



# **POLÍTICA MONETARIA Y REGULACIÓN MACRO-PRUDENCIAL EN PREVENCIÓN DE BURBUJAS**

**SEMINARIO MACROECONÓMICO REGIONAL ANIF**

**Bucaramanga, Noviembre 10 de 2011**

**Carlos Gustavo Cano  
Codirector**

**Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva**



- I. Origen de las crisis recientes
- II. Papel de la política monetaria en el mediano plazo
- III. Regulación macro-prudencial: complemento esencial
- IV. Controles de capital
- V. Indicadores sobre vivienda y cartera



# **I. ORIGEN DE LAS CRISIS RECIENTES**



## 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.



# Krugman, Kindleberger, Minsky (y otros)

- Los inversionistas no suelen responder 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.



## **II. PAPEL DE LA POLÍTICA EN EL MEDIANO PLAZO**



# 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.

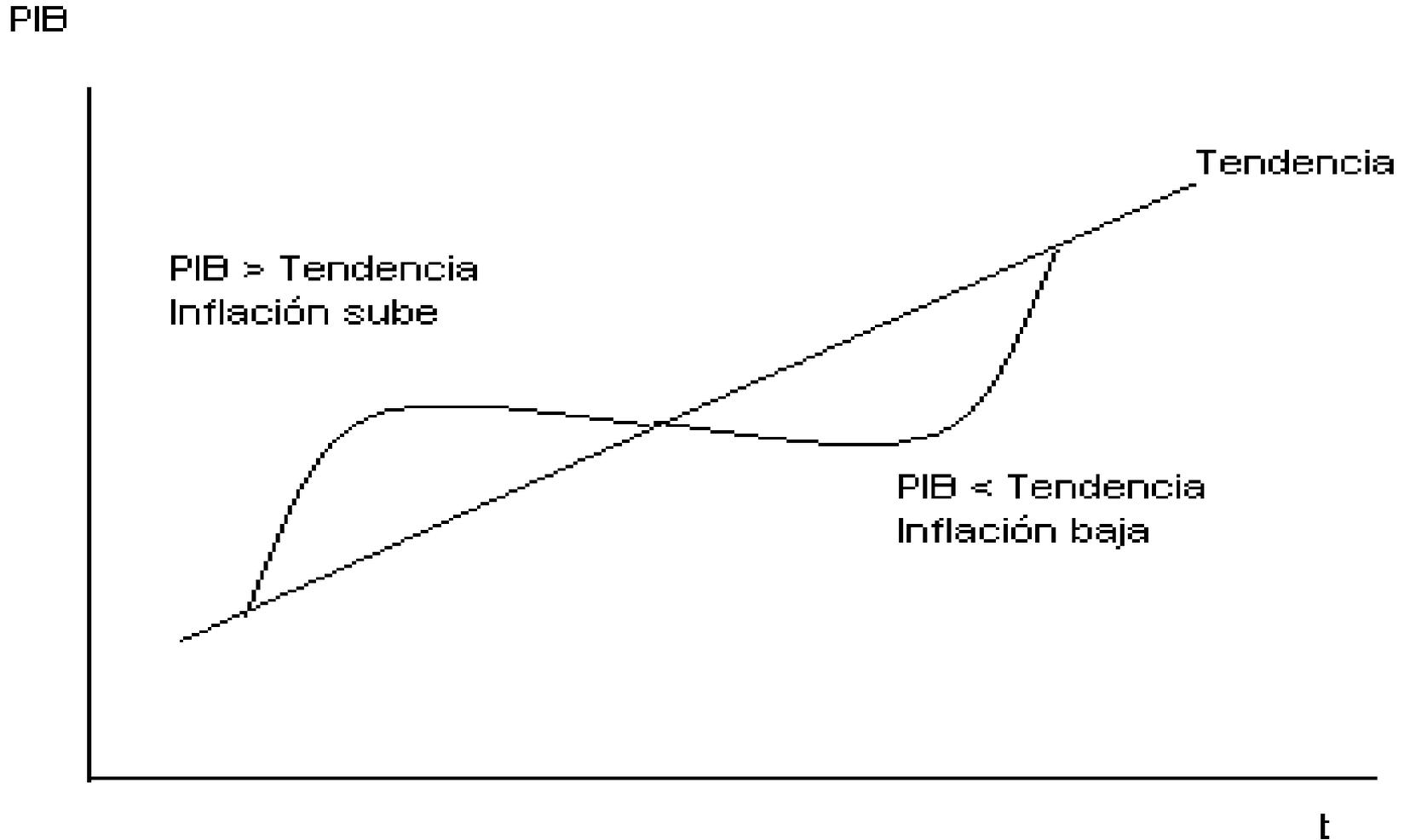


# El control de la inflación: ¿ única tarea?

- Una inflación baja y estable, aunque prioritaria, no puede ser la única tarea de los bancos centrales (BC).
- Para la política monetaria también es fundamental la estabilización del ciclo económico.



# El vaivén del ciclo económico, objeto de la órbita de la política monetaria PLUS: posibles burbujas de activos y evolución y posibles impactos de la crisis internacional



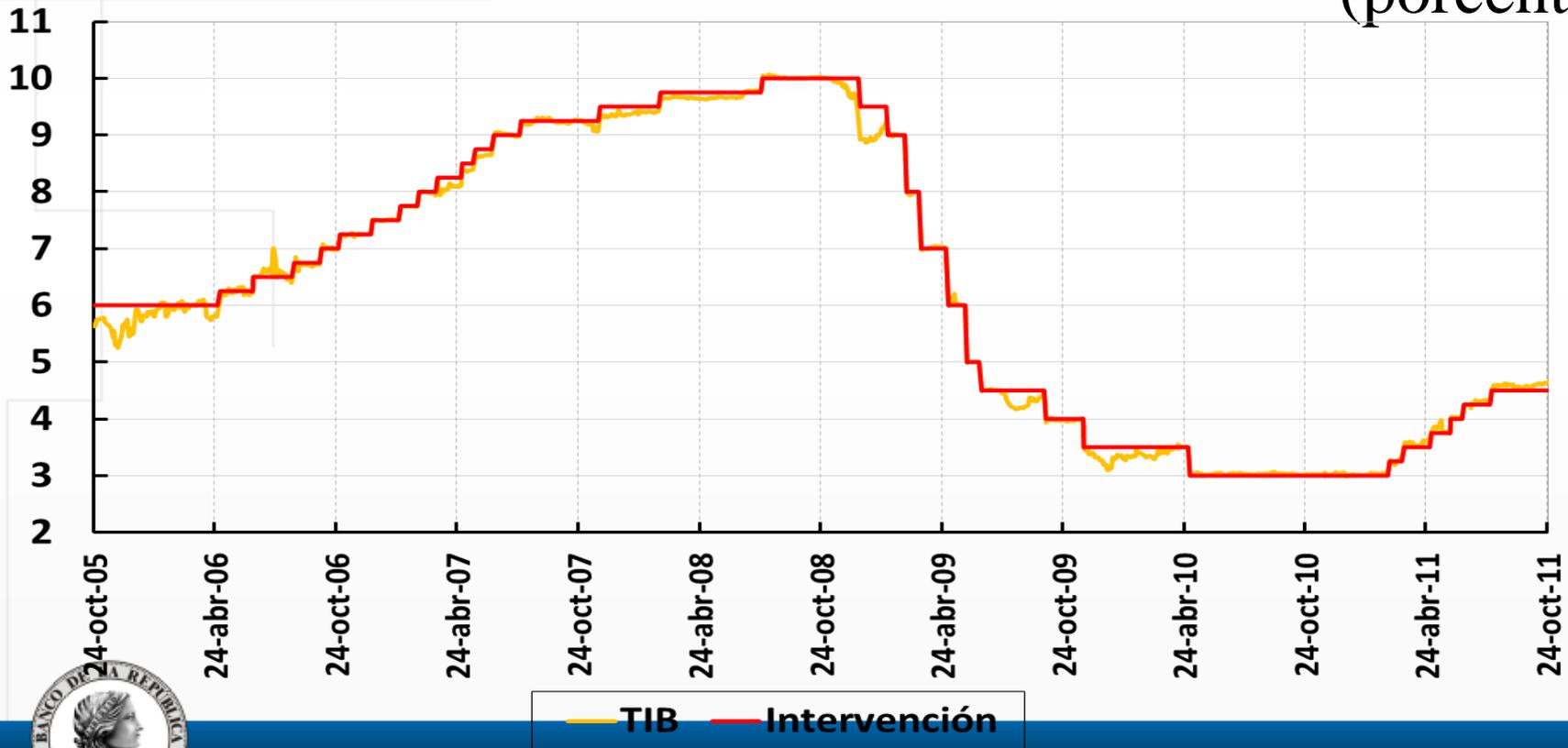
# La política monetaria frente a la coyuntura

- El objetivo de la política monetaria debe ser *contribuir* a la sostenibilidad del actual dinamismo de la economía en el mediano plazo (mantenimiento del desempleo por debajo de un dígito y reducción gradual pero firme de la informalidad y el subempleo).
- La anticipación en el proceso de reducción del carácter expansivo de la política resultó clave a fin de no haber tenido que reaccionar tardíamente y en exceso reajustando más allá de lo prudente las tasas de interés. Lo cual habría podido poner en aprietos el crecimiento de la economía al ritmo que actualmente observa.



# Evolución de la tasa de interés: Colombia fue el primer país de la región en emprender su reajuste de manera anticipada (en febrero), sorprendiendo a los mercados

## Tasa de intervención del Banco de la República y la TIB (porcentaje)



- 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.



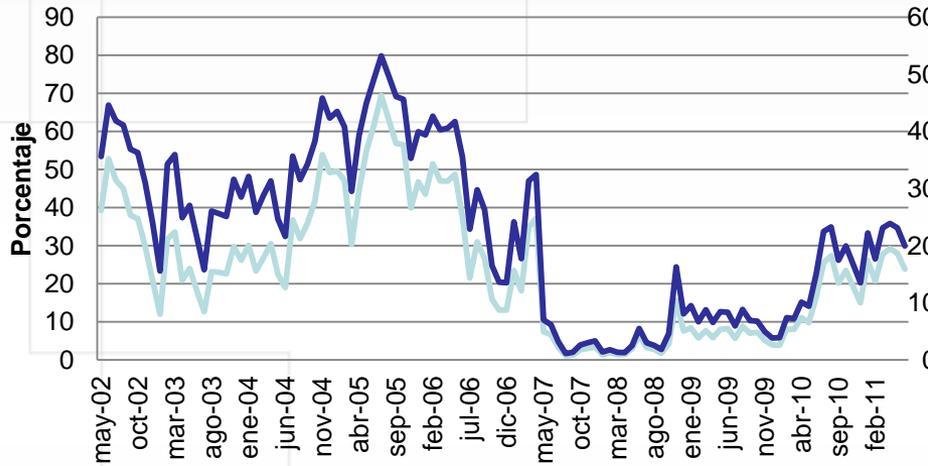
# Un riesgo bajo monitoreo permanente

- Posibilidad de que los efectos de aumentos fuertes en los flujos de entrada de capital, en combinación con la mejoría en los términos de intercambio, se multipliquen por parte del sistema financiero a través del crecimiento del crédito, generando incrementos *atípicos* en los precios de activos.
- Lo cual podría desencadenar en la formación de burbujas, en la ampliación *atípica* del déficit en la cuenta corriente (hoy en el 3,5%), y en vulnerabilidad excesiva del sistema financiero.

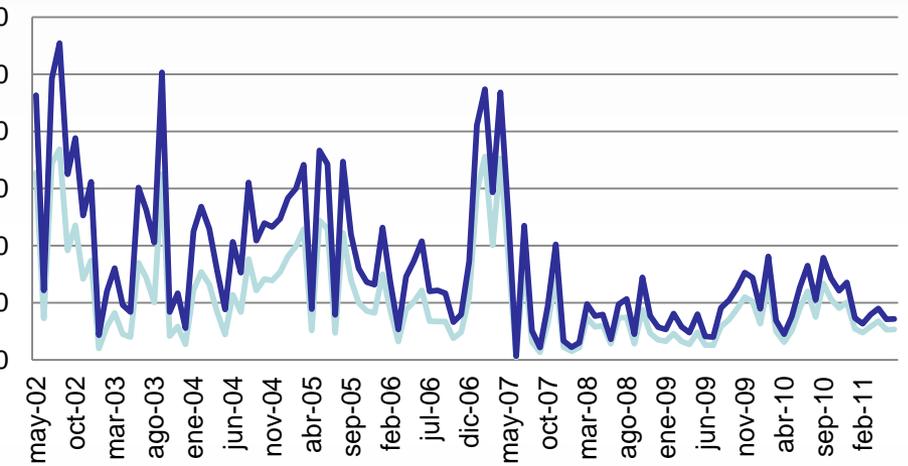


# % Crédito en ME (por plazo) sobre Crédito Total: sobresale el crecimiento del endeudamiento en ME de corto plazo desde el final de 2009 hasta, al menos, la primera parte de 2011

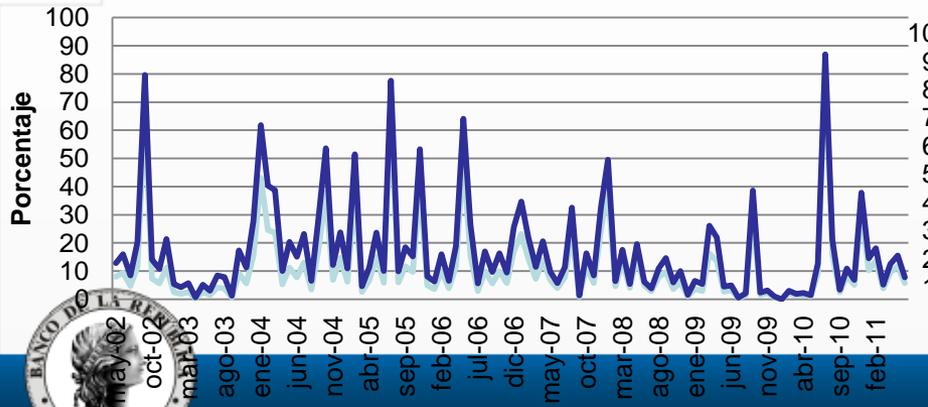
## Menos de un Año



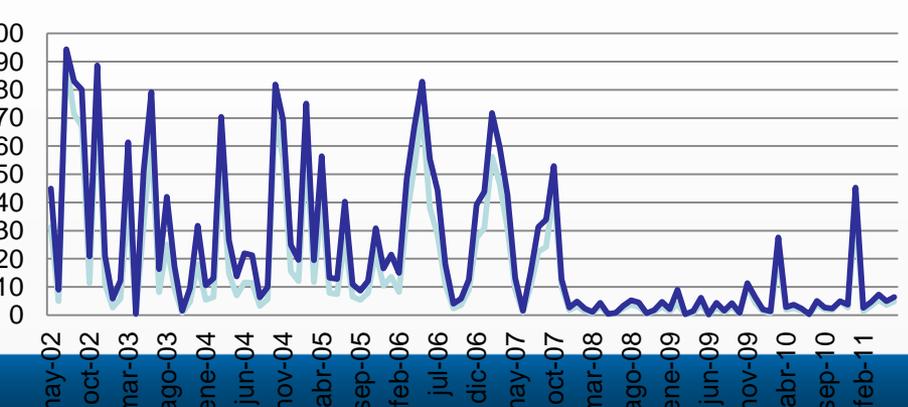
## Entre 1 y 3 Años



## Entre 3 y 5 Años



## Menos de un Año



— Tasa de Cambio Fijada — Series2

— Tasa de Cambio Fijada — Tasa de Cambio Variable

# Grado de sustitución entre endeudamiento externo e interno es alto

- Existe un grado de sustitución estadísticamente significativo entre el crédito en moneda local y el crédito en moneda extranjera.
- Un incremento del spread en una unidad llevaría a un aumento en la participación del crédito en moneda extranjera sobre el total, pasando de 20.73% (Junio) a 23.31%.



# El caso de los precios de los activos (principalmente inmobiliarios y títulos valores)

- 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 impacto sobre la solvencia y estabilidad del sistema financiero.
- Sin embargo, para 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 y complementarios.



## Otro riesgo de la *sobre-utilización* de la tasa

- La *sobre-utilización* de la tasa de interés podría ampliar aún más el diferencial entre el costo de capital interno y el del externo.
- Lo cual, en tiempos de ‘normalidad’ global, podría volver a estimular entradas de capital superiores a la capacidad de absorción del mercado interno, contribuyendo por ende a la formación de *booms* de crédito.
- Y, así mismo, podría reactivar la revaluación y afectar el empleo formal en el sector real.



# Colombia: entradas de capital y burbujas

- En Colombia se ha observado que antes de episodios de *boom* crediticios se suelen presentar masivas entradas de capital, ampliaciones *atípicas* de déficit en cuenta corriente (hoy en 3,5%) y revaluación del peso.
- En tanto que los precios de los activos se comportan de manera pro-cíclica con respecto al *boom*.
- No obstante, la dinámica de las entradas de capital por endeudamiento de corto plazo se ha reducido, sin duda por la otra vez creciente incertidumbre sobre la recuperación de la economía mundial.



# **III. REGULACIÓN MACRO- PRUDENCIAL: COMPLEMENTO ESENCIAL**



# La respuesta: regulación macro-prudencial como elemento inseparable de la política monetaria (Oliver Blanchard del FMI, 2010)

- La crisis nos enseñó que, a fin de enfrentar la diversidad de metas de la política macroeconómica, hoy hay que contar con una más amplia gama de instrumentos que los tradicionales (tasas de interés).
- 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.



# El papel de la política macro-prudencial

Se trata de reorientar la regulación prudencial hacia el tratamiento de los riesgos sistémicos del sector financiero en su conjunto. Para ello se precisa:

- Complementar el objetivo convencional de la política monetaria con el cometido de anticiparse a las burbujas de activos (inmobiliarios y títulos y valores)
- Por consiguiente, regular la oferta de crédito



# Herramientas de la regulación macro-prudencial

Aparte de tasas y encajes, fijación al sector financiero de: (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 inmobiliarios y de títulos y valores
- (c) Proteger al consumidor de servicios financieros.



# Otras órbitas de la regulación macro-prudencial

- Límites al ‘*loan to value*’ y ‘*loan to income ratios*’ en créditos de vivienda y otros bienes de consumo durable, y también a la financiación de títulos y valores a través de ‘cuentas de margen’.
- Descalces cambiarios del sistema ampliado
- Descalces de ‘maduración’ entre el apalancamiento de los intermediarios y la cartera
- Requerimientos contra-cíclicos de capital (+ o -) de los intermediarios según el ciclo crediticio
- La separación de la actividad bancaria comercial de la de inversión (*proprietary trading*)



# **IV. 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»: Minsky



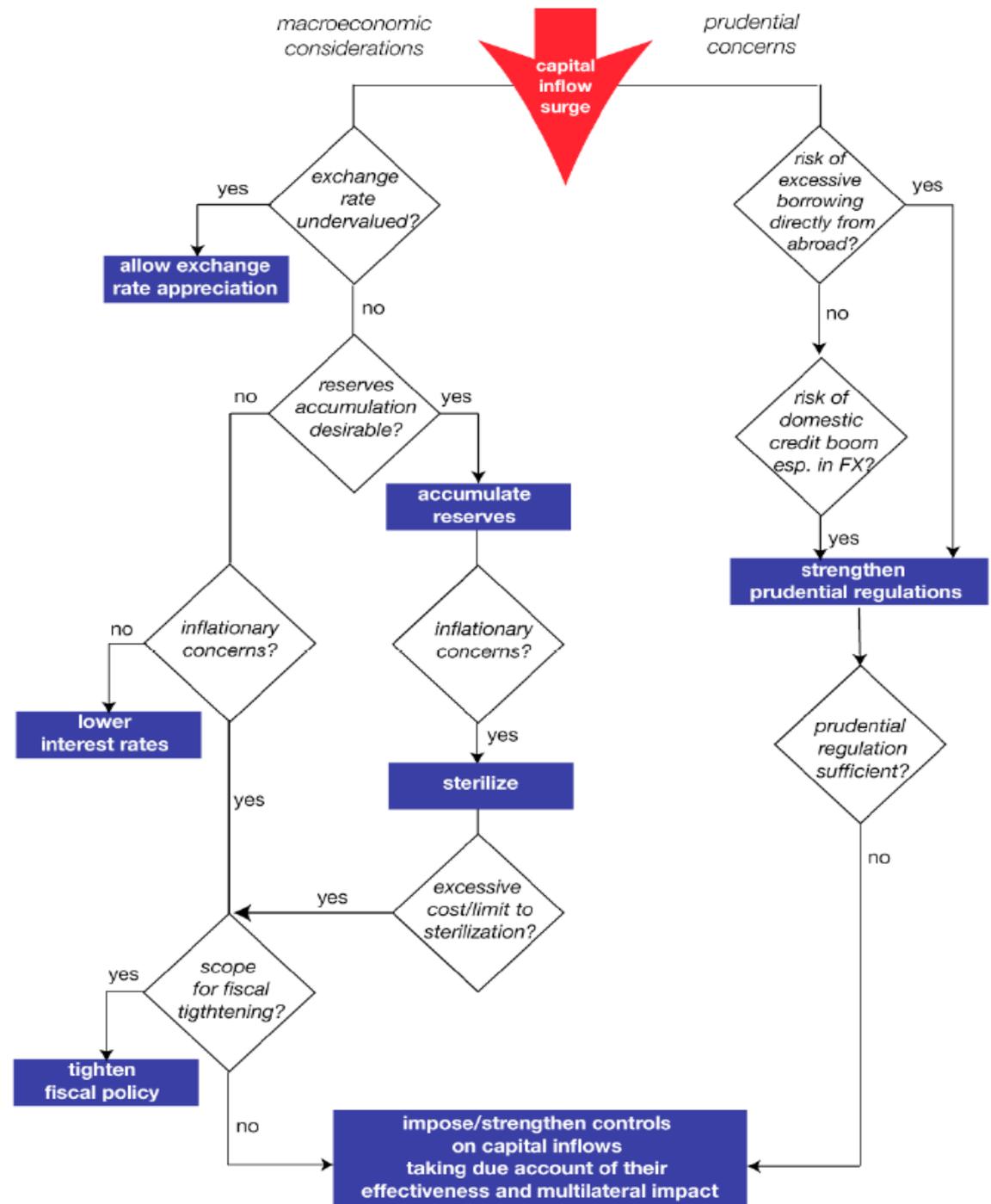
# Controles de capital de corto plazo: otra herramienta de la regulación macro-prudencial (Jonathan D. Ostry y otros del FMI, 2010)

- Dos razones para controles de capital: ponerle 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 (por ejemplo operaciones '*carry trade*')
- Tales controles han sido un complemento muy útil de las demás herramientas macroeconómicas (fiscales, monetarias y regulatorias), *bajo circunstancias especiales y transitorias*



# ‘La regla de Ostry’

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 justificaría



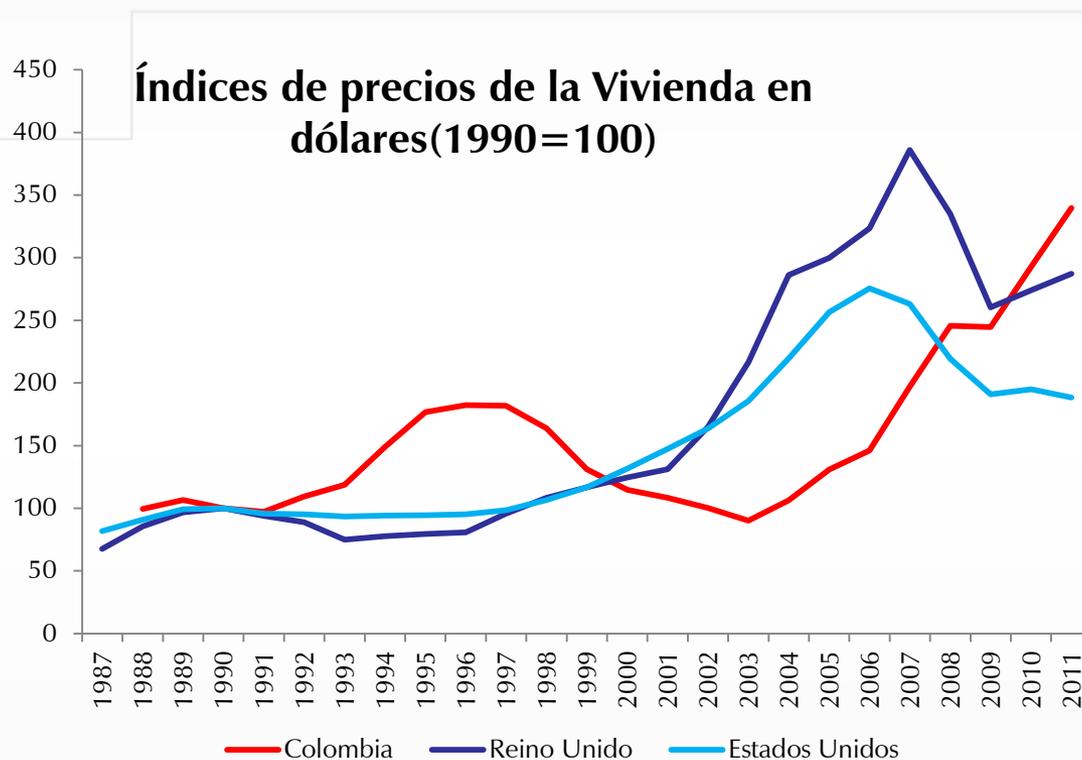
# **V. INDICADORES SOBRE VIVIENDA Y CARTERA**



- En los países desarrollados los precios de la vivienda están descendiendo, mientras que en la mayoría de países de América Latina, incluido Colombia, continúan al alza.
- Los precios de la vivienda en Colombia continúan aumentando y su nivel ya es el máximo de la serie.



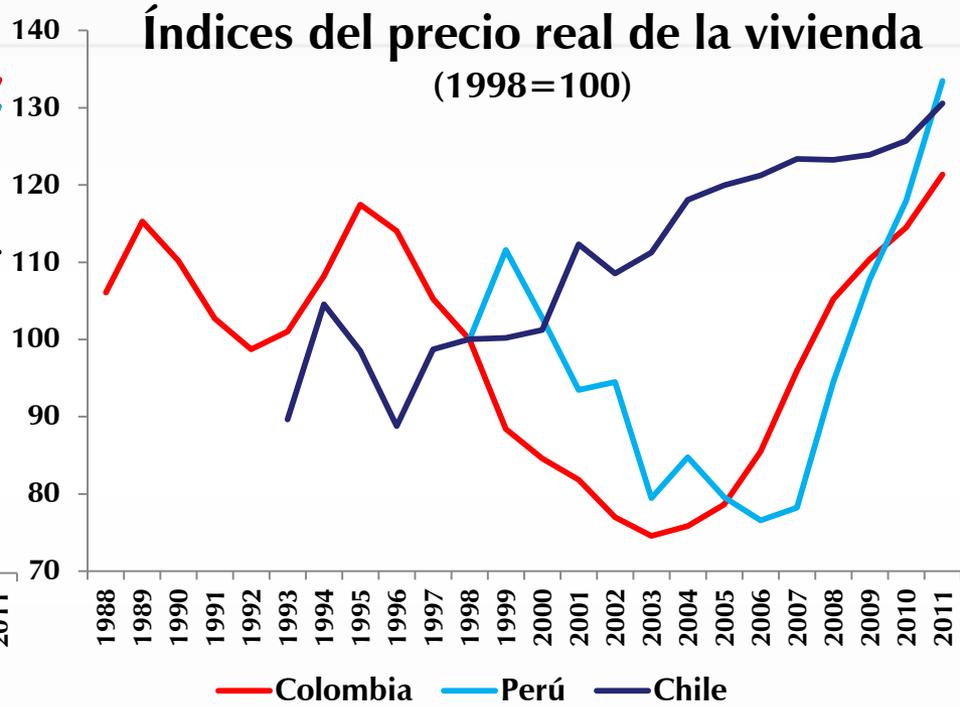
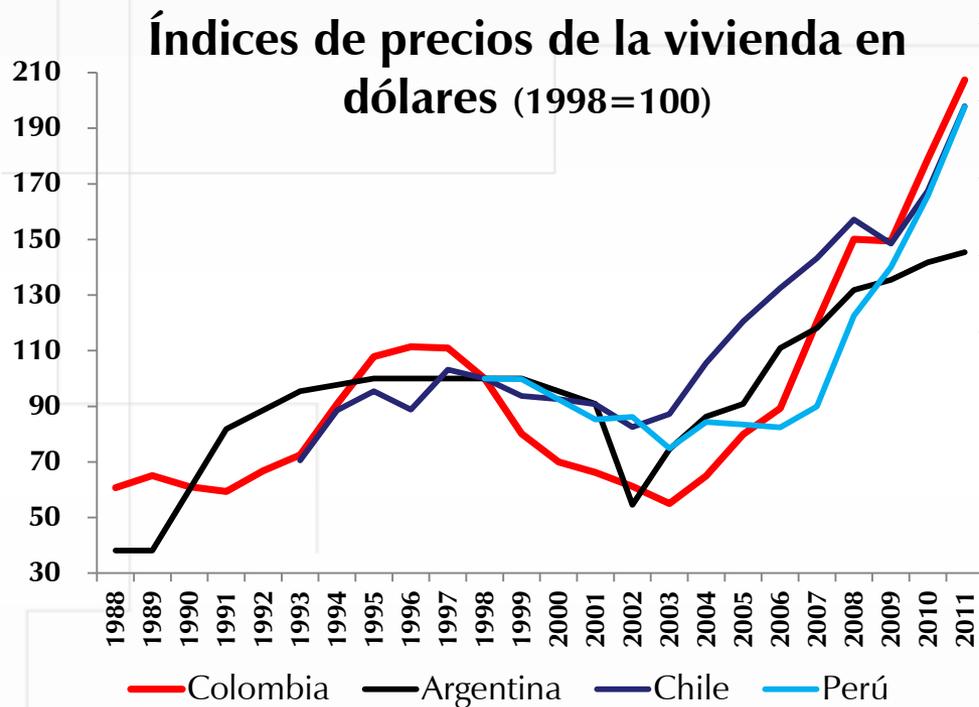
# Desde 1990 los precios en dólares de la vivienda usada en Colombia han crecido más que los de Estados Unidos y Reino Unido



Fuente: Nationwide, Bloomberg y Banco de la República.

# Precios de la vivienda de algunos países de América Latina

## Latina

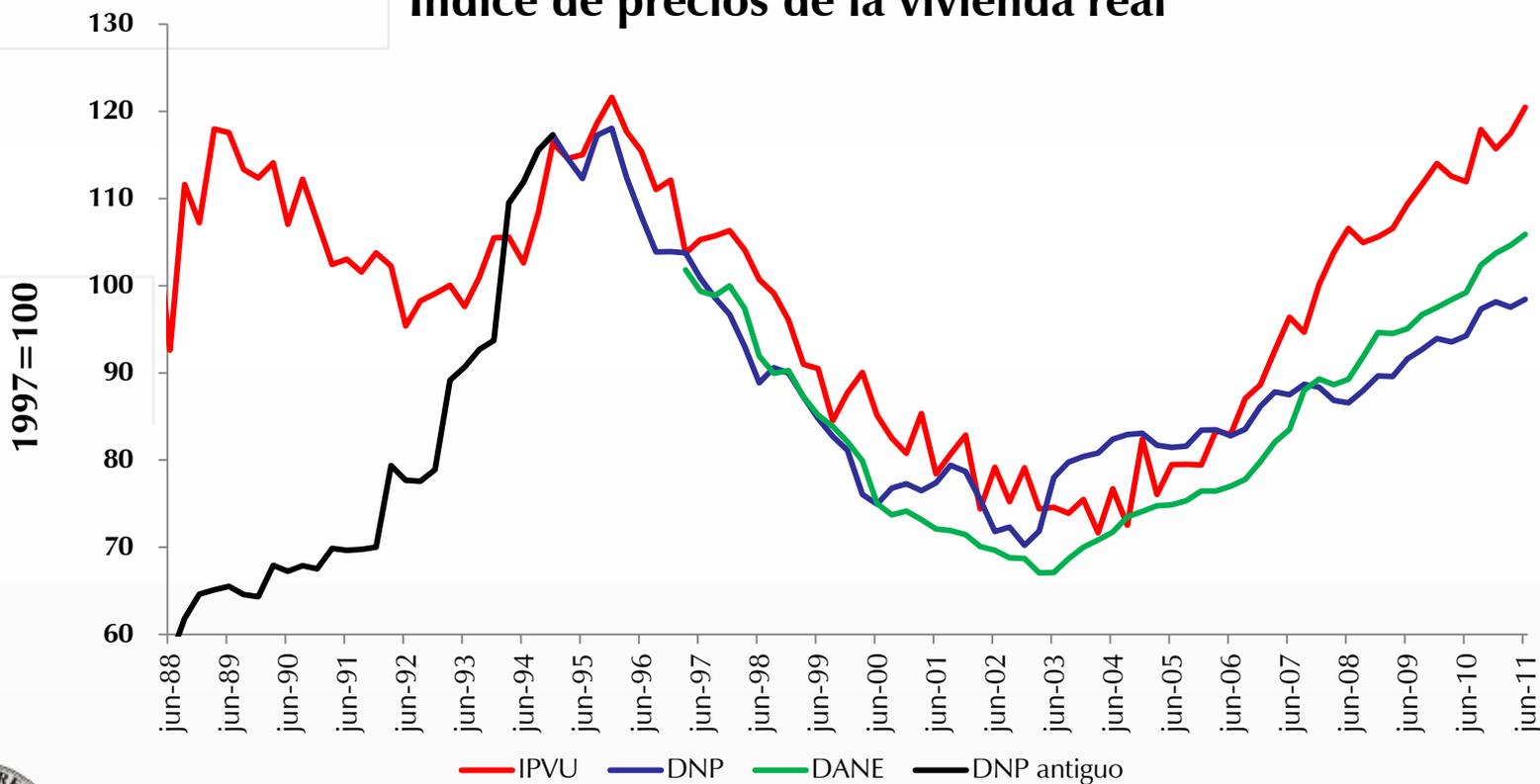


\*2011 proyectado con las variaciones anuales observadas.



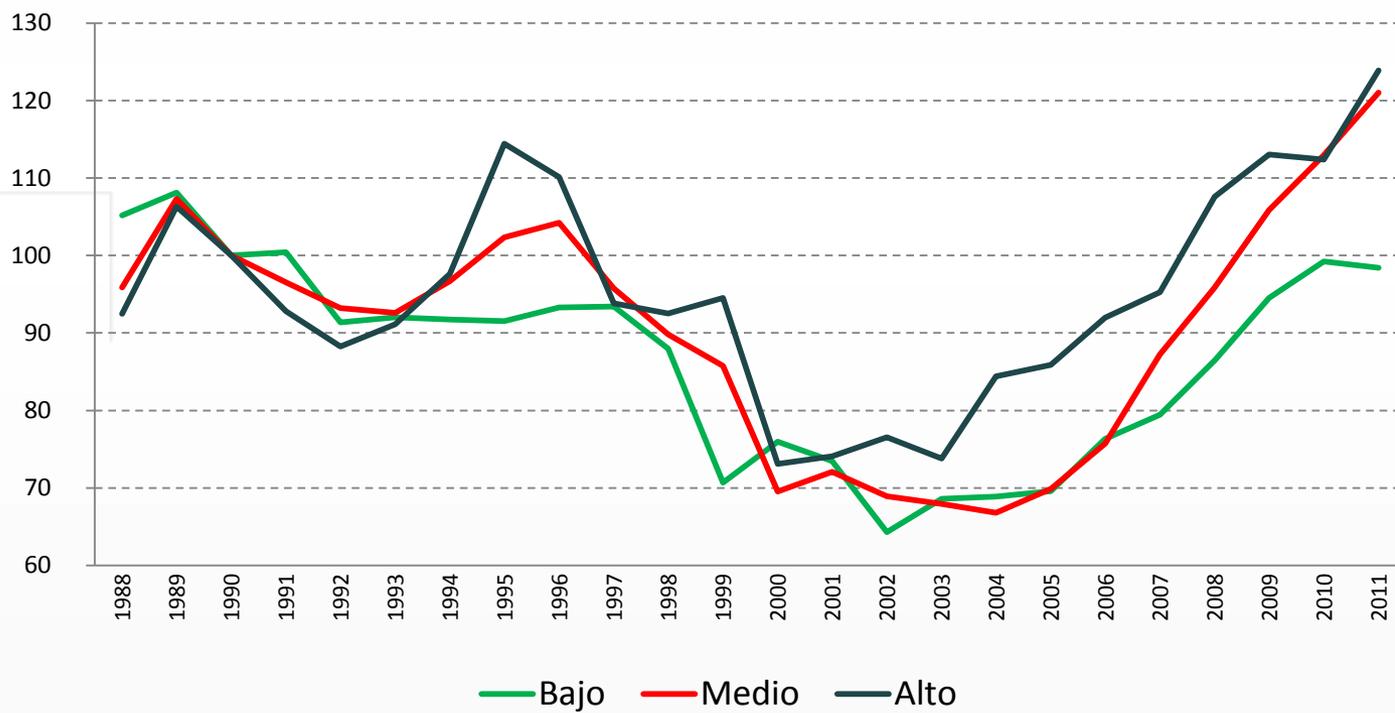
# 2011: los índices de precios de la vivienda en Colombia continuaron con su tendencia creciente. En el segundo trimestre el IPVU y el índice del DANE alcanzaron el máximo de la serie

## Índice de precios de la vivienda real



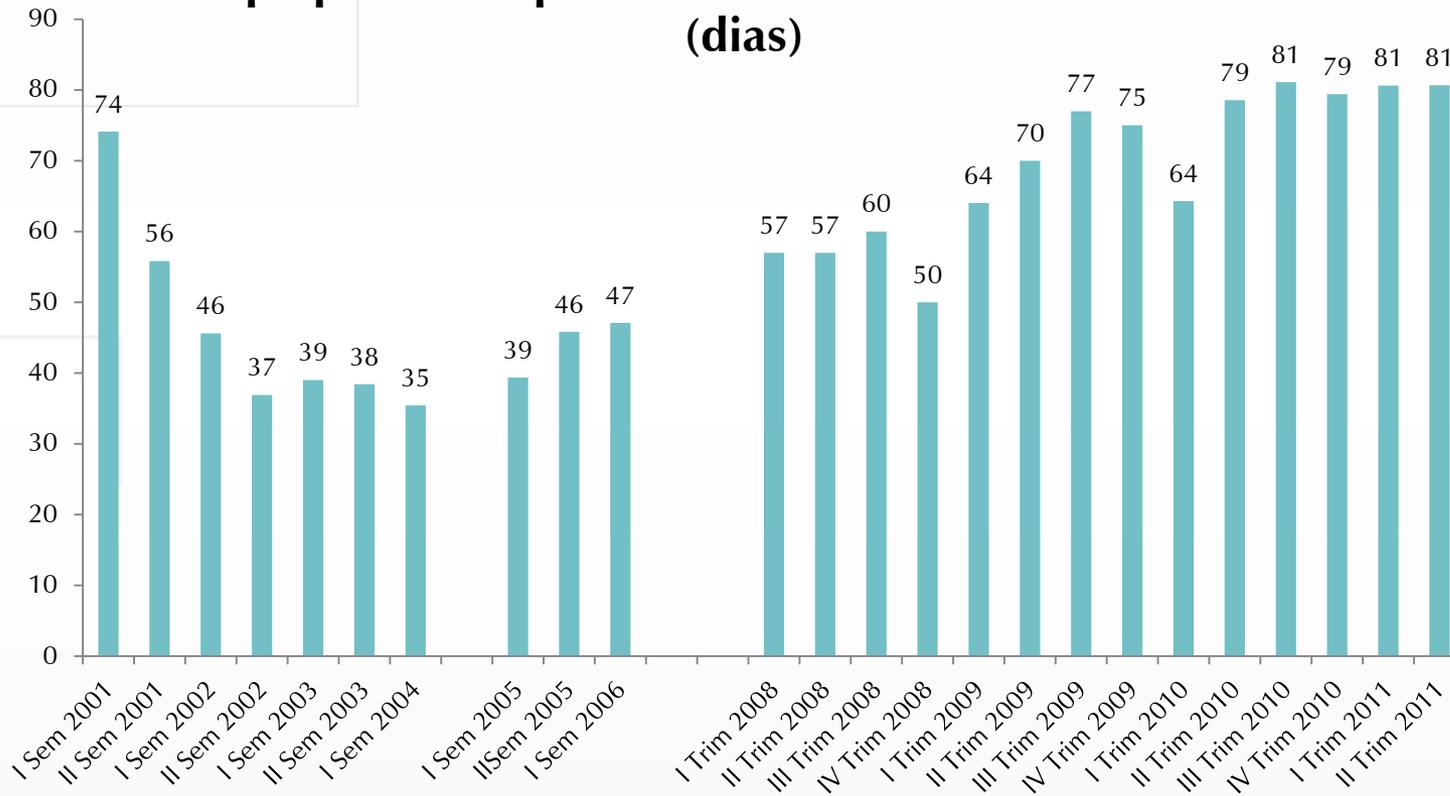
# Los precios reales de la vivienda usada en Bogotá para los estratos altos y medios se aceleraron en 2011 y alcanzaron niveles mayores a los registrados en los noventas

IPVU real  
por estratos (1990=100)



# Ha aumentado el tiempo promedio para arrendar

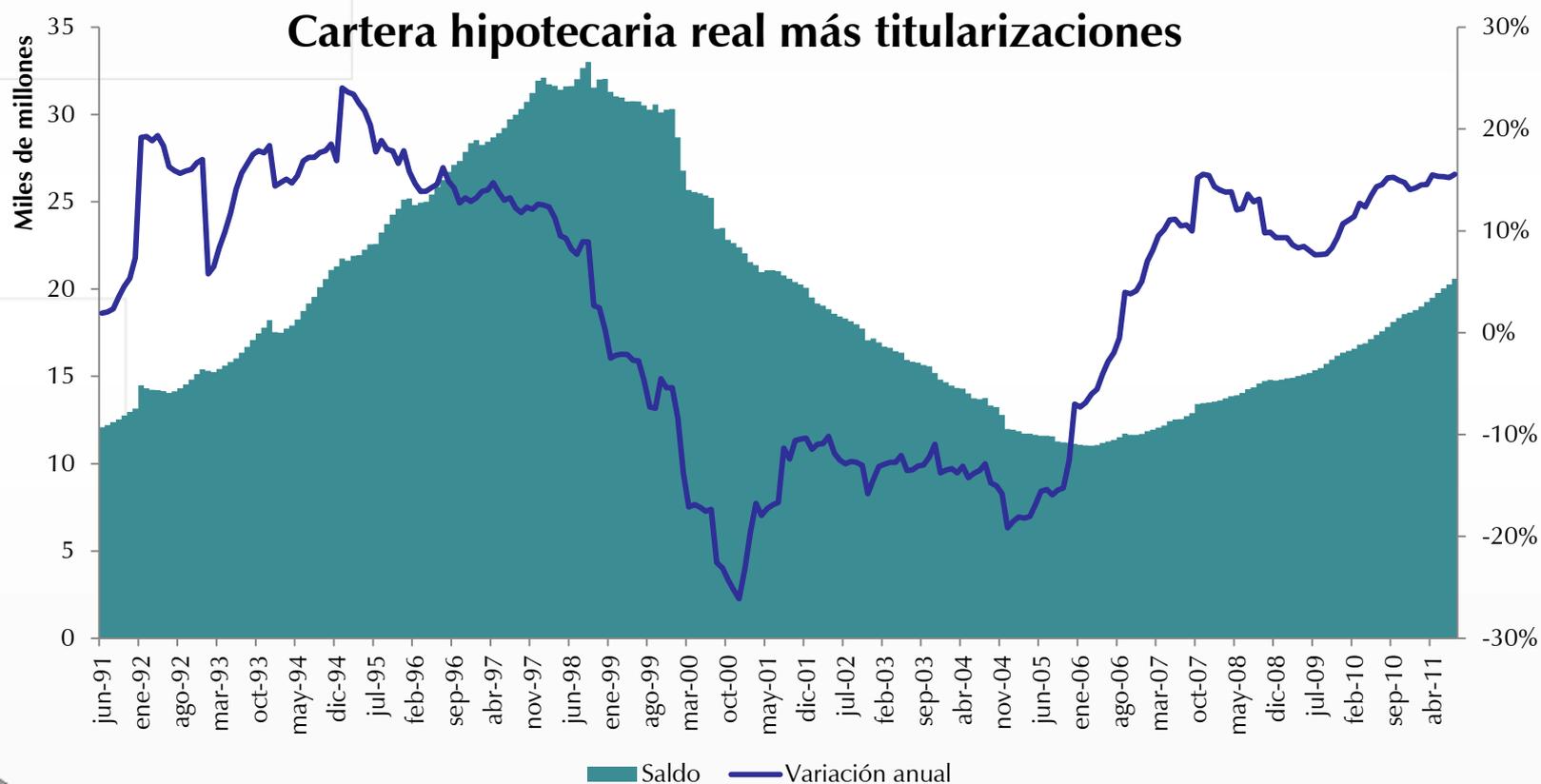
## Tiempo promedio para arrendar un inmueble residencial (días)



# Lo más inquietante: el precio real de la tierra urbana en Bogotá

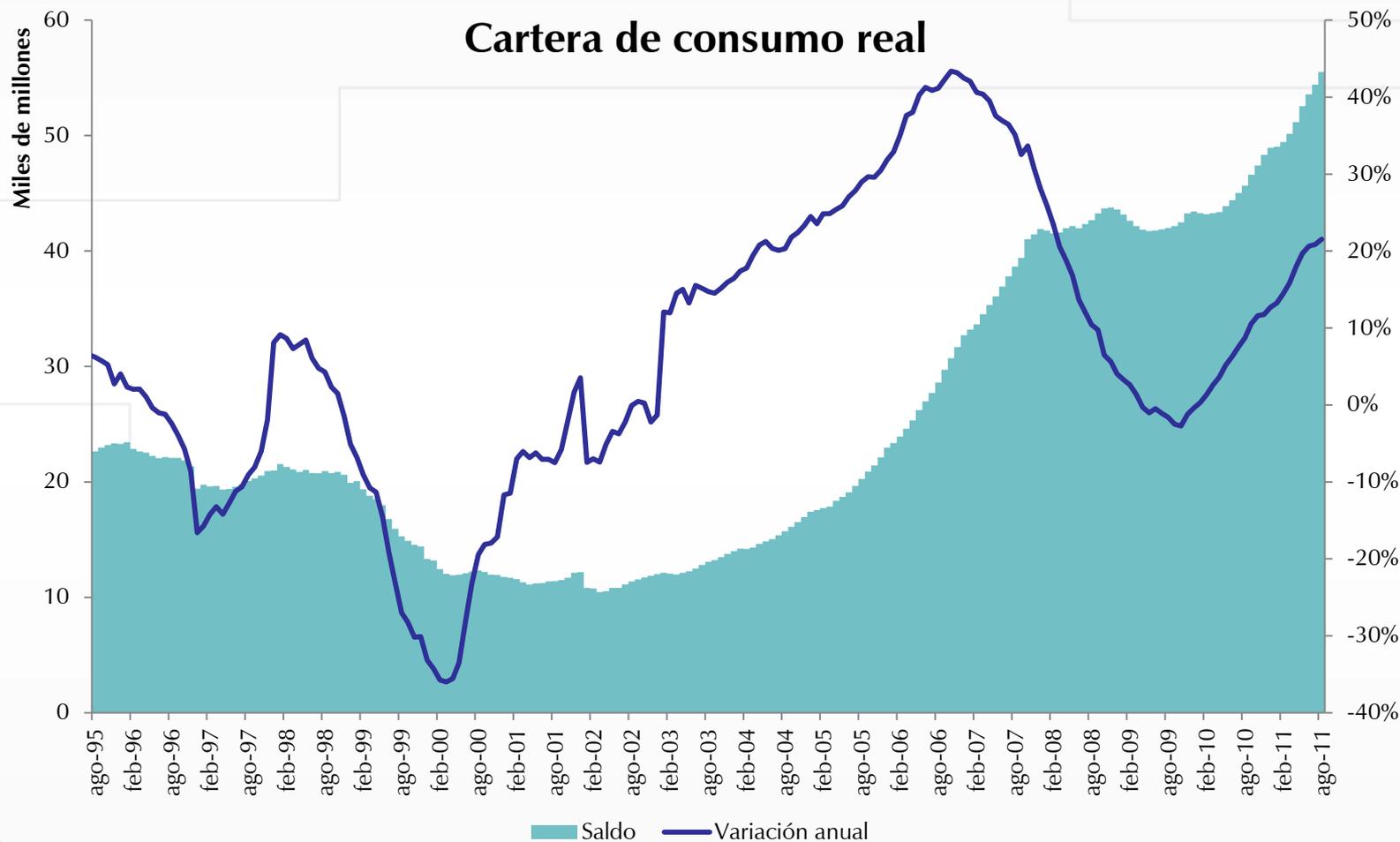


# Crecimiento real del crédito hipotecario

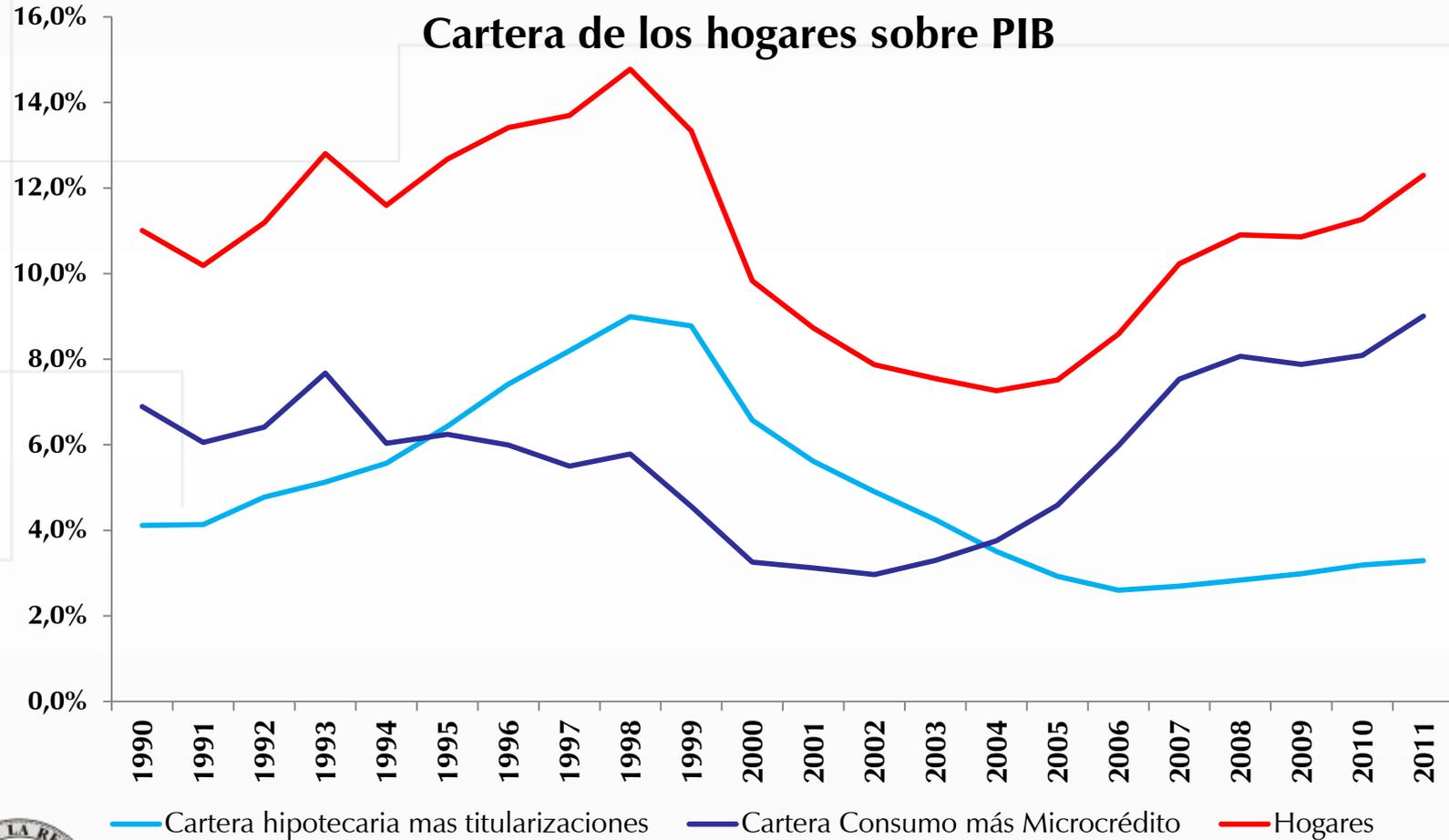


Fuente: cálculos Banco de la República

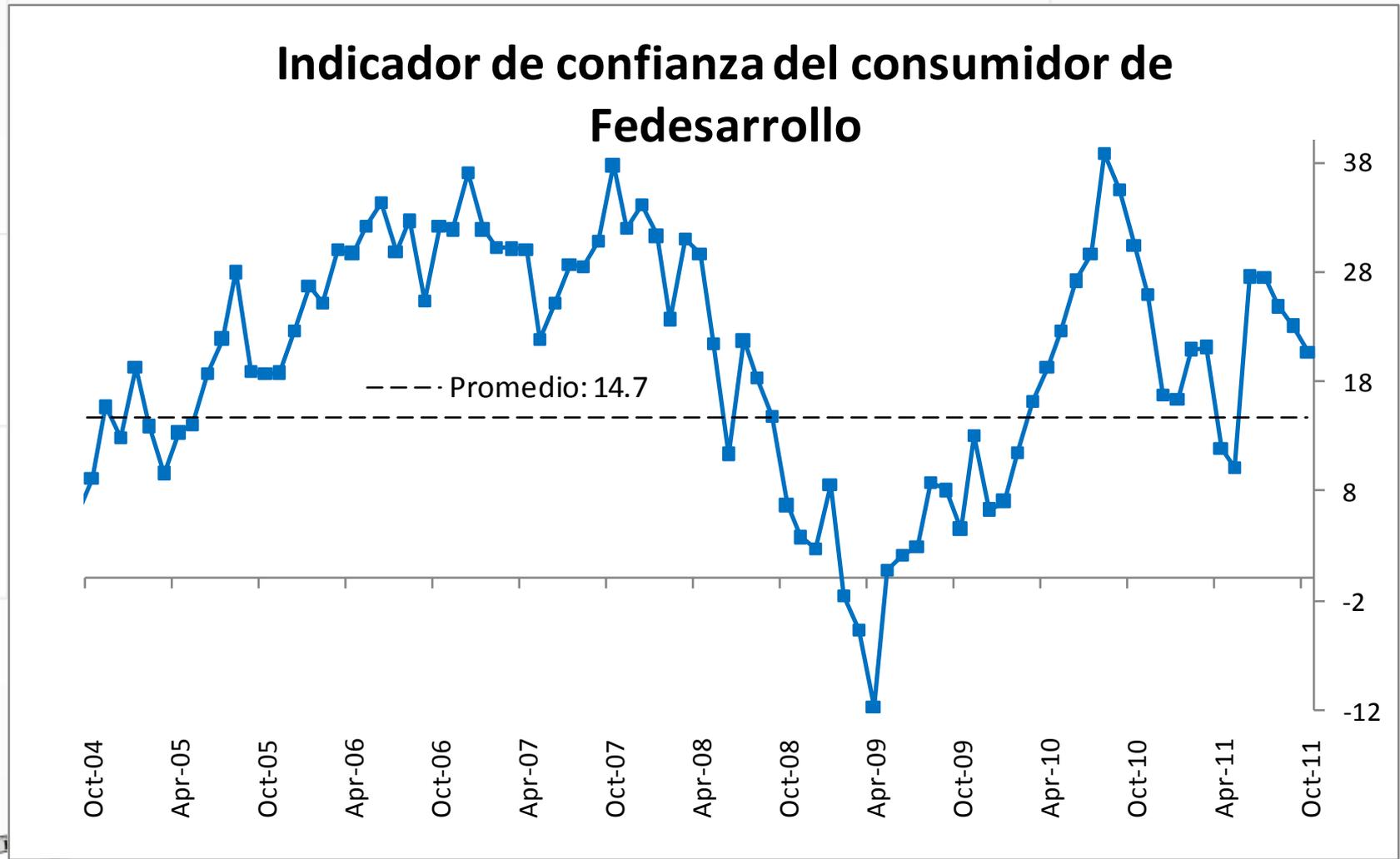
# Evolución del crédito de consumo para los hogares



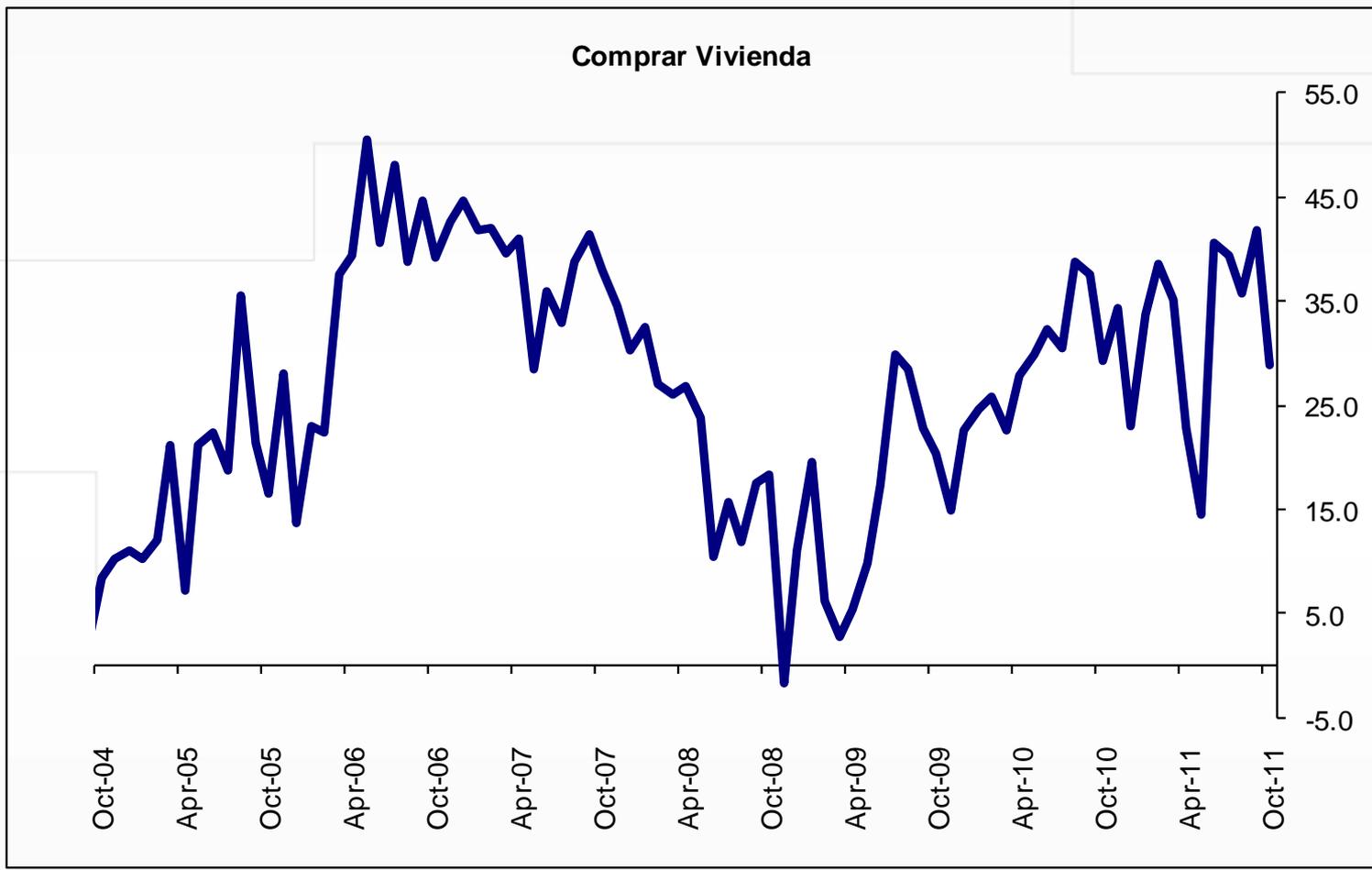
# Sin embargo...el endeudamiento total de los hogares (consumo más hipotecario) todavía no alcanza sus máximos históricos



# Adicionalmente...en octubre el índice de confianza del consumidor cayó por cuarto mes consecutivo



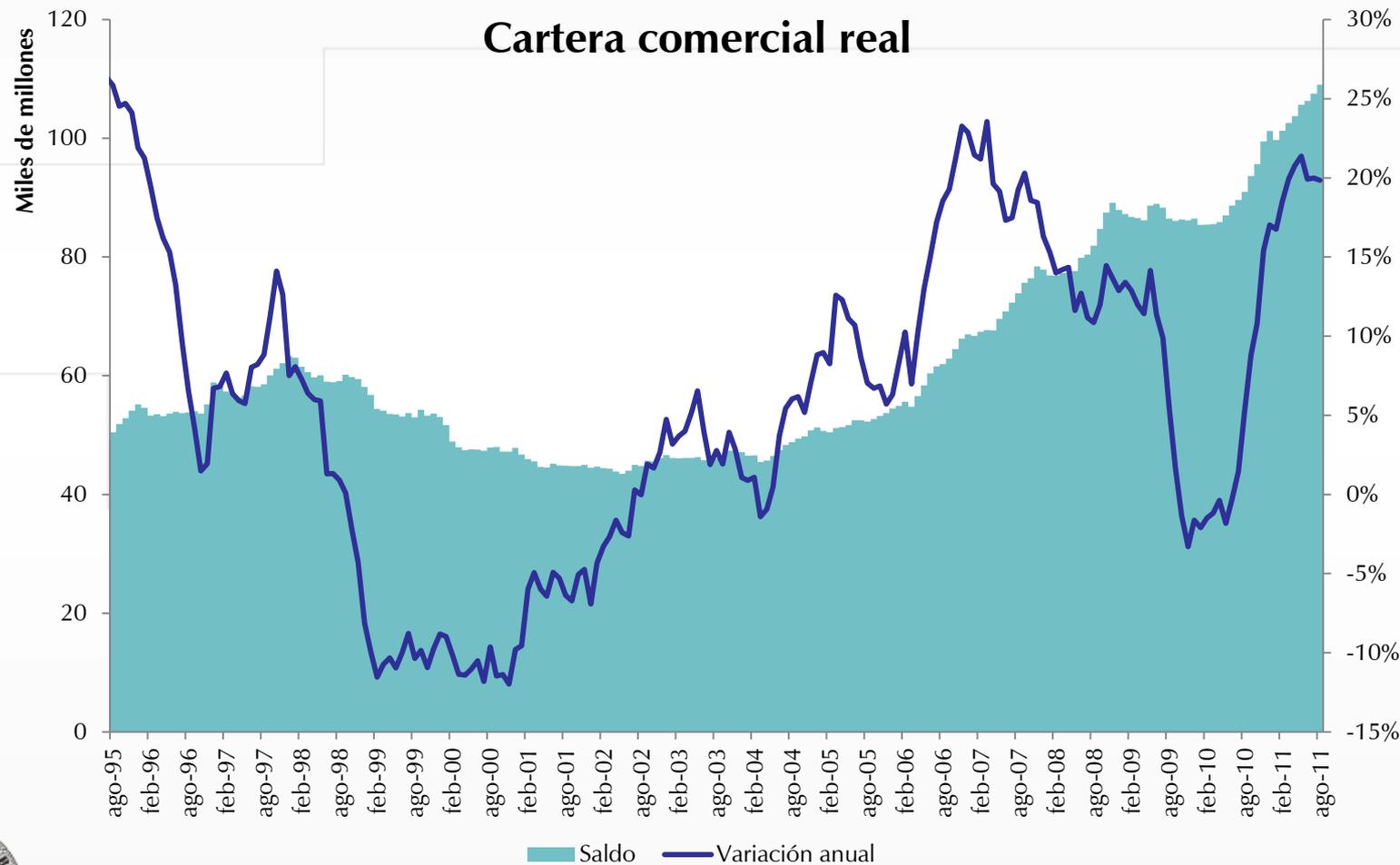
# E igualmente... cayó la disposición de los consumidores a comprar vivienda



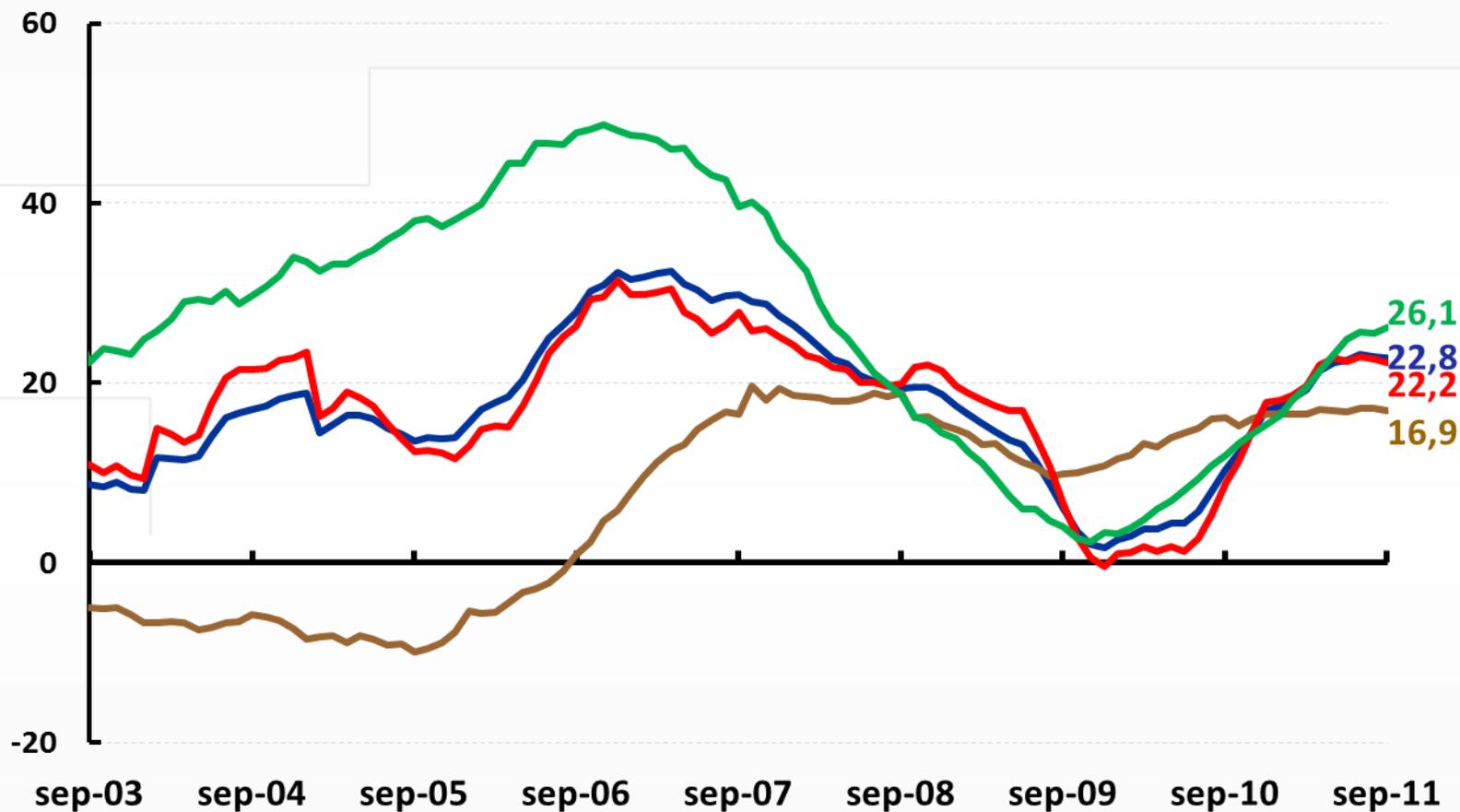
**¿Cree ud. que este es un buen momento para comprar vivienda?  
(balance)**



# Evolución del crédito comercial de las empresas



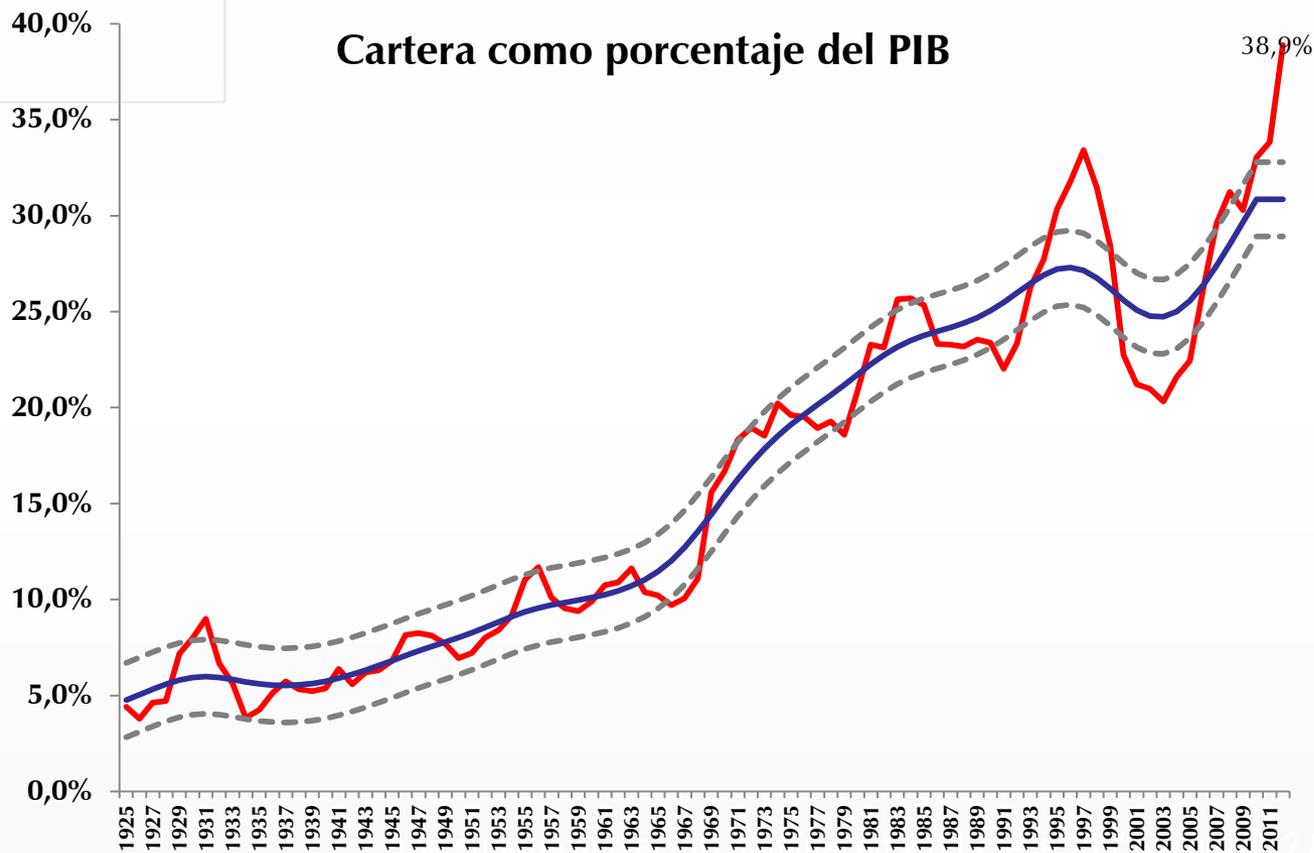
# Cartera Bruta con Leasing (crec. %)



— Total Cartera — Hipotecaria ajustada — Comercial — Consumo y Microcrédito

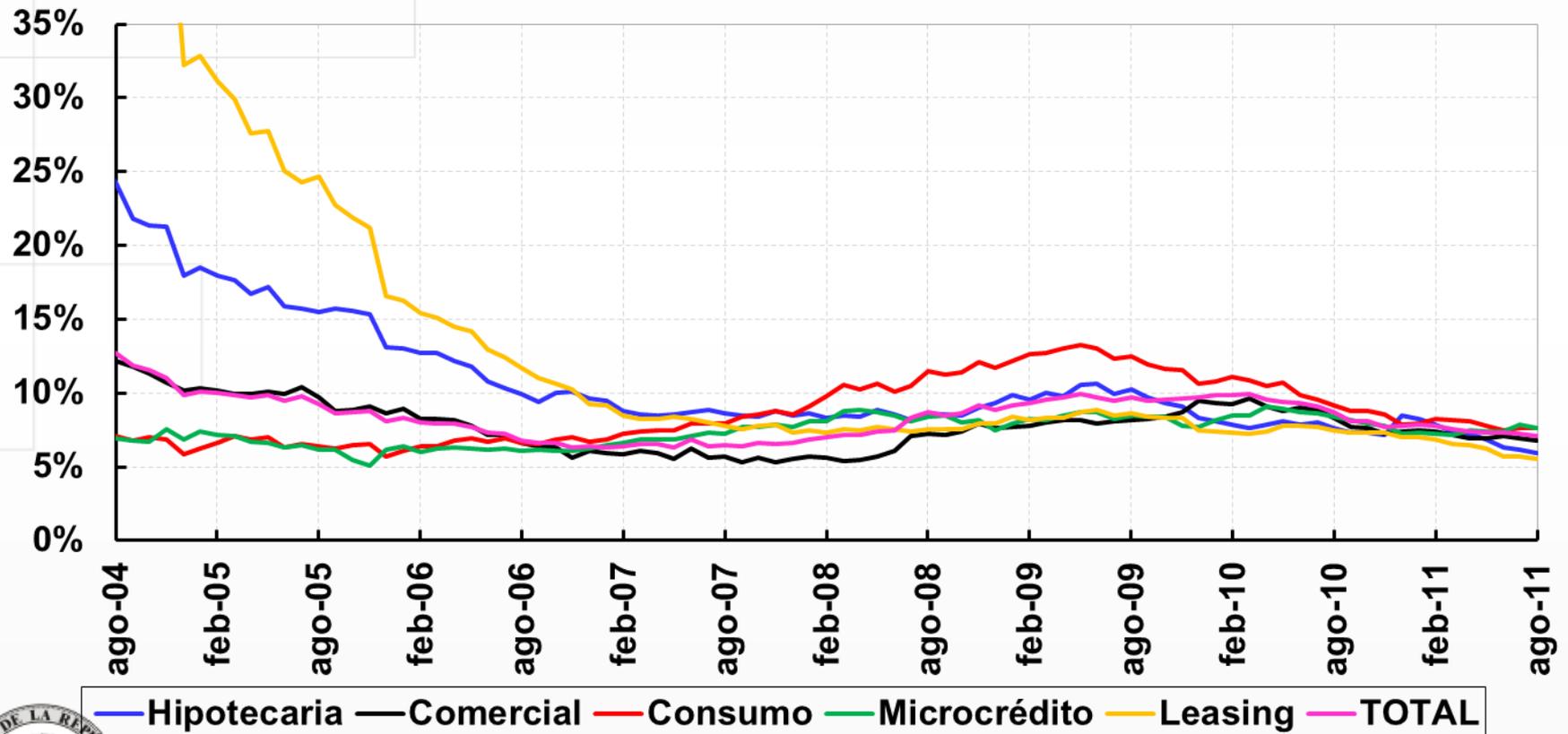
Fuente Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República

# La razón cartera a PIB alcanzaría 39% en 2012: ¿genuina bancarización o simplemente endeudamiento más alto?



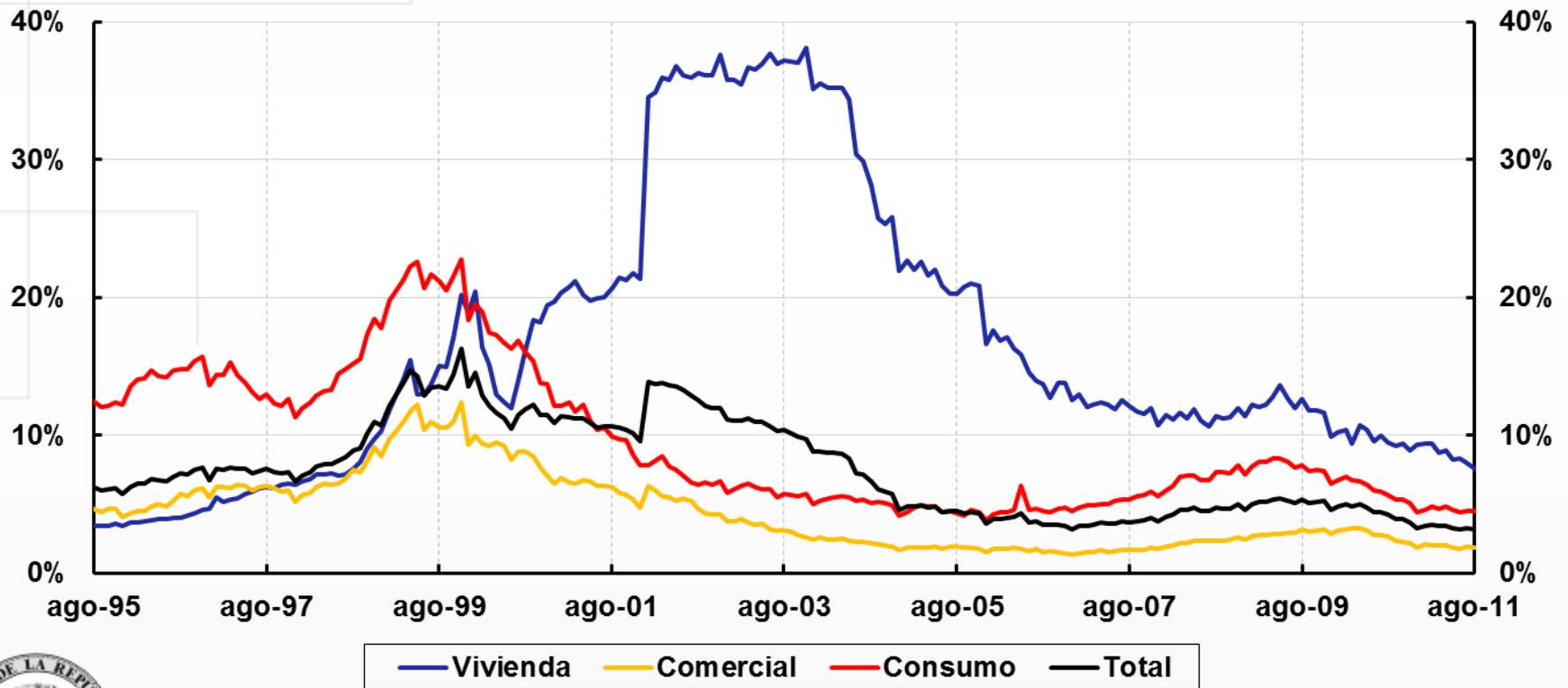
# Cartera Riesgosa/ Cartera Bruta (%)

## Riesgo de cartera



# Cartera Vencida/ Cartera Bruta (%)

## Indicador de mora de la cartera Cart vda/Cart total



# Algunas referencias (A)

- Alesina, A., Carrasquilla, A., Steiner, R. (2002) “El Banco Central en Colombia”. En “Reformas Institucionales en Colombia”, Fedesarrollo y Alfaomega, Bogotá.
- Bank of England (2009) “The role of macroprudential policy”. A Discussion Paper. November.
- 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.
- Cano, C.G. (2008) “Regulación y Supervisión: la otra cara de la Política Monetaria”. Banco de la República. Borradores de Economía No. 501, Bogotá
- 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.
- Greenspan, A. (2010) “La crisis”. Revista de Economía Institucional. Universidad Externado de Colombia, Vol.12 número 22, Bogotá
- Haldane, A.G (2010) “La pregunta de los cien mil millones” . Revista de Economía Institucional. Vo.12 número 22, Bogotá
- 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.

# Algunas referencias (B)

- 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.
- 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**

