas por el BCCh (tasas libres de riesgo) para distintos plazos a través de las expectativas sobre la trayectoria futura de la TPM. Luego las tasas que se aplican a las personas y empresas se forman agregando primas de riesgo y otros recargos, razón por la cual pueden resultar bastante más altas que la TPM o que la tasa libre de riesgo para un mismo plazo.”⁶

En todo caso, son estas las tasas las que influyen sobre el gasto de las personas y empresas. Finalmente, todo ello tiene un impacto sobre la Inflación.

“Así, cuando la economía se expande excesivamente, el BCCh aumenta la TPM para contener las presiones inflacionarias. Por el contrario, cuando la economía se contrae en forma significativa, como ha ocurrido en el último tiempo, el BCCh reduce la TPM para generar un estímulo que permita estabilizar la economía.”⁷

1.3.2. Política Monetaria No Convencional

“Durante el 2009, el Consejo del Banco Central de Chile redujo la TPM hasta un 0,5%, el valor mínimo al que se estima puede llegar sin afectar el normal funcionamiento del mercado monetario. Además, anuncio que se mantendría en ese nivel por un tiempo prolongado. De forma de reforzar este mensaje y alinear la estructura de tasas de interés implícita en los precios de los activos financieros con una trayectoria que se consideraba coherente con el logro de metas de inflación, el Consejo adopto medidas complementarias de política.”⁸

“En la actual coyuntura, el BCCh ha utilizado medidas no convencionales para proveer liquidez y reforzar la política monetaria. Una de ellas es la denominada FLAP, que es un mecanismo de provisión de liquidez para los bancos que opera con plazos más largos que los habituales, esto es al 90 y 180 días y con una tasa de interés a la TPM vigente.”⁹

⁶ Enrique Marshall, Consejero del Banco Central de Chile. “Política Monetaria: Objetivos e Instrumentos” Noviembre 2010.

⁷ ¿Qué pasó y hacia dónde vamos? José de Gregorio. Presidente Banco Central de Chile. Octubre 2009

⁸ Base de Datos Estadísticos TPM. Banco Central de Chile. Agosto 2008.

⁹ Lorenzo Bini Smaghi. Miembro del Consejo Ejecutivo Central Europeo, Conferencia Magistral en el Centro Internacional de Estudios Monetarios Y Bancarios. 28 Abril 2009. Ginebra.

2. Crisis

“La crisis económica y financiera que hemos enfrentado en estos años, es la más aguda desde la Gran Depresión, se ha sentido con intensidad en todas nuestras economías, sin excepción.”¹⁰

2.1. Origen y definición

“Las crisis financieras se producen cuando el cambio en las condiciones de mercado es suficientemente grande y afecta a un grupo significativo de instituciones financieras, provocando un quiebre en la confianza de los inversionistas sobre su viabilidad. Como hemos visto, la información asimétrica, el descalce de plazos y el apalancamiento hacen que los bancos sean vulnerables a cambios en las condiciones de mercado como variaciones en los precios de los activos y variaciones en la percepción de los agentes sobre su situación financiera. Cuando la confianza se deteriora de manera generalizada y provoca un aumento agudo en los costos de financiamiento de los intermediarios financieros, el círculo vicioso de pérdidas patrimoniales, caída en valores de activos, menor financiamiento y caída del crédito se retroalimenta, generando un impacto en la actividad y el empleo mucho mayor que el derivado directamente del cambio en las condiciones iniciales.”¹¹

“Las crisis financieras se producen cuando las correcciones en el gasto inducidas por el alto endeudamiento son grandes y los bancos están muy expuestos a ellas. Las pérdidas patrimoniales de los intermediarios financieros derivadas del menor valor de los préstamos otorgados generan una contracción del crédito que afecta la actividad más allá del impacto producido por el ajuste en la actividad de las familias, empresas, y el gobierno. Cuando la incertidumbre sobre la solvencia de los bancos se expande, su costo de financiamiento aumenta y eventualmente los inversionistas pierden confianza en sus préstamos a los bancos. La imposibilidad de ellos de conseguir financiamiento gatilla en una contracción aun más aguda del

¹⁰ Estrategia de Política Monetaria del Banco Central de Chile durante esta crisis. Autor: Enrique Marshall. Miembro del Consejo Banco Central de Chile.

¹¹ Brunnermeier, (2009), “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008”, *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1): 77-100

crédito, amplificando la recesión y aumentando las pérdidas de los bancos. La retroalimentación de este proceso explica la mecánica de las crisis financieras.”¹²

“La primera condición para que se produzca una crisis financiera es que el sistema bancario mantenga una alta exposición al riesgo macroeconómico. Esta primera condición sin embargo no es suficiente; se necesita además que la vulnerabilidad de los bancos a este shock provoque un pánico que cierre los conductores a través de los cuales la liquidez y el crédito fluyen en la economía.

La crisis financiera del 2008 contiene muchos ingredientes destacados anteriormente, y en ese sentido guarda una estrecha relación con otras crisis financieras observadas durante el siglo XX y, en especial, con la Gran Depresión.”¹³

2.2. La Gran Depresión de los años 30

“La década de los 1920s fue, sin duda, una época de grandes cambios que revolucionaron a la sociedad norteamericana. El termino de la Primera Guerra Mundial dejo en muy buen pie a Estados Unidos en relación a las potencias Europeas. La vitalidad de un país joven lleno de recursos fue el escenario ideal para iniciar un profundo proceso de transformación económica y social que trajo crecimiento y estabilidad, elementos que fueron gestando un periodo de gran prosperidad conocido como la **Nueva Era**.”¹⁴

“El desarrollo industrial y económico fue convirtiendo a la sociedad norteamericana en una sociedad de consumo. Con ello las familias comenzaron a hacer mayor uso del crédito, que a lo largo de este periodo estuvo altamente disponible dado que la prosperidad y el optimismo reinante hacia que estos proyectos de consumo fueran muy atractivos para los bancos. El desarrollo del crédito vino de la mano de una

¹² Sebastián Claro y Fabián Gredig. “ La Pregunta de la Reina” lecciones de la crisis económica mundial del siglo XXI

¹³ Rodrigo Vergara, Documento Nº 38 de Política Económica, “Política monetaria después de la crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos.

¹⁴ La Pregunta de la Reina. Autor: Sebastián Claro. Editorial: Prentice Hall

fuerte expansión de la industria bancaria, tanto de los bancos comerciales tradicionales, como de los bancos de inversión.”¹⁵

“Habitualmente se señala como el primer síntoma claro, o como detonante, de la Depresión el denominado Jueves Negro (24 de Octubre 1929) con el desplome de la Bolsa de Nueva York y la pérdida vertiginosa del valor de las acciones allí cotizadas, aunque la contracción de la economía había comenzado en el primer semestre 1929. El desplome del precio de las acciones fue extraordinariamente intenso, alcanzando tintes dramáticos. Gran número de inversionistas vieron como su dinero, en muchos casos tomados a crédito, se volatilizaban en cuestión de días.

El crash bursátil motivó una reacción en cadena en el sistema financiero, con numerosos bancos que empezaron a tener problemas de solvencia y de liquidez al acentuarse la desconfianza en su capacidad de reembolsar a los depositantes. Aumento constante del precio de las acciones de Wall Street: La crisis se da por una prosperidad falsa que al principio las ganancias en acciones eran muy rápidas pero no con bases reales.”¹⁶

“La Gran Depresión cambio el panorama de la economía norteamericana radicalmente, convirtiéndose en la mayor recesión en la historia moderna de Estados Unidos.

- El ingreso per cápita se redujo 30% en cuatro años.
- La tasa de desempleo pasó de un 3% en 1929 a un 25% a comienzos de 1933.
- La actividad industrial se desplomo en más de un 60% antes de tocar a fondo en 1932.
- El Valor Nominal del índice DJI cayó cerca de un 90% en tres años, momento en que alcanzaría su valor mínimo (mediados del 1932).

¹⁵ La Gran Recesión y la Gran Depresión: Reflexiones y Enseñanzas. Barry Eichengreen. Volumen 13, Agosto 2010.

¹⁶ http://es.wikipedia.org/wiki/Gran_Depresion

La magnitud del colapso económico, así como el descrédito del mercado financiero y de los especuladores motivo una profunda inquietud en algunas personalidades de la época respecto los cimientos del modelo económico y del liderazgo norteamericano.”¹⁷

Las crisis están normalmente precedidas por un fuerte aumento en el endeudamiento, un alza sostenida en los precios de activos y bajas tasas de interés, y una alta exposición de los bancos a riesgos macroeconómicos. Pero la experiencia de los 1930 muestra que es el pánico de los inversionistas acerca de la calidad de los bancos lo que produce la interrupción en el funcionamiento y lo que agudiza los costos en empleo y producción.

La Gran Depresión es un punto de comparación natural con la crisis financiera del 2008, tanto por haberse producido en el centro del sistema financiero mundial, después de años de euforia y crecimiento, como por haber generado un congelamiento en la operación de los flujos de crédito en las principales economías del orbe.

Tabla 1. Recesiones seleccionadas en Estados Unidos

	Duración de recesión (meses)	Contracción del PIB en primer año	Contracción del PIB total	Tiempos de recuperación	Maxima tasa de desempleo
		%	%	años	%
Gran Depresión	43	13%	26.50%	7	25%
Recesión 1973-1975	16	0.50%	0.70%	3	9%
Recesión 1981 - 1982	16	1.90%	1.90%	2	10.80%
Recesión 1990 - 1991	8	0.20%	0.20%	2	7.80%
Recesión 2001	8	0%	0%	0	6.30%
Recesion 2008-2009	Mas 20	2,5%	2,5%	3	Mas 10%

Fuente: elaboración propia en base a información de la Oficina Nacional de Estadísticas Laborales (BLS), la oficina de Análisis Económico (BEA), y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

¹⁷ La Pregunta de la Reina. Autor: Sebastián Claro. Editorial: Prentice Hall

“La **tabla 1** Presenta indicadores que intentar medir la profundidad de algunas de estas recesiones en Estados Unidos. Las cifras reportadas para la crisis reciente se basan en proyecciones de actividad tomadas del informe *Consensus Forecast* en diciembre del 2009. Evidentemente, la Gran Depresión destaca por su crudeza. El producto se contrajo en un 27% durante los cuatro años consecutivos que cayó la actividad (13% en el primer año), cifra que es catorce veces mayor que la reportada para la recesión de 1981-82 y diez veces mayor a la contracción esperada para la crisis reciente. En contraste, las recesiones de principios de los 1990 y 2000 tuvieron contracciones leves en el producto y, en el caso del año 2001, este cayó solo un par de trimestres.”¹⁸

La crisis financiera reciente es la crisis económica con mayor efecto en la actividad y el empleo en Estados Unidos desde la Gran Depresión.

2.3. Experiencias de crisis financieras.

“Las experiencias de crisis financieras en el mundo no han sido pocas a lo largo de la historia reciente. Se han contabilizado cerca de 150 episodios alrededor del mundo durante el siglo veinte. Estos episodios se pueden agrupar en cuatro periodos:”¹⁹

- El primero de ellos ocurrió durante la Primera Guerra Mundial, donde resultaron afectados principalmente los países involucrados en el conflicto bélico.
- El segundo hito lo marco la primera mitad de la década del treinta, cuando la Gran Depresión se encargó de propagar crisis financieras por casi todo el mundo desarrollado.
- Luego, se produjo un periodo de estabilidad financiera que se interrumpe a principios de los 1980, cuando la crisis de la deuda golpeó a muchos países latinoamericanos.

¹⁸ Valores estimados en base a proyecciones (según *Consensus Forecast*) de diciembre 2009.

¹⁹ Crisis Bancarias. Reinhart C. y K. Rogoff (2008), *An Equal Opportunity Menace*, NBER Working Paper N° 14587.

- El cuarto episodio, más extenso, se produjo en la década del noventa, caracterizado por numerosas crisis financieras en países emergentes que habían gozado previamente de una gran afluencia de capitales. Sobresalen, en este último periodo, la crisis mexicana en 1994, la crisis asiática en 1997 y la crisis rusa en 1998.

2.4. Crisis de las Hipotecas Subprime

2.4.1. Definición y Origen de la Crisis Subprime

“Un crédito subprime es una modalidad crediticia del mercado financiero de Estados Unidos que se caracteriza por tener un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos. Este tipo de operaciones, concedidas a particulares o empresas.”²⁰

Las hipotecas de alto riesgo, conocidas en EE.UU como crédito subprime, eran un tipo especial de hipoteca, preferentemente utilizado para la adquisición de la vivienda, y orientada a clientes con escasa solvencia, por lo tanto con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de los créditos. Su tipo de interés era más elevado que los préstamos personales (si bien los primeros años tienen un tipo de interés promocional), y las comisiones bancarias resultaban mas gravosas.”²¹

La crisis de las hipotecas subprime es una crisis financiera, por desconfianza crediticia, que como rumor creciente, se extiende inicialmente por los mercados financieros americanos y es la alarma que pone punto de mira en las hipotecas basura. Generalmente, se considera el detonante de la crisis financiera de 2008.

Esta crisis hipotecaria, se ha saldado con numerosas quiebras financieras, nacionalizaciones bancarias, constantes intervenciones de los Bancos Centrales de las principales economías desarrolladas, profundos descensos en las cotizaciones bursátiles y un deterioro de la economía global real, que ha supuesto la entrada en recesión de algunas de las economías más industrializadas.

²⁰ Claudia Heiss. Revista capital. “Crisis al día” 17 Abril 2008.

²¹ Sebastián Claro y Fabián Gredig, 2010. “La pregunta de la reina”.

2.4.2. Descripción de la crisis.

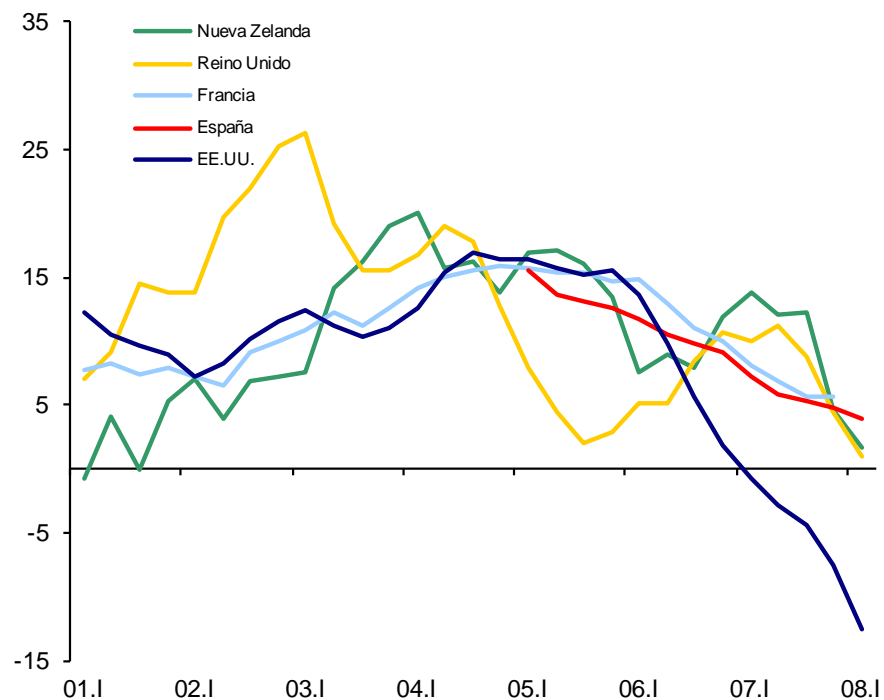
a) Disminución en el mercado Inmobiliario

La crisis hipotecaria continuaba acentuándose como resultado de mayores caídas en el precio de las viviendas, lo que ha manifestado en mayores tasas de morosidad hipotecaria residencial y nuevas pérdidas reconocidas por las grandes instituciones financieras involucradas. En marzo de 2008, las ventas de casas usadas y los precios de las viviendas cayeron 19 y 14% anual respectivamente. Esto refleja la severa disminución de la actividad en el mercado inmobiliario de EE.UU durante el 2008. **(Gráfico N°1)**

Gráfico N° 1

Precio de viviendas en economías avanzadas

(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

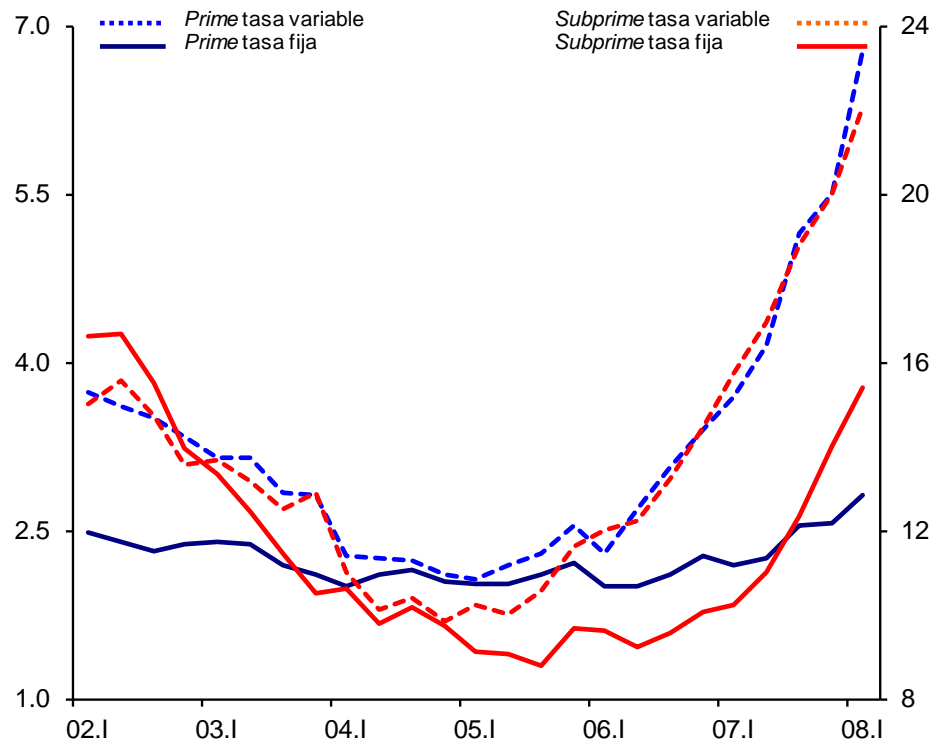
b) Morosidad en préstamos Hipotecarios

La tasa de morosidad hipotecaria subprime en este país fue aumentando rápidamente, situándose en torno al 19% a marzo de 2008. Este segmento representa un 15% del total de colocaciones hipotecarias vigentes, y está constituido principalmente por hipotecas a tasa variable. Aún cuando las tasas de morosidad hipotecaria en segmentos menos riesgosos (Prime y Alt – A) se encuentran en niveles cuatro o cinco veces menores, su comportamiento de también se ve empeorado (**gráfico N°2**).

Gráfico N° 2

Morosidad en préstamos hipotecarios residenciales en EE.UU.

(Porcentaje del total de préstamos de cada categoría)



Fuente: Bloomberg

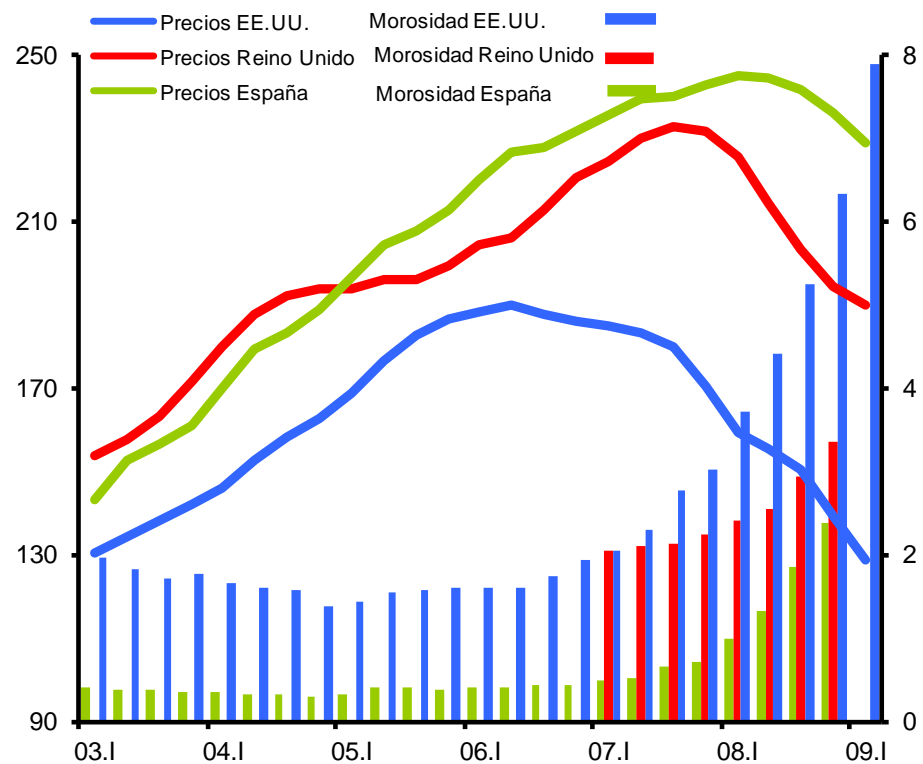
c) Precio de las Viviendas v/s Morosidad Hipotecaria

La evolución de las variables macroeconómicas es de crucial importancia para la solvencia y liquidez de la banca, dado su impacto sobre los determinantes de los precios de los activos financieros que están en el balance de los bancos. Dos importantes determinantes de estos precios son la tasa de morosidad de los créditos hipotecarios han aumentado y los precios de las propiedades han bajado en las economías avanzadas (**gráfico N°3**)

Gráfico N°3

Precio de viviendas y morosidad hipotecaria residencial.

(Índice enero 2000=100, porcentaje de total de créditos hipotecarios residenciales)



Fuente: Federal Reserve Board, Banco de España.

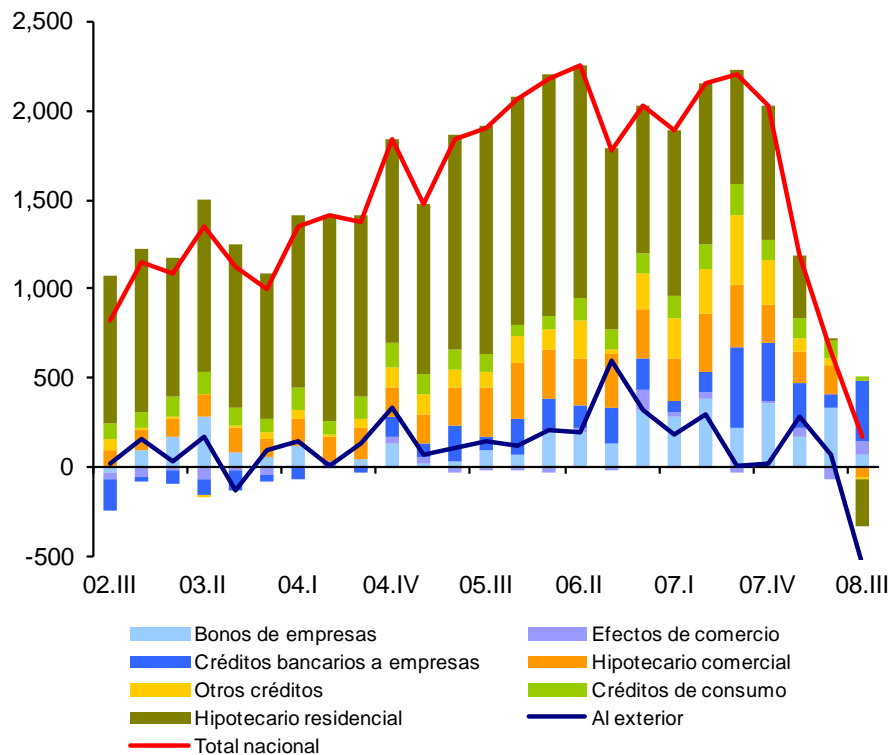
d) Contracción del crédito durante el 2008

Al tercer trimestre del 2008, se observa una caída importante en el flujo de crédito, tanto a los hogares como a las empresas en EE.UU. En términos desestacionalizados, el flujo anualizado de crédito a los hogares representó en el acumulado del 2008 un 9% del promedio anual del periodo 2005-2007, mientras que en el caso de empresas este llegó a 67%. Las colocaciones que más cayeron fueron hipotecarias tanto residenciales como comerciales. Por otra parte, el crédito de EE.UU. al resto del mundo también disminuyó en este período (**gráfico N°4**)

Gráfico N°4

Préstamos netos totales en EE.UU.

(Cifras desestacionalizadas anualizadas, miles de millones de dólares)



Fuente: Flujo de Fondos, Federal Reserve Board

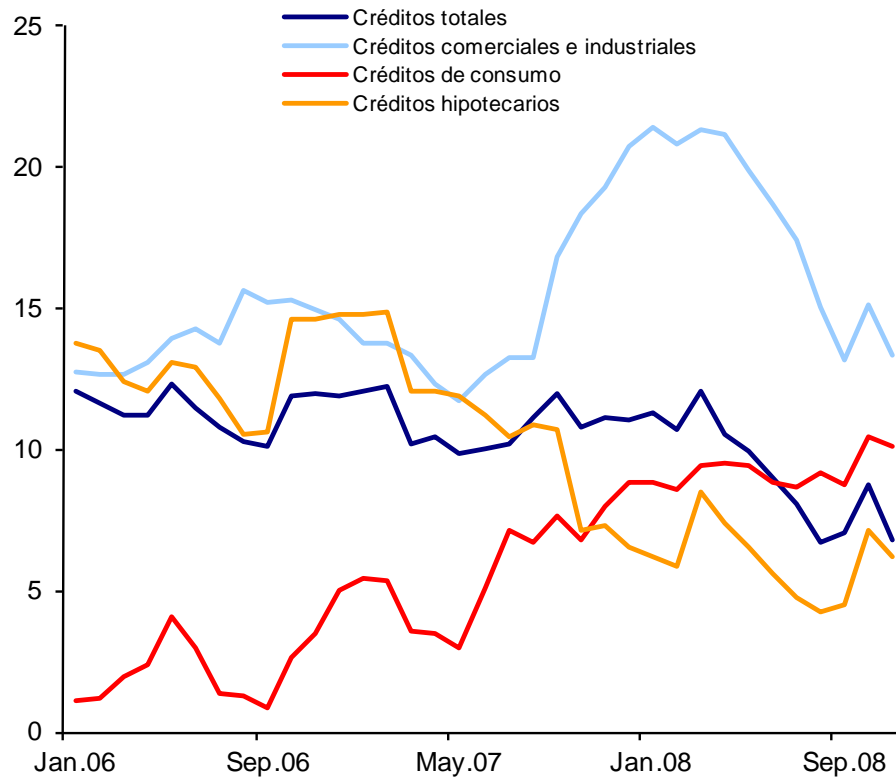
d) Contracción del crédito durante el 2008 (continuación)

En el caso de las colocaciones bancarias, los datos confirman lo indicado por las encuestas de condiciones de crédito, que reportaban esta contracción desde diciembre de 2007 (**gráfico N°5**). Las encuestas de crédito, tanto para EE.UU. como para la Zona Euro, muestran un endurecimiento en las condiciones de otorgamiento de crédito (**gráfico N°6**).

Gráfico N°5

Colocación de bancos comerciales en EE.UU.

(Variación anualizada, porcentaje)



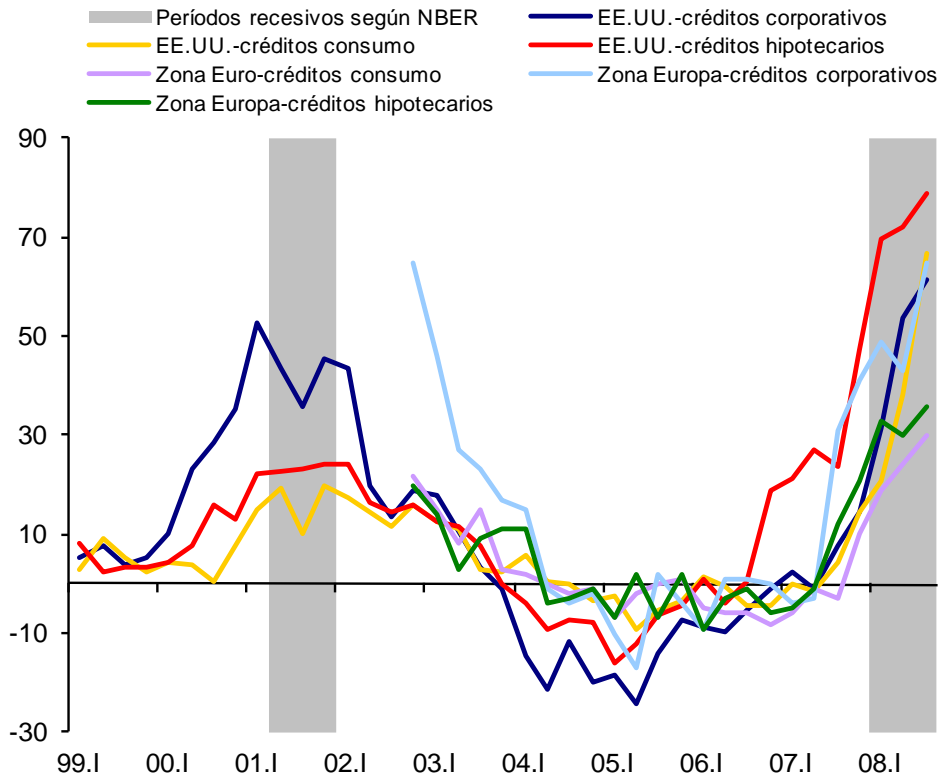
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

d) Contracción del crédito durante el 2008 (continuación)

Gráfico N°6

Índice de condiciones financieras de préstamos en EE.UU y Zona Euro (*)

(Porcentaje)



(*) Net tightening index: Número de bancos que indican – en la encuesta de condiciones de otorgamiento de crédito de la Fed y del BCE – condiciones más estrictas, neto de aquellos que indican condiciones más laxas, sobre el total de bancos.

Fuente: Federal Reserve Board, BCE y NBER.

Por lo tanto el exceso de stock de viviendas y tasa de interés más alta empezaron a desplomar el valor de las viviendas y las hipotecas perdieron valor, por lo tanto empezó a perder solvencia el mercado de Estados Unidos, quebrando Bancos importante y los grandes conglomerados de este país.

Varios son los factores que incidieron en que el mercado hipotecario de Estados Unidos se contrajera y llevara a que muchos deudores dejaran de pagar. Esto finalmente devino en la crisis mundial conocida con el nombre de Subprime.

“Las burbujas forman parte crucial de las crisis financieras. Al formarse impulsan el gasto y la actividad, generan un boom que terminan abruptamente al reventar ellas y precipitarse las quiebras, los incumplimientos y la contracción, siendo su resultado una costosa volatilidad.

Las burbujas llegan a tener consecuencias mayores por el endeudamiento masivo que acompaña su formación. Este apalancamiento amplifica la expansión económica e infla el tamaño de la burbuja y, finalmente, significa que el reventón es más dañino.”²²

“En el verano de 2007 gran parte del castillo empezó a tambalearse con el deterioro en el funcionamiento de los mercados monetario y de crédito. El impacto de los impagos de las hipotecas como consecuencia del frenazo en la continua elevación del precio de las viviendas y del incremento de las cuotas por efecto de los tipos de interés, contaminó rápidamente todo el sistema financiero.”²³

²² Guillermo Le Fort. Revista Capital, 2008, “Burbujas e inestabilidad financiera”

²³ Juan Antonio Cerón Cruz. “Crisis financieras internacionales, teorías explicativas y propuestas de reforma del Sistema Monetario: el caso de las subprime. Universidad Carlos III. Madrid, España. 2008

2.5. Crisis Financiera

“En Septiembre de 2008 la crisis subprime dio paso a una crisis financiera de proporciones inéditas que causaría un incremento sustancial en las pérdidas financieras, el colapso de numerosas instituciones y cortes generalizados en las líneas de financiamiento. La contundente evidencia histórica de que las recesiones acompañadas de crisis financiera suelen ser mucho más severas no tardo en refrescar las memorias de los inversionistas, y las expectativas del mercado sufrieron un vuelco inesperado. Lo que parecía una recesión leve se convirtió en un colapso económico de grandes proporciones que hizo revivir los fantasmas de la Gran Depresión.”²⁴

En una economía global, en la que los capitales financieros circulan a gran velocidad y cambian de manos con frecuencia y que ofrece productos financieros altamente sofisticados y automatizados, no todos los inversores conocen la naturaleza última de la operación contratada. Por tanto, no necesariamente conocen los riesgos de una maniobra de esta naturaleza.

La evidencia de que importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en hipotecas de alto riesgo provocó una repentina contracción del crédito (fenómeno conocido técnicamente como Credit Crunch) y una enorme volatilidad de los valores bursátiles, generándose una espiral de desconfianza y pánico inversionista, y una repentina caída de las bolsas de valores de todo el mundo, debida, especialmente, a la falta de liquidez.

²⁴ Sebastián Claro y Fabián Gredig, 2010. “La pregunta de la reina”.

2.5.1. Evolución de los mercados financieros

“Desde comienzos de la crisis Subprime, las pérdidas en los bancos, el aumento de los costos de financiamiento y el desapalancamiento de las instituciones financieras había tensionado muchos mercados financieros, especialmente aquellos ligados al mercado hipotecario. A partir del cuarto trimestre del 2008, las tensiones se expandieron por toda la cadena de intermediación, incluyendo todo tipo de instrumentos, entidades financieras e incluso compañías no financieras emblemáticas, y en pocas semanas se produjo una parálisis total en el sistema financiero.”²⁵

“Los Acontecimientos de Septiembre de 2008 y la parálisis hasta mediados de octubre marcaron los peores momentos de la crisis. El colapso de instituciones financieras clave, mas el pánico en los actores del mercado y la confusión de autoridades económicas fue crucial para derrumbar la confianza de los agentes. A partir de esos momentos se afecto de manera generalizada el funcionamiento de los mercados mundiales de crédito y se comenzó a pronosticar para el año 2009 la primera recesión global en décadas.”²⁶

El primer sistema financiero en contagiarse fue el estadounidense, y después el internacional, teniendo como consecuencias profundas crisis de liquidez, y causando indirectamente, fenómenos económicos, como derrumbes bursátiles y en conjunto una crisis a escala internacional

²⁵ Jorge Pérez Barbeito Máster en Administración y Gestión de Empresas, Universidad Católica de Lovaina, Bélgica

²⁶ Sebastián Claro y Fabián Gredig, 2010. “La pregunta de la reina”.

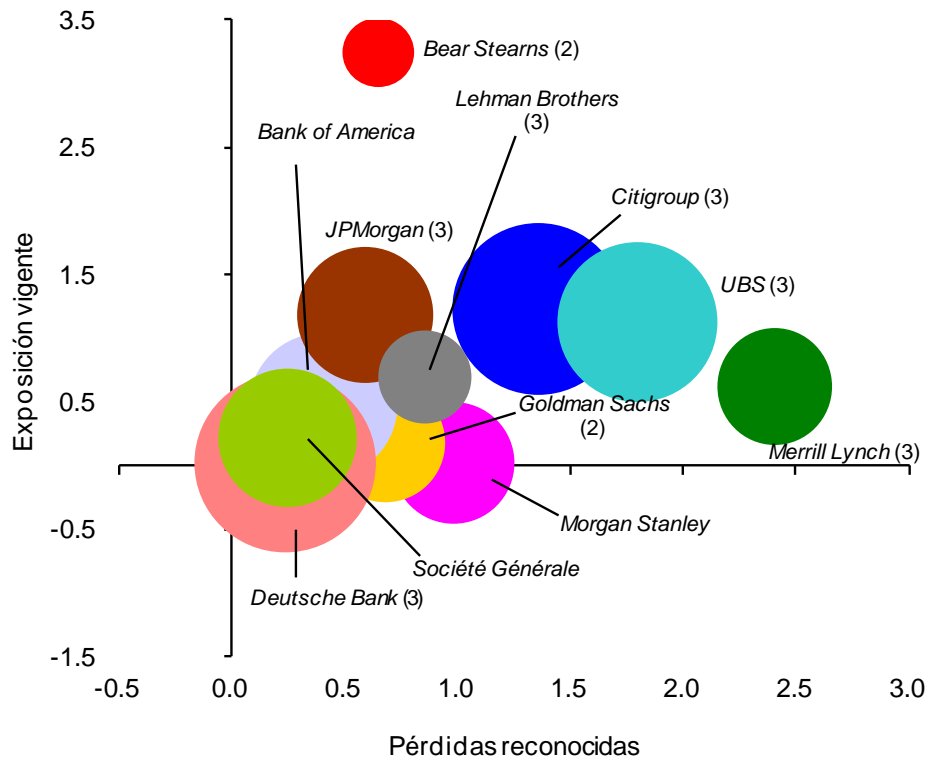
a) Pérdidas de Bancos Comerciales por Activos Hipotecarios

Las pérdidas de bancos comerciales y de inversión en instrumentos estructurados y créditos en el último año sumaban al cierre estadístico, más de US\$380 mil millones, representando para algunas instituciones más del 2% de sus activos, o 20% del patrimonio (**gráfico N°7 y 8**). Estas han sido solo parcialmente compensadas por aumentos de capital, que hasta la misma fecha alcanzaban a más de US\$260 mil millones.

Gráfico N°7

Exposición y pérdidas por activos hipotecarios subprime (1)

(Porcentaje de los activos totales)

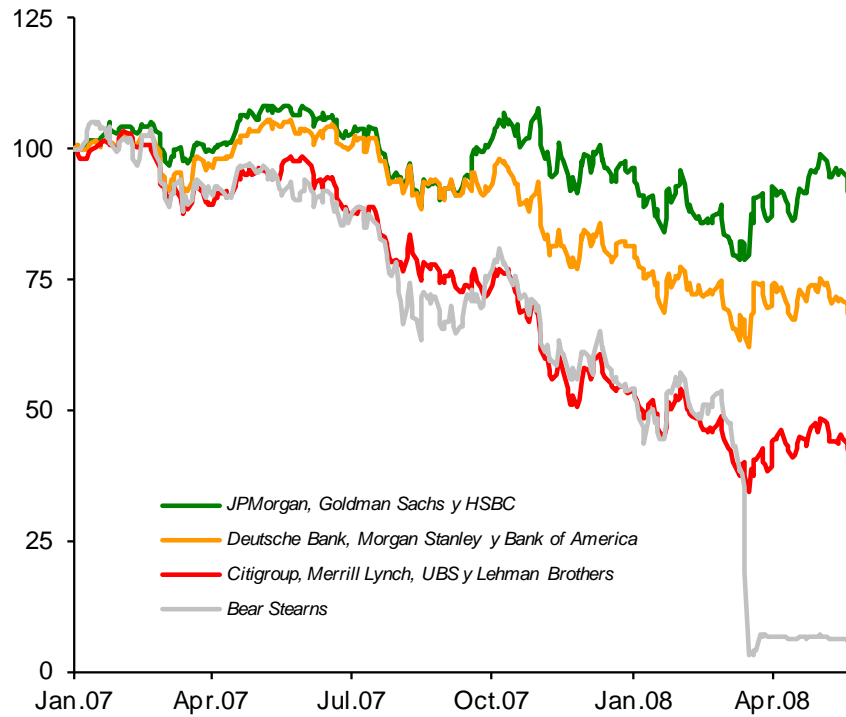


- (1) El tamaño de cada círculo representa el total de activos del banco respectivo a diciembre de 2007. Los círculos sin número asociado incluyen pérdidas efectivas a igual fecha.
- (2) Incluye pérdidas estimadas a marzo de 2008
- (3) Incluye pérdidas efectivas a marzo del 2008

Gráfico N° 8

Precio de acciones de instituciones financieras (*)

(Índice 02 ene 07 -100)



(*) Agrupados según similitud de evolución de los precios de sus acciones.

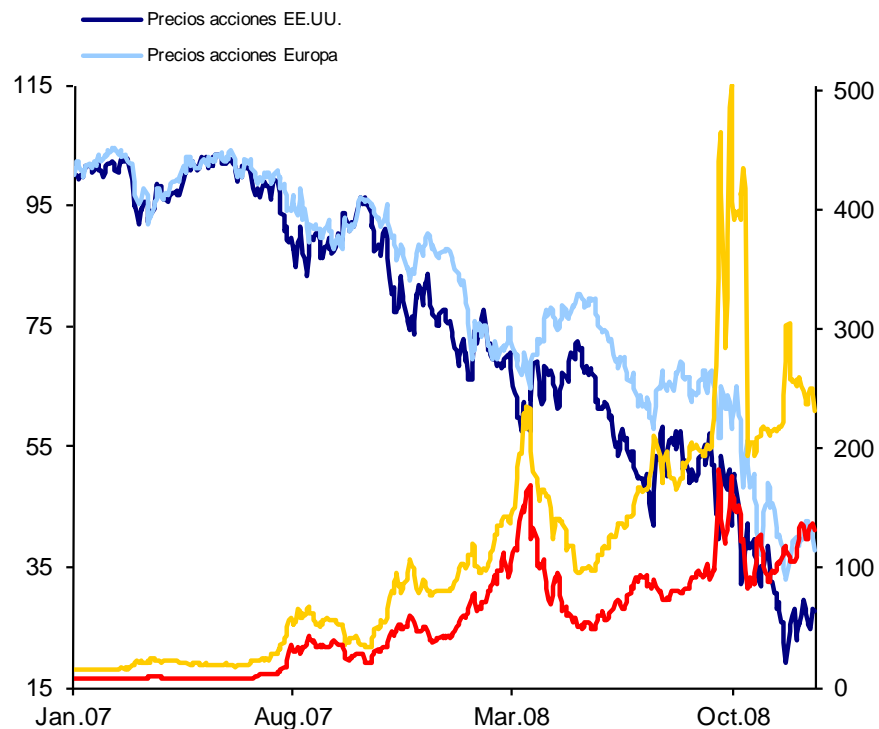
Fuente: Elaboración propia a base de información de Bloomberg.

b) Caída precio de acciones EE.UU. y Europa

La recapitalización fiscal mediante acciones preferentes ha sido un factor importante en la mejora de la posición de solvencia de la banca. Sin embargo, esta dista aún de ser holgada como para evitar una contracción del crédito. La escasa holgura de capital se refleja también, en la baja valoración de las acciones de la banca en EE.UU. y Europa, la que ha caído más que los índices accionarios agregados. **(Gráfico N°9)**

Gráfico N°9

Precios de acciones de bancos europeos y norteamericanos
(Índice enero 2007=100, puntos base)



(1) EE.UU. Citigroup, JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Wachovia y Bank of America. Europa: USB, HSBC, Deutsche Bank, Santander, BBVA e ING.

(2) Medido por el spread del CDS a 5 años.

Fuente: Bloomberg

Esto se refleja en el capital básico, que para algunos bancos internacionales han caído de manera importante (**Tabla N°2**)

Tabla N°2

Pérdidas, aumentos de capital y adecuación de capital de bancos internacionales (1)

	Pérdidas por writedowns y créditos	Aumentos de capital (2)	Razón de capital básico a marzo 2007	Razón de capital básico a marzo 2008
	(miles de millones de)		(porcentaje)	
Citigroup	42.9	44.1	8.3	7.7
UBS	38.2	28.8	11.7	6.9
HSBC	19.5	2.0	9.3 ⁽⁴⁾	9.3 ⁽⁵⁾
Bank of America	14.8	19.7	8.6	7.5
JPMorgan Chase	9.8	7.8	8.5	8.3
Washington Mutual Bank	9.1	10.0	7.8	8.1
Deutsche Bank	7.7	3.2	8.7	9.2
Wachovia Bank	7.0	10.5	7.4	7.5
Bayerische Landesbank	6.8	0	7.7	7.3
Société Générale	6.3	10.3	7.5	7.9
ING Bank	6.1	3.2	7.7	8.3
Barclays	5.2	9.7	7.3	7.6 ⁽⁵⁾
Dresdner Bank	3.4	0	10.7	9.2
Wells Fargo	3.3	2.5	8.7	7.9
ABN AMRO	2.5	0	8.4	10.6 ⁽⁵⁾
Banco Santander	n.d.	n.d.	7.6	7.5

n.d.: No disponible

(1) Los bancos incluidos en esta tabla representan más del 63% de la deuda externa de la banca chilena y en torno al 11% de la deuda externa de la economía a diciembre de 2007.

(2) Valores acumulados desde el tercer trimestre del 2007 hasta el cierre estadístico. Excepto para Barclays, HSBC y JPMorgan Chase, que incluyen pérdidas y/o aporte de periodos anteriores.

(3) La razón de capital básico (o adecuación de capital) corresponde a la suma del capital accionario no canjeable (equity capital) más las reservas, dividida por los activos ponderados por riesgo.

(4) Cifra correspondiente al segundo trimestre del 2007

(5) Cifra correspondiente al cuarto trimestre del 2007

Fuentes: FitchRatings, Bloomberg e informes financieros de las respectivas instituciones.

c) Caída de Grandes Bancos

- **Bear Stearns:**

El quinto banco de inversiones de EE.UU. se ve agobiado por las pérdidas y decide venderse.

- **Fannie y Freddie:**

Las dos juegan un papel crucial en el mercado inmobiliario, ya que poseen o garantizan cerca de la mitad de las hipotecas en circulación en EE.UU., con un valor cercano a US\$ 12 billones. Sin embargo, el aumento en la morosidad en EE.UU., así como también la caída en los precios de las viviendas, golpea duramente a las compañías.

- **Lehman Brothers:**

El banco de inversiones Lehman Brothers, con 158 años de historia, se declara en bancarrota y se acoge al capítulo 11, lo que constituye una de las mayores quiebras en la historia de EE.UU., ya que posee deudas por US\$ 613.000 millones. A diferencia de lo que ocurrió con Bear Stearns o AIG, en este caso el gobierno de EE.UU. no salió en su rescate y permitió su quiebra.

- **American International Group (AIG):**

AIG es un gigantesco conglomerado asegurador con presencia en 130 países y una historia que se remonta a 1919. El origen del problema es una filial que vendió un complejo derivado, un seguro contra cesaciones de pagos (CDS, por sus siglas en inglés). Las ascendieron a los US\$ 18.000 millones.”²⁷

²⁷ Revista Capital. “Los rostros de la crisis”. 17 de Abril 2008.

2.6. Crisis económica mundial

“La crisis se expandió rápidamente por los países desarrollados de todo el mundo. Japón, por ejemplo, sufrió una contracción del -0,6% en el 2º trimestre 2008. Australia y Nueva Zelanda también sufrieron contracciones. Cabe destacar que es cada vez mayor la preocupación sobre el futuro de los países con economías pujantes y emergentes, tal como lo es la incertidumbre respecto a países tales como China e India en Asia; Argentina, Brasil y México en América o Sudáfrica en el continente Africano, cada uno de ellos líderes en sus regiones, también afectados por la actual crisis económica.”²⁸

Esta crisis iniciada en 2008 ha sido señalada por muchos especialistas internacionales como la crisis de los países desarrollados, ya que sus consecuencias se observan fundamentalmente en los países más ricos del mundo.

²⁸ Gillian Tett, Financial Times (19/09/2008). «Preguntas y respuestas sobre la tormenta financiera». *Expansión*.

a) Desaceleración Global

Diversas encuestas bancarias mostraban que continuaba la contracción del crédito en las economías avanzadas para un amplio rango de usuarios financieros (**Tabla N°3**). Esto sería resultado tanto del deterioro de la capacidad de otorgamiento de crédito de los bancos más afectados por la crisis subprime, como la menor disposición generalizada al otorgamiento de crédito y a la toma de riesgo.

Tabla N°3 Indicadores de actividad real, expectativas y condiciones financieras en economías avanzadas.

Trimestres	2007				2008
	I	II	III	IV	I
PIB (tasa anualizada)					
EE.UU.	1.5	1.9	2.8	2.5	2.5
Zona Euro	3.2	2.5	2.7	2.2	2.2
Reino Unido	3.0	3.2	3.1	2.8	2.5
Índice de confianza de consumidores (1)					
EE.UU.	92.2	86.9	85.7	77.5	72.9
Zona Euro	-5.4	-2.6	-3.9	-7.7	-11.9
Reino Unido	-6.2	-4.2	-2.5	-3.8	-8.6
Índice de condiciones financieras de hogares					
EE.UU. (2)	5.5	6.8	10.4	24.8	33.8
Zona Euro (2)	-6.0	-1.0	5.0	16.0	26.0
Reino Unido (3)	n.d.	-2.9	0.1	-31.2	-30.7
Índice de condiciones financieras para empresas medianas y grandes					
EE.UU. (2)	0.0	-3.7	7.5	19.2	32.2
Zona Euro (2)	-4.0	-3.0	31.0	41.0	49.0
Reino Unido (3)	n.d.	1.8	-20.2	-51.8	-37.3

Nd.: No disponible

- (1) Más alto o más positivo significa más confianza
- (2) Más alto o más positivo significa condiciones menos favorables.
- (3) Más alto o más positivo significa condiciones más favorables.

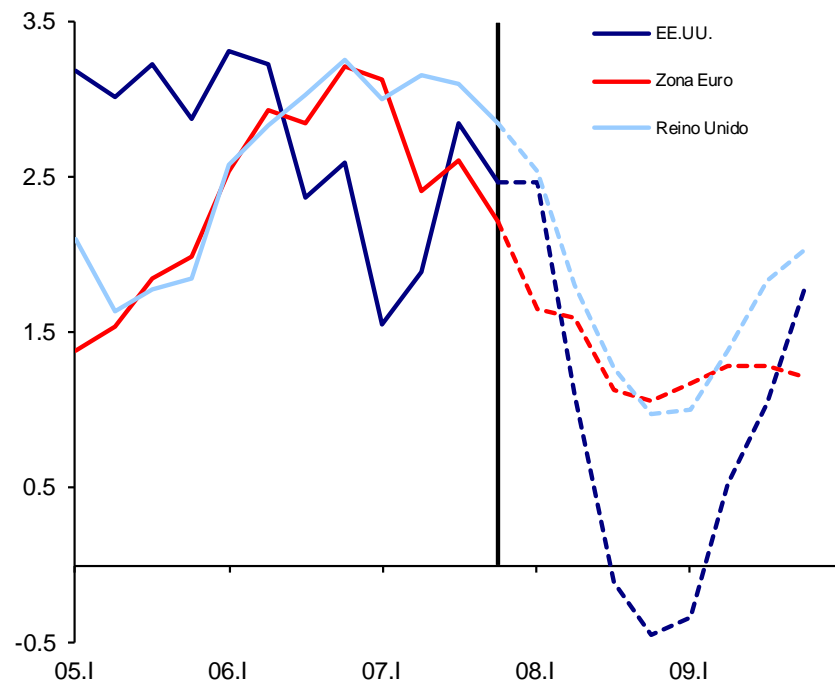
Fuente: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Michigan University y Thomson Datastream.

Diversos antecedentes indicaban que la economía de EE.UU. durante el 2008 comenzaba la recesión, o que se encaminaba decididamente a una, lo que tendría un efecto negativo en Europa y las economías emergentes. El crecimiento del producto de EE.UU. durante el primer trimestre de cada año se debió principalmente a la acumulación de inventarios, ya que el consumo y la inversión se desaceleraron. Adicionalmente, las caídas del empleo y de varios índices de actividad en los últimos meses, tanto la construcción como la industria manufacturera, así como el índice de confianza en la economía, aumentan la fuerte desaceleración **(Gráfico N°10)**.

Gráfico N°10

Proyecciones de crecimiento para economías avanzadas

(Tasas anualizadas, porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a base de información de Bloomberg, bancos de inversión y FMI.

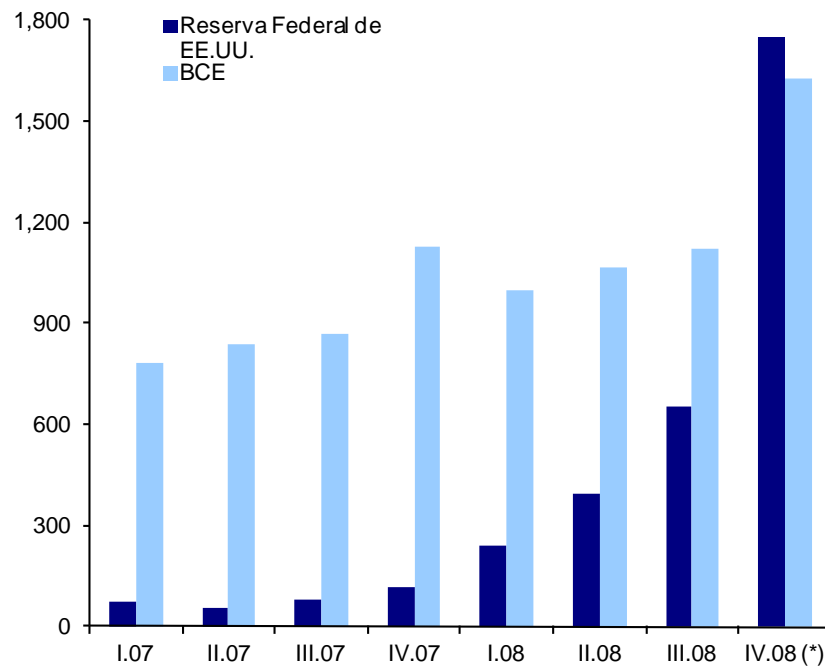
b) Intervención de los Banco Centrales y Apoyo Financiero

Ante las necesidades de liquidez por parte de los bancos, los bancos centrales aumentaron su provisión de liquidez. En el caso de EE.UU., la Reserva Federal además aumento progresivamente los plazos de dichos préstamos, los colaterales aceptados y finalmente, los agentes elegibles, mediante la creación de programas especiales (**gráfico N°11**)

Gráfico N°11

Inyecciones de liquidez por parte de bancos centrales (*)

(Miles de millones de dólares, miles de millones de euros)



(*) Datos hasta el 12 de Diciembre de 2008. Información de la Reserva Federal en dólares y del BCE en euros.

Fuente: Bloomberg

La caída de activos financieros solo se detuvo luego de una serie de anuncios de capitalización de la banca y ampliación de seguros estatales para pasivos bancarios, iniciada por el gobierno del Reino Unido a mediados de octubre y seguida luego por otros países (**tabla N°4**)

Tabla N° 4

Programa de apoyo al sector financiero (1)

(Miles de millones de dólares)

País	Anunciado				Efectivo (1)	Cobertura de seguros	
	Para garantizar	Inyecciones de capital	Otros fines	Total país		Depósitos	Otros pasivos
EE.UU.		250	450	700	162	x	x
Japón		300		300		x	
Reino Unido	385	77		462	56		
Zona Euro							
Alemania	513	167		679	18.0	x	
Francia		53	410	463	1.3	x	
Holanda	256	60		316	18.2	x	
España	128		64	192	13.2	x	
Austria	109	19		128	6.7	x (2)	
Grecia	19	6		26		x	x
Portugal	26			26	10.6	x	x
Bélgica		6	3	9	12.1	x	x
Otros países							
Noruega			51	51		x	
Suecia	189			189	2.6	x	x
Suiza		5	51	56	7.9		x
Australia			5	5		x	
Canadá			21	21		x	
Total	1,625	943	1,055	3,622	308		

(1) Efectivo hasta el 18 de diciembre de 2008

(2) Solo para personas naturales

Fuentes: Federal Reserve Board, Banco de Inglaterra, UBS, Bloomberg e informes de prensa.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El Mundo atravesó por una severa crisis, y todas las economías en diversos grados fueron afectadas por la caída del producto en el mundo desarrollado. Lo que partió como una crisis focalizada en el mercado inmobiliario de Estados Unidos se transmitió con fuerza al resto del sistema financiero de los países desarrollados y afectó de manera significativa, y por diversas vías, la actividad a nivel mundial. Si hay algo que llama la atención es el grado de sincronización que la crisis muestra alrededor del mundo.

La crisis económica global del 2008-2009 trajo como respuesta un periodo 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 interviniendo en el mercado cambiario.

La economía chilena, como la mayoría de las latinoamericanas, contaban con sólidos fundamentos al inicio de la crisis lo que permitió adoptar acciones de políticas decididas e incluso inéditas.

En la presente tesis se realizará un análisis de los instrumentos de política monetaria utilizados por el Banco Central de Chile en tiempos de crisis financiera, y sus resultados sobre las variables reales en la economía chilena, periodo comprendido entre 2008-2009.

OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

Objetivo General:

- Analizar la efectividad de los instrumentos utilizados por el Banco Central de Chile, en la última crisis financiera mundial sus resultados sobre las variables reales en la economía chilena.

Objetivos Específicos:

- Estudiar la Política Monetaria convencional adoptada por el Banco Central de Chile en el periodo de crisis financiera.
- Describir las medidas de Políticas Monetarias no convencionales acogidas por el consejo del Banco Central de Chile en momentos de recesión.

RESULTADOS Y DISCUSIONES

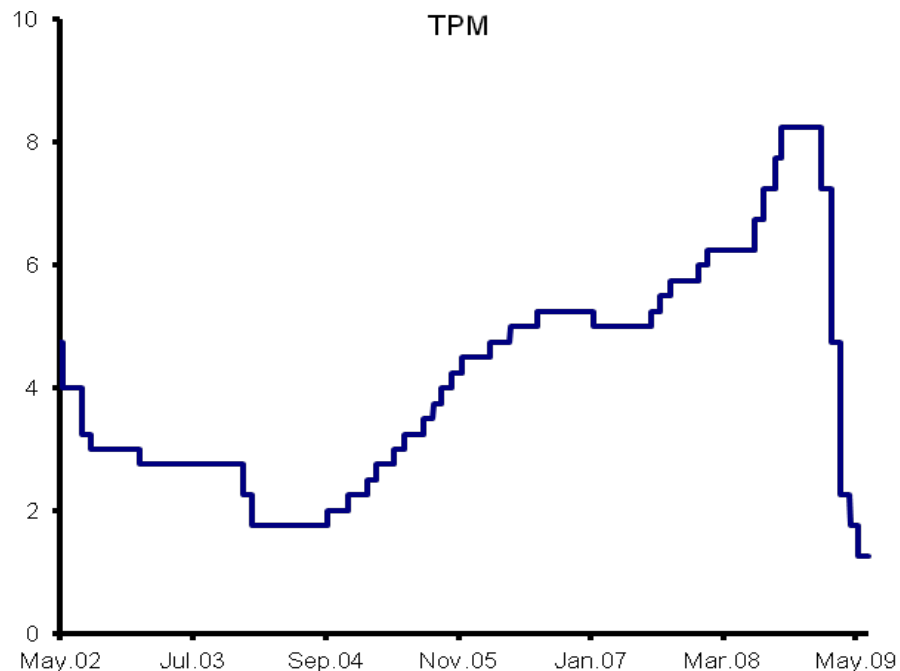
1. Medida Convencional de Política Monetaria. (TPM)

A comienzos del año 2008, la economía mundial se encaminaba a un shock inflacionario de una magnitud solo comparable al ocurrido en los años setenta y el dólar se depreciaba contra casi todas las monedas. A mediados del 2008, el panorama para la inflación mostraba un claro deterioro. Los precios de las materias primas habían subido hasta alcanzar máximos históricos.

Como se muestra en el **gráfico N° 1** entre los trimestre de Junio 2007 a Mayo 2008, la TPM había subido en 5 oportunidades, de 25 pb. En cada una de ellas. Cuando surge la crisis, la política monetaria estaba en un ciclo moderado y gradual de alzas de tasas de interés.

Gráfico N° 1:
Tasa de Política Monetaria

(Porcentaje)



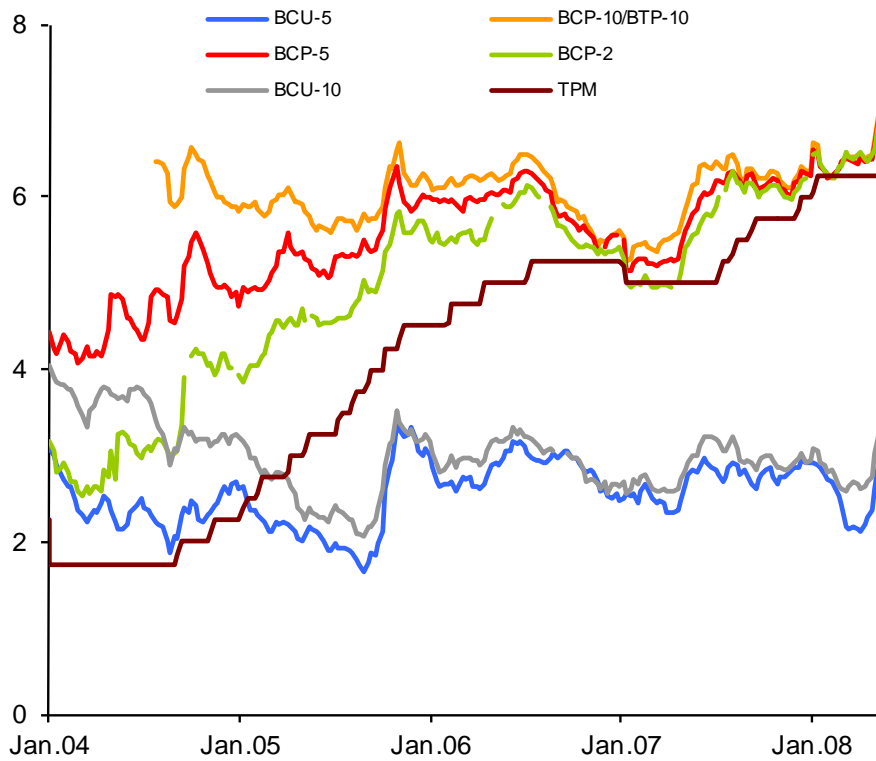
Fuente: Elaboración propia

Durante periodo 2008, los papeles en UF del Banco Central de Chile a 5 y 10 años cayeron 70 y 30 puntos bases, respectivamente (**gráfico N°2**). La mayor demanda por papeles en UF también se extendió hacia los bonos corporativos. En efecto, las tasas de estos instrumentos para las categorías de riesgo entre AAA y A disminuyeron entre enero y marzo de 2008 (**gráfico N°3**).

Gráfico N°2

TPM y tasas de instrumentos estatales al 1er Semestre 2008

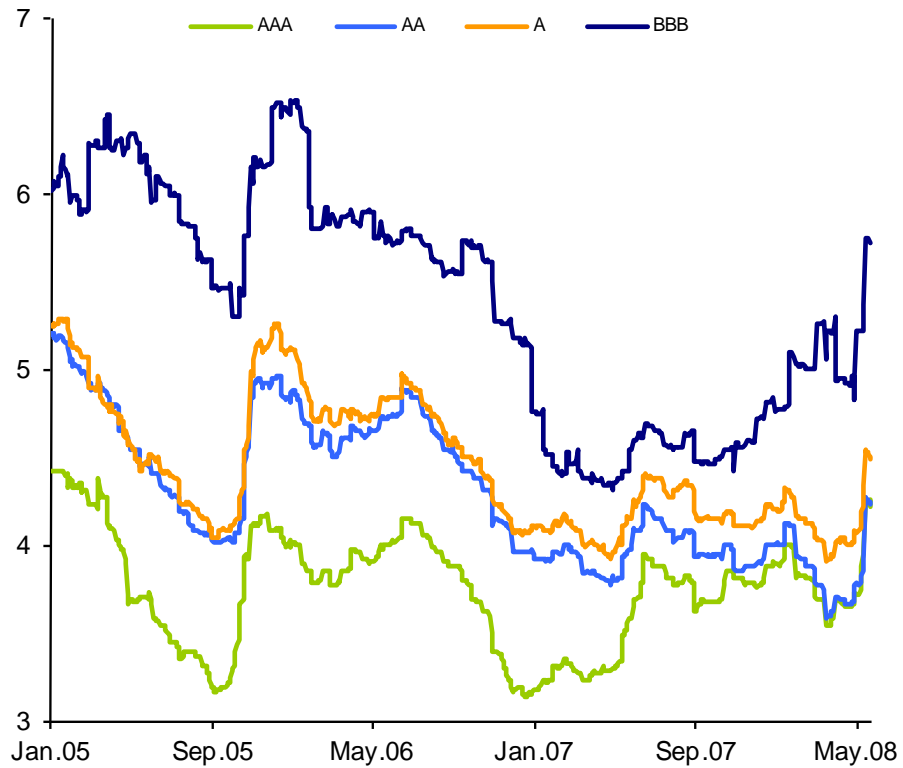
(Promedios semanales, porcentaje)



Fuente: Elaboración Propia

Gráfico N°3
Tasas de instrumentos corporativos

(Porcentajes)



Fuente: Elaboración Propia

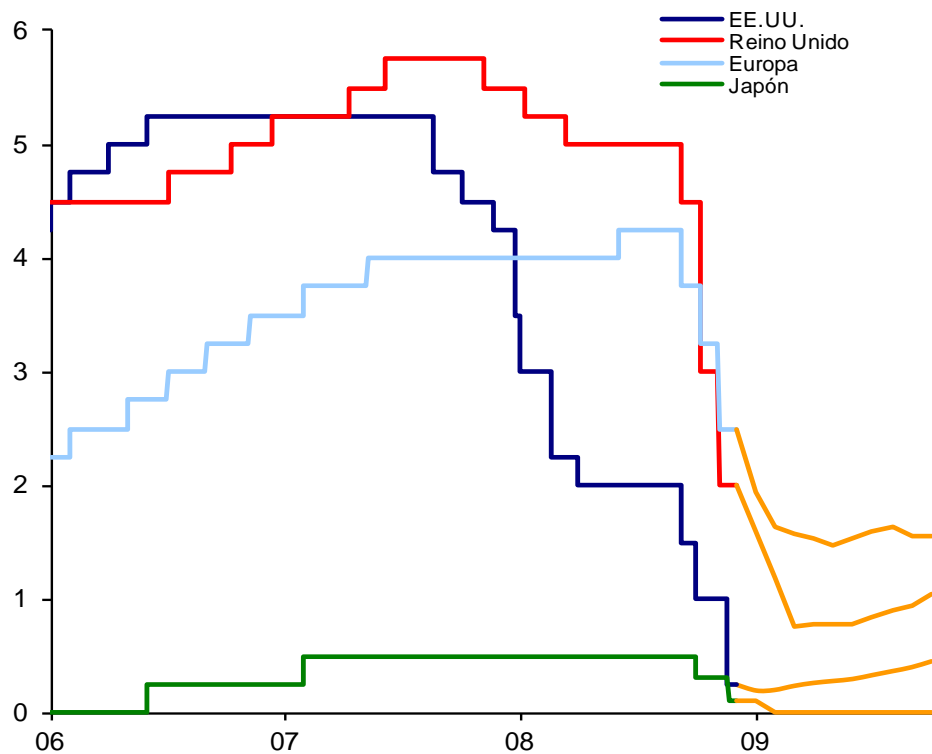
La evolución de la estructura de tasas de la economía estuvo marcada tanto por las expectativas de relajamiento de la política monetaria, como por las agresivas reducciones de la tasa de política.

En los últimos meses de 2008, hubo importantes anuncios de estímulos tanto fiscales como monetarios. En el ámbito fiscal, estos se orientan, en lo principal, al apoyo a instituciones y mercados financieros, buscando evitar la caída del crédito mediante las garantías que reducen la incertidumbre respecto al riesgo de no pago. En el ámbito monetario, se registraron importantes disminuciones en la tasa de política monetaria, algunas de ellas coordinadas entre economías (**gráfico N° 4**).

En el caso de EE.UU., el espacio para continuar con medidas tradicionales de estímulo monetario es casi nulo, no así en otras áreas económicas, donde la caída en la inflación esperada facilita las posibilidades en esta dirección.

Gráfico N°4

Tasa de política monetaria y expectativas 2006 - 2009 (*)



(*) Elaborado a base de contratos futuros de tasas de interés. Valores spot al cierre estadístico.

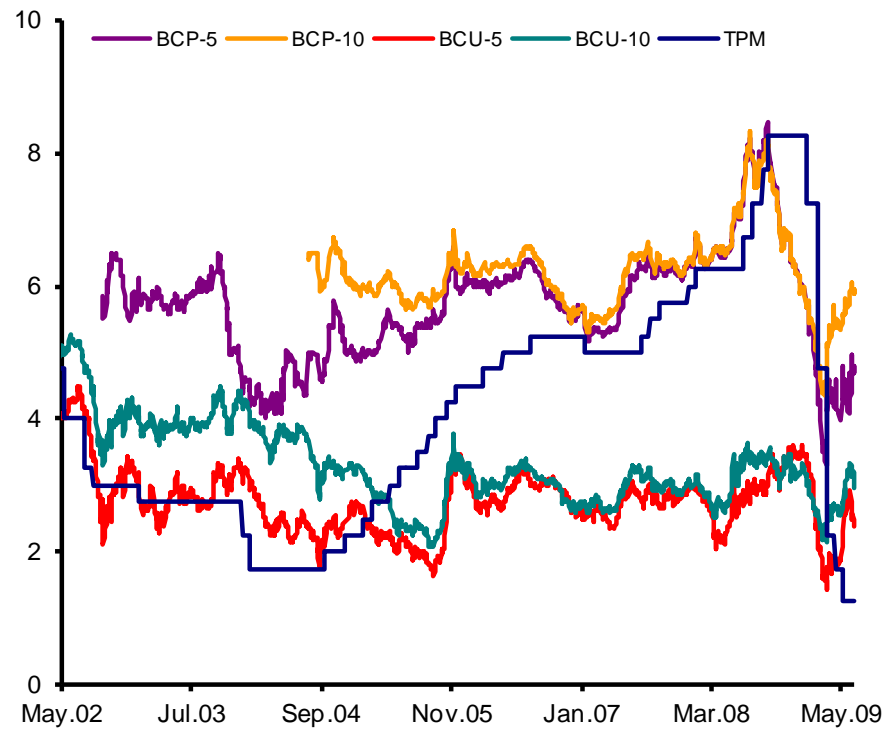
Fuente: Elaboración Propia.

Posteriormente, entre enero y mediados de marzo del año 2009, la evolución de las tasas de interés nominales estuvo marcada por las agresivas e históricas reducciones de la TPM, periodo en el cual el Banco Central bajó la tasa de instancia en 600 pb. En igual período. Las tasas de los BCP-5 y BCP-10 disminuyeron cerca de 250 y 150 pb, respectivamente. Las tasas en UF de los bonos del Banco Central siguieron una dinámica similar, y los BCU-5 y BCU-10 disminuyeron cerca de 190 y 100 pb, respectivamente. **(Gráfico N°5)**

Gráfico N° 5

TPM y tasas de instrumentos del Banco Central a Mayo 2009

(Porcentaje)



Fuente: Elaboración Propia

Por tanto la TPM siguió bajando hasta alcanzar un nivel mínimo de 0,5% en Julio de 2009. En ese momento, el Banco Central anuncio que esta permanecería en dicho nivel por tiempo prolongado.

Así ocurrió hasta el segundo trimestre del año 2010, ya que por el terremoto hubieron efectos importantes, mayores que los previstos, en la actividad del primer trimestre, pero su recuperación también ha sido más rápida de lo esperada, así Banco Central no decidió aumentar la TPM en los dos primeros trimestres del año 2010.

La política convencional en junio, por primera vez en un año, las tasas de interés se incrementaron en 50 puntos base, hasta el 1%. En las siguientes reuniones de política las tasas han mantenido su tendencia al alza, llegando en octubre del 2010 a un 2,75%.

Desde segundo Semestre de 2010 a Junio de 2011, la Tasa de Política Monetaria (TPM) aumento en 475 puntos base, 200 de los cuales se concentran el primer semestre de 2011. Esta crecida importante de la tasa realizada por el Banco Central se debe principalmente al panorama externo que es favorable para el país, en lo que se refiere a términos de intercambio, crecimiento de socios comerciales y financiamiento externo. Por otro lado, los registros de inflación aumentaron por el fuerte incremento de los precios de los productos básicos en el mercado internacional. El consejo para prevenir la ocurrencia de un escenario inflacionario negativo, acelero el ritmo de la normalización de la TPM.

En este periodo 2011, la economía chilena se presenta en un contexto favorable. El consejo estimo, que en el escenario más probable para el resto del periodo 2011, serán necesarios aumentos adicionales de TPM, cuya oportunidad dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

Durante los últimos meses de 2011 la TPM se mantuvo en 5,25% desde Septiembre de 2011, que se debe a las noticias económicas y financieras que han estado dominadas por eventos en el exterior. La crisis de la Eurozona se ha ido extendiendo y profundizando. A medida que crece la desconfianza respecto a su situación fiscal, bancaria y económica, que se relaciona directamente con el

deterioro de las proyecciones de crecimiento mundial. En Chile, los efectos de estos acontecimientos han sido acotados, no obstante el escenario externo más adverso probablemente tendrá consecuencias para el crecimiento y la inflación en el país, así como para la orientación de la política monetaria.

En periodos normales, cuando la conducción del Banco Central sigue un curso predecible con ajustes más bien graduales, estos rasgos o atributos del esquema de política vigente pueden no ser bien apreciados, pero si son valorados cuando se enfrentan las crisis o cambios bruscos de escenario, como ha ocurrido en el transcurso de estos últimos años.

2. Medida no convencional de Política Monetaria

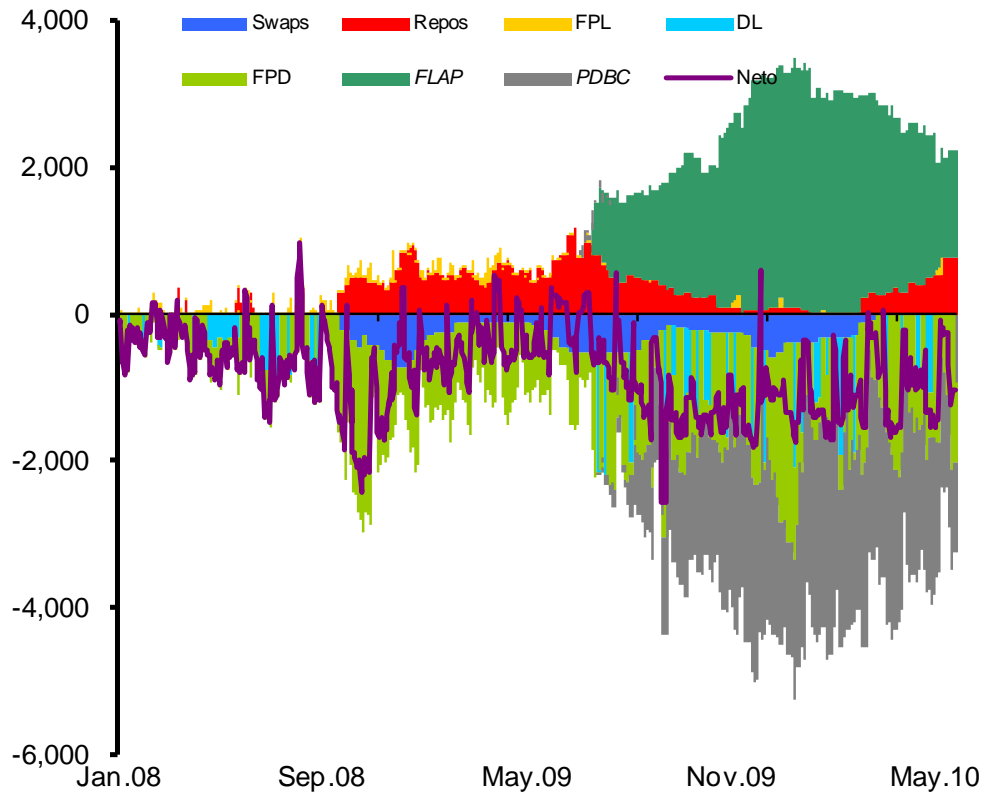
En julio de 2009, el Consejo del Banco Central acordó reducir la TPM a 0,5%. Adicionalmente, con el propósito de alinear los precios de activos financieros con la trayectoria de política monetaria, el Banco estableció una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, la que se enmarca en el ámbito de las políticas monetarias no convencionales. Mediante esta facilidad se prestó a una tasa fija e igual a la TPM vigente para operaciones a 90 y 180 días. Los colaterales elegibles para acceder a la FLAP fueron instrumentos del Banco Central, depósitos a plazo (DPF) y letras hipotecarias emitidas por empresas bancarias. Adicionalmente, se informó que durante el segundo semestre del 2009 se suspendería la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a BCP-2 y PDBC a un año.

La FLAP fue ampliamente utilizada por algunos bancos locales, alcanzando un saldo máximo de uso de \$3.284 mil millones a mediados de enero de 2009, cifra equivalente al 40% del capital y reservas del sistema bancario. Simultáneamente, y con el fin de neutralizar la inyección de recursos asociada con la FLAP, el Banco Central emitió un monto significativo de PDBC, registrándose un máximo de \$3.000 miles de millones a principios de febrero 2010 (**gráfico N°6**). Tanto el uso de la FLAP como stock de PDBC han disminuido paulatinamente a medida que se acerca el vencimiento de los préstamos otorgados vía la FLAP.

Gráfico N°6

Operaciones monetarias del Banco Central de Chile (*)

(Stock en miles de millones de pesos)



(*) FPL: Facilidad permanente de liquidez; DL: Depósitos de liquidez; FPD: Facilidad permanente de depósito, y FLAP: Facilidad de liquidez a plazo. Para los PDBC se considera solo el incremento del stock a partir del anuncio de la FLAP.

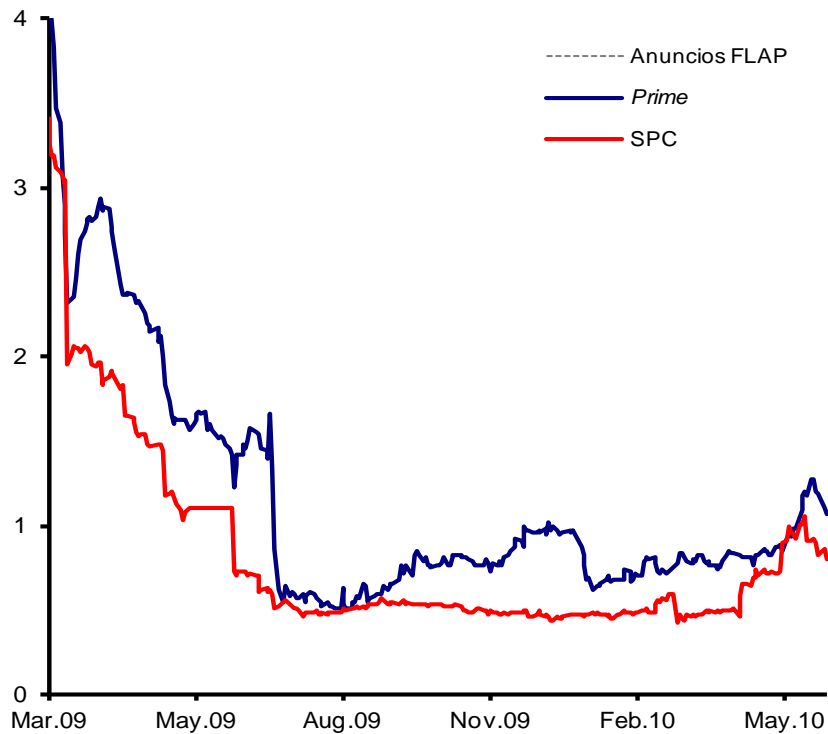
Fuente: Elaboración Propia.

Acorde con su objetivo, el principal impacto de esta facilidad fue la disminución de las tasas de interés de mercado en los plazos en los cuales operó (**gráfico N°7**). Un primer impacto de la FLAP fue a través de las expectativas sobre la TPM, lo que se reflejó en la caída y estabilidad de la tasa swap promedio cámara (SPC) en el periodo julio 2009-abril 2010.

Gráfico N°7

Tasa prime y SPC a 90 días y anuncios FLAP (*)

(Porcentaje)



(*) Los días 9 de Julio y 12 de Noviembre del 2009 el consejo del Banco Central anuncio el comienzo y retiro de la FLAP, respectivamente.

Fuente: Elaboración Propia.

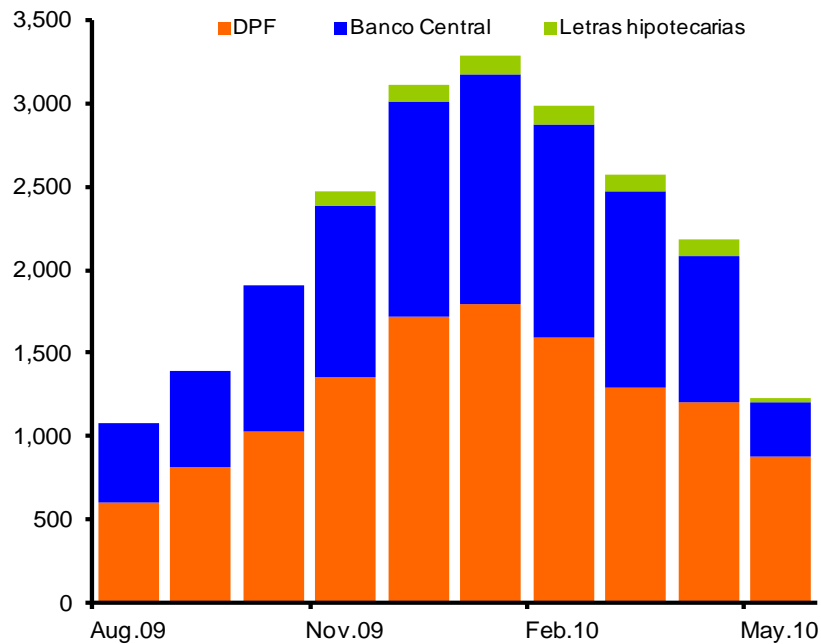
Durante el periodo de la operación de la FLAP se observó una importante reducción del volumen de préstamos interbancarios, junto con un fuerte aumento del volumen de transacciones de PDBC. La menor actividad en el mercado interbancario es congruente con el objetivo de las instituciones bancarias de disminuir el riesgo de tasas, al obtener financiamiento a tasas fijas y a plazos más largos.

La alta participación de los DPF como colaterales durante la vigencia de esta facilidad reflejaría la importancia que tuvo para su operación la flexibilización del tipo de garantías exigidas por el Banco Central. En promedio, los DPF representaron 56% de los colaterales constituidos, seguidos por instrumentos del Banco Central y letras hipotecarias, con 41 y 3%, respectivamente (**gráfico N°8**).

Gráfico N° 8

FLAP y utilización de colaterales

(Miles de millones de pesos)



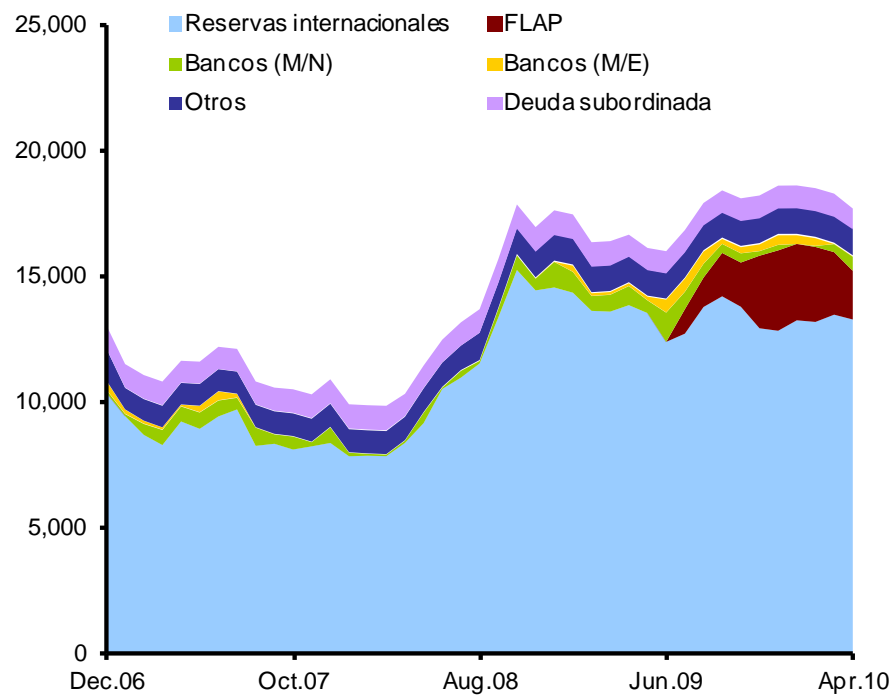
Fuente: Elaboración Propia.

El tamaño del balance del Banco Central ha disminuido aproximadamente \$320 mil millones en el primer trimestre del 2010. Ello se explica por la disminución gradual de la utilización de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), sin un aumento equivalente de las operaciones repos. En efecto, el saldo agregado de los repos y la FLAP, se contrajo \$919 mil millones desde diciembre del 2009 hasta el 30 de abril de 2010 (**gráfico N°9**)

Gráfico N°9

Activos del Banco Central de Chile

(Millones de pesos)



Fuente: Elaboración Propia.

En noviembre de 2009 decidió aumentar el plazo máximo de la FLAP desde 180 a 150 días a partir del 14 de Diciembre y continuar disminuyéndolo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta factibilidad en mayo del próximo año.

A fines del 2009, el consejo anuncio el retiro programado y gradual de las medidas complementarias y en particular de la FLAP. También se informo que se reduciría cada mes el plazo de las operaciones en 30 días hasta la completa eliminación del acceso en el transcurso de un periodo de 6 meses, lo que concluyó en Junio 2010.

Las políticas no convencionales fueron eliminadas progresivamente y su eliminación completa coincidió con el incremento en la tasa de interés de política monetaria.

La estrategia de salida no siempre es fácil, en el caso de Chile no hubo mayores problemas dado que, como la economía estaba en un camino claro de recuperación, no hubo duda de que las políticas no convencionales ya no eran necesarias. Por otra parte, también quedó claro a mediados de 2010 que tampoco era necesario seguir con una política convencional excesivamente expansiva.

3. Resultados Sobre las Variables Reales de la Economía Chilena

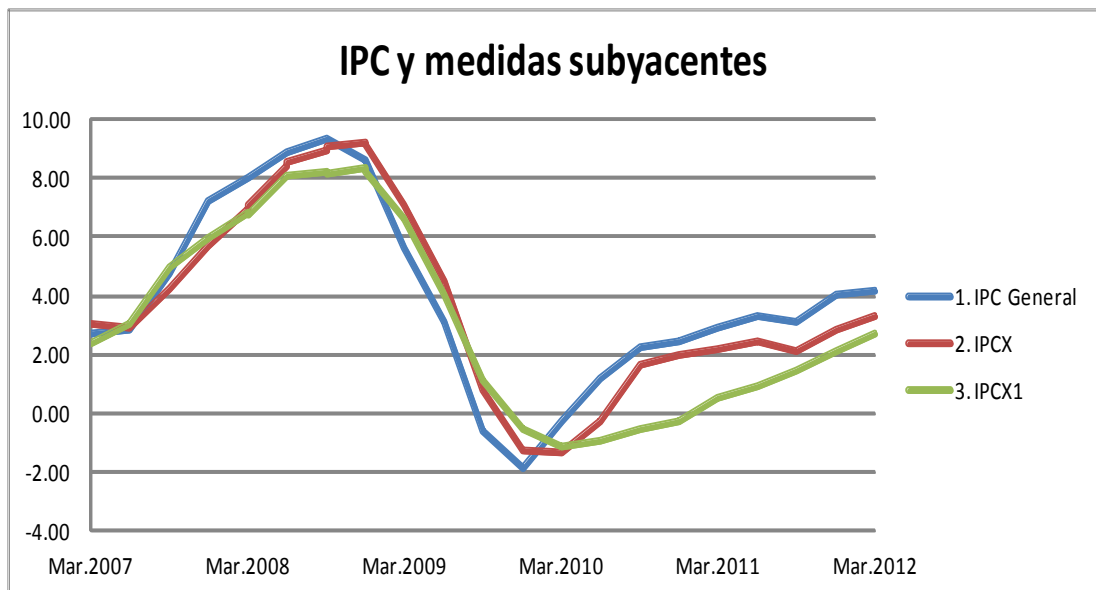
3.1. Inflación.

El comportamiento de la Inflación y sus medidas subyacentes en el periodo comprendido 2007- 2012.

Durante el año 2007 se muestra una alza sostenida de los indicadores de inflación en las metas establecidas por el Banco Central en su rango del un 2% a un 4%.

No así en el cuarto trimestre del año 2007 donde se presenta un alza sostenida de estos índices, sobre el rango de metas.

Gráfico N° 1: Indicadores de Inflación



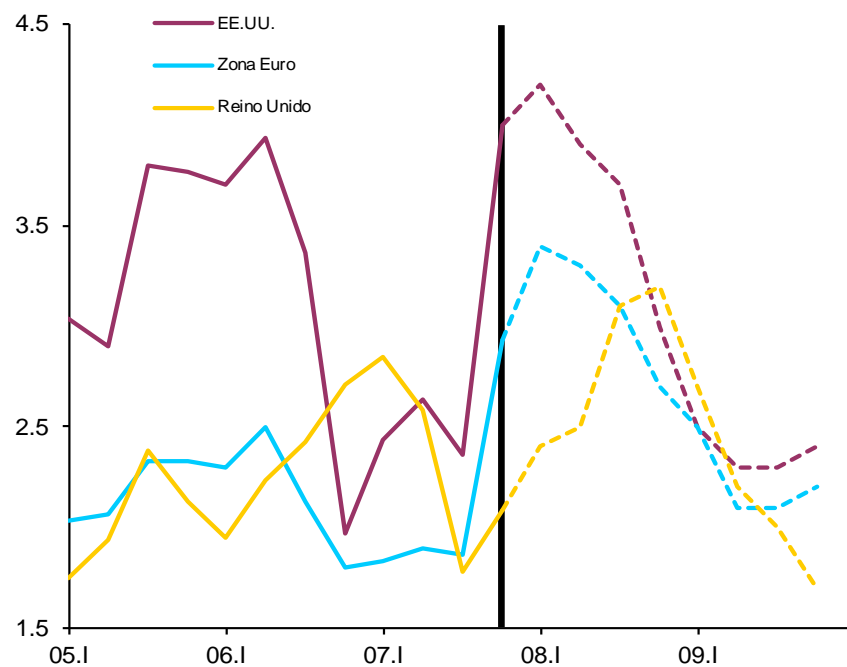
Fuente: Elaboración Propia

A comienzos del 2008 se ve un crecimiento sostenido, mientras que las materias primas alcanzaban niveles muy elevados. La economía mundial se encaminaba a un shock inflacionario de una magnitud solo comparable al ocurrido en los años setenta. **(Gráfico N° 2)**

Gráfico N° 2:

Proyecciones de Inflación en economías avanzadas.

(Variación anual promedio en moneda local, porcentajes)



Fuente: Elaboración propia a base de información de Bloomberg.

A mediados del 2008, el panorama inflacionario mostraba un claro deterioro. Los precios de las materias primas habían subido hasta alcanzar máximos históricos. La inflación doméstica superaba el 9% anual, varios puntos porcentuales sobre las metas del Banco Central.

Esta alta inflación era de origen externo, pero estaba acentuada por una creciente propagación hacia otros precios, mayor que la observada en otras economías.

El tercer trimestre del 2008, la crisis internacional se intensificó y el escenario macroeconómico mundial experimentó un serio deterioro. Cayendo abruptamente los indicadores inflacionarios.

En el año 2009 el IPC cayó un 1,4% nuestra primera inflación negativa desde la década de 1930.

El control de la inflación es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer para asegurar un desarrollo económico sustentable, luego de sobrellevar exitosamente los alcances de la crisis financiera mundial.

Dentro del primer semestre del 2011, los riesgos inflacionarios aumentaron por el fuerte incremento de los precios de los productos básicos en el mercado internacional.

La Inflación del IPC en el segundo semestre de 2011 se ha ubicado por encima 3% dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación, principalmente explicado por los precios específicos, como la carne, y el efecto de la depreciación del Tipo de Cambio.

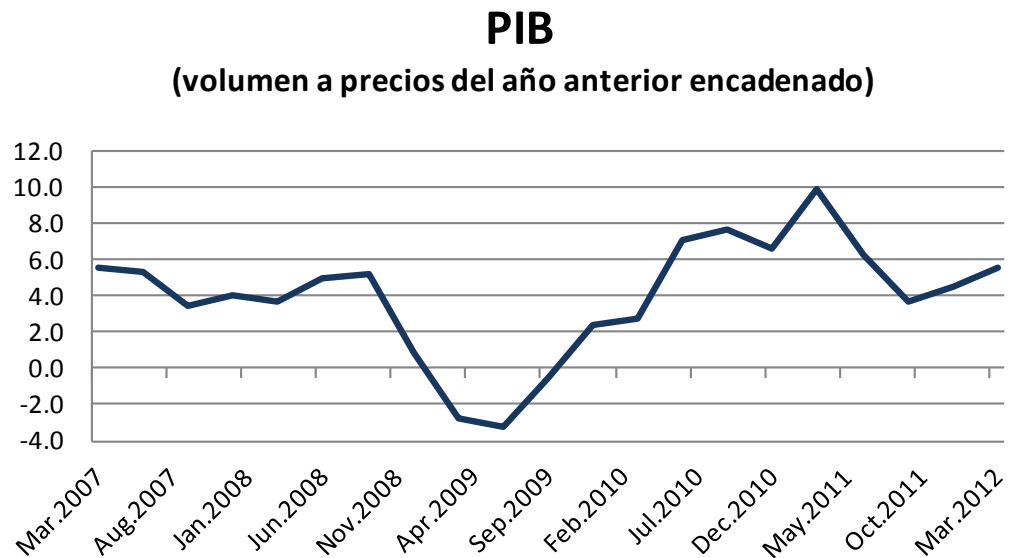
A noviembre de 2011, el IPC acumuló un incremento anual de 3,9% (2,9% julio), el IPCX aumento 2,8% (1,9%) y el IPCX1 subió 2,0% (1,4%). Las variaciones anuales de inflación total siguen siendo dominadas por los alimentos y combustibles, en especial el aumento que tuvieron sus precios en la primera parte del año.

Como sabemos hoy el principal desafío de la política monetaria es impedir que los aumentos de precios de alimentos y del petróleo se transmitan a la economía y desvíen la inflación de su meta, de 3%, en un horizonte de dos años. Como se muestra claramente durante los años 2008 y 2009 el Banco Central claramente no cumplió su principal objetivo.

3.2. Producto Interno Bruto (PIB)

Durante el periodo de crisis financiera hubo una disminución en el PIB importante a partir del último trimestre del año 2008. En consecuencia la tasa de crecimiento del PIB se contrajo significativamente, lo que se tradujo en el descenso de la producción, la reducción de los inventarios y el aumento del desempleo. **(Grafico N°1).**

Grafico N°1: Porcentaje del PIB periodo 2007-2012



Fuente: Elaboración Propia.

La política fiscal se hizo muy expansiva y el presupuesto paso de un superávit del 4,3% del PIB en 2008 a un déficit del 4,4% en 2009. El gasto publico aumento 17% durante 2009 y los ingresos fiscales disminuyeron considerablemente, no solo por la contracción económica, sino también debido a algunas reducciones de impuestos transitorios.

En efecto, durante los cinco años previos a la crisis (2004-2008) se registro un superávit presupuestario promedio de 5,4% del PIB.

En el año 2009 el PIB cayó un 1,5% en la que fue la primera recesión en 10 años. A partir del cuarto trimestre del 2009 hubo un repunte en la actividad económica chilena, debido al dinamismo de las economías emergentes de Asia, lo que se traduce en la recuperación de los precios de las exportaciones y el volumen de crecimiento. Así la actividad económica chilena alcanzó a recuperarse, gracias al incremento del gasto público, las condiciones crediticias y un mejor ambiente externo.

El terremoto de febrero de 2010 introdujo una pausa en el proceso de recuperación, y el PIB en el primer trimestre creció solamente un 1,5%. Sin embargo, después de los efectos negativos iniciales, el crecimiento retomó el fuerte dinamismo previo y en el segundo trimestre el PIB creció un 6,5%.

En el tercer trimestre del año 2011, el PIB creció 4,8% anual, moderando su velocidad de expansión respecto a los trimestres previos. Esta desaceleración estuvo de acuerdo con lo previsto en el mes de septiembre. Al siguiente mes de octubre, la economía mostró una debilidad algo mayor, no obstante indicadores parciales apuntan a que el dinamismo de la demanda interna se mantiene, en parte impulsado por el mercado laboral, que sigue estrecho.

La economía chilena ha mantenido una senda de recuperación en el último año como se ve claramente en el **Gráfico N°1**, apoyada por el impulso de las políticas macroeconómicas y, particularmente, por la política monetaria.

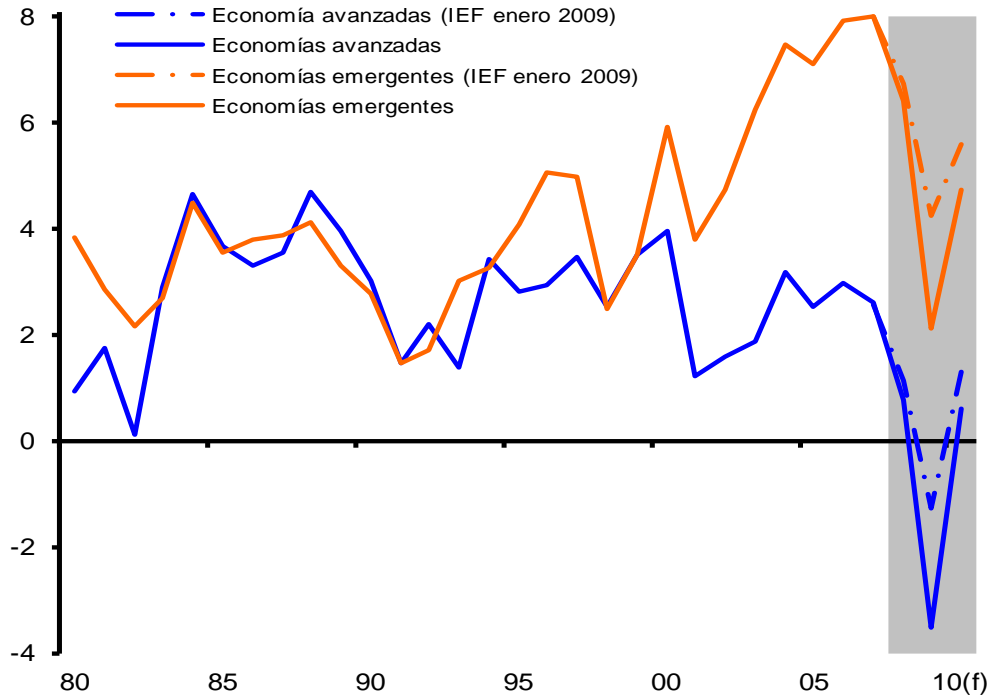
La actividad económica global se redujo fuertemente en el cuarto trimestre del 2008 y el primero del 2009. En particular, en el primer trimestre se registraron caídas del PIB de 2,5% anual en EE.UU., 4,8% en la Zona Euro, 4.1% en el Reino Unido y 9,7% en Japón.

Este panorama llevó al FMI a reducir constantemente sus proyecciones de crecimiento del PIB mundial para el 2009 y el 2010 (**gráfico N°2**).

Gráfico N°2

Crecimiento mundial a PPC (*)

(Variación anual, porcentaje)



(*) Paridad del Poder de Compra. La clasificación por regiones y sus ponderaciones corresponden a las definidas por el FMI.

(f) Cifras proyectadas

Fuente: Elaboración Propia.

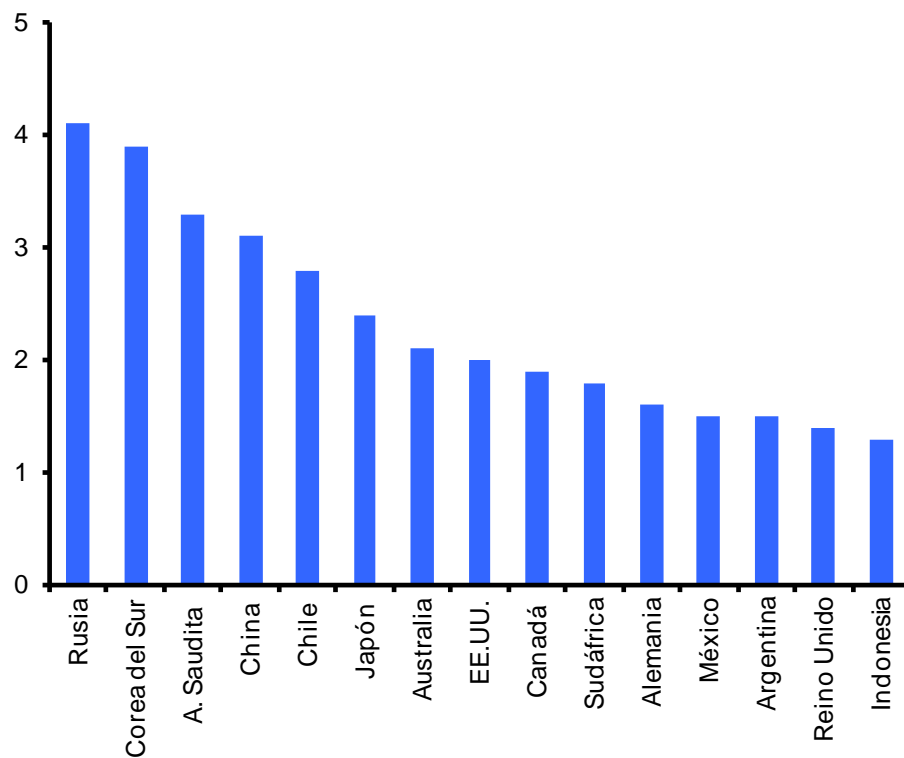
Respecto a la política fiscal, destacan los importantes paquetes de estímulo aprobados por las grandes economías del mundo (**grafico N°3**).

Estos paquetes combinan medidas tanto de reducción de impuestos como de aumento de gasto publico.

Gráfico N°3

Planes de estímulo fiscal (*)

(Porcentaje del PIB)



(*) Corresponde al gasto fiscal extraordinario, que debido a la crisis financiera ha sido comprometido para el año 2009.

Fuente: Elaboración Propia.

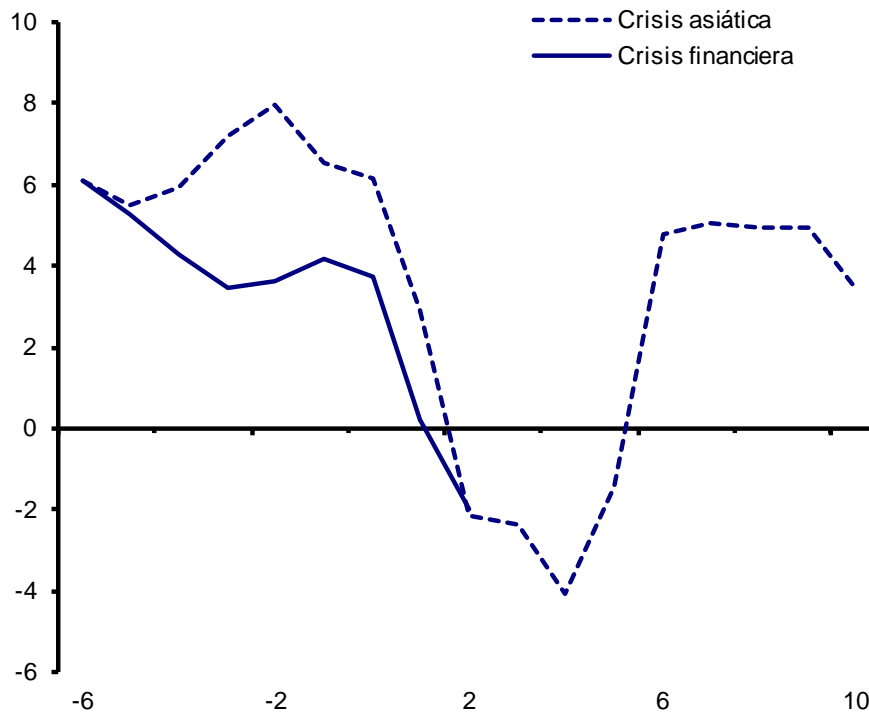
Comparación de las cuentas externas de la economía chilena de 98-99 v/s 08-09

Identificando al segundo trimestre de 1998 y al tercero del 2008 como el respectivo período pre-crisis para cada caso, la caída del crecimiento ha sido menor en el episodio reciente que el anterior (8,3 versus 5,7 puntos porcentuales, respetivamente, **gráfico N°4**)

Gráfico N°4

Crecimiento del PIB de la economía chilena (*)

(Porcentaje)



(*) El eje azul separa gráficamente los trimestres pre y post crisis en ambos casos.

Fuente: Elaboración Propia.

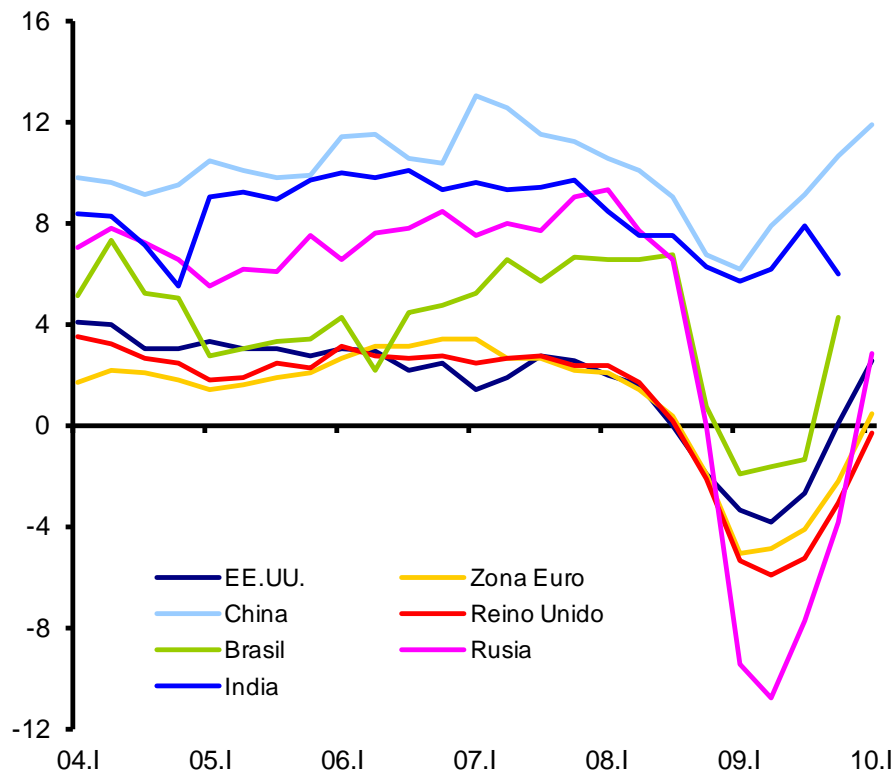
PIB en economías desarrolladas

Después del segundo trimestre de 2009 donde el ritmo de la contracción decreció en varios países, la economía mundial ha comenzado a mostrar signos más claros de recuperación. En el tercer trimestre del 2009, se registraron aumentos del PIB de 2,8% trimestral anualizado en EE.UU. y el 1,5% en la Zona Euro, mientras en el Reino Unido el PIB se contrajo 1,2%. **(Gráfico N°5)**

Gráfico N°5

Crecimiento del PIB de principales economías del mundo

(Tasas de variación anual, porcentaje)



Fuente: Elaboración Propia.

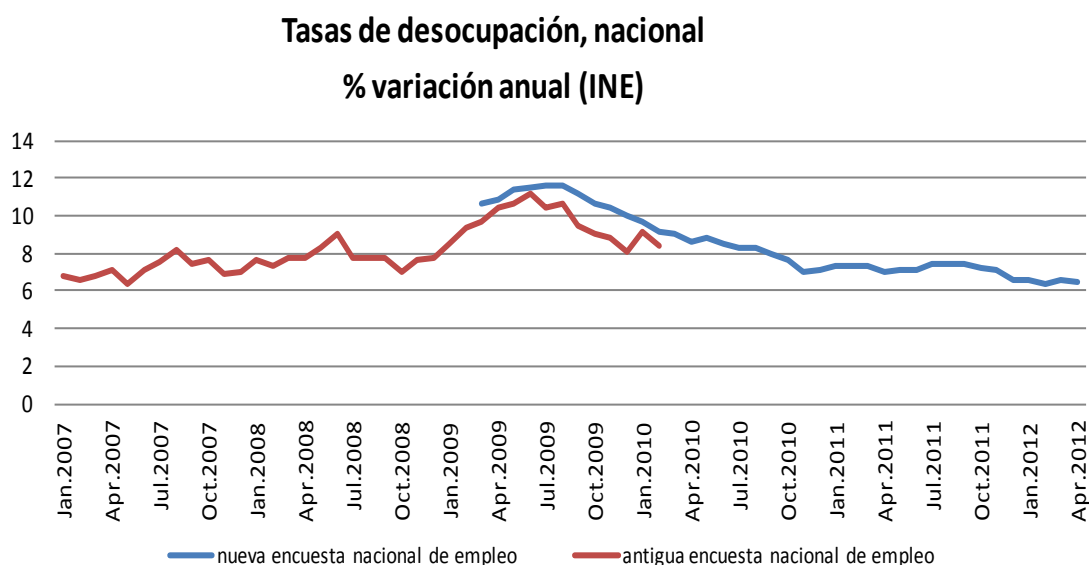
3.3. Mercado Laboral

El porcentaje del nivel del desempleo nacional según la base de datos del Instituto Nacional de Estadísticas (INE), muestra que durante la recesión, el desempleo aumento en el año 2009 donde se elevó a un 11% según la antigua encuesta Nacional de Empleo, como se muestra en el **Gráfico N°1**.

Gráfico N°1

Tasas de desocupación (INE)

Porcentaje



Fuente: Elaboración Propia

La tasa de desempleo del último trimestre Octubre-Diciembre 2007 alcanzo un 7,2%, que es 0,1 punto porcentuales mayores que el del trimestre anterior y 1,2 puntos porcentuales mayores que la del mismo trimestre del año 2006. En este periodo la fuerza de trabajo alcanzo los 7 millones de personas con una participación femenina histórica del 40,3%.

En el último trimestre del año 2008 la tasa de desocupación se ubica en 7,5% un leve aumento en 0,3% respecto al mismo trimestre del año anterior.

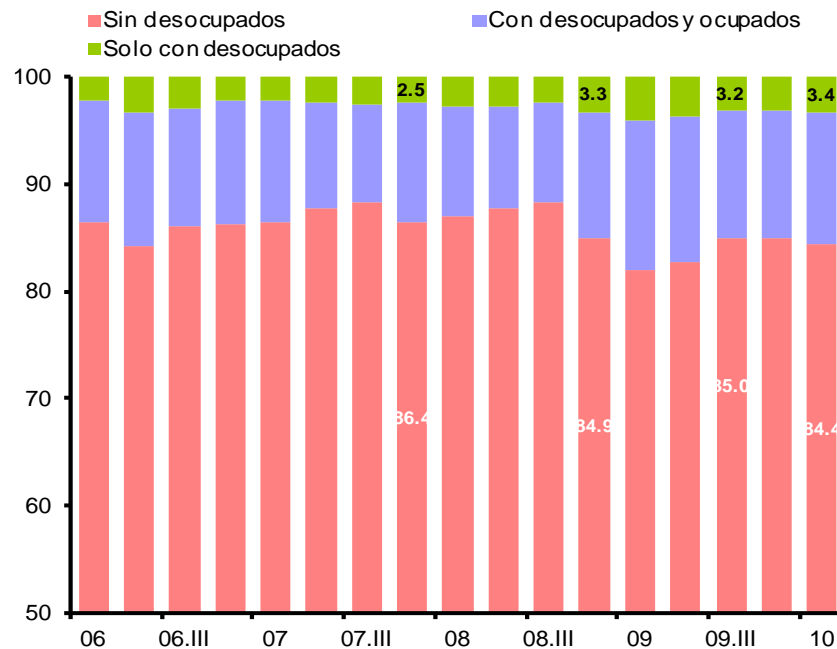
También la desocupación en los hogares se acrecentó a partir de septiembre del 2008. No obstante, en los últimos dos trimestres de 2009 ha revertido su tendencia, y el porcentaje de hogares que tienen solo desocupados alcanzó a

3,2% en septiembre de 2009 (0,6% puntos porcentuales sobre el promedio de 2006-2008), mientras los hogares sin desocupados representaron el 85% (1,7 puntos porcentuales bajo el promedio de 2006 – 2008) (**gráfico N°2**)

Gráfico N°2

Situación de los hogares en materia de ocupación

(Porcentaje del total de hogares)



Fuente: Elaboración Propia

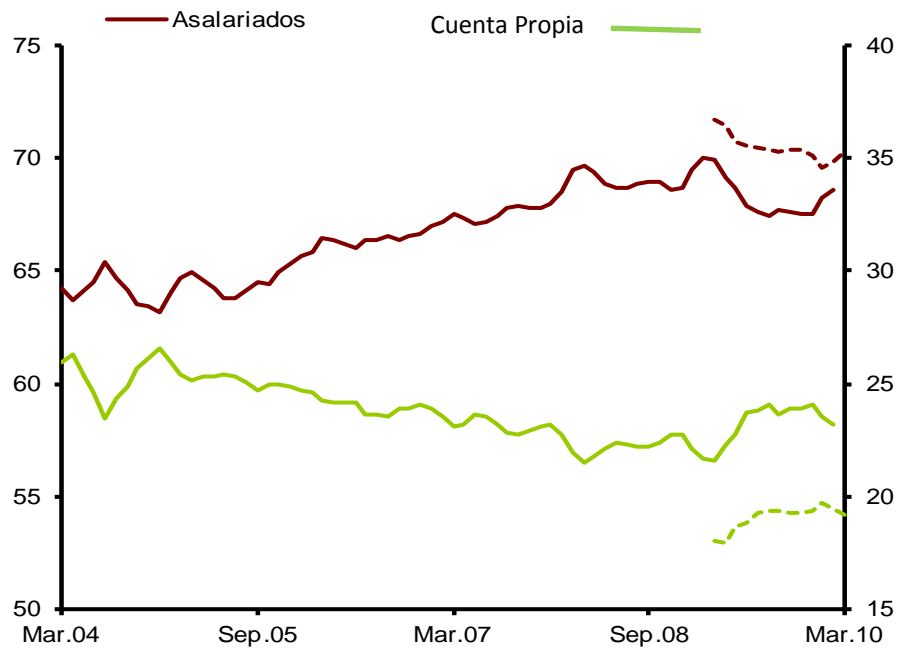
La tasa de desocupación del trimestre octubre-Diciembre 2009 representa un aumento significativo de 1,1% puntos porcentuales en doce meses. El mayor índice de desempleo en el año 2009 fue en los meses de Mayo y Junio con índices de un 10,7% y 11,1% respectivamente. La tasa de desempleo alcanzó un promedio del 9,7% durante el año 2009 por efecto de la crisis, en comparación con un promedio del 7,8% anual en el año 2008. Se debe a una disminución significativa del empleo asalariado, pero el trabajo por cuenta propia amortiguó la caída del empleo total.

En cuanto a la calidad del empleo, la caída observada a partir de marzo de 2009 de la participación de los asalariados en el total de ocupados se ha

detenido, e incluso mejora el margen, registrando en enero y febrero del 2010 valores relativamente altos en comparación con los registrados en los últimos cinco años.(**gráfico N°3**)

Gráfico N°3
Ocupados por categoría

(Porcentaje del total de ocupados)



A partir del año 2010 el INE comenzó a publicar un nuevo índice de desempleo a nivel nacional con una mayor cobertura.

De acuerdo con esta nueva medición, la tasa de desempleo nacional alcanzo un 11% durante el 2009, pero se redujo el segundo semestre.

También en el primer trimestre del año 2010, como consecuencias de los efectos del terremoto, sobre la capacidad productiva, se vieron afectadas las regiones involucradas, disminuyendo los niveles de empleo, No obstante los esfuerzos de reconstrucción han permitido contrarrestar esta situación.

El mercado laboral durante el 2011 continúa dando señales de estrechez, aunque según información recogida a nivel regional, en algunas zonas del país estas señales fueron más intensas durante la primera mitad del año. La tasa de

desempleo, en todas sus mediciones, se mantiene por debajo del promedio histórico. En septiembre de 2011, la tasa de desempleo disminuyó 0,9 puntos porcentuales respecto igual mes del 2010 y se ubicó en 7,8% descontada la estacionalidad. También destaca que, si bien el empleo ha seguido aumentando, lo ha hecho a tasas menores.

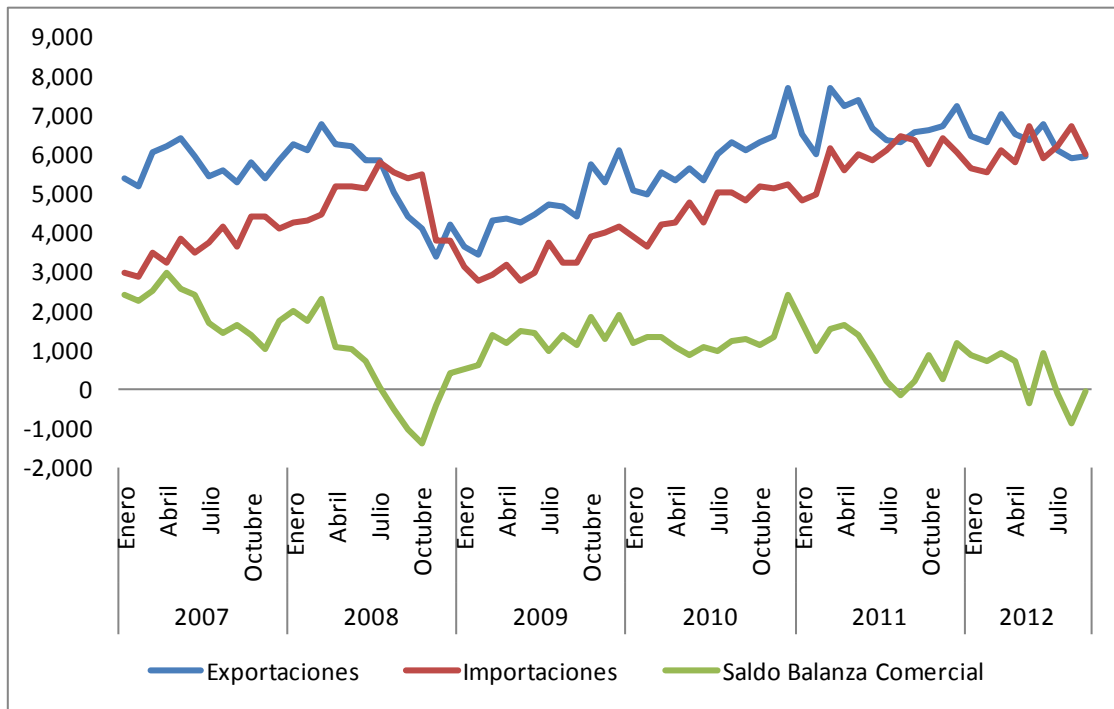
Las cifras de empleo del último trimestre muestran un menor deterioro e incluso signos de recuperación, sugiriendo que la probabilidad de un escenario más adverso que el de comienzos de año ha disminuido significativamente.

3.4. Balanza Comercial

La balanza comercial de Chile durante el año 2008 terminó con déficit, debido principalmente a la crisis financiera global. El país en Diciembre de 2008 anotó un déficit en la balanza comercial de US\$ 224 millones este déficit es debido a la baja de las exportaciones por la caída en los precios de las materias primas y una baja externa asociada a la crisis internacional. **(Gráfico N°1)**

Gráfico N°1

Balanza Comercial
Millones de dólares (FOB)



Fuente: Elaboración Propia

3.4.1. Exportaciones

Durante el 2007, las exportaciones llegaron a los \$ 68.295,8 millones versus las importaciones por \$ 43.839,7 millones. Cabe señalar que los positivos datos se explican principalmente por el desempeño de los commodities, en especial el cobre y la celulosa.

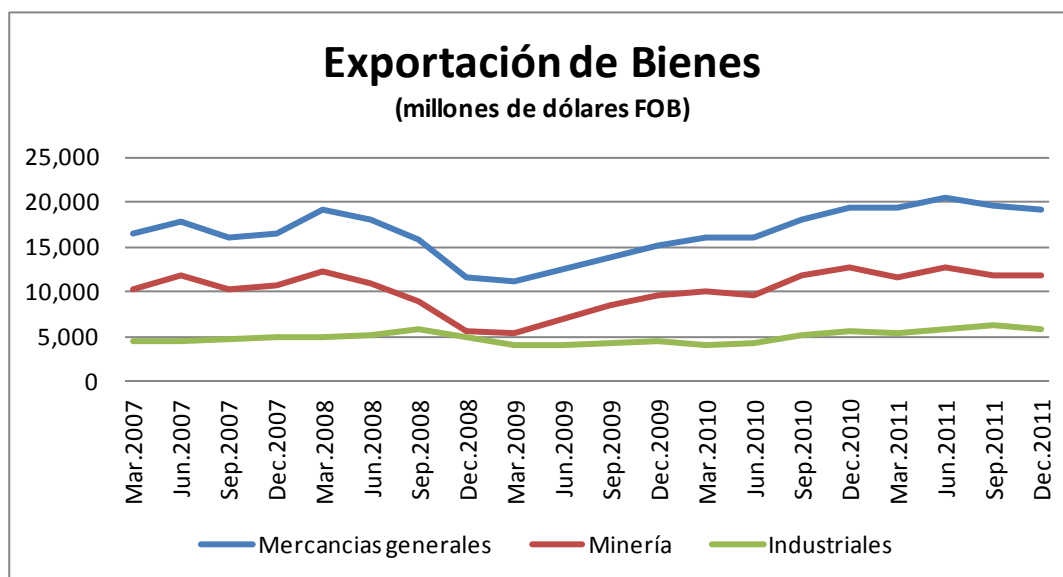
Entre Enero y Diciembre 2008, las exportaciones chilenas alcanzaron a 67.788 millones de dólares, un alza de un 0,2% frente al mismo periodo. Y las Importaciones sumaron 57.628 millones de dólares, un incremento de 31% en comparación 2007.

En el tercer trimestre del año 2008 las exportaciones experimentaron una fuerte reducción, tanto en los volúmenes exportados como en los precios como se detalla en el **gráfico N°2**.

Gráfico N°2

Exportaciones de Bienes

(Millones de Dólares FOB)



Fuente: Elaboración Propia

A partir del segundo trimestre de 2009 las exportaciones registraron un repunte, lo que se traduce en la recuperación de los precios de las exportaciones y el ritmo de crecimiento de los volúmenes exportados.

Durante el año 2010 los precios de las exportaciones chilenas se incrementaron nuevamente y alcanzaron niveles máximos históricos, similares o superiores a los registrados antes de la crisis.

Las exportaciones avanzan un 30% en 2010 con respecto a 2009 hasta llegar a un total exportado de 69.621 millones de dólares. Destacan las exportaciones de cobre que aumentan un 43,1% con respecto 2009 hasta los 39.289 millones de dólares, así como la evolución de otros metales sin tener en cuenta al cobre que se incrementaron un 24,6% hasta los 2.905 millones.

Durante el 2011, las exportaciones chilenas totalizaron los US\$ 80.586 millones, creciendo en un 13,5% anual respecto a 2010; mientras que las importaciones (FOB) acumularon US\$ 69.970 millones, registrando una expansión de 26,8% en relación a igual periodo del año anterior. De esta forma, el saldo de la balanza comercial alcanzó un superávit de US\$ 10.617 millones.

En general tanto las Exportaciones e Importaciones se ven directamente relacionadas con la crisis financiera ya que los países que más sufrieron consecuencias a raíz de la crisis son los países desarrollados, y a los que son nuestros principales clientes y proveedores.

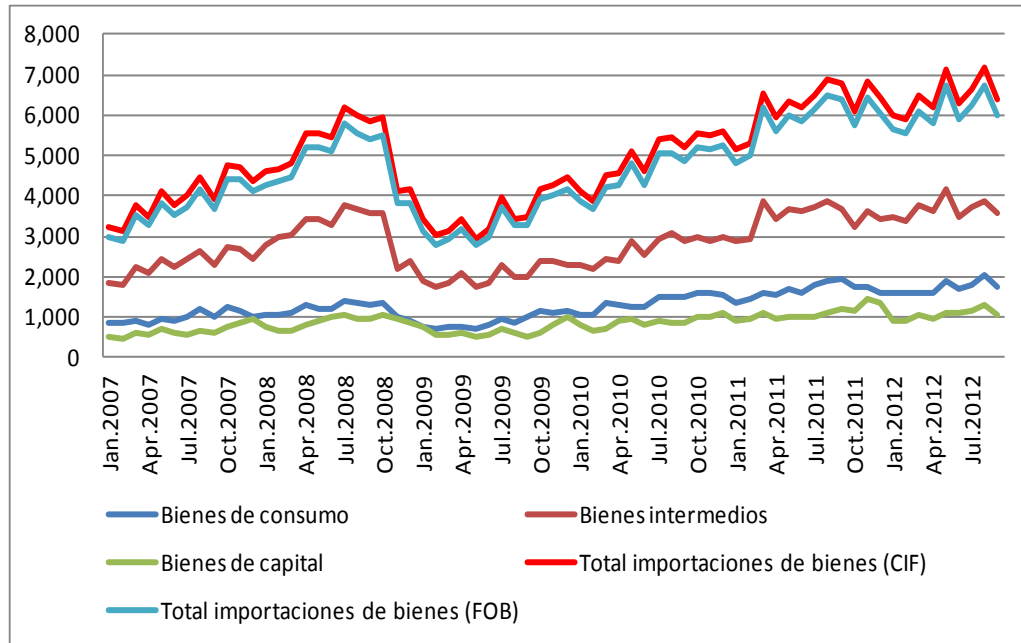
3.4.2. Importaciones

Las importaciones, durante la primera mitad del 2008, acumularon un valor CIF de US\$30,153 millones, equivalente a un crecimiento anual superior a 40%. Además del fuerte incremento de las internaciones de bienes de capital y de

consumo, también destaca el importante aumento de las importaciones de combustible para la generación eléctrica. **(Gráfico N°3)**

Gráfico N°3
Importación de Bienes.

(Millones de dólares CIF)



Fuente: Elaboración Propia

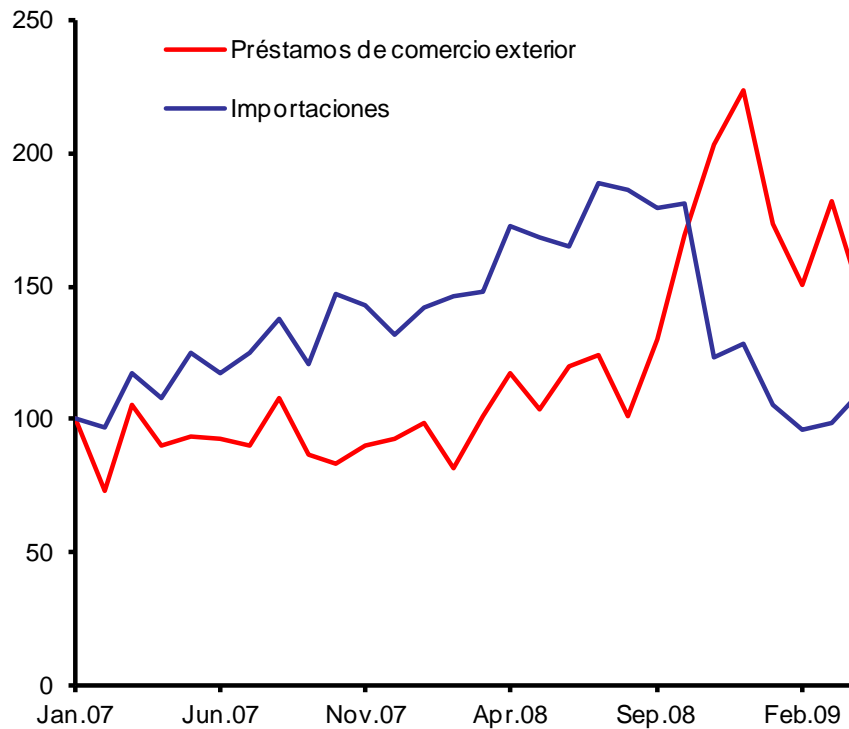
En el segundo trimestre del 2009 el valor total de las importaciones llegó a US\$ 9.800 millones. Todas las categorías de productos importados tuvieron caídas en volúmenes y precio reflejo de la menor demanda interna. Lo sucedido con las importaciones de bienes de acuerdo con el comportamiento de los inventarios y el consumo privado, en particular el gasto de bienes durables.

Directa relación se presenta en la contracción del crédito externo que podría ser la consecuencia y no la causa de la caída en el comercio internacional. En el caso chileno, la evidencia indica que la reducción de los préstamos al comercio exterior es precisada por la caída del comercio con el resto del mundo, y no al revés **(gráfico N°4)**. Además, estudios internacionales muestran que, aunque las condiciones de crédito afectan el comercio, la magnitud de este efecto es relativamente baja. Los resultados de estos estudios sugieren que la mayor

parte de la contracción del comercio sería explicada por la menor actividad económica.

Gráfico N°4

Préstamos de comercio exterior e importaciones
(Índice enero 2007=100)



Fuente: Elaboración Propia

CONCLUSIONES

Al término del presente estudio se podría señalar lo siguiente:

En general de la estricta regulación y supervisión bancaria demostró su validez en la crisis 2008-2009. Sin embargo, existen aspectos que seguir mejorando.

El Banco Central y sus medidas Convencionales exhibieron capacidad de reacción; flexible, rápida, drástica para mitigar los efectos adversos en el plano de la crisis que estábamos enfrentando. En efecto, la tasa de política monetaria se redujo en 600 puntos base en el transcurso del primer trimestre de 2009, pasando desde 8,25% a comienzos de año a 2,25% en Marzo. Además de adoptar medidas extraordinarias o no habituales, en la conducción de su política monetaria, se ha mantenido ajustada a las reglas preestablecidas. Ello ha sido fundamental para preservar la credibilidad de la institución y por lo tanto la efectividad de las políticas perseguidas.

La flexibilidad se presentó principalmente en la implementación de las acciones de política, por ejemplo cuando se considero necesario revertir el curso de la política monetaria, o bien cuando se estimó conveniente en reforzarla con acciones extraordinarias.

Se podría señalar que en esta crisis, las medidas de Política Monetaria adoptadas por Banco Central Chile, operaron de manera eficiente para enfrentar los efectos de una eventual intensificación de tensiones en los mercados financieros internacionales.

Como se ha comprobado en esta crisis, el Banco Central cuenta con los instrumentos necesarios para mitigar los efectos internos de una eventual intensificación de tensiones en los mercados financieros internacionales.

Es importante destacar que el Banco Central se mantenga atento para el fortalecimiento de su posición y sus objetivos para sacar mayor provecho de los escenarios que se presentaran o para resistir de mejor forma un nuevo deterioro significativo de la economía global.

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 secundario. 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.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

1. Banco Central de Chile. 2008 - 2009 – 2010 y 2011. *Informe de Estabilidad Financiera*.

2. Banco Central de Chile. 2008 – 2009 – 2010 - 2011. *Informe de Política Monetaria*.
3. Brunnermeier, (2009), “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008”, *Journal of Economic Perspectives*.
4. Claro S., Gredig F. (2010). “*La Pregunta de la Reina*” Lecciones de la primera crisis económica mundial del siglo XXI. Santiago de Chile, Prentice Hall, 2010.
5. Chumacero, R. (2002). “*Arbitrajes de tasas de interés en Chile*”. Mimeo. Banco Central de Chile.
6. De Gregorio, J. (2009) “*Chile frente a la recesión mundial*”. Documento de Política Económica. Marzo 2009. Banco Central de Chile. 20p.
7. De Gregorio, J. (2009). “*¿Qué paso y hacia dónde vamos?*”. Congreso Universidad del Desarrollo. Octubre 2009. Santiago. Chile. 13p.
8. Documento de Política Monetaria “En el marco de las Metas de Inflación”. Enero 2007.
9. Enrique Marshall, “Estrategias de Política Monetaria del Banco Central de Chile”
10. Eichengreen Barry, (2010). *La Gran Recesión y la Gran Depresión: Reflexiones y Enseñanzas*. Agosto 2010.
11. Feria Chile Compra. (6ª, 2006, Santiago, Chile), “*Acompáñame en una RPM*”. Santiago. Chile. Gerencia de División y Estudios, Banco Central de Chile, 2006. 59p
12. Fontaine, J.A. (2002). “*Consecuencias de la Nominalización de la TPM*”. Cuadernos de Economía. 117: 253-75.
13. Fuentes, R., Jara, A., Schmidt-Hebbel, K., Tapia, M., Arraño, E., (2003). Documento de Trabajo del Banco Central de Chile N°197: “*Efectos de la Nominalización de la Política Monetaria en Chile*”. Santiago. Chile. Banco Central. 2003. 59p.
14. Informe Política Monetaria. Marzo 2010. “*Política Monetaria No Convencional*”. Banco Central. Santiago. Chile

15. Marshall, E. (2009). "*Política Monetaria: Objetivos e instrumentos.*" Consejero Banco Central de Chile. Santiago. Chile.
16. Marshall Enrique. (2010)., "Estrategias de Política Monetaria del Banco Central de Chile". Santiago Chile.
17. Mies V., Morande F., Tapia M., (2002). Política Monetaria y Mecanismos de Transmisión: "*Nuevos Elementos para una Vieja Discusión*". Documento de Trabajo N°181. Santiago. Chile. Banco Central. 2002. 57p.
18. Morande, F. (2002). "*Nominalización de la Tasa de Política Monetaria: Debate y Consecuencias*". Cuadernos de Economía. 117: 239-52.
19. Ley N° 18.840. *Ley orgánica Constitucional del Banco Central de Chile*. 21 de Agosto 1925.
20. Orellana, E. (2006). "*Objetivos e Instrumentos del Banco Central de Chile*". Consejero Banco Central de Chile. Santiago. Chile.
21. Smaghi Lorenzo. (2009). "Conferencia Magistral en el centro internacional de Estudios Monetarios y Bancarios. 28 Abril 2009. Ginebra
22. Universidad Adolfo Ibáñez. (2005). Escuela de Negocios. "*Política Monetaria*". Clase N° 5. Viña del Mar. Chile.
23. Valdés Rodrigo. (2006). "Acompáñame en una RPM". VI feria Chile Compra.
24. Vergara Rodrigo, Documento N° 38 de Política Económica, "Política monetaria después de la crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos."
25. www.bcentral.cl/acerca/funciones/05.htm

ANEXOS I

Glosario de Términos financieros

Apalancamiento: Medida del grado de endeudamiento de una empresa o persona, corresponde a la razón de activos totales sobre su patrimonio o

capital. En términos simple, mide que parte de los activos totales están financiados con deuda y no con fondo propio (patrimonio). Durante la crisis financiera la caída en el valor de los activos financieros produjo importantes pérdidas de capital, lo que hizo aumentar fuertemente el apalancamiento de los bancos.

Balanza Comercial: Es el registro de las importaciones y exportaciones de un país durante un periodo. El saldo de la misma es la diferencia entre exportaciones e importaciones. Es la diferencia entre los bienes que un país vende al exterior y los que compra a otros países.

Burbuja: Desviación importante y sostenida del precio de un activo financiero respecto de las variables fundamentales que lo determinan. Las burbujas se asocian al comportamiento especulativo —aunque no necesariamente irracional— por parte de muchos agentes. Una burbuja es muy difícil de observar por que las variables que determinan los precios de los activos son diversas y en muchos casos no son observables.

CDO: *Collateralized Debt Obligation*. Instrumento calificado con grado de inversión, que está respaldado por un conjunto de bonos, préstamos u Otros activos —generalmente activos no hipotecarios.

CDS: *Credit Default Swap*. Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de crédito del emisor de un determinado bono subyacente, ya sea este soberano o corporativo. La institución que otorga el CDS se compromete a cubrir la pérdida asociada a un evento de crédito previamente establecido antes de la fecha de maduración del bono.

Déficit: Se dice que existe un déficit cuando una cantidad es menor a otra con la cual se compara. Por lo tanto podemos decir que hay déficit comercial cuando la cantidad de bienes y servicios que un país exporta es menor que la cantidad que importa.

Forward: Contrato entre dos partes, mediante el cual se adquiere un compromiso para intercambiar una cierta cantidad de un activo en una fecha futura, a un precio que se determina por anticipado.

FPL: Facilidad Permanente de Liquidez. Instrumento de financiamiento otorgado por el Banco Central de Chile a las empresas bancarias, mediante operaciones de compra de títulos con pacto de retroventa. Esta facilidad se pacta a una tasa de interés y a un plazo convenido de acuerdo a lo establecido en las normas financieras del Banco Central de Chile.

FPD: Facilidad Permanente de Depósito o Depósito de Liquidez. Operaciones a través de las cuales el Banco Central contribuye a la administración de la liquidez de las empresas bancarias, mediante la recepción de depósitos. Estos depósitos, según se establece en la normativa financiera del Banco Central, devengan una tasa de interés luego del vencimiento convenido.

Inflación: Aumento sostenido de un índice general de precios en una economía. Por lo general, se refiere a la tasa de cambio de un índice de precios al consumidor (**IPC**), pero también puede referirse al cambio en los precios de productores. El caso opuesto, de una caída generalizada en los precios, se conoce como **Deflación**, y es propia de los periodos de Depresión Económica.

IPCX: Excluye los alimentos perecibles y combustibles

IPCX1: Además excluye efectos de tarifas reguladas e impuestos

Liquidez: Facilidad con que un activo puede ser utilizado para realizar transacciones sin mayores costos monetarios. Por definición el dinero es el activo financiero más líquido, a diferencia de un bien raíz que es ilíquido ya que requiere un proceso de venta para poder ser utilizado en transacciones. Una institución enfrenta problemas de liquidez cuando, aun siendo solvente, tiene problemas para cumplir con sus obligaciones de corto plazo porque no cuenta ni puede conseguir fondos necesarios para enfrentarlas en el corto plazo.

PIB (Producto Interno Bruto). Valor Monetario de todos los bienes y servicios producidos –en valor agregado– dentro del área geográfica o un país, en un periodo determinado. Se relaciona directamente con el grado de desarrollo de una economía y el bienestar material de su población.

El PIB esta constituido por:

PIB= C+I+G+X-M donde:

C= Consumo, I= Inversión, G= Gasto del Gobierno, X= Exportaciones y M=Importaciones

Política Monetaria: Conjunto de operaciones que realiza el Banco Central de una economía para aumentar o disminuir la disponibilidad y costo del dinero y del crédito de manera de lograr los objetivos que la ley impone. Estos son normalmente objetivos de estabilidad de precios (baja inflación) y estabilidad del sistema de pagos (estabilidad financiera).

Punto Base (pb): Unidad de medida. Corresponde a la centésima parte de 1%. Comúnmente los Spreads de tasas de interés se miden en esta unidad. Por ejemplo, durante el desarrollo de la crisis reciente, el spread interbancario supero los 350 pb, es decir, la tasa de interés de los préstamos entre bancos a un día superó en más de 3,5% (3,5 puntos porcentuales) la tasa libre de riesgo.

Spread: Exceso de retorno exigido a un instrumento financiero riesgoso (emitido por una empresa o por una institución financiera) en relación al retorno exigido a un título público (emitido por el tesoro o el BC) de igual duración.

Superávit: Un superávit comercial implica que la cantidad de bienes y servicios que un país exporta es mayor a la cantidad de bienes que importa.

Subprime: Segmento de alto riesgo crediticio en el mercado de préstamos hipotecarios norteamericano. Corresponde a hogares con bajos ingresos y sin antecedentes bancarios. Este segmento de crédito, que alcanzo un tamaño relevante durante los 2000, jugó un papel crucial en la gestación y desarrollo de la crisis financiera reciente.

ANEXOS II

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos del BCCh reajustables en UF

BCX: Bonos del Banco Central en dólares.

BTP: Bonos de Tesorería en pesos

BTU: Bonos de Tesorería reajustables en UF

FLAP: Facilidad de Liquidez a Plazo

FMI: Fondo Monetario Internacional.

INE: Instituto Nacional de Estadísticas.

IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones.

PDBC: Pagarés descontables del BCCh

PIB: Producto Interno Bruto.

TPM: Tasa de Política Monetaria

UF: Unidad de Fomento.