



RECUADRO:

Conferencia Anual del Banco Central de Chile

La XXIV Conferencia Anual del Banco Central de Chile se llevó a cabo el 22 y 23 de noviembre de forma virtual y tuvo como eje principal la credibilidad de mercados emergentes, las percepciones de riesgo de inversionistas extranjeros y los flujos de capitales. La conferencia fue preparada durante los últimos dos años en colaboración con la destacada economista Sebnem Kalemli-Özcan, de la Universidad de Maryland. Se contó con la participación de destacados expertos internacionales en estos temas, quienes presentaron una serie de trabajos de investigación preparados para el evento. Además, tuvo la participación de Maurice Obstfeld y Carmen Reinhart como presentadores plenarios. Cada artículo fue discutido por un especialista y será publicado en un próximo libro de la serie Banca Central^{1/}. El discurso inicial, a cargo del Presidente del Banco Central, Mario Marcel, discutió la evolución reciente de los flujos de capitales hacia y desde economías emergentes, con especial foco en el caso chileno.

Trabajos de investigación presentados

El tema central de la Conferencia es de especial relevancia para economías latinoamericanas que en meses recientes han experimentado depreciaciones cambiarias, salidas de capitales, caídas de las bolsas locales y aumentos de la percepción de riesgo. Fenómenos como estos se analizaron en el trabajo de Bajraj *et al.* (2021), quienes mostraron que el ciclo financiero global y los precios internacionales, como los de las materias primas, son los determinantes primordiales de los flujos de capitales, los que a su vez repercuten sobre el ciclo económico de las economías emergentes. Relacionado con esto, Fernández *et al.* (2021) dieron cuenta de que *shocks* transitorios de precios de materias primas y cambios de la tasa de interés internacional explican alrededor del 50% de la varianza en el crecimiento de economías pequeñas y abiertas.

Si bien una parte importante de los movimientos de los flujos de capitales hacia economías emergentes es explicada por factores globales ajenos al control de estas economías, sus características estructurales siguen teniendo un rol preponderante. De hecho, el desarrollo del mercado de capitales, la fortaleza y credibilidad de la que gozan sus instituciones y el instrumental de políticas (monetaria, fiscal y macro-prudencial) disponible permiten atenuar el ciclo económico ante los embates de *shocks* locales e internacionales^{2/}. El esquema de metas de inflación con flotación cambiaria adoptado por el Banco Central de Chile, en combinación con una regla

^{1/} Las presentaciones de los panelistas están disponibles [en el sitio web del Banco](#).

^{2/} Fonseca y Papaioannou (2021) investigan en detalle las estructuras de propiedad corporativa en una muestra amplia de países, un tema relevante para entender cómo la globalización ha llevado a una internacionalización de la propiedad de las empresas con el consecuente efecto en la transmisión de *shocks* entre distintas economías. Encuentran que hay una amplia heterogeneidad entre países, la que se relaciona con características como el sistema impositivo y legal, su tamaño y el nivel de corrupción.



fiscal y un mercado de capitales profundo permitieron al país conducir una política monetaria independiente, manteniendo las expectativas de inflación ancladas en la meta de 3%, al mismo tiempo que posibilitaron la adopción de una política fiscal expansiva cuando la coyuntura económica lo requirió, como fue el caso de la crisis financiera global y la del Covid-19. El trabajo de Kalemli-Özcan (2021) muestra que, aun cuando en economías emergentes la efectividad de la política monetaria está fuertemente atada a la percepción de riesgo de los inversionistas e influenciada por la política monetaria de EE.UU., en Chile esto ha sido menos prevalente. Esto ha evitado tener que usar herramientas de política como los controles de capitales, que pueden ser muy efectivos en economías con mercados de capitales poco desarrollados, pero que son menos necesarios cuando éstos son profundos^{3/}.

Desde finales del 2019, sin embargo, la configuración política, social e institucional del país ha cambiado. El escenario de tensión social y política, sumado a la alta incertidumbre derivada de la pandemia del Covid-19, han dado lugar a conductas dispares de inversionistas residentes, no residentes e institucionales. Para algunos segmentos de empresas ha sido más difícil acceder a mercados de capitales internacionales, lo que se refleja en la disminución de las entradas de capitales y el incremento en las primas de riesgo exigidas por inversionistas externos^{4/}. Políticas como los créditos FOGAPE, apoyados por la FCIC, han mitigado estos efectos, abaratando el crédito local y aumentando su volumen, particularmente a empresas pequeñas y medianas. El trabajo de Acosta-Henao *et al.* (2021) muestra cómo la complementariedad entre estas políticas afectó también a empresas de mayor tamaño, incentivando la sustitución de deuda externa por local, y permitiendo amortiguar los efectos reales derivados de la menor entrada de capitales al comienzo de la pandemia.

A la luz del deterioro de la percepción de riesgo de los inversionistas, con el consecuente aumento de la volatilidad del tipo de cambio y la menor entrada de flujos de capitales, es necesario mejorar la capacidad de predicción de los movimientos de capitales con el objetivo de diseñar mecanismos de mitigación de posibles cambios súbitos de los flujos (*sudden stops*). Igualmente importante es diseñar instrumentos que faciliten el financiamiento de las empresas y el gobierno en un ambiente de altas tasas de interés. Lo primero fue el motivo del trabajo de Burger *et al.* (2021), quienes propusieron una medida de “nivel natural de flujos de capitales” con alto poder predictivo y que podría sumarse a las herramientas de proyección de esta variable actualmente disponibles. Lo segundo fue explorado por el trabajo de Aguiar *et al.* (2021), que plantea que los bonos del gobierno de largo plazo con tasa de interés variable son instrumentos que permiten combinar las menores tasas de los bonos de corto plazo con el mayor aseguramiento que proveen los instrumentos de largo plazo. Si bien este tipo de instrumento es muy poco utilizado actualmente, puede volverse relevante debido a que los altos niveles de endeudamiento de los países emergentes requerirán repensar las formas de financiamiento del Fisco.

^{3/} Los trabajos de Gourinchas (2021) y de Basu *et al.* (2021) exploran la optimalidad de los controles de capitales con mercados financieros más débiles.

^{4/} Tal como se describe en el [Informe de Estabilidad Financiera](#) del segundo semestre de 2021, esto se ha visto acompañado por salidas de capitales por parte de residentes, principalmente empresas y hogares.



Presentaciones plenarias y mensajes generales

Tanto Maurice Obstfeld como Carmen Reinhart, en sus presentaciones plenarias, enfatizaron los riesgos futuros que podrían impactar a la economía global. Obstfeld se refirió a la vulnerabilidad de las economías emergentes ante la respuesta que tengan los bancos centrales de países desarrollados a las presiones inflacionarias. Esto podría finalizar la actual etapa expansiva del ciclo financiero global, y generar reversiones fuertes de los flujos de capitales, ubicando a las economías emergentes en una situación precaria. Reinhart ubica la situación actual en un contexto más amplio, argumentando que a contar del 2015 se ha observado una reversión de las tendencias benignas de convergencia entre países ricos y pobres y de menores crisis en emergentes. Dicha reversión estaría caracterizada principalmente por caídas de los precios de las materias primas y se habría acelerado con la crisis sanitaria reciente.

La situación global actual hace que los países emergentes sean especialmente vulnerables a *shocks*, más aún dado que éstos han experimentado un deterioro reciente en su situación fiscal y presiones inflacionarias. Por esto es de especial relevancia que existan mercados financieros sólidos; un marco de política monetaria y macroprudencial con metas de inflación, tipo de cambio flexible y, en algunos casos controles de capitales para países con bajo desarrollo financiero^{5/}; y política fiscal con disciplina y restructuración de deuda soberana si se encuentra en niveles peligrosamente altos. Estas herramientas deberían posibilitar una respuesta rápida y efectiva ante eventuales *shocks*. En el caso de la política monetaria, además, resulta crucial que los bancos centrales de países emergentes actúen con prontitud de manera de mantener la credibilidad en sus metas inflacionarias.

De manera más general, reconstruir las fortalezas de muchos países emergentes pasa por restablecer las holguras que permitieron afrontar la última crisis. Para ello se deben establecer reglas fiscales que sean consecuentes con trayectorias sostenibles de deuda, fortalecer los mercados de capitales, y recuperar la confianza en las instituciones locales, otorgando credibilidad y previsibilidad en las políticas implementadas. Para ello es clave que dichas instituciones sepan transmitir de manera clara y para un público amplio, el alcance de sus funciones, sus decisiones y los motivos que las fundamentan, así como los mecanismos de controles y contrapesos^{6/}.

^{5/} La implementación de controles de capitales debe seguir a un análisis de costos y beneficios. Entre los costos, se cuenta la posible pérdida de confianza de inversionistas extranjeros a reinvertir en el país.

^{6/} Este fue uno de los puntos discutidos por el economista Charles Engel al trabajo de Itskhoki y Mukhin (2021), quienes estudian cuál es la combinación óptima de política monetaria e intervención cambiaria para economías emergentes.