

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



Enfrentando el Desafío de los Flujos de Capitales

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile

N.º 35 - Mayo 2010

ECONOMIC POLICY PAPERS
CENTRAL BANK OF CHILE



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717 - 7151

Agustinas 1180 - Santiago, Chile
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

ENFRENTANDO EL DESAFÍO DE LOS FLUJOS DE CAPITALES

José De Gregorio *
Presidente
Banco Central de Chile
Mayo 2010

Resumen

Los años recientes han presentado desafíos inusitados al manejo macroeconómico en economías pequeñas y abiertas. Después del shock inflacionario y la crisis, nos enfrentamos a nuevos desafíos. En particular, las economías emergentes están experimentando una sólida recuperación, lo que puede dar origen nuevos influjos de capitales. En este documento se discute la situación actual de estos influjos y las políticas adecuadas para lidiar con ellos. Se argumenta que la primera línea de defensa es la flexibilidad cambiaria con un manejo de política monetaria coherente con la estabilidad de precios. Excepcionalmente, se puede usar la intervención cambiaria. Medidas adicionales, como son los controles de capital, no se pueden descartar a priori, y dependerán de cada economía, en particular su efectividad es cuestionable en economías con altos grados de integración financiera. Además se discute que estas medidas de excepción no pueden sustituir un buen manejo de las políticas macroeconómicas ni una adecuada regulación del sistema financiero.

Los años recientes han presentado desafíos inusitados al manejo macroeconómico en economías pequeñas y abiertas. Al severo problema inflacionario que se inició en el 2007, le sucedió la peor crisis financiera desde la Gran Depresión y una recesión económica global sin precedentes desde la postguerra. Habiendo transcurrido ya un tiempo desde la resolución inmediata de esa crisis, nos encontramos ahora con nuevos desafíos. Por un lado, algunas economías desarrolladas cuyas finanzas públicas quedaron seriamente dañadas por la gran recesión se enfrentan a un período de severo ajuste macroeconómico y, en algunos casos, a la incertidumbre en torno a la reestructuración de su deuda. Por otro lado, un segmento relevante de las economías emergentes, que no sufrió daños persistentes en las hojas de balance de hogares, empresas o gobiernos, está experimentando lo que puede ser el incipiente comienzo de un repunte crediticio y económico. El nuevo empuje de los influjos de capitales es un reflejo de este fenómeno. Cuál es la situación actual de estos influjos y cómo lidiar con ellos es parte importante de los desafíos a los que nos enfrentamos y sobre lo que trata este documento.

* Este documento fue originalmente preparado para presentaciones en el Banco de España, el IE Business School, y a la Reunión de Gobernadores de Banco Centrales de América Latina y España del CEMLA. Agradezco los valiosos comentarios de Kevin Cowan, Pablo García y Enrique Orellana.

Los flujos de capital en perspectiva

Luego del período de auge entre el 2006 y 2007, y un significativo colapso en el 2008 y parte del 2009, los flujos de capitales a economías emergentes han repuntado. Las inversiones en fondos mutuos accionarios y de renta fija de economías emergentes se recuperaron y en algunas regiones han superado los niveles vigentes previos a la crisis (gráfico 1). Las emisiones de bonos corporativos, que casi cesaron en el cuarto trimestre del 2008, están, a partir del segundo semestre del 2009, en un nivel similar al observado previo a la crisis (gráfico 2). Los flujos de créditos interbancarios internacionales también dejaron de caer hacia mediados del 2009, aunque todavía no muestran un repunte muy relevante (gráfico 3). Esto es coherente con la relativa mayor debilidad de los balances de los bancos internacionales en comparación con las mayores posibilidades de inversión de fondos globales y de los mercados de capitales. En suma, luego de terminada la crisis financiera, han vuelto los flujos de capital a las economías emergentes, pero no es aún evidente que hayan superado los niveles observados pre-crisis.

Los precios de los activos financieros también han reflejado este proceso. En los países emergentes, la razón precio utilidad de las acciones tuvo una significativa caída durante la crisis, pero ya ha vuelto a niveles similares a los del 2007 (gráfico 4). El tipo de cambio real fluctuó significativamente en los últimos tres años, pero su nivel actual no se observa evidentemente alejado de los niveles del 2007 (gráfico 5).

Los diferenciales de tasas de interés de corto plazo entre los países emergentes y desarrollados han caído en la medida que las economías emergentes también relajaron sus políticas monetarias (gráfico 6). Esto ha sucedido, después de que se ampliaron durante la crisis, como resultado de una expansión monetaria más acelerada en las economías que estaban en el centro de los problemas, en particular respecto de la tasa de fondos federales de Estados Unidos. Hacia adelante, dada la mayor debilidad cíclica en las economías desarrolladas, es probable que estos diferenciales aumenten, dando nuevos incentivos para la entrada de capitales hacia las economías emergentes. Por ello, la gestación de diferenciales de tasas de interés de corto plazo sería un síntoma de las divergencias entre las economías desarrolladas y las emergentes. Incluso, en los próximos años, los determinantes fundamentales del crecimiento económico entre las distintas zonas económicas, junto con el proceso de desapalancamiento en el mundo desarrollado, pudiesen incentivar mayores flujos de capitales hacia las economías emergentes. Ello, aunque turbulencias de corto plazo en los mercados financieros pueden dilatar o postergar este fenómeno.

El que estén entrando capitales con mayor vigor a las economías emergentes no significa que en términos netos estén absorbiendo todos estos flujos. Si la entrada de capitales es compensada por una salida comparable, esta no debiera tener impacto significativo ni en los niveles de actividad ni en el tipo de cambio. Por ello, para el análisis del tipo de cambio es importante examinar qué ocurre con el flujo neto de capitales. Por la identidad de balanza de pagos, las entradas netas de capitales deben ser iguales al déficit en la cuenta corriente más la acumulación de reservas, siendo esta última equivalente a una salida de capitales realizada por el banco central. En todo caso, los precios de los distintos activos en la economía pueden ser afectados por los flujos brutos, dependiendo de la composición de estos, lo que es relevante desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

Los escenarios que pueden calificarse como más complejos son aquellos en que los flujos de capital fomentan un auge crediticio y del gasto interno, a partir de financiar el apalancamiento de los hogares, de las empresas o del gobierno. En estas circunstancias, la contraparte de los flujos de capital es un aumento en el déficit de la cuenta corriente. Si este último fenómeno no se materializa frente a una entrada brusca de capitales, significa que al mismo tiempo existe una salida de capitales. No es evidente que, desde el punto de vista meramente de consistencia macroeconómica, las entradas o las salidas brutas de capital provoquen interrupciones severas. Si en el corto plazo, debido a fricciones en los mercados financieros, iliquidez momentánea o efectos de portafolio, entradas y salidas simultáneas provocan tensiones en los mercados, ellas pueden ser enfrentadas con instrumentos de provisión de liquidez como los que habitualmente utilizan los bancos centrales.

Esta discusión se centra principalmente en los impactos macroeconómicos, con especial foco en la inflación, la actividad y el tipo de cambio. Sin embargo, es importante destacar que desde el punto de vista de la estabilidad financiera el monitoreo requiere prestar atención a otros efectos que provocan los flujos de capitales. Para ello, áreas importantes, aparte de la evolución de la cuenta corriente y su contraparte en la cuenta de capitales, son el monitoreo de los precios de los activos y de la evolución global del crédito, lo mismo que usar medidas macroprudenciales para complementar la política monetaria.

En todo caso, la coyuntura actual difiere de manera bastante nítida de lo observado en otros períodos de auge de capitales a economías emergentes. Por ejemplo, a principios de los ochenta se dio una masiva entrada neta de capitales a las economías latinoamericanas (gráfico 7). Una vez que ella se revirtió, por el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, se produjo la crisis de la deuda y un período de ausencia de flujos de capitales a la región. Este tipo de experiencias es precisamente la que llama a cautela ante masivas entradas de capitales, pues de revertirse pueden provocar severos ajustes de la actividad en las economías receptoras de dichos flujos.

Posteriormente, a fines de los ochentas y principios de los noventas, las economías latinoamericanas experimentaron nuevamente importantes flujos de capitales, lo que ha sido ampliamente analizado en Calvo et al. (1993, 1994). Entonces también se observó una ampliación del déficit en la cuenta corriente. Hoy, considerando las proyecciones para el 2010 y 2011 contenidas en el WEO de Abril del 2010, no se observarían flujos netos de entrada, aunque si se observaría una reducción en los superávits de cuenta corriente de las economías emergentes. En todo caso, aunque es una situación que no se ha materializado de forma evidente, sigue siendo un riesgo que se debe tener en cuenta.

Por último, si bien en la situación actual los flujos de entradas han sido compensados con flujos de salida, no se puede descartar que salidas repentinas o detenciones abruptas de los flujos de capitales puedan inducir reversiones severas en la cuenta corriente con significativos costos en términos de actividad.

Alternativas de política tradicionales

Una primera línea de defensa ante los flujos masivos de capitales es la flexibilidad cambiaria. En muchas ocasiones las rigideces en los tipos de cambio y las defensas insostenibles de paridades alejadas de los fundamentales dan origen a una especulación contra el régimen cambiario. La literatura de ataques especulativos muestra como una paridad incoherente con el resto de las políticas puede conducir a masivas salidas de capitales que terminan por forzar su abandono. La misma lógica se puede aplicar a los flujos de entrada. Si la paridad que se intenta defender es incoherente con los fundamentos económicos, se puede producir una entrada masiva que tarde o temprano termina apreciando la moneda. Los inversionistas aprovechan una moneda relativamente barata para entrar capitales antes que se produzca la apreciación, la cual representa una importante ganancia de capital. En consecuencia, en un marco de movilidad de capitales, la flexibilidad cambiaria evita las apuestas sobre el tipo de cambio en una sola dirección (*one-sided bets*).

Más aún, un esquema de metas de inflación, junto a un régimen de tipo de cambio flexible, proporciona un importante amortiguador para suavizar el impacto de los cambios en los ciclos de los flujos de capital. La misma reacción de la política monetaria frente a una apreciación cambiaria que reduce las presiones inflacionarias permite acotar el proceso de apreciación de la moneda por la vía de reducir los diferenciales de tasas de interés.

Una segunda línea de defensa es una apertura simétrica de la cuenta financiera. Muchos países han avanzado hacia la integración financiera abriendo sus economías a las entradas de capitales, pero manteniendo restricciones a la salida de capitales locales, en especial de inversionistas institucionales. Posteriormente, y como reacción a las masivas entradas de capitales se comienza a dar mayor flexibilidad a la salida. Sin embargo, regularmente esto se hace tarde, da mayores señales de temores ante la entrada de capitales e incluso puede terminar reforzando este fenómeno, en particular cuando el tipo de cambio está en niveles insostenibles.

Evidentemente contar con un sistema financiero bien regulado y desarrollado es un requisito para poder acomodar movimientos cambiarios y de flujos de capitales. Ello, por cuanto hace más fácil prevenir que las fluctuaciones del tipo de cambio desestabilicen el sistema financiero. Los descalces cambiarios han estado en el origen de muchas crisis bancarias en las economías emergentes. No obstante, la resiliencia de sus sistemas financieros a las fuertes fluctuaciones de los tipos de cambio hacia fines del 2008 y principios del 2009 muestran que las lecciones se aprendieron, y se evitaron efectos sobre las hojas de balances de los bancos que hubieran convertido una recesión externa en una gran crisis financiera. Por supuesto que hubo excepciones, en particular en Europa emergente, donde las fragilidades comenzaron precisamente por la rigidez de sus sistemas cambiarios y el descalce de monedas de sus bancos.

Otra razón por la cual es importante tener un mercado financiero profundo son las distorsiones que la volatilidad cambiaria provoca en la asignación de recursos. Para minimizar dichos efectos es prudente que se desarrolle un mercado de coberturas cambiarias que permita a los productores del sector transable, al menos en plazos de un año, cubrirse de las fluctuaciones cambiarias. Precisamente, la evidencia muestra que los mercados de cobertura son más profundos en economías con mayor flexibilidad

cambiaria, ya que es dicha flexibilidad la que genera los incentivos para el desarrollo de estos mecanismos de cobertura (De Gregorio y Tokman, 2005; Kamil y Sutton, 2008). Si, en cambio, es la autoridad monetaria la que intenta proveer estabilidad, el mercado no tendrá los incentivos para desarrollar los mecanismos de cobertura.

Sin embargo, la flotación cambiaria y un esquema de metas de inflación pueden no ser suficientes para estabilizar procesos de entrada masiva de capitales. Una apreciación que se da en un período de masivas entradas de capitales y un ciclo de auge del crédito, puede requerir otros instrumentos para estabilizar la economía y asegurar el buen desempeño del sistema financiero. En dicha circunstancia, es apropiado recurrir principalmente a la política fiscal. Una política fiscal más restrictiva permite acomodar menores tasas de interés, además de limitar las presiones cambiarias y moderar el ciclo de auge. En una economía cerrada, un alza de tasas de interés podría frenar la expansión del crédito y evitar efectos colaterales. No obstante, en una economía pequeña y abierta sometida a fuerte influjo de capitales, un alza de la tasa de interés que intente frenar la expansión del crédito puede terminar incentivando aún más la entrada de capitales y la apreciación de la moneda, sin efectos obvios sobre los volúmenes de crédito.

Por otra parte, si la exuberancia que inducen los flujos de capitales se debe a la efervescencia crediticia local, es necesario adoptar medidas macro prudenciales que limiten la toma de riesgo. De hecho, una importante área de interés en el diseño de políticas post-crisis ha sido la creación de *buffers* y mecanismos que limiten la prociclicidad de los sistemas financieros.

La intervención cambiaria

Más allá de lo anterior, no es posible descartar medidas específicas para hacer frente a episodios de tensión en los mercados financieros internacionales y procesos de entradas masivas de capitales, si es que se considera que no existen espacios adicionales por el lado fiscal o monetario o que los instrumentos macroprudenciales son insuficientes.

En situaciones excepcionales es posible recurrir a la intervención cambiaria para estabilizar los potenciales efectos cambiarios y crediticios de flujos masivos de capitales. No obstante, es importante destacar que en el contexto de un esquema de flotación cambiaria esta debe ser una situación excepcional, pues su uso reiterado puede hacerla perder efectividad como herramienta estabilizadora, a la vez que erosiona los incentivos a la cobertura cambiaria que mencioné anteriormente. Más aún puede incentivar los arbitrajes en contra de la autoridad monetaria, lo cual puede terminar desestabilizando el mercado cambiario.

Una circunstancia excepcional que gatille una intervención cambiaria se produce cuando existe la presunción de una reacción exagerada en el mercado cambiario, alejando el tipo de cambio de lo que serían sus determinantes fundamentales. Es importante que la intervención sea coherente con los objetivos inflacionarios, ya que de otro modo podría debilitar la credibilidad de la política monetaria. Si bien las intervenciones pueden ser esterilizadas o no, el marco de metas de inflación junto con la excepcionalidad de la intervención cambiaria lleva naturalmente a que, en general, una intervención cambiaria deba ser esterilizada. De este modo, las decisiones de política monetaria se pueden tomar con independencia de la intervención excepcional.

Asimismo, la intervención debería tener por objeto estabilizar el mercado cambiario sin perseguir un objetivo específico respecto del nivel de tipo de cambio.

En un entorno de libre movilidad de capitales, las intervenciones esterilizadas pueden influir en el tipo de cambio a través del canal de portafolio y los diferenciales de tasas. Esto se canaliza ya sea porque afecta la oferta relativa de instrumentos en moneda nacional en el mercado local, señala movimientos futuros en las tasas de interés o provee información respecto de la percepción de las autoridades sobre el nivel fundamental del tipo de cambio.

En Chile, el Banco Central ha declarado, desde la eliminación de la banda cambiaria — en diciembre de 1999— y la adopción del esquema de metas de inflación, que bajo circunstancias excepcionales puede ser necesaria una intervención en el mercado cambiario. Desde entonces, el Banco Central ha intervenido en tres ocasiones. En la primera, en agosto del 2001, anunció que podría intervenir el mercado en cualquier momento, desde el momento del anuncio y hasta finales de ese año. Además, explicó que el tipo de cambio se depreciaba de forma muy rápida y con gran volatilidad, lo que provocaba preocupación en los mercados financieros, pese a que gran parte del debilitamiento del peso se debía a condiciones más difíciles en el extranjero. La intervención consistió en una venta de hasta US\$2 mil millones de las reservas y la emisión de US\$2 mil millones de bonos indexados al dólar. La intervención final fue de una venta de poco más de US\$800 millones y la emisión completa de bonos. En la segunda vez, en octubre del 2002, el Banco anunció un paquete similar, por considerar que la depreciación respondía a una reacción exagerada y a una alta volatilidad e iliquidez. Se emitieron US\$1.500 millones en deuda indexada al tipo de cambio y no se vendieron reservas. La tercera vez, en abril del 2008, debido a la elevada incertidumbre global, el Banco decidió aumentar sus tenencias de reservas en moneda extranjera. Esto, reconociendo que en el momento de anunciar la medida el tipo de cambio estaba más apreciado que lo coherente con sus fundamentos en el largo plazo. La intervención se realizó mediante la compra diaria de US\$50 millones, a fin de acumular US\$8 mil millones en un lapso de ocho meses. El estallido de la crisis financiera global en septiembre del 2008 llevó a la suspensión de estas medidas. La evidencia disponible indica que estas intervenciones tuvieron un impacto en el tipo de cambio, cuya magnitud inmediata fue del orden de 3%, pero también cambió su tendencia posterior en algunas ocasiones.

En América Latina, la acumulación de reservas se ha usado en varias oportunidades. En la primera mitad de los noventa se utilizó ante los fuertes flujos de capitales, mientras que durante la presente década su uso se ha repetido de manera bastante masiva (gráfico 8).

La intervención cambiaria por la vía de la acumulación de reservas sirve además el propósito de mejorar la situación de liquidez internacional, lo que representa una forma de auto seguro frente a procesos de turbulencias financieras internacionales. En la actualidad existen otras formas de seguro, que son más baratas desde el punto de vista financiero, como las líneas de crédito contingente ofrecidas por el FMI o el uso de instrumentos de cobertura para protegerse de fluctuaciones de los términos de intercambio (Borensztein et al., 2009; Caballero, 2009). Sin embargo, los beneficios estimados de estas formas de seguro *vis-a-vis* auto seguros por la vía de acumulación de reservas no toman en cuenta que en esta última opción también hay un efecto

estabilizador del tipo de cambio, pues la acumulación ocurre en momentos en que este precio está apreciado excesivamente respecto de sus fundamentales. Más aún, es posible pensar que la presencia de mecanismos de seguro eficientes pueden exacerbar las entradas de capitales en períodos de auge en las economías emergentes. Por lo tanto, estos son instrumentos que proveen beneficios en períodos críticos, pero pueden generar inconvenientes en períodos normales o de bonanza.

Hay economías que han adoptado esquemas en que se realizan intervenciones acotadas con cierta frecuencia. No obstante, las intervenciones en magnitudes significativas, que son precisamente las que pueden tener efectos importantes en los mercados cambiarios, tienen costos cuasi-fiscales que no debieran ser ignorados, lo que constituye una razón adicional para su excepcionalidad.

Controles a las entradas de capital

Si se considera que la entrada de capitales puede generar problemas, una solución sería limitarla a través de controles. Esto es posible en economías con bajos niveles de desarrollo de sus sistemas financieros. A medida que las economías y sus sistemas financieros se desarrollan es más complejo e infectivo intentar limitarlas, en particular por las dificultades para discriminar qué tipos de flujos son los que se quieren limitar. Asimismo, economías con elevados niveles de activos internacionales, como el caso de Chile, hacen más difícil controlar las entradas de capitales por la necesidad de diferenciar en entradas de no residentes y repatriación de capitales de residentes.

En los noventa, antes de adoptar el actual marco monetario y cambiario, el Banco Central de Chile impuso controles a las entradas de capital junto con una liberalización gradual de las salidas de capital. El principal instrumento utilizado para limitar las entradas fue el encaje. Este, exigía que una fracción (inicialmente, el 20%) de las entradas de capital se depositara en una cuenta en el Banco Central, la que no devengaba intereses. El propósito declarado de esta política era reducir las entradas netas, por la vía de encarecer su costo, y detener la apreciación del peso, puesto que un tipo de cambio competitivo se consideraba un factor clave detrás de la exitosa recuperación económica observada desde mediados de los ochenta. El encaje además permitiría la independencia de la política monetaria en el contexto de un tipo de cambio administrado a través de una banda cambiaria. Por último, el encaje tenía también la intención de reducir los flujos de capital de corto plazo y así limitar la vulnerabilidad financiera. Esta medida fue introducida en junio de 1991 con una tasa de 20% y se amplió a 30% en 1992. Fue reducido a 10% en junio de 1998 y a 0% en septiembre del mismo año.

La evidencia empírica señala que el encaje tuvo un efecto pequeño y de corta duración en las tasas de interés, probablemente debido a que los agentes ajustaron sus portafolios hacia vencimientos más largos y encontraron formas de eludir la medida (Cowan y De Gregorio, 2007). El efecto sobre los volúmenes fue relativamente pequeño, del orden de 2% del PIB, ante entradas totales de capital que en el período 1991-1997 equivalieron a cerca de 27% del PIB. Tampoco se han estimado efectos importantes sobre el tipo de cambio real.

Donde sí se apreció un efecto significativo fue en la composición de las entradas totales: la fracción de la deuda a corto plazo se redujo drásticamente como porcentaje del total de la deuda. Sin embargo, la fragilidad financiera no fue totalmente eliminada. Los severos ataques especulativos contra el peso en 1998 muestran que la política de encaje no aisló a la economía chilena de las turbulencias financieras globales (gráfico 9). Por último, es posible plantear que el encaje tuvo importantes efectos distributivos, debido a que las grandes empresas seguían accediendo directamente al mercado internacional de bonos para financiarse a largo plazo, mientras que las pequeñas empresas solo podían acceder a créditos bancarios de corto plazo, los cuales se encarecían producto del encaje.

Es difícil pensar que exista una regla general respecto del uso de controles de capital para enfrentar períodos de masivas entradas de capitales, pero ciertamente es más complejo de aplicar en economías con altos grados de integración internacional. Algo que la evidencia tendería a sugerir es que los efectos de los controles de capital se focalizan principalmente en la composición de los flujos, pero no necesariamente en su magnitud. En dicho caso, para afectar la composición de los pasivos internacionales, en particular los intermediados por el sector bancario, resultaría más eficiente mirar a la regulación financiera que a los controles de capitales. Asimismo, las regulaciones macroprudenciales debieran ser las que contribuyeran a mitigar la prociclicidad de los flujos de capitales. Estas medidas incluyen políticas de liquidez, las cuales podrían imponer requisitos diferenciados a capitales de corto plazo versus largo plazo, hacia la banca u a otros agentes financieros.

Reflexiones finales

Para concluir, es preciso comenzar enfatizando que la integración financiera internacional tiene muchos beneficios en la medida que permite suavizar las fluctuaciones del gasto y obtener recursos para financiar inversiones en economías con escasez de capital. No obstante, también hemos aprendido que estos flujos pueden ser desestabilizadores, en particular cuando los sistemas financieros son frágiles y las políticas macroeconómicas incoherentes. Los períodos de auge sostenido siempre han planteado desafíos a la gestión macroeconómica.

Lamentablemente, en las economías emergentes el paso de un auge económico a una costosa recesión ha ocurrido con demasiada frecuencia, especialmente en América Latina. Desde una perspectiva histórica, los flujos de capital hoy no son extraordinariamente elevados y, de hecho, no se observan desequilibrios de ingresos y gastos que revelen desajustes importantes. No obstante, luego del período recesivo del 2009, nuestras economías todavía cuentan con holguras, y no podemos descartar que en un futuro cercano se vean tensionadas. Por ello es prudente ir pensando en las respuestas de políticas adecuadas. En esas circunstancias, la primera línea de defensa deberá ser una gestión monetaria y fiscal activa, en un contexto de flexibilidad cambiaria y estabilidad de las perspectivas de inflación. Esta combinación dio importantes dividendos para mantener la estabilidad macroeconómica y financiera en el 2008 y 2009, y tiene los elementos necesarios para también poder enfrentar exitosamente un eventual período de fuertes entradas de capitales y presiones cambiarias apreciativas.

Medidas adicionales, como la intervención cambiaria o el uso de controles a los flujos de capital, no se pueden descartar a priori, y dependerán de las circunstancias y características de cada economía. Sin embargo, en su implementación es central que ellas mismas no se transformen en causantes de un desequilibrio macroeconómico, al incentivar entradas masivas de capitales. De hecho, muchas veces las distorsiones no provienen de un apetito desmedido de los extranjeros por activos locales, sino que de las distorsiones que resultan de la aplicación de políticas incoherentes.

Por un lado, las medidas de excepción no pueden ser utilizadas como un sustituto de, por ejemplo, una política fiscal más austera o un robustecimiento de la regulación prudencial y la supervisión bancaria y no bancaria. Por otro lado, intentar mantener un tipo de cambio artificialmente depreciado, especialmente en contextos de creciente integración financiera, solo sirve para fomentar la especulación y los flujos de capital, puesto que se incrementan las expectativas de apreciación. Cualquier medida excepcional debiese ser utilizada solo en casos extremos y por períodos de tiempo limitados, una vez que razonablemente el resto de los instrumentos han sido utilizados hasta su límite.

Referencias

Borensztein, E., O. Jeanne y D. Sandri, (2009), “Macro-Hedging for Commodity Exporters,” CEPR Discussion Paper 7513.

Caballero, R.J., (2009), “Sudden Financial Arrest”, Mundell-Fleming Lecture prepared for the IMF 10th Jacques Polack Annual Research Conference.

Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart, (1993), “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, Vol. 40, pp. 108-151.

Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart, (1994), “Capital Inflows to Latin America: The 1970s and the 1990s”, en E. Bacha (ed.), *Economics in a Changing World*, Proceedings of the Tenth World Congress of the International economic Association, Vol. 4, London: McMillan.

Cowan, K. y J. De Gregorio, (2007), “International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile”, en S. Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, NBER y The University of Chicago Press.

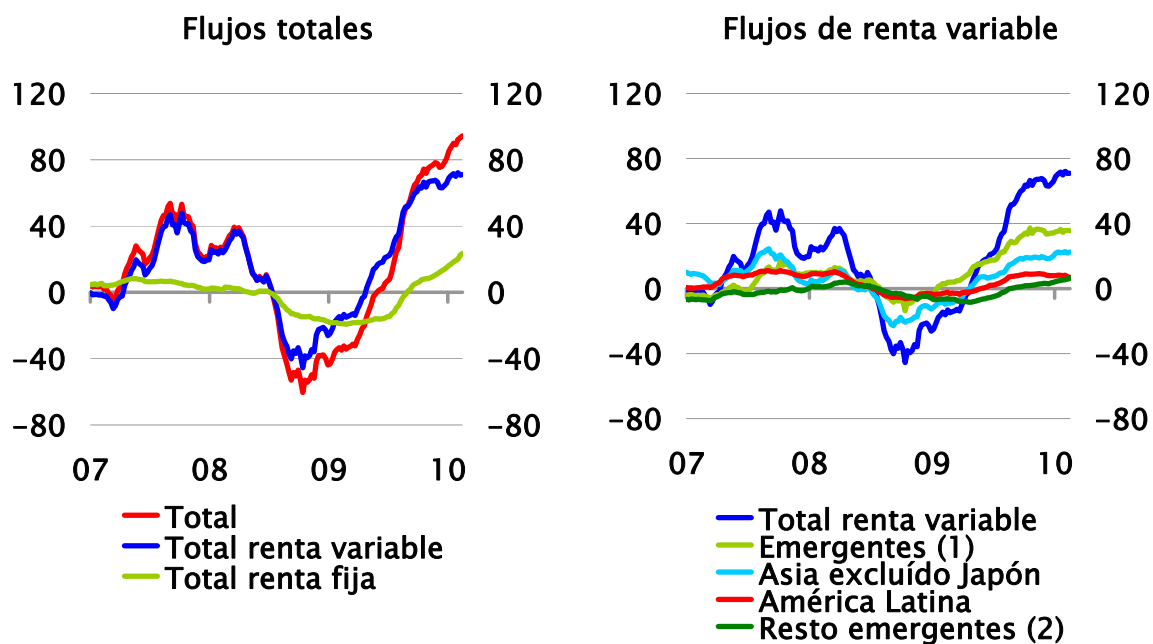
De Gregorio, J. y A. Tokman, (2005), “El Miedo a Flotar y la Política Cambiaria en Chile”, *Economía Chilena*, Vol. 8, N° 3, pp. 29-54.

Kamil, H. y B. Sutton, (2008), “Corporate Vulnerability: Have Firms Reduced Their Exposure to Currency Risk”, IMF, *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere*, cap. 5, Octubre.

Gráfico 1

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes

(miles de millones de dólares, acumulado en doce meses móviles, datos semanales)



(1) Corresponde a Global Emerging Market (GEM).

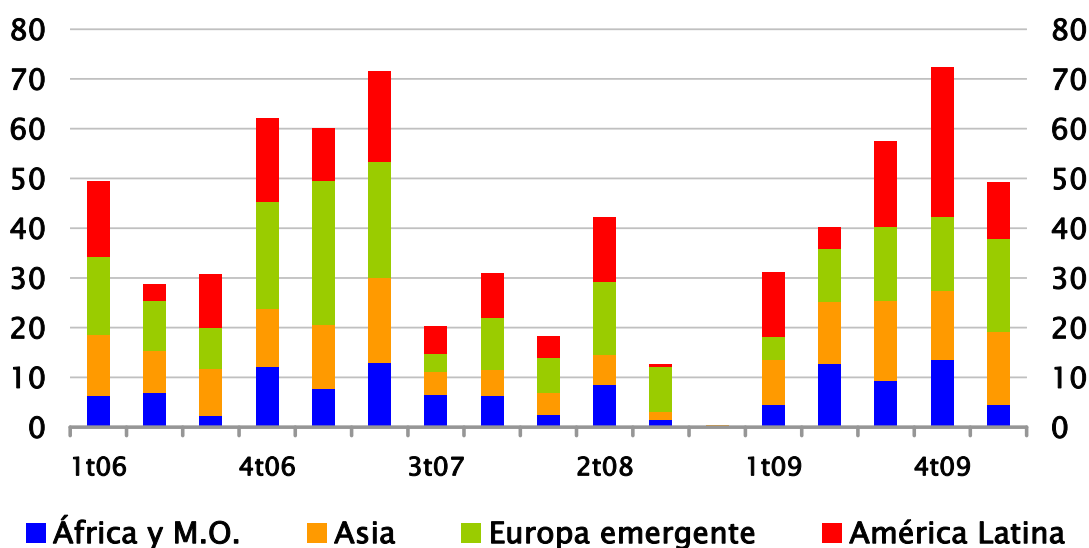
(2) Corresponde a Medio Oriente, Europa emergente y África.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfico 2

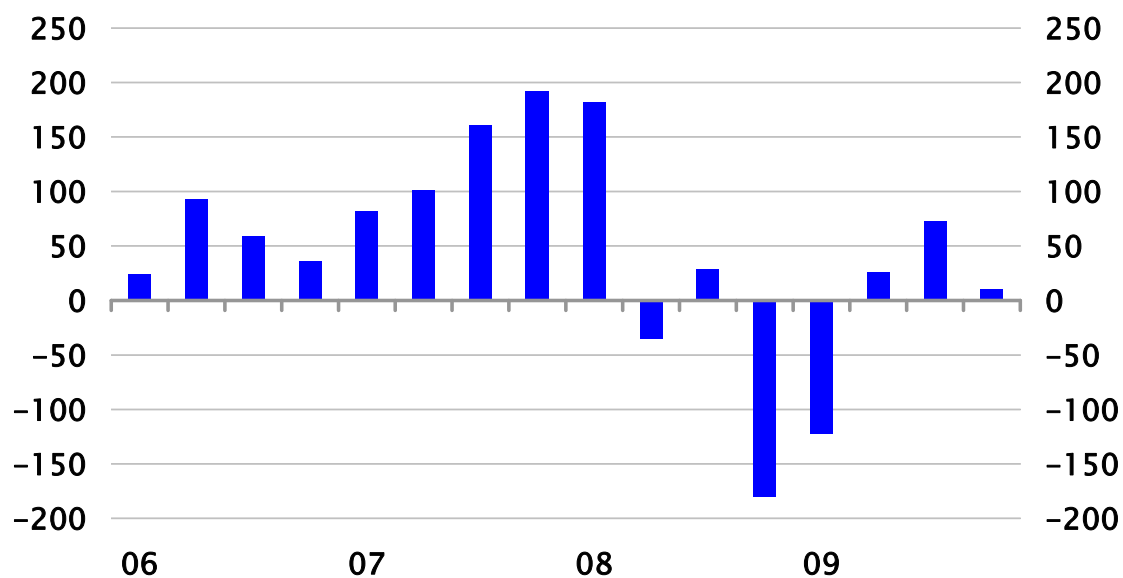
Emisiones en economías emergentes

(miles de millones de dólares)



Fuente: JP Morgan.

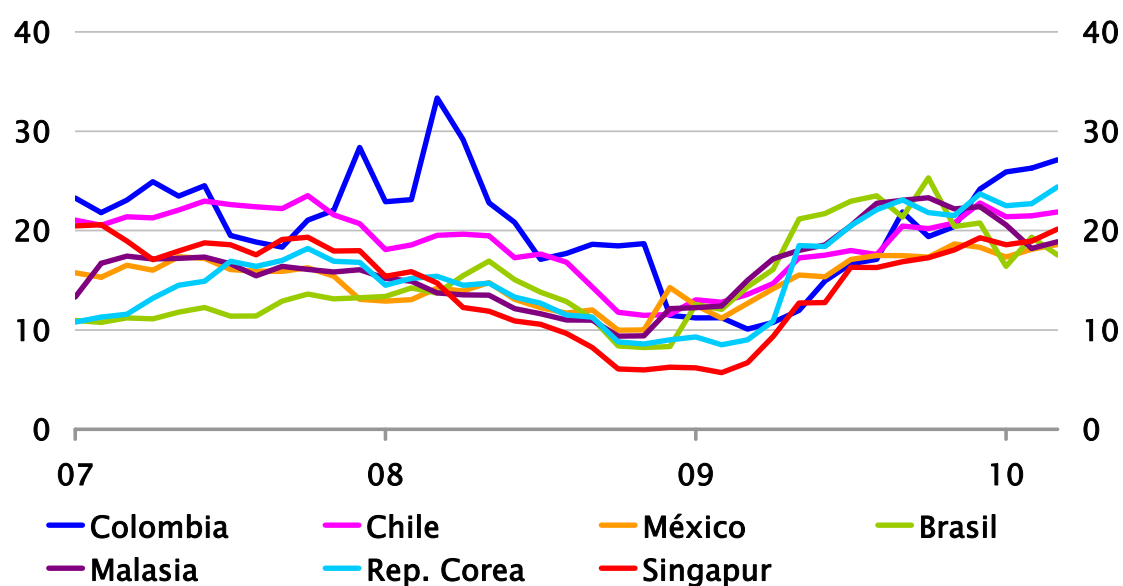
Gráfico 3
Influjos de depósitos bancarios (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Cambio en la posición pasiva externa de los bancos reportantes de países emergentes. Incluye Brasil, Chile, México, Panamá, Taipei (prov. China), Hong Kong, India, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Sudáfrica, Turquía.

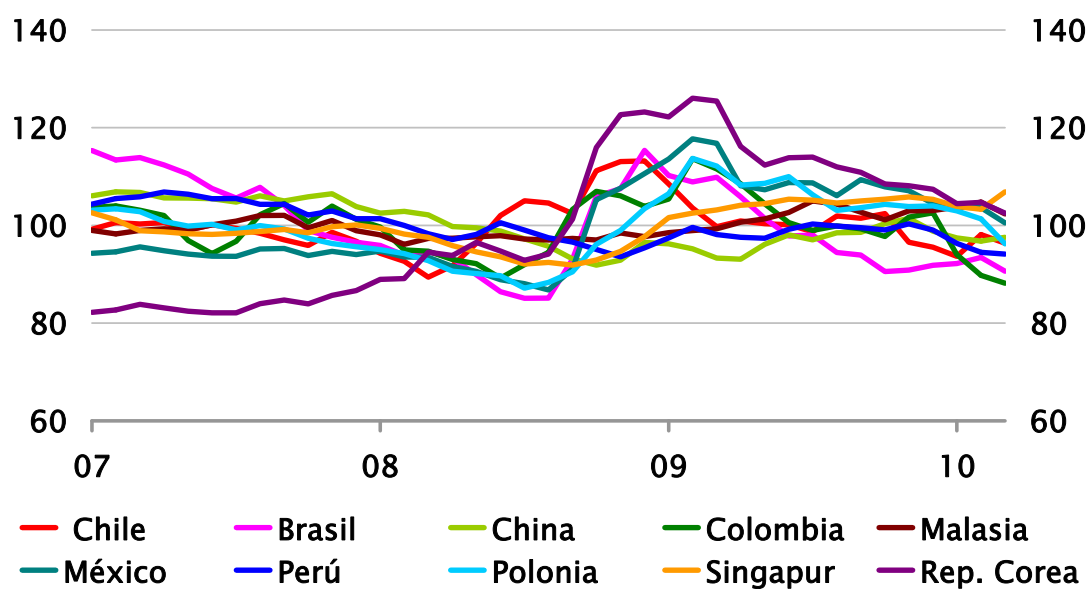
Fuente: BIS.

Gráfico 4
Relación precio-utilidad en economías emergentes
(porcentaje)



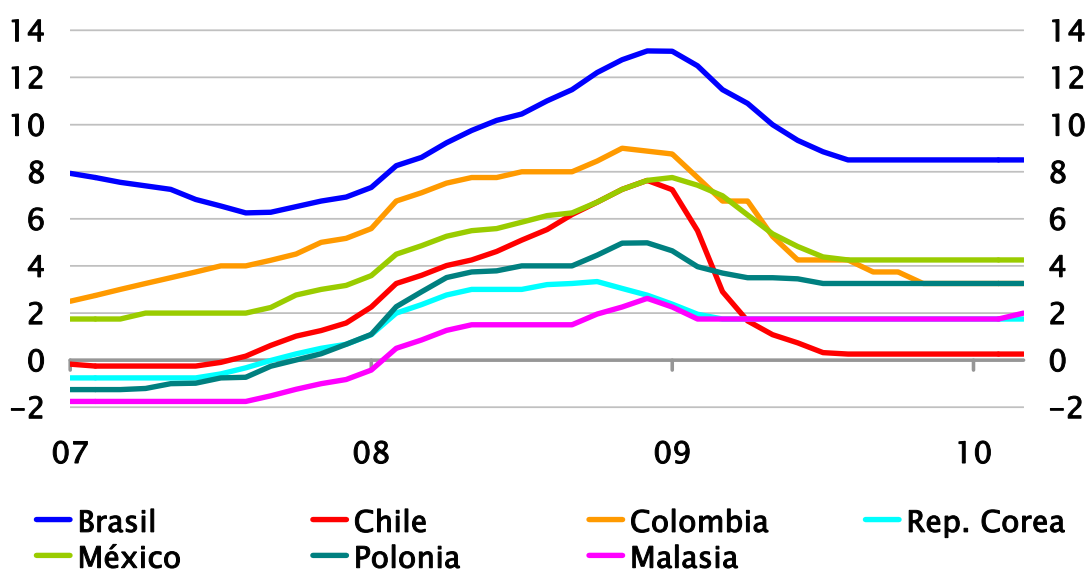
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5
Tipo de cambio real en economías emergentes
 (índices promedio 2007-2010=100)



Fuente: Bloomberg.

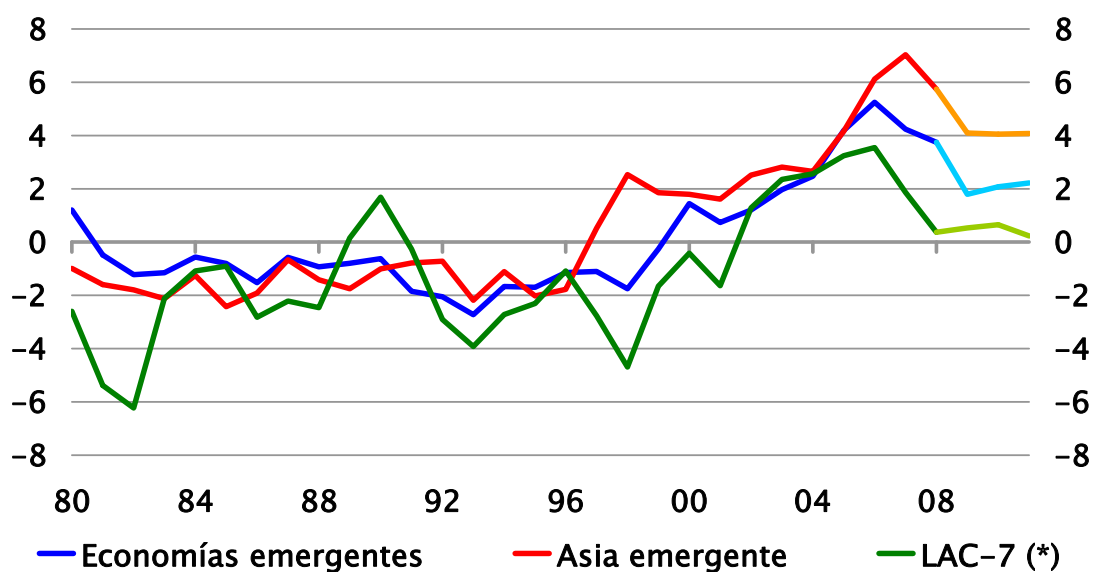
Gráfico 6
Diferenciales de tasas (*)
 (porcentaje)



(*) Corresponde a la diferencia entre la tasa de referencia de cada economía y la Fed Fund de Estados Unidos.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

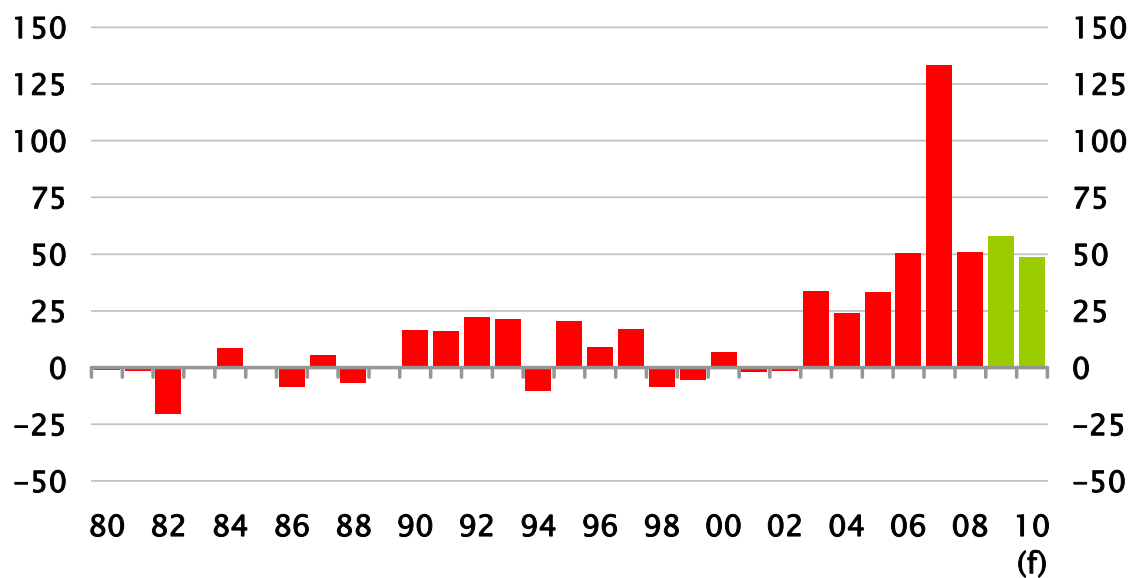
Gráfico 7
Saldo en Cuenta Corriente
 (porcentaje del PIB)



(*) Corresponde al promedio simple para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuente: WEO, abril 2010. 2009-2011 estimado y proyectado.

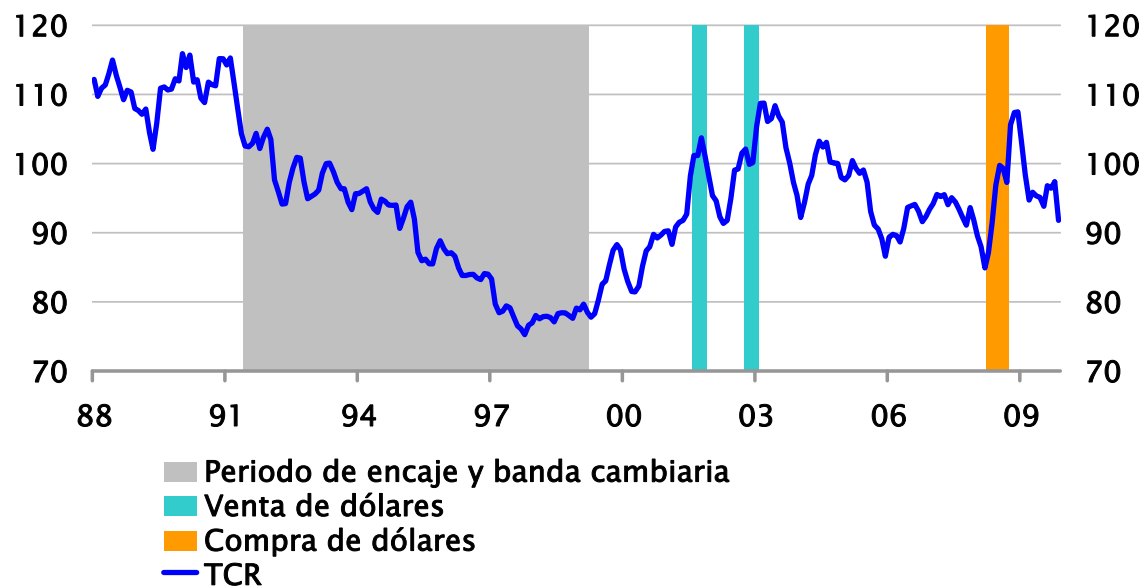
Gráfico 8
América Latina: cambio en las reservas internacionales
 (miles de millones de dólares)



(f) Proyección.

Fuente: WEO abril 2010, IMF.

Gráfico 9
Tipo de cambio real
 (índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.