

**Foro "los mercados y la economía en medio de la crisis: perspectivas 2009"**  
**CORREDORES ASOCIADOS S.A.**

## **POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA DE CARA A LA CRISIS INTERNACIONAL**

**Leonardo Villar Gómez\***

**Bogotá, Octubre 29 de 2008**

**\* Opiniones personales. No comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República**



## **Plan de Temas**

- **Tendencias Recientes de la Inflación**
- **Política de Tasas de Interés**
- **Desaceleración de la Economía y Actuación del Banco de la República frente a la Crisis.**



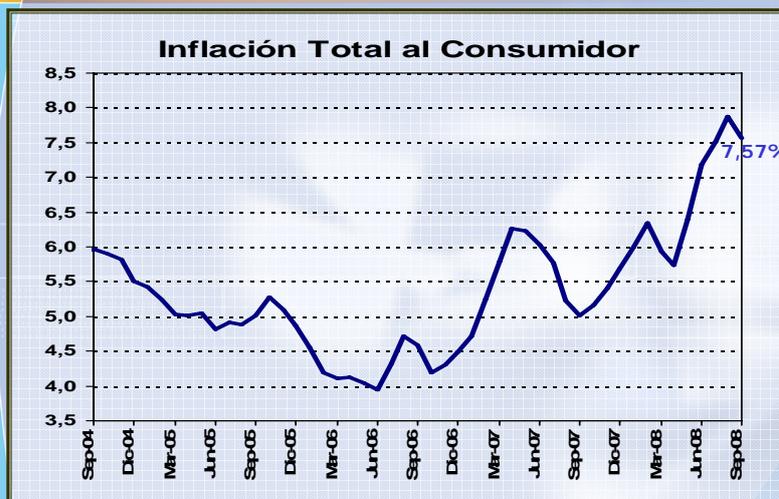
# Plan de Temas

- Tendencias Recientes de la Inflación
- Política de Tasas de Interés
- Desaceleración de la Economía y Actuación del Banco de la República frente a la Crisis.

Banco de la República  
Colombia



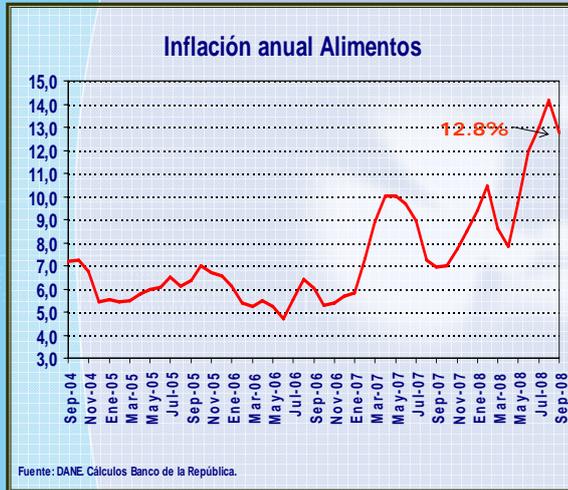
La inflación anual en septiembre fue 7.57%, menor a la de agosto pero superior en más de 300 pb el techo del rango objetivo ( $4\% \pm 1\%$ ).



Banco de la República  
Colombia



El fuerte repunte de la inflación se explica especialmente por el comportamiento de los precios de los alimentos:



### Inflación de alimentos

Dic. 2006: 5.9%,

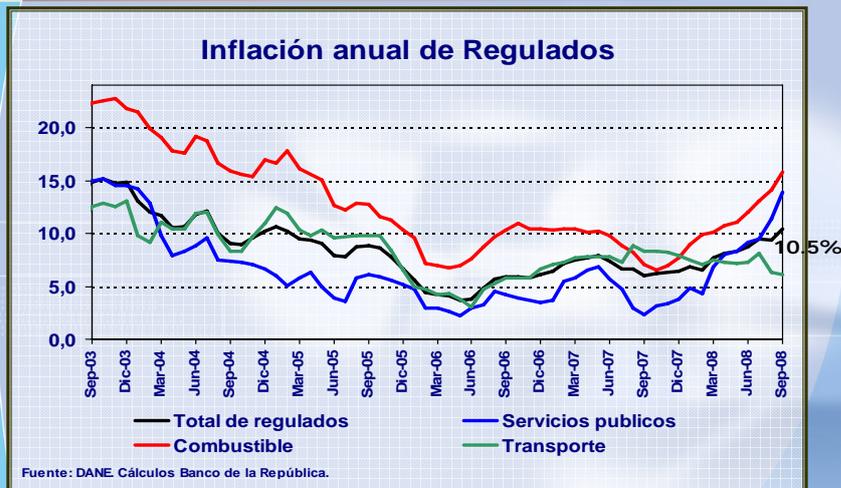
Dic. 2007: 8.5%

Ago. 2008: 14.2%.

La reducción reciente en la inflación total fue explicada por una caída en la inflación de alimentos a 12.8%.



Adicionalmente, los aumentos en los precios internacionales de combustibles y el sistema de indexación de las tarifas de servicios públicos hicieron aumentar la inflación de regulados de 6.4% en diciembre de 2007 a 10.5% en septiembre de 2008





Debido a los mayores precios internacionales de alimentos y combustibles hasta agosto, la aceleración de la inflación fue un fenómeno generalizado a nivel mundial.

País	Dic-06	Dic-07	Ago-08	Variación absoluta Dic 06-Ago08
<b>Colombia</b>	4,5	5,7	7,9	3,4
<b>América Latina</b>				
Argentina	9,8	8,5	9,0	-0,8
Bolivia	5,0	11,7	13,7	8,8
Brasil	3,1	4,5	6,2	3,0
Chile	2,6	7,8	9,3	6,7
Ecuador	2,9	3,3	10,0	7,2
México	4,1	3,8	5,6	1,5
Perú	1,1	3,9	6,3	5,1
Uruguay	6,4	8,5	7,3	0,9
Venezuela	17,0	22,5	34,5	17,5
<b>Países Industrializados</b>				
EEUU	2,5	4,1	5,4	2,9
Unión Europea	1,9	3,1	3,8	1,9
Reino Unido	3,0	2,1	4,8	1,8
Japón	0,3	0,7	2,1	1,8
<b>Otros Países</b>				
Rusia	9,0	11,9	15,0	6,0
China	2,8	6,5	4,9	2,1

Fuente: Datastream y Bancos Centrales

Banco de la República  
Colombia



Hacia el futuro, las perspectivas de precios internacionales de productos básicos han cambiado radicalmente...

**Factores alcistas que se mencionaban hace pocos meses se mantienen:**

- Crecimiento acelerado de economías de China e India.
- Conflictos geopolíticos que afectan suministro de petróleo.
- Políticas de estímulo a producción de biocombustibles, generando usos adicionales para productos agrícolas.

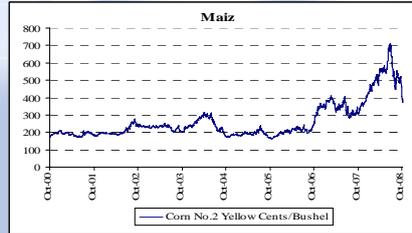
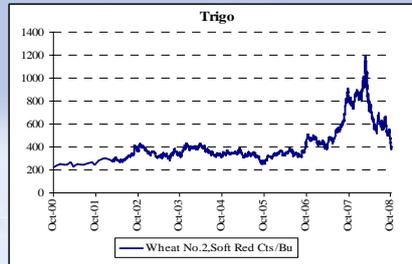
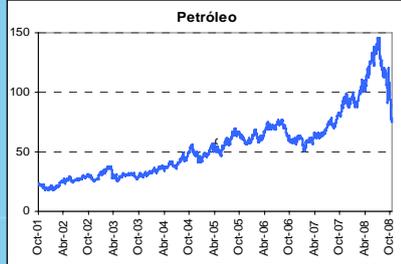
**Pero crisis la crisis financiera internacional...**

- Reduce la demanda por productos básicos en países desarrollados
- Empieza a afectar economías emergentes (fin del "decoupling")
- Reduce las inversiones financieras en "commodities".

Banco de la República  
Colombia



Una parte del gran aumento en precios de alimentos y combustibles del primer semestre de 2008 se ha revertido, lo cual puede tener un impacto positivo sobre el comportamiento futuro de la inflación



Banco de la República  
Colombia

Fuente: Datastream



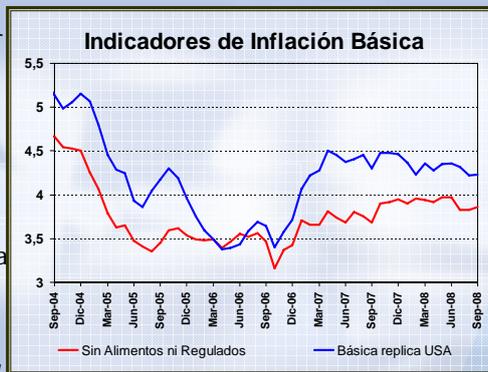
## Inflación sin alimentos ni regulados

### Relevancia del concepto:

- 60% de la canasta familiar
- Refleja la inflación de carácter macroeconómico: Tendencias similares a las de inflación básica usada en EE. UU.

### Comportamiento reciente:

1. Ascenso importante entre fines de 2006 y 2007, reflejando exceso de demanda
2. Estabilidad alrededor de 4% desde fines de 2007 y ligero descenso desde julio de 2008, ubicándose en 3.9% en agosto.



Banco de la República  
Colombia

→ La política monetaria ha tenido éxito en impedir que los precios de productos básicos induzcan una inflación generalizada.



Los menores precios internacionales de “productos básicos” constituyen una oportunidad para retomar la senda descendente de la inflación que se traía hasta 2006...

**Requisito fundamental:**

**Impedir que los altos ritmos de inflación de alimentos y regulados observados en el período reciente se trasladen a mayor inflación básica en los próximos meses**

Eso podría suceder por varias vías:

- Excesos de demanda (ya inexistentes)
- Efecto rezagado de mayores costos
- Indexación salarial a inflación pasada
- Eventual depreciación muy acelerada del peso
- Expectativas de inflación y baja confianza en metas del BR

→ **Importancia de una política muy prudente por parte del Banco de la República**

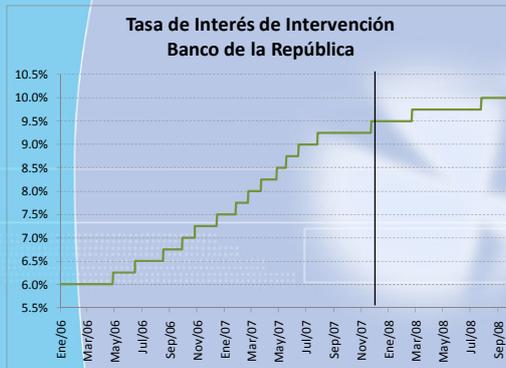


## Plan de Temas

- Tendencias Recientes de la Inflación
- Política de Tasas de Interés
- Desaceleración de la Economía y Actuación del Banco de la República frente a la Crisis.



## Dos períodos diferentes en el proceso reciente de aumento en la tasa de interés del BR



### 1. Entre abril de 2006 y fines de 2007:

- Aumentos frecuentes (14)
- Tasa pasa de 6% a 9,5%

### 2. A lo largo de 2008

- Sólo dos (2) aumentos, ambos con fuerte debate público
- Tasa pasa de 9.5% a 10%



## Racionalidad de los aumentos en tasas de interés en 2006 y 2007

- Crecimientos de la demanda interna cercanos al 10% real, muy superiores al crecimiento potencial de la economía.
- Crecimientos del crédito superiores al 40% para la cartera total y al 50% para la cartera de consumo
- Tendencias al alza tanto en inflación total como en inflación básica
- Excesos de demanda evidentes



## ¿Qué pasó en 2008?

### Argumentos a favor de mantener o incluso reducir de tasas de interés:

- Rápido ajuste en la demanda interna, que pasa de crecer 9% real en 2007-IV, a 5.7% en 2008-I y a 4.2% en 2008-II.
- Crecimientos del crédito total y de consumo convergen hacia tasas cercanas al 18%, todavía superiores al del ingreso nominal pero no preocupantemente altas.
- Estabilidad en la inflación básica (sin alimentos ni regulados).

### ¿Por qué, entonces, se subieron las tasas de interés nuevamente en dos oportunidades?



## Racionalidad de los aumentos en tasas de interés en 2008: Expectativas y Credibilidad

- Credibilidad erosionada por incumplimiento de meta de inflación en 2007
- Gran "shock" en los precios externos de productos básicos acerca inflación observada a 8%
- Todos los sectores buscan ajustes compensatorios en precios y salarios, con riesgo de inflación generalizada
- Fuerte aumento en las expectativas de inflación futura, no sólo para 2008, sino para varios años adelante.





## La paradoja de las tasas de interés a plazo en 2008: tasas de mercado vs tasas de política

- En 2008, las tasas de interés de largo plazo aumentan en el mercado por la mayor inflación observada y por expectativas de inflación futura, no por decisiones de política encaminadas a aumentarlas.
- **Los ajustes en la tasa del BR en marzo y en julio permiten recuperar algo de confianza en control de la inflación y bajan las tasas de los TES.**



## En resumen....

- A diferencia de lo que sucedía en 2006 y 2007, los aumentos en las tasas de interés de política del BR en 2008 no han estado asociados a la existencia de excesos de demanda o a crecimientos excesivos del crédito.
- El aumento de tasas en 2008 (de 9.5% a 10%) ha sido necesario para:
  1. Mantener bajo control las expectativas de inflación.
  2. Mitigar el riesgo de una espiral de aumentos generalizados en precios y salarios, inducido por el "shock" de precios de productos básicos.
- De esta manera, paradójicamente, los aumentos en las tasas del BR en el mercado monetario (a un día) evitaron aumentos mayores en las tasas de largo plazo, cuyos efectos habrían sido muy negativos sobre la actividad productiva y el gobierno.



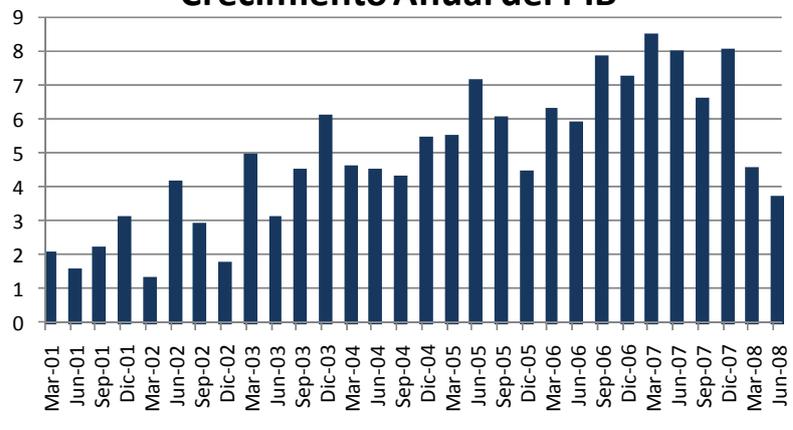
# Plan de Temas

- Tendencias Recientes de la Inflación
- Política de Tasas de Interés
- **Desaceleración de la Economía y Actuación del Banco de la República frente a la Crisis.**



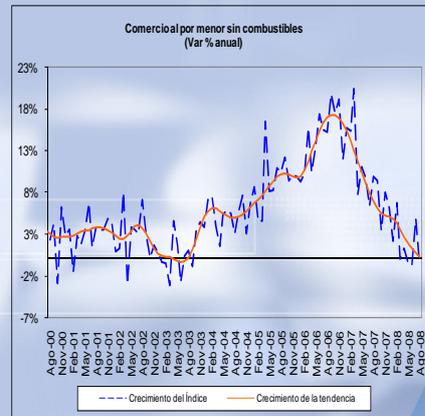
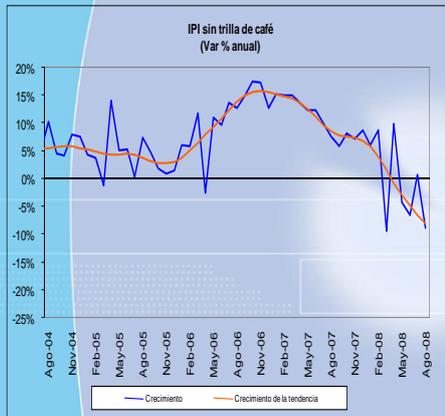
Las cifras sobre crecimiento del PIB en los dos primeros trimestres de 2008 hacen evidente una desaceleración mayor a la prevista y claramente indeseable

## Crecimiento Anual del PIB





Las cifras disponibles más recientes sugieren que la desaceleración en el segundo semestre es más pronunciada que en el primero



Banco de la República  
Colombia

Sin embargo, debido a los muy altos crecimientos en 2007, los niveles de producción y ventas siguen siendo relativamente altos.



## Dos preguntas fundamentales

1. ¿La desaceleración puede ser explicada principalmente por la política de tasas de interés del Banco de la República, tal como se afirma con frecuencia?
2. ¿Una política monetaria más laxa, con menores tasas de interés del Banco de la República, permitiría volver a las tasas de crecimiento económico de los años anteriores?

Banco de la República  
Colombia



## Elementos para una respuesta sobre causas de la desaceleración (1)

- Los aumentos en las tasas de interés de 2006 y 2007 ciertamente buscaron reducir el crecimiento excesivo del crédito y de la demanda agregada.
- Sin embargo, la magnitud de la desaceleración observada en 2008 tiene múltiples causas adicionales...



## Elementos para una respuesta sobre causas de la desaceleración (2)

### Caída en obras civiles:

- La tasa de crecimiento de obras civiles pasa de **+30% a -14%**, entre los primeros semestres de 2007 y 2008.
- Eliminando el efecto **directo** de obras civiles, el crecimiento del PIB en el primer semestre de 2008 habría sido **4.7% en lugar de 4.1%**.
- Efectos **indirectos** no son despreciables.

**Producto Interno Bruto Sectorial 2008 trimestral**  
(Var % anual)

	2007	Ene-Jun 2007	Ene-Jun 2008
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3.4	3.4	3.7
Explotación de minas y canteras	2.7	2.1	6.2
Industria manufacturera	9.5	11.4	1.6
Electricidad, gas y agua	3.3	3.8	1.2
Construcción	13.9	19.6	0.5
Edificaciones	1.2	5.2	25.5
Obras Civiles	23.4	30.2	-14.1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	9.9	10.7	3.4
Transporte, almacenamiento y comunicación	10.1	9.3	6.0
Estab. Finan, segur, inmueb y serv a las empresas	6.7	6.3	6.1
Servicios sociales, comunales y personales	3.9	3.1	3.3
Subtotal Valor agregado	7.1	7.5	3.7
Tx-Sub	15.0	16.4	7.7
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>7.7</b>	<b>8.2</b>	<b>4.1</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO sin obras civiles</b>	<b>7.3</b>	<b>7.6</b>	<b>4.7</b>

Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República



## Elementos para una respuesta sobre causas de la desaceleración (3)

### Ventas a Venezuela

- Aunque las **tasas de crecimiento** siguen positivas, en julio se ubicaban por debajo de **20%**, frente a **95%** un año atrás.
- El **valor mensual** de las exportaciones a Venezuela baja de **US\$ 660 millones** en promedio en el último trimestre de 2007 a **US\$ 450 millones** en lo corrido de 2008.



## Elementos para una respuesta sobre causas de la desaceleración (4)

### Adicionalmente...

- **Efectos del aumento en precios de productos básicos**
  - Desplazamiento de demanda de los hogares
  - Aumento en costos de producción para empresarios.
- **Efecto de la apreciación cambiaria del primer semestre sobre sectores transables** (industria, agricultura, servicios de hotelería y turismo, etc)
- **Efecto de crisis financiera internacional sobre confianza de consumidores** (hasta ahora, la inversión privada se mantiene creciendo a un ritmo similar al de 2007)



## Encuesta de Fedesarrollo sobre confianza de los consumidores



Banco de la República  
Colombia



¿Una política monetaria más laxa, con menores tasas de interés del Banco de la República, permitiría volver a las tasas de crecimiento económico de los años anteriores?

### Cuatro argumentos centrales:

1. Los factores externos seguirán teniendo una influencia determinante sobre el desempeño económico colombiano.
2. La situación para Colombia podrá empeorar en la medida en que la caída en los precios del petróleo afecte a Venezuela.
2. Una política monetaria contracíclica no podrá evitar los efectos negativos de la crisis internacional pero sí podrá mitigarlos, a diferencia de lo que ha sucedido históricamente.
3. Para tener política monetaria contracíclica, el requisito fundamental es tener las expectativas de inflación controladas y por ello es tan importante la cautela y la oportunidad.

Banco de la República  
Colombia



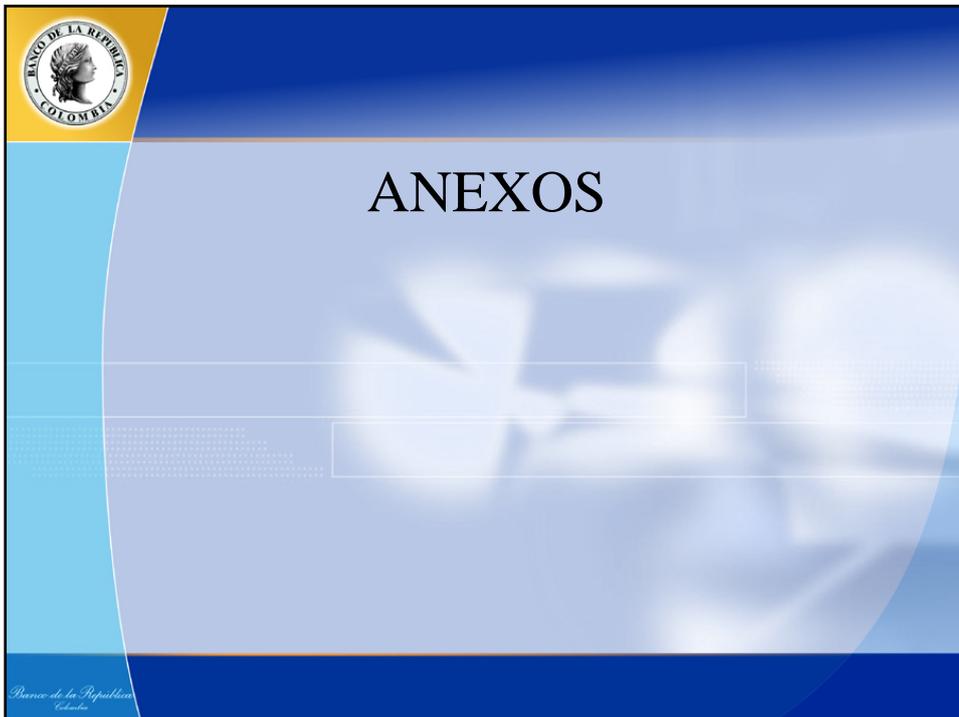
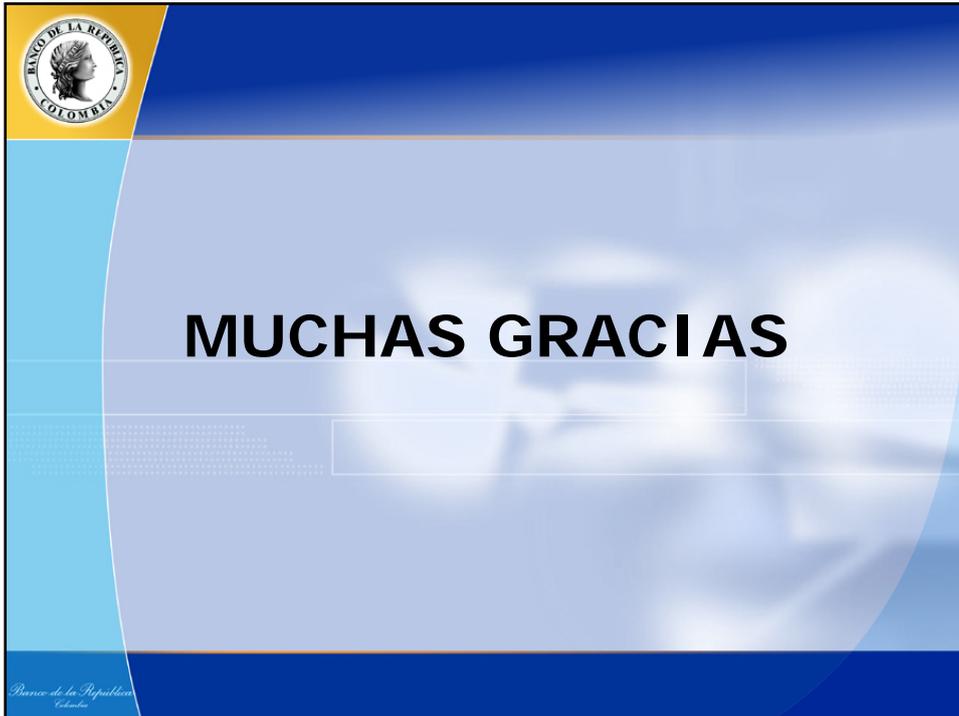
## Varias decisiones recientes del BR han sido avances cautelosos hacia una política contracíclica.

- Mantener la flexibilidad cambiaria en el rápido proceso de depreciación del peso de los últimos meses, lo cual beneficia a los sectores exportadores y demás productores de bienes transables.
- Eliminación de los sobrecostos al endeudamiento externo y a la inversión extranjera de portafolio.
- Reducción de los encajes (de 10% a 9% en promedio).
- Anuncios sobre amplio suministro de liquidez permanente a la economía en los meses venideros, incluyendo compra de TES.



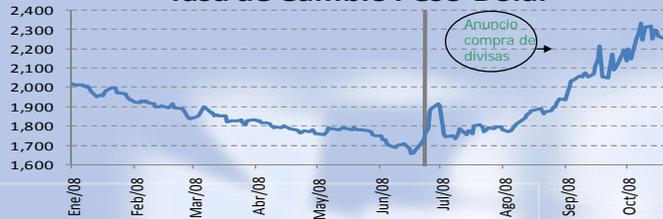
## Cinco fortalezas asociadas a la política monetaria y cambiaria para enfrentar la crisis externa actual

- **Flexibilidad de la tasa de cambio**, que está permitiendo a esta variable contribuir en el proceso de ajuste de la economía, beneficiando a los sectores transables que mayores costos tuvieron en el período de auge externo y apreciación del peso.
- **Altos niveles de reservas internacionales**: cerca de US\$24 mil millones actualmente, frente a menos de US\$11.000 millones en 2003, gracias a intervención cambiaria de últimos años.
- **Baja exposición a endeudamiento externo y a inversiones de portafolio**, gracias a los sobrecostos impuestos en mayo de 2007, nos hace menos vulnerables a una interrupción súbita de los flujos de capitales.
- **Un crecimiento del crédito alto pero no excesivo**, gracias al oportuno ajuste que se hizo mediante los mayores encajes y los aumentos en las tasas de interés desde abril de 2006.
- **Una inflación básica controlada y perspectivas favorables para retomar una senda consistente con las metas de inflación de largo plazo**, pese al incumplimiento en las metas de 2007 y 2008.

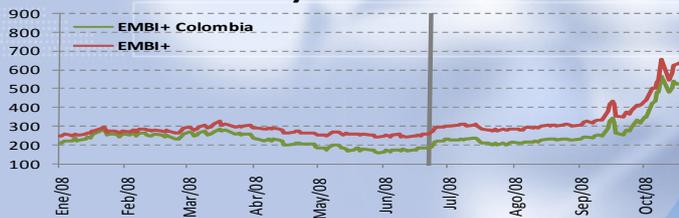




### Tasa de Cambio Peso-Dólar



### EMBI+ y EMBI+ Colombia



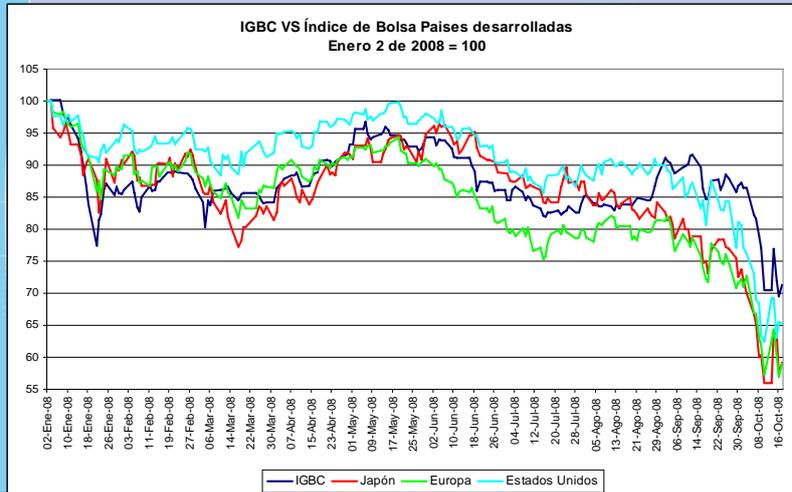
La caída de los precios de las viviendas en EU aún no se detiene. Va 20% y se prevé 10% más



SOURCE: Center for Responsible Lending/OFHEO/NAR



## La bolsa de Colombia comparada con las de países desarrollados

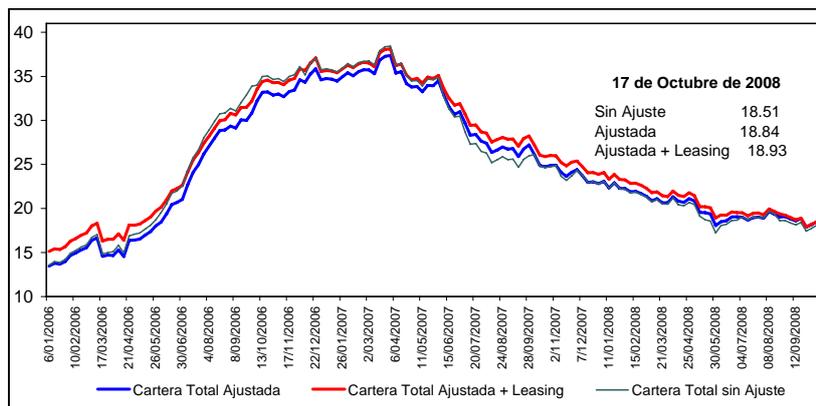


Banco de la República  
Colombia



## Cartera Bruta en Moneda Legal

Variaciones anuales (%) de datos semanales

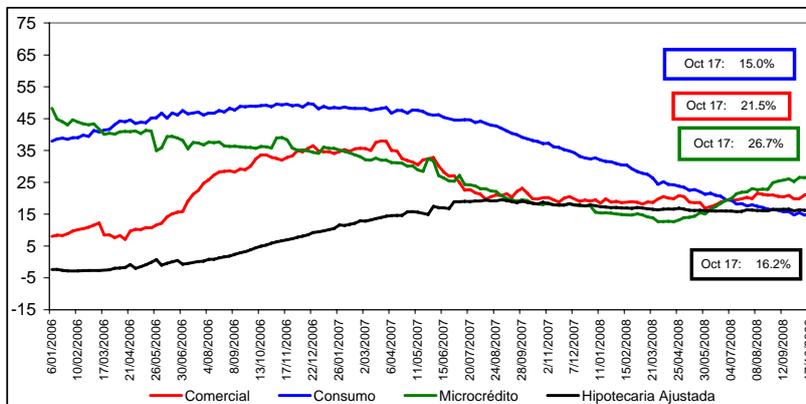


FUENTE: Cálculos Banco de la República con base en información de la Superintendencia Financiera de Colombia

Banco de la República  
Colombia



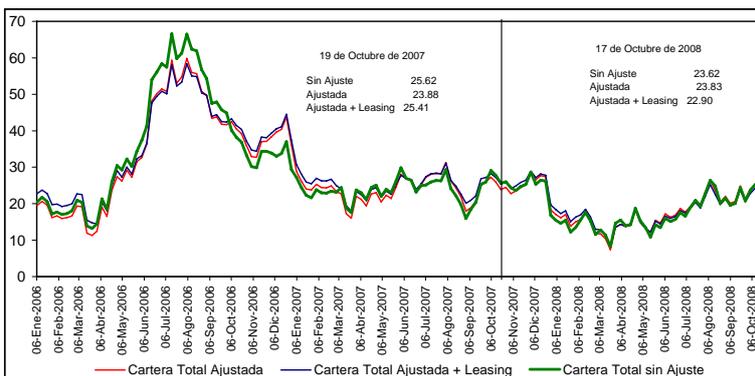
### Cartera Bruta en Moneda Legal por modalidad de crédito Variaciones anuales (%) de datos semanales



FUENTE: Cálculos Banco de la República con base en información de la Superintendencia Financiera de Colombia



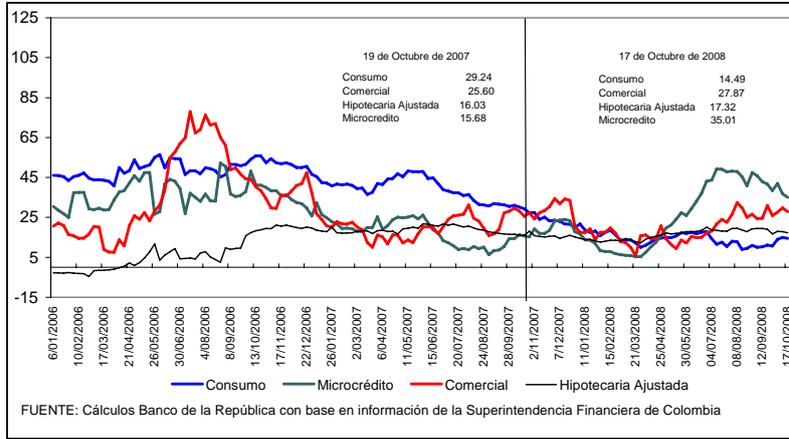
### Cartera Bruta en Moneda Legal Variaciones anualizadas últimas 13 semanas (%)



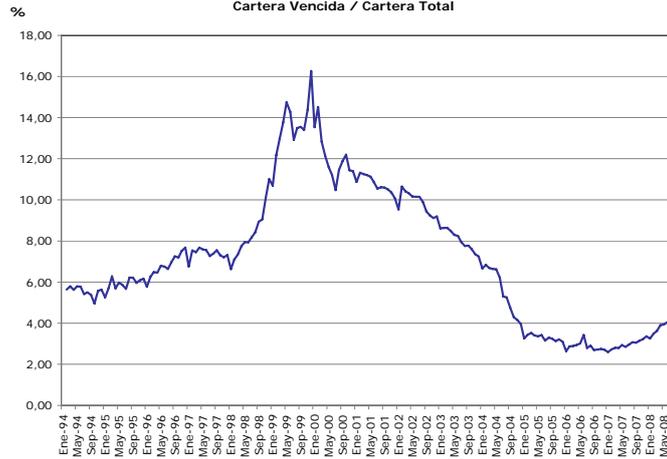
FUENTE: Cálculos Banco de la República con base en información de la Superintendencia Financiera de Colombia



**Cartera Bruta en Moneda Legal por modalidad de crédito**  
**Variaciones anualizadas últimas 13 semanas (%)**



**Cartera Vencida / Cartera Total**





Provisiones / Cartera Total

