



LA POLÍTICA MONETARIA ANTE LA RECESIÓN GLOBAL Y EL ESTADO DE LA ECONOMÍA

Medellín, Diciembre 10 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**



- I. La política monetaria
- II. La recesión global
- III. Efectos sobre los mercados emergentes
- IV. El estado de la economía en Colombia

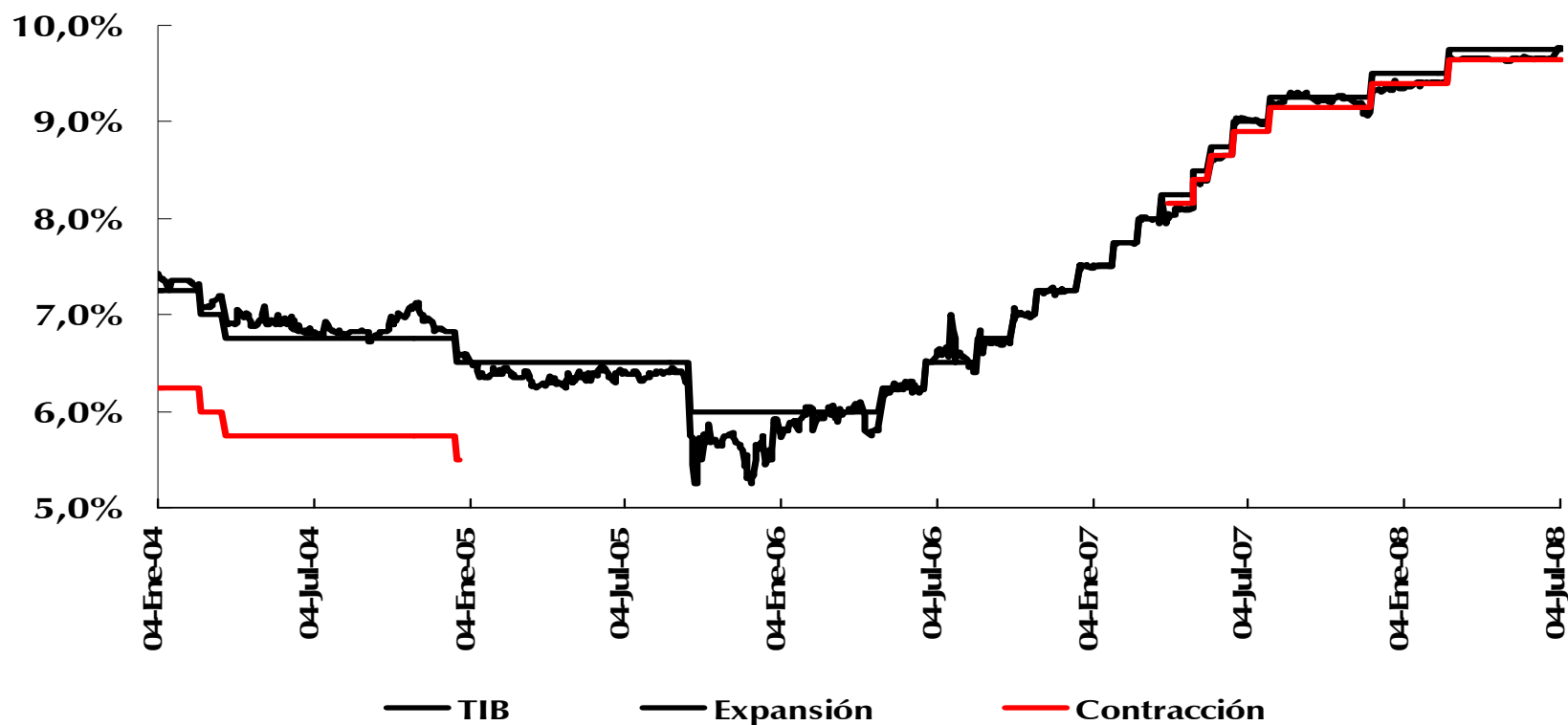


I. LA POLÍTICA MONETARIA



La Junta hizo su tarea al haber elevado la tasa de interés entre abril/06 y julio/08 de 6% a 10% en diez y seis movimientos de 25 pb c/u. Más elevación de encajes y controles de capital

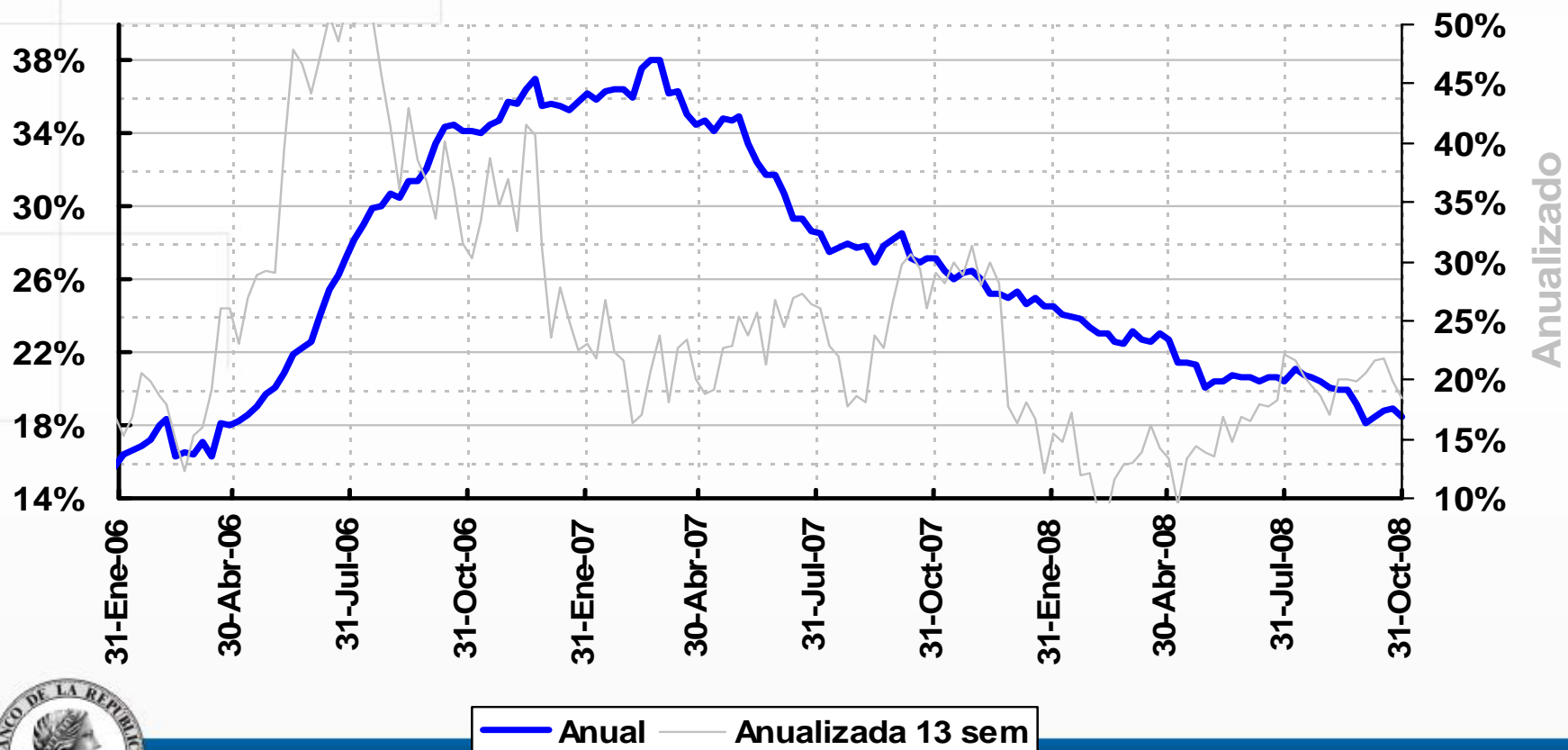
TIB e Intervención



Como resultado, el crecimiento anual de la cartera en moneda nacional cayó al 18%, la mitad de su pico en marzo de 2007

Cartera bruta con leasing MN

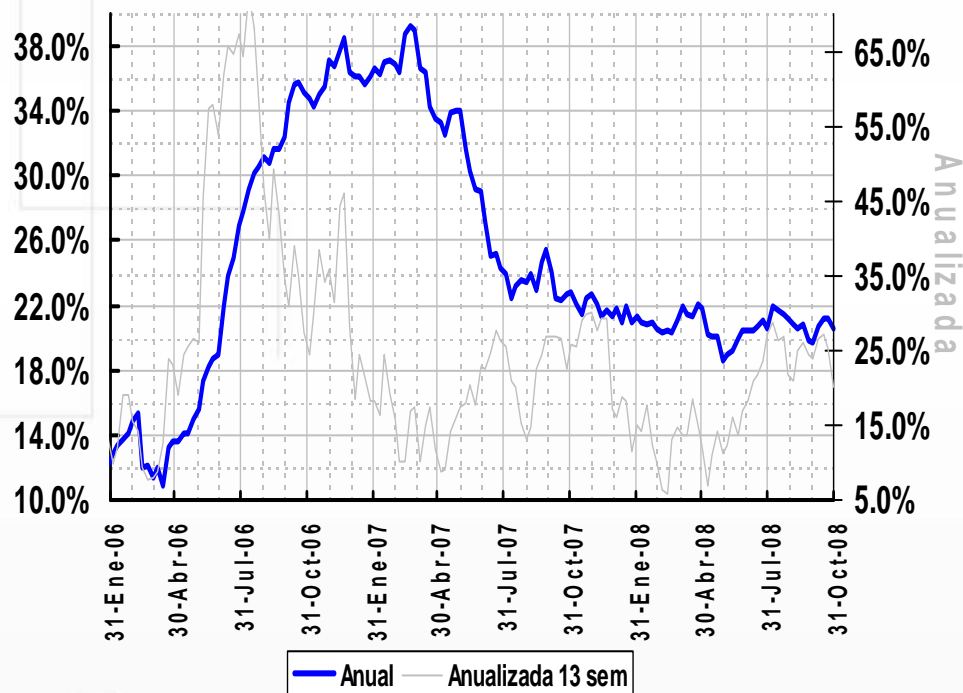
variaciones anuales de datos semanales



Por destino las carteras comercial y de consumo se han desacelerado notablemente: de 40% a 21% y de 50% a 14% respectivamente

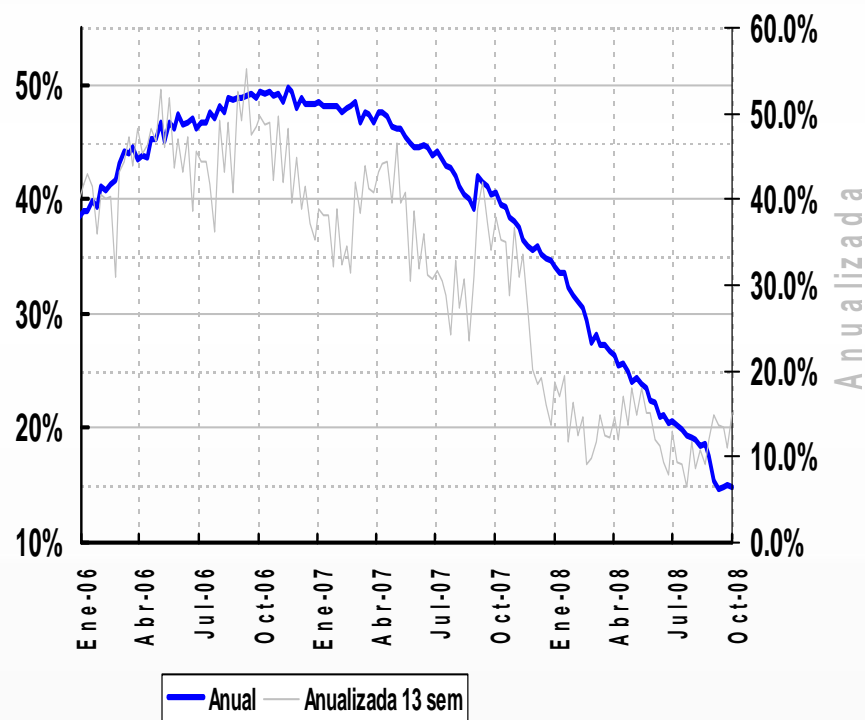
Cartera bruta comercial con leasing MN

variaciones anuales de datos semanales



Cartera bruta de consumo

variaciones anuales de datos semanales



Todos los BC en problemas. Pero desde 2006 el BR ha elevado su tasa en 67%, uno de las alzas más altas del mundo. Mientras que EU la ha bajado en 81% desde Sept/07, y, la real es negativa, como en UE, Chile, Canadá y Perú

País	Tasa interés nominal hoy	Tasa interés real hoy	Inflación hoy	Meta Inflación 2008	Desviación frente a la meta (%)
EU	1,00	- 2,60	3,70	2,00 (imp)	85
UE	3,25	- 0,70	3,20	2,00	60
Canadá	2,25	- 0,34	2,60	2,00	30
Brasil	13,75	6,90	6,41	4,50	42
México	8,25	2,34	5,78	3,00	93
Colombia	10,00	1,91	7,73	4,00	93
Chile	8,25	- 1,50	9,90	3,00	230
Perú	6,50	- 0,04	6,54	2,00	227

En noviembre la inflación anual al consumidor cayó, luego de una pausa en septiembre y de su pico en octubre. Y se prevé que seguirá bajando

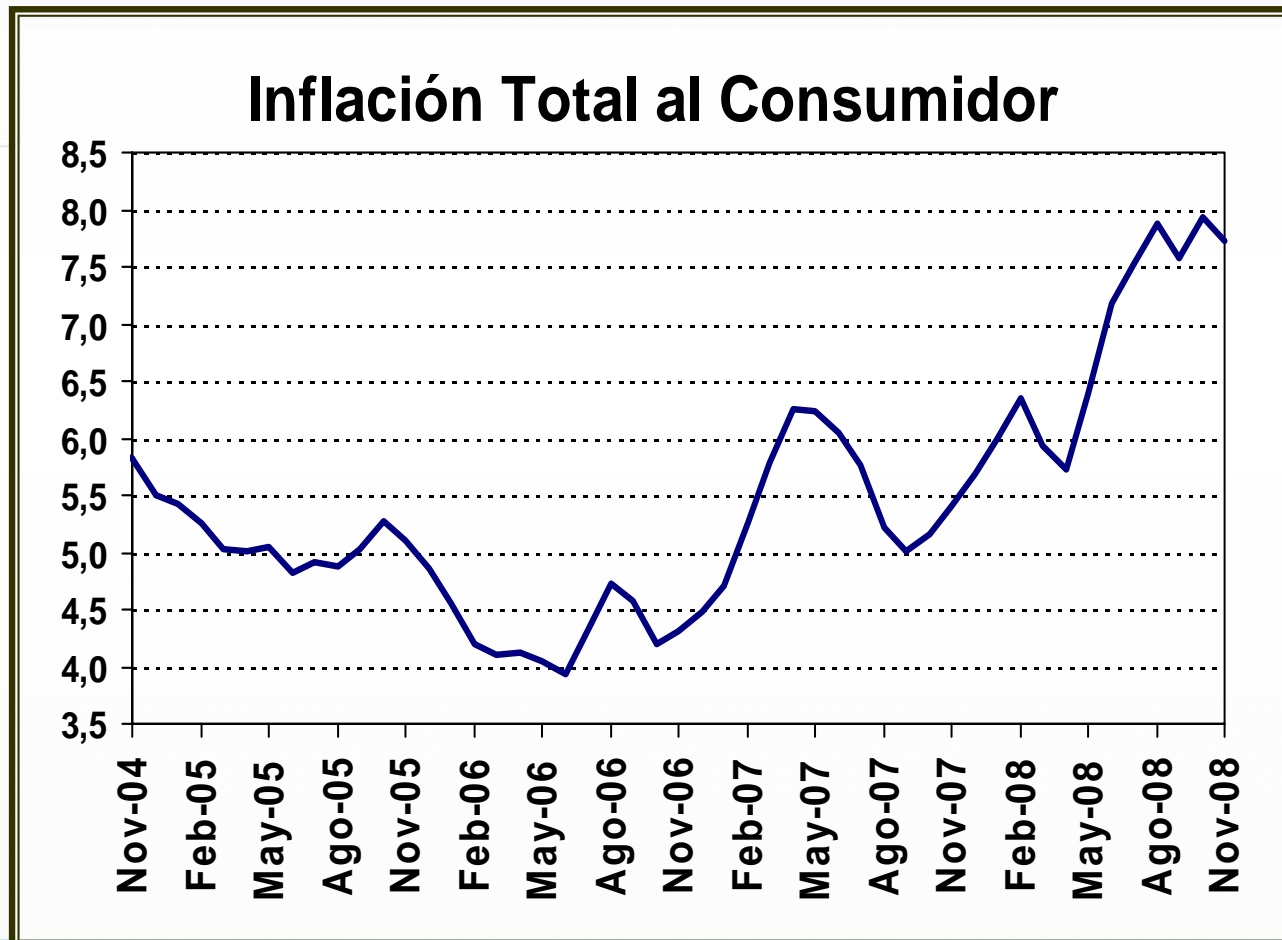
Nov. 08 = 7.73%

Oct. 08 = 7.94%

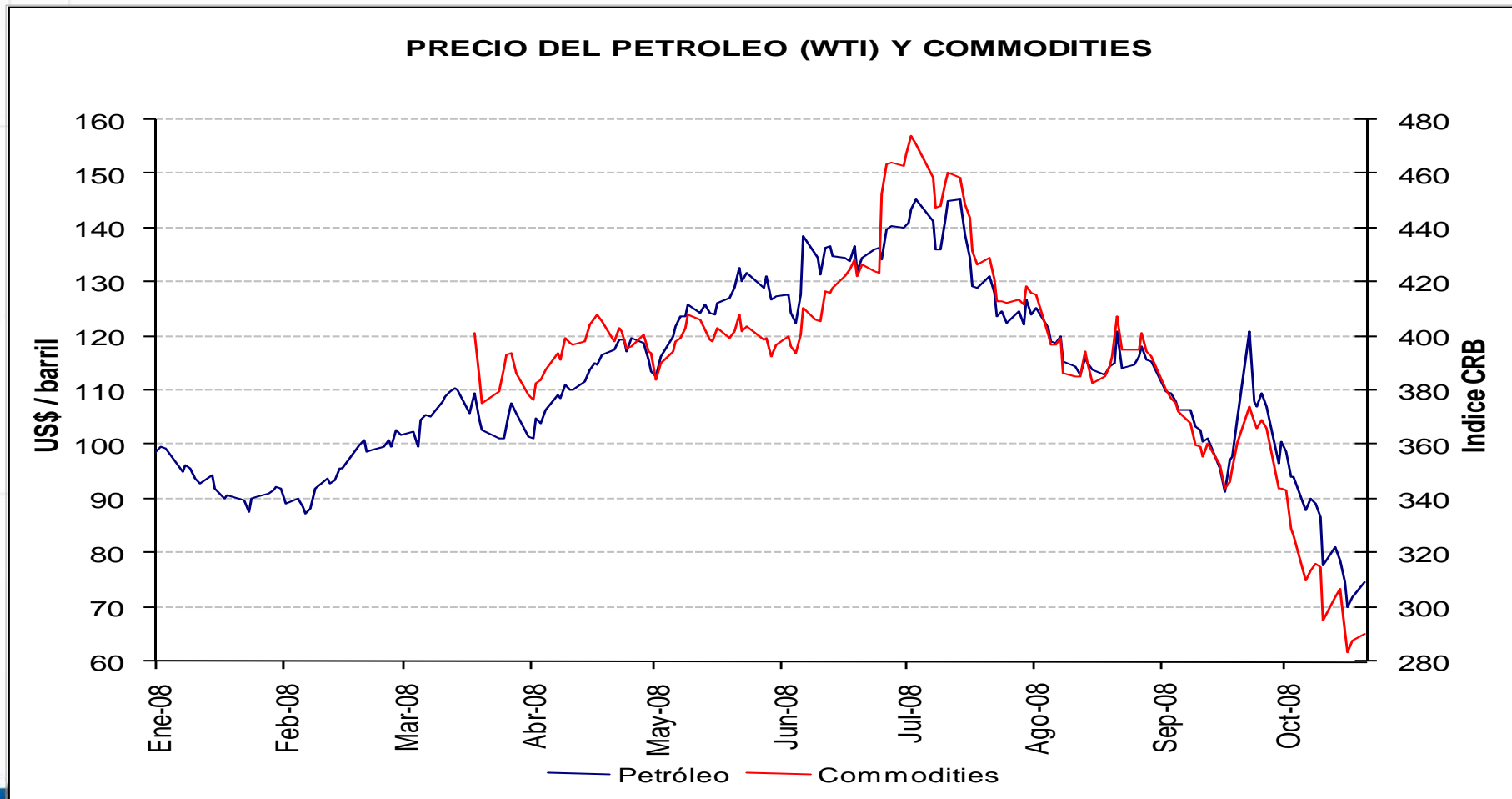
Sep. 08 = 7.57%

Ago. 08 = 7.87%

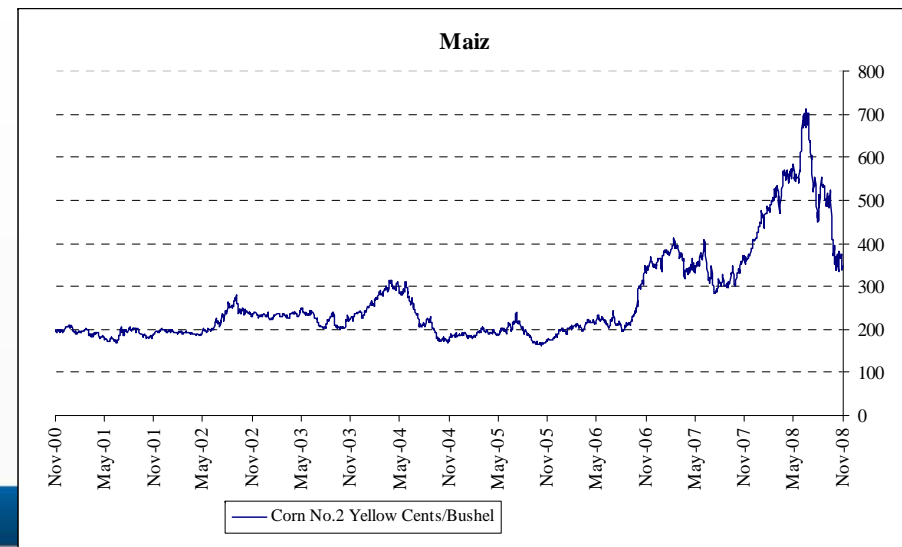
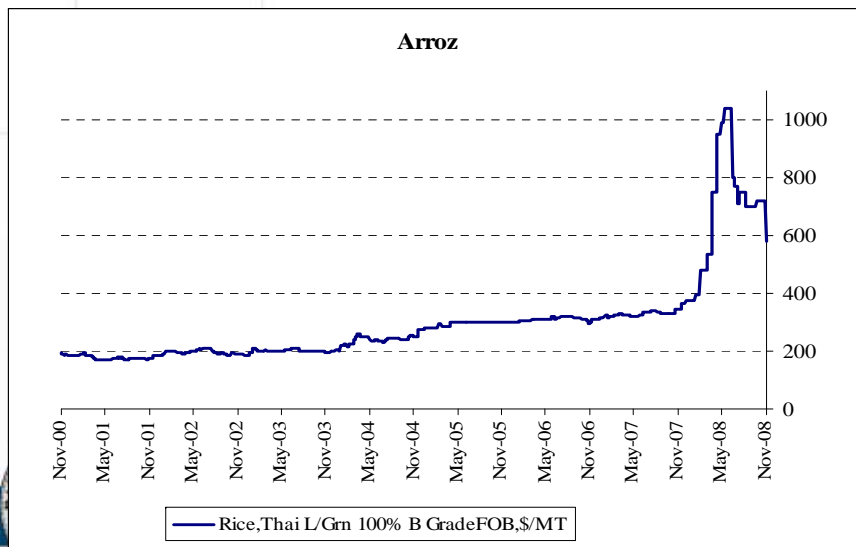
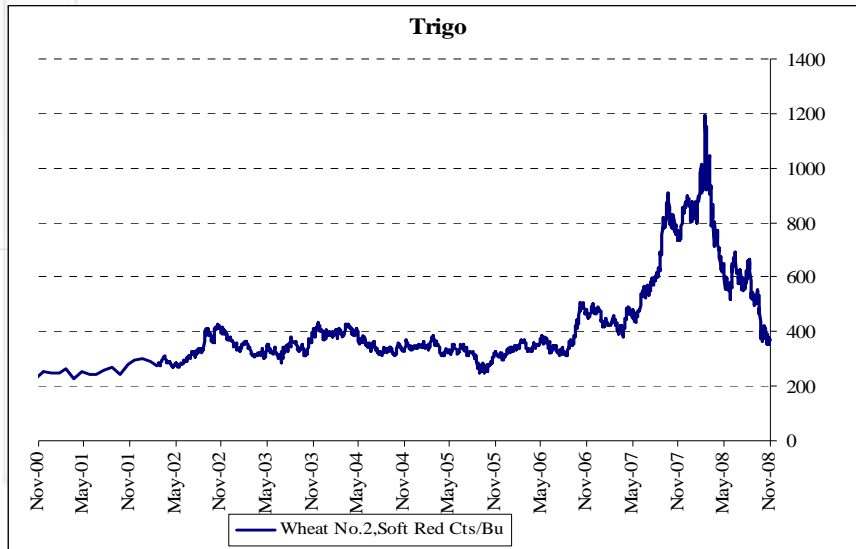
Jul. 08 = 7.52%



La sola recesión global y sus vientos deflacionarios han empezado a desinflar el componente de choque externo de oferta



Precios internacionales de granos : desinflación por recesión global



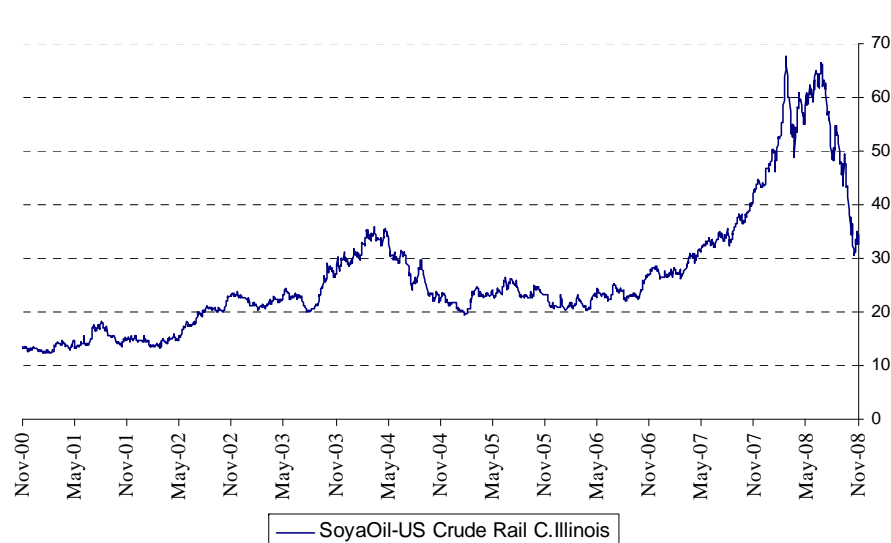
Fuente: Datastream

Precios internacionales de aceites: desinflación por recesión global

Aceite de Palma

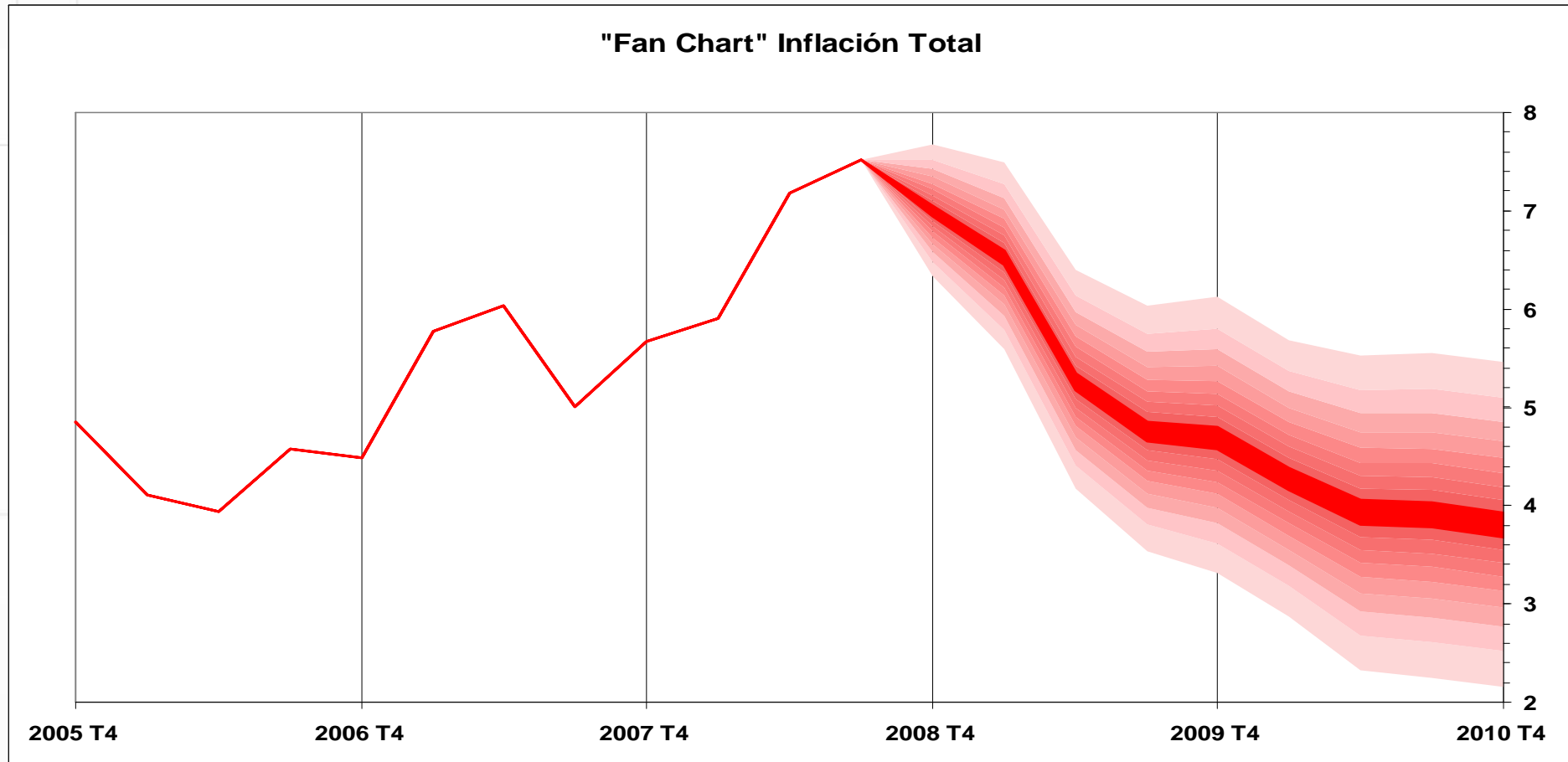


Aceite de Soya



Fuente: Datastream

Nuestro pronóstico: a partir de noviembre inflación a la baja, con rango amplio



II. LA RECESIÓN GLOBAL

“Axioma 1: la inflación depende del crecimiento de la cantidad de dinero en circulación. Axioma 2: las burbujas de los activos dependen del crecimiento del crédito”

C. P. Kindelberguer



El ciclo de la crisis, según Hyman Minsky

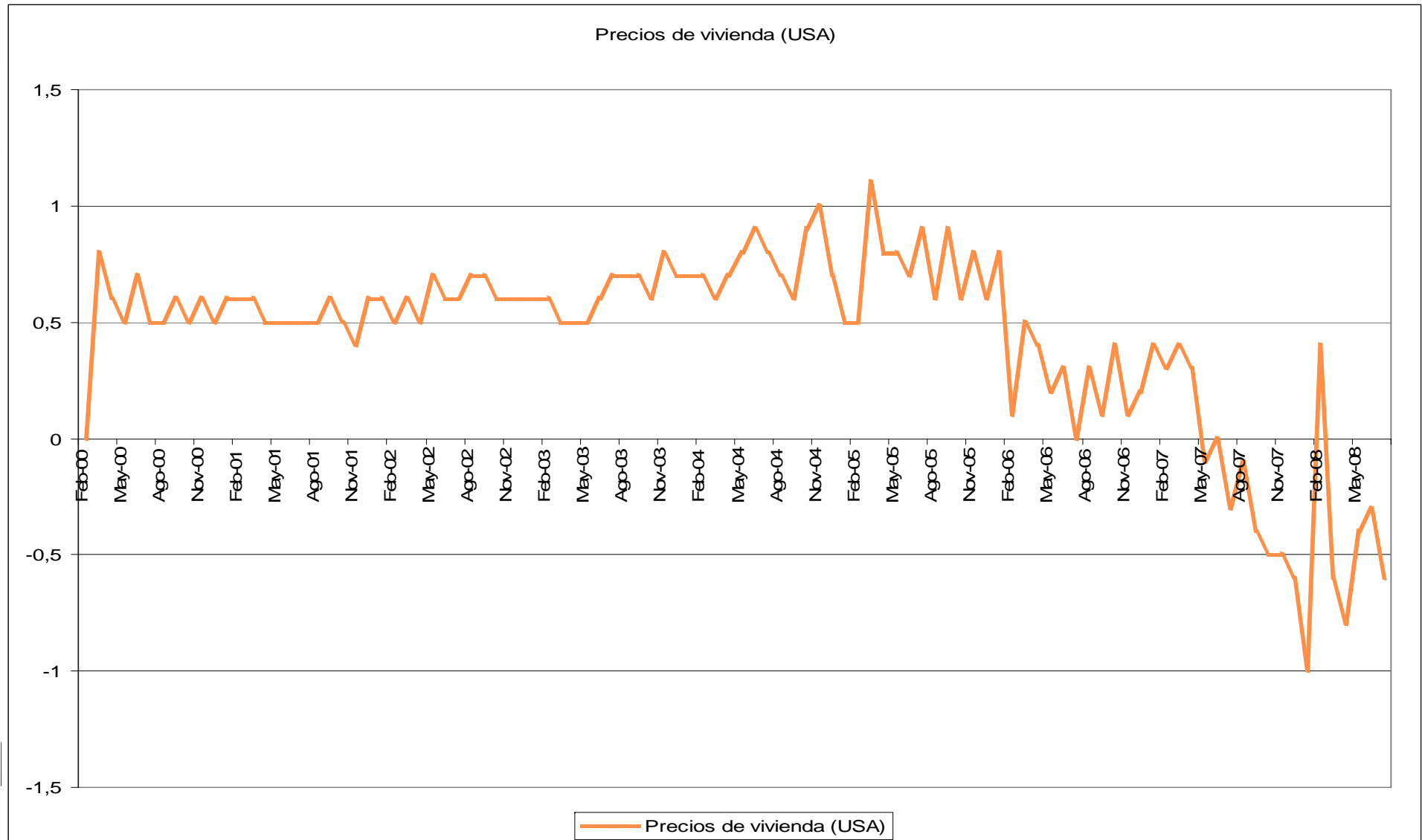
- En el auge, la gente se sobreendeuda para invertir. Cuanto más duren el *boom* y la euforia, los prestamistas asumen más riesgos, hasta que los ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas.
- Y los acreedores tienden entonces 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.



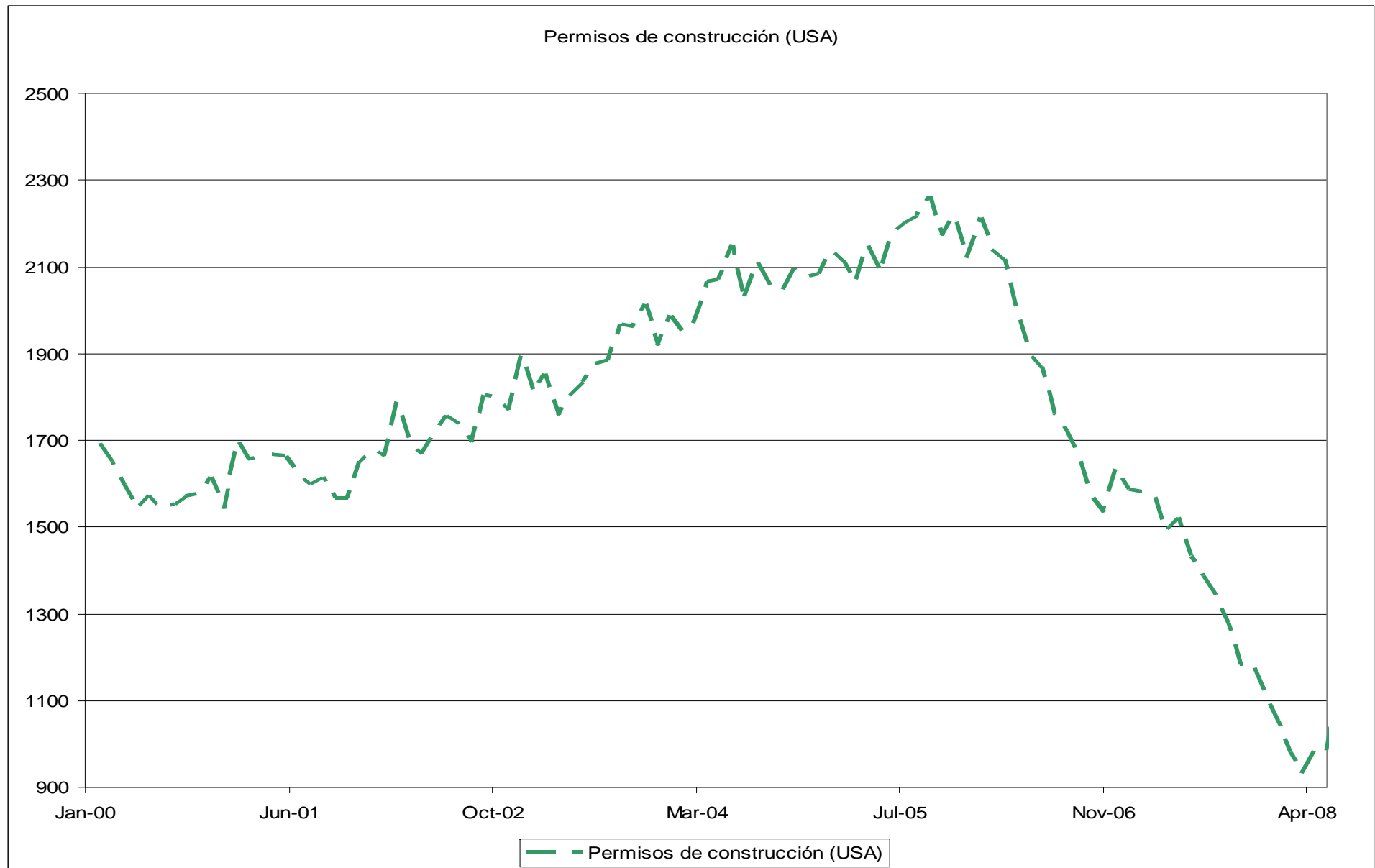
- La principal causa de este tipo de crisis ha sido la excesiva exposición al riesgo financiero, en especial durante los 'buenos tiempos'. Exposición que a partir del nuevo milenio se exacerbó por cuenta de la llamada 'nueva revolución financiera'.
- Su materialización comenzó por el colapso del mercado de la vivienda en EU, el cual ha provocado un efecto riqueza muy negativo (aprox. USD 15 trillones - en inglés - en riqueza hipotecaria destruida), y el consiguiente recorte del consumo (aprox. USD 400 billones en inglés).



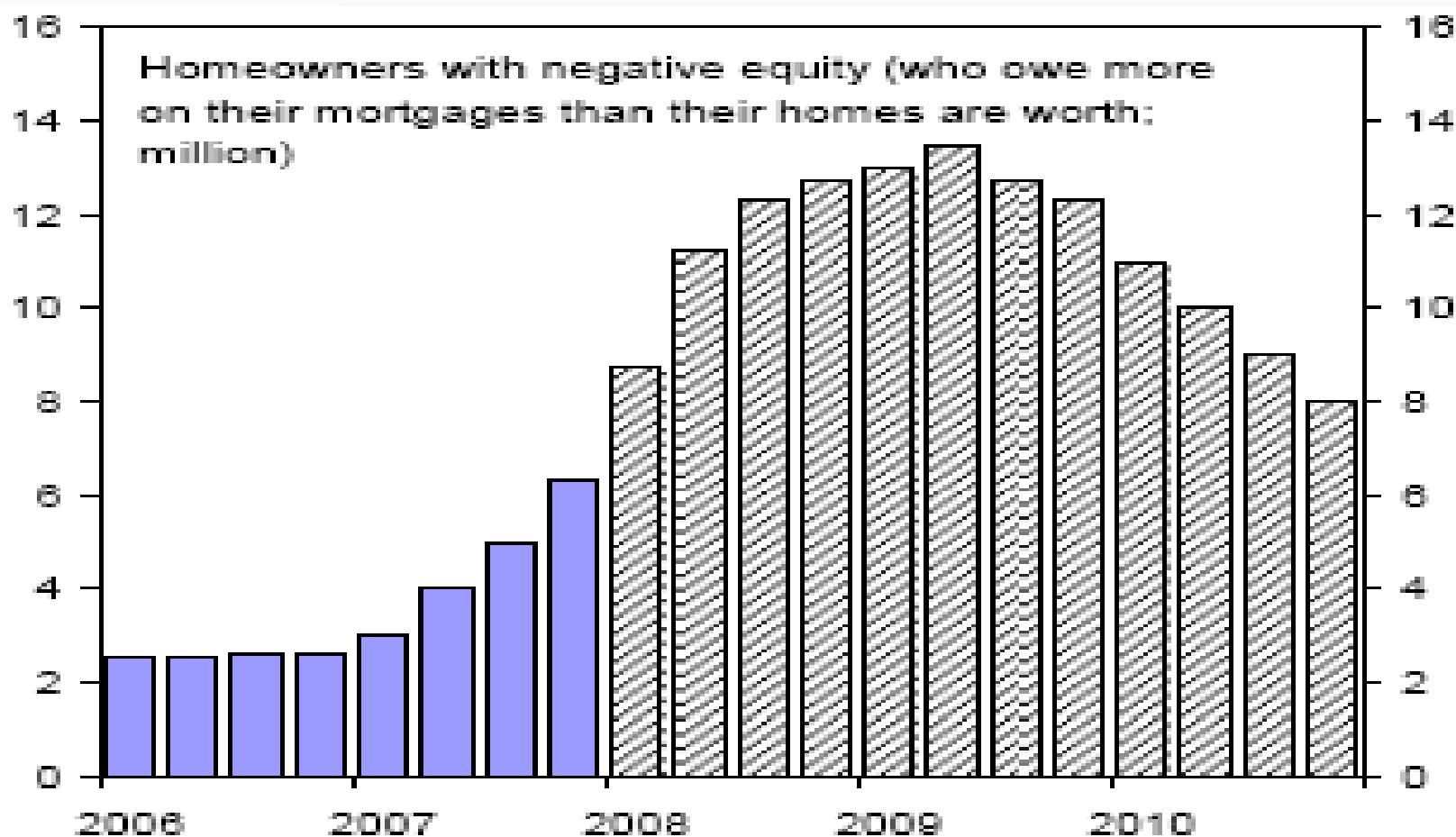
La caída del precio de la vivienda urbana en EU va en 18,6% en un año. Según Barclays podrían caer 15% más en los próximos dos años



Igualmente se desploman las licencias de construcción



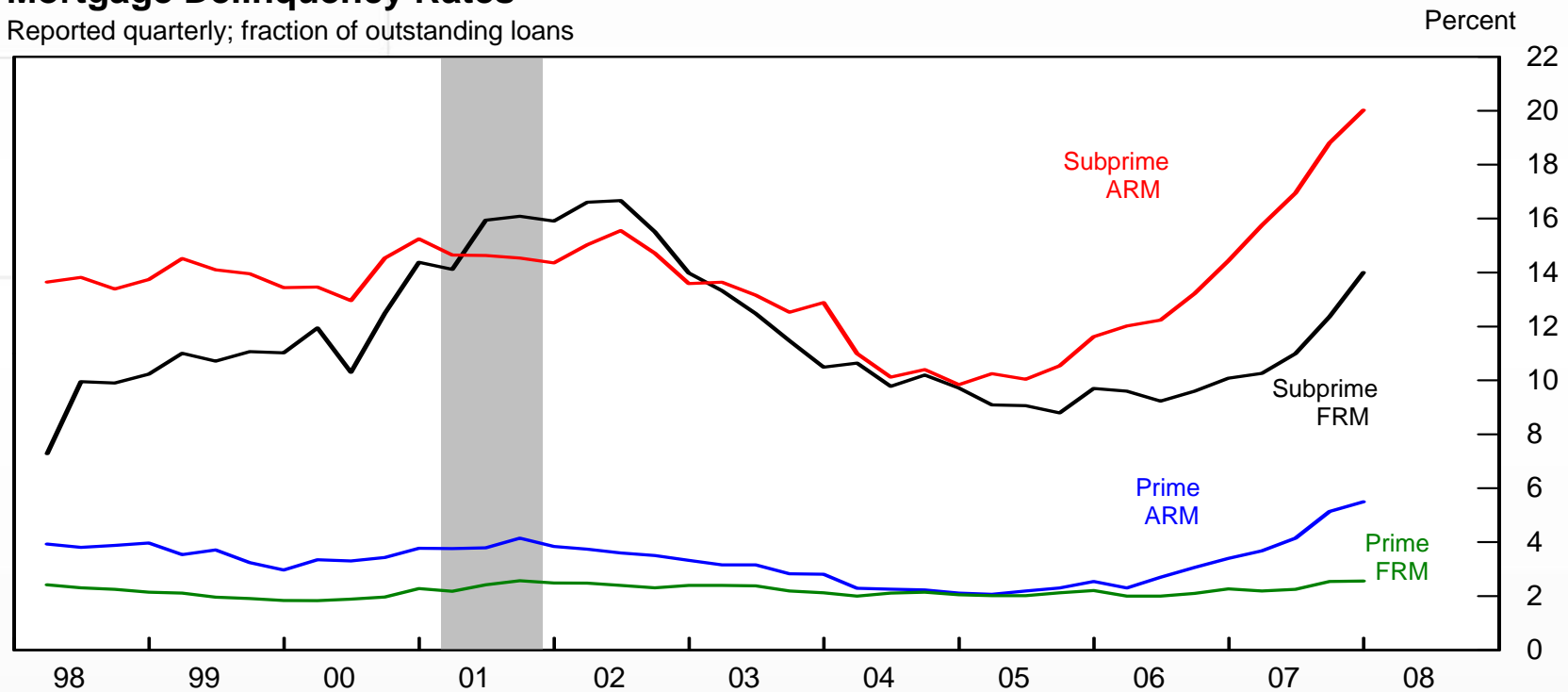
De un total de 57 millones de deudores hipotecarios, 8 tienen valor de su vivienda por debajo de su deuda, cifra que aumentará a 14 millones en 2009. Luego sigue el problema



Se disparan los incumplimientos de las hipotecas *subprime* en EU. En 12 años el endeudamiento de los hogares pasó de 80% a 140% del ingreso disponible

Mortgage Delinquency Rates

Reported quarterly; fraction of outstanding loans

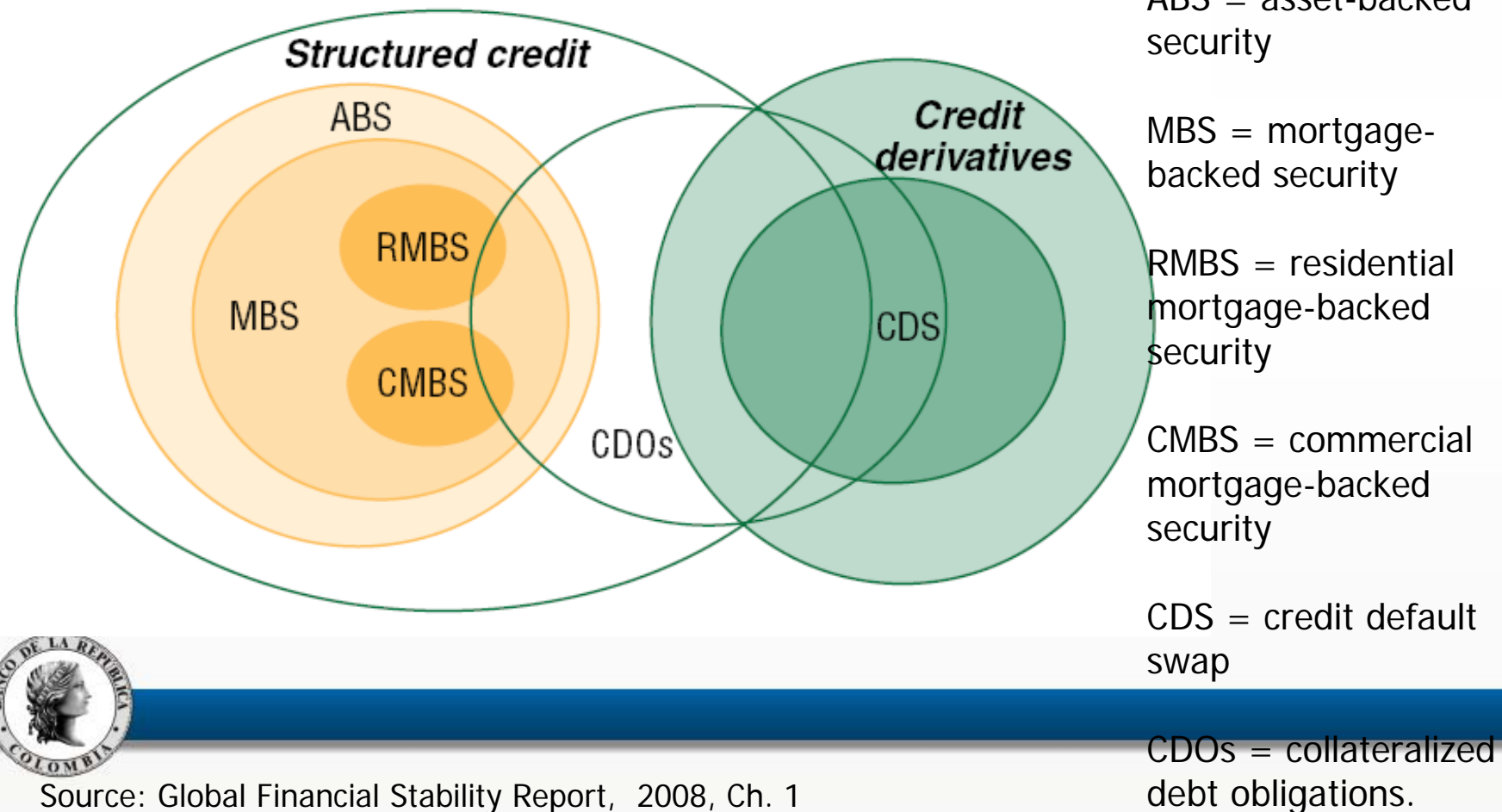


Delinquent mortgages are 30 days or more past due but not in foreclosure.



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

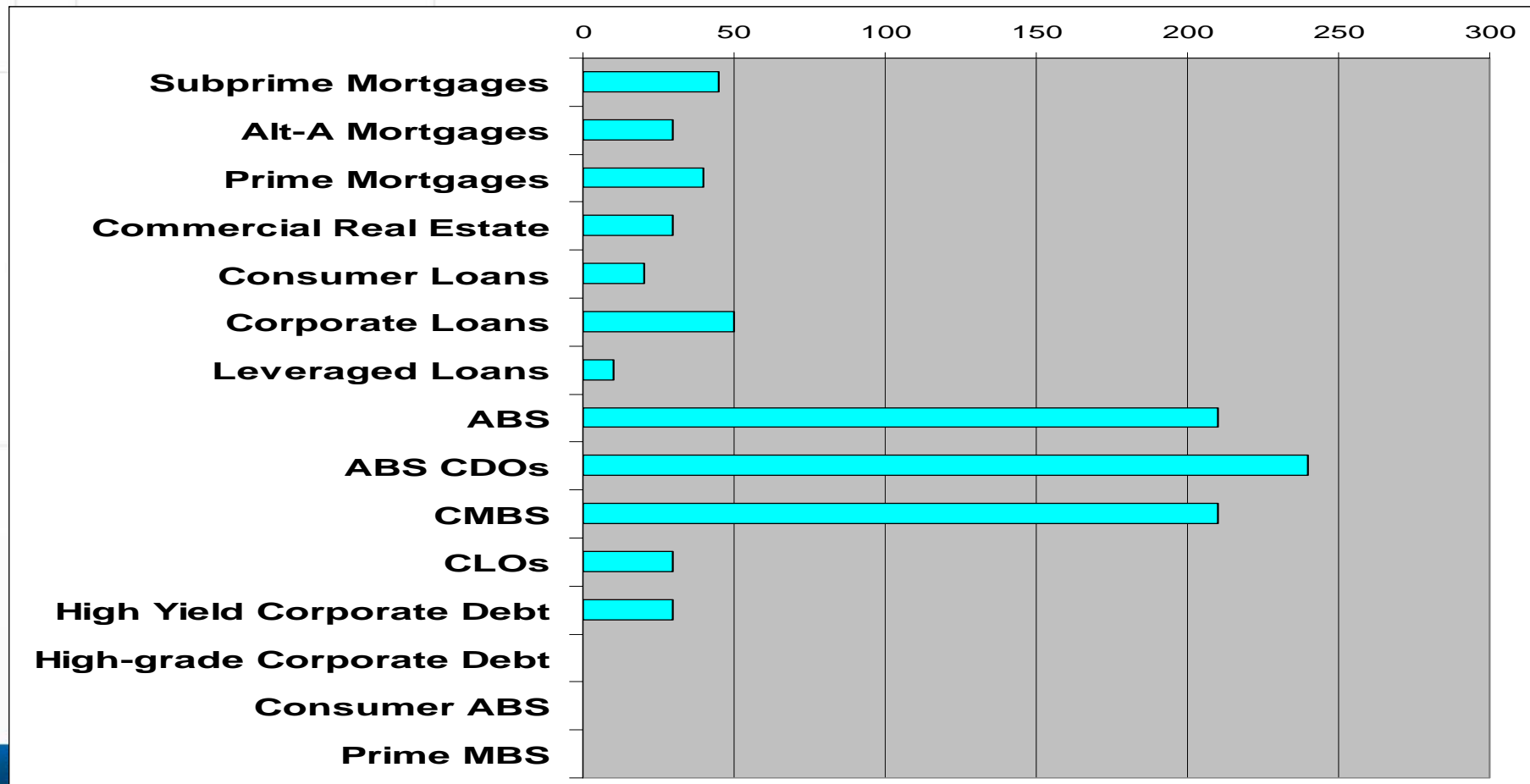
Universo de Activos Titularizados



Ejemplo, Credit Default Swaps (CDS). USD 55 trillones (en inglés). Para evitar aumentos de capital. Y se acaban de crear los CRS

- Los CDS ofrecen un seguro a los prestamistas. Sin embargo, 'no hay almuerzo gratis'. Alguien termina pagando el *default*. Son los bancos los que están sacando el riesgo crediticio de sus carteras. O sea que el mismo consumidor está tomando la mayor parte del riesgo (G. Calvo).
- La sociedad termina asumiendo no sólo los costos macroeconómicos de estas crisis, sino también los microeconómicos de los rescates y salvamentos de los mismos bancos que las provocaron.

Según el Banco de Inglaterra a octubre las pérdidas globales en valor de mercado de activos financieros eran USD 2,8 trillones (en inglés), equivalentes al 85% del capital de los bancos

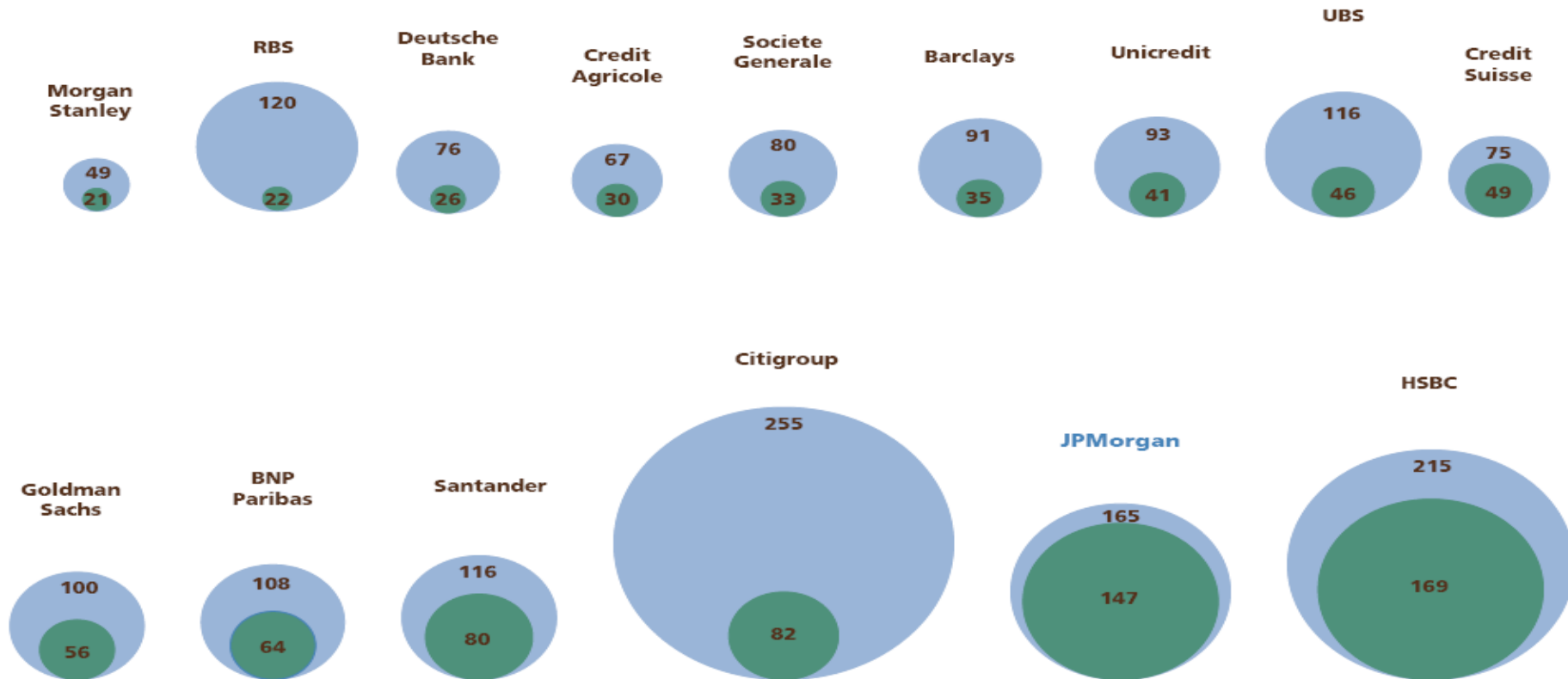


Source: GFSR, 2008, Table 1.1

Las pérdidas de valor de algunos bancos, antes del salvamento del Citi

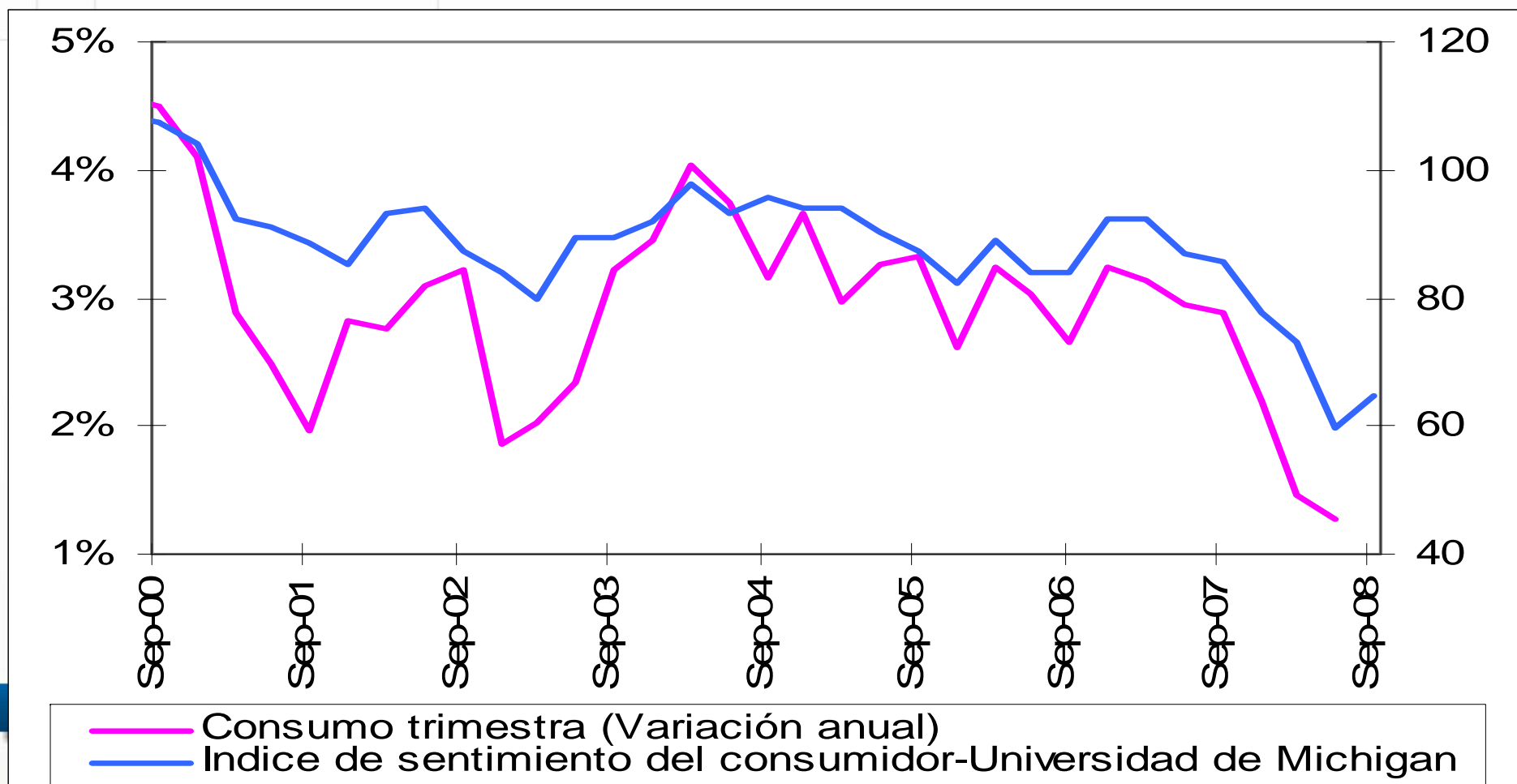
Banks: Market Cap

- Market value as of October 20th 2008, \$bn
- Market value as of Q2'07, \$bn



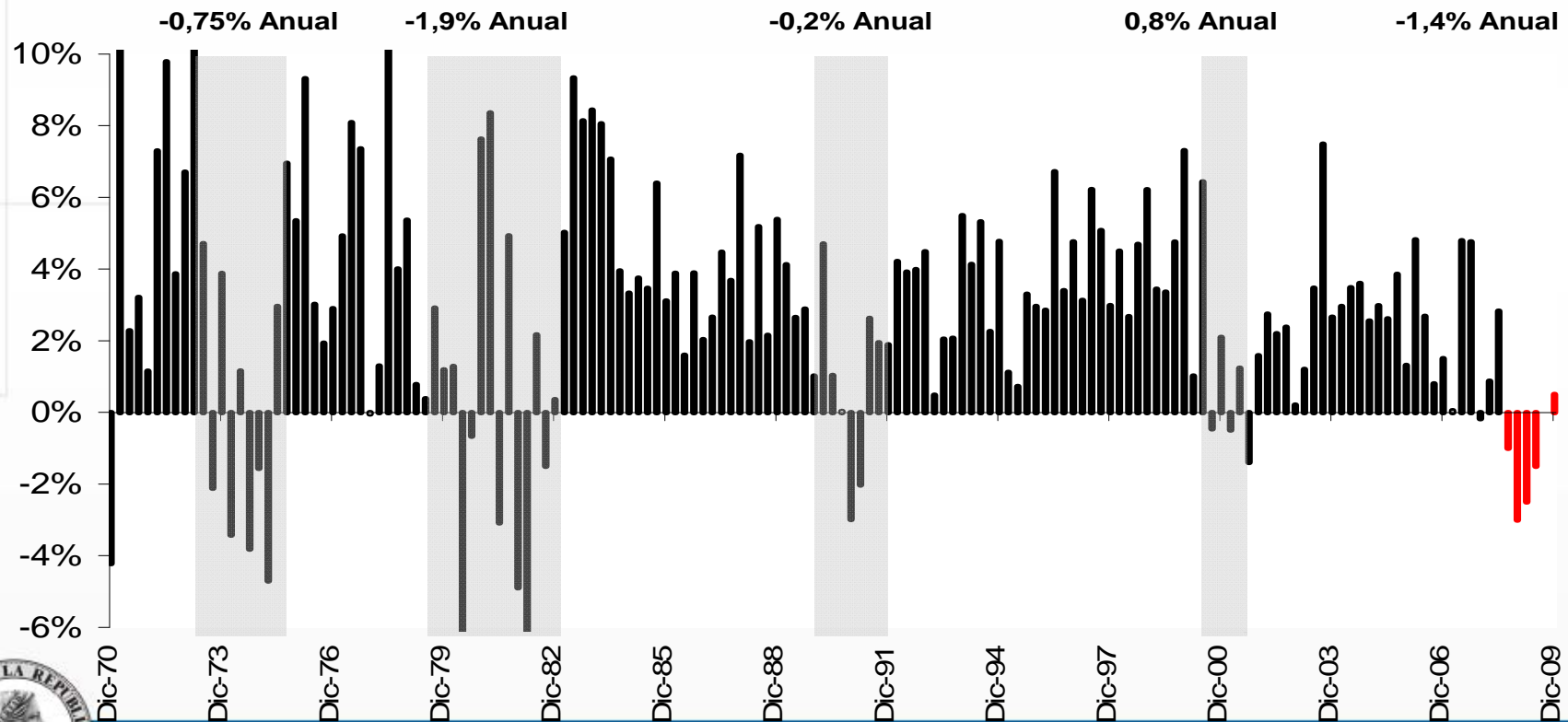
Source: Bloomberg, Oct 20 2008

Dramático deterioro de las expectativas sobre el consumo de los hogares según índice de la U. de Michigan. Ejemplo emblemático: GM (y GMAC), Ford y Chrysler en su peor momento, arrodillados ante el Congreso rogando por salvamento



Desempleo en alza: hoy 6,7% (el más alto desde 1994). En nov la pérdida fue 533.000 empleos. La mayor desde 1974. El PIB sigue cayendo. Y la economía en recesión desde diciembre (NBER)

PIB de EEUU - Trimestre Anualizado

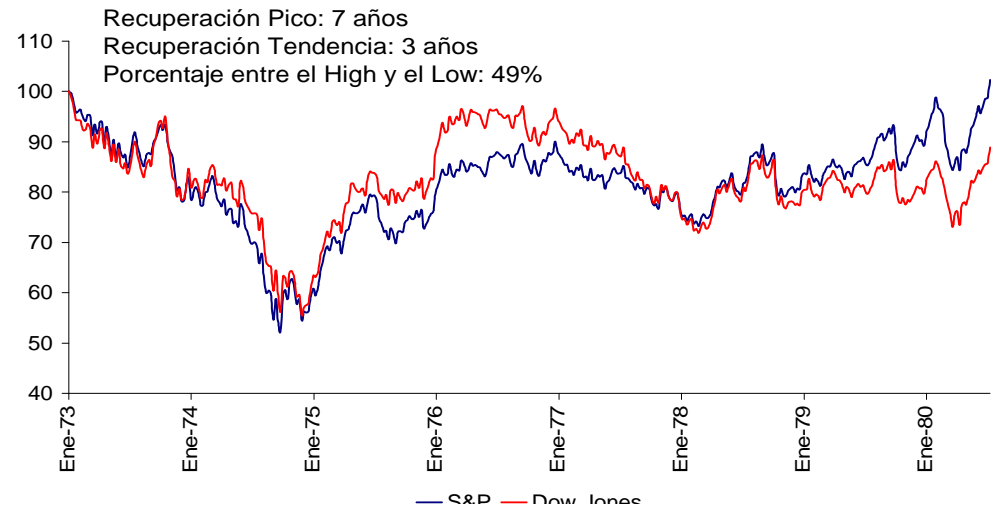


La duración promedio de las últimas siete recesiones de EU (recuperación del apetito por el riesgo) desde 1960 alcanzó 32 meses

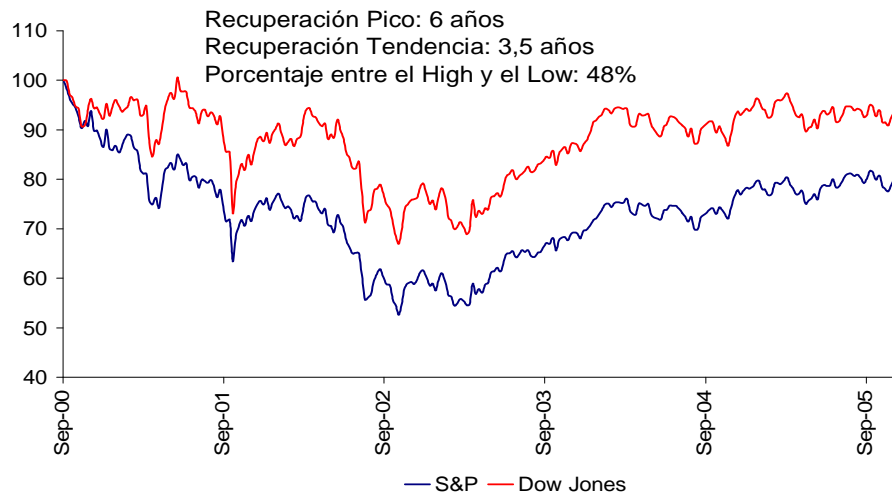
Crisis del 29



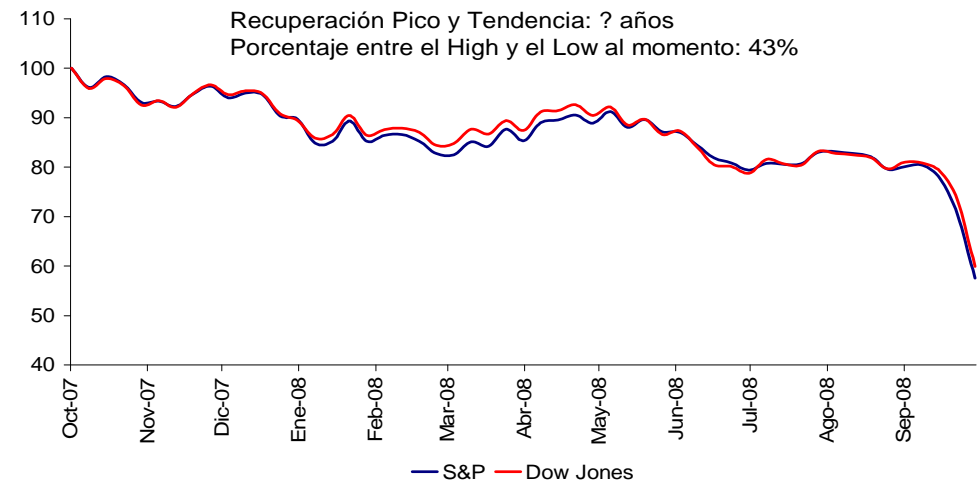
Crisis Petrolera del 73



Crisis 2001

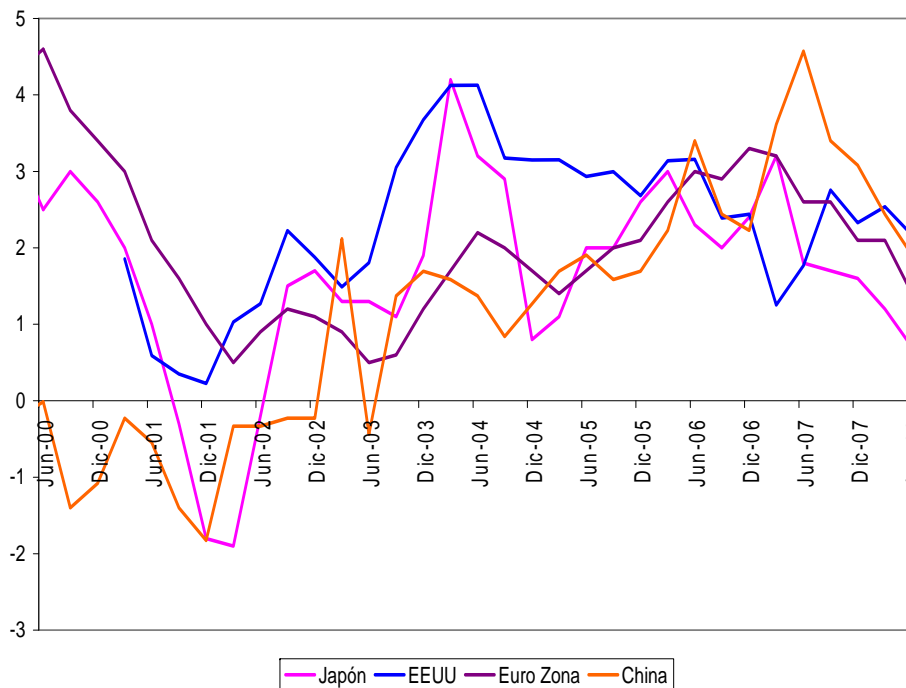


Crisis Subprime



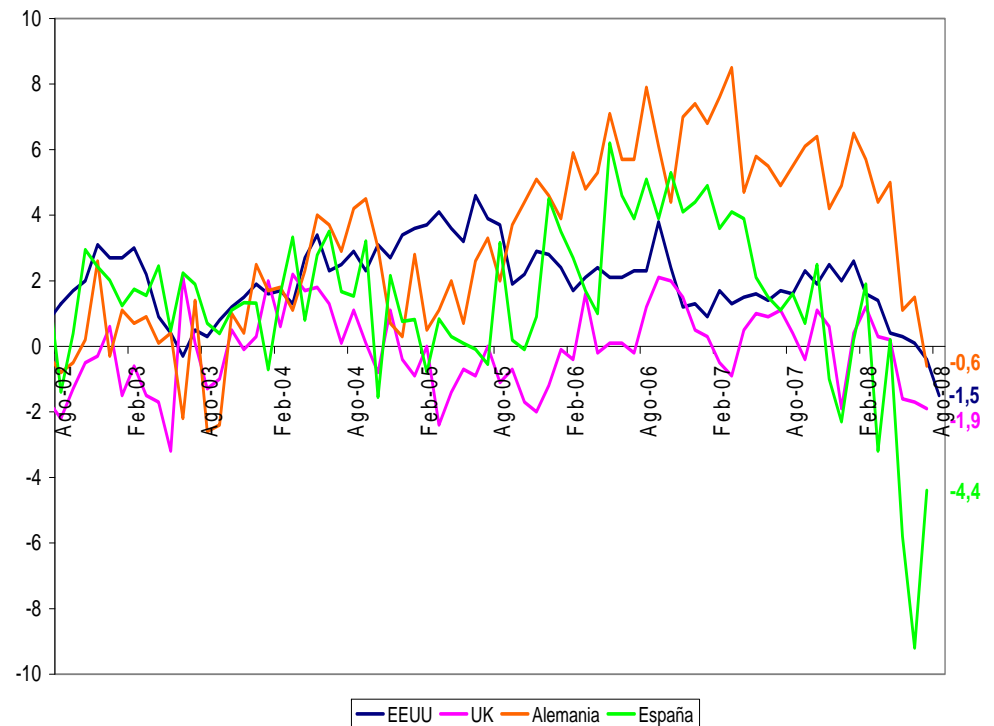
Zona Euro, Reino Unido y Japón en recesión. China creciendo en 2009 a la mitad de la última década, con malestar social y protestas populares. La demanda mundial según J. Sachcs se ha contraído en el 3% del PIB mundial, que es de USD 60 trillones en inglés

Crecimiento PIB trimestral
(Variación anual %)



Fuente: Datastream, Bloon

Producción Industrial (IP)
Variación Anual



Fuente: Bloomberg

Se invierte el balance de riesgos de la política monetaria global

- En vez de angustiarse por la inflación provocada por el crecimiento, las autoridades monetarias ahora tienen que preocuparse por la deflación provocada por la recesión (*The Economist*).
- En dic Suecia redujo su tasa de 3,75% a 2%; Gran Bretaña de 3% a 2% (en nov de 4,5% a 3%); el BCE de 3,25% a 2,5% (entre oct y nov de 4,25% a 3,25); N. Zelanda y Canadá bajaron las suyas en 75 pb; y se espera que EU la baje de 1% a cerca de cero (en sept 2007 era 5,2%). En términos reales todas estas tasas ya son negativas.

Paul Krugman, Nobel de Economía 2008

- Lo primero que necesita el sistema financiero es más capital. Y si el gobierno lo va a colocar, a cambio debe obtener su correspondiente participación en la propiedad de sus empresas, con voz y voto, sin cortapisa ni limitación alguna.
- De suerte que si el plan de rescate funciona, las utilidades que arroje la operación no vayan a los bolsillos de quienes crearon este desastre, sino a los contribuyentes a través del fisco.
- Urge una profunda reforma sobre la regulación y la supervisión de la totalidad del sistema financiero, incluida “la banca en la sombra”.

Stephen Cecchetti del BIS: regulación y supervisión a la banca central. En Colombia Kemmerer, Currie, Alesina. Se reabre el debate

- Ha llegado la hora de que los bancos centrales (que aún no han asumido esa responsabilidad), sean los supervisores de los sectores financieros (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 supervisión. A su vez, como prestamistas de última instancia lo mínimo que tienen que exigir es acceso pleno y expedito a la información sobre aquellos, también a través de la supervisión.

III. EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS EMERGENTES



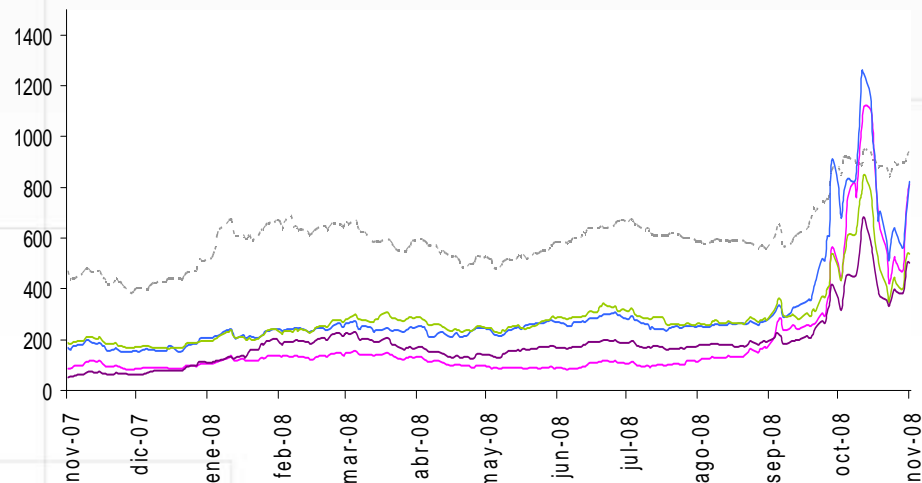
La primera consecuencia para los ME, en palabras de Martin Feldstein

- El colapso del sector de la vivienda en EU, la caída de sus precios, y el efecto riqueza negativo y la consecuente contracción de su consumo, están menguando las exportaciones de los ME con mayor dependencia de EU.
- Lo prudente es permitir que sus tipos de cambio se ajusten, y no apretar en exceso la política monetaria, pues ahora tienen que depender mucho más de su demanda interna para crecer.



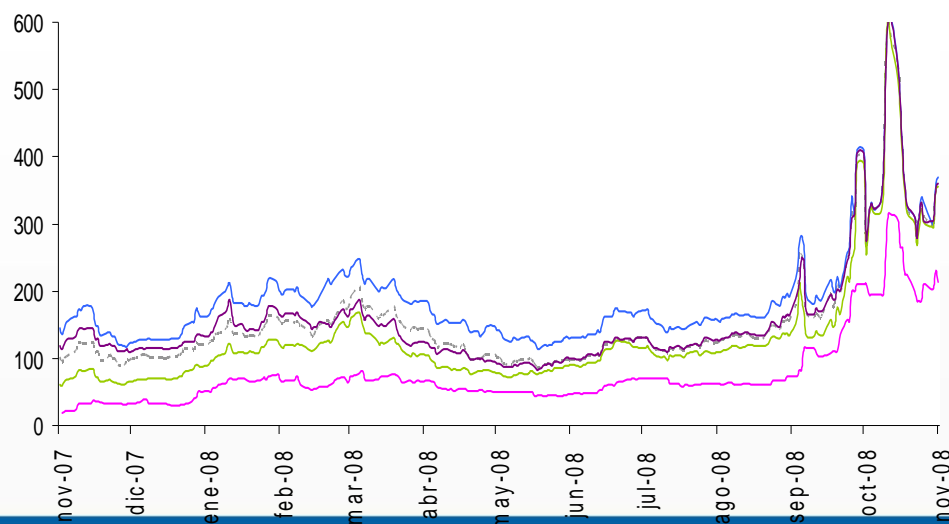
Se extiende la crisis de confianza: aumentan las primas de riesgo

CDS a 5 años



--- Polonia — Rusia — Indonesia — Turquía — Sudafrica

CDS a 5 años

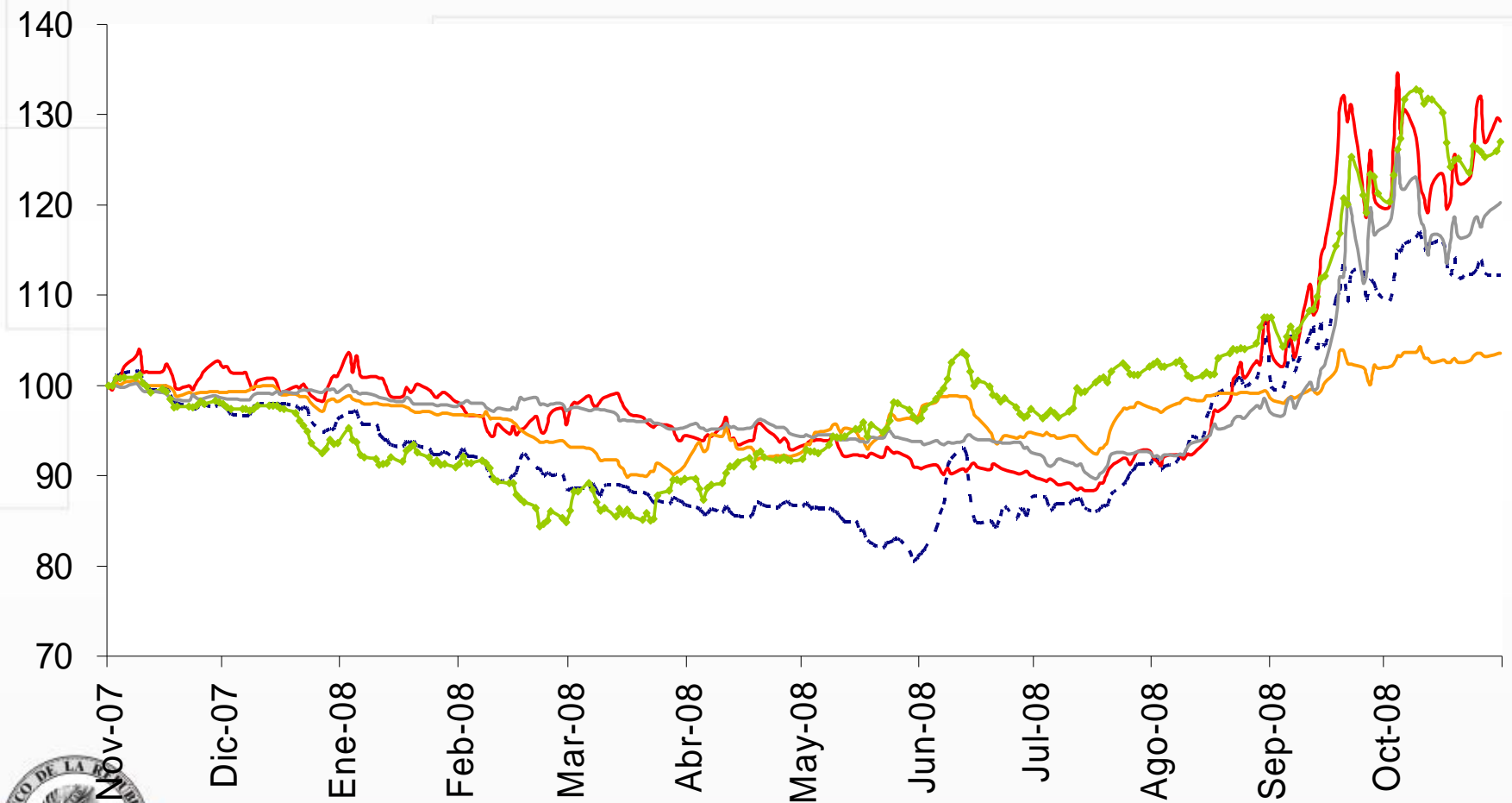


--- Brasil — Chile — Colombia — México — Perú



Las monedas de los ME se devalúan

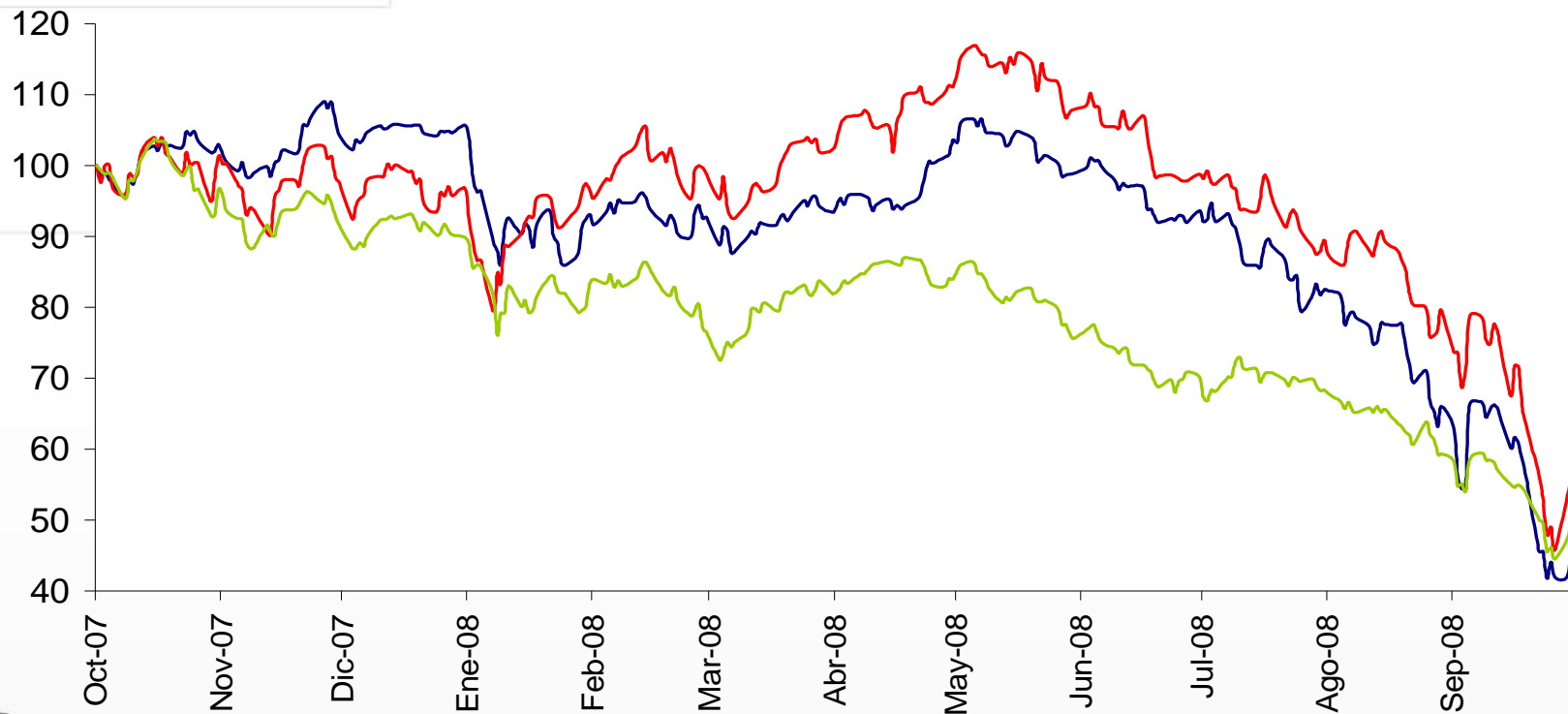
Tipos de Cambio frente al dólar en Latinoamérica
Base 100 en Nov-07



..... Colombia — Brasil — Perú — Chile — México

También caen las bolsas. A nivel global durante 2008 la caída ha sido de USD 30 trillones (en inglés) o sea la mitad de su valor

Indice Accionario de MSCI
Base oct 2007



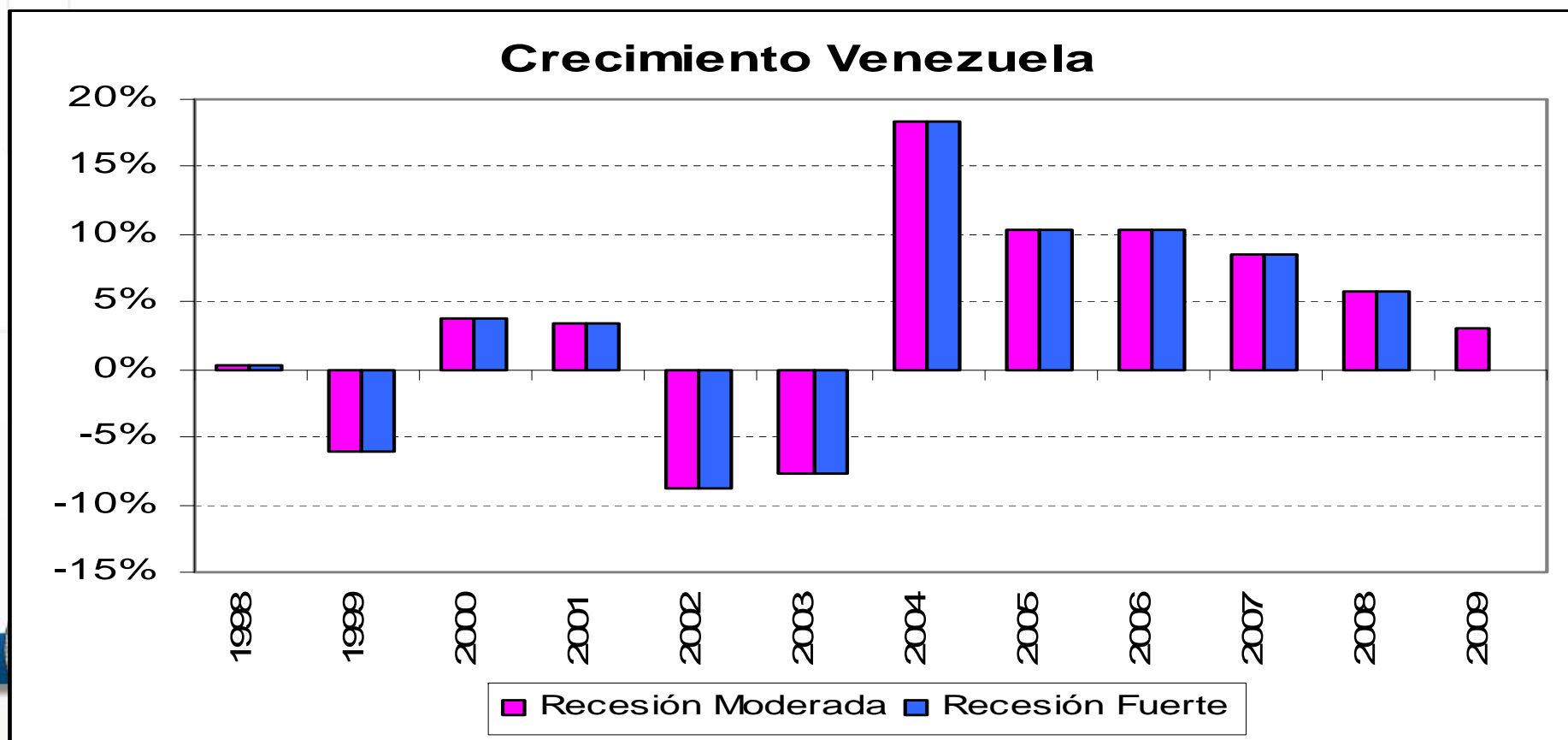
— Europa Emergente — Latinoamérica — Asia Emergente



- La recesión de EU, la Zona Euro, el Reino Unido y Japón; la fuerte caída de la demanda en China y el resto de Asia; y la apreciación del dólar, están provocando el desplome de los precios del petróleo y la mayor parte de los *commodities* agrícolas y minerales.
- Próximos contagios: Venezuela y Ecuador

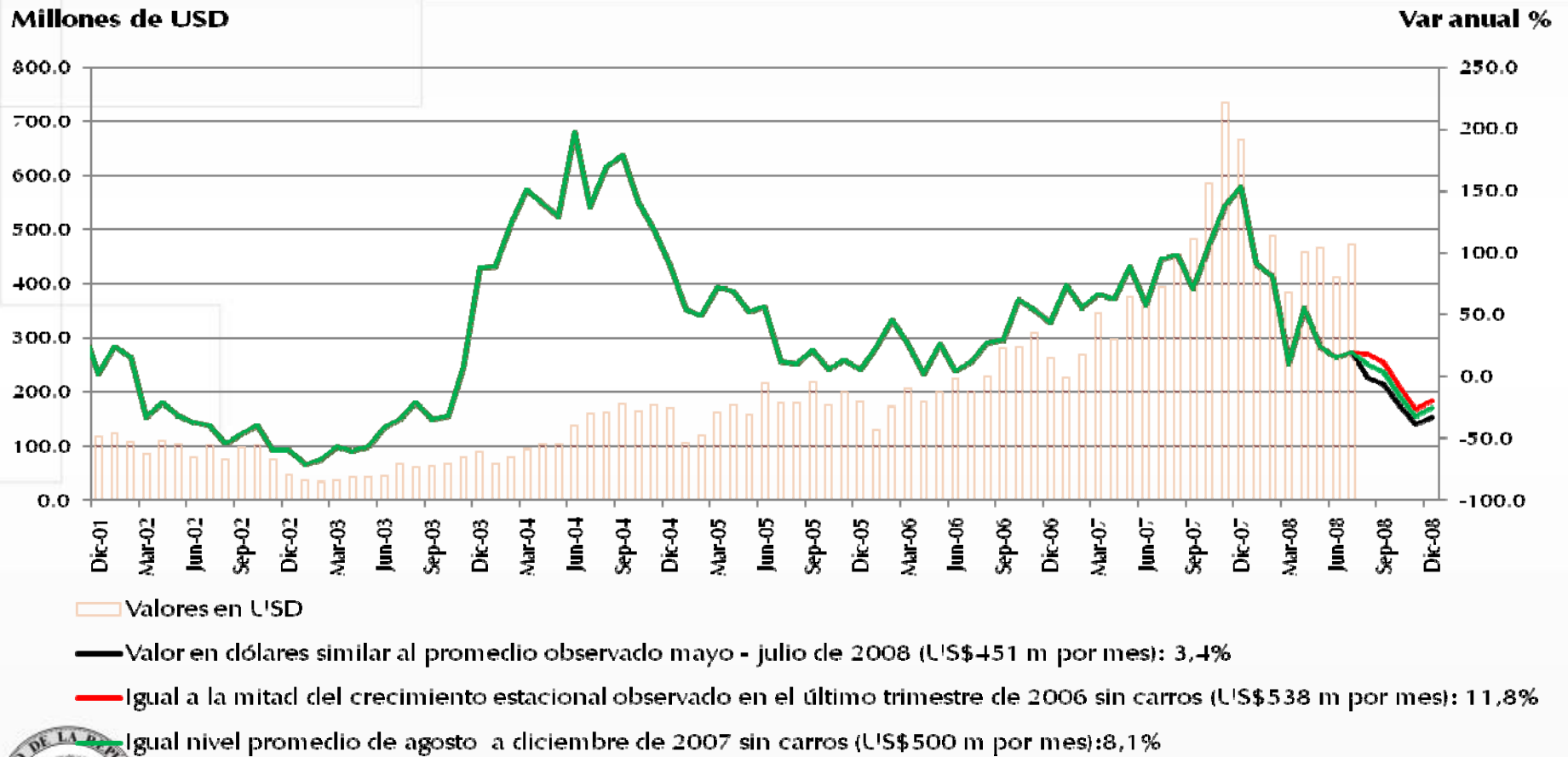


Venezuela, el primer mercado para los bienes de más alto valor agregado, se golpeará aún más por la caída del precio del petróleo (93% de sus exportaciones). En 2009 su crecimiento se acercaría a cero. Algo similar en Ecuador, cuyas exportaciones de petróleo son el 60% del total



Las exportaciones a Venezuela, en especial las más intensivas en empleo, ya comenzaron a resentirse en 2008 en materia grave

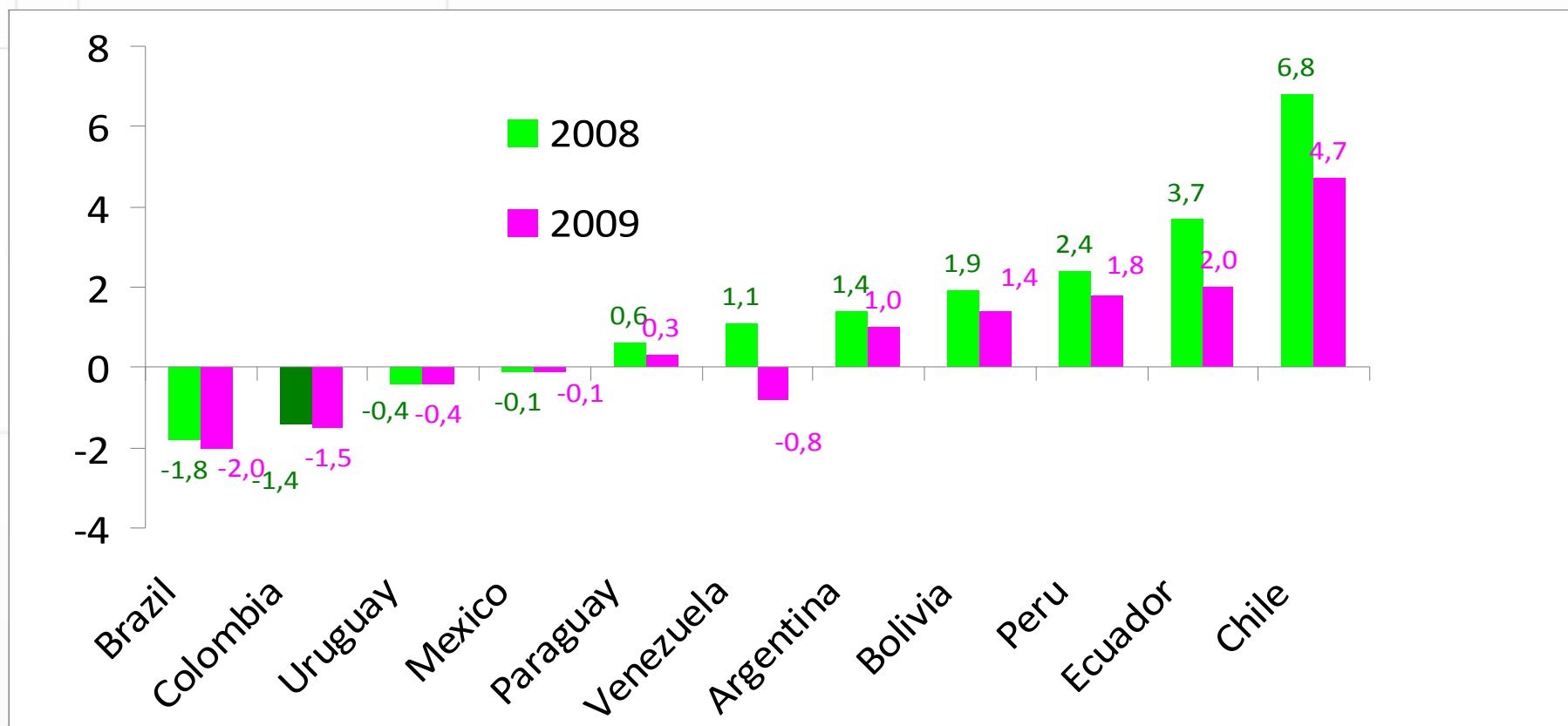
Proyección de las exportaciones no tradicionales a Venezuela 2008



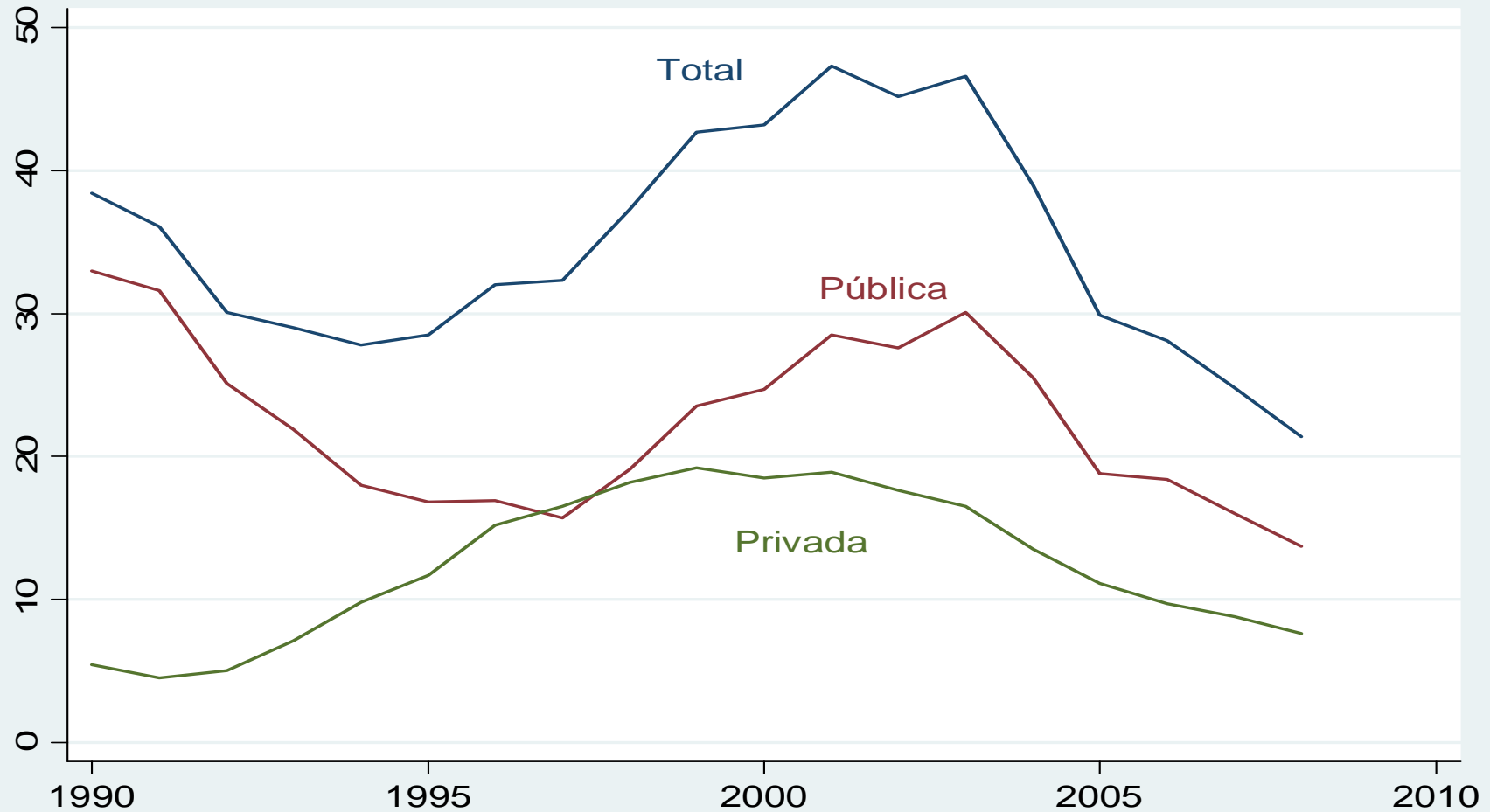
IV. EL ESTADO DE LA ECONOMÍA EN COLOMBIA



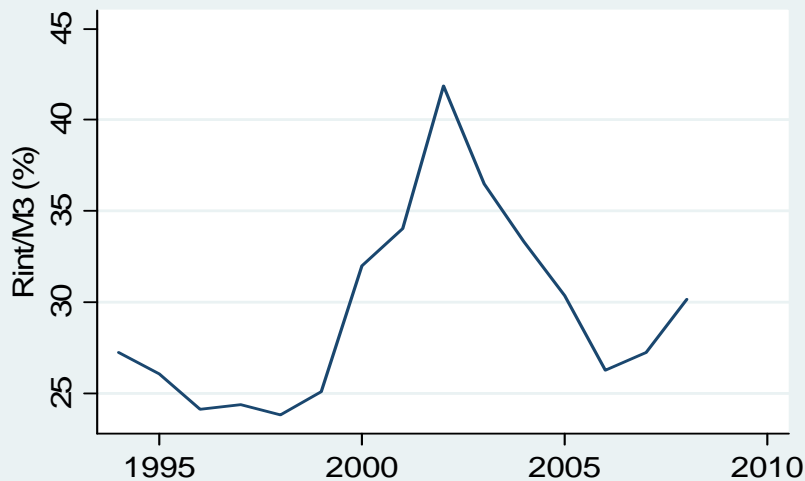
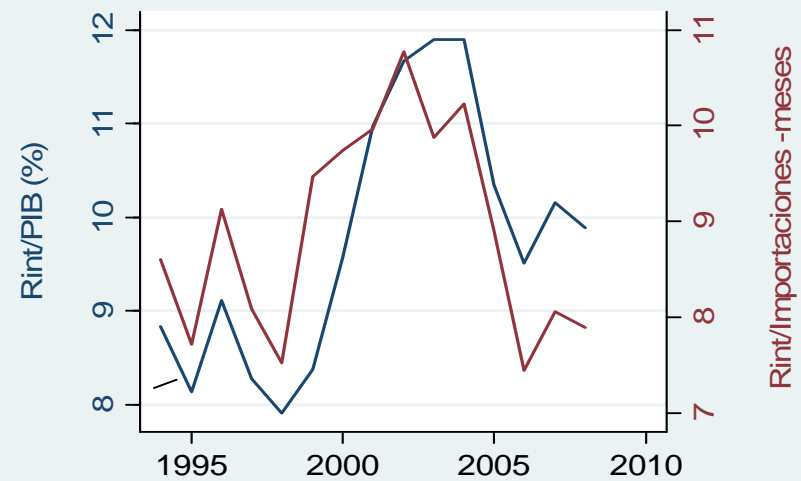
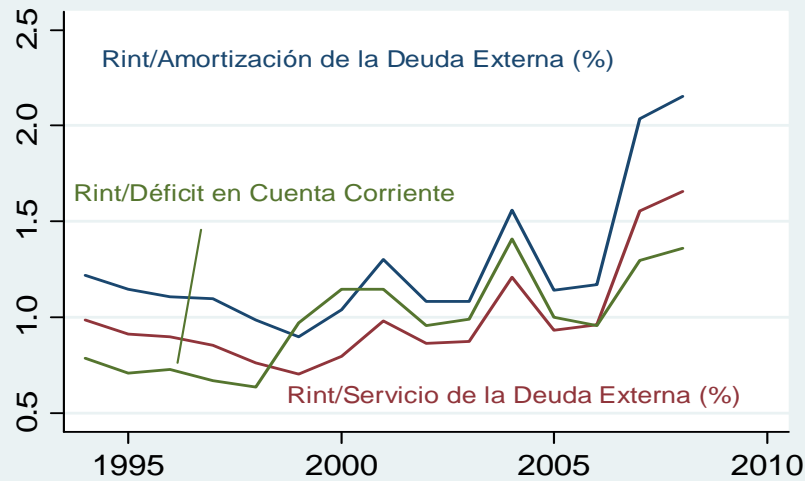
Balance fiscal: nuestra mayor fragilidad, dificulta política contracíclica ante la recesión global. Esencial coordinación BanRep-Fisco sobre gasto (nutrición infantil, infraestructura, energías alternativas: las máximas prioridades)



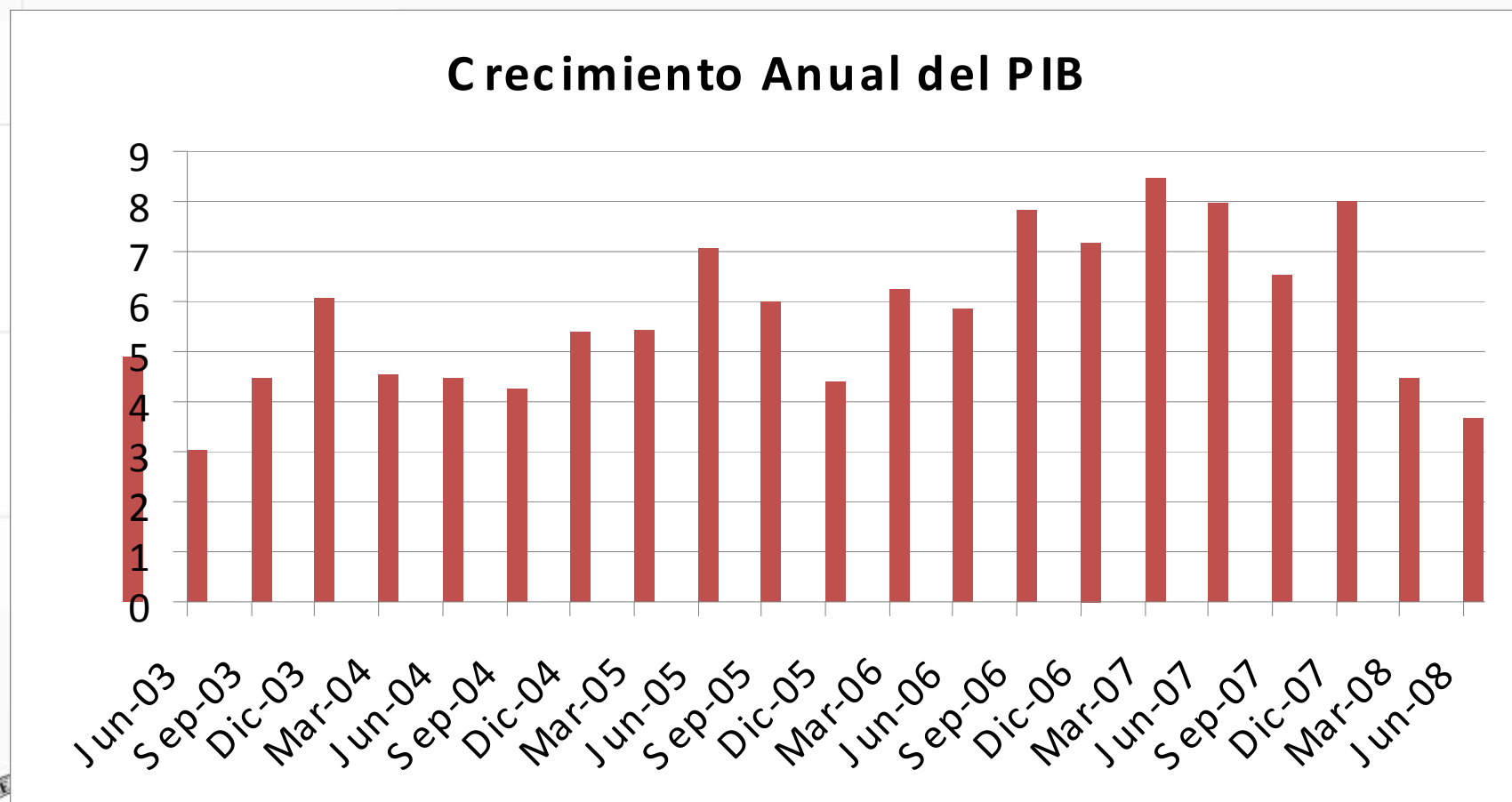
No obstante, la exposición de la economía frente a la deuda externa ha mejorado notablemente (% del PIB)



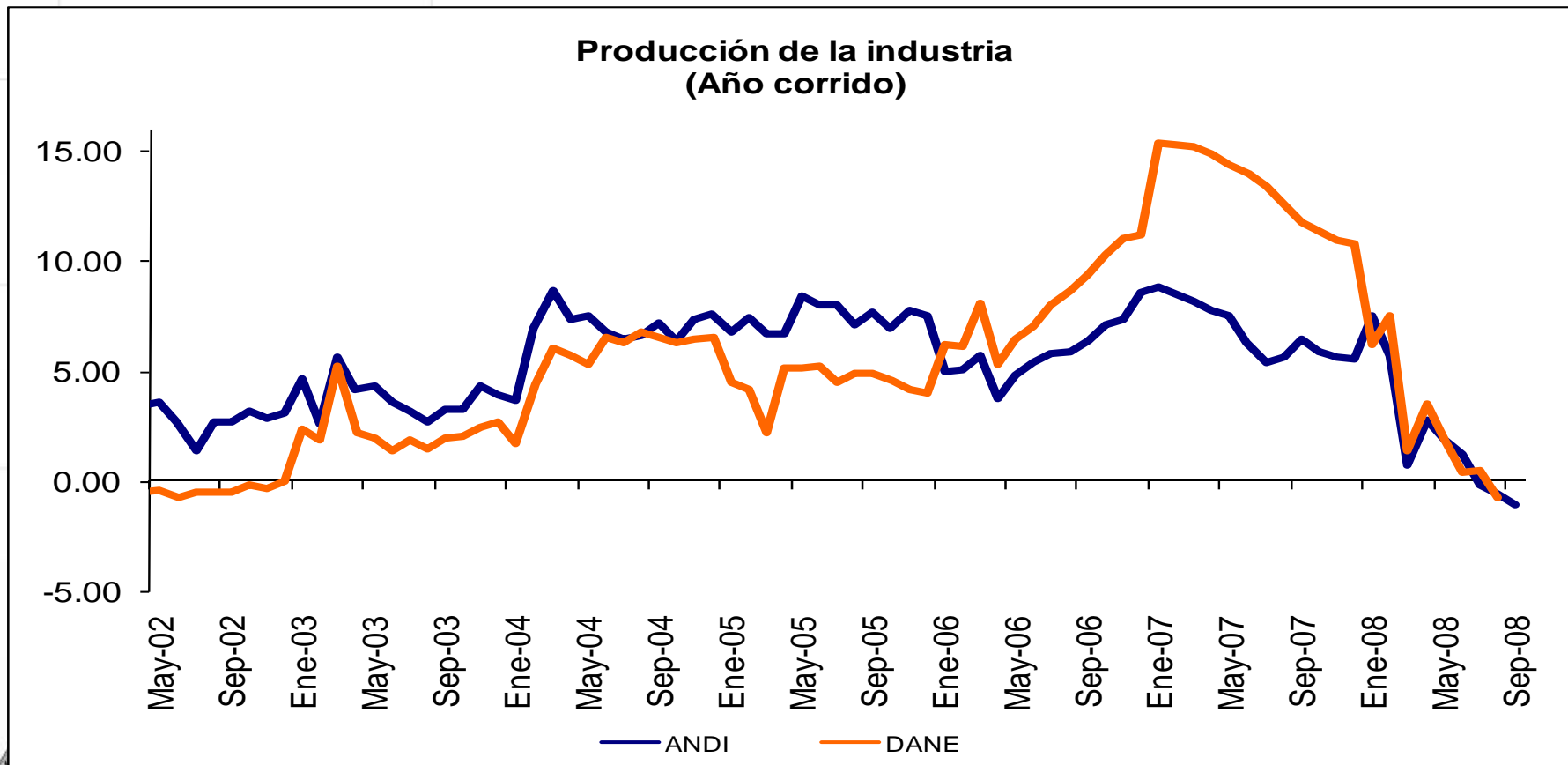
Reservas internacionales: en niveles razonables



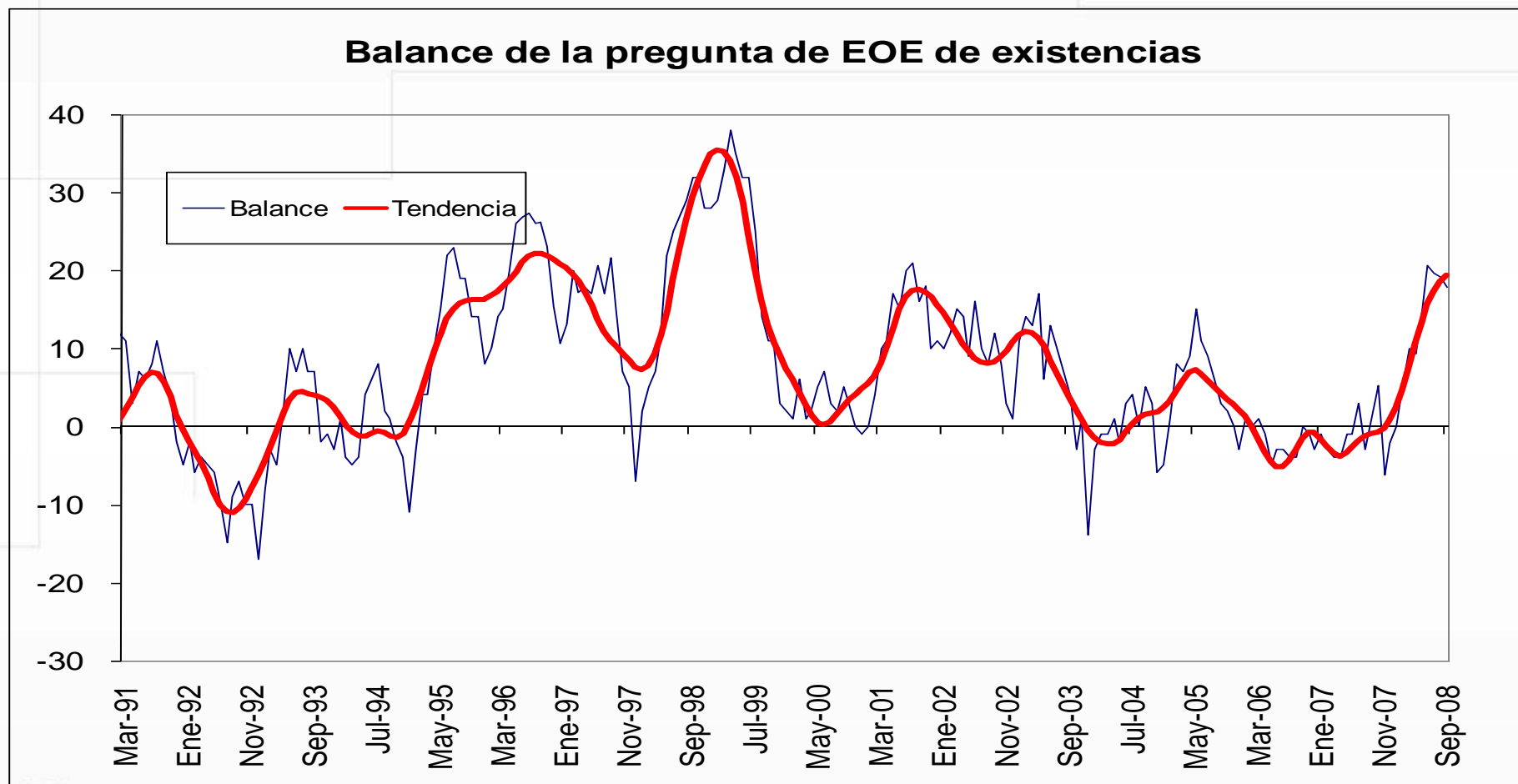
Fuerte desaceleración del crecimiento. El segundo trim el PIB creció 3,7%, la menor cifra desde junio/03. El II semestre crecerá mucho menos



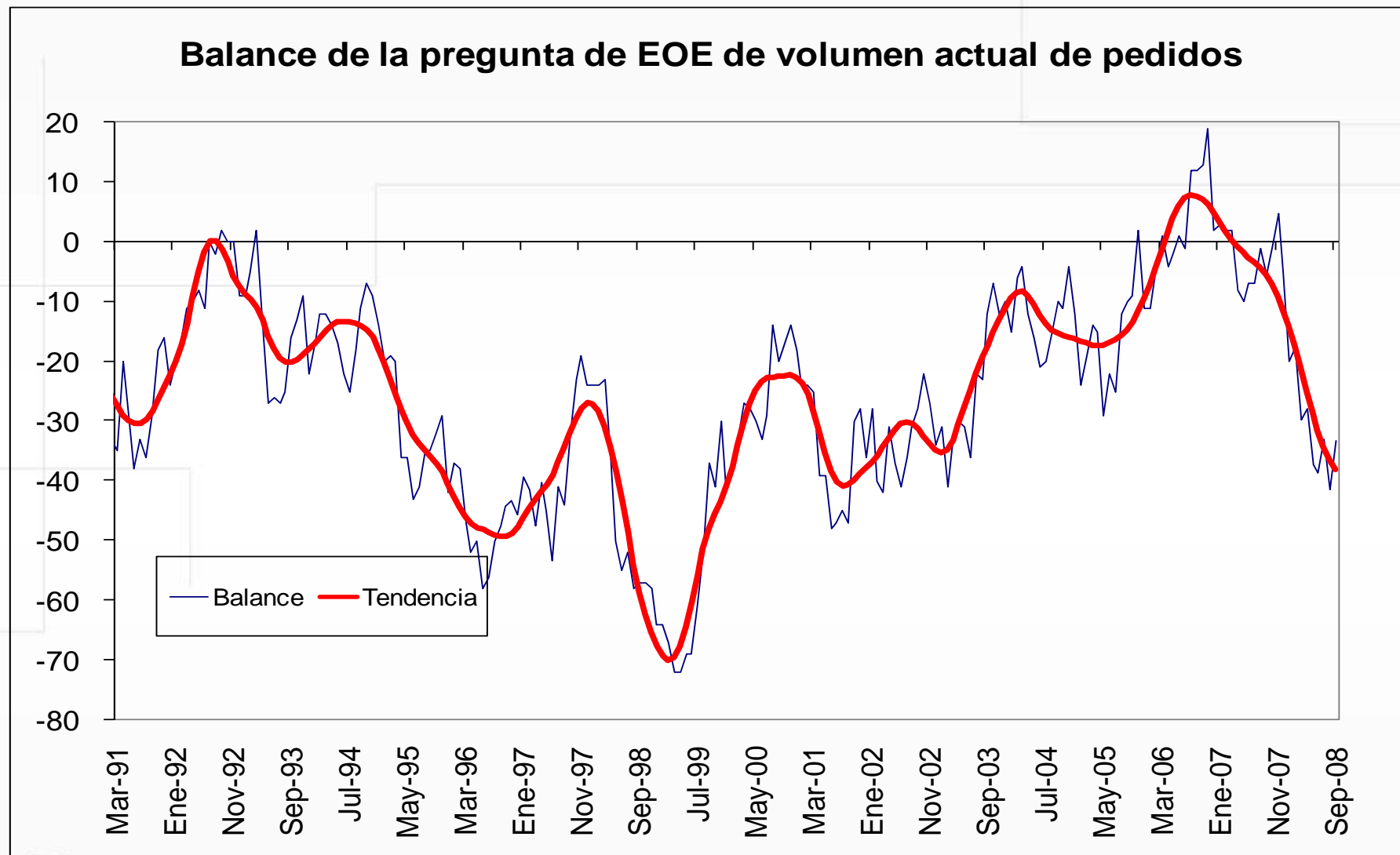
El III trimestre la producción industrial cayó 3,4%. En tanto que en lo corrido del año a septiembre iba cayendo 1,1%



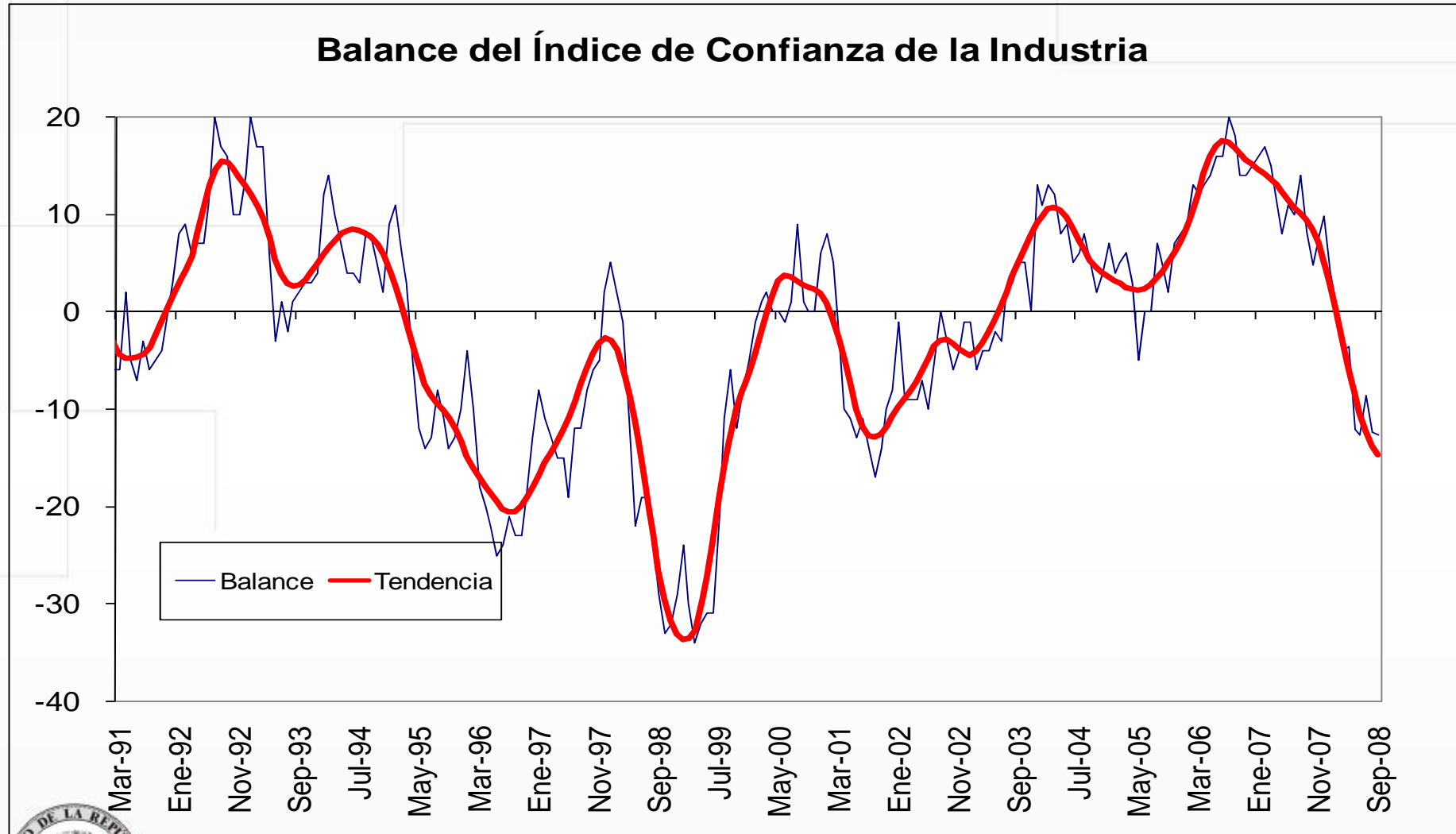
Industria: las existencias de productos terminados subiendo



Industria: el volumen de pedidos bajando

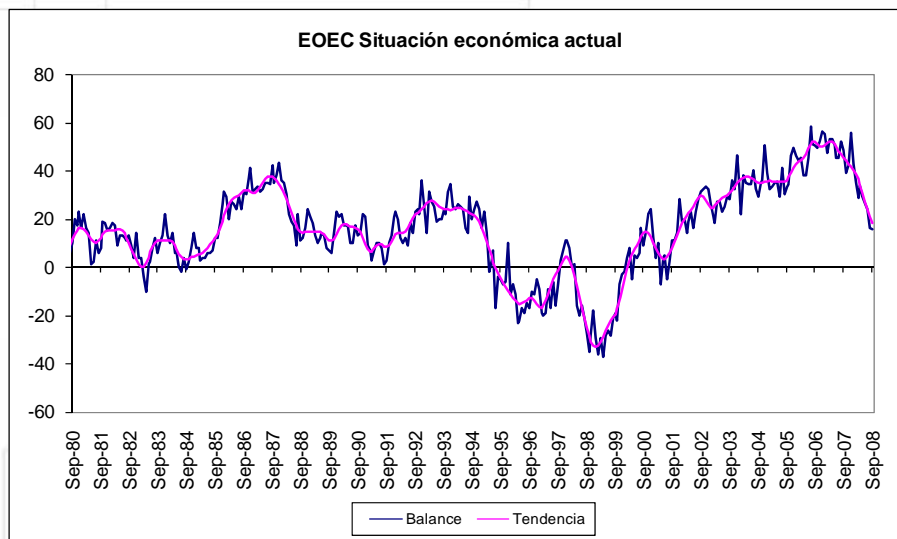


Industria: el índice de confianza desplomándose

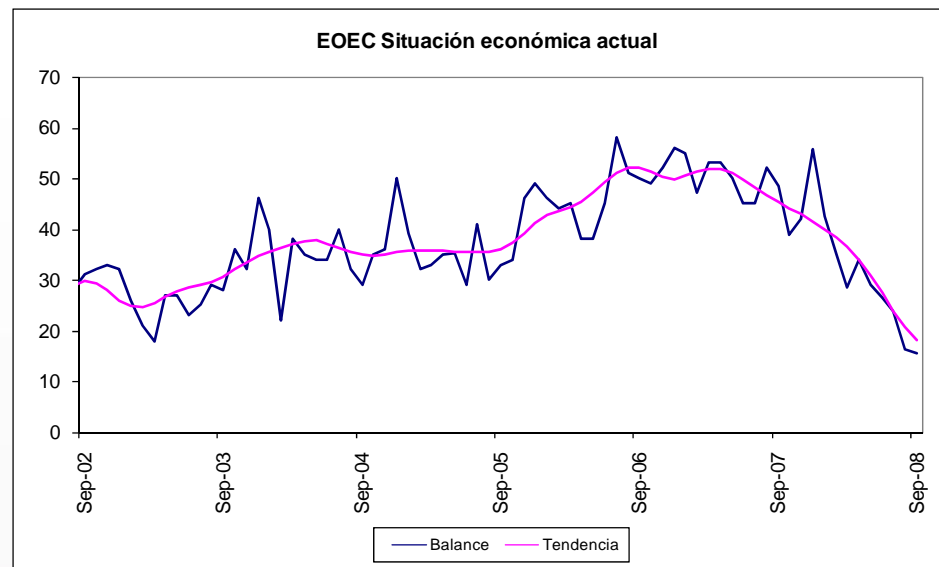


El comercio igual: las ventas al por menor en sept se contrajeron 2,5% anual, o sea que el crecimiento del III trimestre habría sido nulo

Histórico

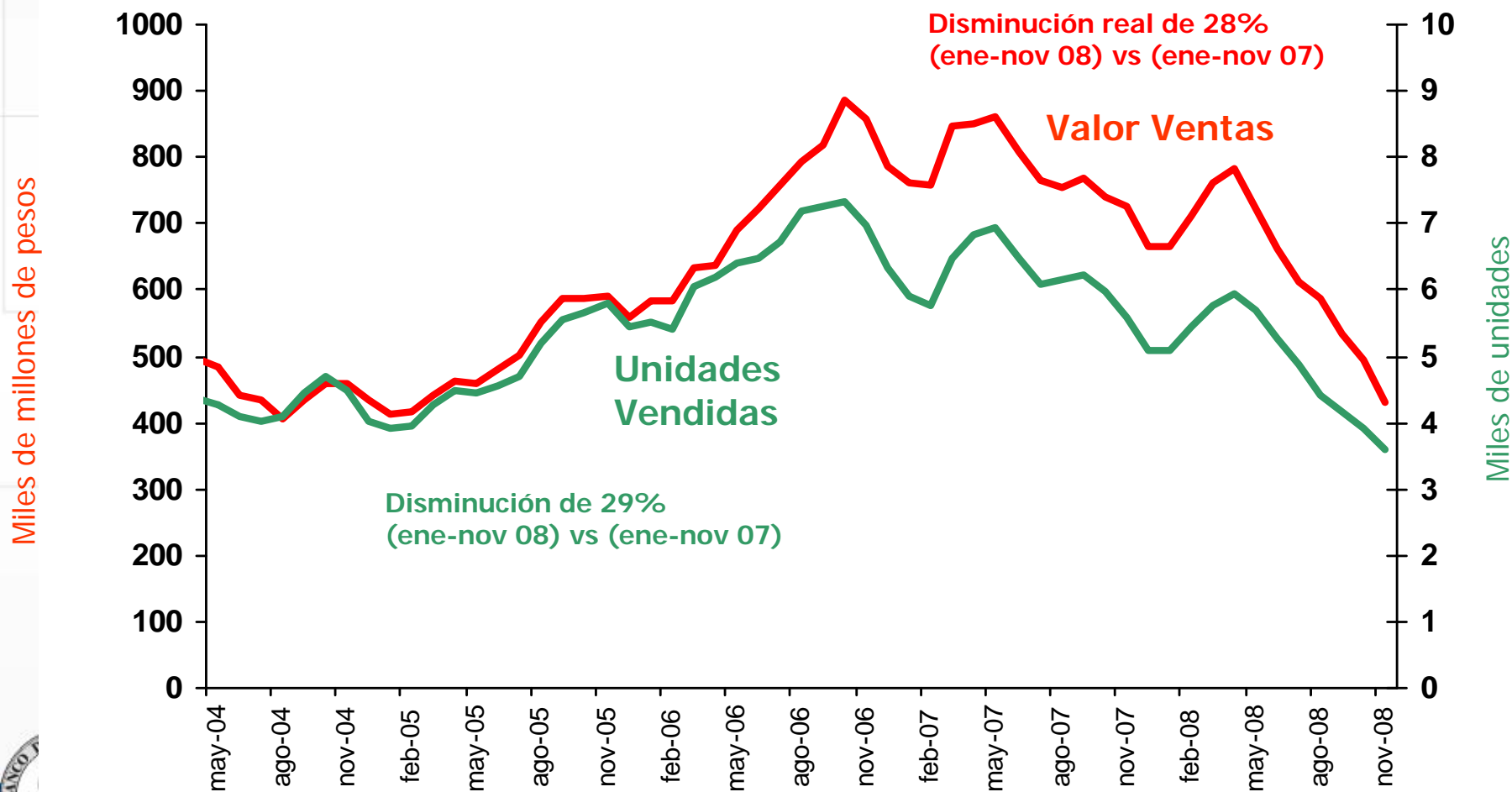


Últimos 7 años



El mercado de vivienda igualmente cayendo: unidades vendidas y valor real de ventas por mes

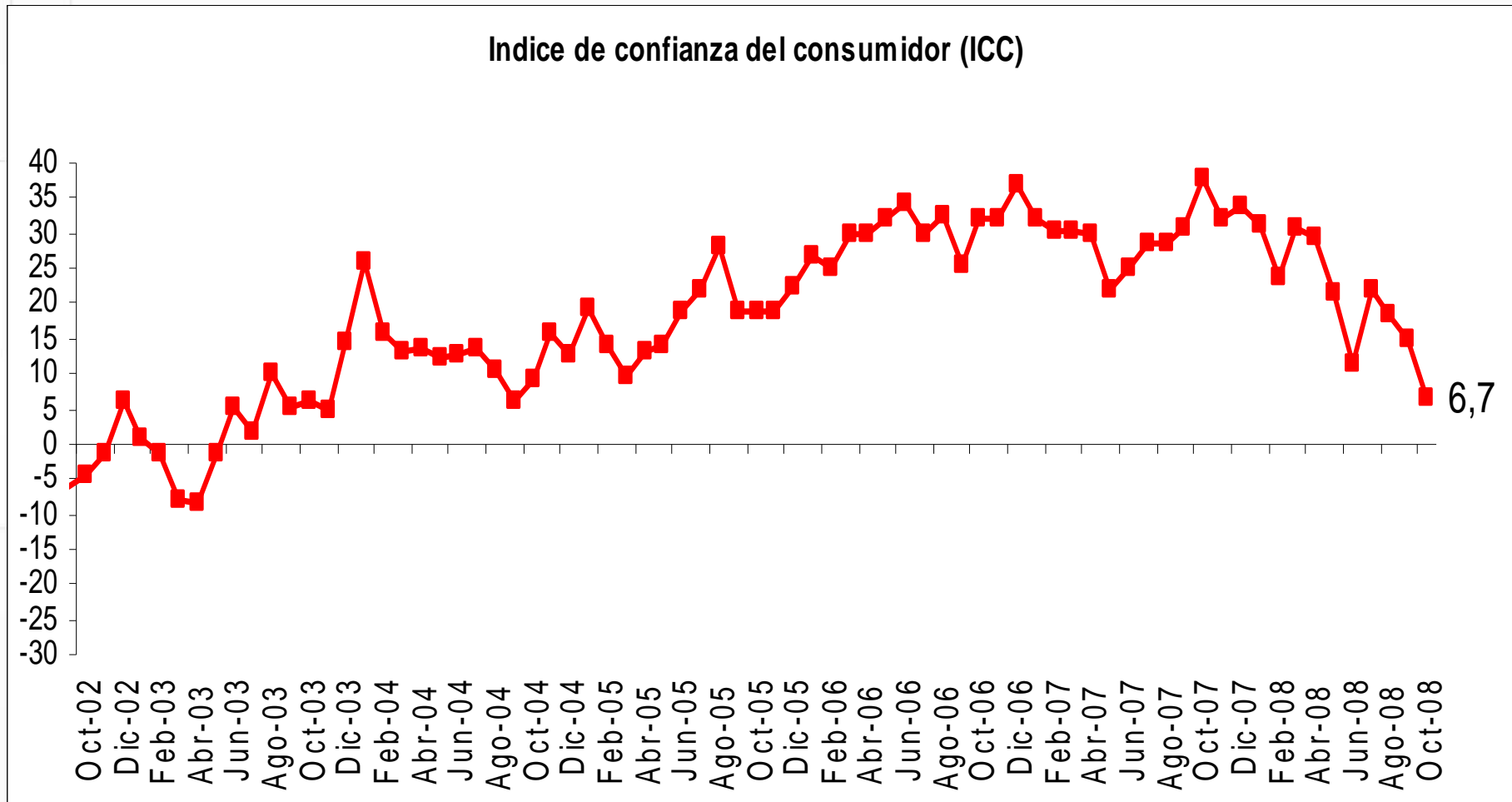
Promedio móvil 3 meses



Fuente: Galería Inmobiliaria y cálculos TC
 Nota: El valor de las ventas está en precios contantes de Nov-2008

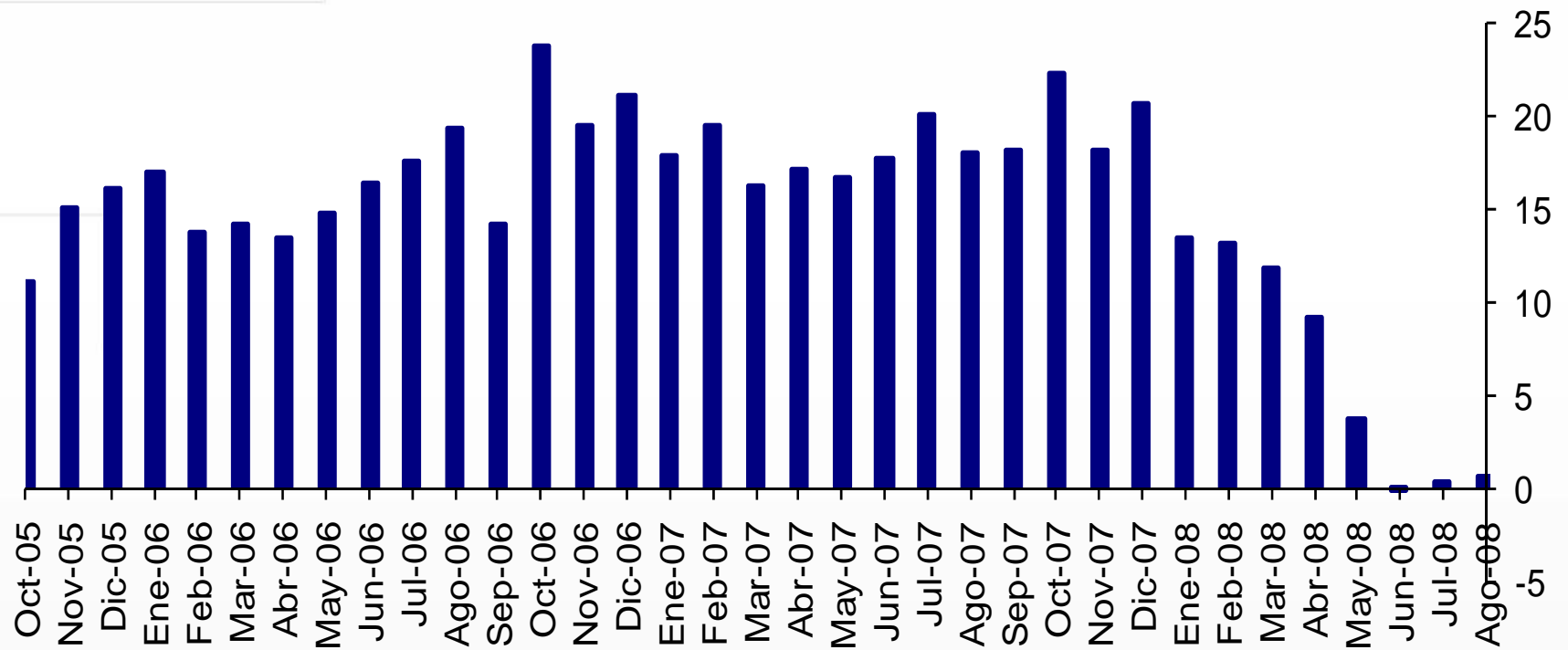
Caída de 45% en unidades entre may-2007 a nov-2008 (18 meses)

El índice de confianza del consumidor también desplomándose. En octubre llegó a su nivel más bajo de los últimos cinco años



Encuesta del BR: expectativas de inversión así mismo marchitándose

3. Expectativas de inversión



Mi pronóstico: el crecimiento del PIB en 2008 estará cerca del 3,5% , o sea el 60 por ciento del crecimiento potencial de la economía (6% anual)

	R. Fuerte	R. Moderada
Supuestos		
Inversión Pública	-9%	-3%
Gasto Público	1%	2%
Remesas	-1.5%	3.5%
Resultados		
PIB	3.4%	4.3%
Ajustes	-0.3%	-0.3%
Pronóstico PIB	3%	4%

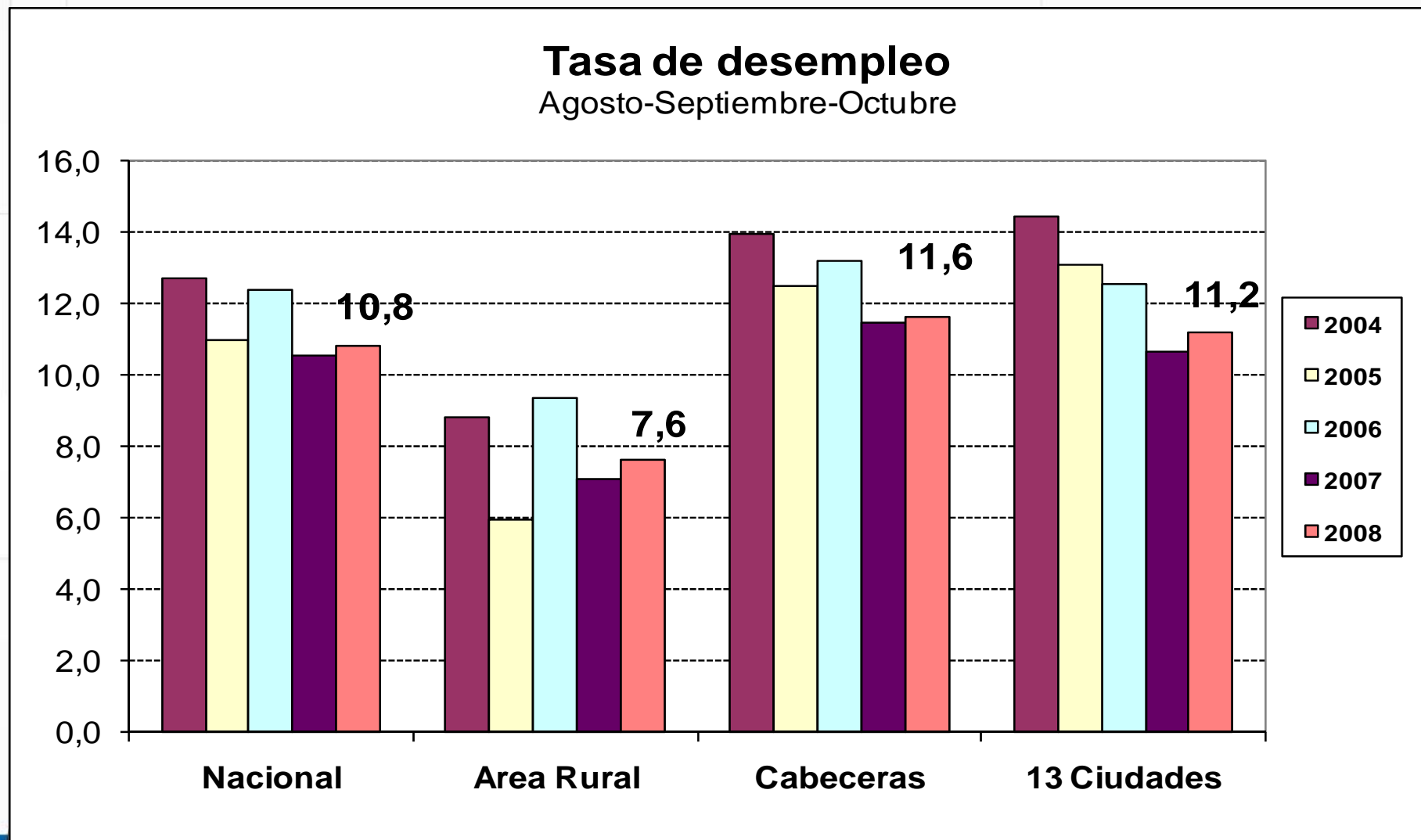


Y para 2009 el PIB crecería cerca del 2%, o sea la tercera parte de su potencial

	Recesión Fuerte	Recesión Moderada
Supuestos		
Inversión Pública	8%	16%
Gasto Público	1.5%	3.5%
Precios del Petróleo	-44.3%	-19.7%
Resultados		
PIB	0.6%	3.7%
Ajustes	+0.3%	+0.3%
Pronóstico PIB	1%	4%

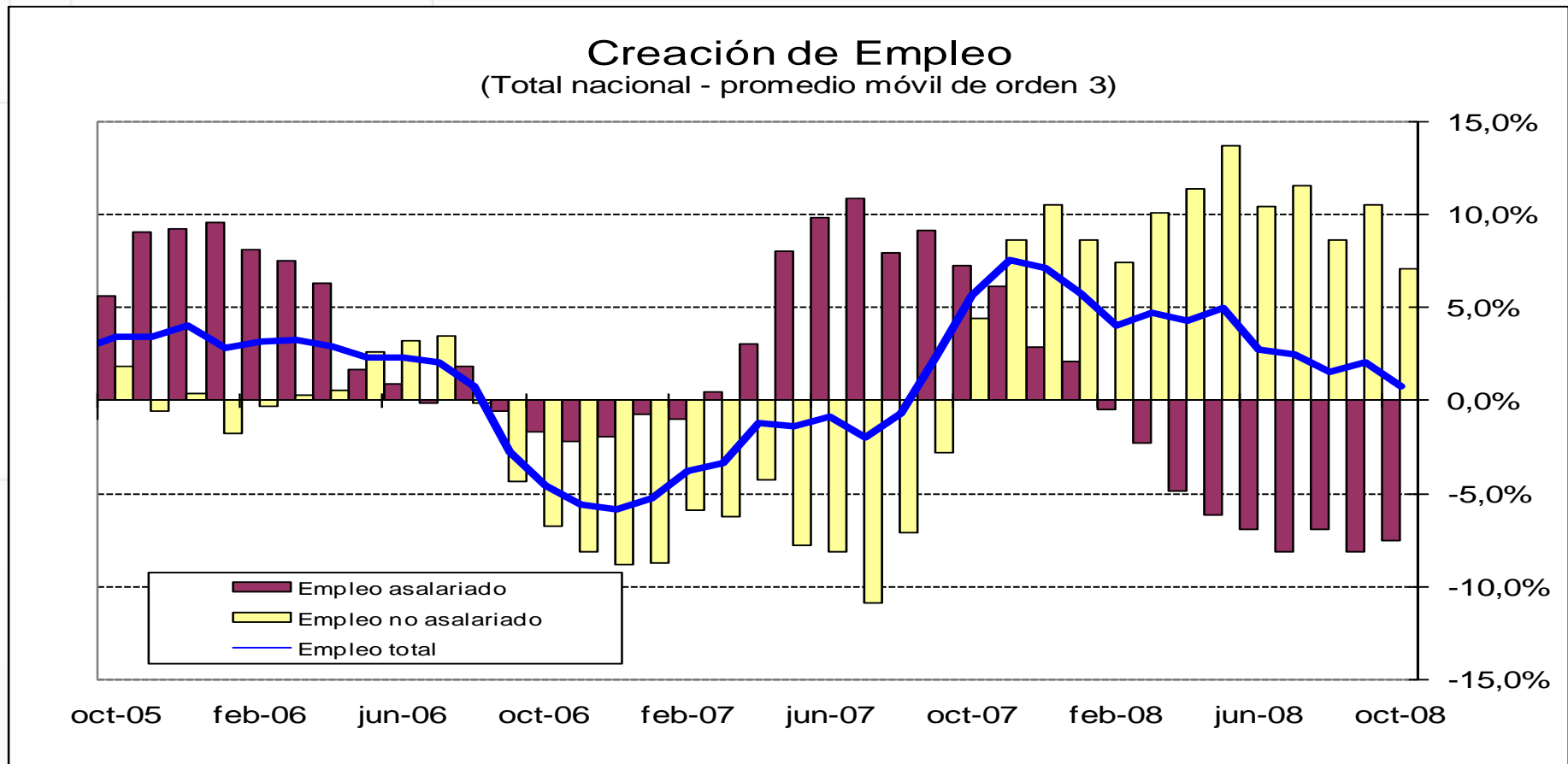


Resultado: la tasa de desempleo de nuevo subiendo



Fuente: GEIH - DANE

El empleo asalariado cayendo (-7,5%). La creación de empleo total sólo se explica por el dinamismo de los 'cuenta propia', pero con tasas de crecimiento cada vez más bajas

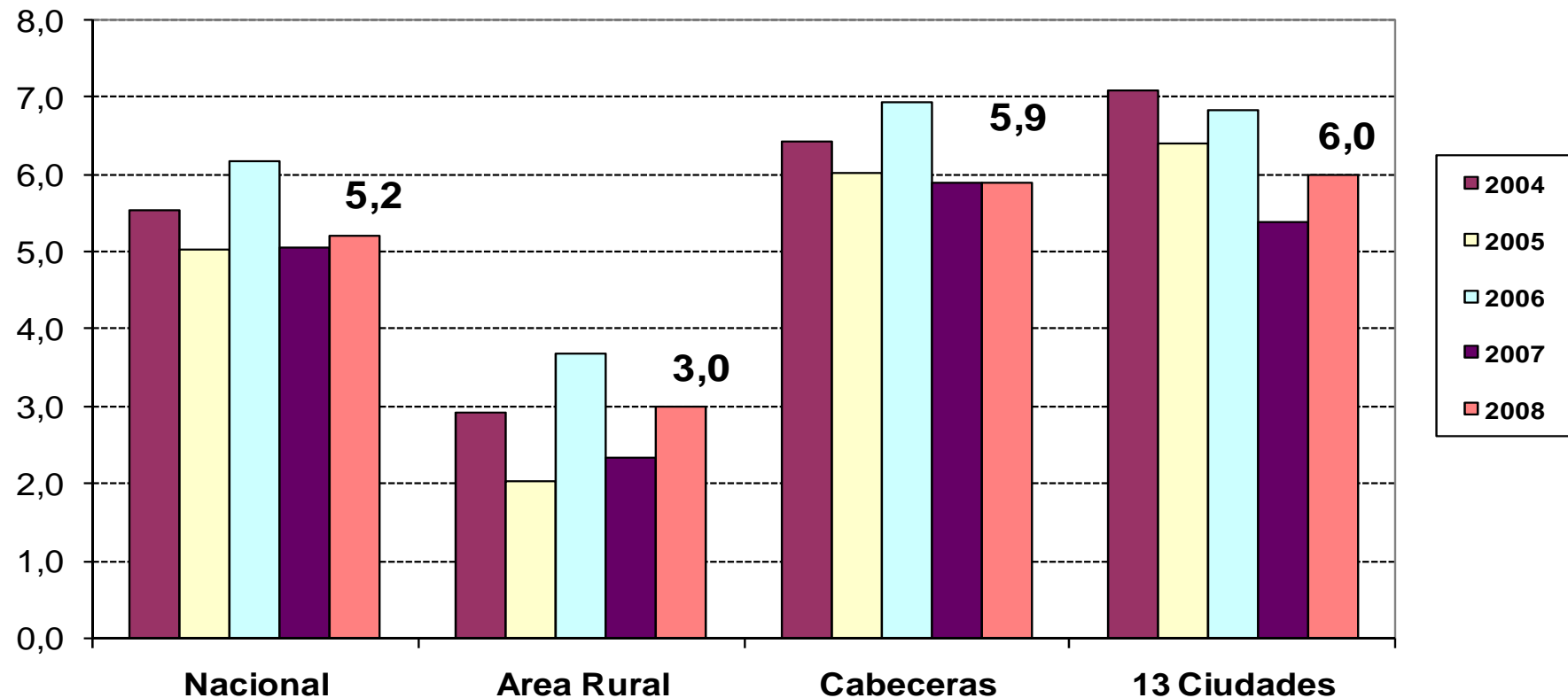


FUENTE: GEIH – DANE.

El desempleo para los jefes de hogar también aumentando en todos los dominios de la encuesta

Tasa de desempleo - Jefes de hogar

Agosto - Septiembre - Octubre



Fuente: GEIH - DANE

Siguiendo a Frederick Mishkin, ex codirector de la FED y profesor de la U. de Columbia

- Ante impacto 'deflacionario' de la recesión, tratar de reducir la inflación aún más rápido tendría un muy alto costo para la economía.
- Lo que se requiere es una senda hacia la meta de inflación en un lapso razonable y suficiente, para poder promover conjuntamente la estabilidad de precios y el máximo empleo sostenible.



Las dos últimas juntas (oct 24 y nov 21)

- Más liquidez: menores encajes, más repos y más compras de TES. Y suspensión controles capital.
- "...se espera que la debilidad de la demanda y la reciente reducción en los precios internacionales de los principales productos básicos se conviertan en menores presiones inflacionarias en el futuro. En la medida en que la presiones inflacionarias de mediano plazo sigan cayendo es apropiado pensar en un movimiento hacia una postura monetaria menos restrictiva."
- Metas inflación horizonte 2009-2011: espacio para cambio de postura de la política monetaria.

La gran lección de las crisis

No podemos olvidar las duras lecciones de las crisis: la clave de una buena política monetaria yace en la capacidad de anticipación que tengan sus autoridades. Sólo reaccionar, o actuar tardíamente, no sirve de nada.



Gracias

