

C onferencia internacional

sobre tipos de cambio,
política monetaria y

FRICCIONES FINANCIERAS

PAUL CASTILLO*

El autor comenta las principales conclusiones de la conferencia internacional realizada en agosto de 2019 en Cuzco por el BCRP, el Banco de Canadá, la FED de Atlanta y la Universidad de Northwestern.



* Gerente de Política Monetaria del BCRP
paul.castillo@bcrp.gob.pe

El 19 y 20 de agosto últimos, el BCRP, junto con el Banco de Canadá, la FED de Atlanta y la Universidad de Northwestern, realizó, en la ciudad de Cuzco, un seminario internacional para discutir los desarrollos teóricos recientes sobre la determinación del tipo de cambio en economías emergentes, así como la experiencia práctica de los bancos centrales de la región en el uso de la intervención cambiaria. La conferencia reunió a renombrados académicos de las mejores universidades del mundo y a funcionarios de bancos centrales de la región. En este artículo se resumen las principales conclusiones del evento

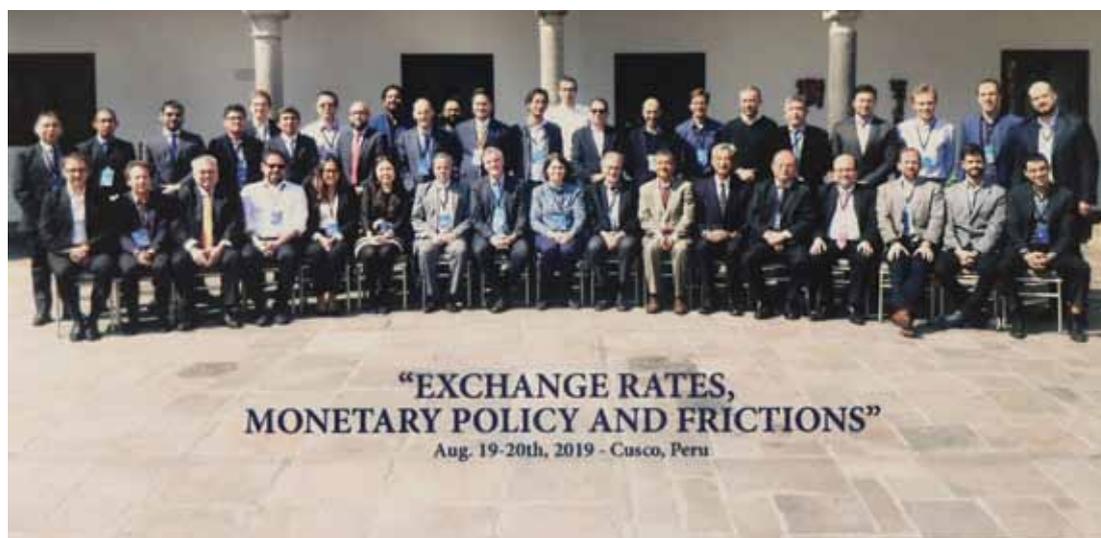
Entre los académicos que participaron en la conferencia, cabe mencionar a Martin Eichenbaum, Sergio Rebelo y Lawrence Christiano, de la Universidad de Northwestern; David Altig y Tao Zha, de la FED de Atlanta; Helene Rey, de la London Business School (LBS); Michael Devereux, de la Vancouver School of Economics; Dmitry Mishkin, de la Universidad de Yale; Oleg Itshokhi, de la Universidad de Princeton; Adrien Auclert, de la Universidad de Stanford; Pierre-Olivier Gourinchas, de la Universidad de California, Berkeley; Anmol Bhandari, de la Universidad de Minnesota; Saki Bigio, de la Universidad de California en Los Ángeles-UCLA; Matteo Maggiori, de la Universidad de Harvard; y Javier Cravino, de la Universidad de Michigan. Asimismo, asistieron funcionarios del Banco de Canadá, el Banco de la República de Colombia, el Banco Central de Costa Rica, el Banco Internacional de Pagos (BIS) y el BCRP.

La conferencia se dividió en 5 sesiones en las que se discutieron diversos temas; destacaron aquellos referidos a los efectos del ciclo financiero global y la volatilidad de los flujos de capitales

en las condiciones crediticias de las economías emergentes, la efectividad de los instrumentos no convencionales de política monetaria y el rol de la intervención cambiaria.

David Altig, quien dio la primera ponencia magistral, discutió sobre el rol que cumplen los instrumentos no convencionales de política monetaria en las economías desarrolladas, en particular cuando se alcanza el límite inferior de tasas de interés. En este contexto, instrumentos como la flexibilización cuantitativa, el *forward guidance* o guía futura, y las tasas de interés negativas pueden ayudar a flexibilizar aún más las condiciones monetarias y crediticias, favoreciendo la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, su impacto preciso es todavía materia de discusión, por lo que en la actualidad la FED viene evaluando todas las opciones disponibles para incrementar la efectividad de su política monetaria, entre ellas, posibles cambios en su propio esquema de política monetaria, como la posibilidad de que se establezcan metas de crecimiento del PBI nominal o de nivel de precios para la política monetaria.

Por su parte, Hélène Rey, la panelista principal del segundo día de la conferencia, discutió el rol de la política monetaria en la determinación del ciclo financiero global y en la evolución del riesgo sistémico en el sistema financiero; concluyó que la política monetaria de los EE. UU. es un factor determinante del ciclo crediticio global, del apalancamiento de la banca global y de los flujos de capitales hacia las economías emergentes¹. En este contexto, resulta aconsejable que estas economías respondan frente al ciclo financiero global, activando instrumentos no convencionales como la intervención cambiaria esterilizada o los controles de capitales.



¹ Ver US Monetary Policy and the Global Financial Cycle (2019).

Si bien es cierto, la teoría clásica sobre intervención cambiaria, que asume perfecta movilidad de capitales, concluye que esta no es efectiva. La literatura más reciente, que reconoce el rol de las fricciones en el mercado del crédito, encuentra el resultado opuesto. El trabajo de Montoro y Ortiz, junto con el de Maggiori, muestra que cuando existen movilidad imperfecta de capitales, y los intermediarios en el mercado cambiario tienen capacidad limitada para tomar riesgos, la intervención cambiaria esterilizada es efectiva para limitar la volatilidad del tipo de cambio y, a través de esta variable, influenciar en la oferta de créditos del sistema financiero.

Varias otras presentaciones complementaron esta conclusión con trabajos en los que la paridad de tasas de interés no se cumplía, resultado que permitía explicar algunas regularidades empíricas. Por ejemplo, Oleg Itshokhi mostró que la paradoja de Mussa, que muestra una alta correlación entre las variaciones del tipo de cambio nominal y del tipo de cambio real, no refleja necesariamente la existencia de rigideces nominales, sino la transmisión de la política monetaria a través del premio por riesgo en mercados financieros segmentados.

Por su parte, Tao Zha mostró cómo es posible combinar microdatos con datos macroeconómicos para identificar los efectos sobre distintos sectores económicos de la política monetaria en China, y con ello demostró que los efectos de la política monetaria sobre las empresas privadas, luego de la crisis financiera global, fueron comparables con aquellos observados en las empresas estatales en China, también después de dicha crisis.

En el panel de discusión se compartieron las experiencias de intervención cambiaria en Perú, Costa Rica y Colombia. Adicionalmente, Enrique Arberola, del BIS, destacó el uso de la intervención cambiaria como un instrumento no convencional, el que ha sido empleado no solo como instrumento macroprudencial para limitar los efectos de los flujos de capitales en las condiciones crediticias domésticas, sino también como mecanismo para acumular preventivamente reservas internacionales. Enrique Arberola destacó que la intervención cambiaria esterilizada era un caso que mostraba cómo la práctica puede anteceder al desarrollo de la teoría. Ello debido a que los bancos centrales de las economías emergentes han utilizado la intervención cambiaria activamente desde fines de los años 90, mientras que la academia se mantuvo crítica de esta práctica hasta no hace mucho tiempo.

Las experiencias en la región han sido mixtas. Por un lado, Colombia resaltó que se habían utilizado distintas estrategias de intervención cambiaria y que su efectividad había sido de corto plazo, mientras que en los casos de Costa Rica y Perú se destacaron que las intervenciones sí fueron efectivas en reducir la volatilidad del tipo de cambio,



HÉLÈNE REY (LBS), PANELISTA PRINCIPAL

que en un contexto de dolarización financiera potencialmente habrían contribuido a una mayor estabilidad en el sistema financiero.

La conferencia coincide con un cambio fundamental en la visión institucional de la intervención cambiaria tanto en la academia como entre los organismos institucionales más importantes de la economía mundial. Así, el BIS, en su último reporte trimestral, ha dedicado un capítulo completo a discutir la relevancia de la intervención cambiaria en las economías emergentes como instrumento macroprudencial que permite no solo limitar la volatilidad del tipo de cambio, sino también acumular preventivamente reservas internacionales. En este mismo sentido, Hyun Shin, economista jefe del BIS, ha publicado recientemente un artículo en el que utilizando microdatos de Colombia, para el mercado cambiario interbancario, encuentra que las compras de moneda extranjera ayudaron a reducir la expansión del crédito en dicho país, por lo que actúan en la práctica como un instrumento macroprudencial efectivo.

Al mismo tiempo, el Fondo Monetario Internacional ha destacado la necesidad de formalizar el funcionamiento de un marco integrado de política monetaria, que tome en cuenta no solo las metas de inflación que típicamente caracterizan los objetivos de los bancos centrales en economías emergentes, sino también la necesidad de limitar los efectos de flujos de capitales en el sistema financiero local. Para este último objetivo, el Fondo Monetario Internacional destaca la posibilidad de utilizar la intervención cambiaria con instrumento adicional de política monetaria.

Conferencias como la realizada en Cuzco, que abren diálogos entre los bancos centrales y las universidades dedicadas a producir investigación en el campo monetario, son de suma importancia porque no solo contribuyen a una discusión profunda sobre los efectos de la política monetaria en economías emergentes, sino porque también incrementan los lazos de colaboración entre estas instituciones.