

NOTA EDITORIAL

POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES Y FLEXIBILIDAD CAMBIARIA EN UN ÁMBITO DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA*

Hace cuarenta años los países que emprendieron procesos de liberalización financiera tenían buenas razones para hacerlo, las cuales aún siguen siendo válidas: necesitamos sistemas financieros profundos y una oferta amplia de instrumentos que distribuyan el riesgo para aumentar el bienestar de la gente, mejorando el crecimiento económico y suavizando los ciclos del consumo. Un corolario natural de estos procesos fue la liberalización de los flujos de capital transfronterizos.

Algunos problemas que surgieron con la última etapa de liberalización que precedió a la crisis financiera mundial fueron producto de la excesiva confianza en la capacidad de los mercados para hacer frente a los riesgos

* Con base en el documento presentado por José Darío Uribe, Gerente General del Banco de la República, en el seminario "¿Desde la ruptura del sistema de Bretton Woods a una nueva era de supervisión macroprudencial?", organizado por el Banco Central de Reserva del Perú y el Reinventing Bretton Woods Committee (RBWC), Cusco (Perú), 18-19 de julio de 2011.

financieros, y a la desatención a los incentivos peligrosos que podrían generarse en presencia de información asimétrica y otras imperfecciones del mercado.

Esto nos deja en una situación en la que queremos mantener los beneficios de la liberalización financiera, pero, al tiempo, establecer regulaciones macroprudenciales a los mercados financieros, con el fin de minimizar la posibilidad de una nueva crisis de este tipo.

En este contexto, es importante distinguir entre la regulación macrofinanciera y la *represión financiera*. Esta última se ha entendido históricamente en un contexto de razones fiscales o cuasifiscales para intervenir en el sistema financiero, o en un modelo de asignación de crédito con importante participación del Estado; pero esperamos no volver a esos días. A diferencia de algunas economías desarrolladas, la gran mayoría de los mercados emergentes de América Latina han logrado alcanzar y mantener niveles relativamente bajos de deuda pública. Esto significa que la forma anticuada de deshacerse de la deuda con base en mayor inflación y *represión financiera* no es parte de lo que de manera previsible podría presentarse en la región en un futuro inmediato.

La regulación macrofinanciera existe precisamente para evitar oscilaciones prolongadas y costosas de la producción y el gasto, a menudo asociadas con auges financieros. En particular, la macrorregulación de los flujos de capital transfronterizos puede ser necesaria para aprovechar sus beneficios a largo plazo, al tiempo que se limitan las posibles complicaciones reales y financieras que surgen ante la presencia de entradas insostenibles de capitales con características riesgosas en términos de sus períodos de vencimiento, riesgos cambiarios y el sector destinatario.

En Colombia este tipo de regulación toma la forma de medidas específicas destinadas a:

- Garantizar un buen ajuste macroeconómico a perturbaciones exógenas (a menudo externas).

- Prevenir o minimizar los excesos financieros o descalces cambiarios que podrían causar riesgos de inestabilidad financiera.

Con respecto al primer fin, la política de inflación objetivo con flexibilidad de la tasa de cambio es considerada una pieza esencial de aquella estrategia. La mayoría de los choques que enfrenta la economía colombiana son choques reales provenientes del exterior (demanda externa, términos de intercambio, la prima de riesgo, la tasa de interés real internacional, etc.), los cuales son mejor absorbidos por un régimen de tipo de cambio flexible que por el producto y el gasto, como ocurriría en un régimen de tipo de cambio fijo. Además, la existencia de un tipo de cambio flexible y una estrategia creíble de inflación objetivo hace posible una respuesta de política monetaria contracíclica a estos choques.

La capacidad para permitir flexibilidad de la tasa de cambio está determinada, en gran medida, por la ausencia de fuertes descalces cambiarios y de plazos en el sistema financiero. Esta característica se logra mediante: i) baja dolarización financiera; ii) regulación de los descalces de los intermediarios financieros, y iii) flexibilidad cambiaria, dado que la misma volatilidad del tipo de cambio induce a los agentes privados a considerar el riesgo cambiario y limitar el descalce de manera endógena. El contraste entre la respuesta de la economía colombiana y la de algunos países de Europa del Este tras la quiebra de Lehman Brothers es ilustrativo al respecto. Mientras que en Colombia la autoridad monetaria pudo dejar variar la tasa representativa del mercado al tiempo que bajaba las tasas de interés para apoyar a la economía, en dichos países la depreciación generó inestabilidad financiera debido a los grandes descalces cambiarios, sumado a que la posibilidad de relajar la política monetaria se vio seriamente limitada. En consecuencia, esas economías empezaron a sufrir profundas crisis, con altos costos económicos y sociales.

Esta es una consideración importante, puesto que el manejo macroeconómico en presencia de grandes descalces cambiarios entraña riesgos sustanciales e inflexibilidad en la respuesta de la política monetaria ante choques externos. Alternativamente, la contención de dichos riesgos y la preservación de alguna flexibilidad de la política monetaria podrían

requerir restricciones fuertes sobre la actividad financiera, en contra de los objetivos buscados en un inicio con la liberalización.

Con respecto al segundo objetivo (evitar excesos financieros), la estrategia comienza por un monitoreo cercano y cuidadoso de las condiciones financieras de la economía. En particular, hay que prestar atención al crédito y a apalancamientos excesivos, ya que la acumulación de deuda incrementa la vulnerabilidad del sistema financiero y la economía y, por tanto, hace que emerjan fluctuaciones económicas fuertes e innecesarias, las cuales representan costos en bienestar. También, es importante cerciorarse de que no haya condiciones financieras riesgosas (tales como descortes de plazos y la sobrevaloración de los bienes dados en garantía de los préstamos). Este tipo de monitoreo debe hacerse no solamente para el sistema financiero local sino para la economía como un todo, lo cual implica también hacer seguimiento a los flujos brutos y netos de capital que salen o entran, en lo que tiene que ver con su naturaleza, períodos de vencimiento (maduración) y sectores de destino y origen.

Cuando se perciba una situación riesgosa, o de excesos, se debe considerar la aplicación de instrumentos de política macroprudencial, incluyendo exigencias de encaje para los depósitos locales y los flujos de capital, provisiones contracíclicas y mayores requisitos de capital.

Somos conscientes de que las políticas que se prevén para el logro de los objetivos mencionados implican costos, porque restringen los beneficios de una mayor liberalización de los flujos de capital transfronterizos. Por eso, en Colombia la estrategia de política se basa en un análisis de costo-beneficio. En este enfoque algunas de las medidas adoptadas son de carácter duradero porque sus beneficios se consideran mayores que los costos en la mayoría de las circunstancias y estados de la economía. Este es el caso de restricciones permanentes en relación con descortes de moneda y plazo para el sector financiero y límites estrictos a la dolarización financiera.

En gran medida los efectos benéficos de este tipo de regulaciones pueden comprobarse por su efectividad, la cual, a su vez, se relaciona con la importancia del sector financiero en la intermediación del ahorro interno y externo.

Otras medidas son temporales, porque sus beneficios superan sus costos en algunos estados particulares de la economía, pero cuando las circunstancias cambian, es necesario desactivarlas. Este es el caso de los encajes temporales a los depósitos locales o los encajes a los créditos externos.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente general**

* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de Hernando Vargas Herrera, Gerente Técnico del Banco de la República. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.