

**Profesor:** Leonardo Villar Gómez

e-mail: [lvillago@banrep.gov.co](mailto:lvillago@banrep.gov.co)

Teléfonos: 2826139, 3431052

**Horario de clases:** Miércoles y viernes, 7 a 8:20 a.m., salón: LL206.

**Horario de atención a estudiantes:** viernes, 2:30 -3:30 p.m

**Monitores:** Cayetano Barliza (e-mail: [c-barliz@uniandes.edu.co](mailto:c-barliz@uniandes.edu.co))

Ana maría Camacho (e-mail: [anam-cam@uniandes.edu.co](mailto:anam-cam@uniandes.edu.co))

## I. PRESENTACIÓN DEL CURSO Y OBJETIVOS

Partiendo de los conceptos básicos de la teoría monetaria, el curso se concentra en la discusión de los vínculos existentes entre la política monetaria, el crédito, la tasa de cambio y los flujos internacionales de capital, en economías con sistemas financieros poco desarrollados.

La experiencia de las economías emergentes sugiere que sus ciclos económicos están fuertemente asociados a los vaivenes en los términos de intercambio y en la disponibilidad de financiamiento internacional. Varios estudios empíricos han mostrado que los sistemas financieros en estos países actúan de manera fuertemente procíclica, ampliando la disponibilidad de crédito interno en los períodos de auge y contrayéndolo en las fases de recesión. De esta manera, en lugar de suavizar los ciclos inducidos por las condiciones económicas externas, los sistemas financieros en los países menos desarrollados actúan con frecuencia como “amplificadores” de esos ciclos. Lo mismo sucede con la política monetaria. En contraste con lo que se observa en los países desarrollados, la política monetaria en las economías emergentes suele ser más restrictiva en los períodos de crisis, reforzando los ciclos en lugar de suavizarlos.

La discusión anterior se encuentra posiblemente vinculada con las dificultades que enfrentan las autoridades económicas en los países en desarrollo en relación con el comportamiento de sus tasas de cambio. Típicamente, en las fases de auge correspondientes a cada ciclo económico se observan procesos insostenibles de apreciación real, los cuales se revierten posteriormente en depreciaciones que coinciden con las fases de recesión. Los intentos por moderar los ciclos de la tasa de cambio real mediante intervenciones en el mercado cambiario suelen tener implicaciones que hacen que los mercados monetario y crediticio sean aún más procíclicos. Los dilemas de la política monetaria y crediticia se relacionan de manera íntima, por lo tanto, con los de la política cambiaria.

El curso de Tópicos en Política Monetaria, Financiera y Cambiaria pretende introducir a los estudiantes en la discusión de la evidencia empírica y los argumentos teóricos que pueden explicar la prociclicidad de los sistemas financieros y de la política monetaria en los países en desarrollo y su vínculo con el comportamiento de las tasas de cambio y la política cambiaria.

## II. CONTENIDO

El curso consta de cinco partes principales. (i) La primera, a manera de introducción, pretende ilustrar la mayor volatilidad que suelen tener los países en desarrollo, en comparación con los países desarrollados, y la forma como ese fenómeno se asocia con políticas procíclicas. (ii) La segunda parte se concentra en los temas crediticios y financieros. Allí se discuten el llamado “canal del crédito”, la influencia de los precios de los activos en los ciclos económicos y el concepto del “acelerador financiero”. (iii) La tercera presenta varios modelos tendientes a explicar la coincidencia que típicamente se observa en los países en desarrollo entre los ciclos del crédito interno y los flujos externos de capital. (iv) La cuarta parte del curso se concentra en la discusión de los instrumentos de la política monetaria y sus posibilidades de actuar en forma contracíclica bajo una estrategia de “inflación objetivo. (v) Finalmente, la quinta parte se refiere a los temas cambiarios y en ella se hace una revisión de las teorías sobre la determinación de la tasa de cambio, tanto nominal como real, y se discute la capacidad que tienen los bancos centrales para afectar su comportamiento. En el programa del curso también se incluye una sexta parte opcional que sólo se cubriría si el tiempo lo permite, relacionada con la relevancia de los déficits en cuenta corriente y las monedas de denominación de los pasivos en un mundo globalizado.

El curso está diseñado para estudiantes que hayan visto la secuencia completa de Macroeconomía y hayan cursado por lo menos un curso de Econometría. Las lecturas corresponden fundamentalmente a artículos que se asignan para cada tema, tal como se detalla más adelante.

## III. METODOLOGÍA Y COMPETENCIAS

La parte central del curso se desarrolla con presentaciones del profesor, sobre lecturas que deben ser realizadas previamente por los estudiantes, de tal forma que la discusión activa sobre los temas. Para algunos temas que se irán definiendo a lo largo del curso, los estudiantes realizarán presentaciones cortas sobre lecturas específicas previamente asignadas.

Para garantizar la lectura, se realizarán comprobaciones semanales.

Adicionalmente, los estudiantes deberán realizar un trabajo en el cual se desarrolle empíricamente alguno de los temas del curso, utilizando datos colombianos o datos comparativos internacionales que sean relevantes para Colombia. Al final de este programa se sugieren algunos temas para esos trabajos

Con esta metodología se pretende promover la capacidad crítica de los estudiantes, así como su capacidad de exposición oral y escrita alrededor de argumentos sustentados en modelos conceptuales claros en información empírica relevante.

## IV. CRITERIOS DE EVALUACIÓN Y SISTEMA DE APROXIMACIÓN PARA LA NOTA DEFINITIVA

Se realizarán **dos parciales**, cada uno de los cuales representará un 20% de la nota final.

Fechas de los parciales:

Primer parcial: **Febrero 29**

Segundo Parcial: En la fecha que se asigne para el examen final

Un 35% de la nota final corresponderá a la evaluación del trabajo. Los trabajos podrán realizarse en grupos de máximo tres (3) estudiantes y tendrán tres entregas. La primera es para

el miércoles **6 de febrero**, debe estar contenida en dos páginas y consiste en la definición del tema, el planteamiento de la pregunta básica que se quiere resolver y la bibliografía principal sobre la cual se piensa trabajar (uno o dos artículos centrales). La segunda entrega es para el viernes 7 de marzo (una semana antes de salir a la semana de receso), debe tener máximo 4 páginas y debe incluir una revisión breve de la literatura más relevante y un planteamiento claro sobre la metodología y la base de datos que se pretende utilizar. El ensayo final deberá tener como máximo 10 páginas y entregarse el viernes **18 de abril**. Los cuatro últimos días de clase (entre el miércoles 30 de abril y el viernes 9 de mayo) se reservan para hacer presentaciones de los trabajos.

Las dos primeras entregas del trabajo representarán cada una el 5% de la nota final del curso. La entrega final el 20% y la presentación el 5%.

El 25% restante de la nota final del curso corresponderá a quices y a presentaciones sobre lecturas predefinidas que se asignarán a lo largo del curso.

Para el cálculo de la nota final se usará la regla de aproximación tradicional al múltiplo de 0.5 más cercano: de 2.75 a 3.24 = 3.0; de 3.25 a 3.74 = 3.5; etc.

## V. LECTURAS

### A. PRIMERA PARTE: CICLOS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

1. **Volatilidad del crecimiento y Economías Emergentes** (Dos sesiones: ene 23 y 25)
  - URIBE, Martín (2007), "Lectures in Open Economy Macroeconomics", en [http://www.econ.duke.edu/~uribe/lecture\\_notes.html](http://www.econ.duke.edu/~uribe/lecture_notes.html). Chapter 1, pp. 1-4.
  - KAMINSKI, Graciela, Carmen REINHART and Carlos VEGH (2004), "When it Rains it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", NBER Working Paper, W10780.
2. **¿Por qué importan los ciclos?** (Dos sesiones: ene 30 y feb 1)
  - POSADA, Carlos Esteban, Camilo MORALES y Andrés Felipe GARCÍA (2007), "¿La Inestabilidad frena el Crecimiento Económico?", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No.442.
  - CERRA, Valerie and Sweta C. SAXENA (2005), "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *IMF Working Paper*, WP/05/147, July.

### B. SEGUNDA PARTE: CRÉDITO Y PROCICLICIDAD

1. **El "Canal de Crédito" de la política monetaria** (Una sesión: feb 6).
  - BERNANKE, B. & A. BLINDER (1988), "Credit Money and Aggregate Demand", *The American Economic Review*, Vol 78, No. 2 (Papers and Proceedings of the One-Hundredth Annual Meeting of the American Economic Association, May, pp. 435-439.
2. **Precios de los Activos y Acelerador Financiero** (Dos sesiones: feb 8 y 13)
  - BERNANKE, B. & M. GERTLER (1999), "Monetary Policy and Asset Price Volatility", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Fourth Quarter: 17-51.

- SCHWARTZ, Anna J. (2002), "Asset Price Inflation and Monetary Policy", National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper 9321*.
- TENJO, Fernando, Luisa CHARRY, Martha LÓPEZ y Juan M. RAMÍREZ (2007), "Acelerador Financiero y Ciclos Económicos en Colombia: Un Ejercicio Exploratorio", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 451.
- 3. GÓMEZ, Esteban y Sandra ROZO (2007), "Beyond Bubbles: The Role of Asset Prices in Early-Warning Indicators", Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 457.

### **3. El papel de la Regulación Financiera** (una sesión: feb 15)

- WHITE, William (2006), "Procyclicality in the Financial System: Do we need a new macrofinancial stabilization framework?", BIS Working Papers. No. 193, January.
- WHITE, William (2006), "Is Price Stability Enough?", BIS Working Papers. No. 205, April.
- BORIO, Claudio (2003), "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?", *BIS Working Papers*, No. 128.
- JIMENEZ, Gabriel and Jesús SAURINA (2005), "Credit Cycles, Credit Risk and Prudential Regulation", Banco de España, *Documentos de Trabajo*, No. 0531.

## **C. TERCERA PARTE: CRÉDITO INTERNO Y FLUJOS EXTERNOS DE CAPITAL**

### **1. Evidencia empírica para Colombia** (Una sesión: feb 20)

- VILLAR, L., D. SALAMANCA y A. MURCIA (2005), "Crédito, Represión Financiera y Flujos de Capitales en Colombia: 1974-2003", en *Desarrollo y Sociedad*, Revista del CEDE, Universidad de los Andes, No. 55, primer semestre.

### **2. Capitales externos como fuente de fondeo del crédito interno** (Dos sesiones: feb 22-27)

- DOOLEY, Michael and Menzie CHINN (1995), "Financial Repression and Capital Mobility: Why Capital Flows and Covered Interest Rate Differentials Fail to Measure Capital Market Integration", *NBER Working Paper*, No. 5347, November.
- EDWARDS, Sebastian and Carlos VEGH (1997), "Banks and Macroeconomic Disturbances Under Predetermined Exchange Rates", *NBER Working Paper*, No. 5977.
- CHINN, Menzie & Kenneth KLETZER (2000), "International Capital Inflows, Domestic Financial Intermediation and Financial Crises under Imperfect Information", *NBER Working Paper*, No. 7902.

## **EXAMEN PARCIAL (FEBRERO 29)**

### **3. Flujos externos de capital y precios de los activos** (Una sesión: mar 5)

- Caballero, Ricardo and Arvind Khrishnamurty (2004), "Exchange Rate Volatility and the Credit Channel in Emerging Markets: A Vertical Perspective", *NBER Working Paper*, No. 10517, May.
- Caballero, Ricardo (2001), *Macroeconomic Volatility in Reformed Latin America: Diagnosis and Policy Proposals*, Inter-American Development Bank, Washington. Parts 1 (pp. 1-26) and 3 (pp. 159-168).

#### **4. Flujos Externos de capital y redistribución del crédito interno entre sector formal e informal** (Una sesión: mar 7)

- Villar, Leonardo y David Salamanca (2005), “Un Modelo Teórico sobre Crédito, Represión Financiera y Flujos de Capital”, *Ensayos sobre Política Económica*, No. 48, Banco de la República, junio.

### **D. CUARTA PARTE: CICLOS ECONÓMICOS Y POLÍTICA MONETARIA**

#### **1. Instrumentos de política monetaria** (dos sesiones: mar 12-14)

- Schaedtler, Andrea (2001), “Implementation of Monetary Policy and the Central Bank’s Balance Sheet”, *IMF Working Paper*, WP/01/149.
- Bofinger, Peter (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University Press. Cap 3.
- Woodford, Michael (2006), “How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy?”, NBER Working Paper, w13325.
- VARGAS, Hernando (2007), “The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Colombia: Major Changes and Current Features”, *Borradores de Economía*, No. 431, Banco de la República, febrero.

### **SEMANA DE RECESO: Marzo 19-21**

#### **2. Estrategia de Inflación Objetivo y Política monetaria contracíclica** (dos sesiones: mar 26-28)

1. Mishkin, Frederic S. (2002a), “The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy”, National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper 9291*, October.
2. Svensson, Lars E. O. (2000), “Open Economy Inflation Targeting”, *Journal of International Economics*, 50, pp. 155-183.
3. Caballero, Ricardo J. and Arvind Krishnamurthy (2003), “Inflation Targeting and Sudden Stops”, National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper 9599*, April.

#### **3. Evidencia empírica para Colombia** (una sesión: Abril 2)

4. Posada, Carlos Esteban y Camilo Morales, 2007, “La inflación y la Política Monetaria Colombianas del Período 1996-2006: Una Interpretación”, Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 465.
5. Urrutia, Miguel y C. Fernández (2003), “Política Monetaria Expansiva en Épocas de Crisis. El Caso Colombiano en el Siglo XX. ¿No se Quizo o no se Pudo ser Contracíclico?”, *Revista del Banco de la República*, Junio.
6. Fernández, Cristina (2005), “La Política Monetaria y los Ciclos Económicos en Colombia en los Últimos 35 Años”, FEDESARROLLO, *Revista Coyuntura Económica*, Vol. XXV, No. 2.

### **E. QUINTA PARTE: TASA DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA**

#### **1. Determinación de la tasa de cambio nominal en el corto plazo y “eficiencia” del mercado cambiario: Paridad Descubierta de Intereses** (dos sesiones: abril 4-9)

- Sarno, Lucio and Mark Taylor (2002), *The Economics of Exchange Rates*, Cambridge university Press, cap. 2.

- Hüfner, Felix, *Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument: Evidence for Inflation Targeting Countries*, Center for European Economic Research (ZEW), Mannheim, Germany, 2004, cap 3.
- Rowland, Peter (2002), “Uncovered interest parity and the USD/COP Exchange Rate”, Banco de la República, *Borradores de Economía*, No. 227.
- ECHAVARRÍA, Juan José, VÁSQUEZ, Diego M. y VILLAMIZAR...

2. **Intervención oficial en el mercado cambiario** (dos sesiones: abril 11-16)

- Sarno, L. and M. Taylor (2002), *Op. Cit.*, cap. 7.
- Hüfner, Felix, *Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument: Evidence for Inflation Targeting Countries*, Center for European Economic Research (ZEW), Mannheim, Germany, 2004, cap 4.
- Banco de la República (2007), Informe de la Junta Directiva al Congreso, agosto, Capítulo sobre tasa de cambio e intervención cambiaria.
- Bofinger, Peter (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University Press. Cap 12 y 13.
- Bofinger, Peter and Timo Wollmershauser (2003), “Managed Floating as a Monetary Policy Strategy”, *Mimeo*, Paper presented at the BOFIT Workshop on Transition Economies, Helsinki.
- Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (2006), “Fear of Floating in Reverse: Exchange Rate Policy in the 2000s”, *Mimeo*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Villar, Leonardo y Hernán Rincón, “Flujos de Capital y Regímenes Cambiarios en la Década de los 90”, en “Ensayos sobre Política Económica”, No.39, Banco de la República, Bogotá, Junio, 2001.

3. **Tasa de cambio real, PPA y crecimiento económico** (dos sesiones: abr. 18-23)

- Sarno, L. and M. Taylor (2002), *Op. Cit.*, cap.. 3.
- HAUSMANN, Ricardo, Lant PRITCHET and Dani RODRIK (2004), “Growth Accelerations”, *NBER Working Paper*, WP 10566, June.

F. **SEXTA PARTE (OPCIONAL): RELEVANCIA DE LOS DÉFICITS EN CUENTA CORRIENTE Y MONEDAS DE DENOMINACIÓN DE LOS PASIVOS EN UN MUNDO GLOBALIZADO** (cuatro sesiones: abril 25...).

- CALVO, G. y E. TALVI, 2006, “The Resolution of Global Imbalances: Soft Landing in the North, Sudden Stop in Emerging Markets”, *Journal of Policy Modelling*, 28, pp 605-613.
- HAUSMANN, Ricardo & Federico STURZENEGGER (2006), “The Implications of Dark Matter for Assessing the US External Imbalance”, Harvard University, Center for International Development, *CID Working Paper*, No. 137, November.
- CABALLERO, Ricardo (2006), “On the Macroeconomics of Asset Shortages”, *NBER Working Paper*, WP 12753, December.
- CALVO, Guillermo (2007), “Enseñanzas de la Globalización Financiera, Lo Nuevo y lo Falaz”, *Mimeo*, Columbia University y NBER.
- EIGENGREEN, Barry, Ricardo HAUSMANN y Ugo PANIZZA (2005), “The pain of Original Sin”, en Barry Eigengreen and Ricardo Hausmann (eds), *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press.

## VI. TEMAS SUGERIDOS PARA TRABAJO FINAL

1. Estimación de demanda de dinero en Colombia. Escogiendo algún agregado monetario (base, base ajustada, M1, M3, Índice Divisia, etc), estimar una función de demanda de dinero con una serie de tiempo para identificar la elasticidad ingreso de esa demanda, su respuesta a las tasas de interés y su respuesta a variables adicionales como costos de transacciones por avance de la tecnología,  $4 \times 1000$ , etc.
2. Analizar la estabilidad de la demanda de diferentes agregados monetarios en el contexto de los elementos que afectan la composición del portafolio total del sector privado no financiero (Efectivo, Pasivos en el sistema financiero, TES en poder del sector real, activos en moneda extranjera). Efectos de la tasa de interés, la tasa de cambio y el riesgo en la participación de los distintos activos.
3. Relación entre agregados monetarios, precios de los activos, actividad productiva e inflación. Tests de causalidad de Granger. Funciones de impulso respuesta.
4. Estimación de la regla de Taylor para Colombia. ¿Cuál es la regla implícita que determina la evolución de la política de tasas de interés que fija la autoridad monetaria?
5. ¿Ha sido procíclica o contracíclica la política monetaria en Colombia? ¿Ha cambiado esa característica con los cambios en el régimen cambiario?
6. Paridad descubierta de tasas de interés: Relación entre el diferencial entre las tasas de interés domésticas y las externas y el comportamiento de la tasa de cambio.
7. Estructura de plazos de las tasas de interés y tasas de interés de títulos indexados como indicadores de expectativas de inflación. Diferenciales entre tasas de interés de corto y largo plazo y determinantes de la forma de la curva de rendimientos.
8. Evolución del crédito del sistema financiero y composición del activo de los establecimientos de crédito: Determinantes de la oferta vs determinantes de la demanda.
9. Márgenes de intermediación y eficiencia del sistema financiero en Colombia. ¿Qué determina el margen entre tasas de captación y tasas de colocación en el sistema financiero? ¿Cómo se vincula esto con las utilidades del sistema?
10. Vínculo del precio de activos (finca raíz, acciones, etc.) con tasas de interés, tasa de cambio, flujos externos de capitales y crédito.
11. Vínculo entre márgenes de riesgo del país (Country Spreads) y el comportamiento de la economía (¿Qué determina qué?) (Referencias: Martín Uribe y V. Yue (2003), NBER WP No. 10018, y Newmeyer & Perri (2004), NBER WP No. 10837).
12. Costos de la volatilidad macroeconómica sobre el crecimiento.