



LOS FLUJOS DE CAPITAL Y LA INTERACCIÓN ENTRE LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL Y LA POLÍTICA MONETARIA*

José De Gregorio**

Buenos días. Les doy la bienvenida a esta la decimoquinta conferencia anual del Banco Central de Chile. El tema en esta ocasión es "Movilidad de capitales y política monetaria". En esta presentación comentaré los desafíos que plantea el hacer frente a la inestabilidad macroeconómica y financiera en un contexto de metas de inflación en las economías emergentes, y analizaré el caso particular de los flujos de capital hacia estas como una causa de dicha inestabilidad macroeconómica y financiera.

El marco de política monetaria basado en un régimen de metas de inflación con tipo de cambio flexible ha asegurado con éxito la estabilidad de precios y la aplicación de una política monetaria contracíclica en las últimas décadas. Quizá por este mismo éxito, la idea de "separabilidad", según la cual la estabilidad de precios y la estabilidad financiera son metas independientes, dominó los esquemas de política de los países que explícitamente buscaban la estabilidad financiera antes de la crisis global.¹ Sin embargo, la crisis reciente y las turbulencias financieras generaron una conciencia cada vez mayor sobre la existencia de nexos entre la estabilidad macroeconómica y financiera, a nivel tanto nacional como internacional, lo que exige revisar estos conceptos.²

Comenzaré discutiendo la relación entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, y los nexos entre política monetaria y política macroprudencial. Luego me referiré al contexto de los flujos internacionales de capital y las respuestas de política en una economía pequeña y abierta con metas de inflación, y la relación que tiene que tener la política monetaria con las políticas macroprudenciales en ese contexto.

INTERACCIÓN ENTRE POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA FINANCIERA

Por regla general, los bancos centrales tienen entre sus objetivos no solo la estabilidad de precios, sino también la estabilidad financiera. Normalmente, el principal mandato que obedece un banco central es salvaguardar la estabilidad de precios, lo que se entiende como mantener una inflación baja y estable, lo que además reduce las desviaciones de la actividad del producto potencial. Sin embargo, el mandato de cuidar la estabilidad financiera está definido de manera menos explícita; probablemente en parte porque hay menos acuerdo respecto de qué es la estabilidad financiera y qué variables usar como indicadores de la misma. En un sentido amplio, abarca un crecimiento estable del crédito y del precio de activos, basado

* Preparado para la Conferencia Anual del Banco Central de Chile, La Movilidad de Capitales y la Política Monetaria, Santiago, 17-18 de noviembre de 2011. Agradezco los comentarios y sugerencias de Rodrigo Cifuentes, Kevin Cowan, Luis Óscar Herrera, Alejandro Jara, Ernesto Pastén y Claudio Raddatz

** Profesor, Departamento de Economía, Universidad de Chile. E-mail: jdegregorio@fen.uchile.cl. Presidente del Banco Central de Chile hasta diciembre de 2011.

¹ Esta idea es coherente con el principio conocido como la regla de Tinbergen (Tinbergen, 1952).

² El marco al que me refiero aquí toma el punto de vista de una economía pequeña y abierta como la chilena. En muchos mercados emergentes existe una preocupación explícita por la estabilidad financiera, en especial en lo referente a transacciones financieras internacionales. Este no fue el caso de muchas economías avanzadas, las que, cuando la estabilidad de precios pasó a ser el objetivo principal, la estabilidad financiera tomó un rol secundario o directamente dejó de importar. Para una discusión más detallada, véase De Gregorio (2011) y Bernanke (2011).

en sus fundamentos, así como la ausencia de grandes descalces en el sector financiero. No es mi intención hoy dar una definición más estrecha de estabilidad financiera, así que utilizaré el término en su sentido amplio. También está la distinción entre estabilidad financiera micro y macro y, en lo que sigue, salvo que indique lo contrario, me centraré en los aspectos sistémicos de la estabilidad financiera.

La última crisis pone en tela de juicio la noción de que la estabilidad macro y la estabilidad financiera pueden realmente tomarse como objetivos separados. De hecho, parece haber aportado pruebas de que, al final, ambas se relacionan, tanto en forma directa como a través de los instrumentos que se utilizan en la búsqueda de cada objetivo. Los nexos directos son naturales: cuesta imaginar un sistema financiero estable funcionando bien en una macroeconomía volátil. Los sistemas financieros son buenos para hacer frente a riesgos idiosincrásicos, pero no tanto con respecto al riesgo agregado, especialmente en los mercados emergentes. Viceversa, la inestabilidad financiera típicamente termina generando fluctuaciones macroeconómicas. La incertidumbre que acompaña los períodos de inestabilidad financiera hace que los inversionistas y consumidores posterguen sus planes de inversión y sus compras de bienes durables, con consecuencias previsibles en el producto y la inflación. Más aun, los episodios de inestabilidad financiera extrema que derivan en crisis financiera casi siempre terminan en una recesión aguda y costosa.

La estabilidad macro también se relaciona indirectamente con la estabilidad financiera a través de los principales instrumentos que se utilizan para lograrlas. La herramienta más utilizada por los bancos centrales para alcanzar la estabilidad macro es el manejo de la tasa de interés de referencia de corto plazo. Un movimiento de esta tasa rectora no solo afecta directamente las decisiones de consumo y ahorro de empresas y hogares, sino que también tiene consecuencias en todos los precios de activos —como acciones, bonos, viviendas, etc.—, en el costo y disponibilidad del crédito, y en la propensión al riesgo de los inversionistas. Por ejemplo, en un contexto de estabilidad, una tasa de interés persistentemente baja puede incentivar a los inversionistas, cuyo ingreso depende de los retornos absolutos (por ejemplo, administradores de fondos de riesgo y compañías de seguros), a invertir en activos más riesgosos. También puede hacer más rentable dedicarse al *carry trade* y generar descalces de monedas o de plazos. Y sin quererlo, el logro de la estabilidad macro puede modificar la percepción de los agentes respecto del grado de riesgo del ambiente y llevarlos a hacer apuestas más arriesgadas en la expectativa de que la bonanza durará para siempre (o al menos hasta que la apuesta se pague). Además, la forma de abordar las burbujas por parte de la política monetaria de EE.UU., aplicando la llamada *Greenspan-put* (Blinder y Reis, 2005), puede haber aumentado la probabilidad de que se formara una (De Gregorio, 2011). Por el otro lado, las herramientas de regulación micro y macroprudencial, tales como un techo al crecimiento del crédito o un encaje, tienen consecuencias directas sobre el costo y la disponibilidad del crédito, con el consiguiente impacto en la inversión, el consumo, el empleo y la actividad, y en los canales de transmisión de la política monetaria.

Sin embargo, los nexos entre los objetivos de estabilidad macro y financiera, así como en el impacto cruzado de sus principales herramientas, no significan que puedan tratarse con un solo tipo de instrumento. Si bien la tasa de interés afecta los precios de activos y el crédito, no es la más indicada para manejar temas de estabilidad financiera. Por ejemplo, subir la tasa de interés, en principio, moderaría las alzas de precios accionarios o inmobiliarios en una economía cerrada, y ayudaría a evitar la formación de burbujas, o las reventaría a tiempo, antes de que pudieran poner en peligro la estabilidad financiera. Pero incluso si fuera posible distinguir una burbuja de un aumento del precio de los activos basado en fundamentos, para controlar las alzas de sus precios se necesitarían aumentos sustanciales de la tasa de interés, los que reducirían la oferta de crédito y los precios de otros activos que podrían no ser parte de la burbuja, con consecuencias negativas sobre la actividad y la inflación. En otras palabras, el impacto de tal política se dejaría sentir por todo el mercado financiero, sin contar el daño que causaría a la economía real, ya que deprimiría innecesariamente el producto, el empleo y la inversión real.

En una economía abierta, una política como la descrita puede ser ineficaz para controlar el aumento del precio de los activos, y puede nublar el panorama de la estabilidad financiera. Volveré a este tema cuando hable de los flujos de capital.

La misma crítica aplica al uso de regulación para lograr la estabilidad macroeconómica. Sería posible utilizar el encaje bancario para controlar la inflación a través de afectar la oferta de crédito y la actividad



real, pero aumentaría el costo del capital y golpearía con especial fuerza a las firmas y consumidores más dependientes de los bancos, mientras otros agentes recurrirían a otras fuentes de financiamiento. Más aun, los relativamente frecuentes cambios que exige el manejo de las condiciones macroeconómicas podrían crear volatilidad innecesaria en los mercados financieros, causada por las mismas políticas. Todo esto indica que resulta más apropiado apuntar a cada objetivo con su propio tipo de herramienta.

La separación de los instrumentos no implica necesariamente que se pueda separar operacionalmente el logro de ambos objetivos. Dada la doble causalidad de la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, las políticas monetaria y financiera deberían coordinarse en forma explícita. La forma en que se consigue esta coordinación varía de un país a otro. Como mínimo, deberían existir instancias de supervisión de los riesgos globales a la estabilidad financiera, en las que los bancos centrales deberían participar (o centralizar las funciones de supervisión y monitoreo), dadas sus ventajas relativas para aportar una visión macro de la economía y sus contactos de mercado, como resultado de la conducción de sus operaciones monetarias. Además deberían discutirse en estas instancias las normas con potenciales implicancias sistémicas.

En el caso de Chile, la supervisión institucional se compone de tres superintendencias (incluida la de bancos, SBIF). En este escenario, la coordinación por la estabilidad sistémica se alcanza en dos niveles. Por una parte está el Banco Central, comprometido en diversos aspectos de la regulación financiera mediante el dictado de normas, o por su participación en consultas con otras agencias. Por otra, el Banco Central participa en dos instancias de coordinación con los superintendentes y con el Ministro de Hacienda. La experiencia de los últimos años ha demostrado que, durante períodos de turbulencia financiera, causada principalmente por un *shock* externo, el Banco Central, el Ministerio de Hacienda y las agencias de regulación financiera han trabajado coordinadamente y, como atestigua la crisis financiera global, con resultados positivos. Más aun, en Chile, como la supervisión bancaria se realiza fuera del Banco Central, es esencial que esta no pierda el contacto con el entorno macroeconómico más amplio, de modo que la evaluación de la situación del sistema financiero vis-à-vis los riesgos percibidos en el panorama macroeconómico debe ser el primer paso del proceso de supervisión.

Últimamente, estas instancias fueron formalizadas con la creación de un Consejo de Estabilidad Financiera encabezado por el Ministro de Hacienda. Este Consejo se encargará de, entre otras tareas, identificar los riesgos sistémicos y políticas de mitigación, además de analizar el impacto sistémico de la regulación.

En resumen, la política monetaria está estrechamente ligada a las políticas prudenciales, primero por el estrecho lazo que existe entre la estabilidad macroeconómica y financiera, y segundo porque los instrumentos diseñados para lograr la estabilidad en cada frente tienen efectos cruzados. Esta interconexión apunta a una necesidad de coordinar ambos tipos de política. Sin embargo, existen argumentos a favor de la especialización de algunas funciones. Hasta aquí, hemos visto en Chile una agencia de supervisión bancaria que toma en cuenta los aspectos macro-sistémicos, y un banco central preocupado de la estabilidad tanto de los precios como financiera, arreglo que ha permitido la necesaria coordinación en el manejo de situaciones de estrés financiero.

EL ROL DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

En lo que sigue, trataré el tema de los flujos de capital como fuente de inestabilidad financiera en el marco de metas de inflación y tipo de cambio flexible. En particular, me interesa discutir es la interacción entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera cuando una economía pequeña y abierta como la chilena está expuesta a flujos de capital volátiles. Debo comenzar destacando que, en el reciente aumento de los inlfujos de capital, Chile no recibió capitales masivos como tuvo en el pasado. Sin embargo, no se puede descartar esta posibilidad, considerando el sombrío panorama que presentan las economías avanzadas, mientras los mercados emergentes ofrecen saludables retornos a la inversión.

En primer lugar, la larga historia de *booms* y desplomes en los mercados emergentes nos ha enseñado que, con frecuencia en estas economías, la generación de riesgos se asocia a períodos de bonanza de capital que alimenta un *boom* del crédito, burbujas en activos, y desalineamientos cambiarios; y que típicamente

derivan en una repentina interrupción o reversión del flujo de capital que causa estragos en el sistema financiero y en la economía real. La forma que toman estos flujos en muchos países —de corto plazo y en moneda extranjera— también contribuye a la creación de descalces financieros, con consecuencias financieras y macroeconómicas potencialmente graves. Además, aun antes de que se produzca la crisis, estas oleadas de capitales tienen efectos macroeconómicos por la vía de aumentos de la actividad asociados al incremento del crédito, las reasignaciones de factores que pueden estar ligadas a movimientos cambiarios persistentes, y las presiones inflacionarias o deflacionarias que pueden originarse en la combinación de la transmisión cambiaria con una expansión de la demanda agregada.

En aquellos casos en los que los flujos de capital no son excesivos y se basan en los fundamentos, el objetivo de estabilidad macro y financiera puede ser coherente con el esquema de metas de inflación con flexibilidad cambiaria, aun si viene acompañada de algo de volatilidad del tipo de cambio y una apreciación moderada del tipo de cambio real. Bajo estas condiciones, la flexibilidad cambiaria contribuye a una reasignación eficiente de los recursos y por tanto se convierte en la primera línea de defensa a la hora de prevenir la generación de riesgos. Por ejemplo, la tardía apreciación del tipo de cambio frente a un mejoramiento de las condiciones internas podría ser un factor acelerador de flujos de entrada de capital para aprovechar precios de activos artificialmente bajos. Por lo tanto, un esquema macroeconómico flexible orientado a evitar un sobrecalentamiento y que permita ajustar oportunamente los precios de activos debería ser la primera opción para evitar la entrada de capitales excesivos, esencialmente especulativos.

Pero incluso si el flujo no es “excesivo”, los agentes pueden exponerse a riesgos que, desde el punto de vista privado, sean eficientes, tales como descalces de monedas o de plazos, pero que en el agregado generen vulnerabilidades. En estas situaciones de entrada de capitales moderada y basada en fundamentos, se debe abordar la prevención de vulnerabilidades financieras causadas por volatilidad cambiaria por la vía de regulación financiera y desarrollo financiero. De hecho, este ha sido el caso de Chile, donde la regulación del descalce de monedas ha evitado que los bancos tomen riesgos excesivos, y la profundización del sistema financiero ha proporcionado al sector privado una capacidad creciente para cubrirse. Así todo, este enfoque no está exento de situaciones como las que han sufrido algunas economías emergentes, como México, Brasil y Corea del Sur tras la quiebra de Lehmann Brothers, donde un sector corporativo desregulado cobró importancia sistémica luego de que el mal uso de los instrumentos de cobertura aumentó drásticamente su exposición al riesgo cambiario. Hay que implementar estrictas normas para regular la toma excesiva de riesgos por parte de los intermediarios financieros que financian estas posiciones.

Por otro lado, cuando una economía recibe una avalancha de capital incentivada por condiciones macroeconómicas y financieras transitorias, o por un cambio repentino en las decisiones de los inversionistas internacionales, su régimen de metas de inflación puede enfrentar desafíos importantes. Tales desafíos cobran especial importancia cuando la entrada de capital también genera presiones inflacionarias. Bajo estas circunstancias, manejar el riesgo inflacionario a través de la tasa de interés de política puede favorecer aun más la entrada de capital, exacerbando la volatilidad cambiaria e incluso sobreapreciando la moneda. Desde el punto de vista de las políticas macroeconómicas, esto requiere asegurarse de que la política fiscal no es la causa de los inlfujos de capitales. Con todo, la búsqueda de estabilidad macroeconómica y financiera en el contexto de metas de inflación puede exigir distanciarse en forma excepcional de un tipo de cambio completamente flexible y una alta integración global del mercado financiero. Esto se puede hacer de distintas formas, ya que requiere utilizar una política distinta de la tasa de interés, como encaje a los depósitos bancarios en lugar de la política convencional de la tasa de interés; una reducción temporal del grado de integración financiera aplicando algún tipo de control al capital; o puede permitir algo de intervención cambiaria por la vía de acumulación de reservas internacionales a fin de evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio. A continuación comentaré estas opciones.

El uso de instrumentos alternativos de política monetaria para enfrentar las presiones inflacionarias —tales como encaje a los depósitos bancarios— puede evitar un aumento indeseado del crédito asociado con la entrada de capital sin afectar los diferenciales de tasas de interés. Este parece ser el caso de Turquía, Perú, Brasil, China e India, que han utilizado ampliamente el encaje para hacer frente a las presiones inflacionarias



en el escenario actual. Otra alternativa es imponer un gravamen al endeudamiento en moneda extranjera por parte de la banca, como hizo Corea del Sur. Sin embargo, esta vía es más adecuada cuando las presiones inflacionarias se originan en un exceso de crédito bancario asociado a la entrada de capital. Cuando la oleada de capital no proviene únicamente del sistema bancario, estas medidas pueden generar solo desintermediación y una asignación del riesgo excesivo en otras áreas del sistema financiero.

Una reducción transitoria del grado de integración financiera puede convertirse en “arena en las ruedas”, que entrase los movimientos de capital y reduzca la velocidad de los flujos de capitales, favoreciendo en algo la independencia de la política monetaria. Esto está tras la noción de aplicar controles al capital en algunas economías emergentes. Aunque nada menos que el FMI ha apoyado la idea de utilizar controles al capital en circunstancias extremas (Ostry et al., 2010), la literatura empírica ha encontrado evidencia solo parcial de su eficacia.³

Por último, la validez de las herramientas alternativas para hacer frente a una entrada insostenible de capital puede ser de particular importancia cuando la preocupación por la volatilidad del tipo de cambio real es relativamente alta. Por ejemplo, en las economías basadas en sus exportaciones cuyos mercados financieros presentan un desarrollo imperfecto, las fluctuaciones cambiarias y episodios persistentes de apreciación pueden causar un daño sostenido a la estructura productiva. En tales situaciones, una intervención cambiaria limitada y bien dirigida puede ayudar a aliviar las presiones transitorias y al mismo tiempo acumular reservas internacionales, que actúan como ahorro precautorio y autoseguro frente a las potenciales consecuencias de una salida repentina de capitales. Este ha sido el camino que ha seguido Chile, ya que el escenario externo preocupa no por el aumento de los inlfujos de capital, sino por las presiones sobre el tipo de cambio y la necesidad de tener un nivel adecuado de liquidez internacional. Por supuesto, esta política no es gratuita, ya que mantener reservas es costoso, y por lo tanto su uso es limitado.⁴

Es difícil recomendar una estrategia en particular, ya que las realidades varían de un país a otro, no solo en la naturaleza de los flujos de capital y su impacto, sino también en el esquema de política macroeconómica y la profundidad y fortaleza de los sistemas financieros. Sin embargo, los principios generales discutidos hasta aquí deberían ser tomados en consideración.

COMENTARIOS FINALES

Las conexiones entre estabilidad de precios y estabilidad financiera sugieren que los bancos centrales deberían tomar en cuenta los efectos cruzados de la política monetaria y las medidas financieras. En países como Chile, el banco central tiene el mandato explícito de salvaguardar la estabilidad financiera, y muchos otros están avanzando en esta dirección a medida que se va reconociendo la interacción entre las distintas políticas. Pero, al mismo tiempo, es importante asegurar una coordinación cercana y continua entre todas las autoridades con responsabilidades en el sistema financiero, coordinación que se hace más necesaria en tiempos de crisis o de turbulencia extrema, ya que el banco central tiene que ejercer su función de prestamista de última instancia.

En épocas normales, el objetivo de estabilidad de precios en una economía pequeña y abierta no se opone a la estabilidad financiera en presencia de flujos de capital. En este contexto, las posibles vulnerabilidades frente a una alta volatilidad cambiaria se pueden manejar con regulación prudencial. Sin embargo, en episodios de entrada masiva de capitales que puedan afectar la estabilidad macroeconómica y financiera, se requiere una coordinación estrecha entre la política monetaria y las medidas prudenciales.

³ Para el caso de Chile, ver Cowan y De Gregorio (2007); para una revisión de un conjunto amplio de países, ver Magud et al. (2011).

⁴ Para más discusión sobre cómo intervenir en el contexto de metas de inflación en economías emergentes ver De Gregorio (2010).

REFERENCIAS

Bernanke, B.S. (2011). "The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice." Presentado en la Conferencia Económica N°56 del Federal Reserve Bank of Boston, Massachusetts, EE.UU., 18 de octubre.

Blinder, A. y R. Reis (2005). "Understanding the Greenspan Standard." En *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Cowan, K. y J. De Gregorio (2007). "International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile." En *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, editado por S. Edwards. Chicago, IL, EE.UU.: University of Chicago Press.

De Gregorio, J. (2010). "Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective." *International Finance* 13(1): 141–56.

De Gregorio, J. (2011). "Price and Financial Stability in Modern Central Banking." Presentación en la Conferencia anual LACEA-LAMES en Santiago, Chile, 11 de noviembre.

Magud, N., C. Reinhart y K. Rogoff (2011). "Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach." NBER Working Paper N° 16805.

Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi y D. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls." IMF Staff Position Note, SPN/10/04.

Tinbergen, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*. Amsterdam: North-Holland.