



◆ Respuestas de política a los flujos de capital extranjero

Desde hace varios años los flujos de capital han sido una fuente de financiación barata para las economías emergentes, incentivando la demanda interna, el crédito, la producción y el empleo; sin embargo, también han sido motivo de preocupación por sus potenciales consecuencias sobre la asignación de recursos reales y financieros entre países, entre sectores y en el tiempo.

Particularmente, la llegada de flujos considerables de capital extranjero se ha asociado con:

- 1) Apreciación persistente de la tasa de cambio (Caballero y Lorenzoni, 2007).
- 2) Auges de crédito y creciente volatilidad (Mendoza y Terrones, 2008).
- 3) Incrementos sustanciales en los precios de los activos y de los bienes transables (Jeanne y Korinek, 2010).
- 4) Crecimientos fuertes en la demanda de trabajo y de la producción de sectores no transables (Bianchi y Mendoza, 2010).
- 5) Mayor propensión del sector financiero a tomar riesgos (López, Tenjo y Zárate, 2012).

Estos hechos sugieren que existen imperfecciones importantes en los mercados financieros locales e internacionales, las cuales dificultan suavizar el consumo y la asignación eficiente de los recursos. Lo anterior trae una serie de retos para el diseño de las políticas macroeconómicas.

◆ I. Apreciación real de la moneda

Uno de estos retos es enfrentar episodios de apreciación persistente de la moneda local, asociados con crecientes flujos de capital debido a las excepcionalmente bajas tasas de interés internacionales.

Cuando la moneda local se aprecia por factores externos temporales (aunque suelen ser persistentes), la salud de mediano y largo plazos de la economía puede estar en riesgo. La demanda de bienes y servicios no transables aumenta, afectando al sector transable por un extendido período, y una vez los factores detrás de la apreciación se revierten o se debilitan, la demanda de bienes no transables se contrae. Si el sector transable enfrenta restricciones de crédito, su posibilidad de recuperación está comprometida y la economía experimenta un desajuste grande de la tasa de cambio.

Estos problemas son agravados por las dinámicas del crédito. La apreciación real de la tasa de cambio puede elevar el valor de los bienes no transables que sirven de aval para los préstamos (Kiyotaki y Moore, 1997) o reducir las primas de riesgo para dichos sectores (Bernake, Gertler y Gilchrist, 1999); mientras que ocurre lo contrario en los sectores transables. Por tanto, no solo el comportamiento agregado del crédito, sino también su composición, deben ser cuidadosamente estudiados.

◆ II. Estabilidad financiera

Un segundo reto es el impacto que tienen los flujos de capital en las decisiones de ahorro y de inversión, y en las clases de activos y pasivos en la economía.

Los flujos de capital reducen las tasas de interés internas mediante diversos canales. Las tasas de interés de política pueden disminuir si la moneda nacional está atada a una moneda de reserva internacional o si el banco central, bajo un esquema de inflación objetivo, responde ante una disminución de la inflación generada por la apreciación de la moneda. Es más, dada la tasa de interés de política, los persistentes flujos de capital pueden reducir las primas de riesgo y aumentar de manera exagerada el precio de los activos. Por lo anterior, se puede inducir una reducción del ahorro y un aumento de la inversión, lo cual termine por generar déficits crecientes en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La sostenibilidad de un déficit creciente de la cuenta corriente puede ser cuestionada si los inlfujos de capital se detienen o si se revierten. Además de los ajustes macroeconómicos que se derivarían por esos cambios abruptos, el deterioro de la calidad de la cartera y el desplome de los precios de los activos reflejarían alteraciones financieras que podrían tender a mermar la oferta de crédito y agudizar la contracción de la demanda agregada, así como también perturbar la operación normal del sistema de pagos.

Además, los agentes económicos pueden estar tentados a endeudarse a corto plazo e invertir a largo plazo durante la fase expansiva del ciclo de los negocios. La deuda de corto plazo aumenta los riesgos de liquidez, de mercado y cambiarios, tanto del sector real como del sistema financiero. Esto eleva las vulnerabilidades financieras y económicas, haciendo que el ajuste de la economía, después de una parada súbita de capitales externos, sea más traumático.

Asimismo, podría generarse un auge de crédito en el sector no transable en la medida en que los agentes económicos se tornen optimistas en exceso sobre eventos futuros (Fostel y Geanakoplos, 2008) o porque en las decisiones individuales de endeudamiento no tengan en cuenta la forma como se afectaría en una destorcida el valor de las garantías (Mendoza y Korinek, 2013). Por tanto, las empresas o las

personas pueden demandar activos muy riesgosos (frente a unos menos riesgosos) y endeudarse en exceso, en especial para financiar actividades no transables.

Aunque no todos los auge de crédito relacionados con entradas de capital terminan en una crisis financiera, los ajustes de la tasa de cambio real requeridos cuando las condiciones externas cambian o cuando los flujos de capital presentan una parada súbita, suponen serios riesgos para los sectores no transables que hayan acumulado importantes descalces cambiarios. En aquellos países donde la vivienda representa una parte importante de la riqueza de las familias, el consumo se contrae de manera significativa y posteriormente la reducción del bienestar es sustancial.

A manera de resumen, incluso cuando a primera vista la asignación de recursos generada por una apreciación de la tasa de cambio real parezca eficiente, las diferentes formas de fricciones financieras pueden distorsionar el empleo de los recursos financieros y productivos, conllevando a la necesidad de establecer acciones *preventivas* de política.

◆ III. Respuestas de política: ¿qué se puede hacer?

Las autoridades económicas buscan sacar provecho de las oportunidades asociadas con los flujos de capital, al tiempo que minimizar los riesgos de desestabilización inherentes a una parada súbita de capitales.

A. Acciones para contrarrestar la apreciación real de la moneda

Para enfrentar las presiones sobre la tasa de cambio, así como su impacto sobre la composición sectorial del producto, una primera línea de defensa son las medidas fiscales. Por ejemplo, una política sugerida por los libros de texto es gravar al sector en auge y transferir esos recursos al sector afectado. Esta receta puede funcionar correctamente en los textos; no obstante, tratar de determinar la duración del choque, así como los efectos microeconómicos y de política económica que conlleva darle subsidios a sectores específicos, es muy difícil de aplicar de manera correcta.

Una propuesta más viable es elevar la tasa de ahorro interno, en especial para poder enfrentar una apreciación de la moneda derivada de términos de intercambio estructuralmente más altos y que atraen la llegada de flujos de inversión extranjera directa. En el corto y mediano plazos, esto debe lograrse con tasas de ahorro público más altas, acompañadas de políticas que promuevan el ahorro privado. Sin embargo, esta alternativa tiene sus límites. Aumentar el ahorro público por encima de una respuesta contracíclica conlleva a distorsiones en los impuestos o a realizar recortes a una parte necesaria del gasto público. Los costos deben ser comparados con los beneficios de ayudar a los sectores transables.

Una aproximación más controversial es usar la política monetaria y cambiaria para enfrentar los efectos sectoriales de una apreciación persistente producto de fuertes entradas de capitales internacionales. Puede argumentarse que existen razones para incluir en la “función de pérdida” de los bancos centrales las desviaciones de la tasa de cambio real sobre su nivel de equilibrio de largo plazo. Lo anterior, en un contexto de fricciones nominales que le aseguren, en algunos horizontes de tiempo, cierta efectividad a la política monetaria sobre la tasa de cambio

real. Sin embargo, elevar el número de metas que debe alcanzar el banco central con el instrumento de tasa de interés puede comprometer el logro de su objetivo de estabilidad de precios e, incluso, poner en entredicho su capacidad para suavizar los ciclos económicos.

Más aún, el uso de la tasa de interés de política como respuesta a los flujos de capital requiere un cuidadoso estudio de los factores que están detrás. Cuando los flujos obedecen a tasas de interés internacionales temporalmente bajas, las acciones de respuesta de política difieren de las reacciones adecuadas para los casos en que los flujos de capitales son atraídos por mejoras en la seguridad o en la situación fiscal del país. Es igualmente conveniente, pero muy difícil en la práctica, determinar si las causas son transitorias o permanentes.

Las intervenciones cambiarias esterilizadas pueden ser vistas como otro instrumento para alcanzar un nivel deseado de tasa de cambio real, más allá de simplemente acumular reservas internacionales o de generar correcciones ante sus desalineaciones de corto plazo. No obstante, cuando el grado de integración financiera y sofisticación en la economía es de nivel intermedio o alto, la esterilización de la intervención cambiaria puede ser poco efectiva. Por lo demás, en situaciones donde la efectividad parece garantizada por la imperfecta sustitución entre diferentes tipos de activos, la intervención cambiaria esterilizada puede tener consecuencias indeseadas en la oferta de crédito y en la volatilidad del consumo (Vargas *et al.*, 2013)

La imposición de controles de capital para neutralizar una apreciación persistente de la moneda es otra opción de política que debe evaluarse en términos de los beneficios y las distorsiones (costos) que introduce.

En resumen, la política fiscal parece ser la primera línea de defensa para enfrentar los efectos sectoriales indeseados de una apreciación cambiaria persistente motivada por fuertes entradas de capital. Sin embargo, su alcance y efectividad tendrían límites. El uso de la política monetaria y cambiaria para el mismo propósito es más controversial debido a los costos que significa comprometer otros objetivos, además de sus consecuencias indeseadas. Apoyarse en los controles de capitales es similarmente polémico, y en ningún caso debe usarse como un sustituto de una adecuada respuesta fiscal.

B. Acciones para preservar la estabilidad financiera

Los retos para la estabilidad financiera asociados con los flujos de capital son tan importantes como los sectoriales. Las condiciones financieras pueden resultar en extremo expansivas por las entradas de capital y llevar a crecimientos muy rápidos del crédito, a bajas primas de riesgo y de plazo, a descalces cambiarios y de plazo y a sobrevaloraciones de los activos. En este caso, como en el anterior, la pregunta es si la política monetaria debe ser recargada con objetivos adicionales y si su papel resulta efectivo, como por ejemplo limitando el excesivo crecimiento del crédito (Agénor y Pereira da Silva, 2013).

Además de los problemas anotados, producto de que la autoridad monetaria incluya un objetivo cambiario en su función objetivo, la tasa de interés de corto plazo es un instrumento débil para manejar las implicaciones financieras de los flujos de capital. En la medida en que estos vienen con apreciación cambiaria, elevar la tasa de interés con el fin de contener el crecimiento del crédito puede

terminar afectando negativamente los sectores y agentes que más requieren de crédito durante la etapa de apreciación de la moneda. Aumentar más los costos de financiación llevaría a una mayor tensión en los sectores transables que ya presentan estrés financiero.

Las autoridades pueden considerar, entonces, usar una gama más amplia de instrumentos. Una opción es utilizar la regulación financiera para lidiar con los retos que surgen de las dinámicas del crédito inducidas por la intermediación de los flujos de capital. Como se mencionó, los flujos de capital pueden ser intermediados mediante el sistema bancario local (Kaminsky y Reinhart, 1999). Esto introduce importantes riesgos de liquidez y cambiarios que pueden materializarse una vez los flujos de capital experimentan una parada súbita. Para corregir las externalidades financieras que generan los agentes privados que no anticipan sus restricciones de crédito, la literatura económica menciona frecuentemente el impuesto a los flujos de capital, sugerido hace décadas por James Tobin (*Tobin tax*).

Una línea similar de razonamiento puede observarse cuando se dice que los controles de capitales pueden complementar una política contracíclica para contener el endeudamiento externo. Los modelos teóricos y cuantitativos recientes muestran que los impuestos a los flujos de capital (a lo Pigou) pueden restaurar el equilibrio óptimo, al atacar las externalidades que dan lugar a apreciaciones fuertes y persistentes de la tasa de cambio real, y al sobreendeudamiento (Mendoza y Bianchi, 2011 y Korinek, 2011). Por tanto, los modelos tienen implicaciones de política al sugerir que gravar los flujos de capital es un instrumento complementario en lugar de una última línea de defensa, como ha sugerido el FMI (Ostry *et al.*, 2010).

Como ocurre con otras herramientas de política, el uso de los controles de capital está limitado en la práctica por su efectividad. La regulación financiera puede ser muy efectiva en países donde los mercados de capitales o la “banca en la sombra” no son muy relevantes, y la financiación está fundada en el sistema bancario. En esos casos una regulación permanente sobre los riesgos de liquidez y cambiarios de los intermediarios es deseable. La regulación permanente para firmas no financieras puede ser imposible o puede llevar a que emerjan productos y vehículos que no son monitoreados. En este caso, los impuestos a los flujos de capital, si bien son deseables para corregir las externalidades negativas, pueden ser eludidos mediante formas que están por fuera de la supervisión de las autoridades económicas. Esto desencadena una situación donde los impuestos no son efectivos y los riesgos para la estabilidad financiera no están bien evaluados.

Una forma práctica como las autoridades económicas pueden proceder es concentrándose en identificar auges de crédito asociados con los flujos de capital. En años recientes en América Latina se ha visto cómo las variables macroeconómicas contienen información sobre posibles bonanzas de crédito. Asimismo, se ha encontrado que dichos auges han sido muchas veces precedidos de considerables flujos de capital y apreciaciones de la tasa de cambio real.

De la misma forma, los sistemas de alerta temprana han evolucionado para detectar cambios en los patrones en los flujos de capital. Turner (2013) ha resaltado que, después de la crisis financiera global, la amplia liquidez internacional está reflejada en una mayor emisión de bonos de empresas en países emergentes y en las reducciones de las primas de riesgo y de plazo. Por tanto, para hacer un juicio sobre la

presión que los flujos de capital ejercen sobre los mercados financieros, es necesario ir más allá del comportamiento del crédito otorgado por los bancos¹.

Una inquietud fundamental es la existencia de liquidez en moneda extranjera. Además de las medidas regulatorias, conservar adecuados colchones de liquidez en moneda extranjera es esencial. Para reducir los riesgos de liquidez externa que puedan surgir en los períodos de fuertes entradas de capital el banco central debe sostener niveles apropiados de reservas internacionales.

El momento y forma como se realizan las intervenciones cambiarias para acumular reservas internacionales son aspectos de política importantes. Los países probablemente deben intervenir en el mercado cambiario cuando sean altos los riesgos de que la tasa de cambio se encuentre desalineada. De esta forma, la intervención realizada con el propósito de aumentar el nivel de reservas internacionales ayuda también a combatir el riesgo de “desalineamiento” de la tasa de cambio.

A pesar de la necesidad de realizar intervenciones en el mercado cambiario, es importante tener claro que estas no constituyen un compromiso de la autoridad monetaria con un piso o un techo para la tasa de cambio. Ello podría debilitar los incentivos del sector privado a realizar coberturas cambiarias. Uno de los más perversos resultados de los regímenes de tasas de cambio fijas es que dan lugar a grandes descalces cambiarios que debilitan la habilidad de la política monetaria para actuar de manera contracíclica y comprometen la estabilidad financiera.

◆ IV. Conclusiones

Los retos de política asociados con los flujos de capital internacional requieren respuestas en diferentes esferas. Para combatir los efectos sectoriales que se derivan de la apreciación real de la moneda local, probablemente el mejor instrumento es la política fiscal, aunque con sus limitaciones.

Para enfrentar los riesgos para la estabilidad financiera es útil una regulación permanente que limite los descalces cambiarios, así como probablemente lo es una regulación financiera contracíclica. Eventualmente, los controles de capital pueden también ser necesarios. No obstante, su efectividad disminuye con el tiempo, por lo cual su uso debe ser temporal.

En general, cuando ingresan flujos de capital es crucial contar con sistemas financieros que estén bien capitalizados y sean líquidos para, de esa manera, poder enfrentar exitosamente la posterior reversión de dichos capitales sin ajustes dramáticos del crédito y del gasto agregado. También, lo es para poder responder en esos momentos con políticas monetarias y financieras contracíclicas.

Es preferible que la política monetaria permanezca focalizada en la estabilidad de precios y del producto, al tiempo que se permita un grado sustancial de flexibilidad cambiaria. Esto último es esencial para el propósito de implementar una política monetaria contracíclica como respuesta a un choque exógeno, así como también

¹ Esto es especialmente importante en países con un desarrollo financiero intermedio. En la medida en que los mercados financieros son más profundos, la capacidad del país para absorber los flujos de capital aumenta. Sin embargo, una sólida regulación financiera sigue siendo crucial, como ha sido señalando por la crisis financiera de las economías industrializadas.

para limitar la acumulación de descalces cambiarios en los balances de los residentes del país. Es importante acudir a las intervenciones cambiarias esterilizadas para sostener niveles adecuados de reservas internacionales y mitigar los riesgos de liquidez en moneda extranjera. Dichas intervenciones deben adelantarse de forma oportuna en los períodos en que se percibe que, probablemente, la tasa de cambio a corto plazo presenta una desalineación considerable. 🏦

♦ **José Darío Uribe Escobar** ♦
Gerente general*

* Esta Nota Editorial se utilizará como documento preparatorio para atender la invitación del Banco Central de Chile a participar en la Quinta reunión de bancos centrales sobre inflación objetivo, por organizarse en noviembre de 2013, titulada Summit Meeting of Central Banks on Inflation Targeting: “Global Liquidity, Capital Flows and Policy Coordination”. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad del gerente general, y no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.

◆ Referencias

Agénor, P. R.; Pereira da Silva, L. A. (2013). “Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World”, Centro de Estudios Latinoamericanos e Inter-American Development Bank.

Bernanke, B. S.; Gertler, M.; Gilchrist, S. (1999). “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, en J. B. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, cap. 21, pp. 1341-1393, primera edición, Elsevier.

Bianchi, J. (2010). “Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle”, working paper, University of Maryland.

Bianchi, J.; Mendoza, E. (2010). “Overborrowing, Financial Crises, and ‘Macro-prudential’ Taxes”, working paper, núm. 16091, National Bureau of Economic Research.

Borio, C. (2003). “Towards a Macroprudential Framework for Bank Supervision and Regulation?”, working paper, núm. 128, Bank of International Settlements.

Bruno, V.; Shin, H. (2013). “Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy”, (inédito), Princeton University.

Caballero, R.; Lorenzoni, G. (2007). “Persistent Appreciations and Overshooting: A Normative Analysis”, working paper, núm. 07-13, MIT Department of Economics, abril.

Calvo, G. (1998). “Capital Flows and Capital-Market Crises: the Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, vol. 1, núm. 1, pp. 35-54, noviembre.

Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. (1993). “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, IMF Staff Papers, vol. 40, núm. 1, pp. 108-151, Palgrave Macmillan, marzo.

Fostel, A.; Geanakoplos, J. (2008). “Leverage Cycles and the Anxious Economy”, *American Economic Review*, vol. 98, núm. 4, pp. 1211-1244.

Gourinchas, P. O.; Obstfeld, M. (2011). “Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First”, working paper, núm. 17252, National Bureau of Economic Research.

Jeanne, O.; A. Korinek, (2010). “Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach”, working paper, núm. 16377, National Bureau of Economic Research, Inc.

Kiyotaki, N.; Moore, J. (1997). “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, núm. 105, vol. 2, pp. 211-248.

Korinek, A. (2010). “Regulating Capital Flows to Emerging Markets: An Externality View”, University of Maryland, mimeo.

Kaminsky, G.; Reinhart, C. (1999). “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, *American Economic Review*, núm. 89, vol. 3, pp. 473-500.

Lipsey, R. E. (2001). “Foreign Direct Investment in Three Financial Crises”, working paper, núm. 8084, National Bureau of Economic Research, Inc, enero.

López, M. (2006). “House Prices and Monetary Policy in Colombia”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 50, junio.

López, M.; Tenjo, F.; Zárate, H. (2012). “The Risk-taking Channel in Colombia Revisited”, *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 30, núm. 68, junio.

Mendoza, E.; Terrones, M. (2008). “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data”, working paper, núm. 14049, National Bureau of Economic Research, Inc.

Mendoza, E.; Korinek, A. (2013). “From Sudden Stops to Fisherian Deflation: Quantitative Theory and Policy Implications” working paper, núm. 19362, National Bureau of Economic Research, Inc.

Ostry, J.; Ghosh, A. R. ; Habermeier, K.; Chamon, M.; Qureshi M.; Reinhart, D. (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note, núm. SPN/10/04, Fondo Monetario Internacional.

Prasad, E. (2011). “Role Reversal in Global Finance”, mimeo, Cornell University, Brookings Institution y National Bureau of Economic Research, Inc.

Turner, P. (2013). “Benign Neglect of the Long-term Interest Rate”, working paper, núm. 403, Bank for International Settlements.

Vargas, H.; González, A.; Rodríguez, D. (2013). “Foreign Exchange Intervention in Colombia”, Borradores de Economía, núm. 757, Banco de la República de Colombia.