



Desarrollo, cohesión social y democracia.

Bogotá, 13 de abril de 2011.

Ventajas del ahorro externo

- Permiten una reducción en el costo del capital para los proyectos domésticos.
- Mejora la transferencia de tecnología y la productividad (inversión extranjera directa).
- Permiten una adecuada diversificación de riesgo de los distintos agentes.
- Introducen competencia en los mercados bancarios y de capitales.
- Amplia el acceso al sector financiero.



Sin embargo, pueden generar volatilidad y desequilibrios financieros.....

- Desequilibrios “acervo”. Crecimiento del balance del sistema financiero local que aumenta los problemas de información asimétrica y lleve a una toma de riesgo ineficiente y a burbujas en precio de activos.
- Volatilidad en el costo y disponibilidad de financiamiento que se traduce en un ciclo económico mas volátil.
- Sobreajustes ineficientes en el tipo de cambio.



Que hacer para evitar exuberancias?

- 1. Atenuar su transmisión al sistema financiero domestico.
- 2. Políticas “compensatorias” que amortigüen los posibles excesos.
- 3. Atenuar el ingreso neto de ahorro externo (compra de reservas, disminución de deuda externa, fondos de estabilización).
- 4. Escoger tipos de flujos de capitales.



La caja de herramientas.

1. Políticas Anticíclicas

Fiscal

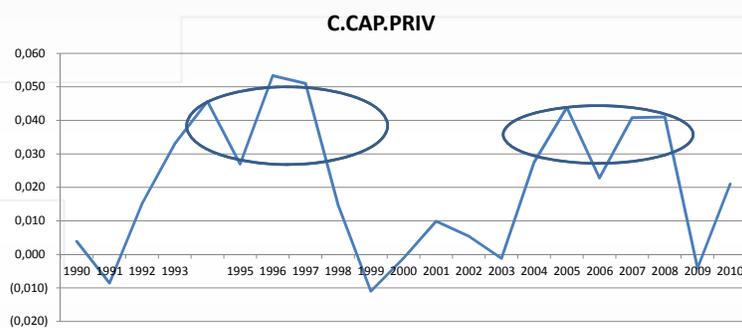
Monetaria y macroprudencial.

2. Acumulación de reservas.

3. Controles de Capital.



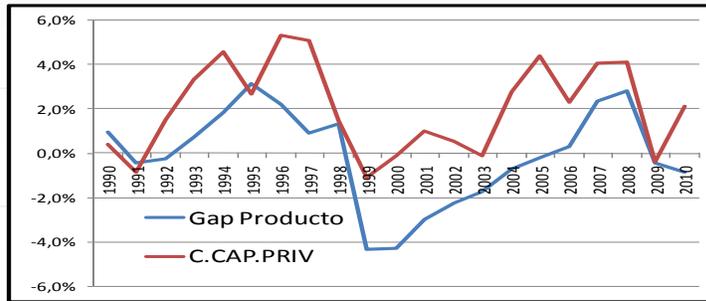
QUE HEMOS APRENDIDO LOS ULTIMOS 20 AÑOS?



- Se pueden identificar dos ciclos de entradas y salidas de capitales.



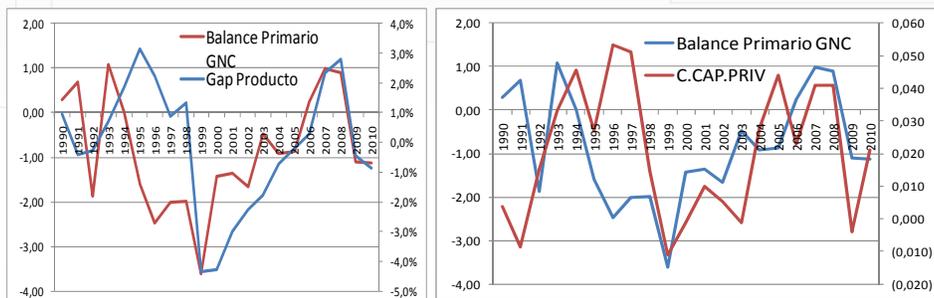
Que han impactado fuertemente el ciclo económico.....



- Estudios recientes muestran que los principales determinantes del ciclo del PIB son los flujos de capitales privados y los términos de intercambio. (Mahadeva y Gomez,2010).



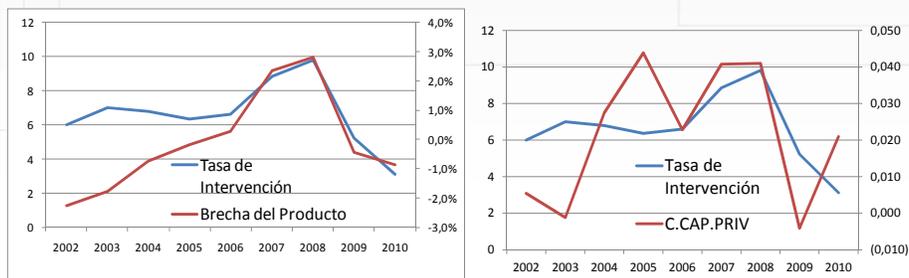
Política Fiscal



El último ciclo de entrada de capitales y expansión económica se presenta con un mejoramiento de la posición fiscal.



Política monetaria y macroprudencial.



Contrario al ingreso de capitales de los noventa, en el último ciclo, y especialmente desde el 2006, se optó por una política monetaria que privilegiaba la estabilización del producto y la inflación sobre la estabilidad cambiaria.



Política monetaria y macroprudencial

- En el caso de Colombia esta política fue efectiva en evitar crecimientos excesivos del balance del sistema financiera y burbujas de precios de activos.
- Así mismo, desincentivó la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de agentes locales. (Vargas,2011).



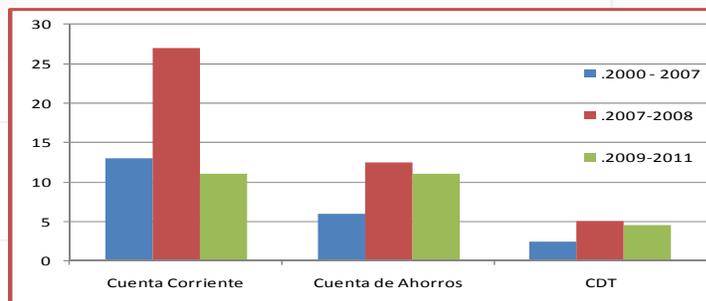
Cuando la entrada de capitales fue simultánea con el crecimiento del crédito.....



Se complemento la política monetaria con elementos de política macroprudencial: encajes domésticos y depósito sobre el endeudamiento externo. Esta medida apuntalo la estabilidad financiera y reforzó la transmisión de la política monetaria. (Vargas, 2010).



Herramientas macroprudenciales



	Cuenta Corriente	Cuenta de Ahorros	CDT
.2000 - 2007	13	6	2,5
.2007-2008	27	12,5	5
.2009-2011	11	11	4,5



REGULACION - PROVISIONES

- En la parte alta del ciclo se endurecieron las normas de provisiones.
 - Circular 4 de 2005. Incremento en provisiones de cartera A y B: \$800 mil millones.
 - Circular 40 de 2007. Incremento en la provisión individual de cartera A y B: \$ 400 mil millones.



RESERVA Y PROVISIONES

- Constitución de reservas adicionales por \$2 billones teniendo como fuente las utilidades de 2008.
- Flexibilización de las reglas de utilización de la provisión contracíclica para poder utilizar estos recursos cuando el riesgo se revela en la cartera individual.



Qué elementos faltan en la política anticíclica?

1. La política monetaria tiene un marco claro y predecible desde la adopción del sistema de “inflación objetivo”.
2. La política fiscal debe ganar predictibilidad y credibilidad===== Regla fiscal.
3. Las herramientas anticíclicas de la política financiera deben hacerse mas transparentes y menos discrecionales.



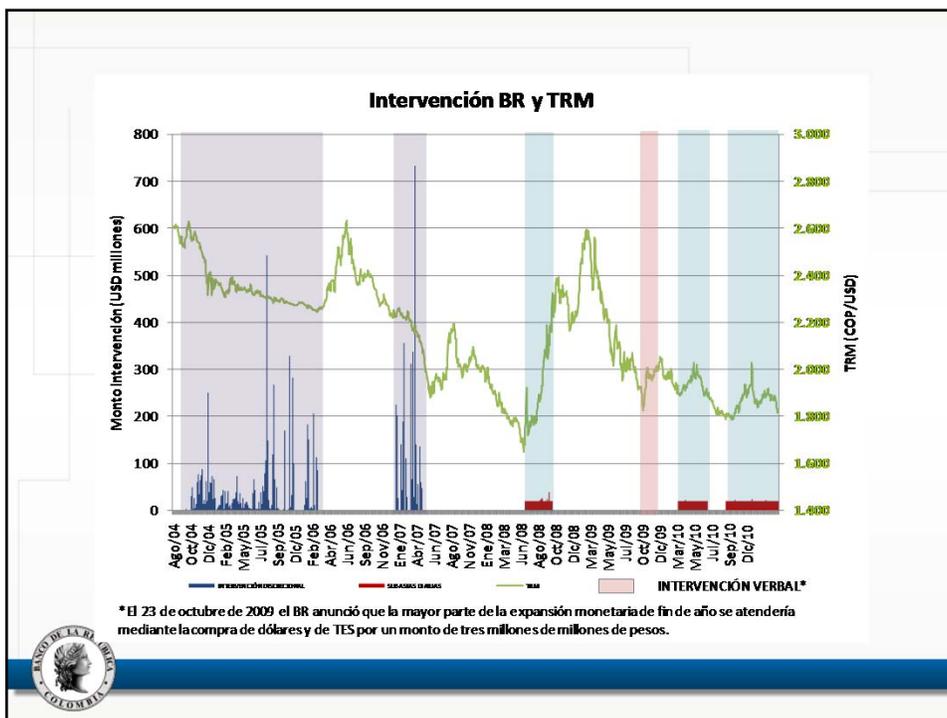
Qué elementos faltan en la política anticíclica?

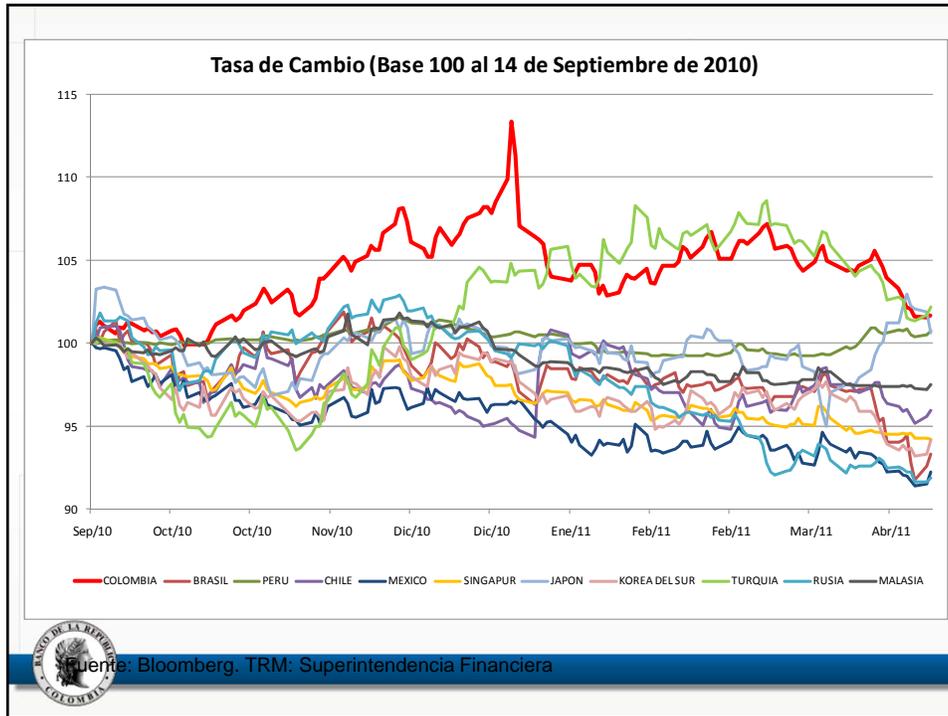
4. La flotación cambiaria ha jugado un papel fundamental en el diseño de política para:
 - Generar credibilidad en los objetivos de política monetaria.
 - Permitir una política monetaria anticíclica.
 - Evitar incentivos a la excesiva toma de riesgo en moneda extranjera de agentes domésticos en los periodos de auge.



Reservas Internacionales

- La acumulación de reservas internacionales puede disminuir la fragilidad de la economía ante reversiones de los flujos de capital y, adicionalmente, impedir un sobreajuste en el tipo de cambio.
- Sin embargo, la experiencia colombiana muestra que su eficiencia depende crucialmente de las condiciones de entrada de la intervención (desalineamiento inicial del tipo de cambio) y de la forma de la misma.





Intervención cambiaria y Tasa de Cambio

	Periodo	Monto (USD millones)	Devaluación (Sept 15- Abr 12)
Colombia	Sept 15-Abr 12	2.859,9	1,68%
Brasil***	Sept 15-Abr 01	46.208	-6,74%
Perú	Sept 15-Abr 07	1.745	0,77%
Chile**	Sept 15-Abr 12	3.500	-4,03%
México	Sept 16-Abr 08	3.712	-7,77%
Japón*	Sept 15-Abr 12	25.590	0,65%

*Intervención no esterilizada
 **El 5 de Enero inició compras diarias por 50 millones
 ***Incluye operaciones a término.La intervención a través de operaciones a término se ha realizado desde el 31 de Enero de 2011 por un monto a la fecha de USD1355 millones

Reservas Internacionales(ii)

- Igualmente, la acumulación de reservas tiene limitaciones.
 - Consistencia con otros objetivos de política.
Estabilidad financiera e inflación.
 - Limitaciones cuasifiscales.



Controles de capital

- Permanentes. Relacionados con restricciones a la hoja de balance del sistema financiero y con las operaciones que le son permitidas.
- Transitorias. Relacionadas con sobrecostos al ingreso de capitales de residentes (endeudamiento) o no residentes (inversión de portafolio).



Regulación Permanente(I).

1. Restricciones al endeudamiento de los Intermediarios Financieros.
 - Utilización de los recursos de deuda en moneda extranjera (solo se permite utilizarlos para prestar en esa moneda).
 - No se permiten descalces de plazo entre el activo y el pasivo.



Regulación Permanente(II).

2. Límites a la exposición total de balance en moneda extranjera (P.P.).
 - Límite superior 20% P.T., Límite Inferior -5% P. T.
3. Límite a la Posición de Caja en moneda extranjera (P.P.C.).
 - Límite superior 50% P.T., Límite Inferior 0% P.T.
4. Límite al apalancamiento en operaciones de derivados (P.B.A.).
 - Límite superior 550% P.T.



Beneficios, costos y limitaciones de la regulación Permanente.

1. Beneficios.

i. Estabilidad Financiera.

- Apalancamiento.
- Exposición al Tipo de cambio.

ii. Política Anticíclica.

2. Costos.

Desarrollo del mercado de derivados (límites de crédito).

3. Vacíos.

Descalces del sector real (riesgo crediticio).



En otros países se han adoptado medidas similares recientemente.

- Brasil y China adoptaron medidas similares a la P.P.. En el caso de Brasil se adoptó un límite de 100% del P.T. o una suma fija en dólares. En el caso de China se estableció un límite inferior relacionado con las posiciones actuales.
- Perú adoptó una medida equivalente a la PPC, fijando un límite a la posición en derivados.
- Corea del sur adoptó una medida similar a la PBA teniendo como límite el 50% del P.T.



Regulación Transitoria.

1. Encaje al endeudamiento externo (sobrecostos al ingreso de capital de residentes).
2. Encaje a las inversiones de Portafolio (sobrecosto al ingreso de capital de no residentes).



Beneficios, costos y limitaciones de la regulación transitoria (i)

1. Beneficios.
 - Limita la toma de riesgos del sector real en épocas de abundancia de capitales. (Complemento de la flotación cambiaria).
 - Afecta la composición de los flujos y potencialmente el nivel del tipo de cambio(¿?).



Beneficios, costos y limitaciones de la regulación transitoria (ii)

2. Costos.

- Limita el acceso de algunos sectores a recursos financieros.
- Reduce la eficiencia de los mercados financieros.
- Encarece la diversificación de riesgo entre agentes nacionales y extranjeros.

3. Limitantes. La esfera del control siempre permite elusión. Lo que lo va haciendo ineficiente con el tiempo.

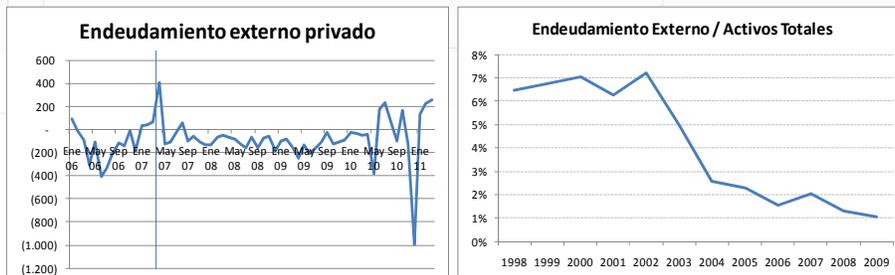


Qué sabemos de la posible magnitud de los costos y beneficios?

- Impacto sobre vulnerabilidad del balance.
- Impacto sobre tasa de cambio.
- Impacto sobre acceso al sistema financiero.
- Impacto sobre competencia.
- Impacto sobre diversificación de riesgo.



Vulnerabilidad financiera del sector real. Exposición al endeudamiento externo



En 2007 el depósito al endeudamiento externo lo restringió fuertemente e impidió que se generara una mayor exposición al tipo de cambio, lo que disminuyó la vulnerabilidad financiera y permitió una política monetaria contracíclica.

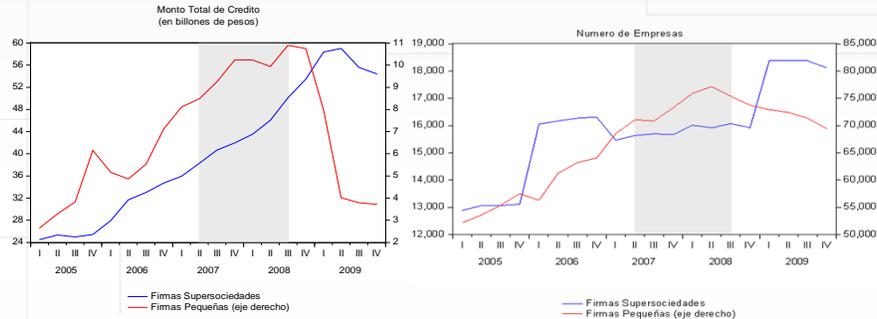


Impacto sobre tasa de cambio.

- No hay un consenso en la literatura colombiana sobre el impacto de los flujos en afectar el nivel y la volatilidad de la tasa de cambio, aunque si parecen modificar el plazo de los flujos y el nivel de endeudamiento.
- En un estudio reciente (Rincon y Toro, 2010) encuentran que solo a partir de 2008, la combinación de intervención y controles generó una menor apreciación del tipo de cambio.



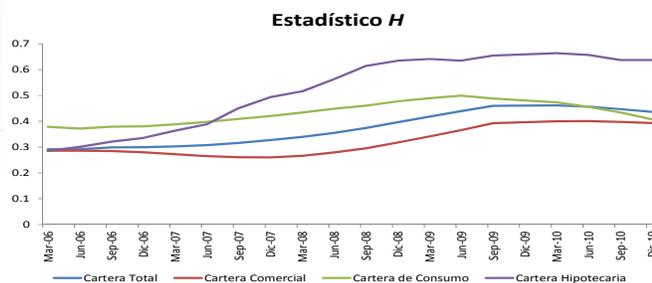
Acceso al sistema Financiero



- Los análisis preliminares muestran que el control de capitales de 2007-2008 no tuvo un efecto muy grande en el acceso al crédito de los pequeños deudores, como si ocurrió con la crisis internacional.



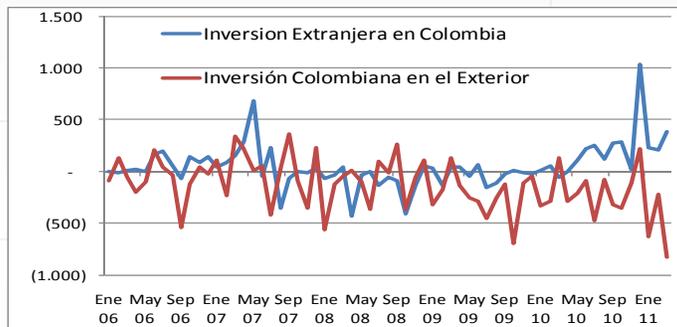
Competencia en el Sistema Financiero



El control de capitales 2007-2008, si parece haber disminuido el grado de competencia en el sistema financiero. Especialmente en la cartera de crédito.



Diversificación de riesgo.



Desde 2010 se está presentando un fenómeno deseable de diversificación de riesgo. Este fenómeno podría desincentivarse de imponerse un control de capitales.



Consideraciones sobre la acumulación de reservas y los controles de capitales.

- Tanto la acumulación de reservas como los controles de capitales (o la combinación de los dos) pueden atenuar los efectos nocivos de excesos en los flujos de capitales.
- Sin embargo, su eficiencia depende del carácter no estructural de la naturaleza de los flujos y de factores como las condiciones iniciales de la economía y la mezcla de políticas.



Consideraciones sobre la acumulación de reservas y los controles de capitales.

- Por las altas ineficiencias y costos que generan su adopción debe estar precedido de un juicioso análisis de costo beneficio que tome en cuenta temas de estabilidad financiera y consistencia con otros objetivos de política.
- Así mismo, su efectividad no es independiente de su duración lo cual debe ser evaluado al momento de definir el lapso de tiempo en que estarán vigentes.

