



LECCIONES DE LAS CRISIS SOBRE POLÍTICA MONETARIA

**Universidad Sergio Arboleda
(Programa MBA)**

Bogotá, Marzo 3 de 2010

**Carlos Gustavo Cano
Codirector del Banco de la República**

**Opiniones personales que no necesariamente reflejan los puntos
de vista de otros miembros de la Junta Directiva del Banco**



- I. Sobre la etiología de las crisis
- II. Sobre la inflación
- III. Sobre la regulación y la supervisión
- IV. Sobre la política cambiaria
- V. Sobre los controles de capital

Algunas Referencias



I. SOBRE LA ETIOLOGÍA DE LAS CRISIS



El origen (Kindleberguer 2005, Minsky 2008)

- La principal causa de las crisis ha sido la excesiva exposición al riesgo financiero, en particular durante los 'buenos tiempos'. Exposición que en los últimos 20 años se ha exacerbado por las 'revoluciones financieras'.
- Estas han provocado las más grandes burbujas y manías en los mercados inmobiliario y de valores. El término 'manías' sugiere pérdida de contacto con la racionalidad, similar a 'histeria masiva'.



El ciclo de las crisis (Minsky 1992, 2008)

- En el auge, la gente se sobreendeuda para invertir. Cuanto más duren el *boom* y la euforia, los prestamistas asumen más riesgos, hasta que los ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas.
- Y los acreedores tienden entonces a exigir el pago inmediato de créditos, lo cual obliga a los deudores a desprenderse precipitadamente de sus activos especulativos, provocando por tanto la caída abrupta de sus precios.



Las burbujas del mercado de la vivienda en EU

US house prices

% change on previous year

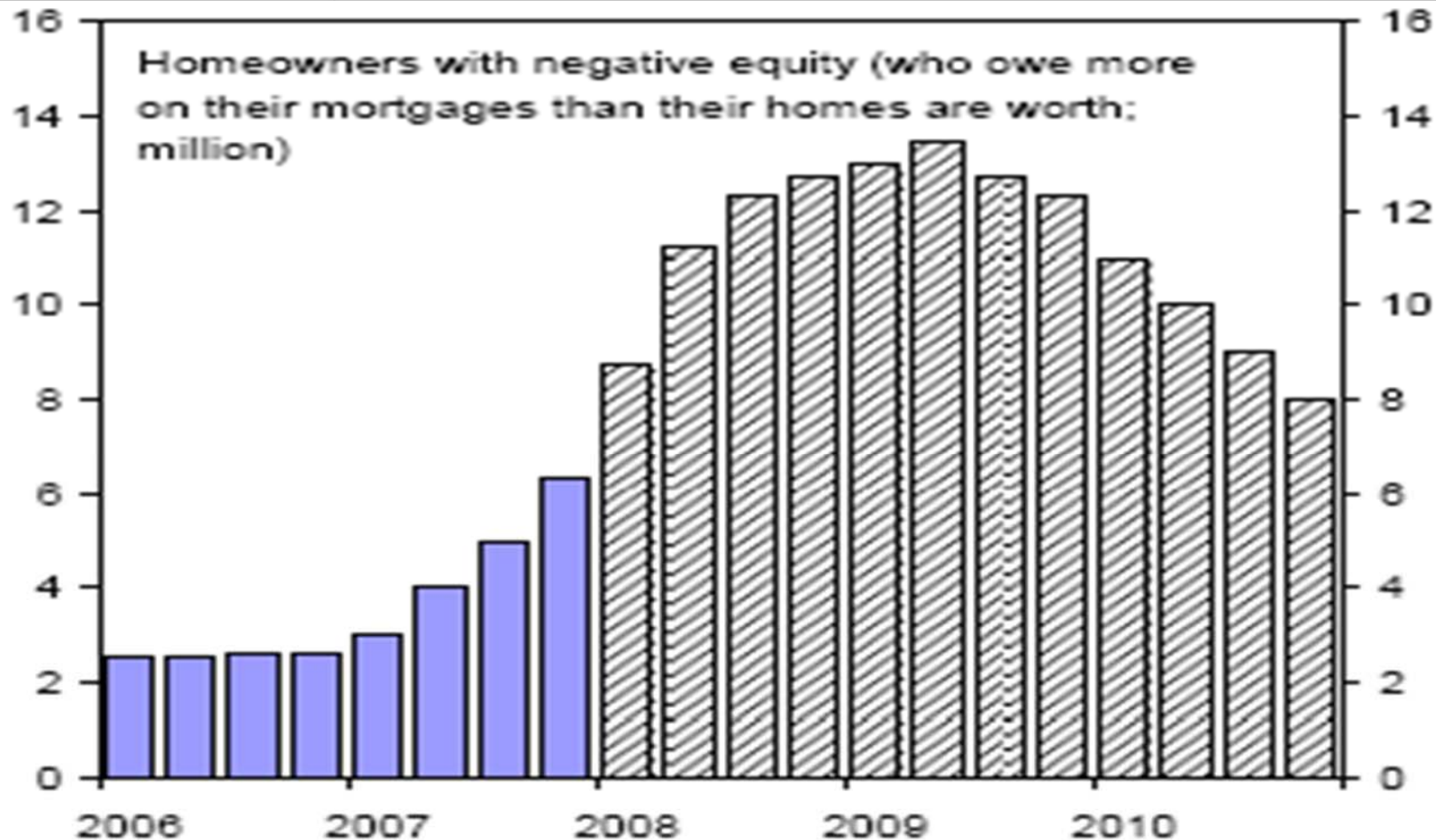


Sources: Robert Shiller; Standard & Poor's

*Q1



De un total de 57 millones de deudores hipotecarios, 8 millones tenían en 2008 el valor de su vivienda por debajo de su deuda, cifra que aumentó a 13 millones en 2009

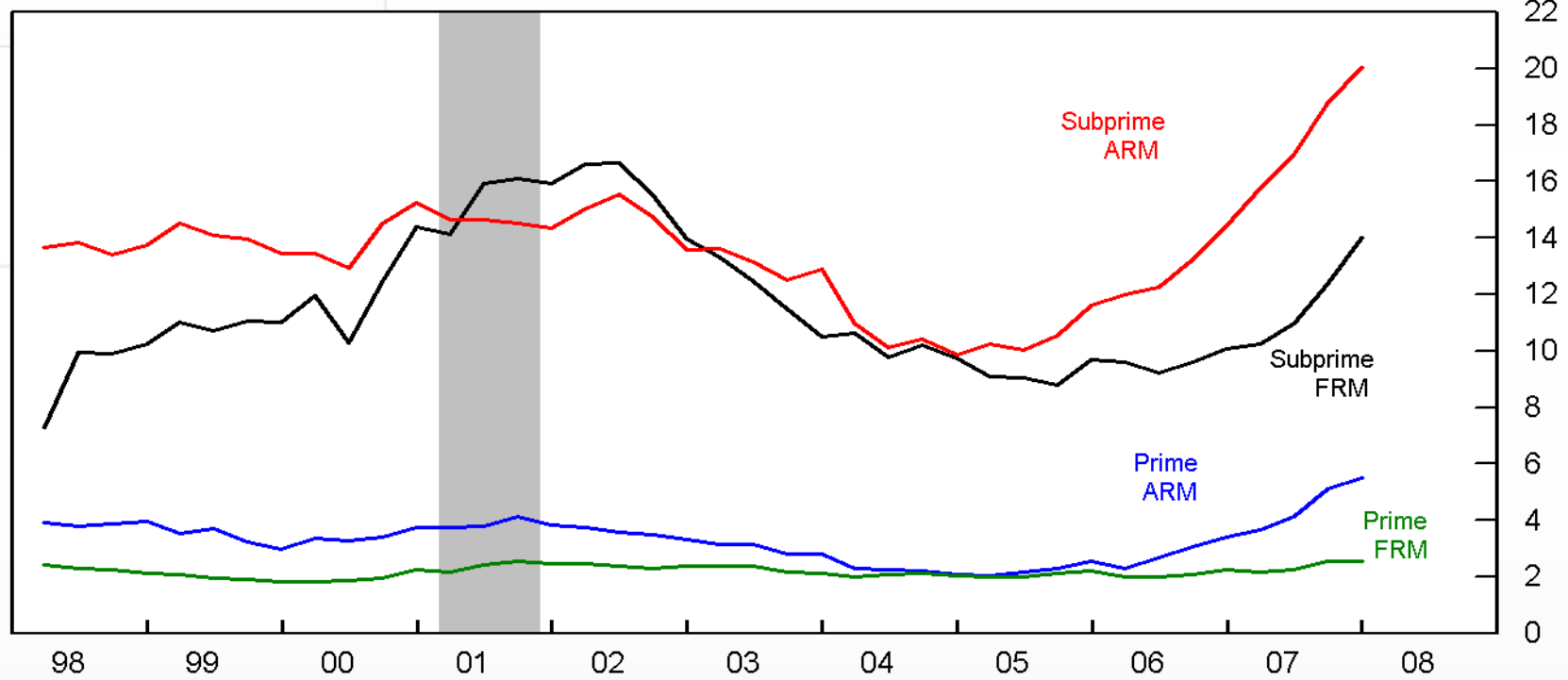


El disparo de los incumplimientos de las hipotecas *subprime* en EU. En 12 años el endeudamiento de los hogares pasó de 80% a 140% del ingreso disponible

Mortgage Delinquency Rates

Reported quarterly; fraction of outstanding loans

Percent

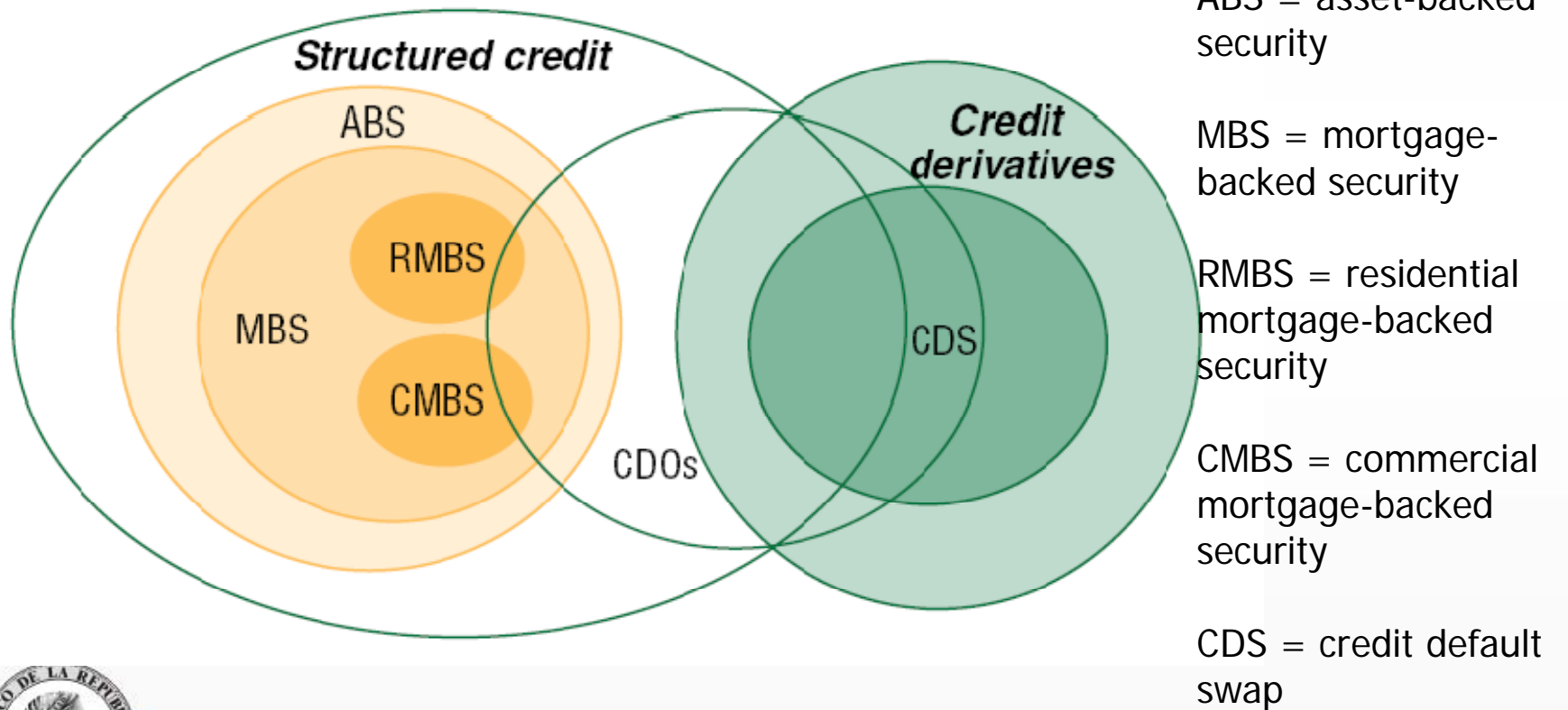


Delinquent mortgages are 30 days or more past due but not in foreclosure.

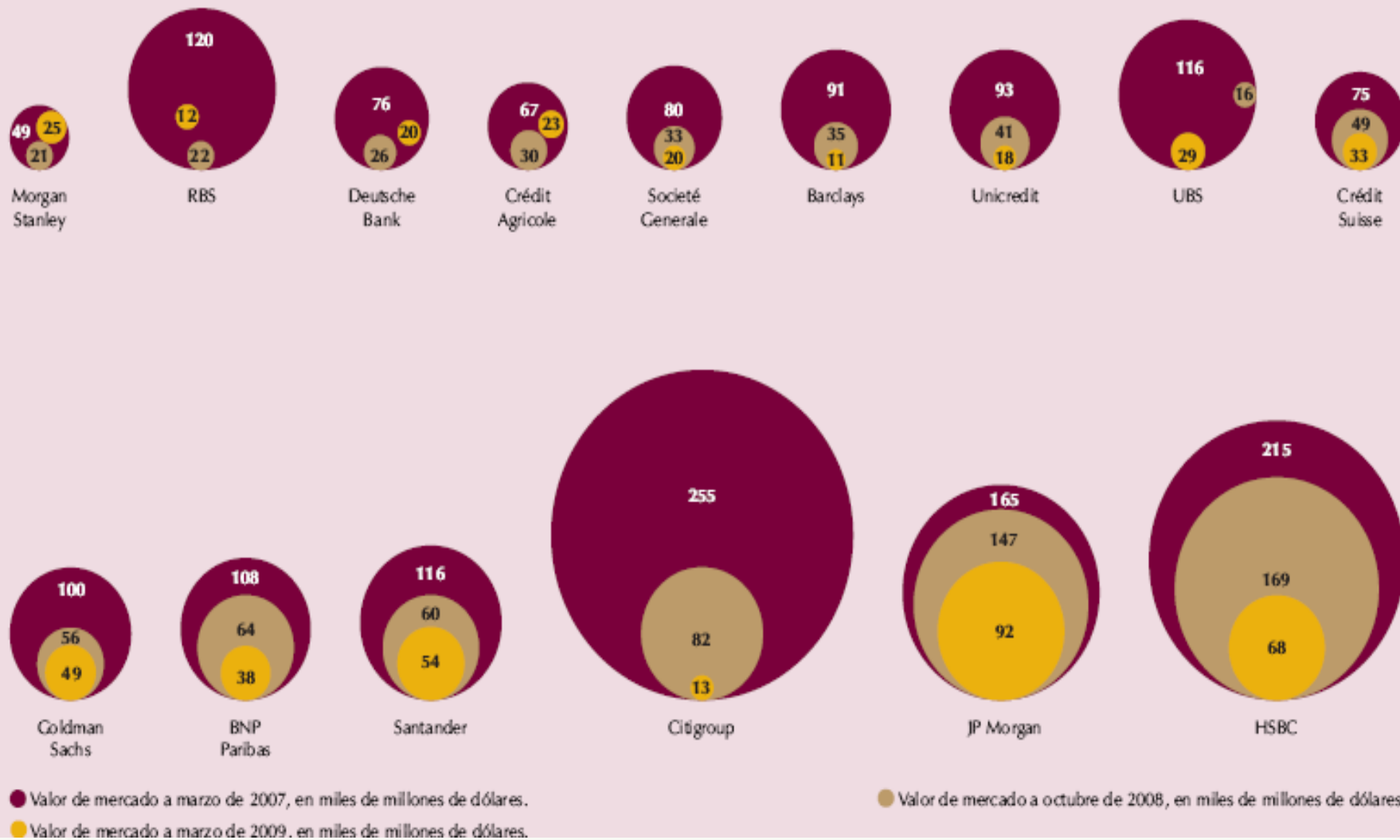


Los 'duendes': modalidades opacas de crédito estructurado que, sin regulación ni supervisión (pero 'bien calificadas'), desataron la crisis. USD 600 trillones (en inglés), 10 veces el PIB mundial

Universo de Activos Titularizados



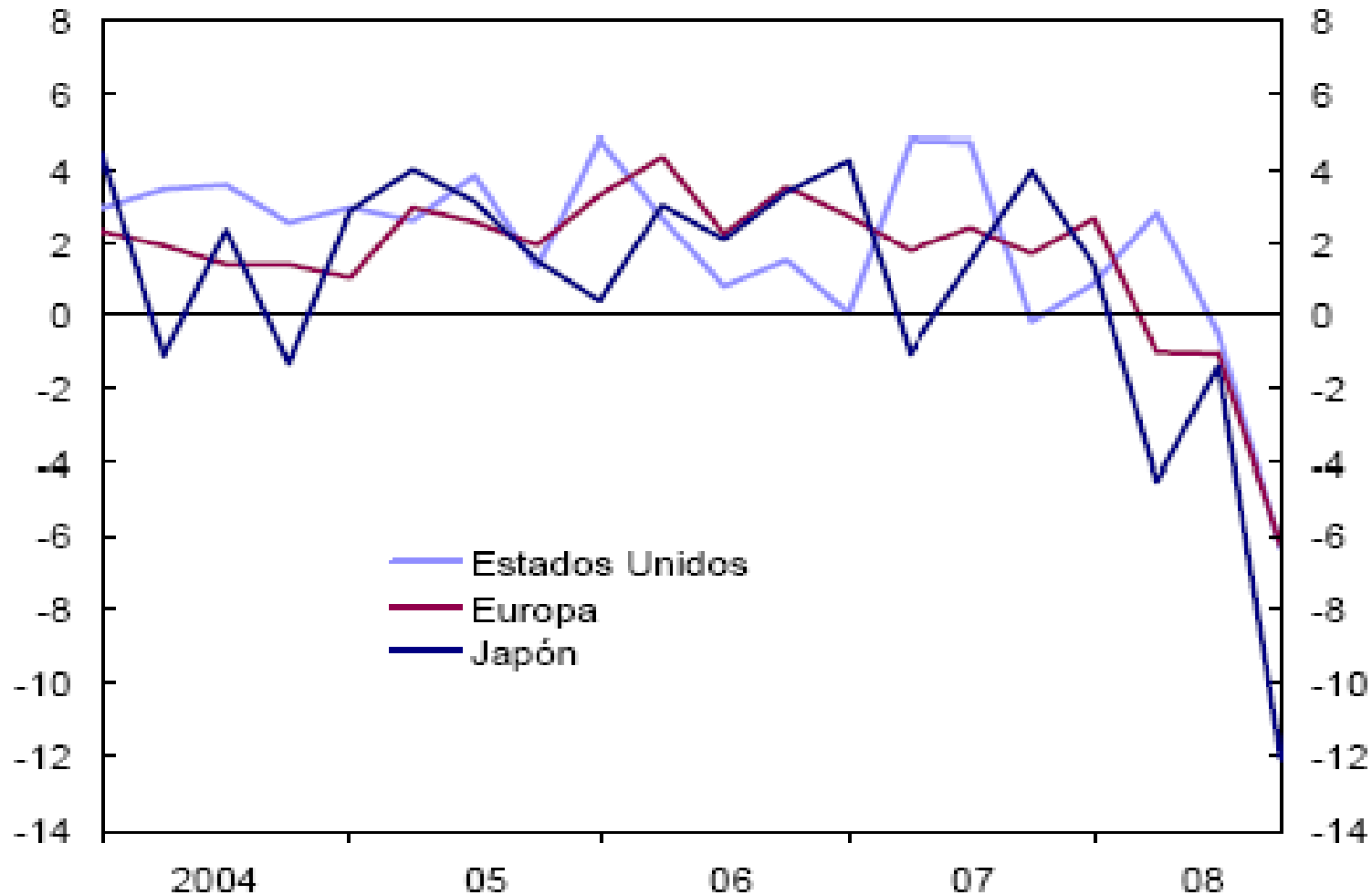
Las pérdidas de valor de algunos bancos de Marzo/07 a Oct/08 y a Marzo/09. Según N. Roubini alcanzaron USD 3,8 trillones (en inglés)



Fuente: Banco de la República

La crisis financiera contagió al sector real del mundo rico: el crecimiento de su PIB se derrumbó

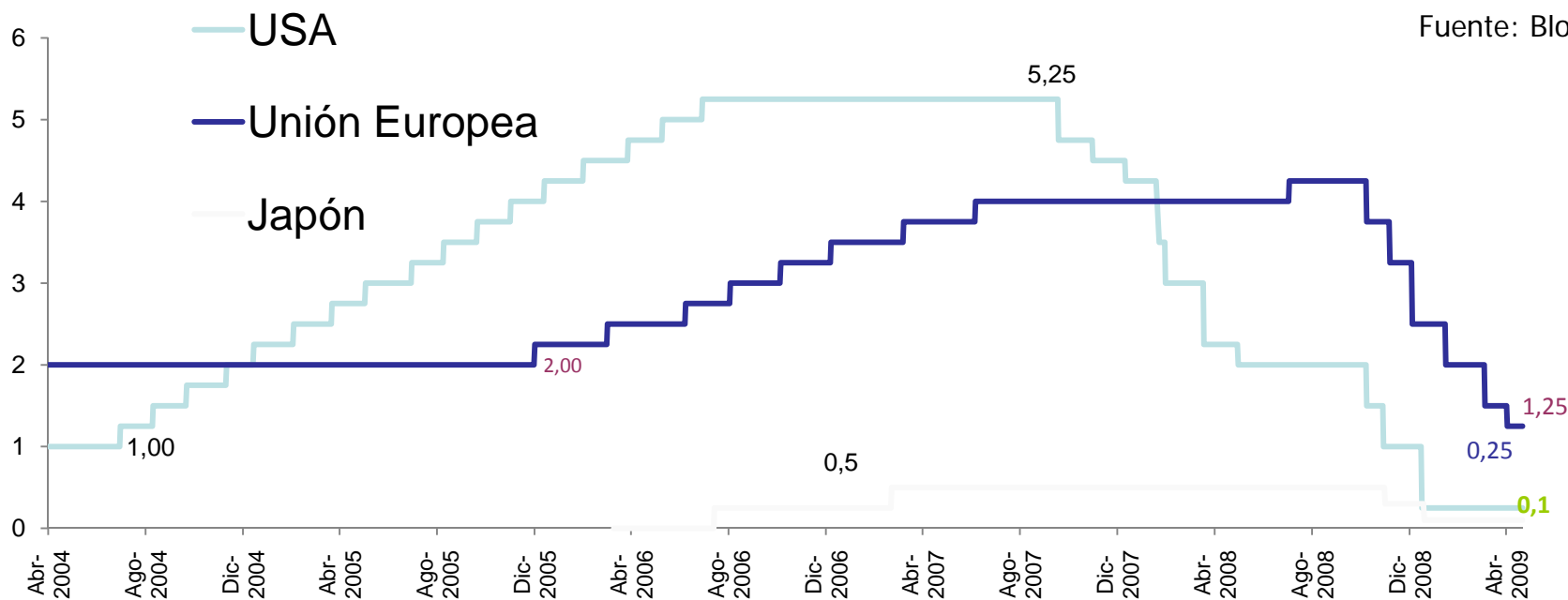
(variación porcentual trimestral anualizada y desestacionalizada)



Fuente: Haver Analytics.

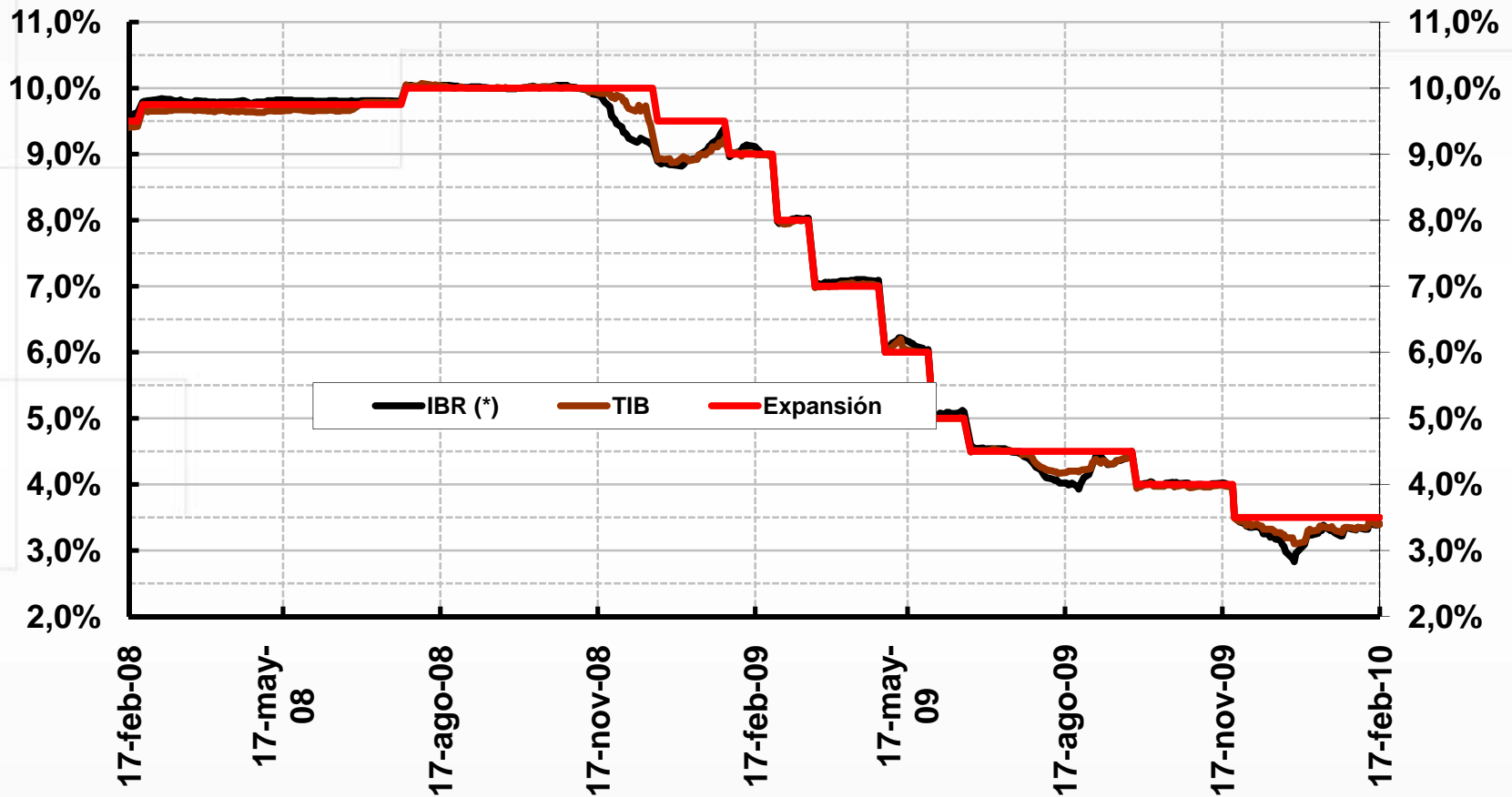


Los BC del mundo rico agotaron la munición de sus políticas monetarias llevando sus tasas de interés a cerca de cero, e inundando de liquidez sus mercados. Y sus fiscos generando la deuda pública más alta de la historia (según el FMI la de los 10 países más ricos pasará del 78% del PIB en 2007 al 107% en 2010 y al 114% en 2014).



La reducción de la tasa del BR en Colombia

Tasa de política, IBR y TIB



Los canales de transmisión de la crisis internacional a los mercados emergentes. Esta vez el contagio llegó a América Latina por la puerta del sector real. Nó por la del financiero

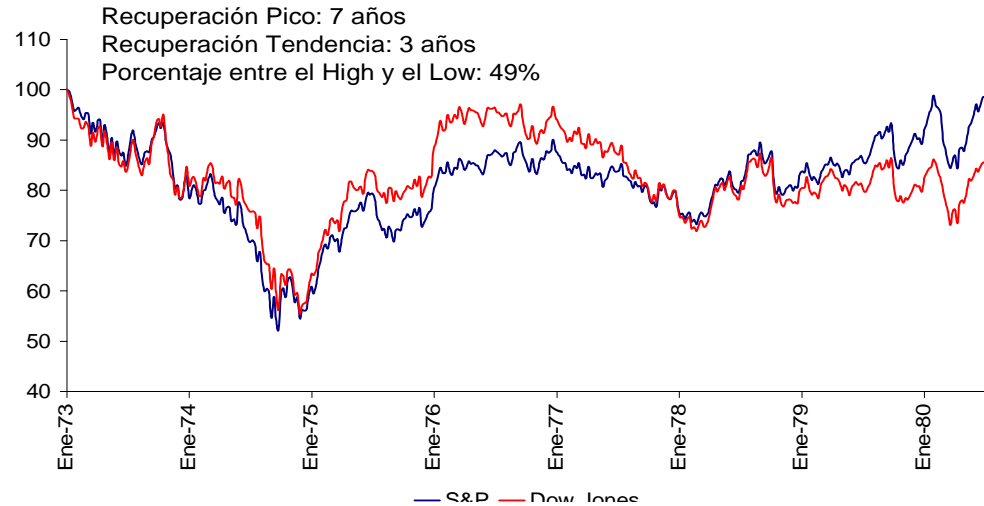


La duración media de las últimas siete recesiones en EU (hasta la recuperación del apetito por el riesgo) desde 1960 alcanzó 32 meses

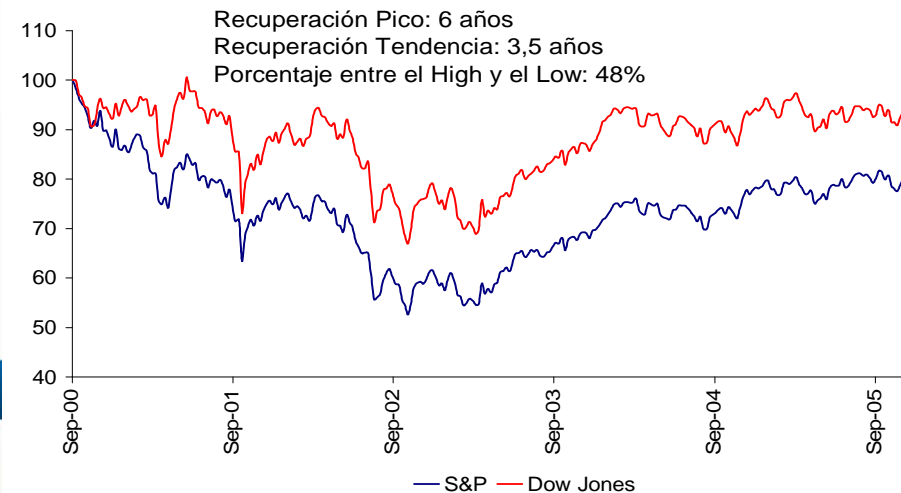
Crisis del 29



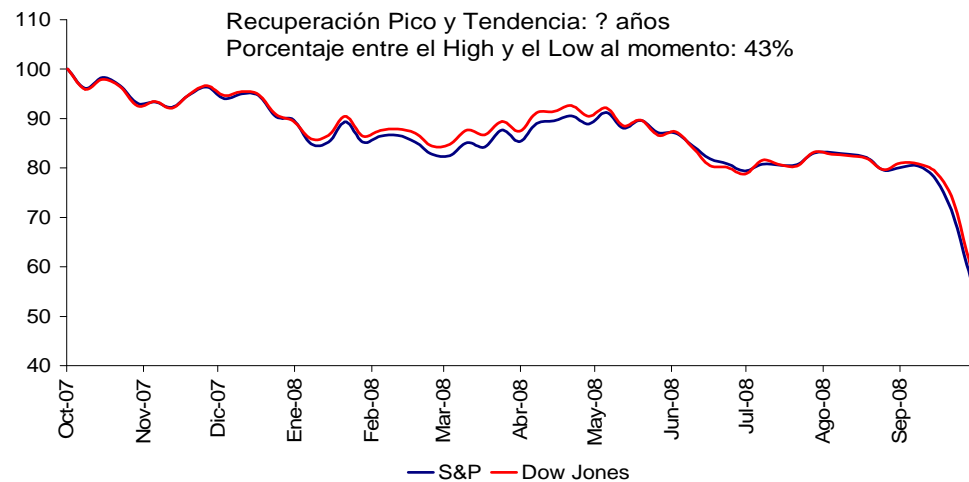
Crisis Petrolera del 73



Crisis 2001



Crisis Subprime



El remordimiento del ex presidente Hoover (1952)

En cuanto a la especulación financiera se refiere, hay crímenes mucho peores que el homicidio, por los cuales los hombres deberían ser condenados y castigados.



Krugman, Kindleberger, Minsky (y otros)

- Los inversionistas no responden a la teoría del 'mercado eficiente'. En el mundo real priman las falsas ilusiones y las locuras colectivas sobre la racionalidad. Y aquellos suelen estar atrapados por 'comportamientos de manada', ataques de 'exuberancia irracional' y pánicos injustificados.
- Si fuéramos racionales y los mercados eficientes y perfectos, el desempleo sería voluntario y las recesiones naturales y por tanto deseables.



La política monetaria tiene que ser esencialmente anticipatoria y contra-cíclica

No podemos olvidar las duras lecciones de las crisis: la clave de una buena política monetaria, de naturaleza genuinamente contra-cíclica, yace en la capacidad de anticipación que tengan sus autoridades. Sólo reaccionar, o actuar tardíamente, no sirve de nada.



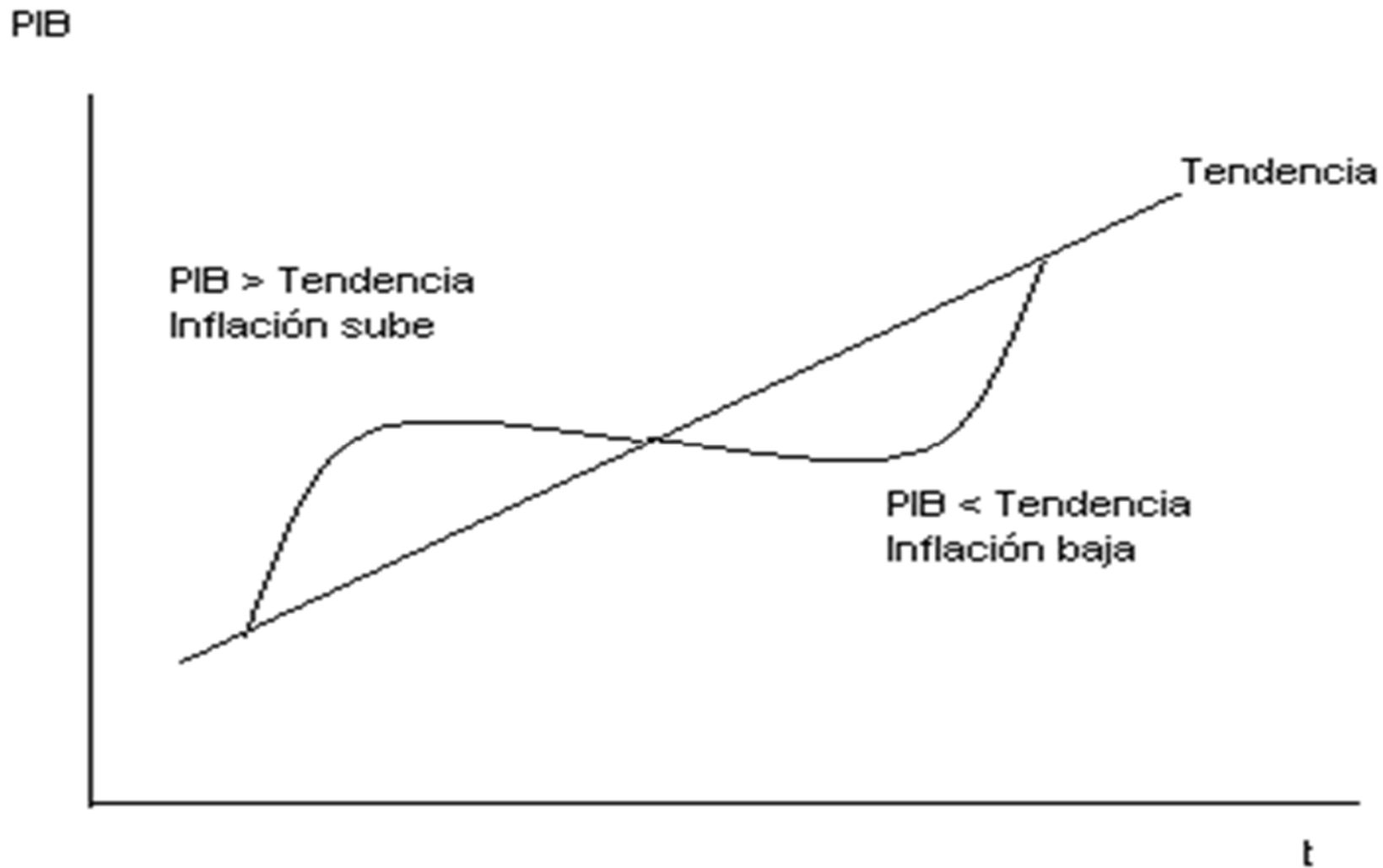
II. SOBRE LA INFLACIÓN



El control de la inflación: ¿ única tarea?

- Una inflación baja y estable, aunque prioritaria, no puede ser la única tarea de los BC. Para la política monetaria también es fundamental la estabilización del ciclo económico.
- Luego el horizonte de tiempo de la meta debe ser suficientemente amplio a fin de no generar excesivas fluctuaciones del producto y el empleo.
- La realidad desborda la retórica: la mayoría de los BC inscritos en el esquema Inflación-Objetivo sigue un enfoque flexible. (Blanchard, 2010)





No confundir los fines con los medios: (Eddie George, 2002)

- La gente piensa que sólo se trata de una inflación baja. No es así. La inflación baja es realmente un medio frente al objetivo de un crecimiento estable.
- Luego no debe haber conflicto entre inflación baja y estable, y crecimiento sostenible del producto y el empleo.



Indicadores del Mercado Laboral (mensual)

| | Enero | | | | | Diferencia 2009 - 2010 | Mes anterior |
|-------------------------------------|-------|------|------|------|-------------|---------------------------|---------------------------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | Diferencia 2008 - 2009 |
| Tasa Global de Participación | | | | | | | |
| Nacional | 60.1 | 56.9 | 57.7 | 58.7 | 62.1 | 3.4 | 4.1 |
| 13 Ciudades | 62.7 | 60.1 | 62.3 | 62.2 | 65.2 | 3.0 | 4.0 |
| Tasa de Ocupación | | | | | | | |
| Nacional | 52.1 | 49.0 | 50.1 | 50.3 | 53.0 | 2.7 | 3.3 |
| 13 Ciudades | 52.7 | 51.4 | 54.6 | 52.9 | 55.2 | 2.3 | 2.6 |
| Tasa de Desempleo | | | | | | | |
| Nacional | 13.4 | 13.9 | 13.1 | 14.2 | 14.6 | 0.4 | 0.7 |
| 13 Ciudades | 15.8 | 14.4 | 12.3 | 14.9 | 15.3 | 0.4 | 1.4 |

Fuente: DANE - GEIH, Cálculos Banco de la República



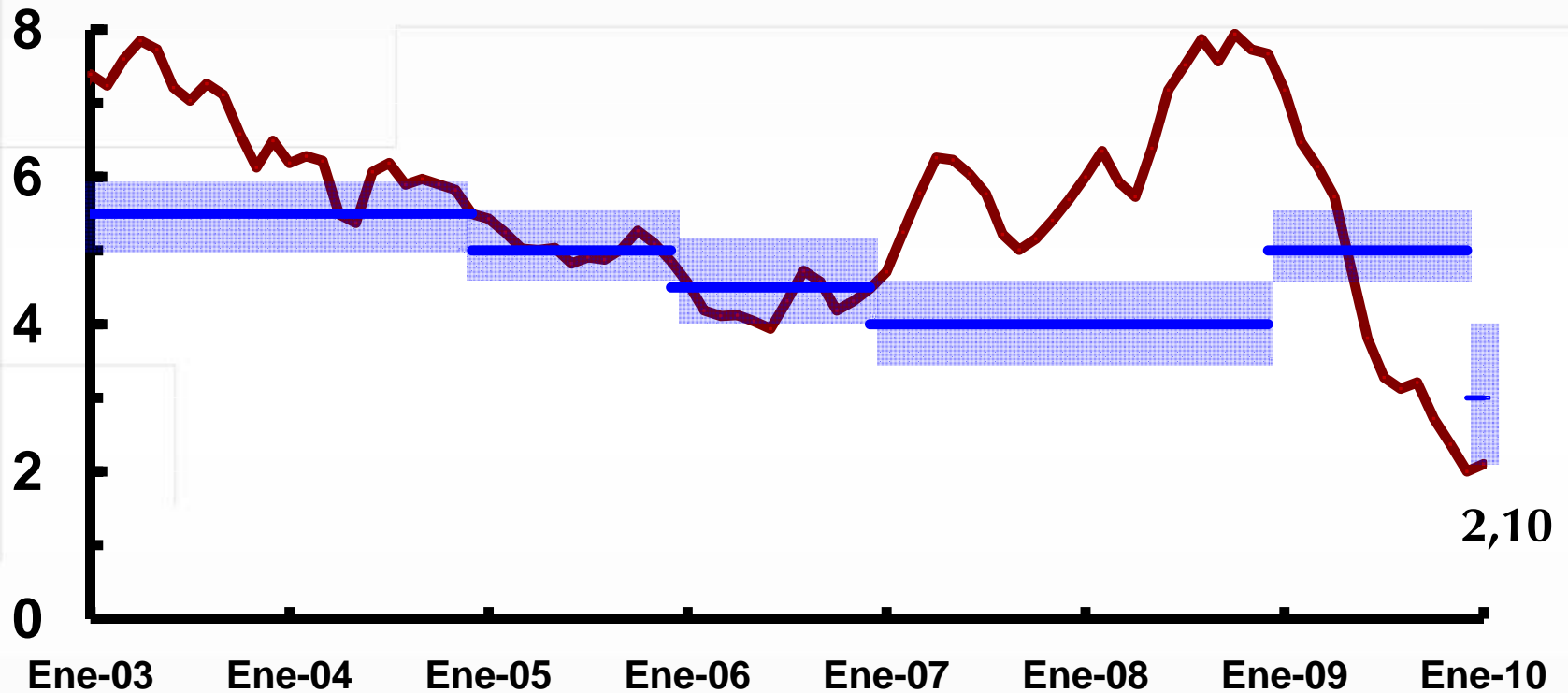
Metas de inflación 'núcleo'

- Las metas del BC se deben formular en términos de la 'inflación núcleo'. Esto es, exceptuando los precios de los alimentos y los combustibles. Ello con el fin de evitar:
 - (a) Que su política se desvíe de su función sobre-reaccionando ante choques externos de precios, ajenos a la dinámica de la demanda interna
 - (b) Que al sobre-reaccionar termine lesionando la estabilidad de los sectores reales de la economía y colocando en peligro el empleo



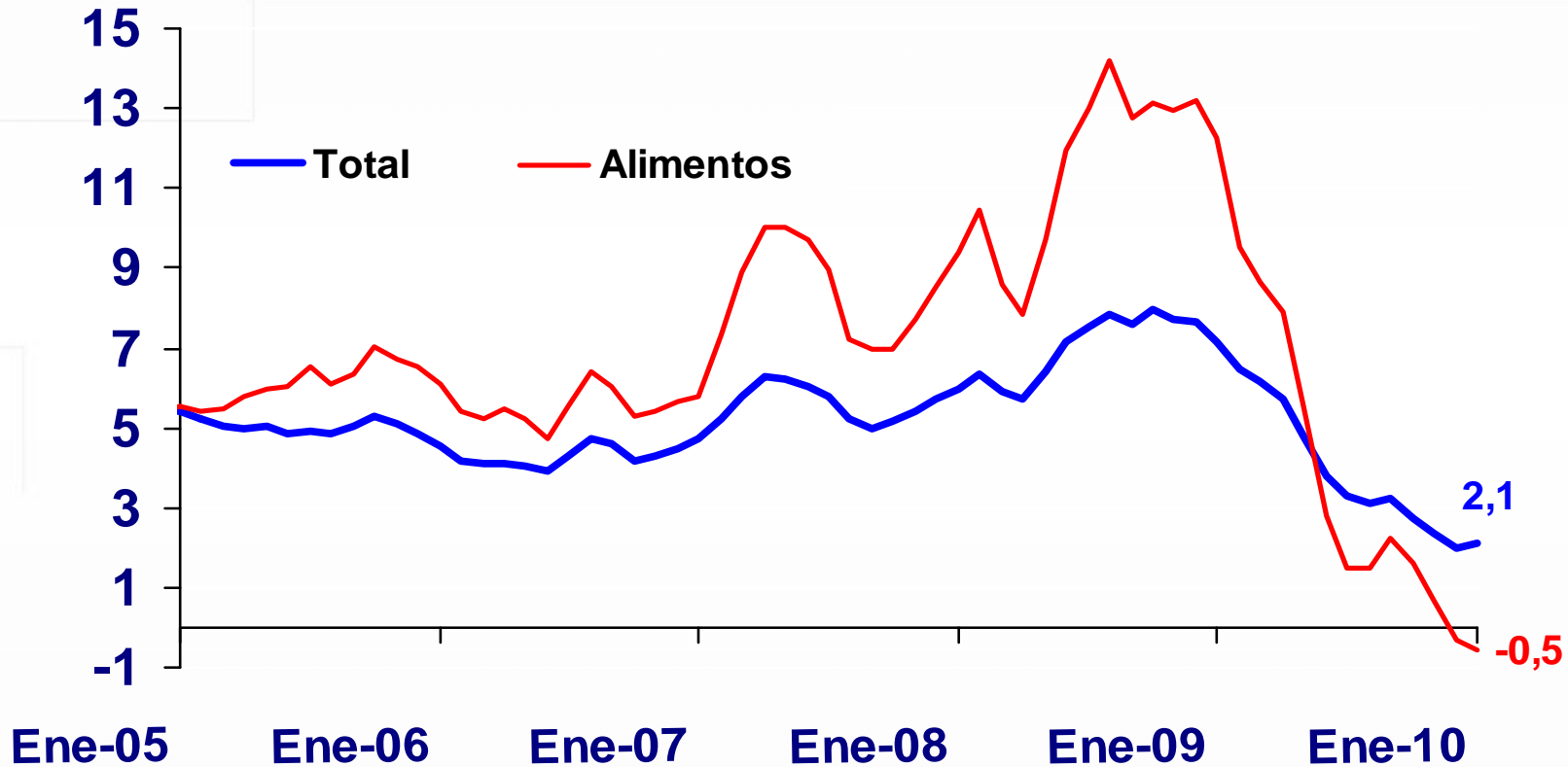
En 2007 y 2008 incumplimos.
En 2009, 'sobre-cumplimos'

Inflación anual y rangos meta (%)



Evitar la 'dominancia alimentaria' de la política monetaria

Inflación total e inflación de alimentos (%)



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la



Componentes de la inflación y sus pesos relativos

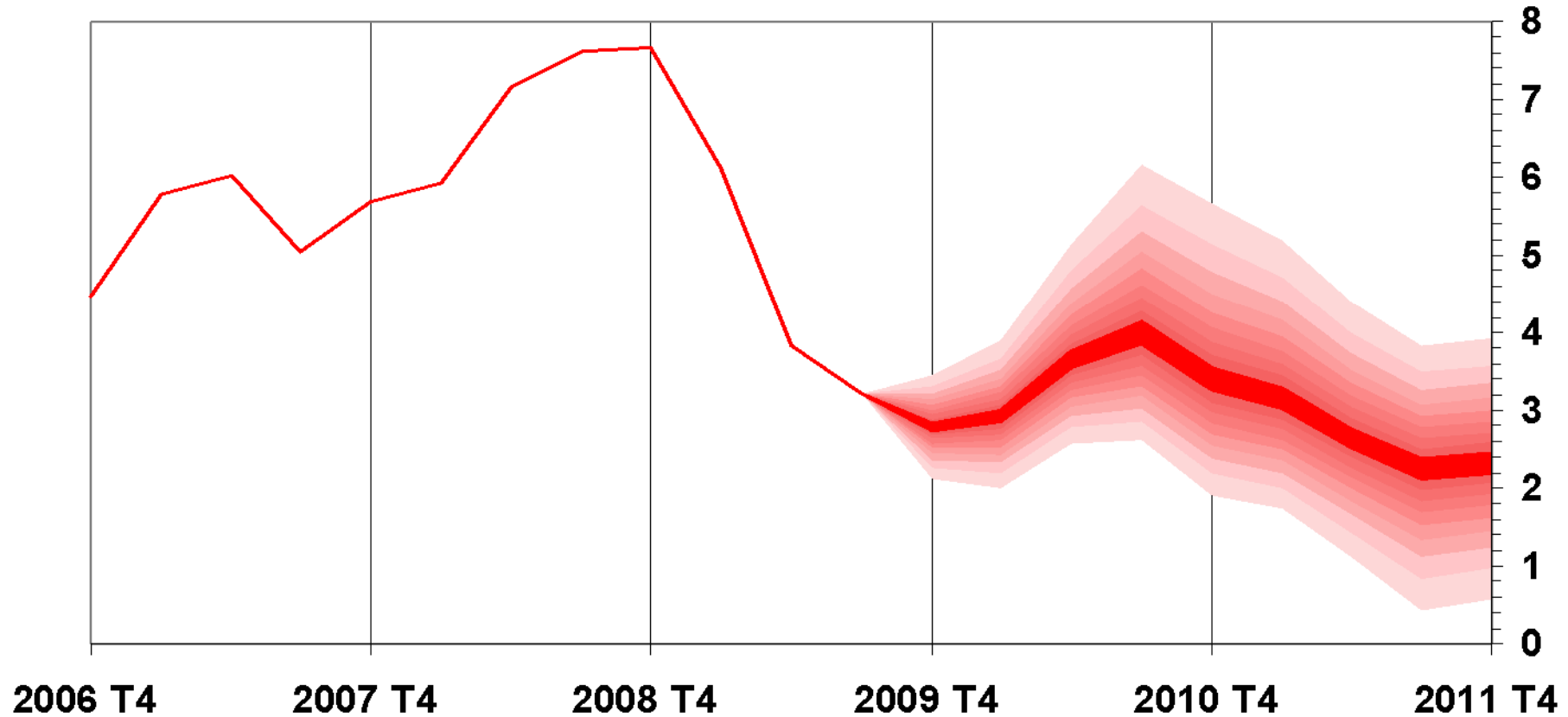
Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas A enero de 2010

| Descripción | Ponderación | crecimiento anual | | | | | Participación en % en la aceleración del mes | Participación % en la desaceleración año completo |
|--|---------------|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--|---|
| | | Ene-09 | Jun-09 | Sep-09 | Dic-09 | Ene-10 | | |
| Total | 100,00 | 7,18 | 3,81 | 3,21 | 2,00 | 2,10 | 100,00 | 100,00 |
| Sin alimentos | 71,79 | 4,84 | 4,27 | 3,52 | 2,91 | 3,14 | 161,95 | 25,29 |
| Transables | 26,00 | 2,38 | 2,78 | 2,68 | 1,36 | 1,20 | -39,49 | 6,41 |
| No transables | 30,52 | 5,08 | 4,73 | 4,76 | 4,41 | 4,40 | -1,21 | 4,30 |
| Regulados | 15,26 | 8,49 | 5,85 | 2,47 | 2,58 | 3,92 | 202,66 | 14,58 |
| | | | | | | | - | |
| Alimentos | 28,21 | 12,24 | 2,81 | 2,23 | -0,31 | -0,54 | -61,95 | 74,71 |
| Hortalizas, frutas, tubérculos y leche | 5,12 | 18,94 | -3,68 | -3,40 | -4,24 | -3,69 | 41,97 | 23,59 |
| Cereales, aceites y otros | 8,03 | 18,63 | 5,29 | 0,91 | -5,27 | -5,43 | -19,11 | 39,32 |
| Comidas fuera del hogar y otros | 11,59 | 7,08 | 5,99 | 5,74 | 5,02 | 4,85 | -28,85 | 5,25 |
| Came de res y sustitutos | 3,47 | 6,42 | 4,56 | 3,11 | -1,76 | -2,84 | -55,98 | 6,54 |

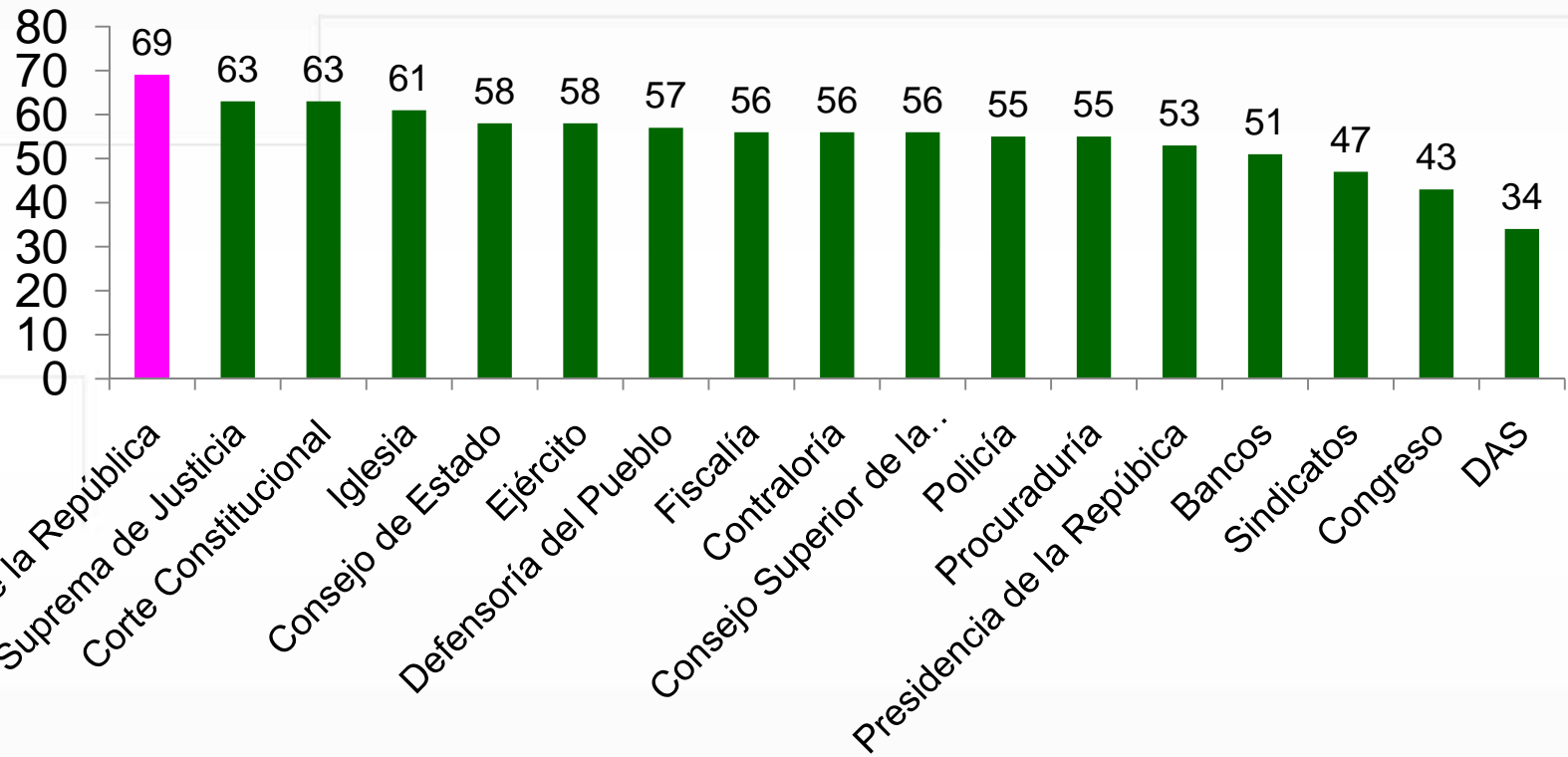
Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.



"Fan Chart" Inflación Total



La confianza



Fuente: Cifras y Conceptos, Encuesta realizada a 1440 líderes: Academia, Gremios, Medios de Comunicación, Partidos Políticos y Organizaciones Sociales

El caso de los precios de los activos

- El comportamiento de los precios de los activos, aunque no se halle incorporado en los indicadores convencionales de la inflación, igualmente tiene que hacer parte de la órbita de preocupaciones de los BC, por su sustancial y creciente impacto sobre la solvencia y estabilidad del sistema financiero.
- Por tanto, a fin de evitar el riesgo de una brecha del producto negativa por 'sobre-utilizar' la tasa, los BC en su 'función de reacción' deben contar con otros instrumentos diferentes.



- La inflación originada del lado de la demanda se explica principalmente por el crecimiento de la cantidad de dinero en circulación. Pero los esfuerzos de los banqueros centrales por controlarlo han sido contrarrestados por nuevos y muy cercanos sustitutos suyos. (Kindleberger)
- Se trata de las 'innovaciones' crediticias y financieras, cuyo desarrollo ha sido paralelo al de la denominada 'banca en la sombra'.
- Luego la regulación de la intermediación financiera, en vez de accesoria, tiene que ser parte esencial de una política monetaria eficaz.



III. SOBRE LA REGULACIÓN Y LA SUPERVISIÓN



La advertencia de Goodhart (2005)

- En vez de distorsionar la utilización del instrumento de la tasa de interés para alcanzar un segundo objetivo, lo que se requiere es un segundo instrumento. El propósito de este segundo instrumento sería el mantenimiento de la estabilidad financiera sistémica.
- Para ello, es necesario introducir instrumentos que cuenten con características contra-cíclicas, los cuales puedan controlar el crecimiento de la cartera durante períodos de auge de los precios de los activos (inmuebles, títulos), y viceversa.
- Resulta obvio: se trata de la S&R.

El 'talón de Aquiles' de la R&S

- La mayor fuente de vulnerabilidad de la R&S es la tendencia de grupos particulares de interés – agentes financieros, conglomerados económicos, políticos, burocracias, etc. –, de influir o 'capturar' a quienes se hallan a su cargo. (Mishkin 2006)
- Es natural que los banqueros se preocupen más por sus propias instituciones, que por el bienestar del sistema como un todo. (Goodhart 2005)
- Según el Acuerdo de Basilea, para garantizar una R&S efectiva su independencia y autonomía frente a esas eventuales presiones son los dos factores clave para el éxito de su misión. (Barth 2006)

Macro-regulación contra-cíclica al BC

Aparte de tasas y encajes, el BC debe fijarle al sector financiero: (a) requerimientos mínimos de liquidez y capital; (b) provisiones ordinarias y contra-cíclicas; (c) límites al apalancamiento; y (d) criterios sobre manejo de riesgos y diversificación de portafolios de inversión. Para:

- (a) Prevenir excesos de las innovaciones financieras y crediticias
- (b) Contrarrestar la formación y explosión de burbujas especulativas de activos
- (c) Proteger al consumidor de servicios financiero.

Por ende la R&S también tiene que colocar bajo su égida a la 'banca en la sombra'

- El surgimiento de nuevos intermediarios no bancarios con fuerte apetito por el riesgo – los *pension funds*, los *hedge funds*, las *private equity firms* y los *venture capital funds* -, constituye el más formidable reto contemporáneo para los BC.
- Dentro del 'sistema financiero ampliado' los bancos ocupan un espacio cada día más reducido (Rajan 2005). Por ende, la R&S debe hacerse sobre los conglomerados en vez de firmas individuales, y cubrir la totalidad del sistema.



Casos del mundo (Barth, Caprio y Levine, 2006)

- En 69 países de 153 analizados, el BC constituye el único órgano de R&S del sistema financiero.
- Asia/Pacífico: en 24 de sus 31 países la R&S sólo en manos de sus BC (Malasia, Hong Kong, India, Israel, Nueva Zelanda, Singapur, entre otros).
- España: BC maneja la R&S, y es modelo mundial. El resto de UE, sistema mixto. Pol. Monet. en el BCE.
- EU: costoso e ineficiente sistema múltiple de R&S en el que coexisten varias modalidades federales y de los estados. La Fed en camino de ser el organismo rector de la R&S sistémica.



R&S: La tendencia hacia su separación de la política monetaria debe revertirse (Blanchard, 2010)

La crisis nos enseñó que, a fin de enfrentar la diversidad de metas de la política macroeconómica, hoy hay que contar con una amplia gama de instrumentos, desde los fiscales hasta los de una política monetaria 'exótica' que se combine, bajo la dirección del BC, con la regulación macro-prudencial del sistema financiero en su conjunto.



IV. SOBRE LA POLÍTICA CAMBIARIA



La revaluación - no sólo vs el USD sino en especial vs las monedas de nuestros principales competidores en el mundo – lesiona la producción nacional de bienes y servicios transables (la que compite con importaciones y la que se exporta)

- Los BC de los mercados emergentes deben reconocer abiertamente que la estabilidad de su tasa de cambio real hace parte de su función objetivo. (Blanchard, 2010)
- Esto no implica que el esquema Inflación-Objetivo se tenga que abandonar. Para ello cuentan con otros instrumentos como las intervenciones en el mercado cambiario y diversos mecanismos de esterilización monetaria.

| Devaluación Tipos de Cambio | | | | | | | | Marzo 2/10 |
|-----------------------------|---------------|--------|--------|-------------|---------|--------------|----------------|-----------------|
| LATAM | Devaluaciones | | | | | | | |
| | día | semana | mes | año corrido | 6 meses | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Colombia | -0,87% | -1,77% | -3,69% | -7,26% | -7,99% | -26,78% | 3,08% | -14,21% |
| Brasil | -0,88% | -2,46% | -5,97% | 2,14% | -5,54% | -27,19% | 5,25% | -14,66% |
| México | -0,08% | -1,62% | -2,85% | -2,82% | -6,81% | -17,51% | 17,31% | 14,28% |
| Argentina | 0,01% | -0,07% | 0,71% | 1,55% | 0,43% | 7,16% | 22,31% | 24,32% |
| Perú | -0,06% | -0,24% | -0,46% | -1,53% | -3,62% | -12,51% | -0,25% | -10,74% |
| Uruguay | -0,10% | 0,13% | 1,15% | 1,15% | -11,74% | -16,69% | -4,94% | -18,96% |
| Chile | -1,08% | -1,88% | -1,09% | 2,28% | -7,01% | -14,42% | 16,24% | -3,65% |
| | Devaluaciones | | | | | | | |
| | día | semana | mes | año corrido | 6 meses | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Korea | -0,13% | 0,38% | -0,77% | -0,98% | -7,36% | -24,05% | 22,32% | 22,30% |
| Indonesia | 0,32% | -0,05% | -0,64% | -1,18% | -7,56% | -22,49% | 2,06% | 1,56% |
| Tailandia | -0,37% | -1,03% | -1,42% | -1,95% | -3,79% | -9,04% | 3,45% | -3,05% |
| China | 0,00% | 0,00% | 0,00% | -0,01% | -0,05% | -0,18% | -3,91% | -11,83% |
| Japón | -0,18% | -1,39% | -1,44% | -4,35% | -4,95% | -9,69% | -14,03% | -24,35% |
| Malasia | -0,06% | -0,23% | -0,87% | -1,21% | -3,90% | -7,75% | 5,85% | -3,29% |
| India | -0,17% | -0,72% | -0,79% | -1,11% | -5,45% | -8,86% | 13,91% | 3,95% |
| Turquía | 0,02% | -1,00% | 2,64% | 2,36% | 2,52% | -9,15% | 26,27% | 8,02% |
| Colombia | -0,87% | -1,77% | -3,69% | -7,26% | -7,99% | -26,78% | 3,08% | -14,21% |
| Euro | -0,01% | -0,41% | 2,72% | 5,60% | 5,46% | -6,03% | 12,11% | -2,77% |
| Libra | 0,36% | 3,27% | 6,83% | 8,25% | 8,92% | -4,15% | 32,83% | 31,12% |
| | Devaluaciones | | | | | | | |
| | día | semana | mes | año corrido | 6 meses | Año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Islandia | -0,14% | -0,30% | 0,30% | 2,31% | 2,12% | 11,62% | 93,64% | 90,68% |
| Nueva Zelanda | 0,65% | -0,45% | 0,83% | 3,97% | -2,88% | -29,13% | 15,22% | -1,08% |
| Australia | -0,28% | -1,33% | -2,17% | -0,63% | -8,57% | -30,26% | 2,68% | -13,49% |
| Rusia | -0,25% | -0,33% | -1,51% | -0,48% | -6,34% | -17,37% | 24,52% | 14,33% |
| Polonia | -0,34% | -2,55% | -1,29% | 0,74% | -1,67% | -23,89% | 24,48% | -2,42% |
| República Checa | -0,32% | -0,41% | 0,43% | 2,93% | 5,05% | -15,37% | 16,17% | -11,05% |
| Canadá | -0,79% | -2,21% | -3,48% | -1,90% | -6,43% | -20,12% | 3,99% | -12,08% |
| Sur África | -0,60% | -2,62% | -0,39% | 2,68% | -4,00% | -28,56% | -4,25% | 4,45% |
| Israel | 0,06% | 0,49% | 1,59% | -0,04% | -0,70% | -9,84% | 10,65% | -9,79% |
| Colombia | -0,87% | -1,77% | -3,69% | -7,26% | -7,99% | -26,78% | 3,08% | -14,21% |

| Devaluación Tipos de Cambio | | | | | | | | Marzo 3/10 |
|-----------------------------|---------------|--------|--------|-------------|---------|--------------|----------------|-----------------|
| LATAM | Devaluaciones | | | | | | | |
| | día | semana | mes | año corrido | 6 meses | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Colombia | 1,19% | -0,85% | -2,25% | -6,11% | -7,44% | -26,45% | 4,32% | -12,90% |
| Brasil | -0,98% | -2,70% | -3,94% | 1,77% | -4,57% | -26,55% | 5,22% | -15,94% |
| México | -0,41% | -0,98% | -1,53% | -3,14% | -6,33% | -17,37% | 17,18% | 13,23% |
| Argentina | 0,02% | -0,04% | 0,46% | 1,50% | 0,19% | 6,79% | 22,20% | 24,35% |
| Perú | -0,04% | -0,07% | -0,46% | -1,58% | -3,74% | -12,77% | 0,02% | -10,74% |
| Uruguay | -0,13% | -0,63% | 0,64% | 1,15% | -11,94% | -16,42% | -4,71% | -18,96% |
| Chile | -0,46% | -2,21% | -2,11% | 1,81% | -6,67% | -16,07% | 16,77% | -4,47% |
| | Devaluaciones | | | | | | | |
| | día | semana | mes | año corrido | 6 meses | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Korea | -0,54% | -0,59% | -1,97% | -1,51% | -8,21% | -25,28% | 20,98% | 21,18% |
| Indonesia | -0,14% | -0,57% | -1,36% | -1,32% | -8,16% | -22,67% | 1,87% | 1,06% |
| Tailandia | -0,15% | -1,18% | -1,39% | -2,10% | -3,94% | -9,73% | 3,52% | -2,97% |
| China | -0,01% | -0,02% | -0,03% | -0,02% | -0,07% | -0,21% | -3,94% | -11,89% |
| Japón | -0,24% | -1,67% | -2,17% | -4,71% | -4,81% | -9,15% | -14,25% | -24,12% |
| Malasia | -0,35% | -0,83% | -1,32% | -1,55% | -4,21% | -8,94% | 5,81% | -3,80% |
| India | -0,37% | -1,24% | -0,86% | -1,48% | -6,12% | -10,41% | 13,70% | 3,48% |
| Turquía | -0,02% | -0,75% | 3,56% | 2,17% | 2,21% | -9,75% | 25,64% | 6,78% |
| Colombia | 1,19% | -0,85% | -2,25% | -6,11% | -7,44% | -26,45% | 4,32% | -12,90% |
| Euro | -0,81% | -1,37% | 1,73% | 4,33% | 4,43% | -7,70% | 10,86% | -3,89% |
| Libra | -0,89% | 2,00% | 5,74% | 7,04% | 7,82% | -5,22% | 31,49% | 28,66% |
| | Devaluaciones | | | | | | | |
| | día | semana | mes | año corrido | 6 meses | Año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Islandia | -0,56% | -1,33% | -0,43% | 1,25% | 0,45% | 11,10% | 92,33% | 88,81% |
| Nueva Zelanda | 0,20% | -0,17% | 1,99% | 4,06% | -3,11% | -28,78% | 15,51% | -0,32% |
| Australia | -0,52% | -1,60% | -1,85% | -1,16% | -8,20% | -29,77% | 2,91% | -13,38% |
| Rusia | -0,36% | -0,91% | -1,93% | -0,96% | -6,86% | -17,89% | 24,18% | 13,85% |
| Polonia | -1,17% | -3,30% | -0,47% | -0,73% | -2,37% | -25,19% | 22,76% | -3,38% |
| República Checa | -0,81% | -1,91% | 0,85% | 1,64% | 4,04% | -15,66% | 14,72% | -11,83% |
| Canadá | -0,69% | -2,38% | -3,03% | -2,35% | -6,93% | -20,46% | 4,48% | -12,56% |
| Sur África | -1,39% | -3,08% | 0,02% | 1,32% | -3,93% | -27,09% | -7,66% | 4,03% |
| Israel | -0,15% | -0,16% | 1,55% | -0,58% | -0,91% | -10,68% | 8,81% | -10,32% |
| Colombia | 1,19% | -0,85% | -2,25% | -6,11% | -7,44% | -26,45% | 4,32% | -12,90% |

Las modalidades típicas del manejo cambiario (Bofinger y Wollmershäuser, 2003)

- Tasa de cambio objetivo: intervenciones persistentes y sucesivas a fin de establecerle de modo deliberado un sendero a la tasa, sin anuncios previos ni compromisos sobre niveles
- *Suavizamiento*: intervenciones sólo para atenuar movimientos cíclicos de corto plazo
- Flotación pura o no intervención: la tasa se define exclusivamente por el libre mercado



La *realpolitik* del mundo cambiario

- Entre los países que se declaran en pro de la flotación libre, el 77% en realidad aplica la estrategia de tasa objetivo, el 10% la de *suavizamiento*, y el 13% la flotación pura.
- Y entre los que se declaran abiertamente en pro de la flotación administrada, el 89% sigue la estrategia de tasa objetivo y el resto la de *suavizamiento*.



Sin embargo, la efectividad del manejo cambiario podría llegar a anularse por:

- (a) operaciones de crédito e inversión de corto plazo con recursos foráneos, atraídas por el diferencial entre las tasas de interés internas y las externas
- (b) lavado de activos originado en narcotráfico, contrabando, sobre y sub facturación de exportaciones e importaciones, y arbitraje de divisas



La salida (Hoggarth y Sterne, 1997)

La volatilidad del tipo de cambio puede, en algunas circunstancias, ser más dañina que la interrupción de los mecanismos del mercado por medio de los controles de capital.



V. SOBRE LOS CONTROLES DE CAPITAL



“This Time is Different” (Reinhart y Rogoff, 2009)

- Existe una impresionante correlación entre el grado de libertad de los mercados de capital y la ocurrencia de las crisis.
- Resulta evidente que las ‘bonanzas’ de los flujos de capital han sido particularmente los grandes factores causantes de las crisis financieras, al menos a partir del período de la gran liberación de los mercados financieros que se inició en los años 70.



“Stabilizing an Unstable Economy” (Minsky, 2008)

Un sistema financiero sofisticado, complejo y dinámico como el nuestro genera, de manera endógena, serias fuerzas desestabilizadoras que terminan en también serias depresiones económicas como consecuencia natural del capitalismo no intervencionista: no se debe permitir que los mercados financieros funcionen libremente.



“Capital Inflows: The Role of Controls” (Ostry et al., 2010)

- Dos razones para controles de capital: ponerles límites a la apreciación de la tasa de cambio, y a la vulnerabilidad de la economía ante modalidades de financiamiento externo que se consideren de más alto riesgo.
- Tales controles son un complemento muy útil de las demás herramientas macroeconómicas (fiscales, monetarias y regulatorias), bajo circunstancias especiales y transitorias.



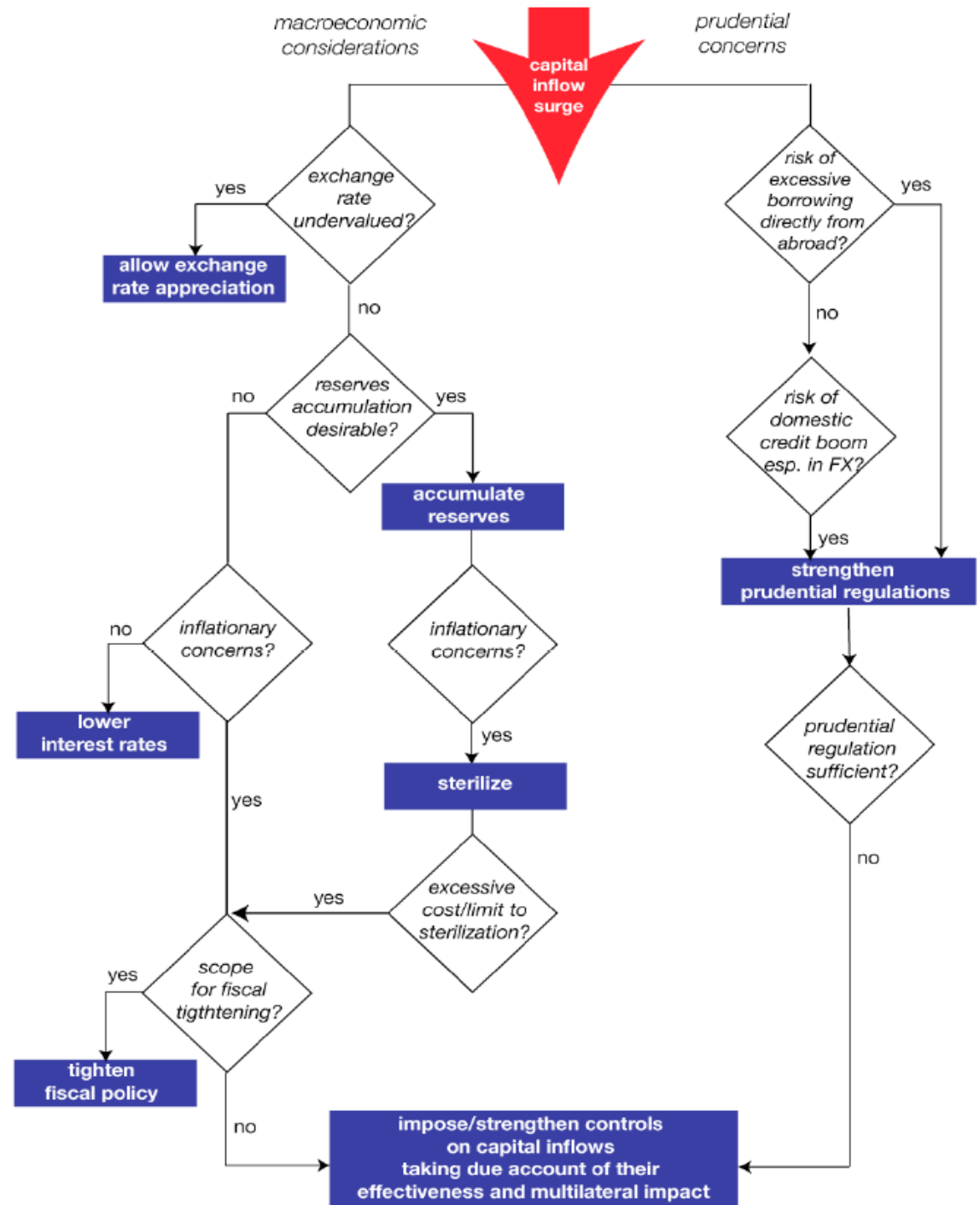
Adicionalmente, el ajuste fiscal así mismo resulta indispensable y apremiante

El desequilibrio fiscal es una de las más poderosas fuentes de presión al alza sobre las tasas de interés internas, que terminan atrayendo flujos de capital de corto plazo.



'La regla de Ostry et al.'

Si la economía se halla operando cerca de su potencial; el nivel de reservas es el adecuado; la tasa de cambio no está subvaluada; y es probable que los flujos de capital sean transitorios, el uso de controles se justifica plenamente.



Algunas referencias (A)

- Alesina, A., Carrasquilla, A., Steiner, R. (2002) "El Banco Central en Colombia". En "Reformas Institucionales en Colombia", Fedesarrollo y Alfaomega, Bogotá.
- Barth, J.R., Caprio, G., Levine, R. (2006) "Rethinking Bank Regulation". Cambridge U. Press.
- Blanchard, O., Dell'Ariccia, G. and Mauro, P. (2010) "Rethinking Macroeconomic Policy". IMF.
- Bofinger, M. and Wollmershäuser, T. (2003) "Managed Floating as a Monetary Policy Strategy". BOFIT Workshop on Transition Economics, Helsinki.
- Currie, L. (1951) "Coordinación de la Política Monetaria, Fiscal y Cambiaria". En "La Moneda y el Debate Monetario en Colombia", editado por Antonio Hernández Gamarra, Editorial Retina, Bogotá 2004.
- Goodhart, C. (2005) "Financial regulation, credit risk and financial stability". National Institute Economic Review.
- Hoggarth, G. and Sterne, G. (1997) "Capital Flows: causes, consequences and policy responses". Bank of England. Traducido por CEMLA en Mayo de 2002.
- Hoover, H. : (1952) "The Memoirs of Herbert Hoover: The Great Depression, 1929-1941". Macmillan and Company, New York.
- Kindleberger, Ch. (2005) "Manias, Panics and Crashes". Wiley, New Jersey.
- Krugman, P. (2009) "The Return of Depression on Economics" . Norton, New York.
- Krugman, P. (2009) "How Did Economists Get It So Wrong?". NYT Sept 6 2009.

Algunas referencias (B)

- McCulley, P. and Toloui, R. (2008) "Chasing the Neutral Rate Down: Financial Conditions, Monetary Policy, and the Taylor Rule". Global Central Bank Focus.
- Minsky, H.P. (1992) "The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions". Working Paper No. 72. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, H.P. (2008) "Stabilizing an Unstable Economy". Mc GrawHill.
- Mishkin, F.S. (2006) "The Next Great Globalization". Princeton U. Press.
- Mishkin, F.S. (2007) "Financial Instability and Monetary Policy". At Risk USA 2007 Conference, New York, New York November 5.
- Mishkin, F.S. (2008) "Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions". Federal Reserve Bank of New York, January 11.
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Hebermeir, K., Chamon, M., Qureshi; M.S., Reinhart, D. (2010) "Capital Inflows: The Role of Controls". IMF.
- Rajan, R.G. (2005) "Has Financial Development Made the World Riskier?" IMF.
- Reinhart, C.M. and Rogoff K.S. (2009) "This Time is Different". Princeton U. Press.
- Sorkin, A.R. (2009) "Too Big to Fail". Viking Penguin.
- Wiesner, E. (2008) "The Political Economy of Macroeconomic Policy Reform in Latin America". Edward Elgar Pub.

Gracias

