



LECCIONES DE LAS CRISIS: EL PAPEL DE LA REGULACIÓN EN LA POLÍTICA MONETARIA

**PRIMERA JORNADA FINANCIERA
BANCO CENTRAL DE BOLIVIA**

La Paz, Septiembre 29 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 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

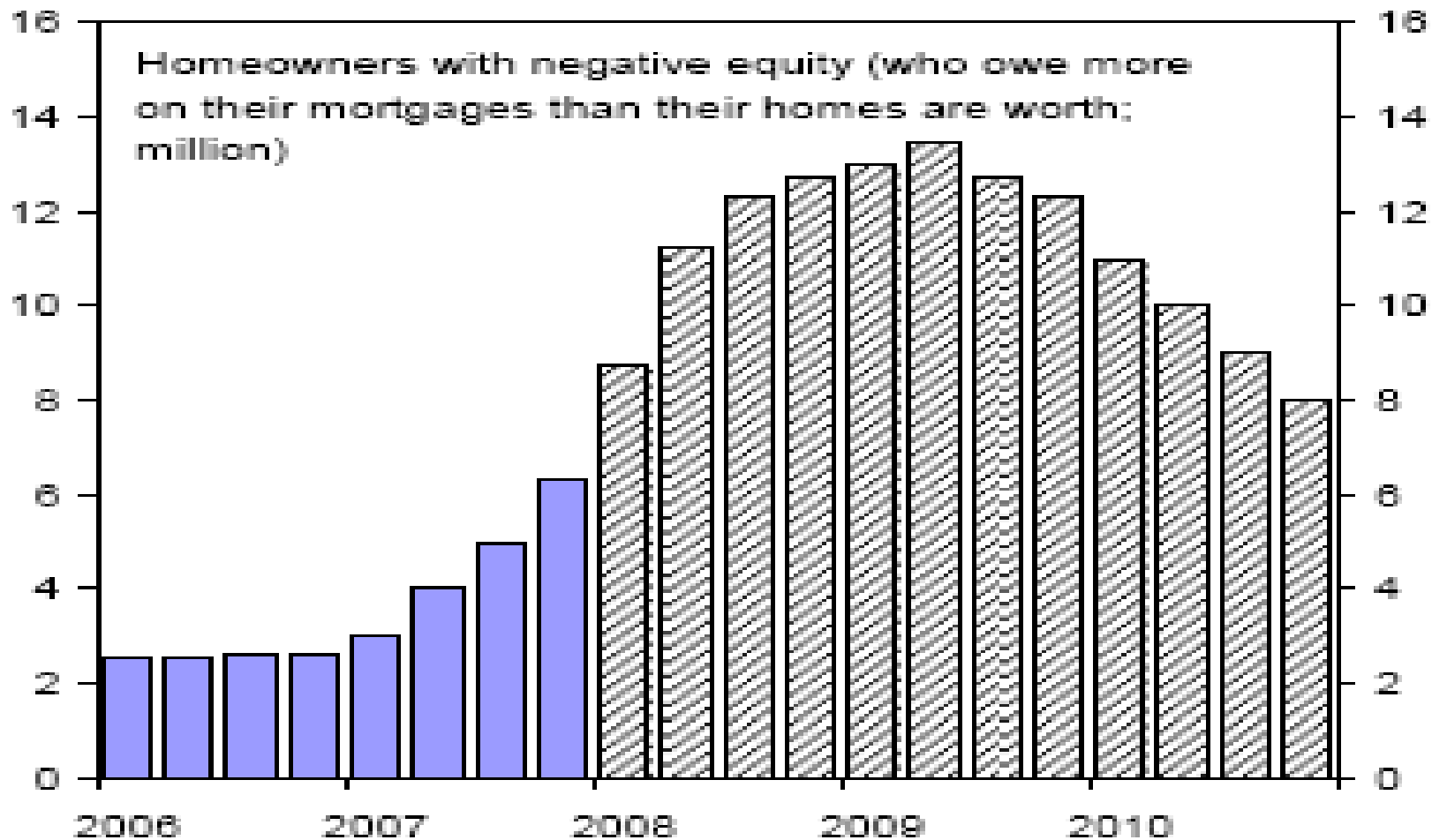


Sources: Robert Shiller; Standard & Poor's

*Q1



De un 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



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**

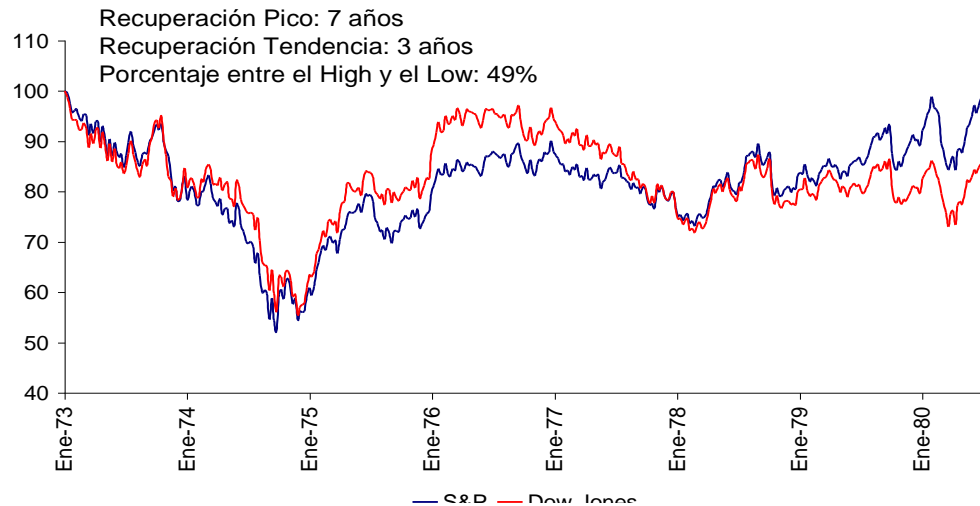


La duración media de las últimas siete recesiones en EU (hasta la recuperación del apetito por el riesgo) desde 1960 alcanzó 32 meses

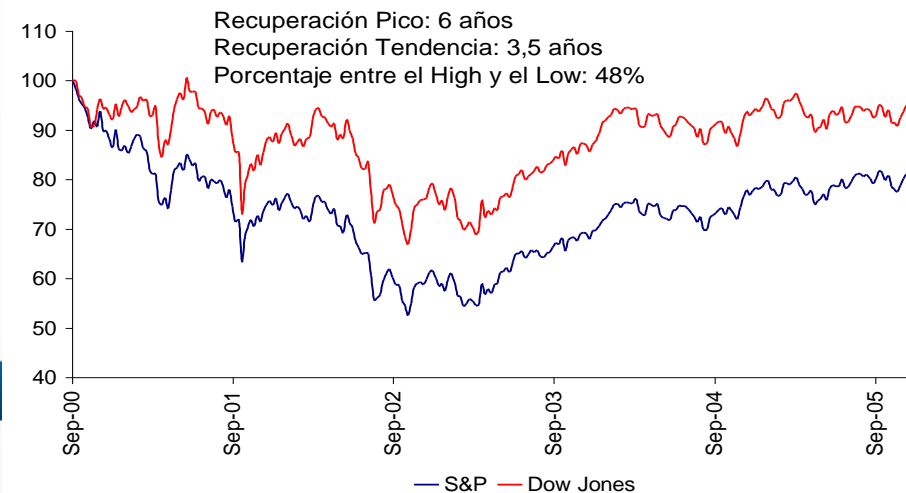
Crisis del 29



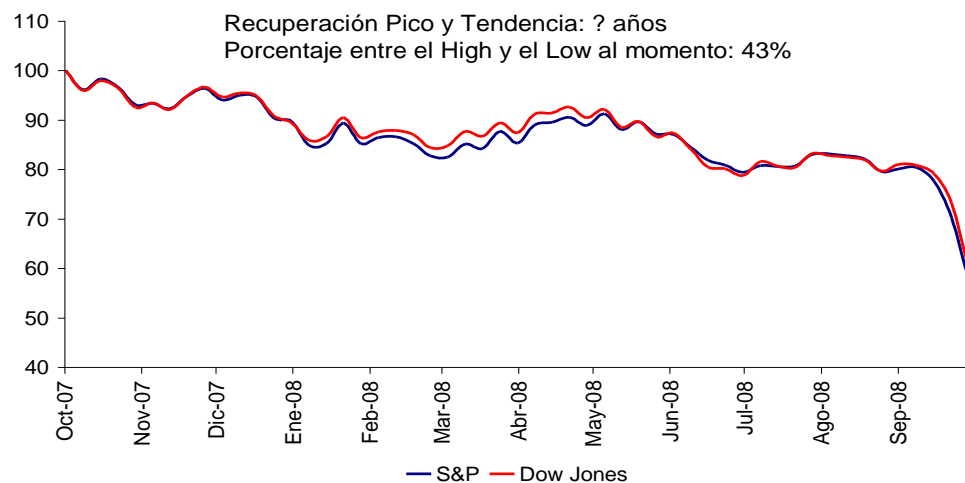
Crisis Petrolera del 73



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 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.



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



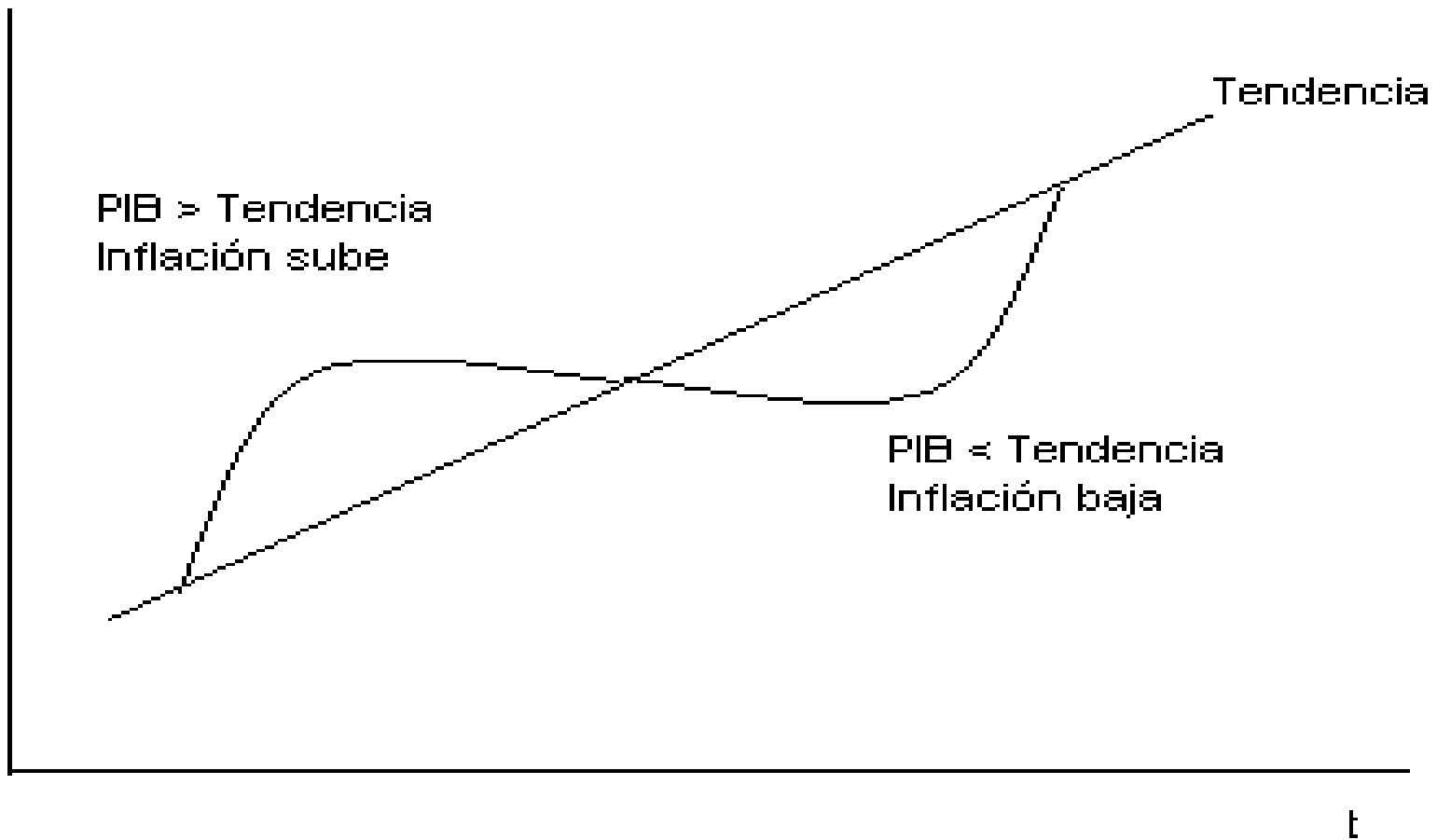
El control de la inflación: ¿ única tarea?

- 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.
- La realidad desborda la retórica: la mayoría de los BC inscritos en el esquema Inflación-Objetivo sigue un enfoque flexible. (Blanchard, 2010)



El vaivén del ciclo económico, objeto de la órbita de la política monetaria PLUS: activos inmobiliarios y títulos y valores

PIB



El caso de los precios de los activos (principalmente de los inmobiliarios y títulos y 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 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.

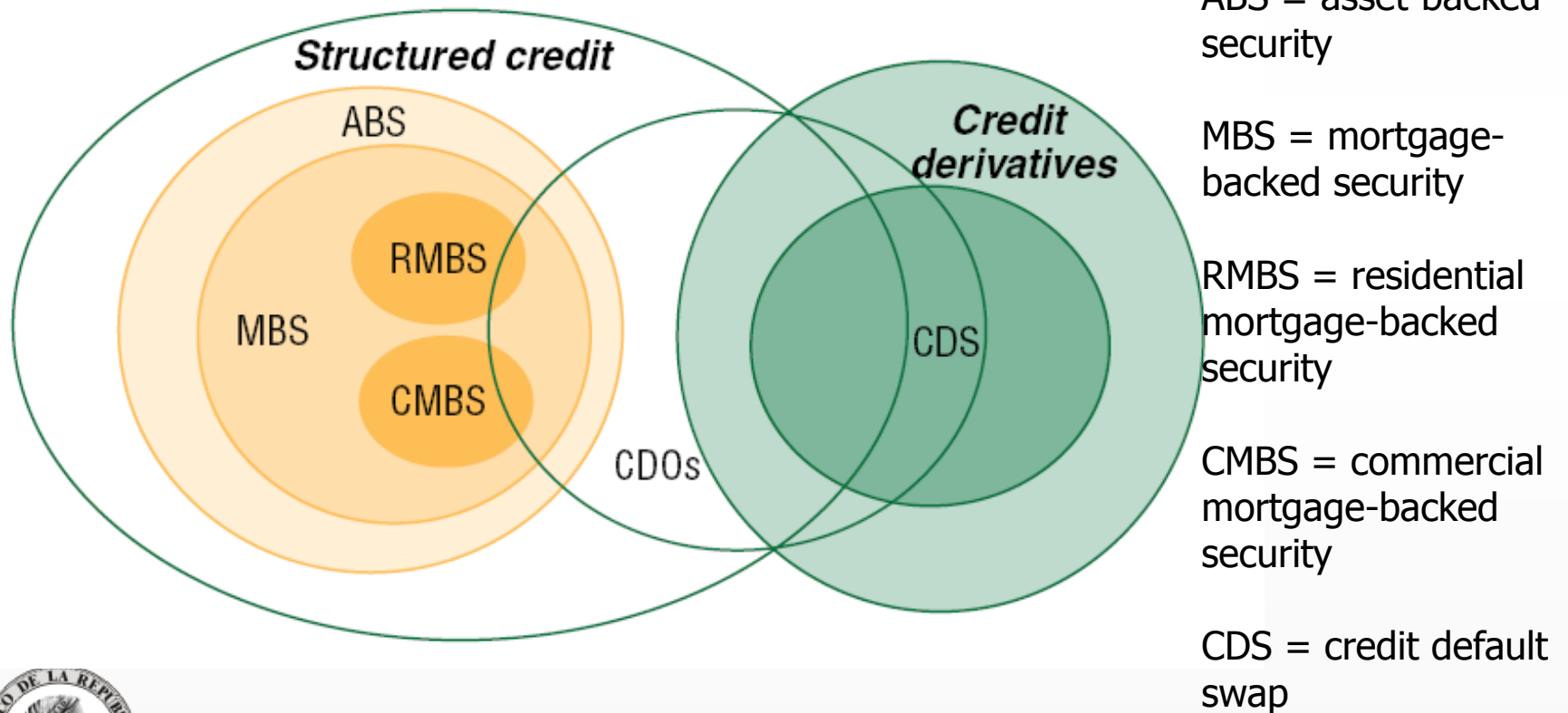


- La inflación originada del lado de la demanda se explica principalmente por el crecimiento de la cantidad de dinero en circulación.
- Pero los esfuerzos de los banqueros centrales por controlarlo han sido contrarrestados por nuevos y muy cercanos sustitutos suyos. (Kindleberger)
- Se trata de las ‘innovaciones’ 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.



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



III. SOBRE LA REGULACIÓN Y LA SUPERVISIÓN (R&S)



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 valores), y viceversa.
- Resulta obvio: se trata de la R&S.



La advertencia más reciente de Wiesner (2008)

- Los BC están sujetos al riesgo de tener que elevar sus tasas más allá de lo prudente cuando se trata del empeño legítimo de preservar su credibilidad, y de evitar la acusación de no ser suficientemente independientes.
- El peligro es la adopción de insoportables tipos de interés, los cuales terminarían afectando adversamente el empleo.
- Este riesgo resulta mucho mayor cuando el BC no cuenta con ese segundo instrumento (R&S) para evitar que tenga que *sobre-utilizar* la tasa.



Otra secuela de la *sobre-utilización* de la tasa

- La *sobre-utilización* de la tasa de interés amplía el diferencial entre el costo de capital interno y el del externo.
- Estimulando entradas de capital superiores a la capacidad de absorción del mercado interno.
- Y, por ende, agudizando la revaluación y agravando la crisis del sector real.



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



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)

Por tanto, la 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 inmobiliarios y de títulos y valores
- (c) Proteger al consumidor de servicios financier.



Otras órbitas específicas de R&S por parte del BC

- 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*)



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.



Minsky pidió a la Fed mayor control a través de la R&S sobre la banca. Paul McCulley, presidente de Pimco, interpretando a Minsky, afirmó:

“Si usted tiene acceso a la ventanilla de la Fed, creo firmemente que ésta tiene que tener el poder de supervisar y regular su negocio: requerimientos de capital, administración de riesgos, manejo de liquidez, etc.”.



Stephen Cecchetti del BIS: R&S al BC

- Ha llegado la hora de que los BC (que aún no han asumido esa responsabilidad), sean los R&S de los ‘sistemas financieros ampliados’ (incluida la ‘banca en la sombra’). Pues al lado de la estabilidad de precios y la emisión, su otro objetivo esencial es la estabilidad financiera.
- Para cumplirlo es esencial conocer la marcha de sus agentes en tiempo real a través de la R&S.
- A su vez, como prestamistas de última instancia lo mínimo que tienen que exigir los BC es acceso pleno, expedito y directo a la información sobre aquellos, necesariamente a través de la R&S.



Edwin Kemmerer en Colombia (1923)

- En 1923 se creó el BC bajo la orientación de Kemmerer. A pesar de que su recomendación original consistió en que las funciones de R&S fueran asumidas por este, las autoridades decidieron trasladar dichas competencias a una agencia adscrita al Gobierno.
- Posteriormente, en 1950, los señores Alter y Grove, de la Fed, insistieron en que la S&R debería pasar al BC.



Lauchin Currie en Colombia (1951)

- “Otra reforma conveniente consistiría en encargar al Banco de la República la supervigilancia de los bancos comerciales...”
- “...el Banco Central tiene un interés directo en las condiciones y solidez de los bancos comerciales, en ejercer determinada política sobre dichos establecimientos y en mantenerse informado en cuanto a la medida en que realmente se lleva a cabo dicha política...”



Más recientemente, la Misión Alesina en 2002

- “El BC es la alternativa superior como agencia supervisora de los sectores bancario y financiero por tres razones...
- “...La primera es que es menos probable que la industria ‘capture’ al banco si éste realiza la supervisión.”



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.



La Corte monetaria de Inglaterra: al recate de sus fueros

Osborne, el ministro británico de Finanzas, ha anunciado que la facultad regulatoria del sistema financiero regresará al Banco de Inglaterra.



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 macroprudencial del sistema financiero en su conjunto.



- La asignación de la R&S al BC asimismo tendría la invaluable ventaja de asegurarle el acceso directo y sin interferencias a la información disponible, de primera mano, sobre la salud y comportamiento del sistema financiero ampliado.
- Condición fundamental para poder responder de manera anticipada y preventiva a cualquier amago de crisis sistémica que pudiera poner en peligro la estabilidad de la economía.



- La R&S, lejos de un mero elemento accesorio, tiene que ser el otro instrumento esencial, central y medular de la política monetaria, aparte de la tasas de interés y los encajes.
- La razón es que su diseño y aplicación tienen que obedecer, por encima de cualquier otra consideración, a las prioridades constitucionales del BC como autoridad monetaria



IV. 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.



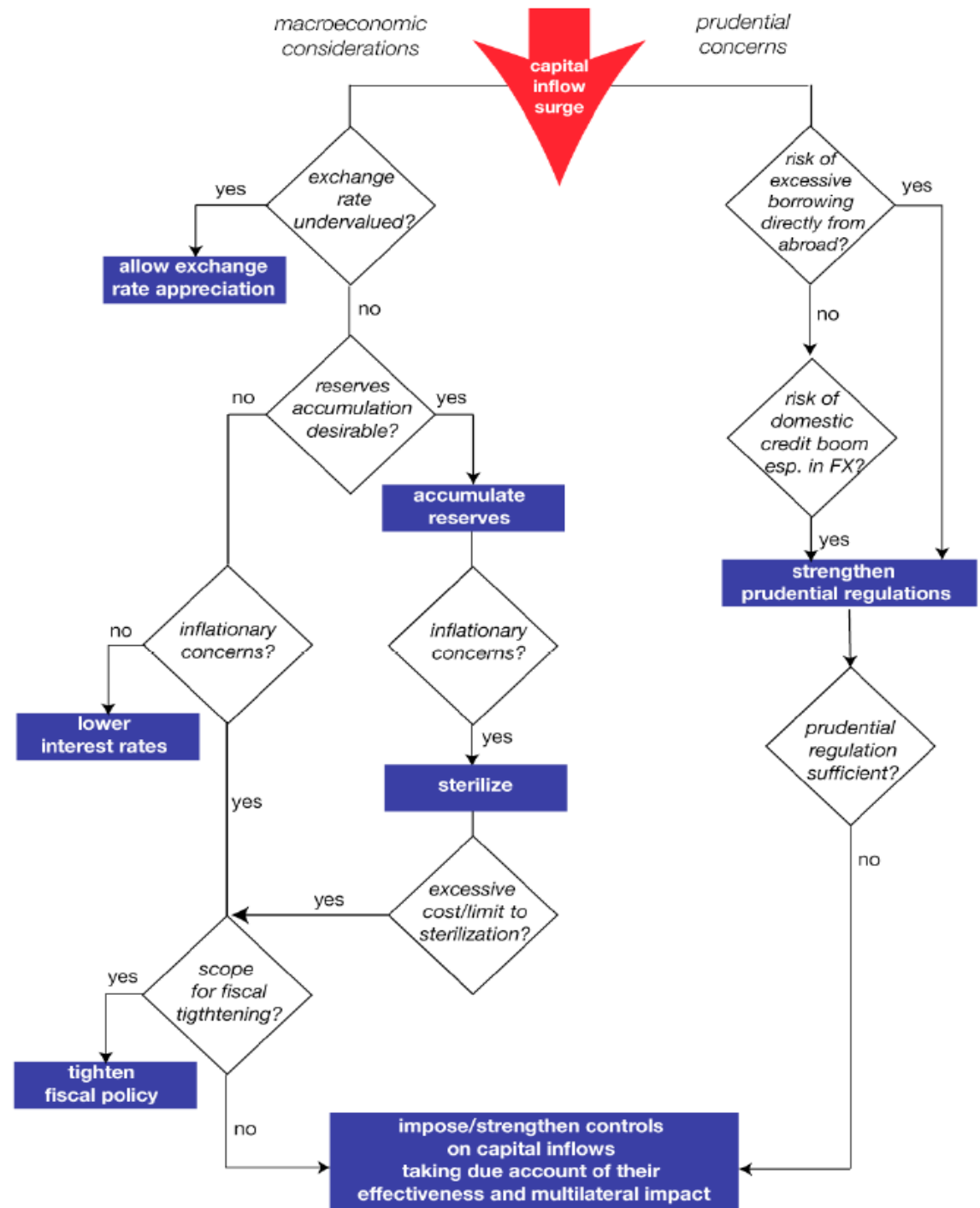
“Capital Inflows: The Role of Controls” (Ostry et al., 2010)

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.



‘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.
- 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 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

