



ESTADO ACTUAL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA

Conferencia CONFECOOP

Bogotá, Mayo 16 de 2008

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



Contenido

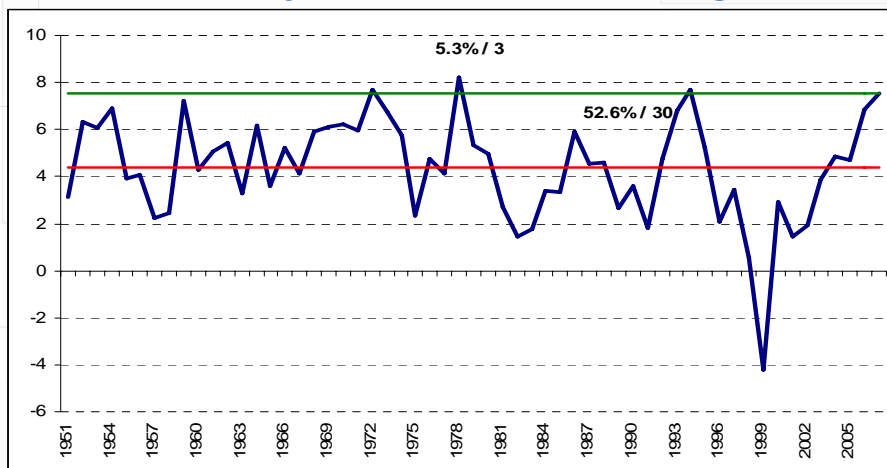
- I. Crecimiento y política monetaria
- II. Inflación global de alimentos y combustibles
- III. La revaluación
- IV. La recesión de EU y sus efectos
- V. El balance de riesgos de la política monetaria



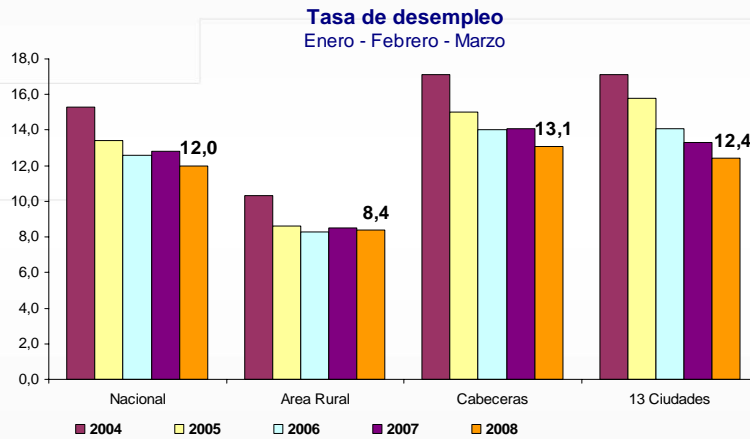
I. CRECIMIENTO E INFLACIÓN



El Crecimiento del PIB en 2007 fue de 7,5%, el más alto en 30 años. Jalonado por la inversión (21%) y el consumo de los hogares (7%)



El desempleo se ha reducido



Fuente: CEIH - DANE

Para sostener el crecimiento hay que enfrentar 4 riesgos con las herramientas disponibles

- A inflación por exceso de demanda sobre PIB potencial: aumentos en inversión y productividad, y manejo de las tasas de interés de intervención del BR y encajes
- A revaluación excesiva y prolongada: intervención cambiaria, política fiscal anticíclica, controles de capital
- A choques externos, contagios y pánicos financieros: acumulación de reservas internacionales
- A inestabilidad financiera, regulación prudencial y supervisión sujetas a prioridades de la política monetaria: provisiones anticíclicas, diversificación de inversiones de las AFP's, medición más apropiada de riesgos de la banca

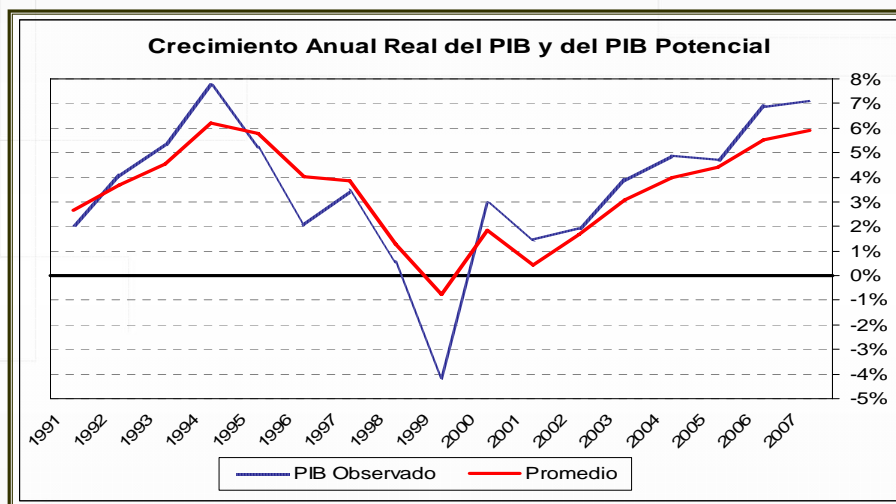


El esquema Inflación Objetivo en Colombia

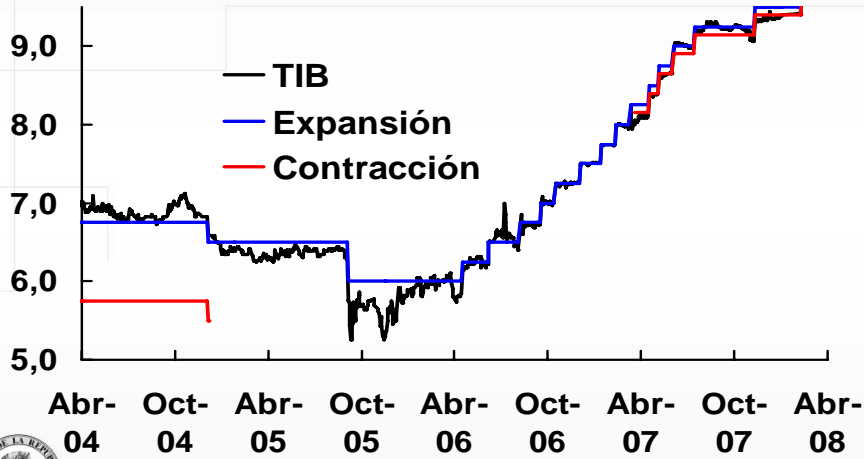
- Metas cuantitativas de inflación:
 - 2007: rango 3,5%-4,5%
 - 2008: el mismo rango del 2007
 - Largo plazo: dentro del rango 2%-4%
- Instrumentos:
 - Tasas de interés de operaciones expansión o contracción a un día. Hoy: 9,75% sobre REPOS
 - Intervención cambiaria, encajes, controles capital



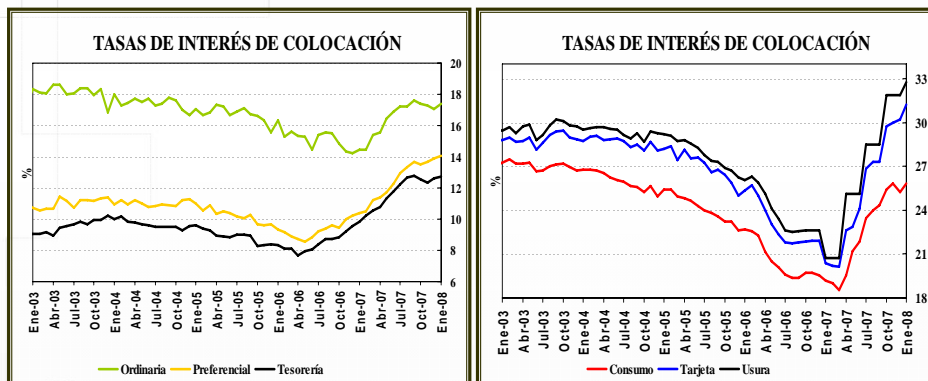
El PIB real venía creciendo a un ritmo superior al del potencial, jalonado por la demanda interna



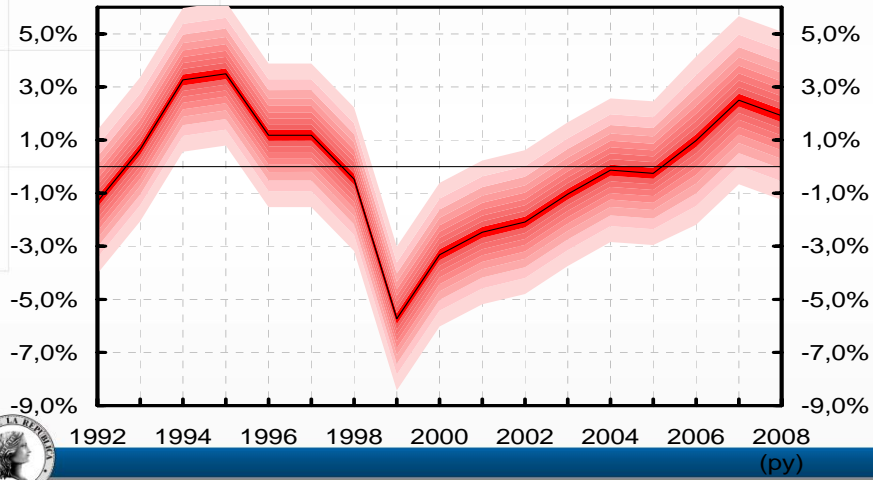
Por ello, la Junta hizo su tarea al haber elevado la tasa de interés entre abril/06 y feb/08 de 6% a 9,75% en quince movimientos de 25 pb c/u



Tras estas medidas (y otras como encajes), las de colocación también han subido, y subirán aún más a lo largo de este año por los efectos remanentes del rezago entre su adopción y sus impactos (entre uno y medio y dos años)



Inclusive, según los modelos aunque la brecha del producto se había cerrado desde hace dos años, ya habría comenzado a 'corregirse' por efecto de las alzas de las tasas

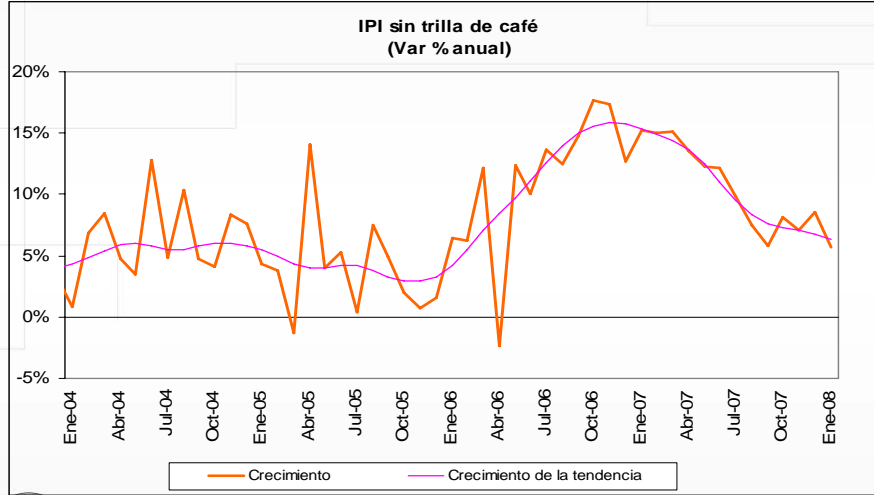


En efecto, en 2008 la economía se desaceleraría al 5% (suponiendo crecimiento de EU del 0,8%, y compras de material militar por US \$1600 millones)

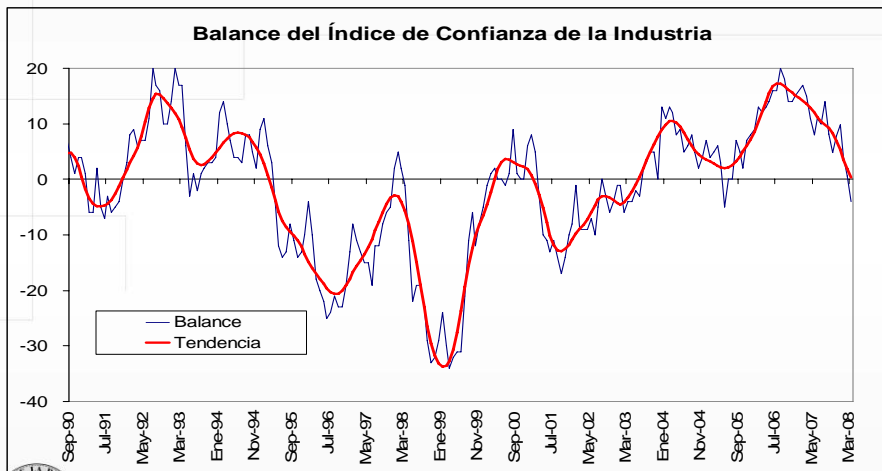
	Crecimiento 2008
Producto Interno Bruto	5.2
Consumo de los Hogares	5.8
Gasto Público	4.0
Inversión Total	17.4
Inversión Privada	19.3
Inversión Pública	10.0
Variación de Existencias	10.0
Exportaciones	3.7
Importaciones	15.9



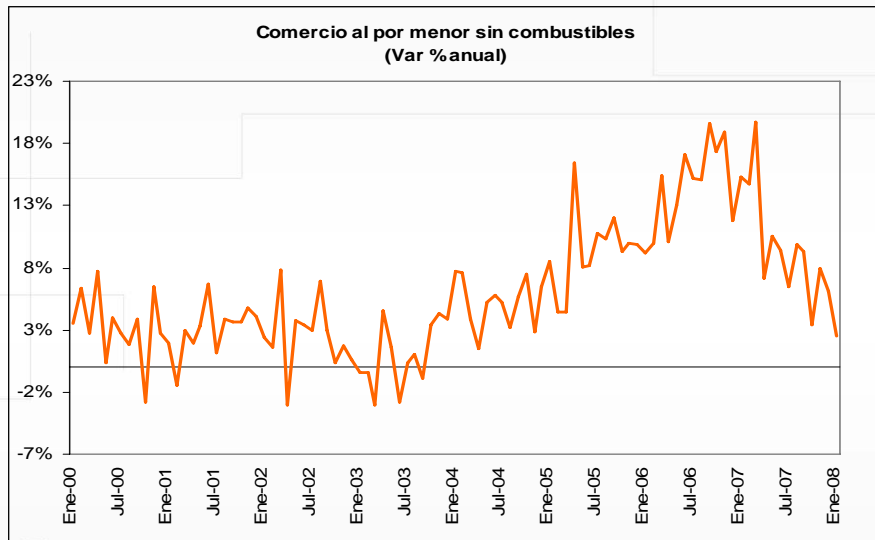
Lo cual es consistente con la desaceleración de la industria



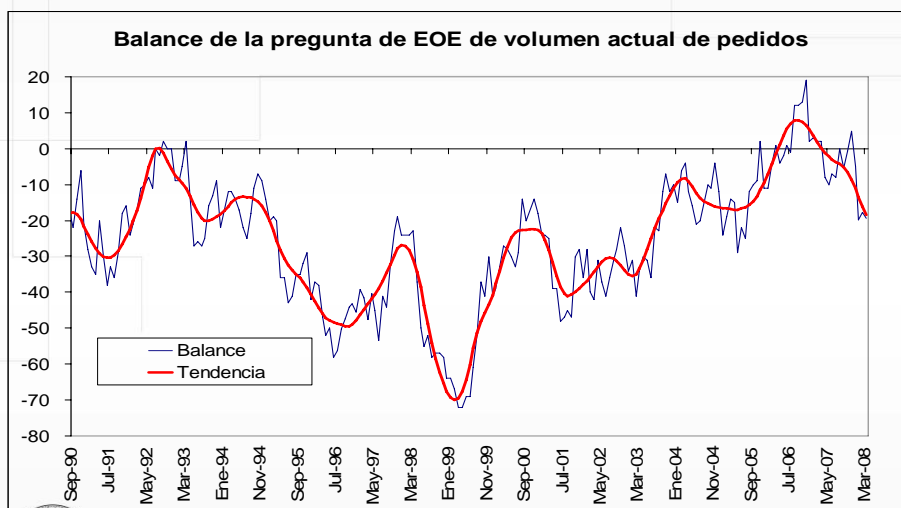
Y con la caída del índice de confianza de la industria según la EOE, que anticipa la continuación de su desaceleración



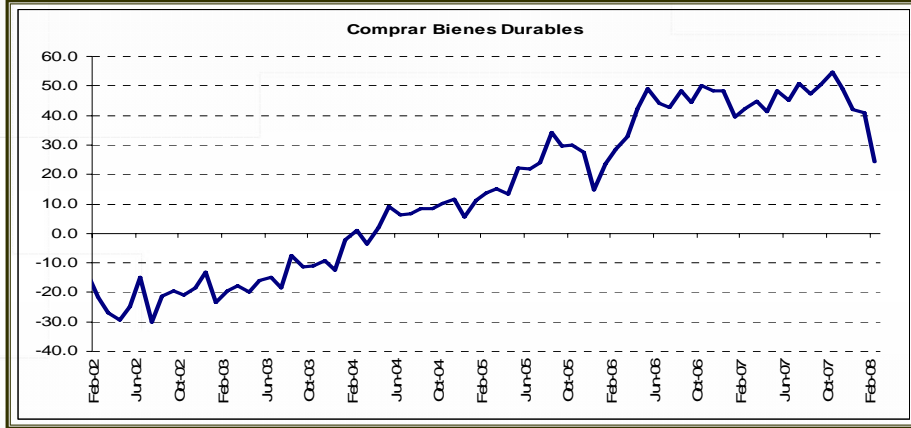
Y con la desaceleración de las ventas al detal



Y con la desaceleración del indicador de pedidos de la EOE



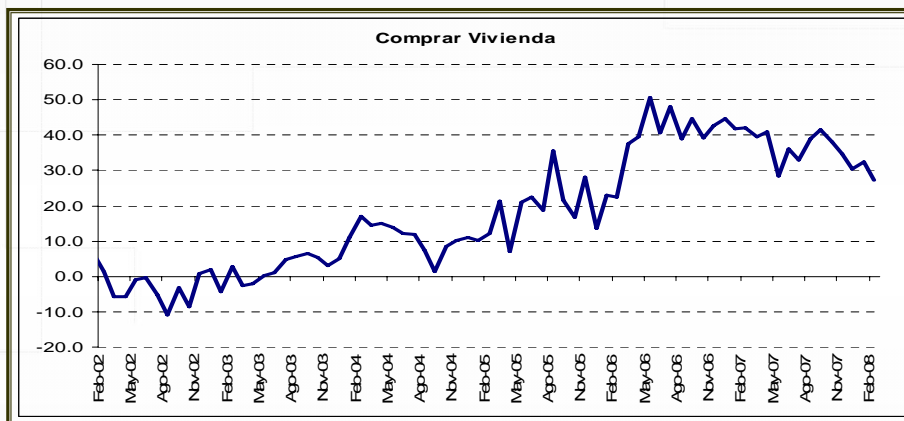
Y con la caída del componente correspondiente a la compra de bienes durables



¿Cree ud. que este es un buen momento para comprar cosas grandes como muebles o electrodomésticos?



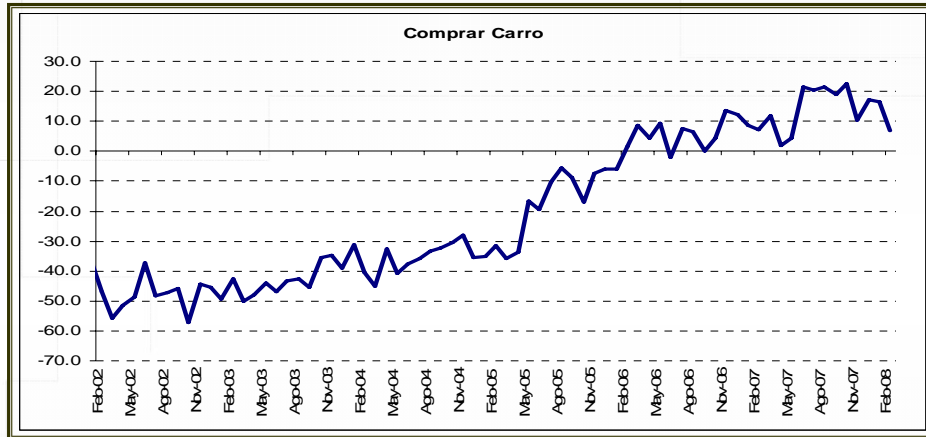
Y con la de compra de vivienda, desde mediados de 2006



¿Cree ud. que este es un buen momento para comprar vivienda?



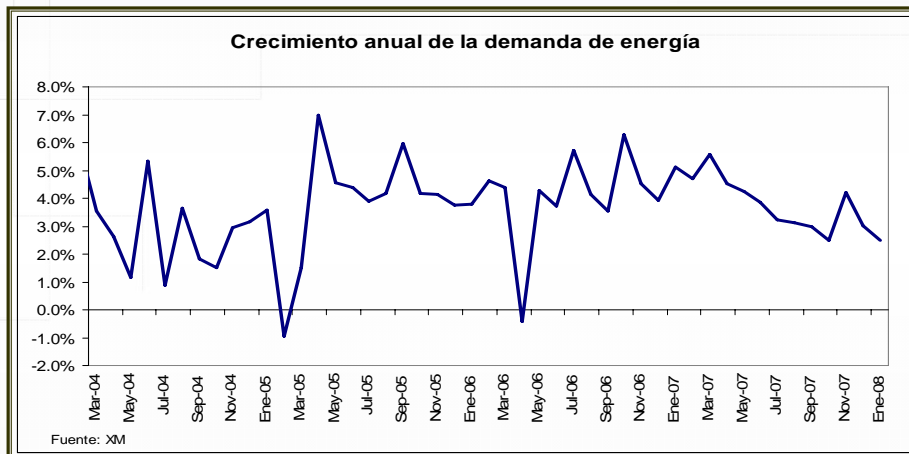
Y con la de la compra de automóviles



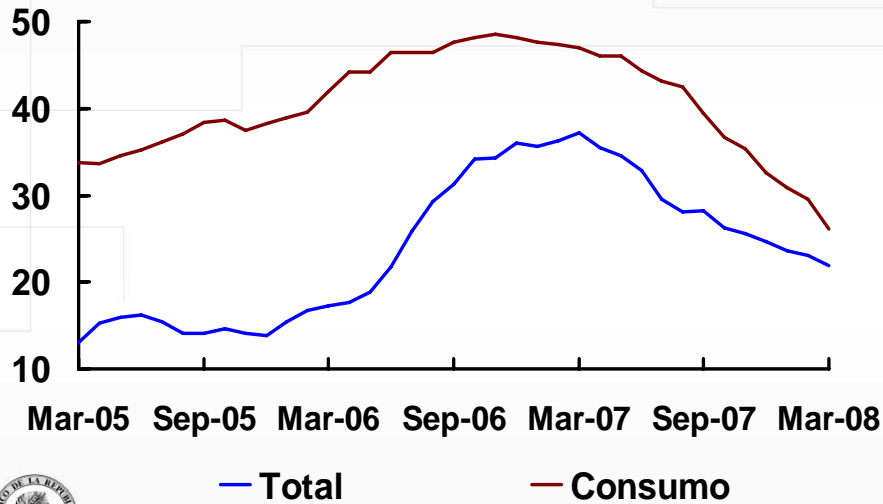
¿Cree ud. que este es un buen momento para comprar carro?



Y con la desaceleración de la demanda por energía, el indicador que históricamente ha coincidido con la tendencia del PIB



Y con la acelerada pérdida de dinamismo de la cartera total, en especial la de consumo



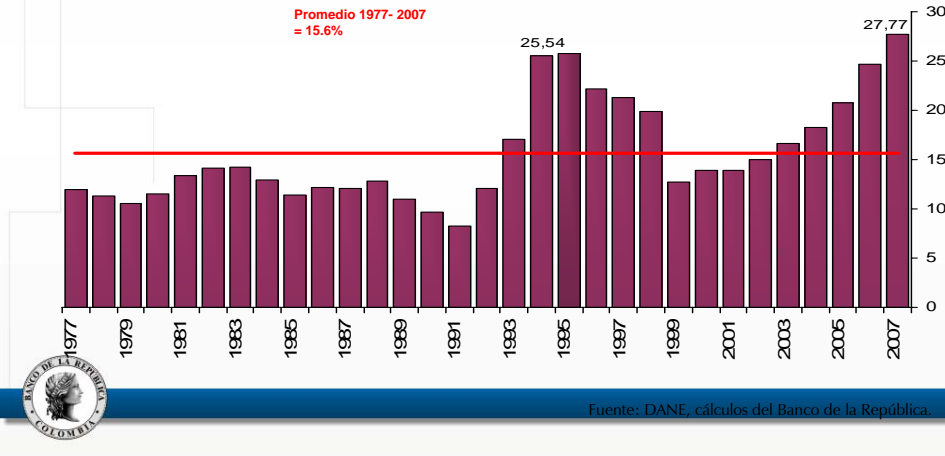
Además, la inversión (28% sobre el PIB) y los aumentos en productividad han incrementado la capacidad instalada de la economía nacional

- El aumento de la inversión y la productividad sugiere expansión del PIB potencial, estimada en 6% en 2007. Y brecha del producto más holgada.
- Ello permitiría seguir creciendo a una tasa similar sin generar gran presión inflacionaria de demanda.
- Además, la mayor exposición del mercado interno a más competencia de origen externo, también contribuye a controlar la inflación.



La participación de la inversión en el PIB no tiene precedentes en la historia reciente y se destaca a nivel internacional

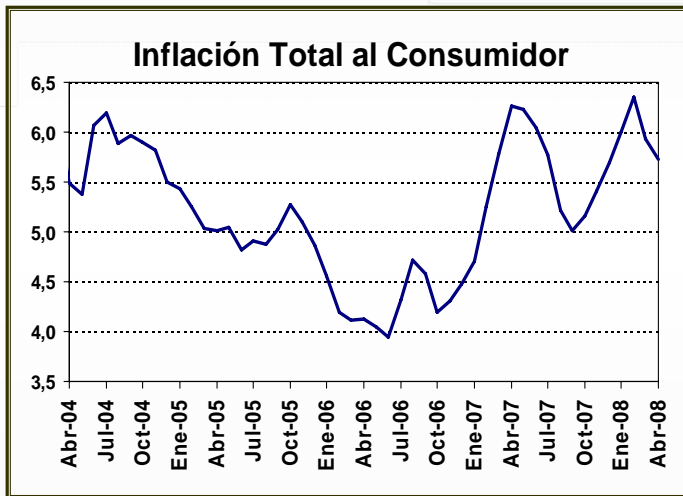
Inversión (%) del PIB



Resultado: la inflación anual empezó a ceder de nuevo. En Abril cayó por segundo mes consecutivo, luego de cinco meses de aumentos

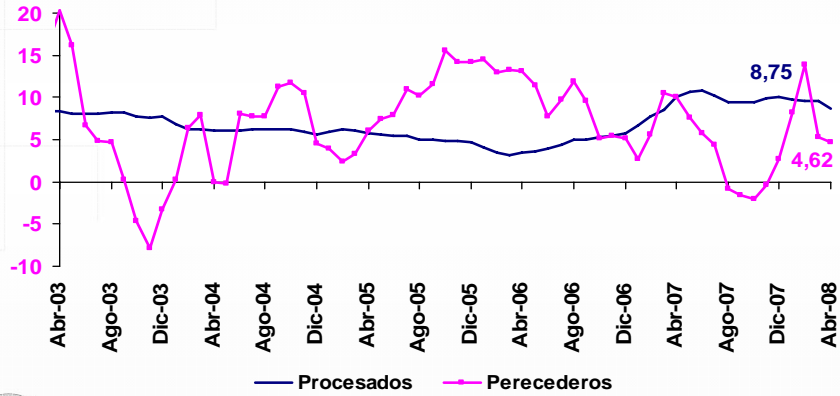
Inflación Total al Consumidor

Abril 08 = 5.73%
 Mar 08 = 5.93%
 Feb 08 = 6.35%
 Ene 08 = 6.00%
 Dic 07 = 5.69%



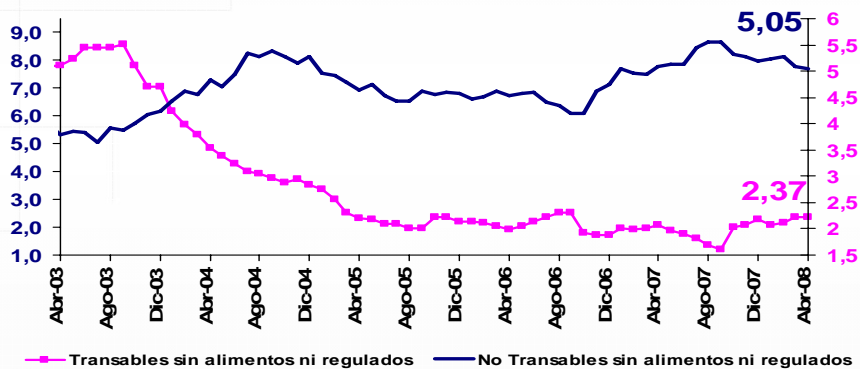
La inflación de alimentos también cayó, en especial la de perecederos, aunque esta última es por naturaleza más volátil

Inflación anual de Alimentos

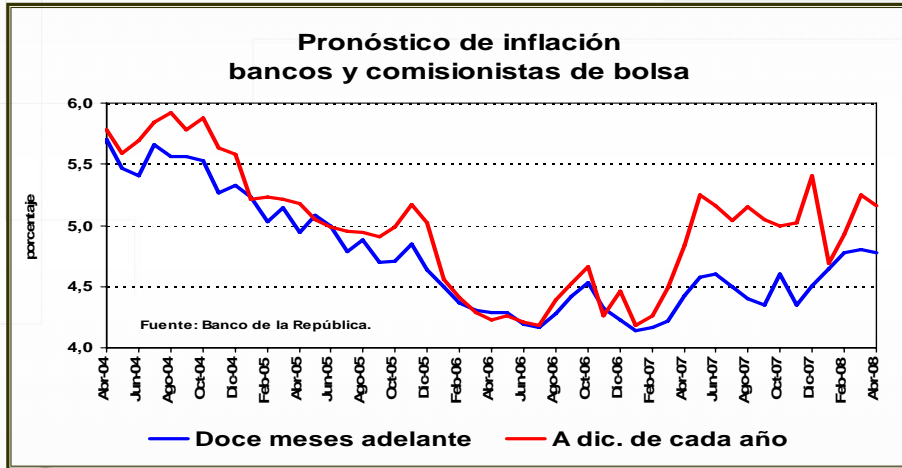


La mejor noticia: la inflación de no transables sin alimentos ni regulados, el mejor predictor de la inflación futura, siguió bajando en Abril

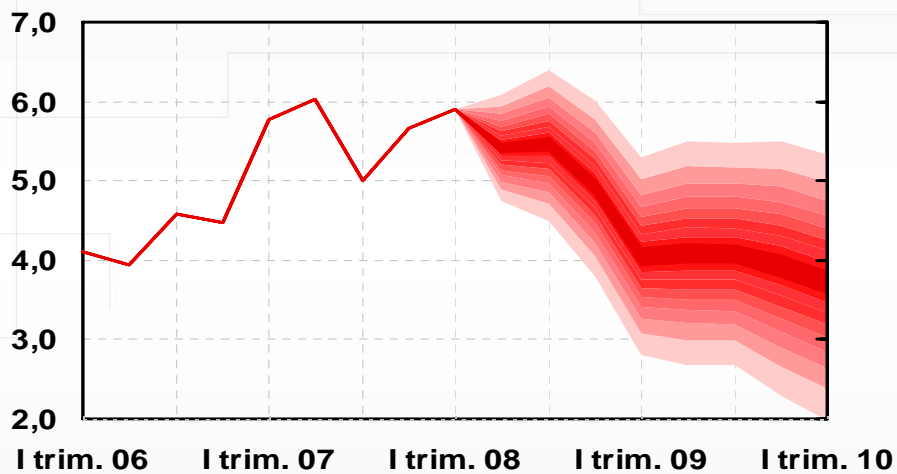
Inflación de transables y no transables sin alimentos ni regulados (%)



Otro buen resultado: las expectativas sobre la inflación de los agentes económicos, que venían aumentando, cedieron en Abril



Fan Chart o gráfico de probabilidades sobre la senda de la inflación



Probabilidades (a hoy) sobre el cumplimiento de las metas de inflación

Probabilidad acumulada de observar una inflación al consumidor para el rango indicado (%)

Rangos de inflación (%)	Dic. 2008	Dic. 2009
mayor a 5,5	19.3	5.0
menor a 5,5	80.7	95.0
menor a 5,0	54.7	86.8
menor a 4,5	26.7	72.4
menor a 4,0	8.8	53.0
menor a 3,5	1.8	33.2
menor a 3,0	0.2	17.4



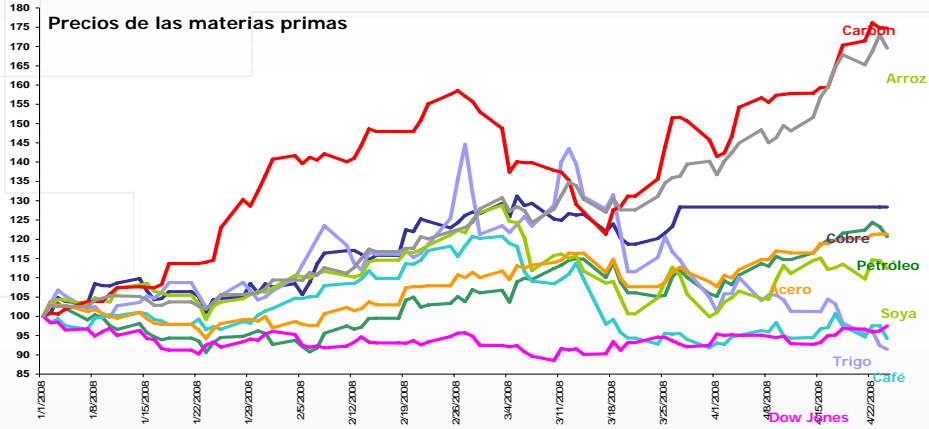
II. INFLACIÓN GLOBAL DE ALIMENTOS Y COMBUSTIBLES



Sin embargo, una amenaza: la inflación global de materias primas e hidrocarburos. Diferente a la proveniente de excesos de la demanda interna

Index 100= Jan 1st

Precios de las materias primas

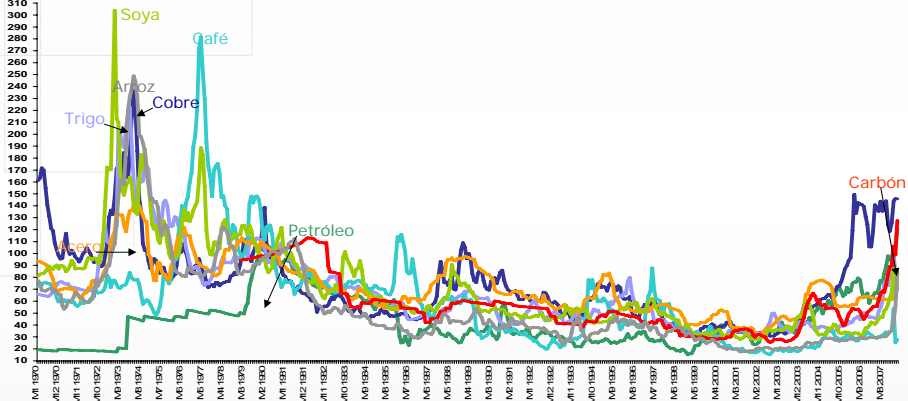


Fuente: E. Lora a partir de Bloomberg

El último gran shock sucedió en los 70

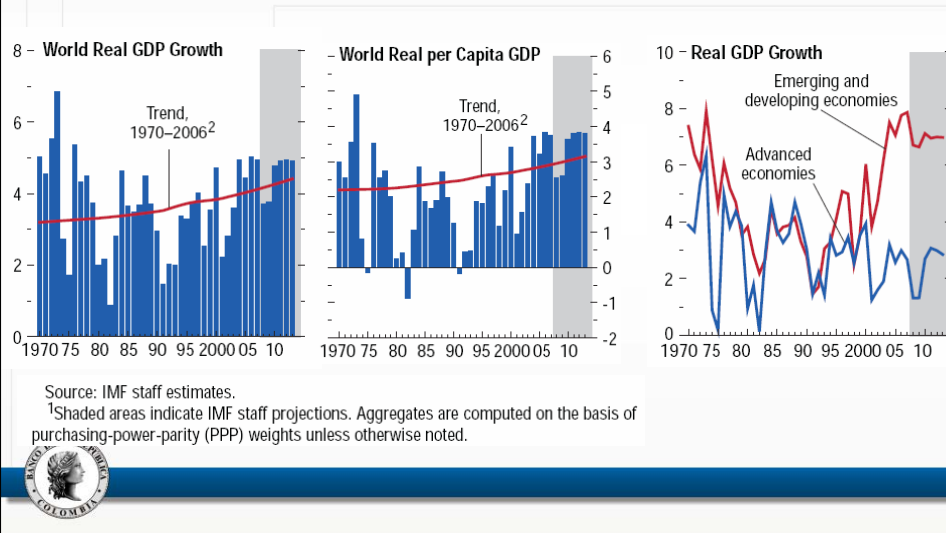
Precios reales de las materias primas

Index 100=1980



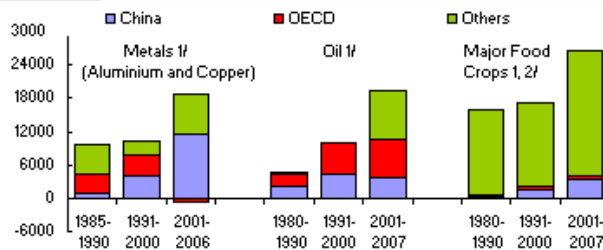
Fuente: Calculado por E. Lora a partir de Bloomberg.

Los factores de la demanda global, que principalmente en los ME se dispararon a partir de 2001



En consecuencia, la demanda global de *commodities*, en especial por parte de los ME, igualmente disparada desde 2001

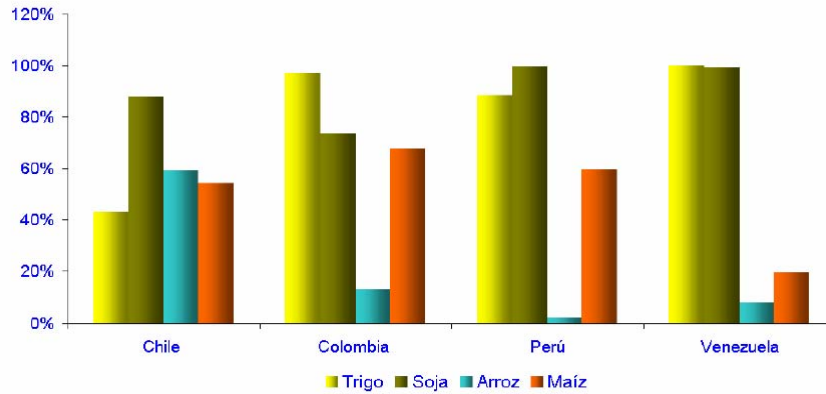
Contribución a la demanda mundial
 (Variación anual, promedio del período)



¹ Metals are in hundred thousands metric tons. Major food crops and oil are in thousands of metric tons.
² Major food crops are corn, rice, soybean and wheat.
 Sources: USDA, World Bureau of Metal Statistics, BP and IMF staff.

Vulnerabilidad de los países andinos en principales granos

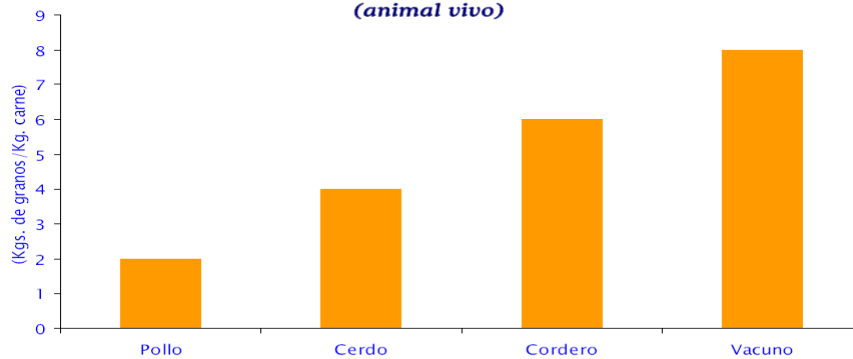
Importaciones como proporción del consumo en países andinos



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Proteína animal, el primer demandante de granos en el mundo (los mismos para la elaboración de biocombustibles). Además cuenta con la más alta elasticidad-ingreso de demanda en los ME

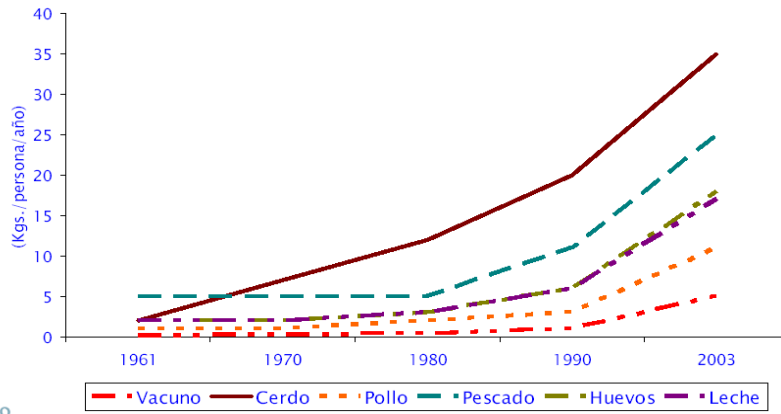
Tasas de conversión de granos en carne (animal vivo)



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Por ejemplo, China pasó de 20 a 52 kgs de consumo anual per cápita en 20 años

China: Consumo de alimentos carnes y otros productos de origen animal

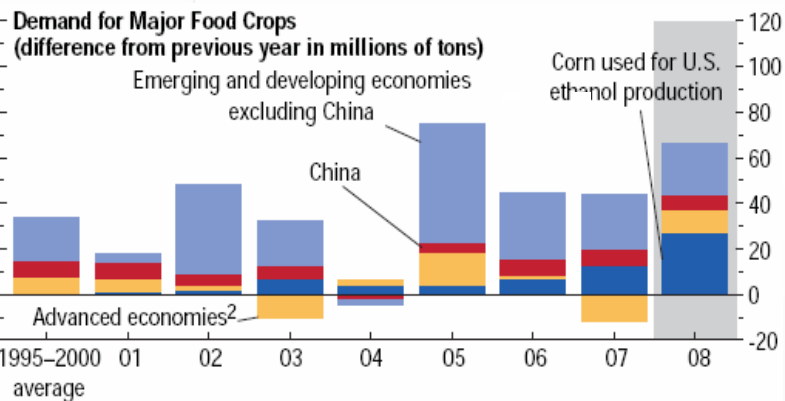


Fuente: FAO



Etanol, otro gran factor de aumento de la demanda global. Luego le sigue el biodiesel

Demanda de principales cosechas



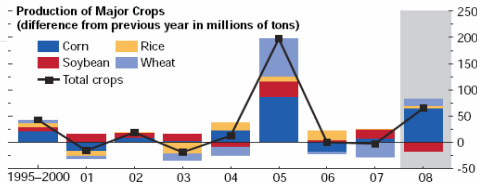
Sources: Bloomberg Financial Markets; U.S. Department of Agriculture; and IMF staff estimates.

¹Major food crops are wheat, corn, rice, and soybeans.

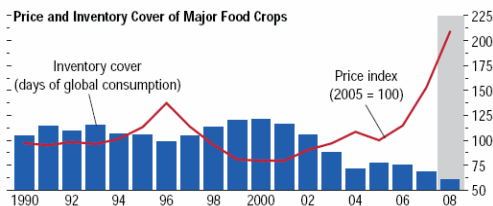
²Excludes corn used in U.S. ethanol production.

En tanto que la oferta de las materias primas tanto para las fuentes de proteína animal como para los biocombustibles aún es insuficiente

Producción de principales cosechas

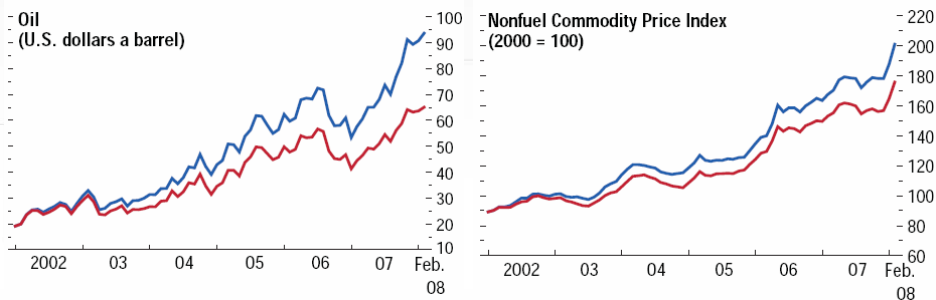


Precio y stock de principales cosechas



Sources: Bloomberg Financial Markets; estimates.
¹Major food crops are wheat, corn, rice, and soybeans.
²Excludes corn used in U.S. ethanol production.

Otra causa: la devaluación del dólar, que se ha reflejado en precios más altos de los *commodities*



Efecto sobre los productos básicos de una caída del 1% en la tasa de cambio del dólar estadounidense			
Número de meses después de shock	1	4	12
Oro	1.17	1.22	1.3
Petróleo	0.89	0.97	1.13
Índice de commodities no energéticos	0.48	0.47	0.47
Aluminio	0.53	0.53	0.53
Cobre	1.11	1.02	0.8

Expresado en dólares corrientes, basado en tipo de cambio nominal efectivo de Estados Unidos

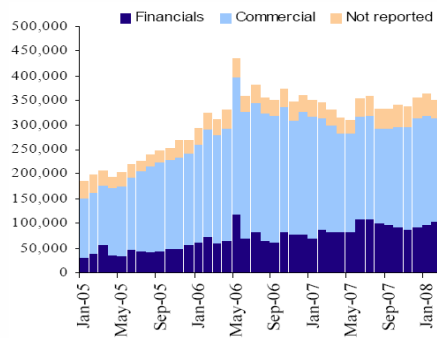


Fuente: E. Lora

Y, como secuela de la causa anterior, especulación financiera con los *commodities* a través de posiciones largas en contratos de futuros

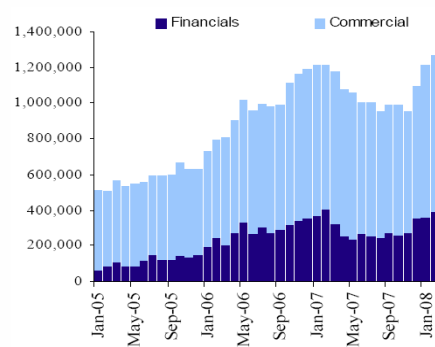
de trigo

Number of futures contracts (5,000 bushels ea.)



de maiz

Number of futures contracts (5,000 bushels ea.)

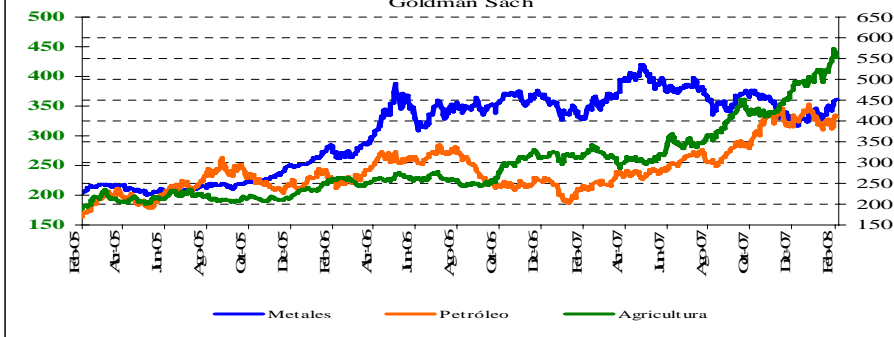


Source: Chicago Board of Trade (as reported by Bloomberg).

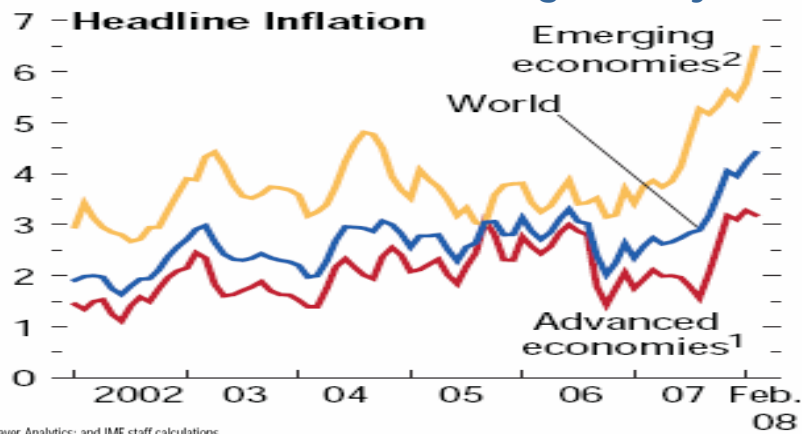


Inflaciones del petróleo y los alimentos son paralelas. Los precios del primero sustentan los de los últimos mucho más que antes, debido al surgimiento de los biocombustibles por la creciente presión del cambio climático

Indice de Commodities
Goldman Sach

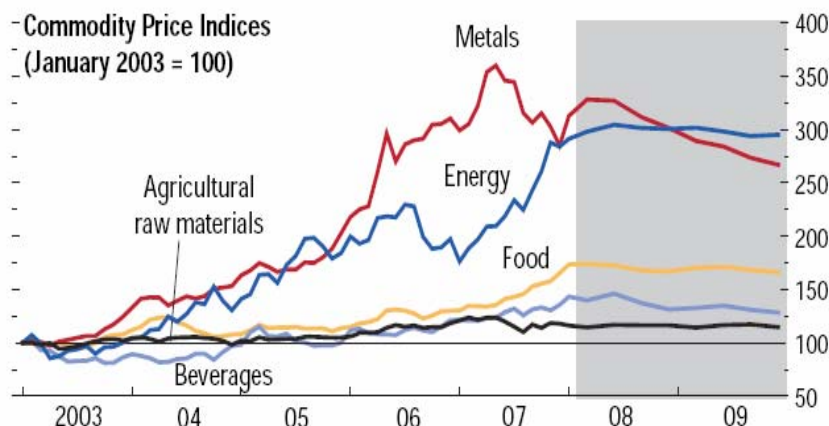


La inflación ha regresado a nivel global: petróleo, y proteína animal y biocombustibles, cuyas materias primas son las mismas (maíz y otros cereales, oleaginosas y azúcar)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
¹Australia, Canada, Denmark, euro area, Japan, New Zealand, Norway, Sweden, United Kingdom, and United States.
²Brazil, Bulgaria, Chile, China, Estonia, Hong Kong SAR, Hungary, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Poland, Singapore, South Africa, Taiwan Province of China, and Thailand.

Se estima que los precios de los *commodities* podrían 'estabilizarse' altos, al menos durante los dos próximos años



Sources: Bloomberg Financial Markets; and IMF staff estimates.

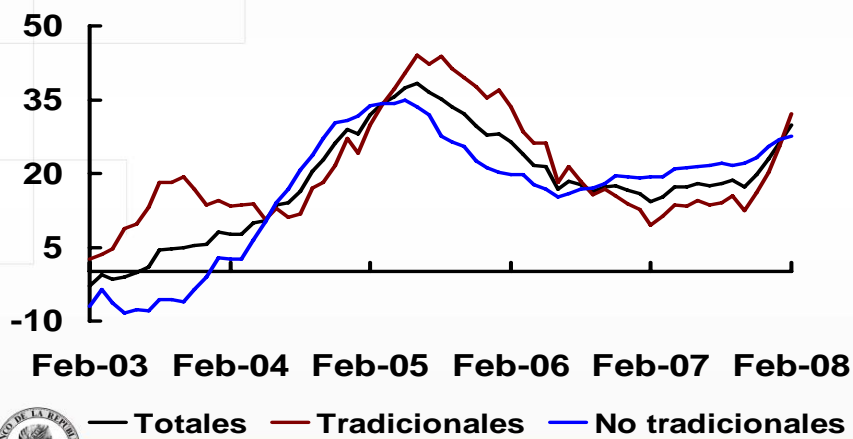


III. LA REVALUACIÓN



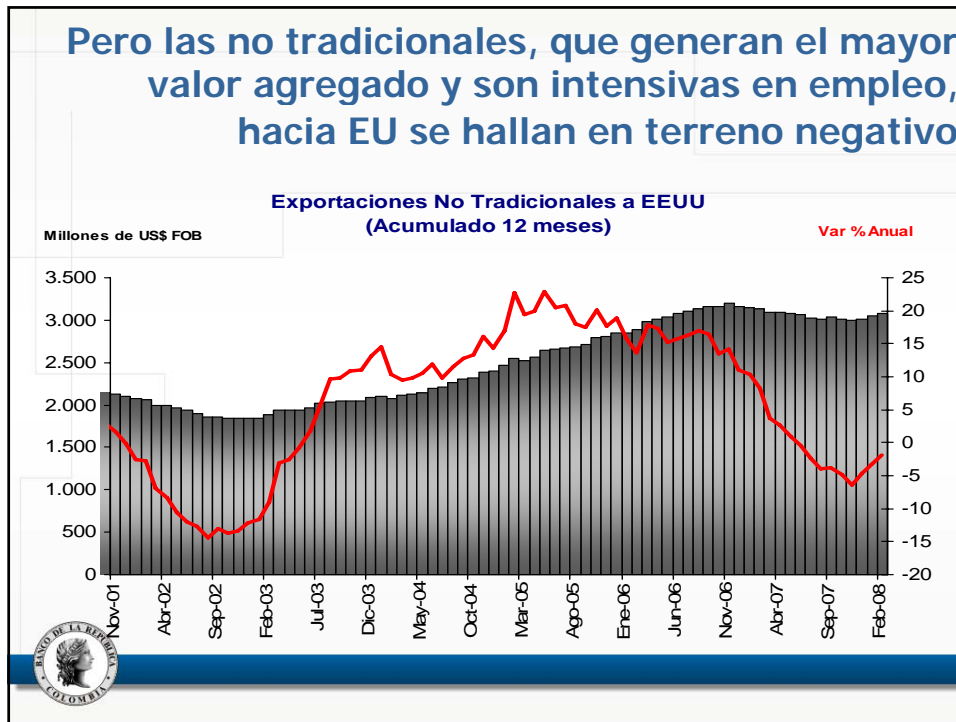
Fuerte crecimiento de las exportaciones: no tradicionales a Venezuela, y petróleo a EU con los más altos precios de la historia reciente

Exportaciones totales, tradicionales y no tradicionales en US\$ (%)

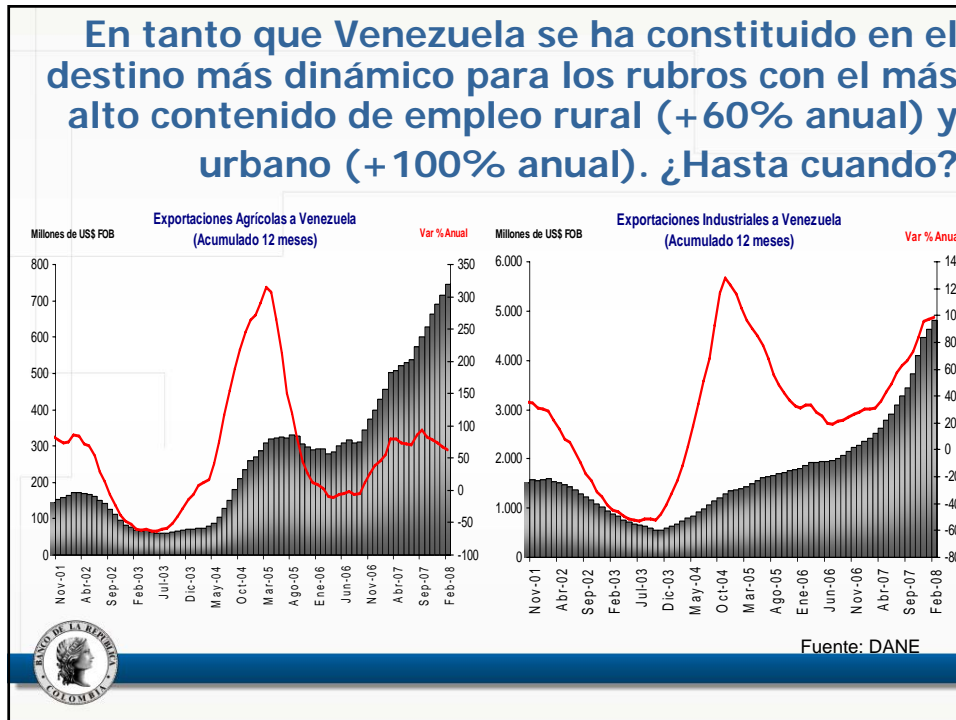


— Totales — Tradicionales — No tradicionales

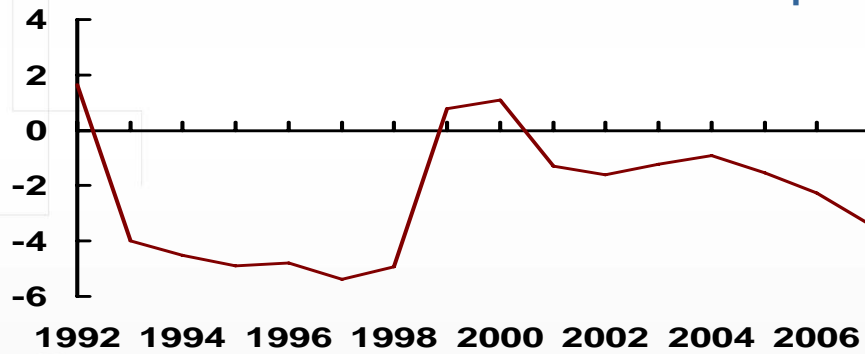
Pero las no tradicionales, que generan el mayor valor agregado y son intensivas en empleo, hacia EU se hallan en terreno negativo



En tanto que Venezuela se ha constituido en el destino más dinámico para los rubros con el más alto contenido de empleo rural (+60% anual) y urbano (+100% anual). ¿Hasta cuando?



Sin embargo, las importaciones han sido mayores y más dinámicas. De ahí el creciente déficit en la cta. cte. (3,8% del PIB). ¿Devaluación a la vista? Lo que la ha impedido y en cambio ha provocado la revaluación es la cuenta de capitales



Por la cuenta de capitales nos han entrado dólares en sumas sin precedentes

- Tras haberse diezmado los rendimientos reales en el mundo rico (\bar{Q} o negativos), aumentó el apetito por el riesgo en América Latina: inversión en títulos de deuda pública, IED, portafolio y créditos.
- A partir de los recortes de las tasas de interés de la FED, este proceso tomó nuevo aire.



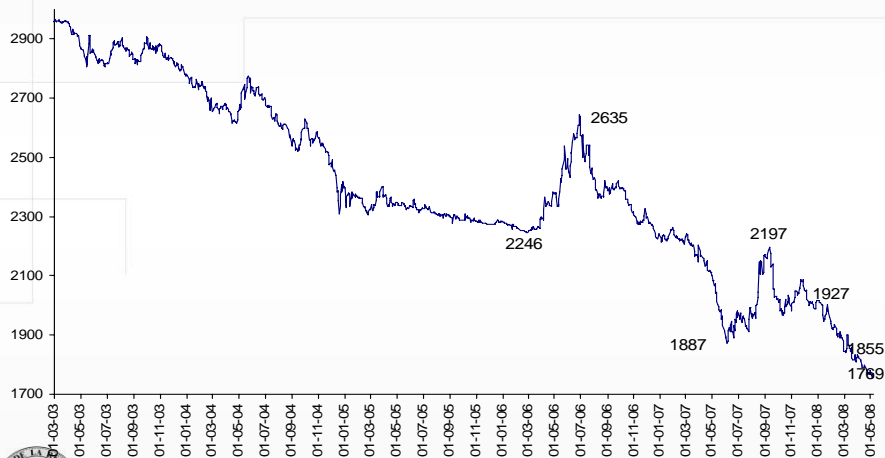
Resultado: el fenómeno del *carry trade* (compra-venta de liquidez)

- Con tasas de interés real externas más bajas que las internas (en EU negativas y en COL positivas y entre las más altas de la región) la búsqueda de rendimientos incentiva el *carry trade*: endeudamiento barato en US \$ para préstamos de corto plazo e inversiones en papeles y/o TES.
- Si se prolonga la fase contraccionista de la política monetaria, se incentivarían mayores influjos de capital que provocarían más revaluación, al menos mientras la FED no vuelva a subir sus tasas.



Y la consecuencia, la más pronunciada revaluación del peso en un lustro

Tasa de Cambio Nominal



Fuente: Banco de la República.

Claro que toda la región viene revaluándose, pero junto a Brasil somos los líderes

Devaluación Tipos de Cambio LATAM

Mayo 16/08

LATAM	semana	mes	año corrido	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	-0,15%	-0,81%	-11,73%	-10,42%	-26,21%	-23,98%
Brasil	-2,49%	-2,04%	-7,64%	-15,87%	-23,08%	-33,63%
México	-1,30%	-0,31%	-4,42%	-3,27%	-5,57%	-5,31%
Argentina	-0,79%	-0,15%	0,04%	2,46%	3,62%	9,27%
Perú	0,25%	2,28%	-7,82%	-12,66%	-15,41%	-15,13%
Uruguay	-0,68%	0,25%	-7,78%	-17,33%	-16,77%	-18,09%
Chile	-0,70%	2,39%	-6,29%	-9,75%	-10,01%	-19,32%



Y si nos comparamos con otras latitudes, resulta igualmente evidente: somos líderes en revaluación

Devaluación Tipos de Cambio - ASIA y EUROPA

Mayo 16/08

LATAM	semana	mes	año corrido	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Korea	-0,34%	3,84%	10,89%	11,84%	9,60%	3,96%
Indonesia	0,45%	0,78%	-1,31%	5,30%	0,86%	-1,73%
Tailandia	0,16%	2,51%	8,12%	-3,94%	-15,52%	-19,11%
China	0,01%	0,07%	-4,22%	-8,89%	-12,88%	-15,56%
Japón	0,16%	1,40%	-6,97%	-14,34%	-6,95%	-2,86%
Malasia	0,78%	2,80%	-2,32%	-5,03%	-10,67%	-15,00%
India	1,55%	6,75%	7,93%	4,16%	-6,64%	-2,15%
Turquía	-2,14%	-7,31%	5,04%	-7,35%	-12,65%	-9,89%
Colombia	-0,15%	-0,81%	-11,73%	-10,42%	-26,21%	-23,98%
Euro	-0,17%	1,51%	-6,36%	-13,39%	-17,99%	-18,63%
Libra	0,14%	2,18%	1,51%	0,99%	-3,86%	-5,88%



Así mismo frente a otros continentes: somos líderes en revaluación

Devaluación Tipos de Cambio

Mayo 16/08

LATAM	semana	mes	año corrido	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Islandia	-6,47%	0,28%	18,35%	18,02%	5,76%	11,37%
Nueva Zelanda	-0,48%	2,47%	-0,91%	-5,20%	-18,85%	-8,68%
Australia	-1,10%	-1,50%	-8,26%	-13,60%	-19,56%	-20,75%
Rusia	-0,12%	1,49%	-3,75%	-8,17%	-12,13%	-15,34%
Polonia	-0,91%	1,39%	-12,14%	-22,72%	-28,02%	-34,77%
República Checa	-0,59%	3,00%	-11,68%	-22,79%	-26,63%	-32,61%
Canada	-0,59%	-0,16%	0,09%	-9,52%	-9,70%	-21,28%
Israel	-1,82%	-3,28%	-12,18%	-14,27%	-25,09%	-22,78%
Colombia	-0,15%	-0,81%	-11,73%	-10,42%	-26,21%	-23,98%



IV. LA RECESIÓN DE EU Y SUS EFECTOS



El ciclo de la crisis, según Hyman Minsky

- En el auge, la gente se sobreendeuda para invertir. Cuanto más dure el *boom*, 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.

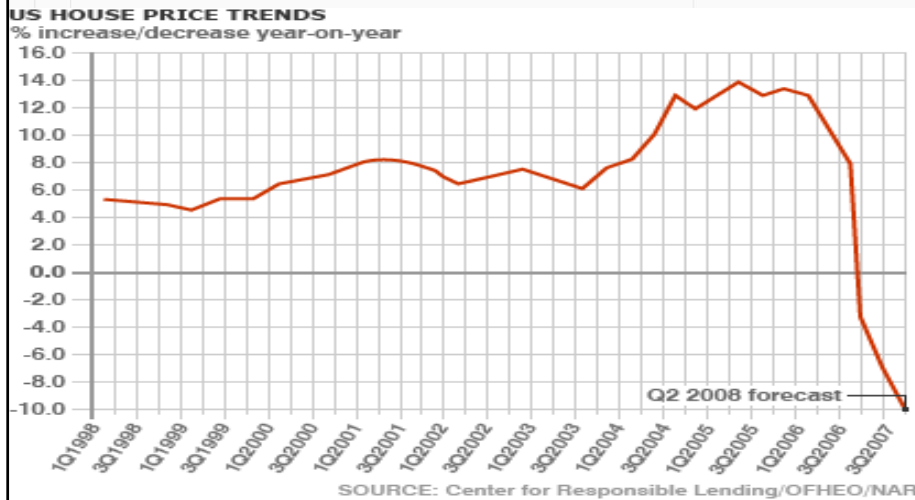


La consecuencia, en palabras de Martin Feldstein

- El enfriamiento del sector de la vivienda en EU, la caída de sus precios, y el efecto riqueza negativo y la consecuente contracción de su consumo, podrían menguar las exportaciones de los ME con mayor dependencia de EU.
- Lo prudente sería permitir ajustes en sus tipos de cambio, y en no apretar en exceso la política monetaria, pues más pronto que tarde tendrían que depender más de su demanda interna.



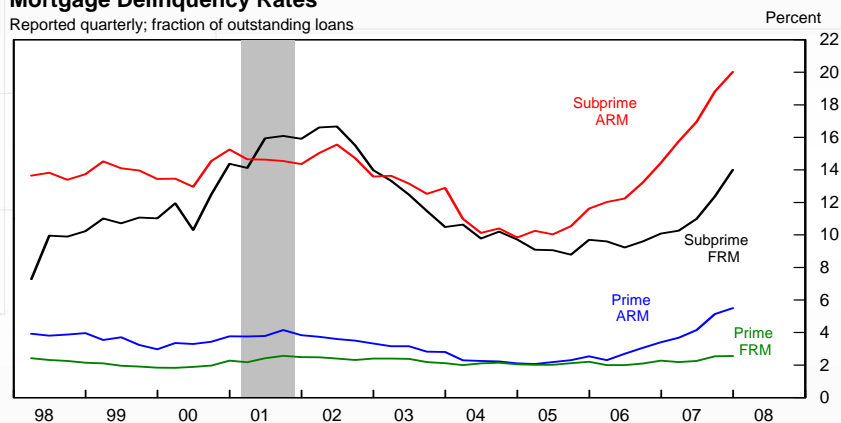
Cambios porcentuales de los precios de las viviendas en EU



El disparo de los incumplimientos de las hipotecas *subprime* en EU

Mortgage Delinquency Rates

Reported quarterly; fraction of outstanding loans

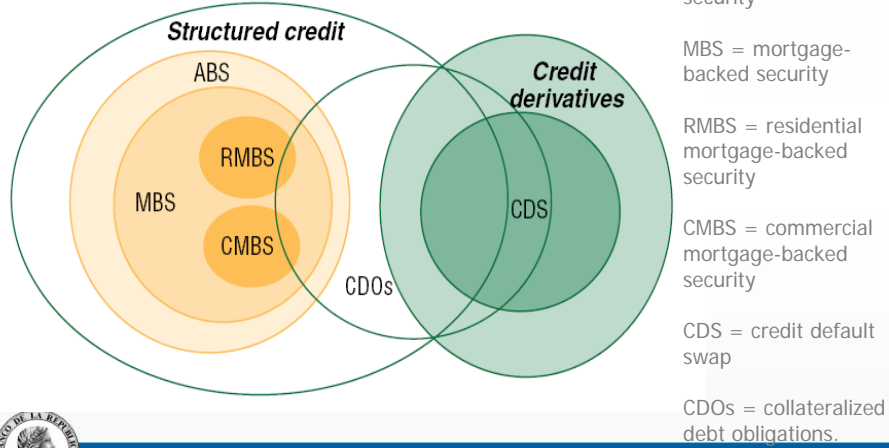


Delinquent mortgages are 30 days or more past due but not in foreclosure.



La compleja red que une a las hipotecas con los mercados de activos titularizados

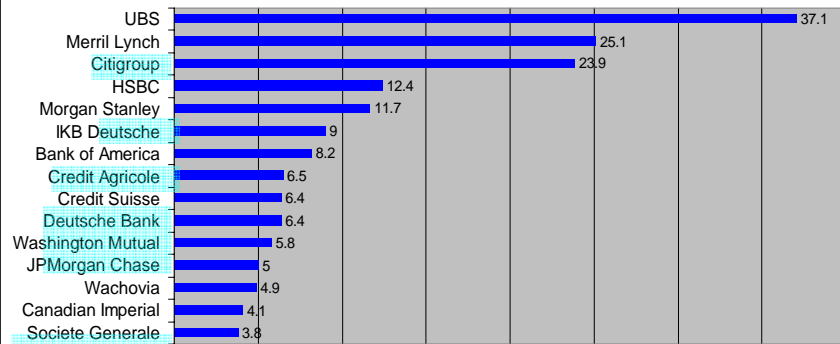
Universo de Activos Titularizados



Source: Global Financial Stability Report, April 2008, Ch. 1

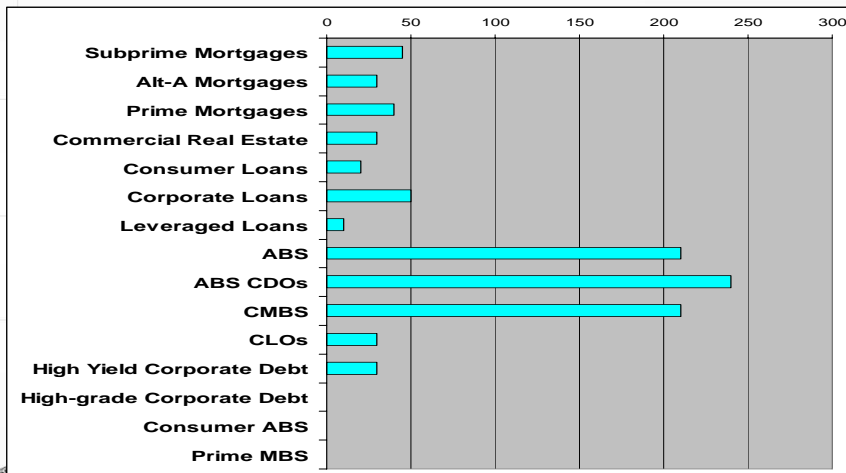
Aunque lo peor de la crisis crediticia parece que ya pasó, las pérdidas de algunos bancos

Individual Bank Losses and Writedowns since Jan. 2007 (in \$ billions)



Other: Mizuho (\$3.2), Shinsei (?), Mitsubishi ((\$1), Bank of China (\$1.9).

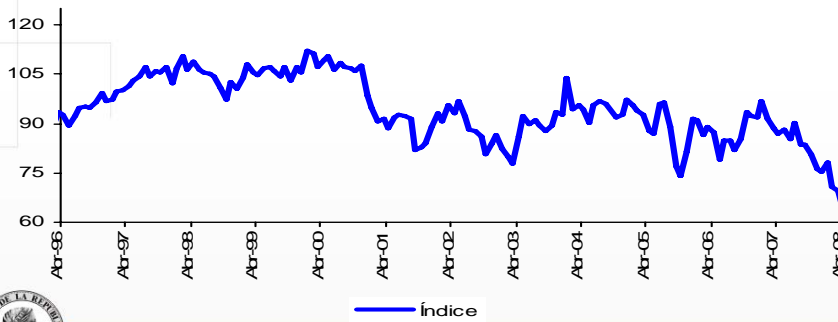
Las potenciales pérdidas globales se estiman en US \$945.000 millones: \$225.000 millones en créditos y \$720.000 millones en títulos



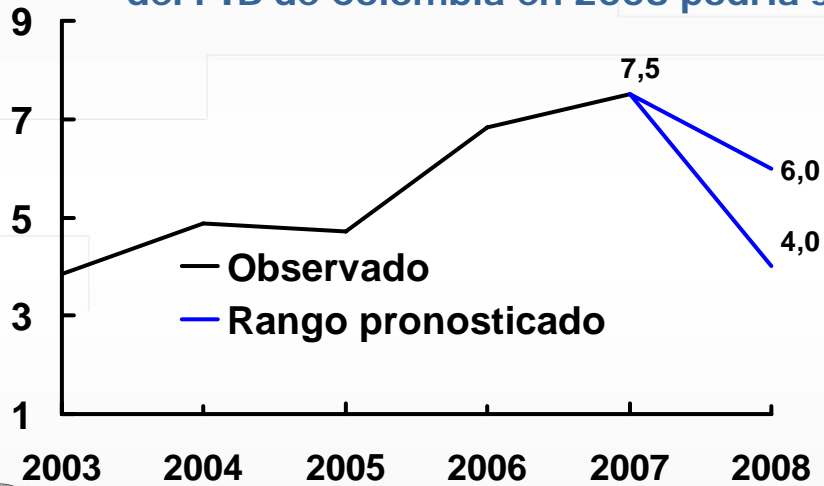
Source: GFSR, April 2008, Table 1.1

Fuerte deterioro de las expectativas sobre el consumo de los hogares, el nivel más bajo en 16 años del índice de la U. de Michigan. Según analistas esto anticipa alza del desempleo al 6% y caída del crecimiento del consumo al 1% anual y del PIB entre 0,5% y 1%

Indice Sentimiento del Consumidor - Michigan



Según el riesgo de recesión EU (no recesión o crecimiento 0) el rango para del crecimiento del PIB de Colombia en 2008 podría ser:



El pronóstico de algunos agentes sobre el crecimiento de EU para 2008 oscila entre 0,5% y 1,0%

V. EL BALANCE DE RIESGOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

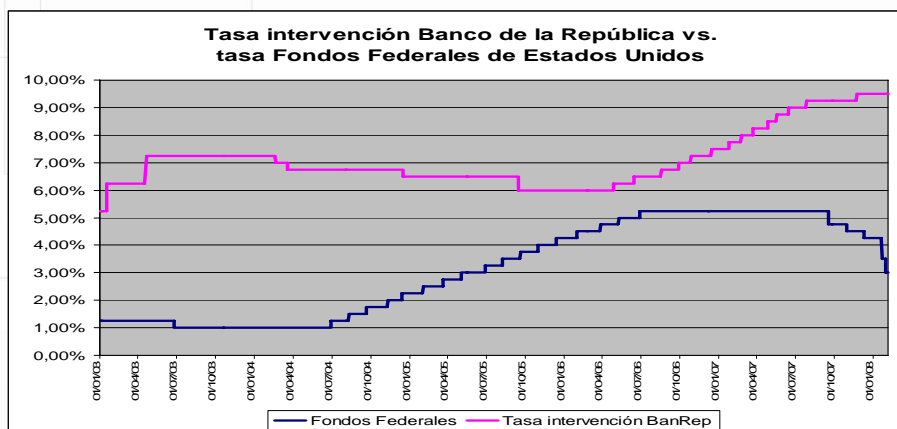


Desde 2006 el BR ha elevado su tasa de interés en 63%, uno de los reajustes más altos del mundo, mientras que EU la ha bajado en 62%

País	(1) Tasa interés nominal hoy	(2) Tasa interés nominal hace un año	(1) / (2)	Inflación hoy	Tasa interés real hoy
EU	2,00	5,25	0,38	4,00	- 1,92
UE	4,00	3,75	1,07	3,60	0,39
Canadá	3,00	4,25	0,71	1,40	1,58
Brasil	11,75	12,50	0,94	5,04	6,39
México	7,50	7,25	1,03	4,55	2,82
Colombia	9,75	8,50	1,15	5,73	3,80
Chile	6,25	5,00	1,25	8,30	- 1,89
Perú	5,50	4,50	1,22	5,52	- 0,02



Desde Sep 18/07 cuando la FED empezó a recortar su tasa, el diferencial pasó de 4 a 7,75 puntos nominales, el cual se estaría trasladando a otras tasas relevantes como las de los bonos



Mi balance de riesgos, de continuar las alzas

- En adelante, seguir subiendo nuestra tasa no frenaría la porción de la inflación originada en el encarecimiento global de los alimentos. En cambio sí podría frustrar la expansión de la producción y el empleo, profundizando de paso la revaluación y golpeando la industria y el agro.
- Como sostiene Stiglitz, “no hay razón para suponer que independientemente de cuál sea el origen de la inflación, la mejor respuesta sea aumentar las tasas de interés...Incrementar las tasas de interés no tendrá mucho impacto en el precio internacional de los granos o del combustible...Esto, casi con total certeza, provocaría una desaceleración económica significativa y un alto nivel de desempleo. El remedio sería peor que la enfermedad.”



De otra parte, los mercados se ajustan

- Por más preparados que estén los ME para resistir la recesión de EU y su contagio en Europa, el ritmo de su crecimiento y de su consumo se afectará.
- Del lado de la oferta, los altos precios de los alimentos están incentivando la inversión en biotecnología, mecanización y ampliación de áreas cultivadas, por ende aumentando la producción.
- Aún si dichos precios no cayeran de inmediato, según el BM su aporte a la inflación global cederá a partir del finales de 2008 y durante 2009. Según FAO la producción global de cereales en 2008 crecerá 5% y en AL 18%, y los precios de los alimentos ya podrían estar llegando a su máximo.



Finalmente, la innovación tecnológica ayudará a disolver la presión inflacionaria de los alimentos

1

Biología: sustanciales saltos en productividad y resistencia a sequía, erosión y salinidad de suelos

2

Biocombustibles a partir de nuevas fuentes: jatropha, microalgas, biomasa (bambú, pastos), celulosa (madera)

3

Energías alternativas (General Electric, Westinghouse, Toshiba, Hitachi, AREVA): Nuclear, Eólica, Fotovoltaica, Hidro, otras

4

Desarrollo de motores híbridos y utilización masiva del hidrógeno en vez de gasolina

5

Apertura de nuevas fronteras agrícolas ambientalmente sostenibles: por ejemplo la Orinoquia en Colombia, 6 mll de has.

Gracias

