

Las implicaciones de la coyuntura económica internacional (La política monetaria bajo incertidumbre)

Congreso de Tesorería

Asobancaria

Cartagena, 13 de septiembre de 2012



Agenda

- Algunos hechos estilizados de la coyuntura internacional.
- Cómo se han transmitido los eventos mundiales a las economías emergentes (especialmente Latam).
- Qué explica el ciclo en las tasas de interés en Colombia?
- ..y hacia adelante...

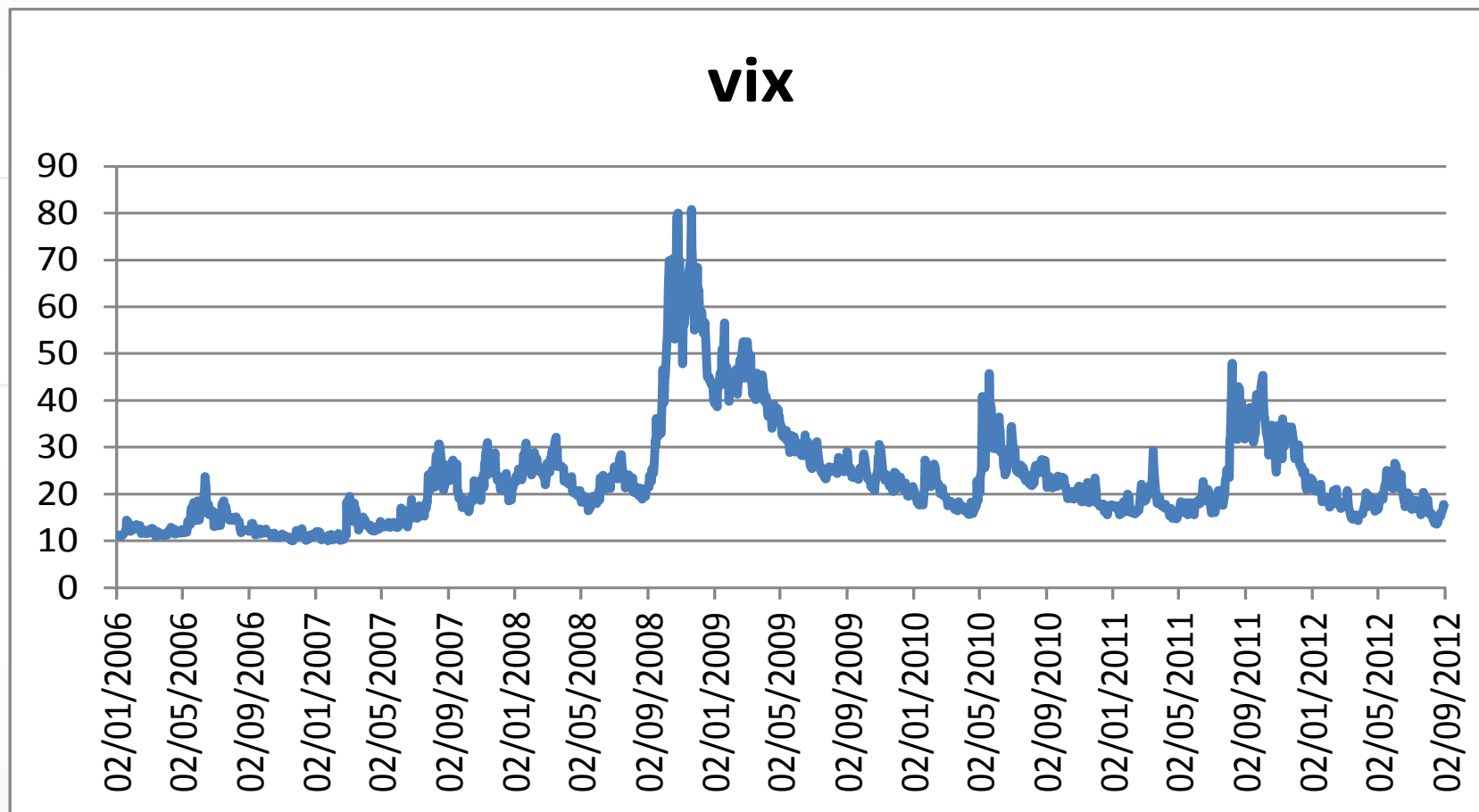


Algunos hechos estilizados de la coyuntura internacional

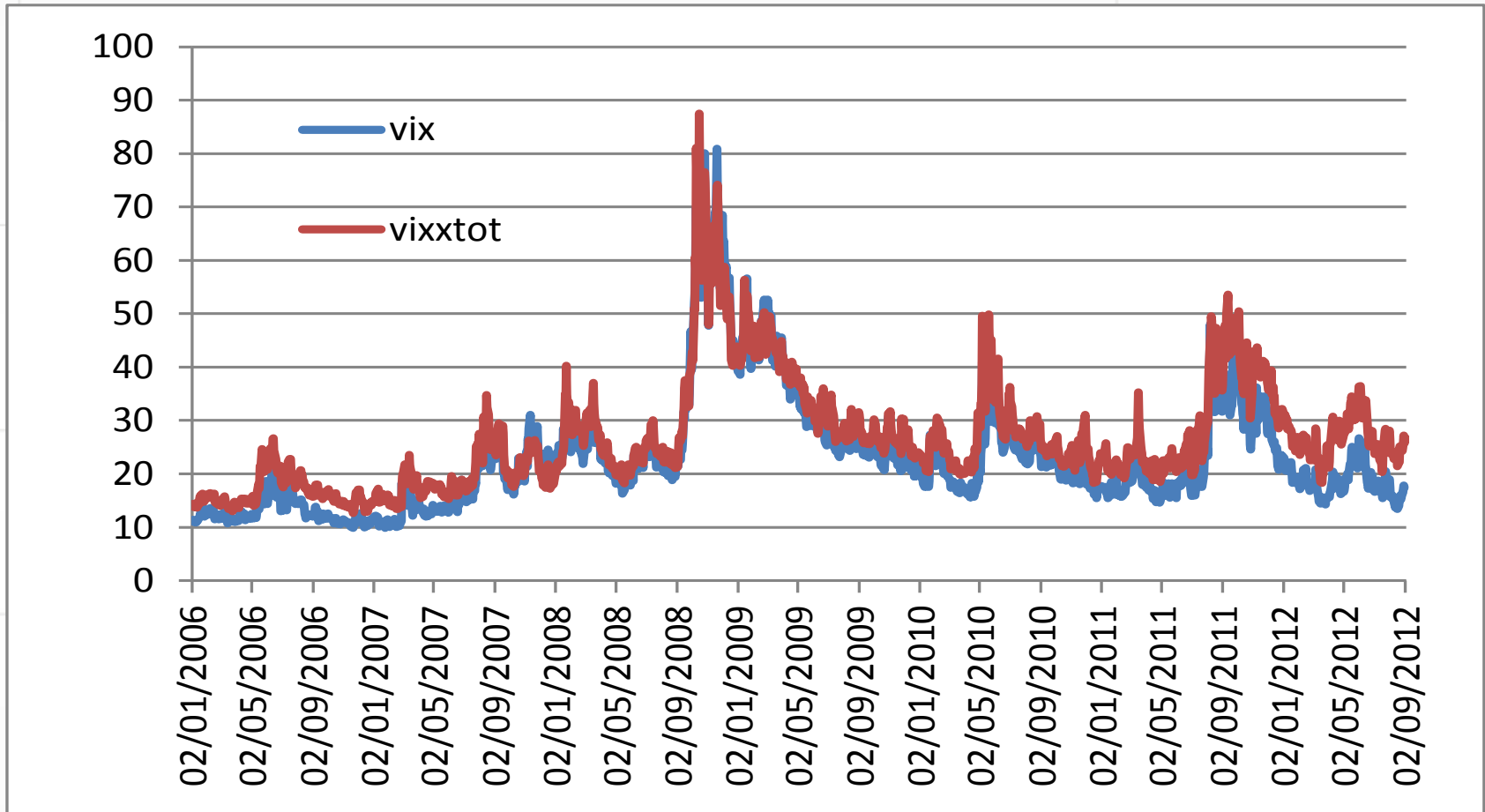
- Los mercados han mantenido niveles medios de aversión al riesgo, con sobresaltos.... especialmente en Europa.
- La inestabilidad de los mercados financieros ha provocado aumento de demanda en bonos del tesoro.
- La coyuntura financiera ha frenado el proceso de recuperación de la economía mundial.



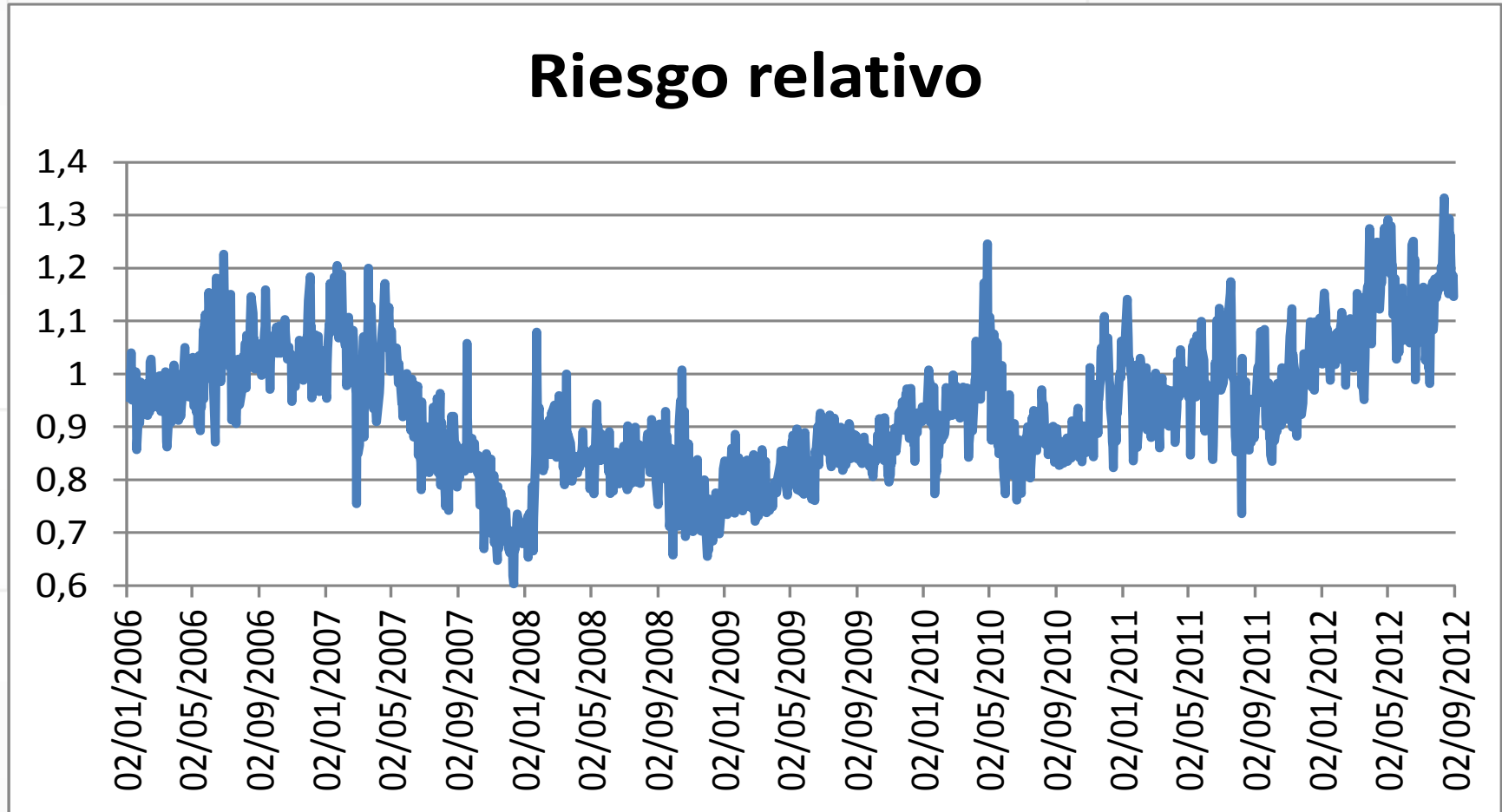
Después del episodio de Lehman Brothers, calma tensa con sobresaltos.....



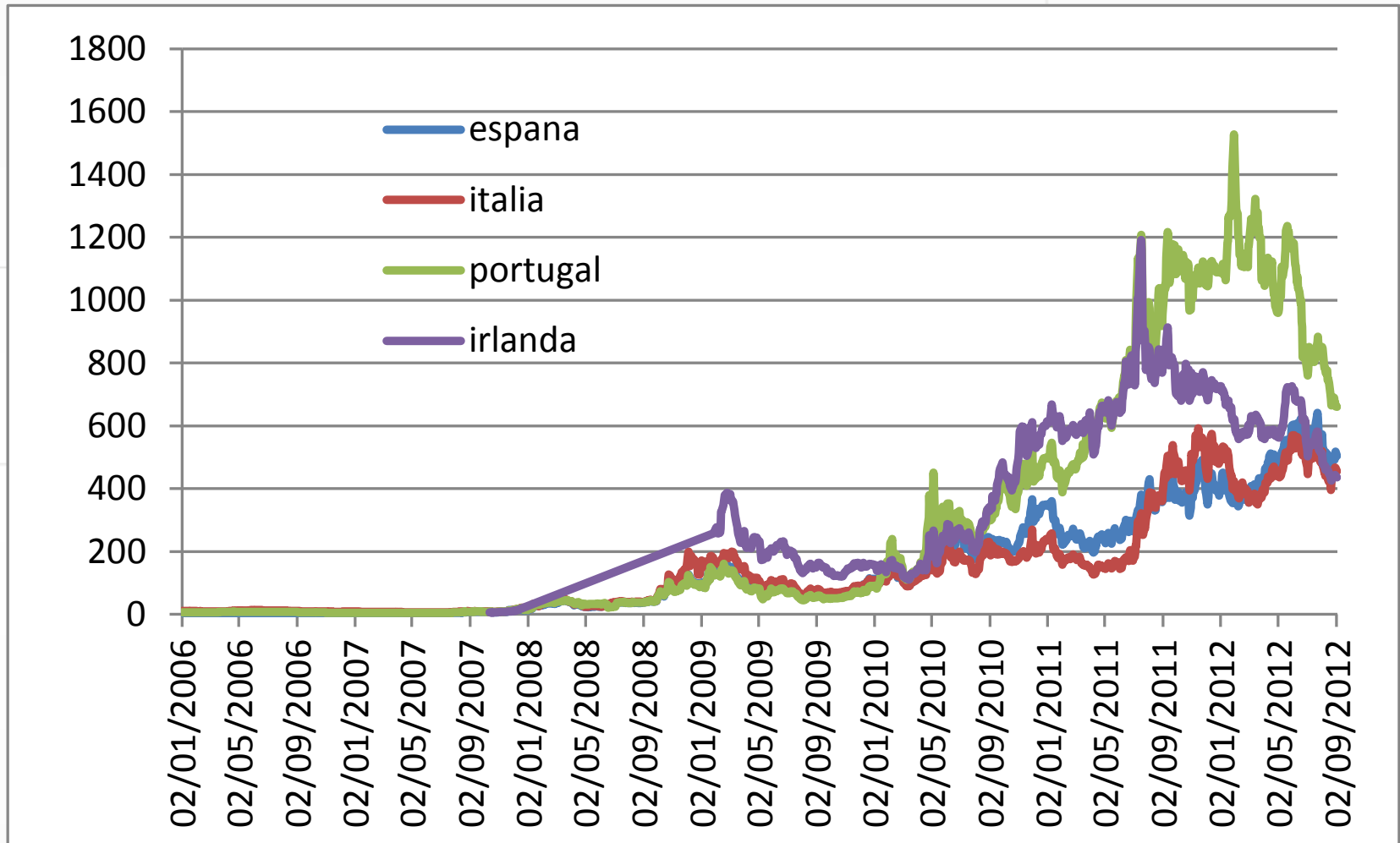
Con una mayor concentración en Europa



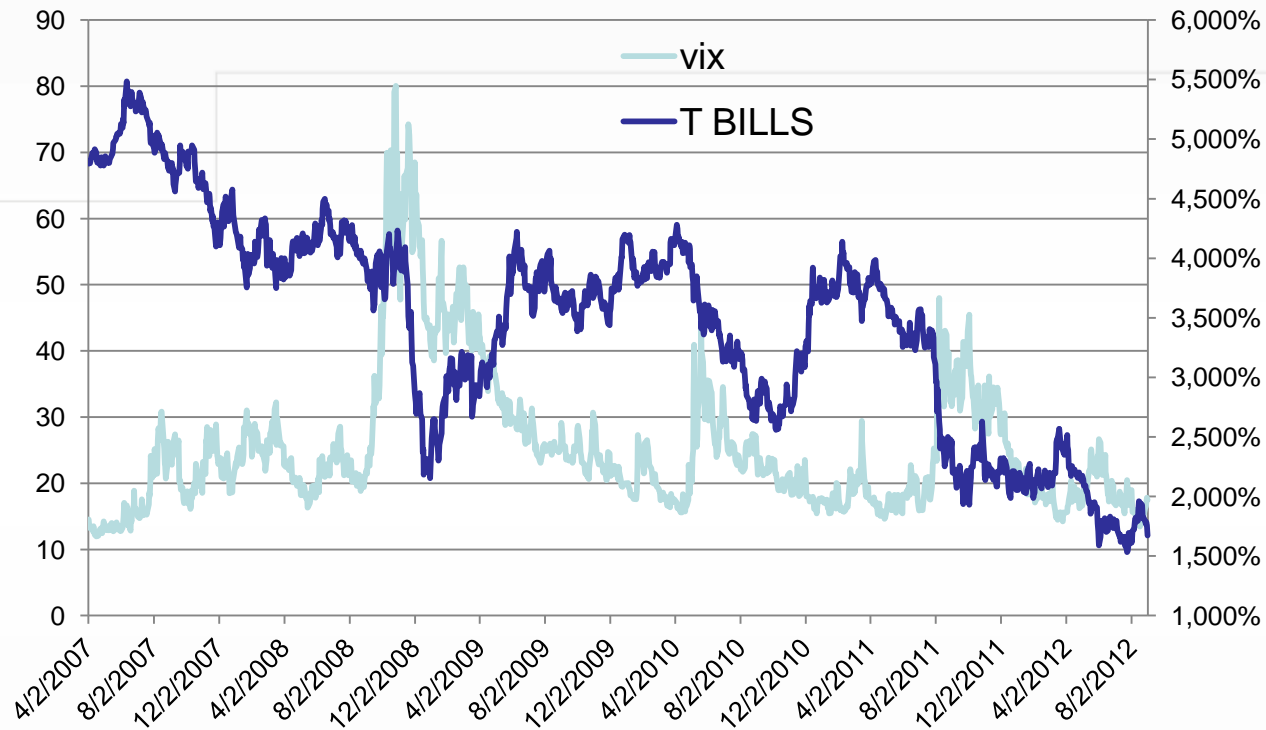
Con una mayor concentración en Europa



Con una elevación del riesgo soberano

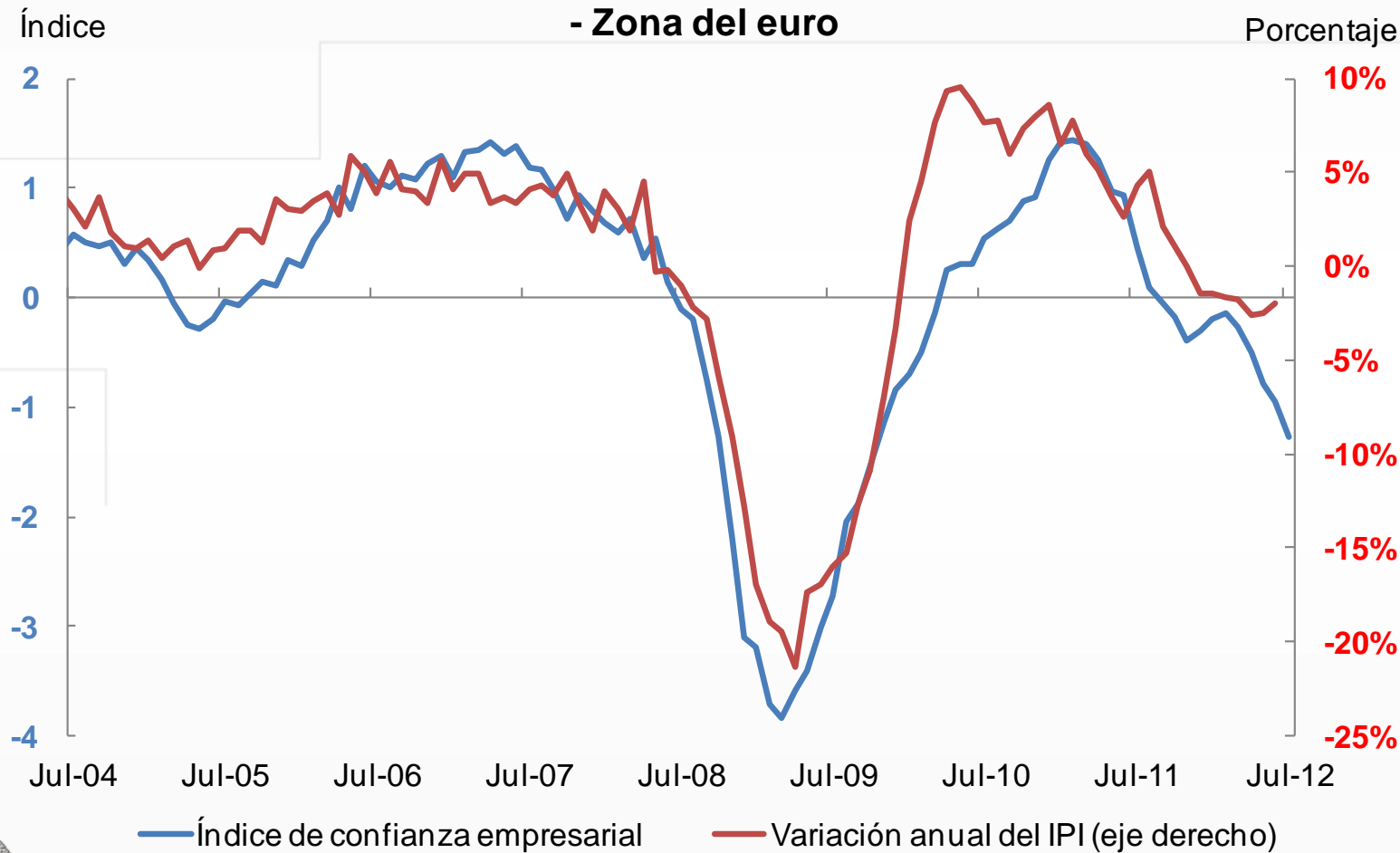


Generando mayor demanda por activos de bajo riesgo



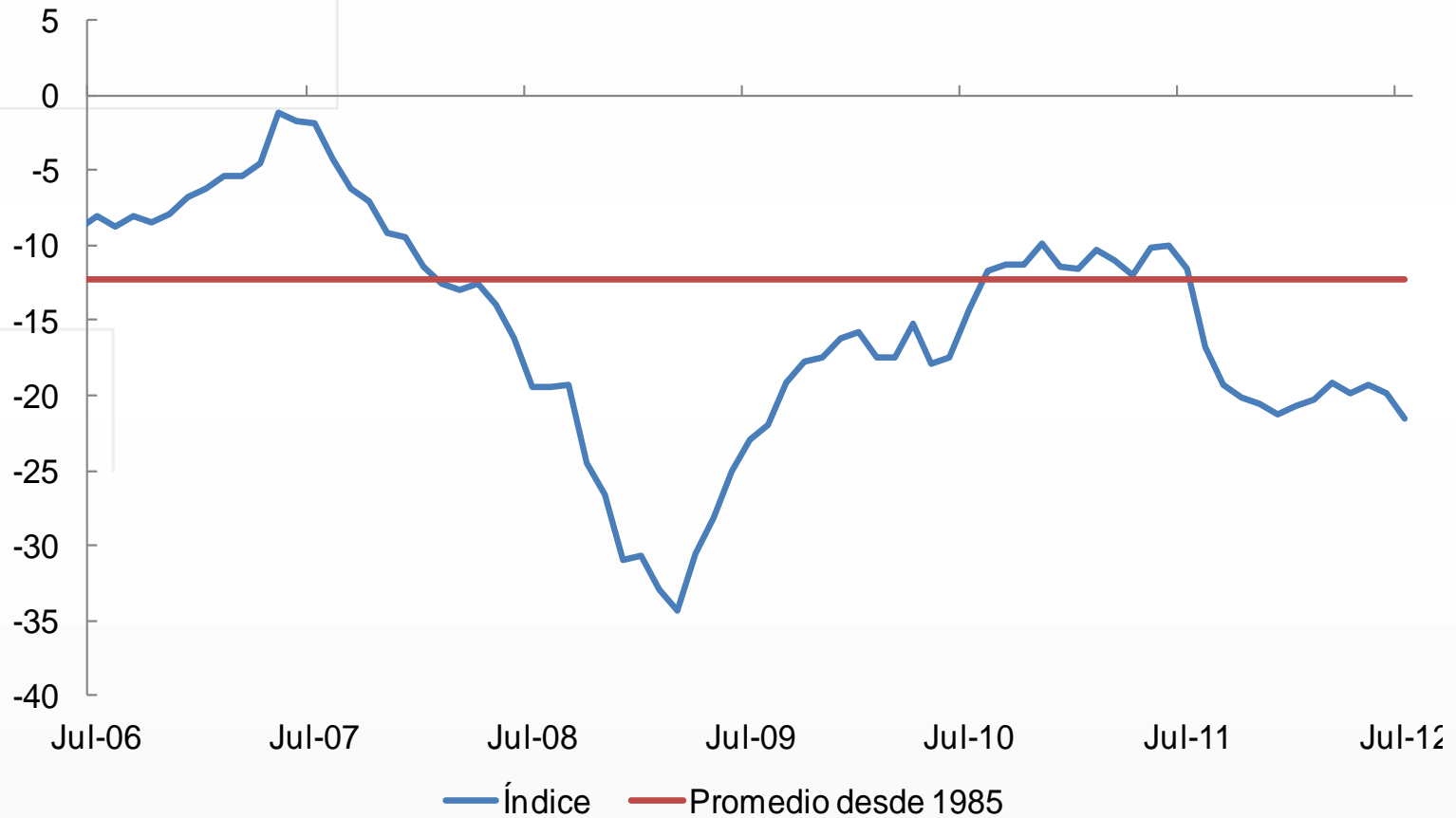
Zona del Euro: el índice de confianza empresarial deteriorándose...

Índice de confianza empresarial y variación anual del IPI - Zona del euro

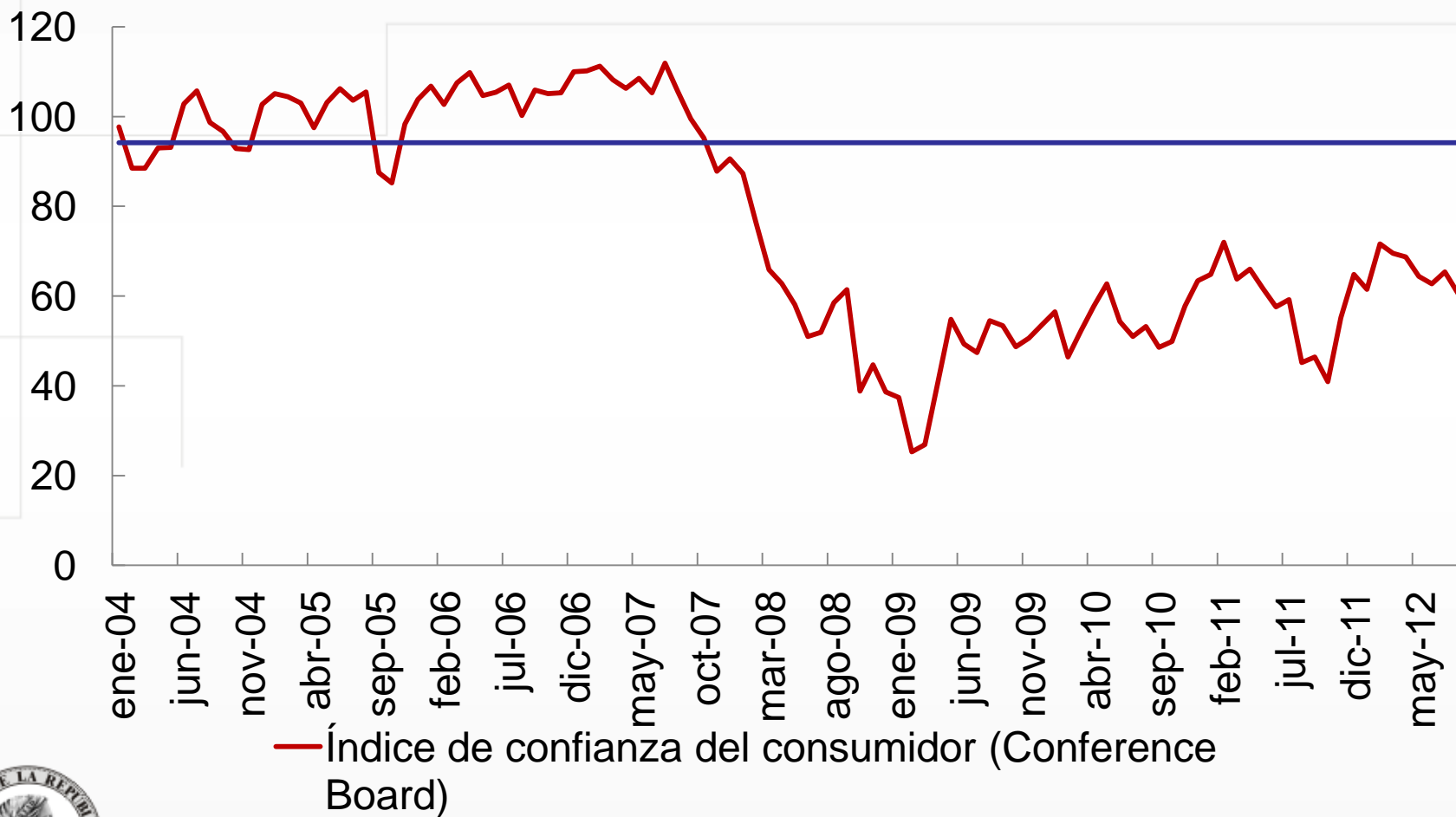


Zona del Euro: lo mismo ocurre con la confianza de los consumidores

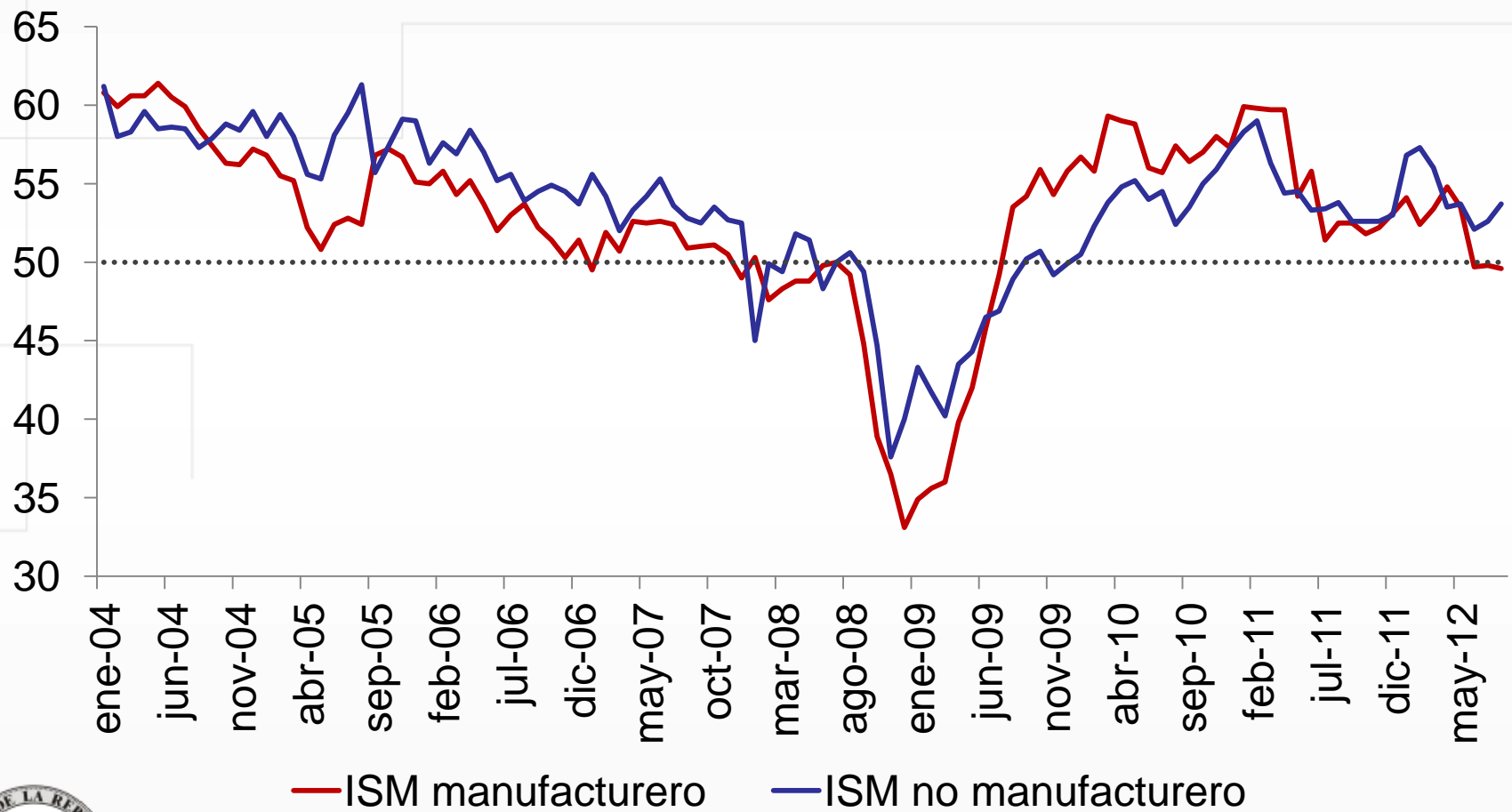
Índice de confianza del consumidor - Zona del euro



En EEU la confianza de los consumidores sigue en niveles bajos

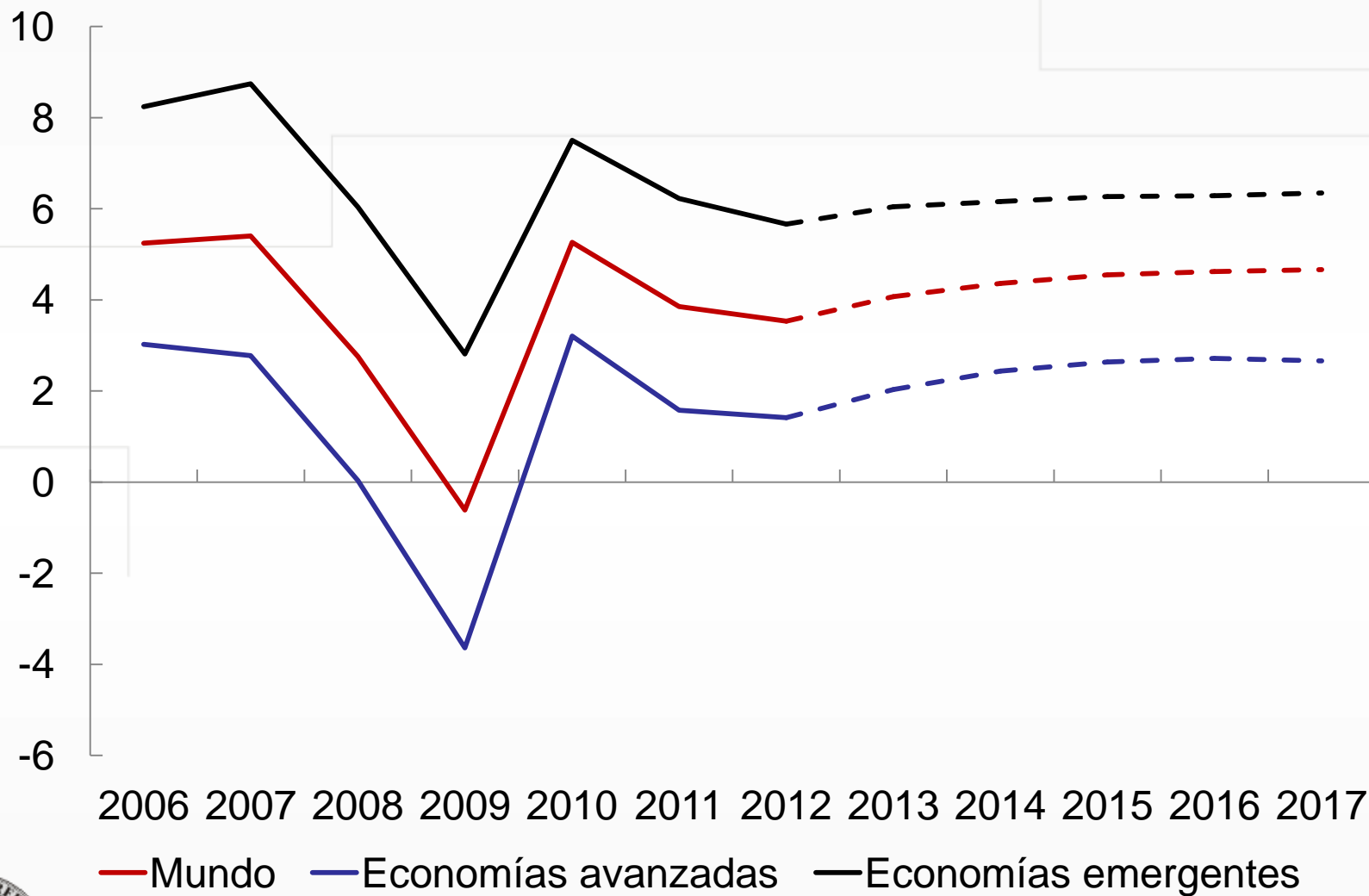


.. Y en el último año la confianza de los productores de manufacturas ha caído



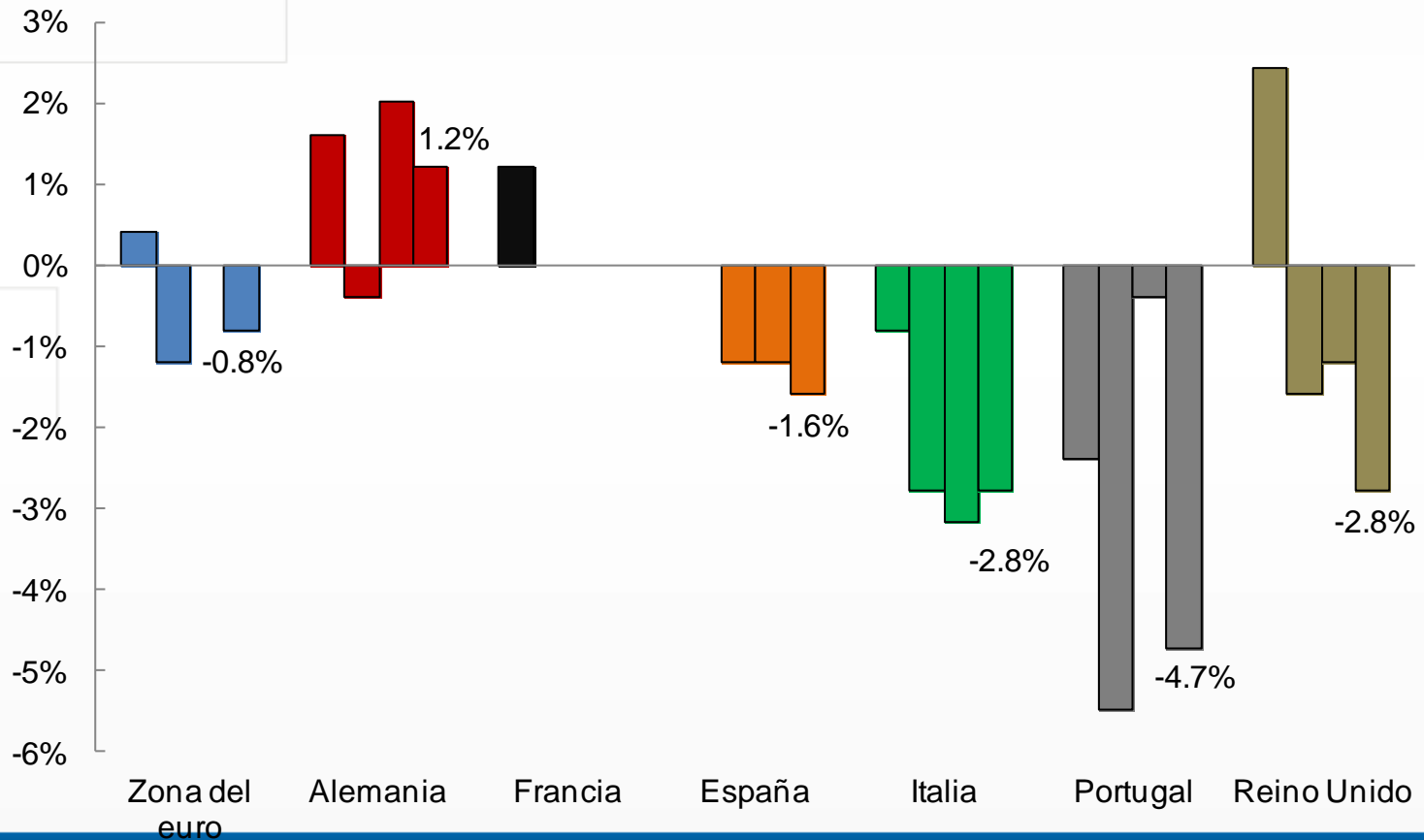
La economía mundial se ha desacelerado

PIB Mundial (crecimiento anual %)



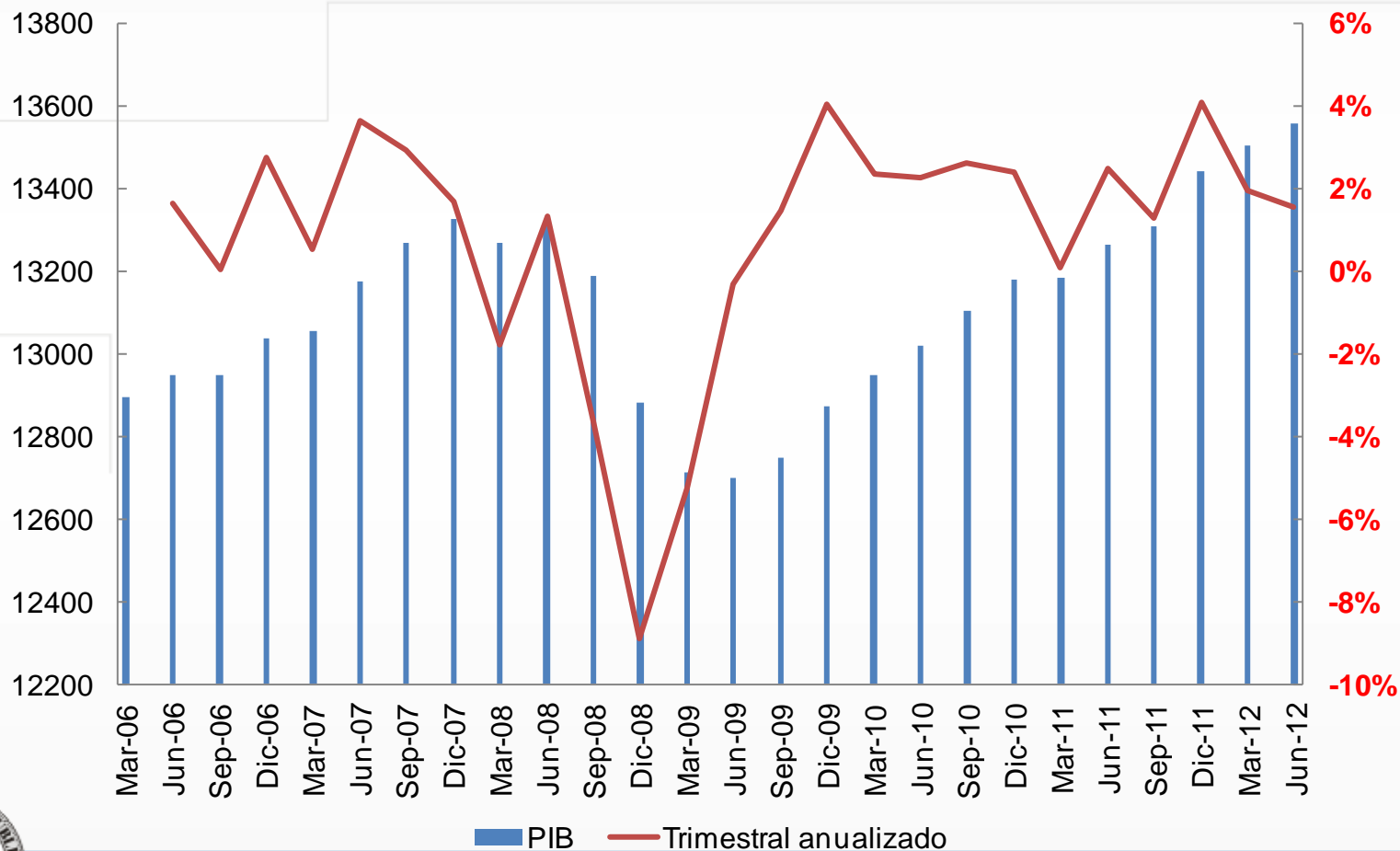
Especialmente en la zona Euro

Crecimiento trimestral anualizado para algunas economías europeas

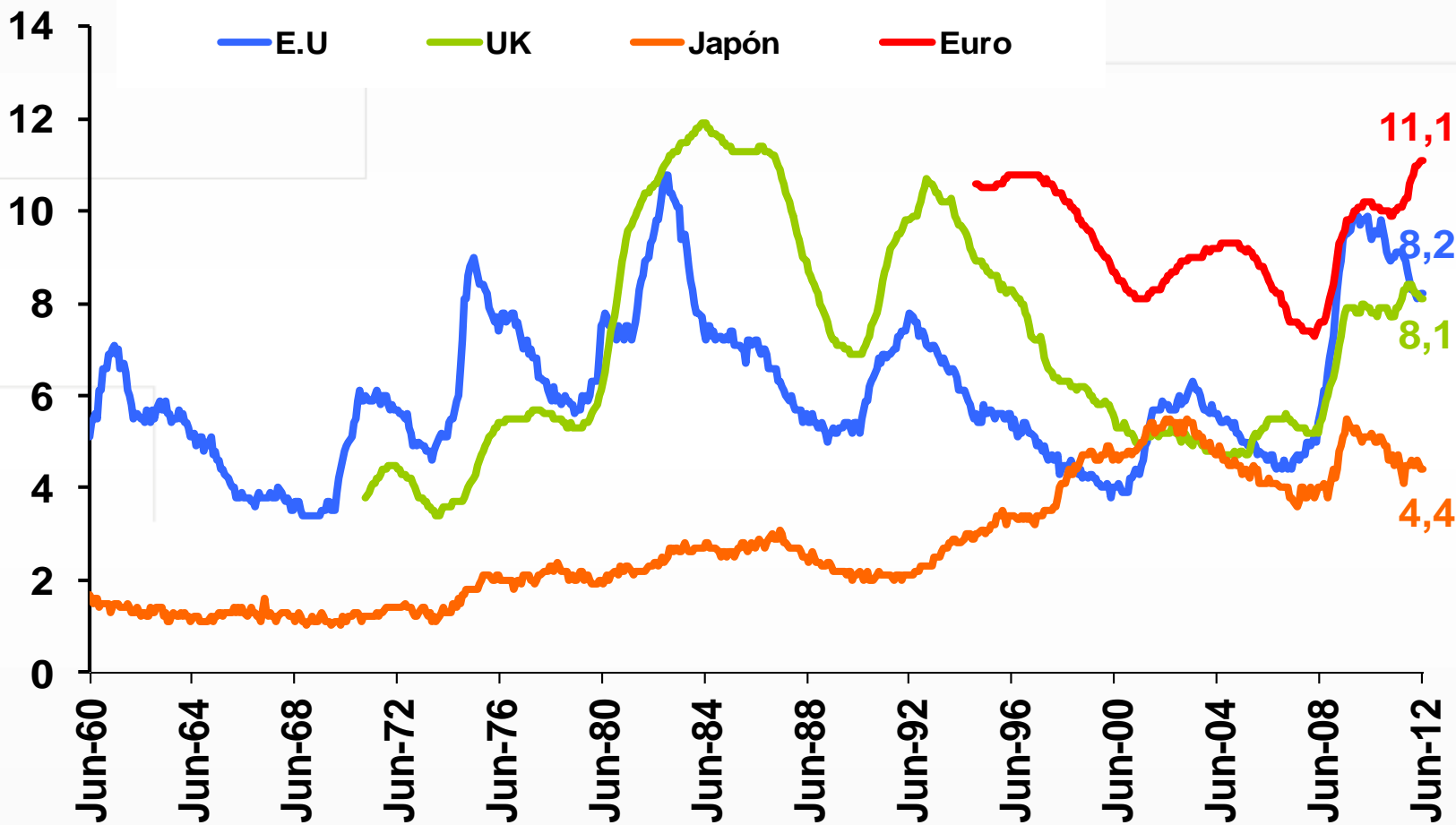


Con crecimientos bajos en EEUU, insuficientes para alcanzar su nivel potencial.

PIB de EEUU

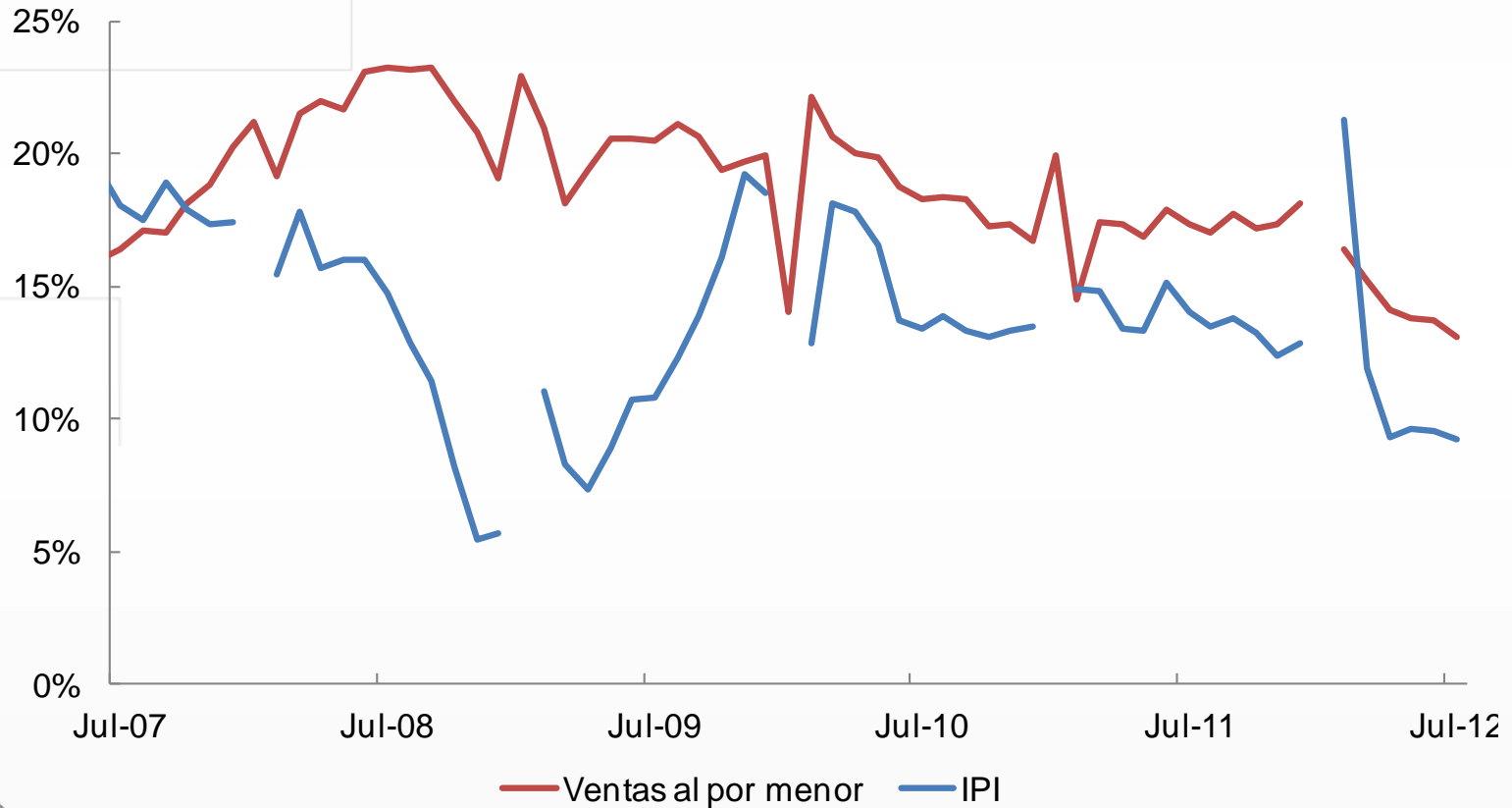


Tasa de desempleo



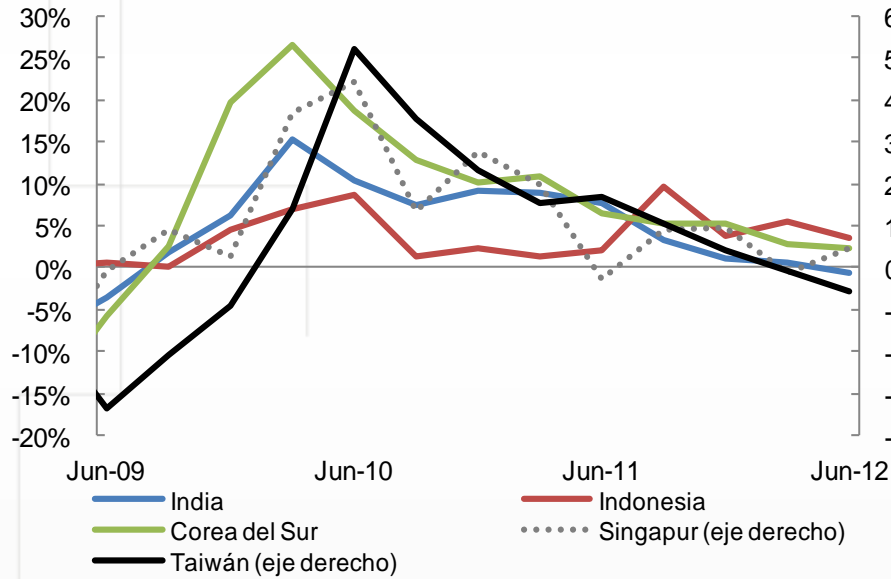
Con indicadores que sugieren una moderación en el crecimiento del Asia emergente

Crecimiento anual de las ventas al por menor y del índice de producción industrial - China

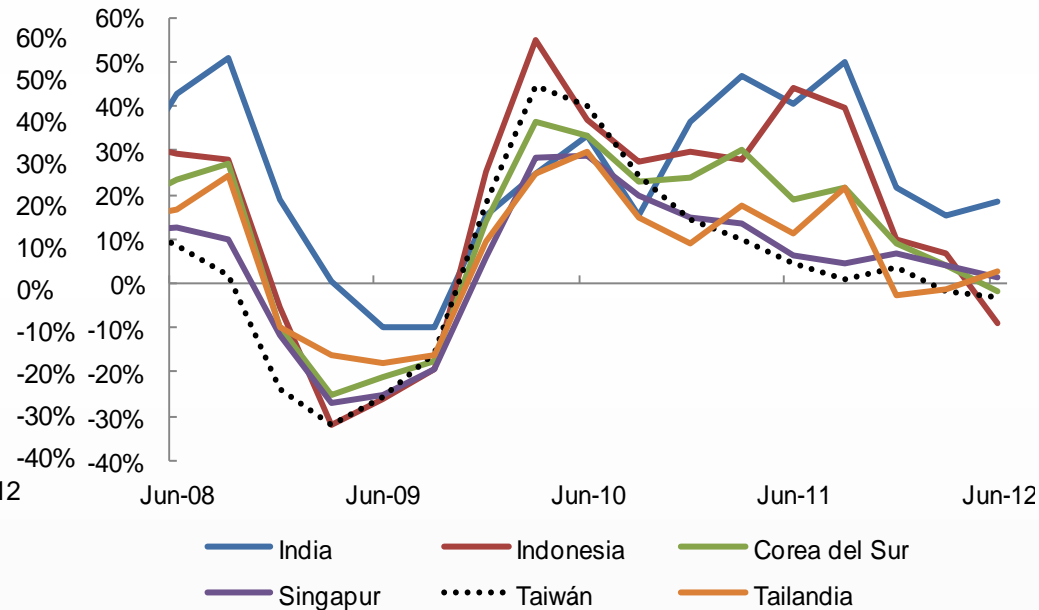


Resto de Asia emergente: crecimiento de la industria y de las exportaciones moderándose

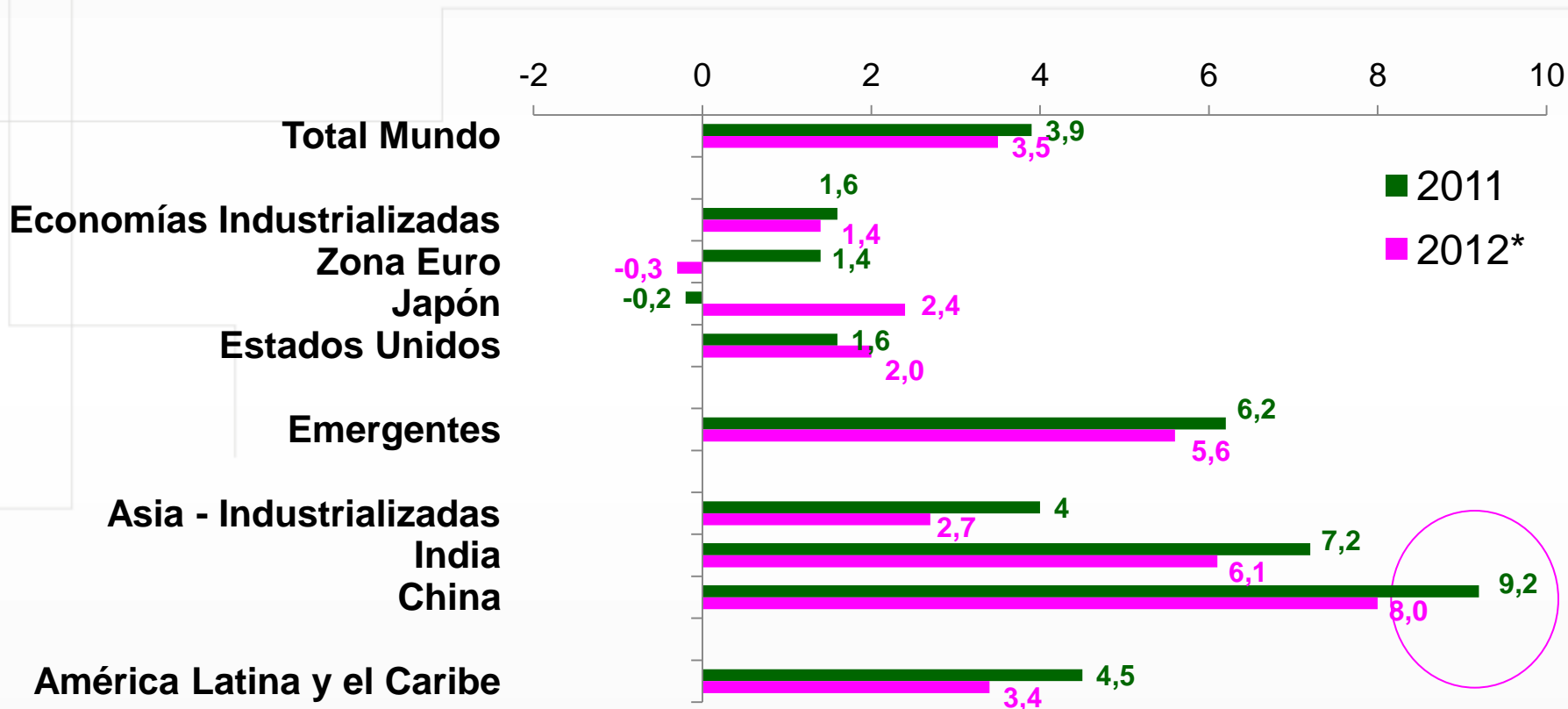
Crecimiento anual del IPI



Crecimiento anual de las exportaciones nominales



Menor crecimiento de Europa y las economías emergentes



Proyección

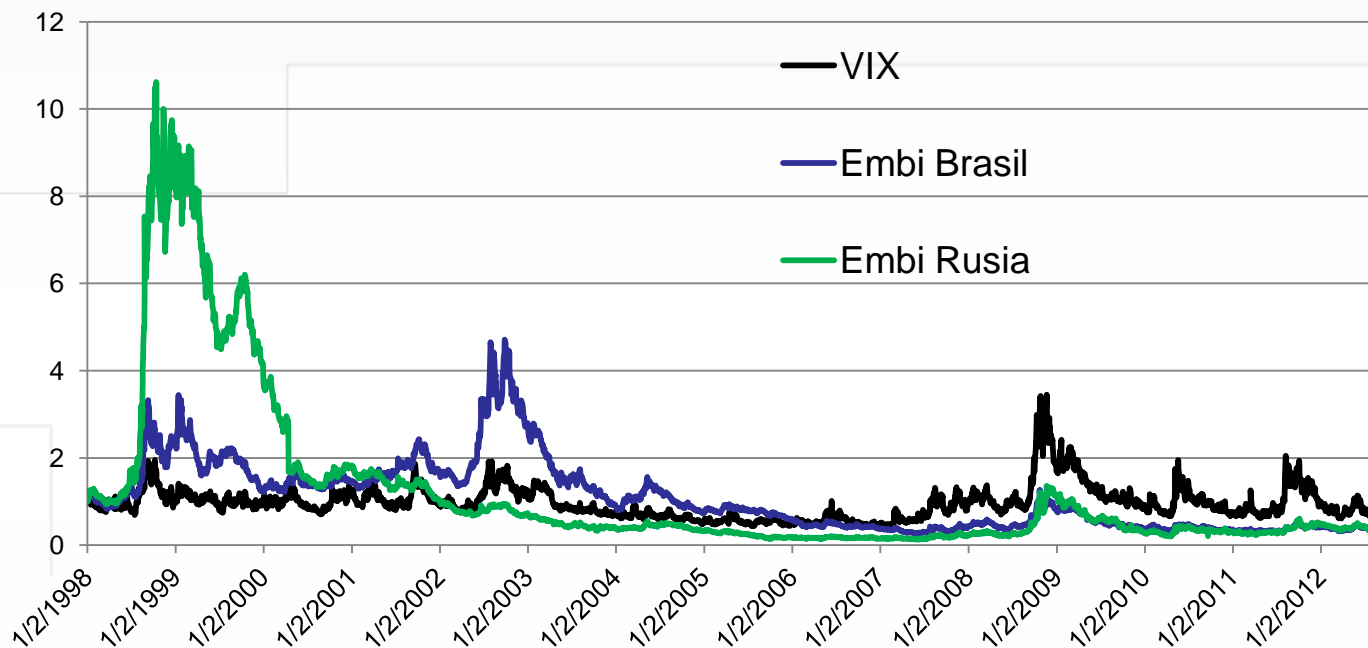
Fuente: IMF, World Economic Outlook (WEO), julio 2012.

Como se han transmitido los eventos mundiales a las economías Latinoamericanas

- No ha habido un contagio de factores financieros.
- Durante el 2012 se han desacelerado las exportaciones (por lo menos hasta el primer trimestre parece ser más por precios que por cantidades).
- Se presenta una moderación del crecimiento de la demanda interna.

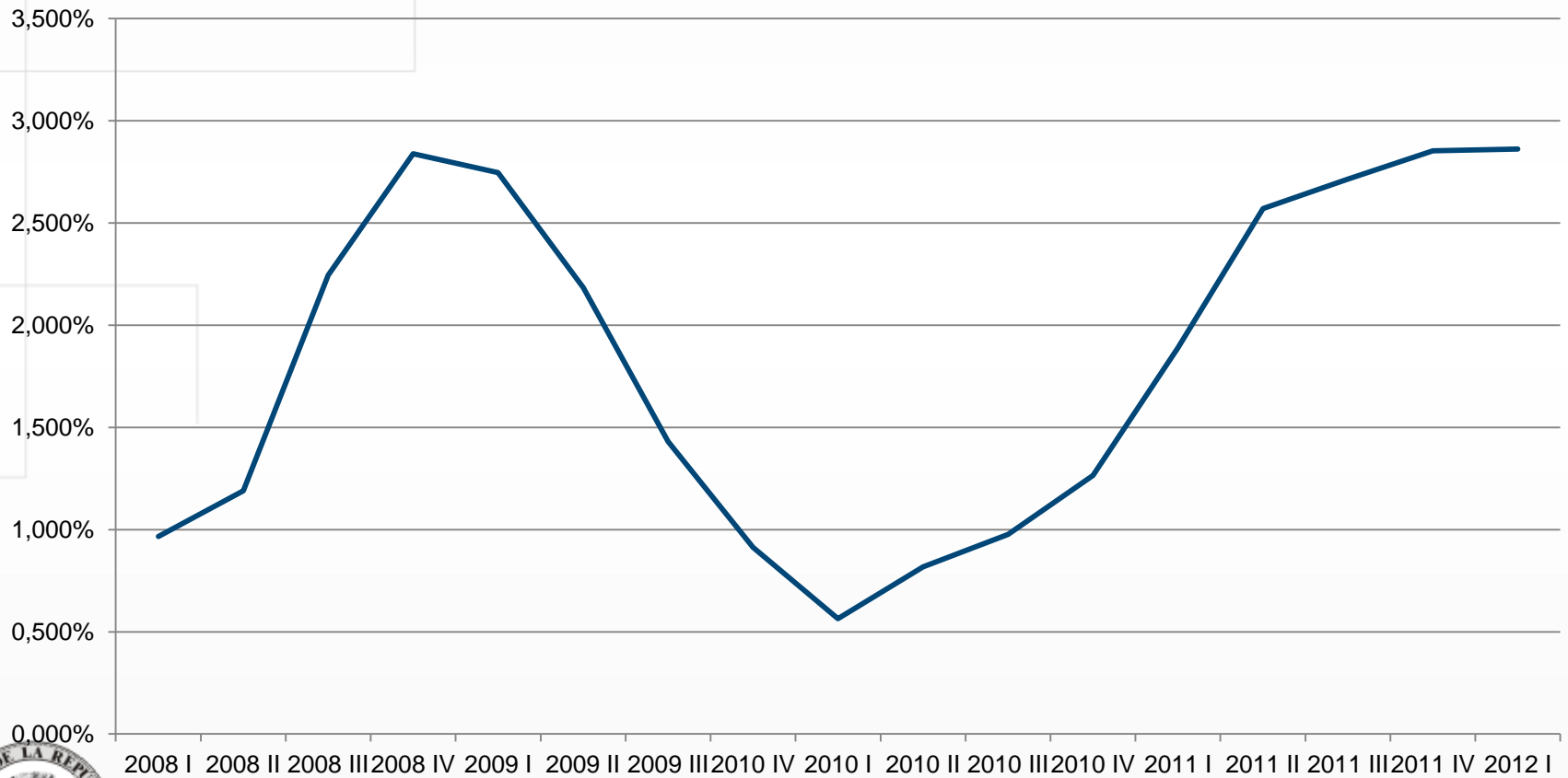


A diferencia de las crisis de finales de los noventa y principios del 2002, los bonos emergentes han reaccionado menos que los activos de riesgo en EEUU

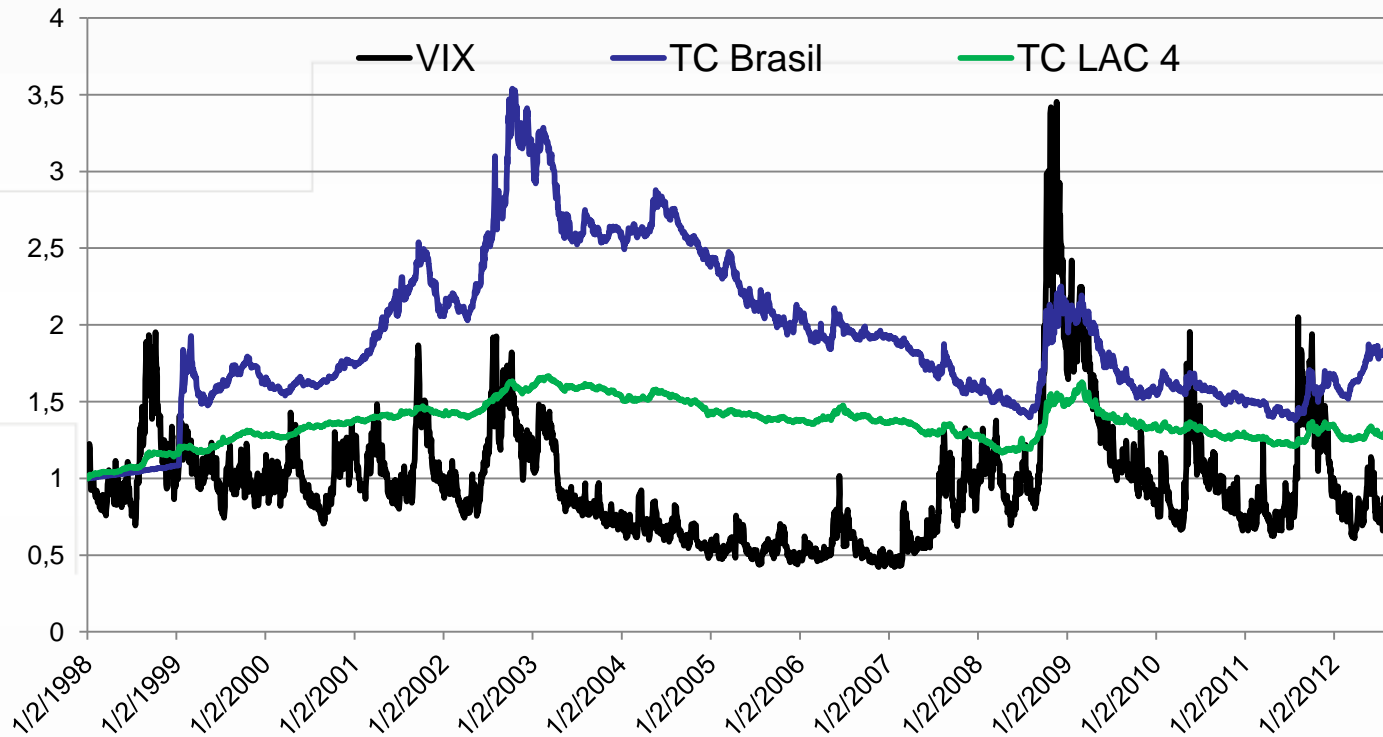


Y han continuado llegando capitales

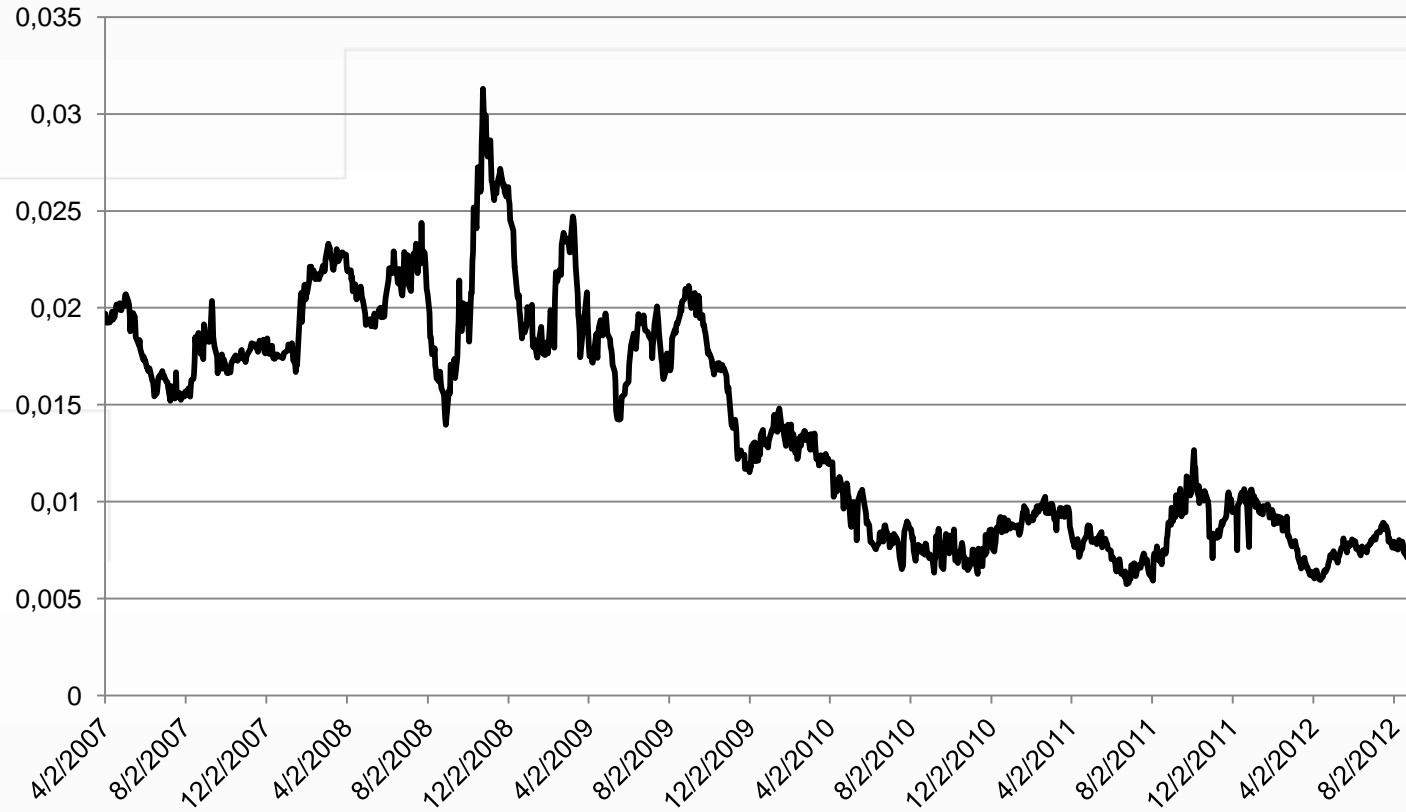
Cuenta de capital LAC4



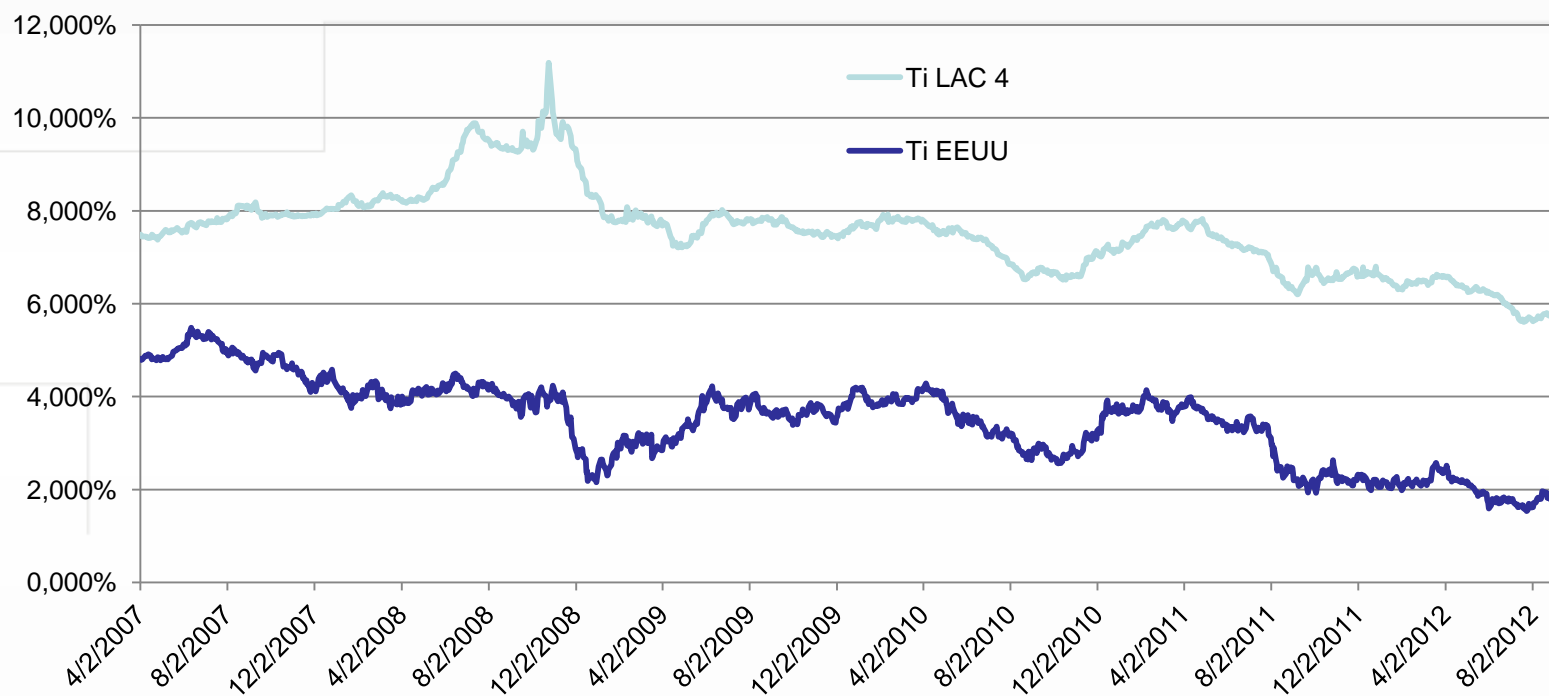
Lo que ha llevado a que los activos domésticos, contrario a los ciclos anteriores, conserven o incrementen su valor



Las tasas de interés de los grandes países de América Latina, sin Brasil, han tendido a converger

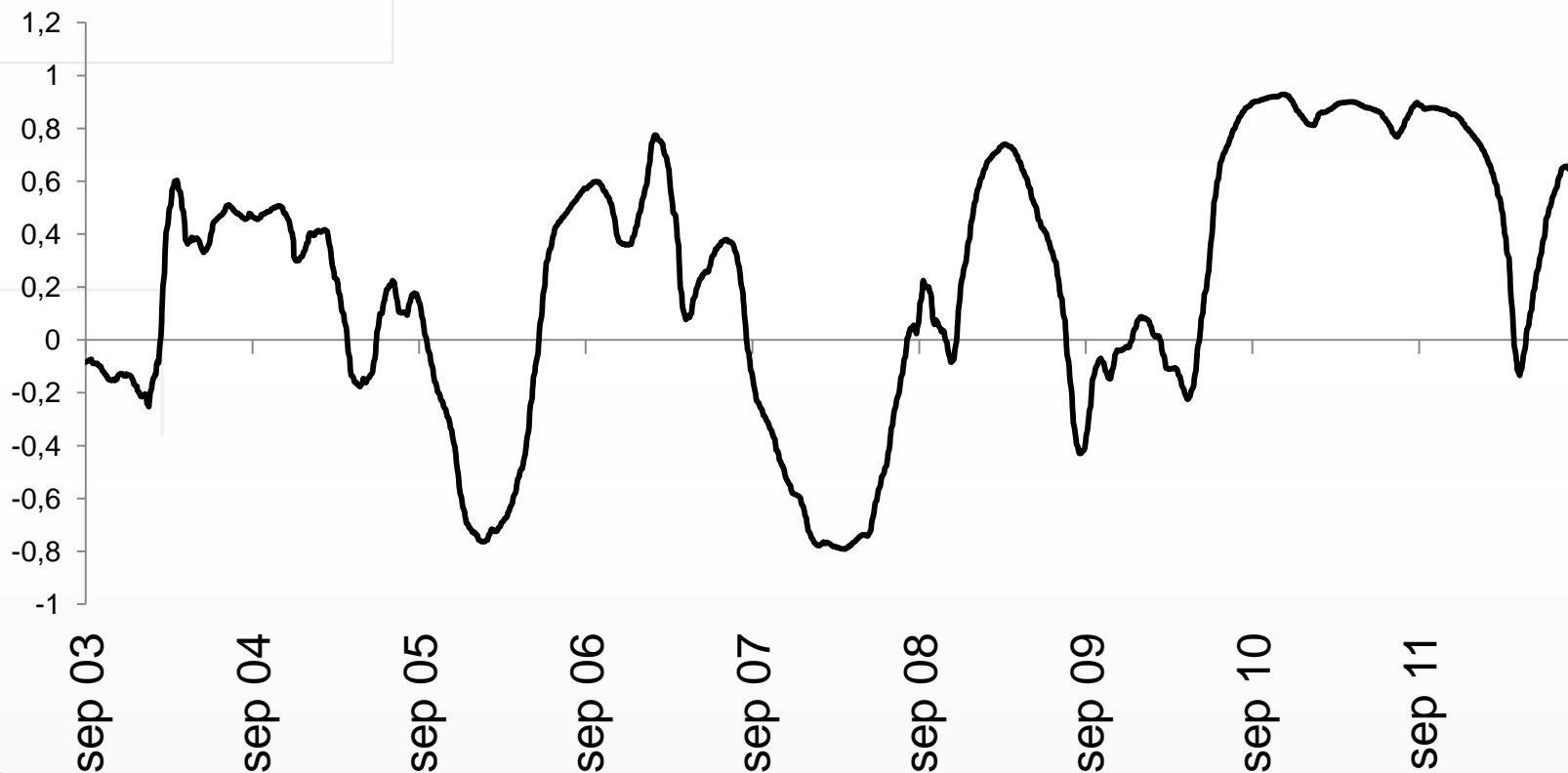


Desde el segundo trimestre de 2009 el promedio de las tasas de América Latina se ha movido con la tasa de tesoros....a pesar de los eventos de riesgo...



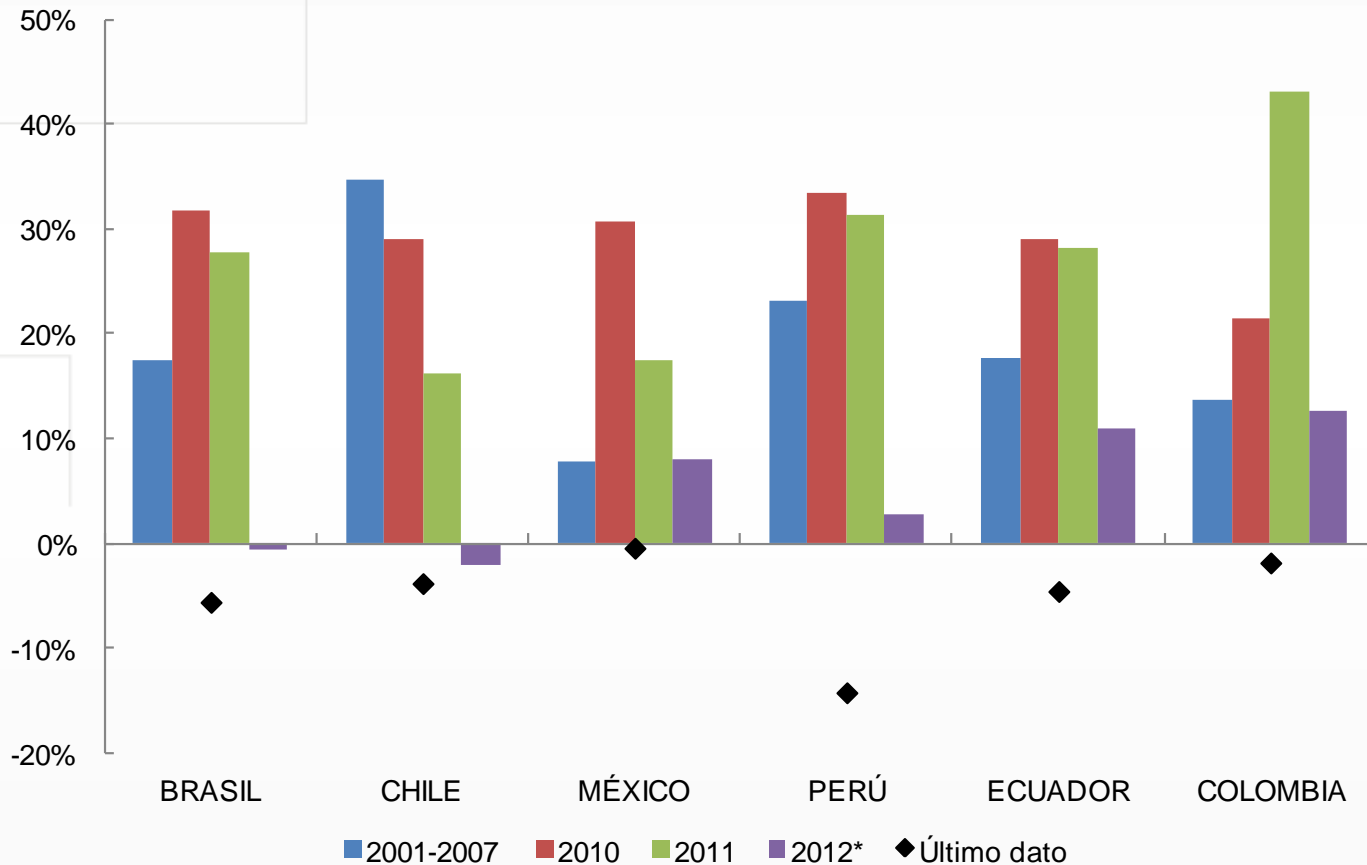
En el caso de Colombia la correlación ha crecido recientemente

Correlación Tasas de 10 años EE.UU. y Colombia (ventana móvil: 180 días)



América Latina: Las exportaciones de la región se han desacelerado en lo corrido del año

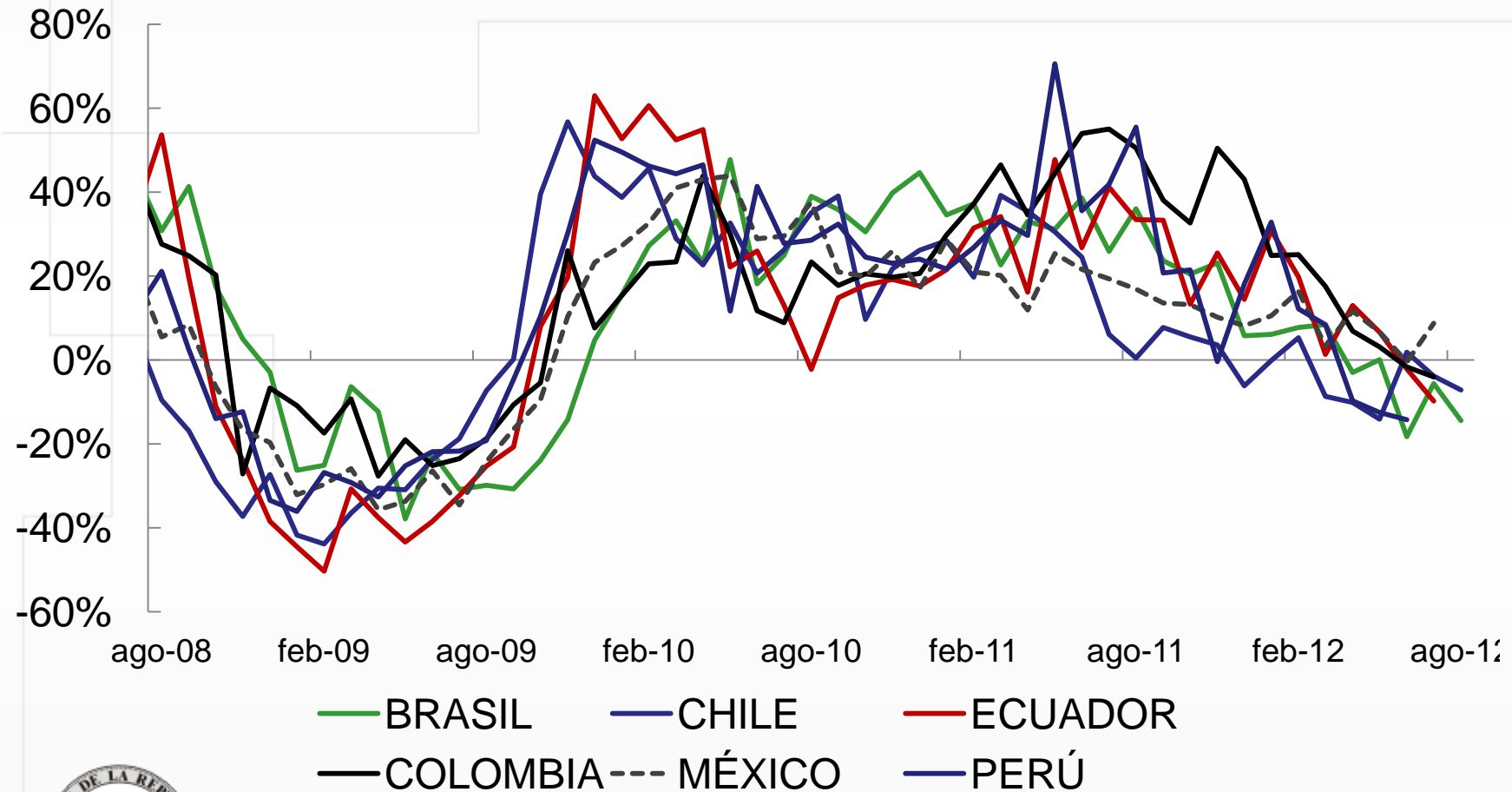
Crecimiento anual promedio de las exportaciones mensuales



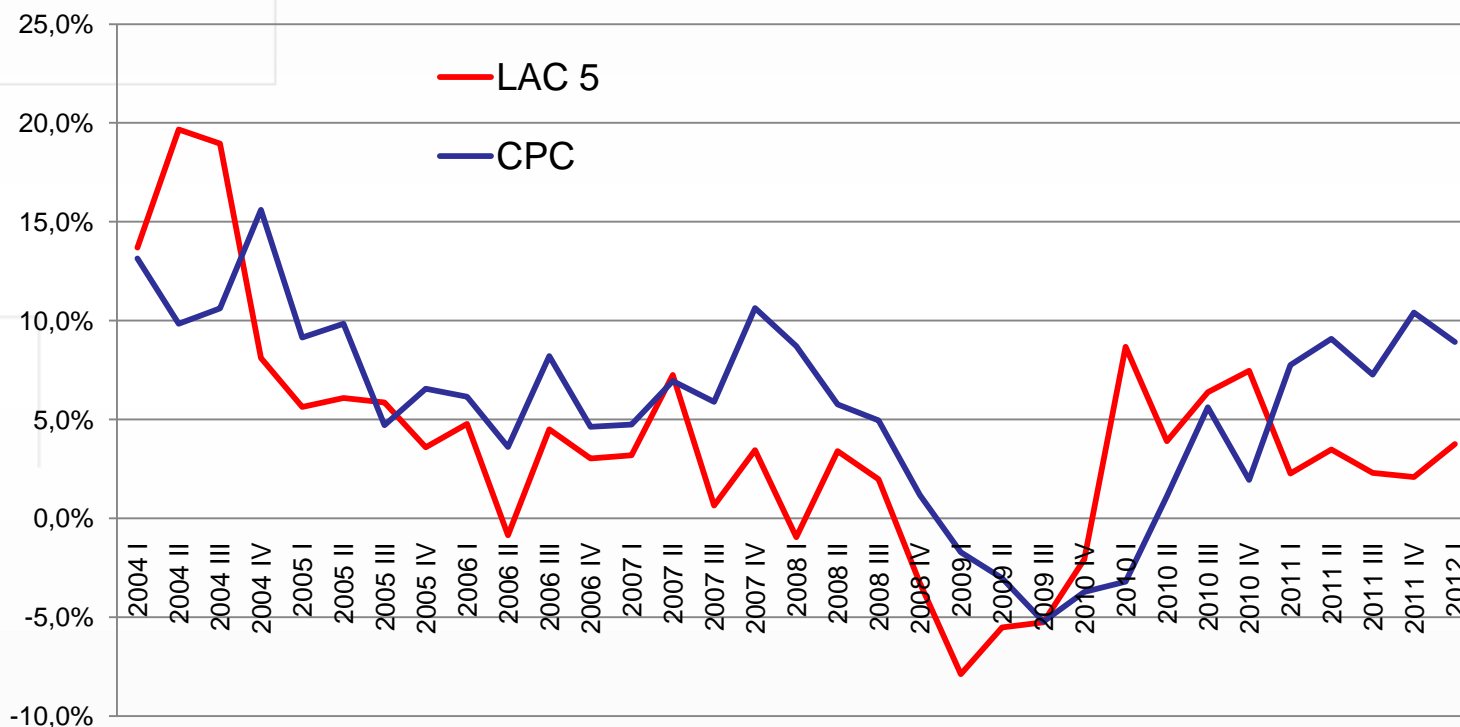
Fuente: Datastream

La información de Brasil y Chile está disponible hasta julio. Para el resto de países está a junio.

Crecimiento anual de las exportaciones para algunos países de América Latina

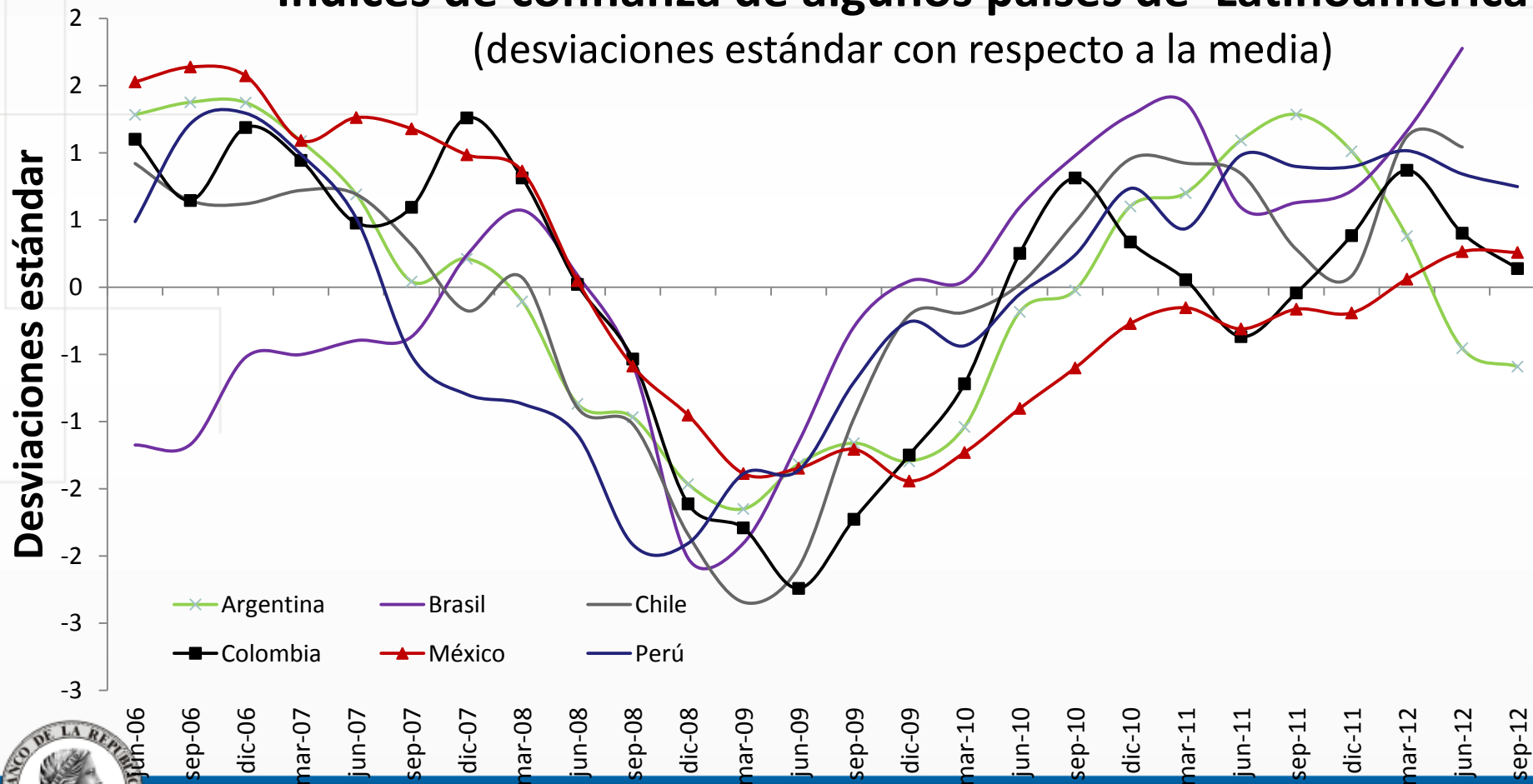


Hasta el primer trimestre, esto parece ser dominado por efectos de deterioro en términos de intercambio....

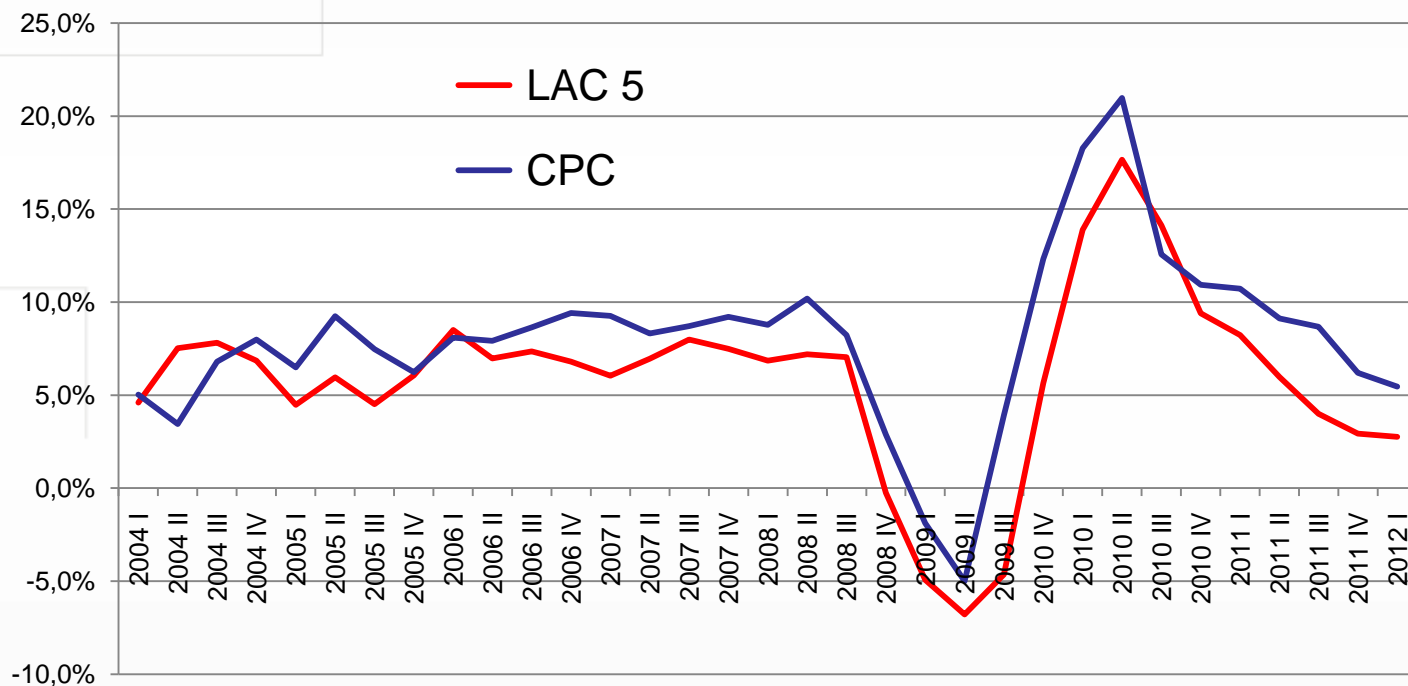


Y se ha afectado moderadamente la confianza de los hogares.....

Índices de confianza de algunos países de Latinoamérica (desviaciones estándar con respecto a la media)



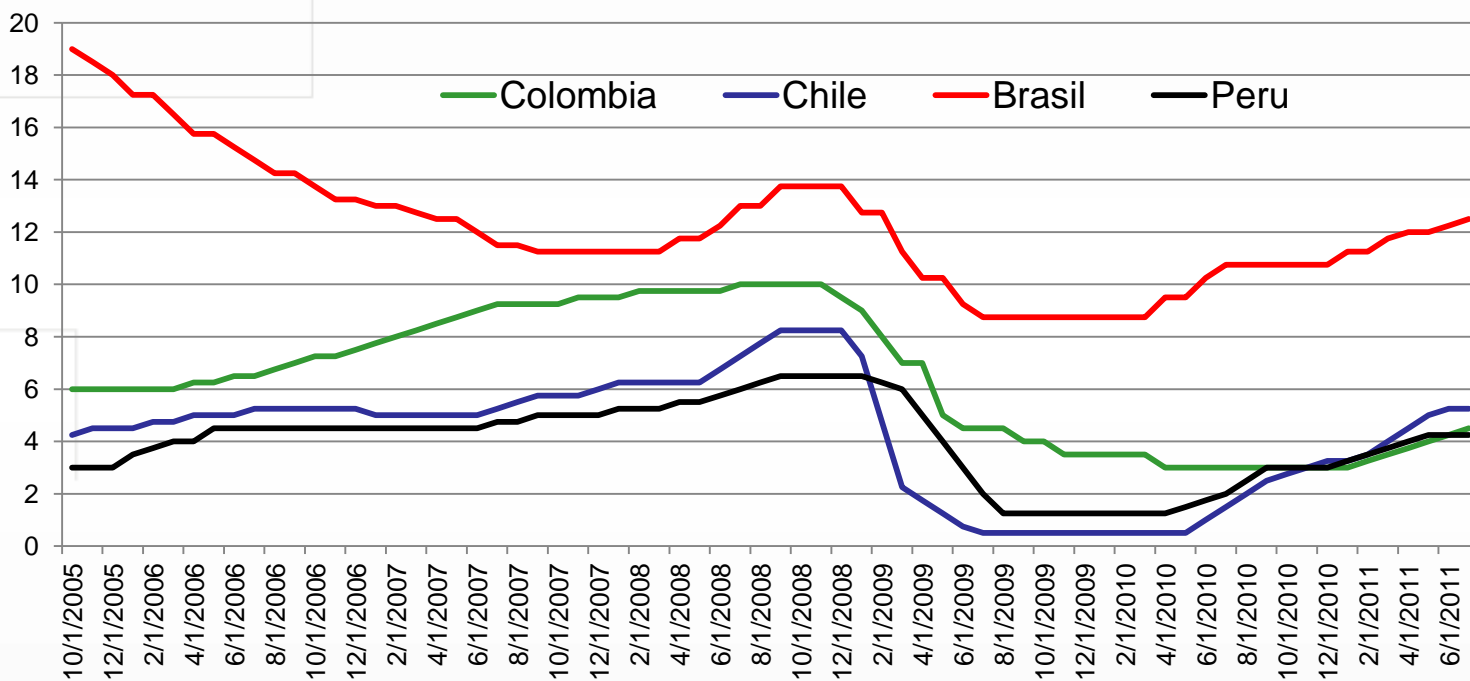
La caída en los términos de intercambio y el deterioro de la confianza desaceleran la demanda interna



Qué explica el ciclo de las tasas de interés de intervención?

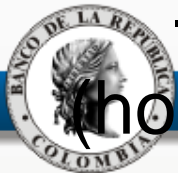


En el primer semestre de 2011, Colombia (al igual que otros países) venía normalizando su política monetaria

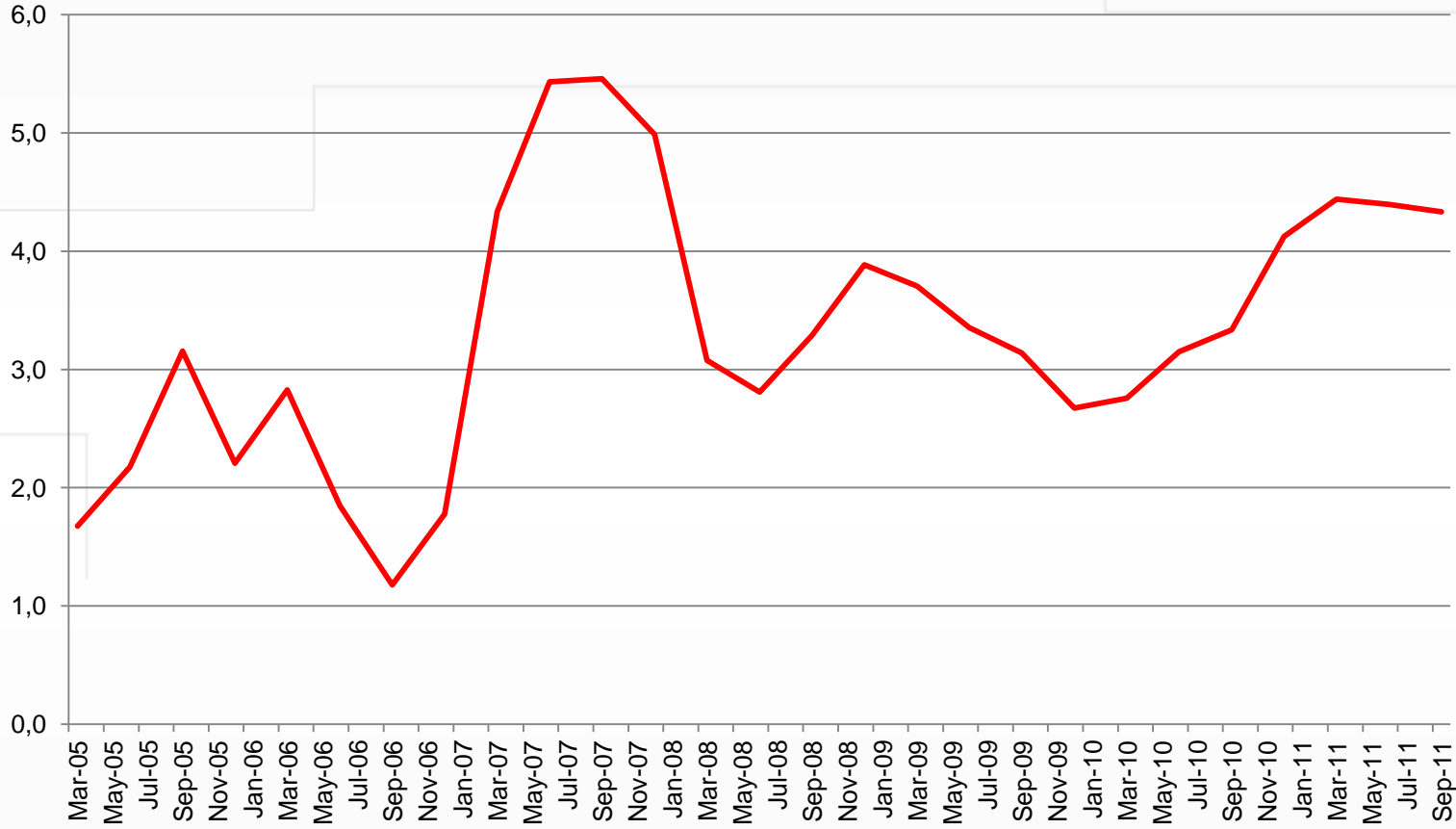


Qué explica el ciclo de las tasas de interés de intervención

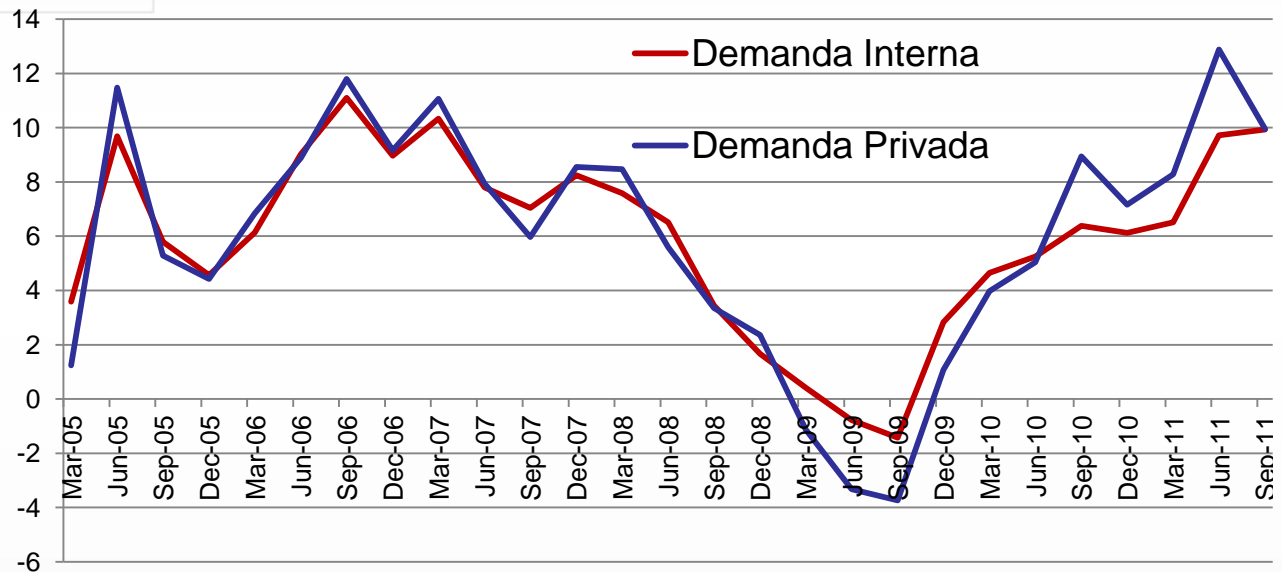
- Después de dos meses de pausa se hizo evidente el efecto que estaba teniendo en la economía la persistencia de tasas de interés bajas por un tiempo prolongado (canal de toma de riesgo, (Tenjo, et. al) y la persistencia de altos ingresos de capital.
 - Elevado crecimiento de demanda agregada
 - Precio de los activos
 - Crecimiento excesivo de los balances (hogares).



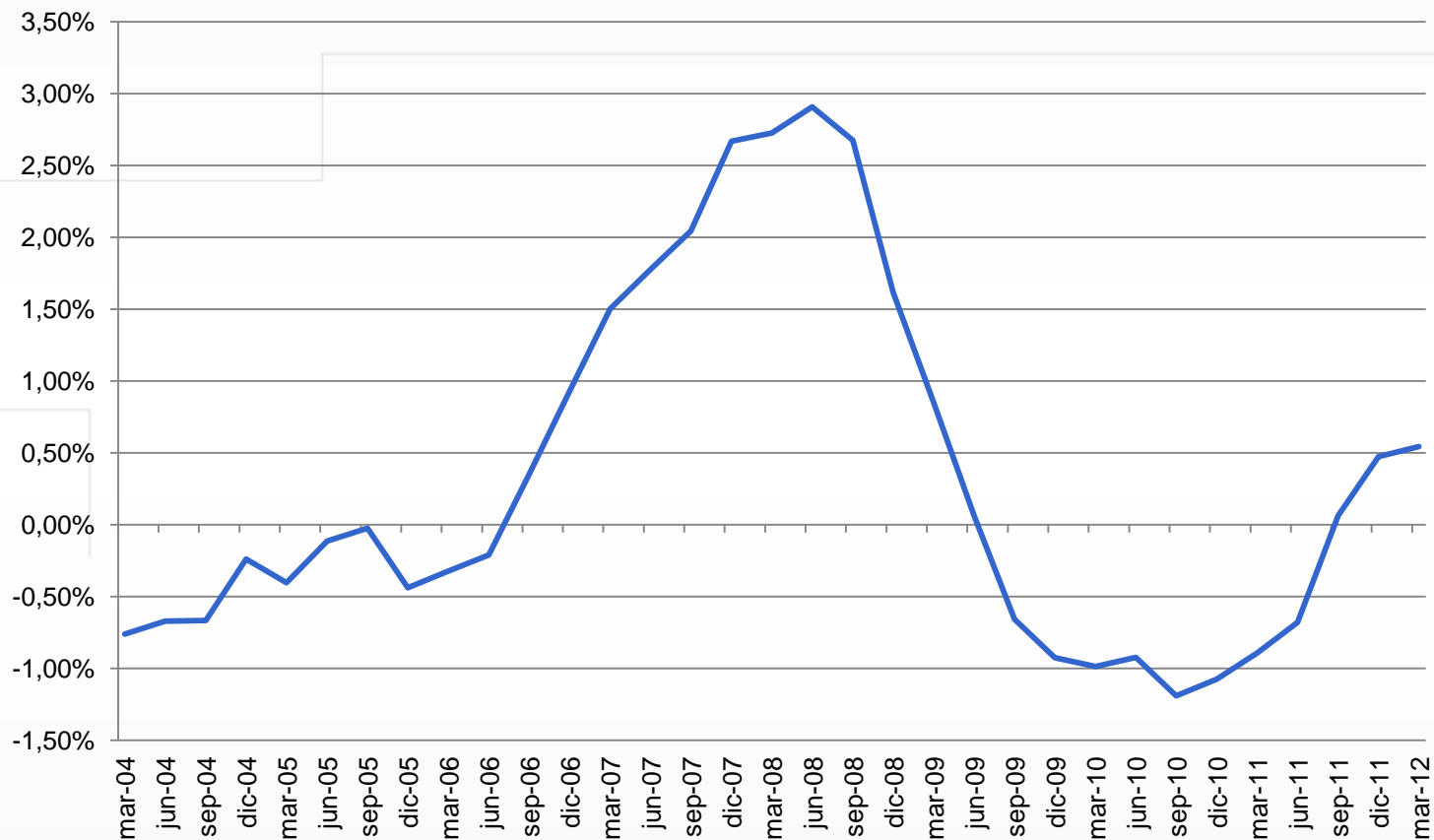
C. Capital / PIB



Hasta el tercer trimestre de 2011 el crecimiento de la demanda interna y privada era notablemente superior que el de la capacidad productiva

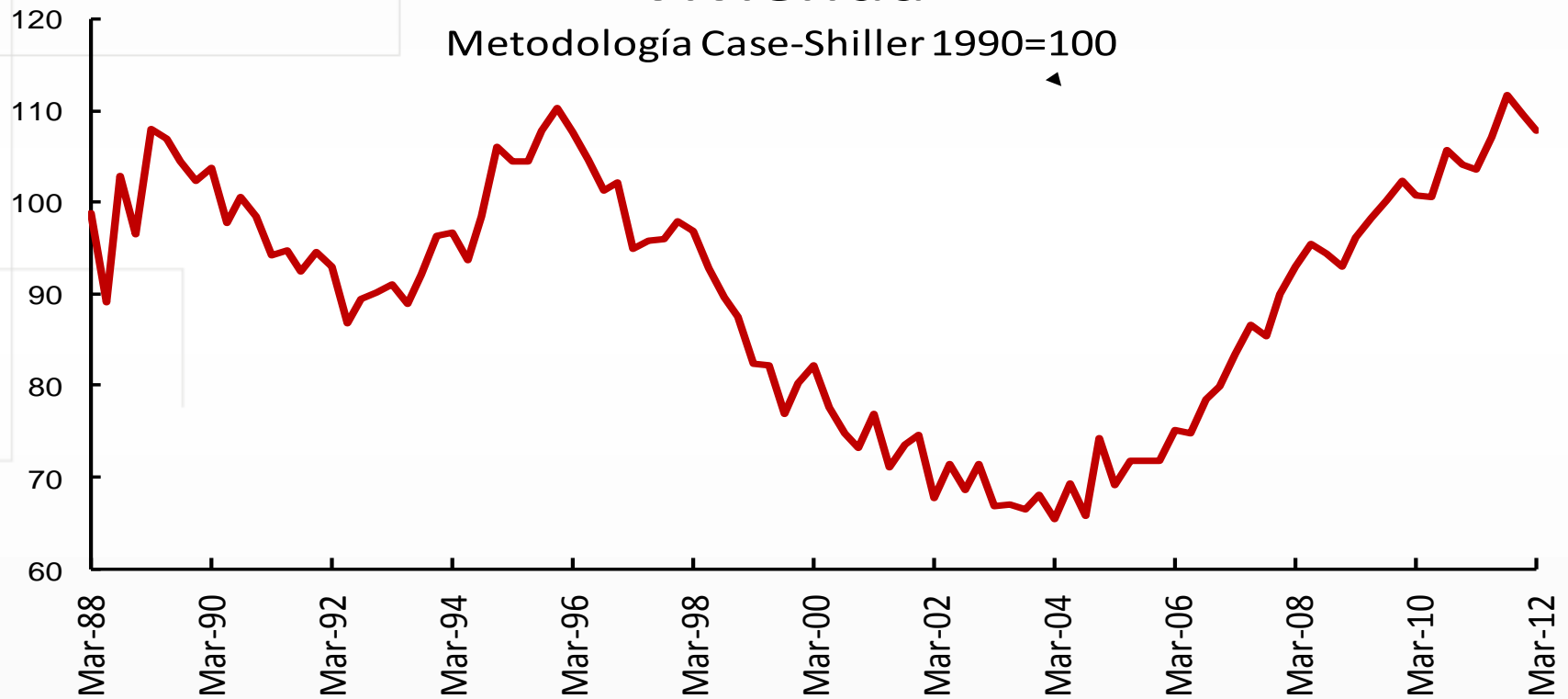


Llevando la utilización de capacidad instalada a niveles superiores a los considerados no inflacionarios

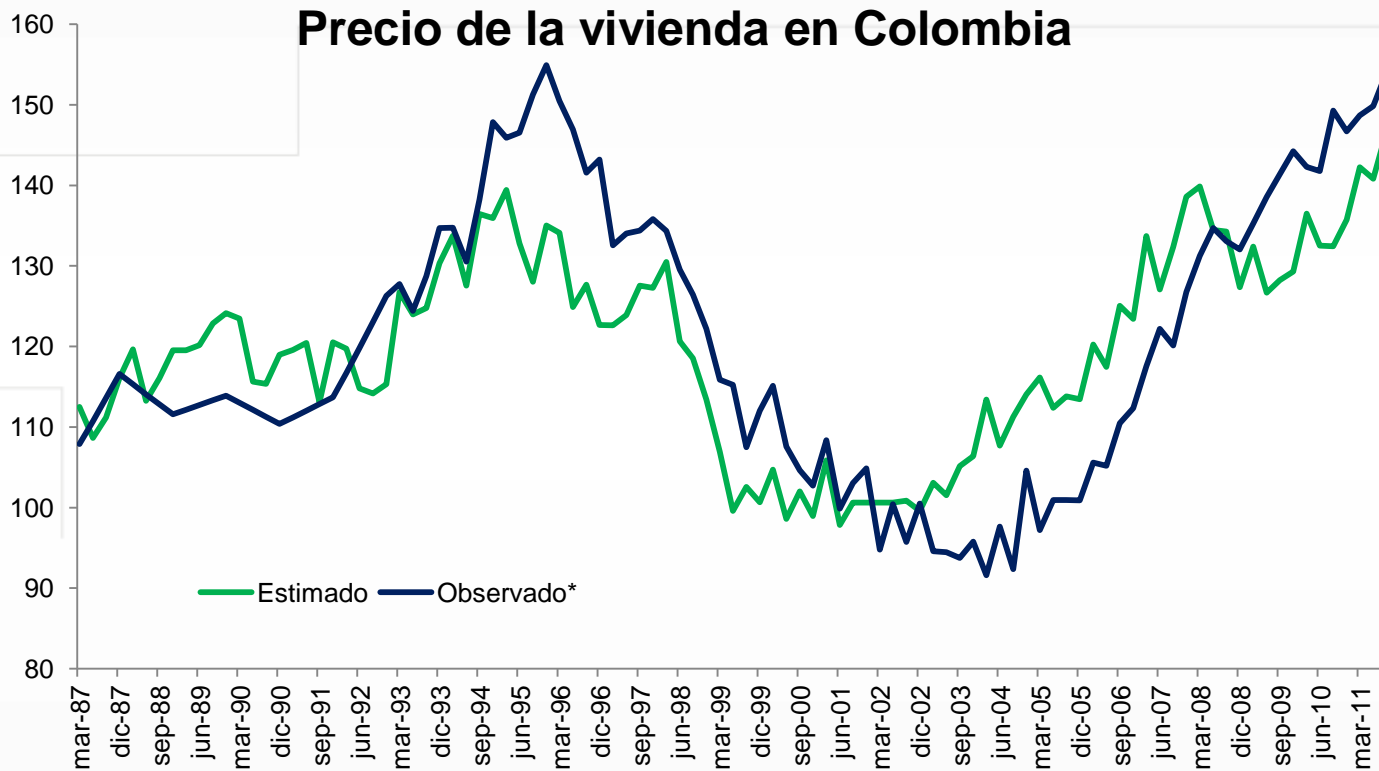


Precio de Activos: Vivienda

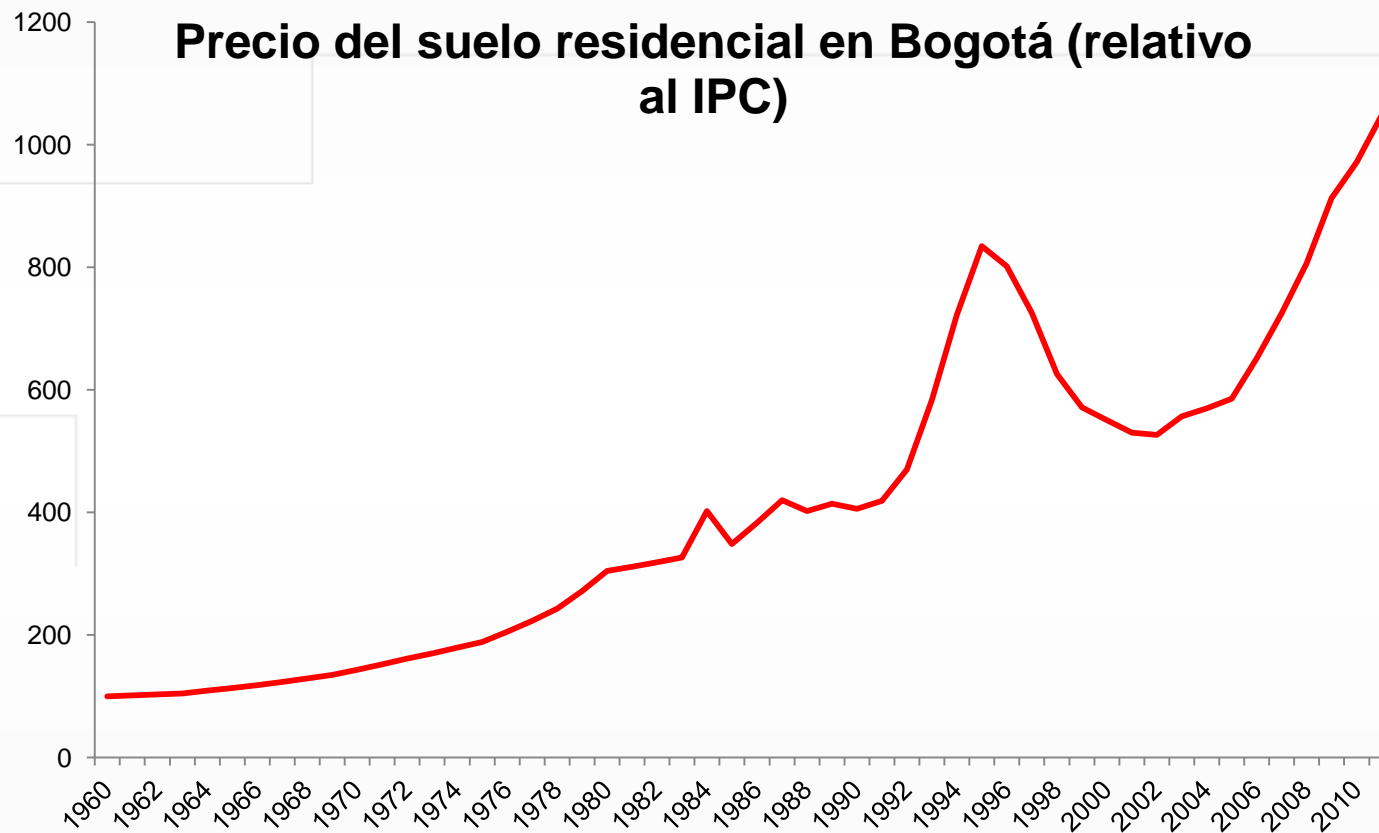
Índice de Precios Reales de la Vivienda



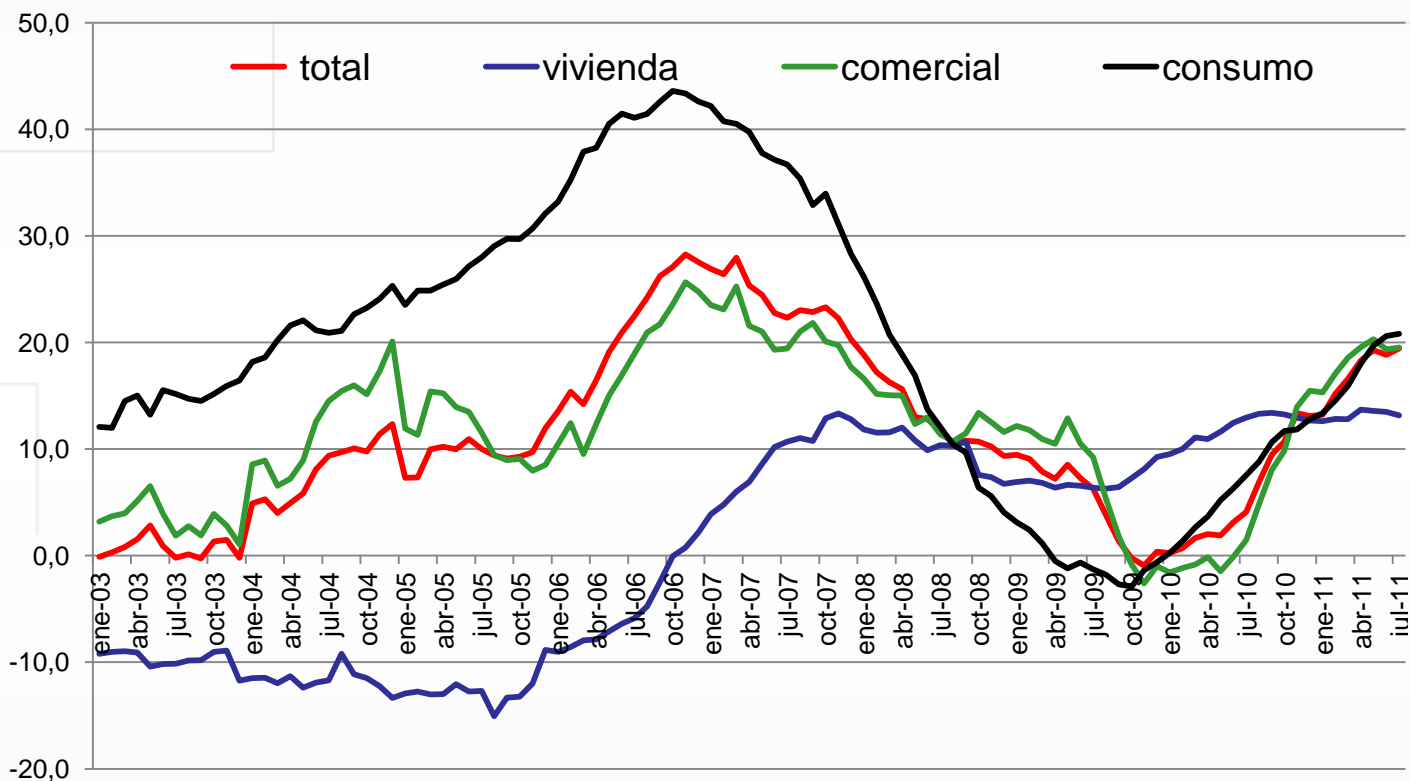
El precio de la vivienda subió por encima de lo que indicaban sus fundamentales, pero en niveles que aun no eran criticos



Precio de Activos: Suelo



Elevado crecimiento de la cartera



Incremento en el endeudamiento

- El crecimiento de la cartera durante el año 2011 fue mayor al de los últimos 5 años y con niveles muy superiores al crecimiento del ingreso de la economía.

	Crecimientos reales anuales	
	Cartera de consumo	Cartera bruta total SF
Promedio ene2008-jun2012	11.0%	10.9%
Promedio II sem 2011	20.9%	18.6%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República

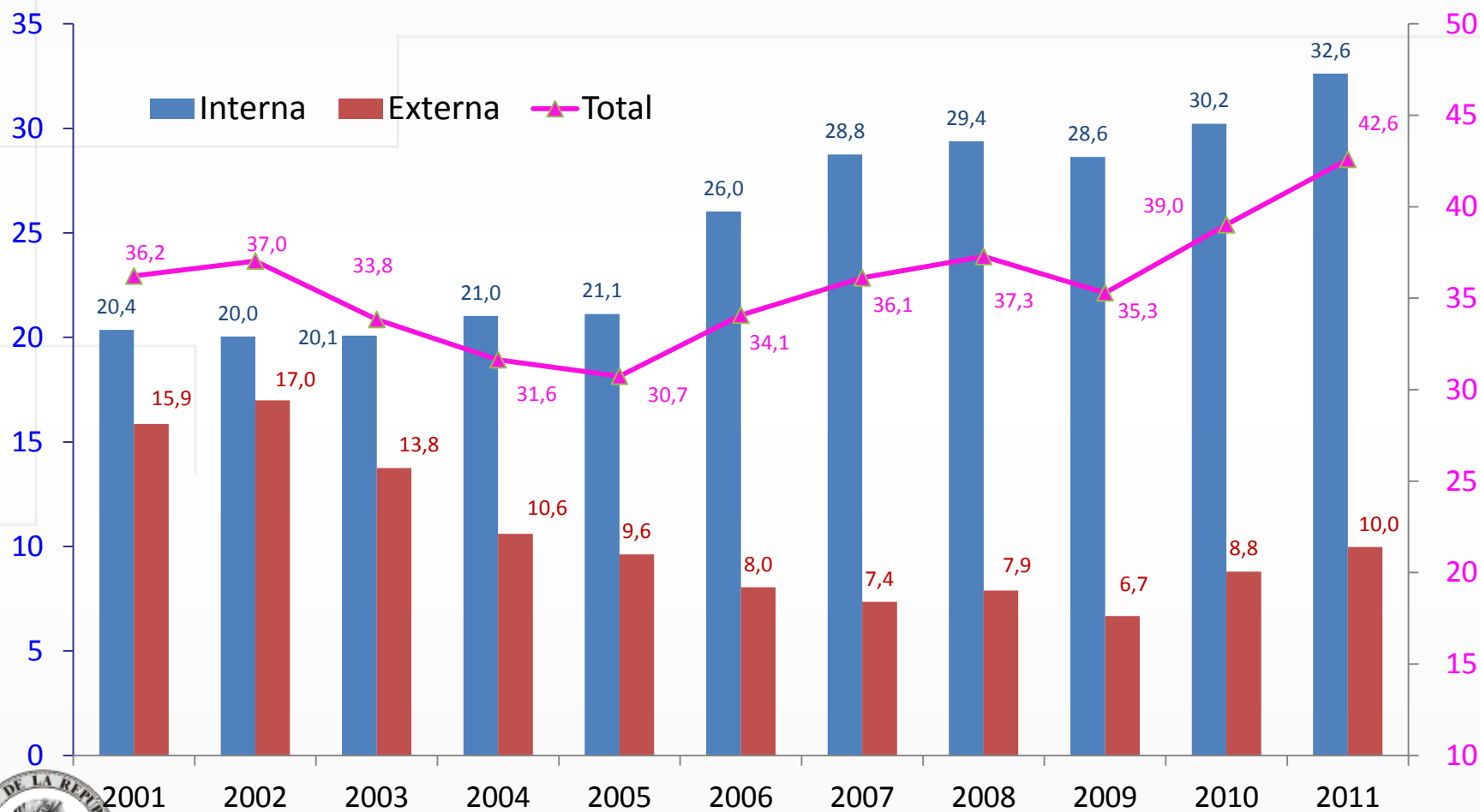
- No obstante, la tasa de crecimiento observada en el segundo semestre de 2011 no alcanzó a superar a las observadas en el año 2006 (período identificado como auge o boom de crédito).

	Crecimientos reales anuales	
	Cartera de consumo	Cartera bruta total SF
Promedio del año 2006	39.9%	21.3%
Promedio II sem 2011	20.9%	18.6%

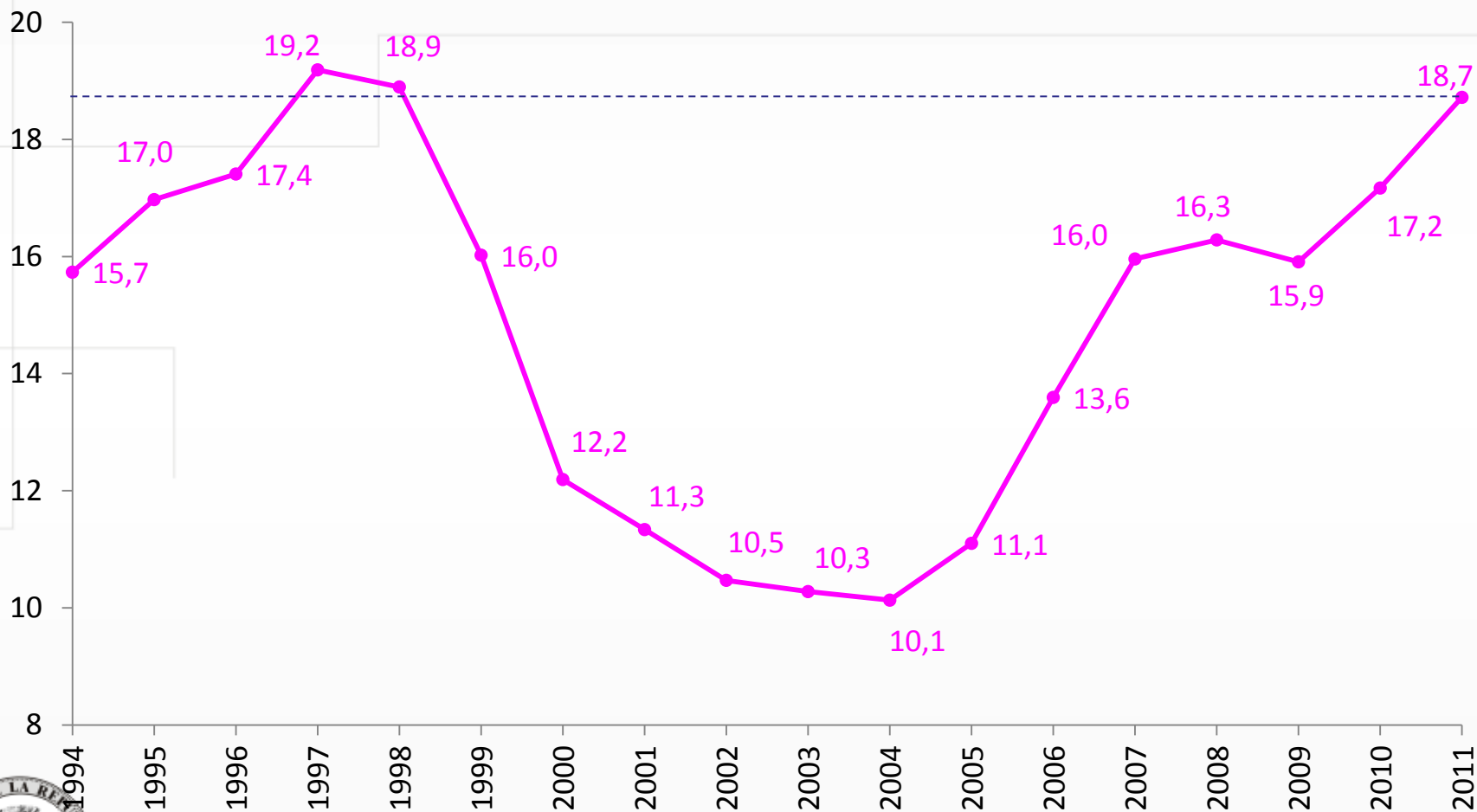
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República



Deuda privada: hogares y firmas (% del PIB)

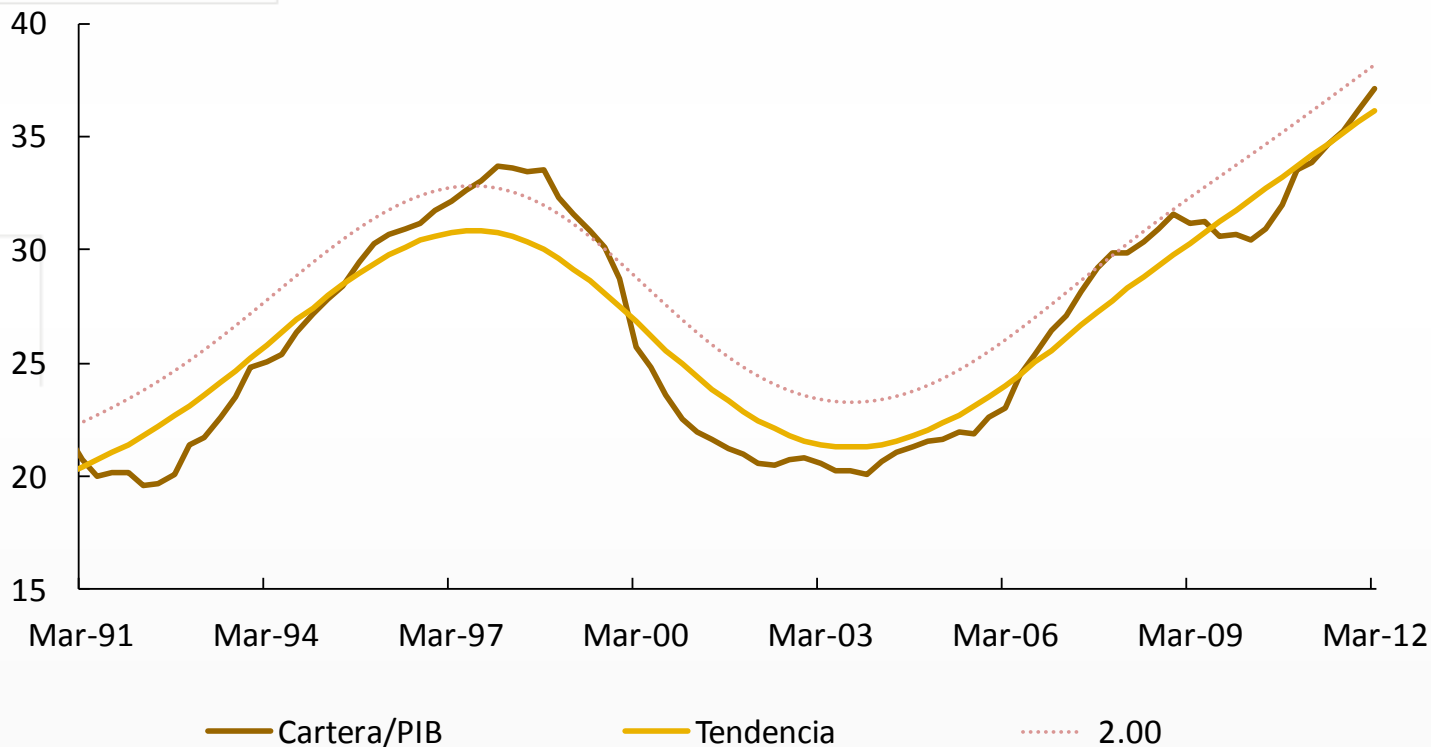


Deuda de los hogares/ingreso disponible (%)



El nivel de la cartera estaba por encima de su tendencia y de seguir con su ritmo de crecimiento se podría conformar un “auge” crediticio

Cartera/ Pib
(porcentaje)



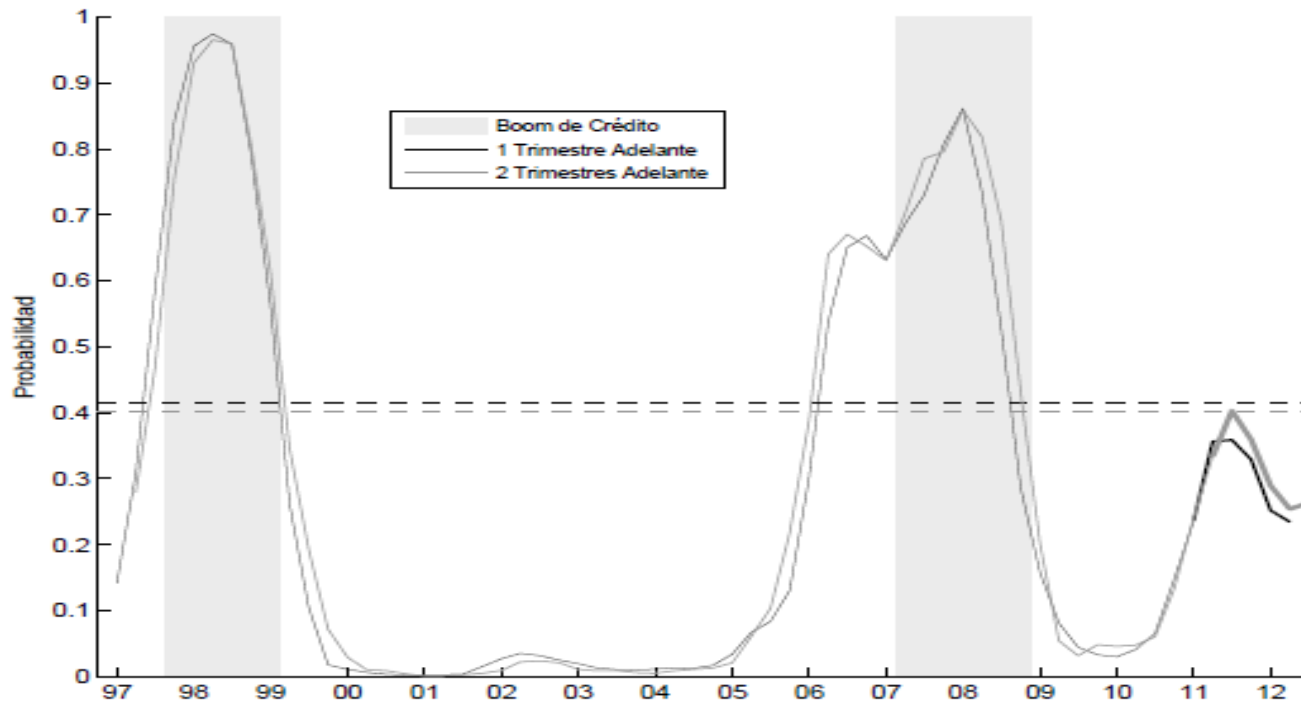
— Cartera/PIB

— Tendencia

..... 2.00



Probabilidad de estar en un boom de crédito

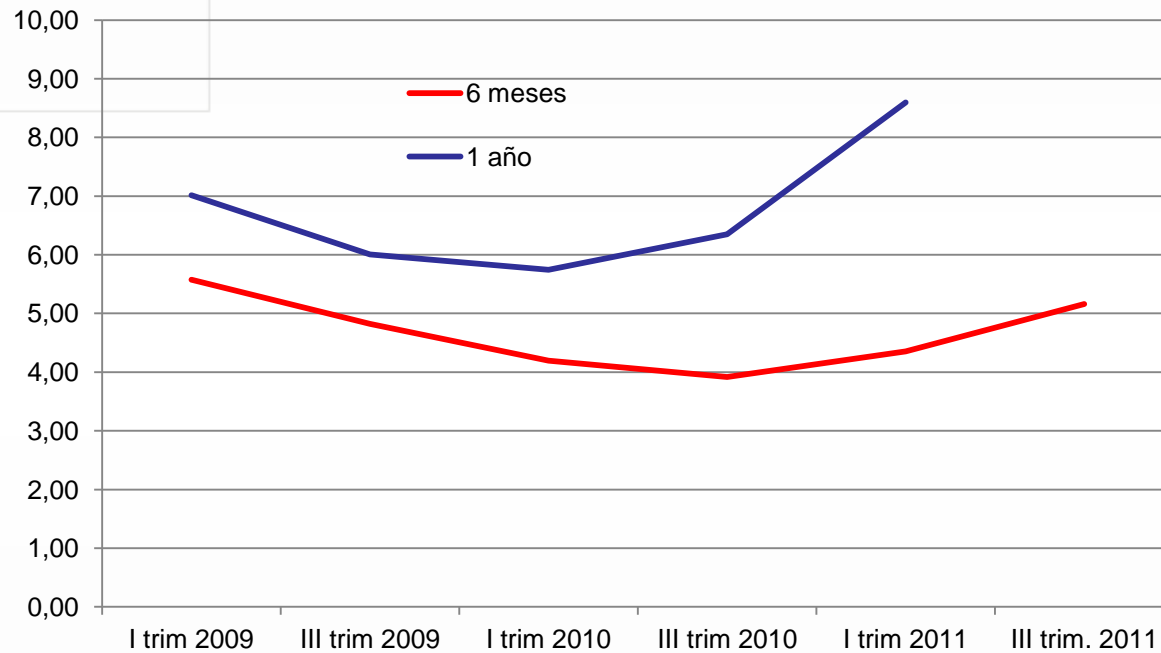


Fuentes: cálculos del Banco de la República

- Con base al comportamiento de variables macroeconómicas y del crecimiento del crédito, se estimó la probabilidad de estar en un boom de crédito*.
- Los principales resultados arrojaron que durante el año 2011, esta probabilidad venía aumentando constantemente. El valor máximo se observó en el tercer trimestre de 2011, sin sobrepasar el umbral empírico que define el paso a un boom de crédito.

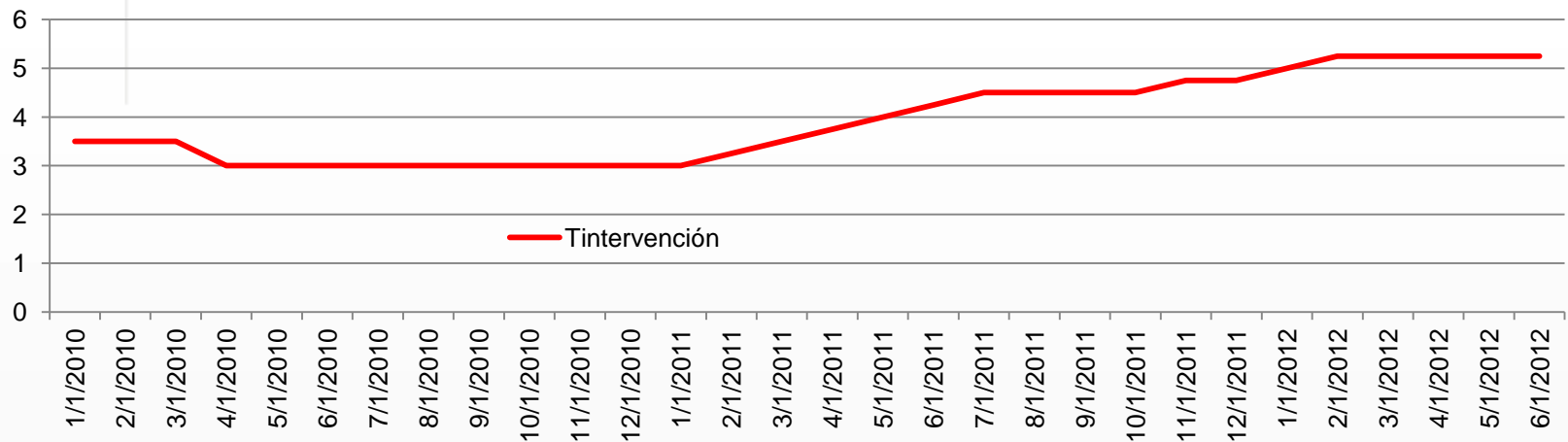


La calidad de las cosechas comenzaba a mostrar deterioros (consumo)

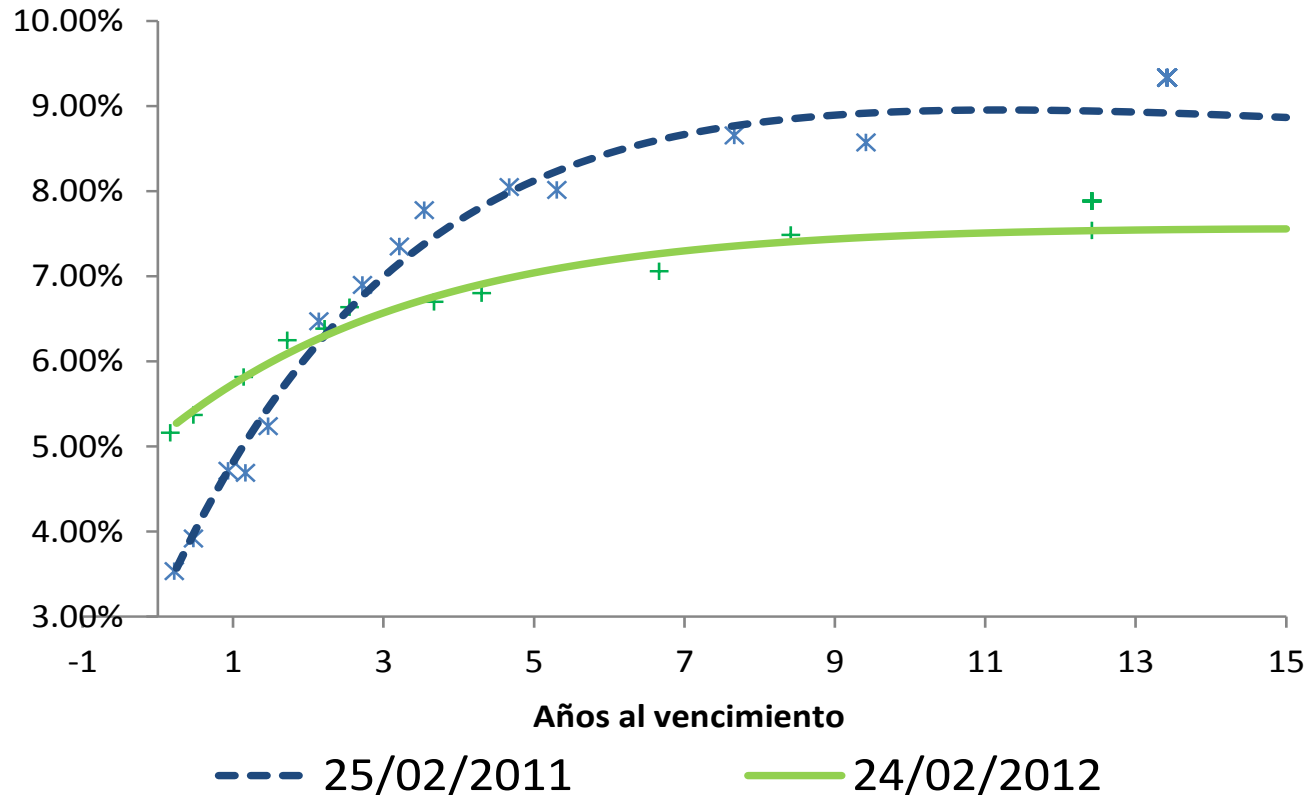


Medidas de Política

- Entre noviembre de 2011 y febrero de 2012 se incrementó la tasa de intervención 75 P.B. y se mantuvo hasta finalizar el primer semestre de 2012.
- La Superintendencia Financiera estableció un nuevo requerimiento de provisiones para cartera de consumo en Octubre 2011.



En términos del comportamiento de la curva de rendimientos la respuesta de los mercados fue muy satisfactoria

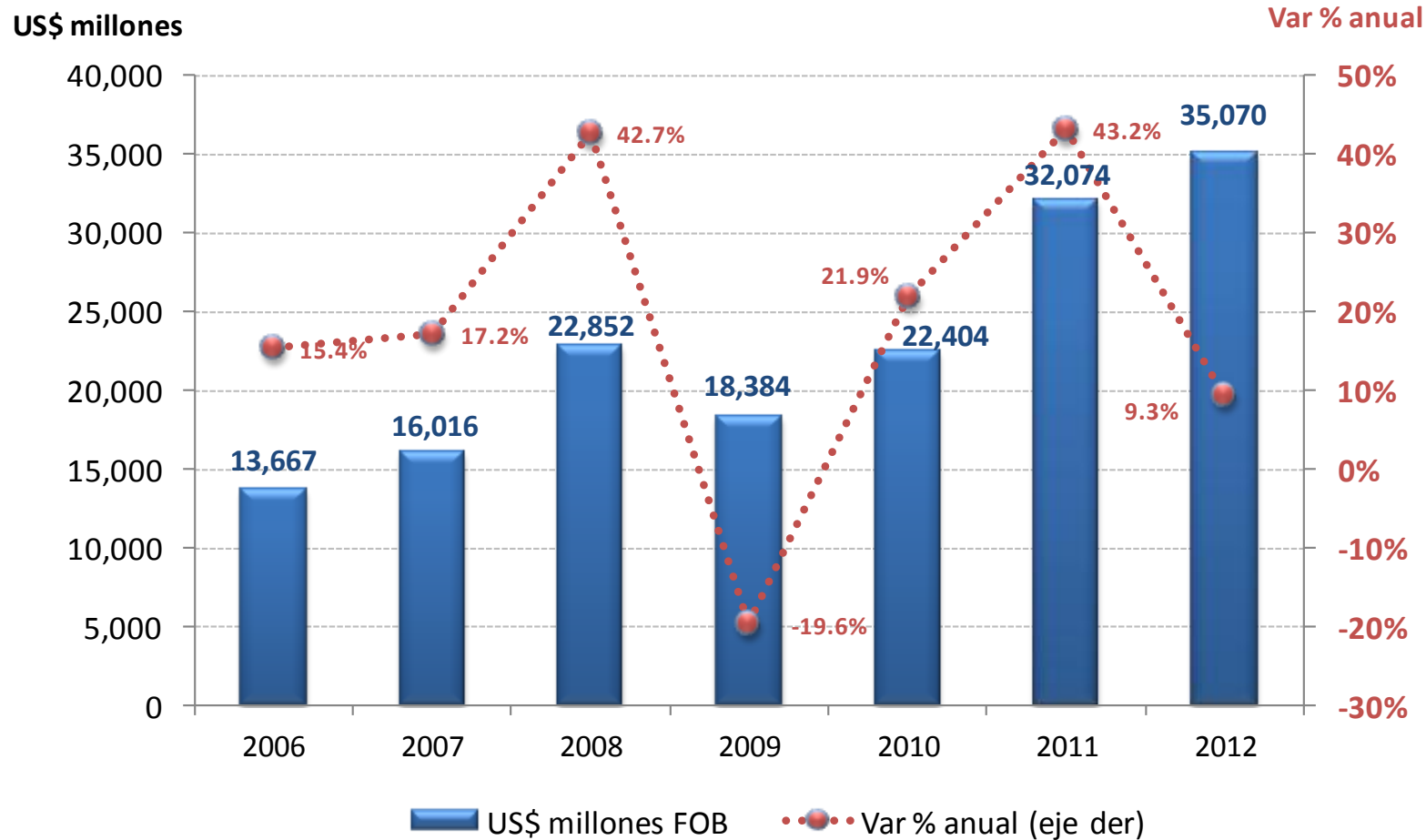


Qué explica el ciclo de las tasas de interés de intervención?

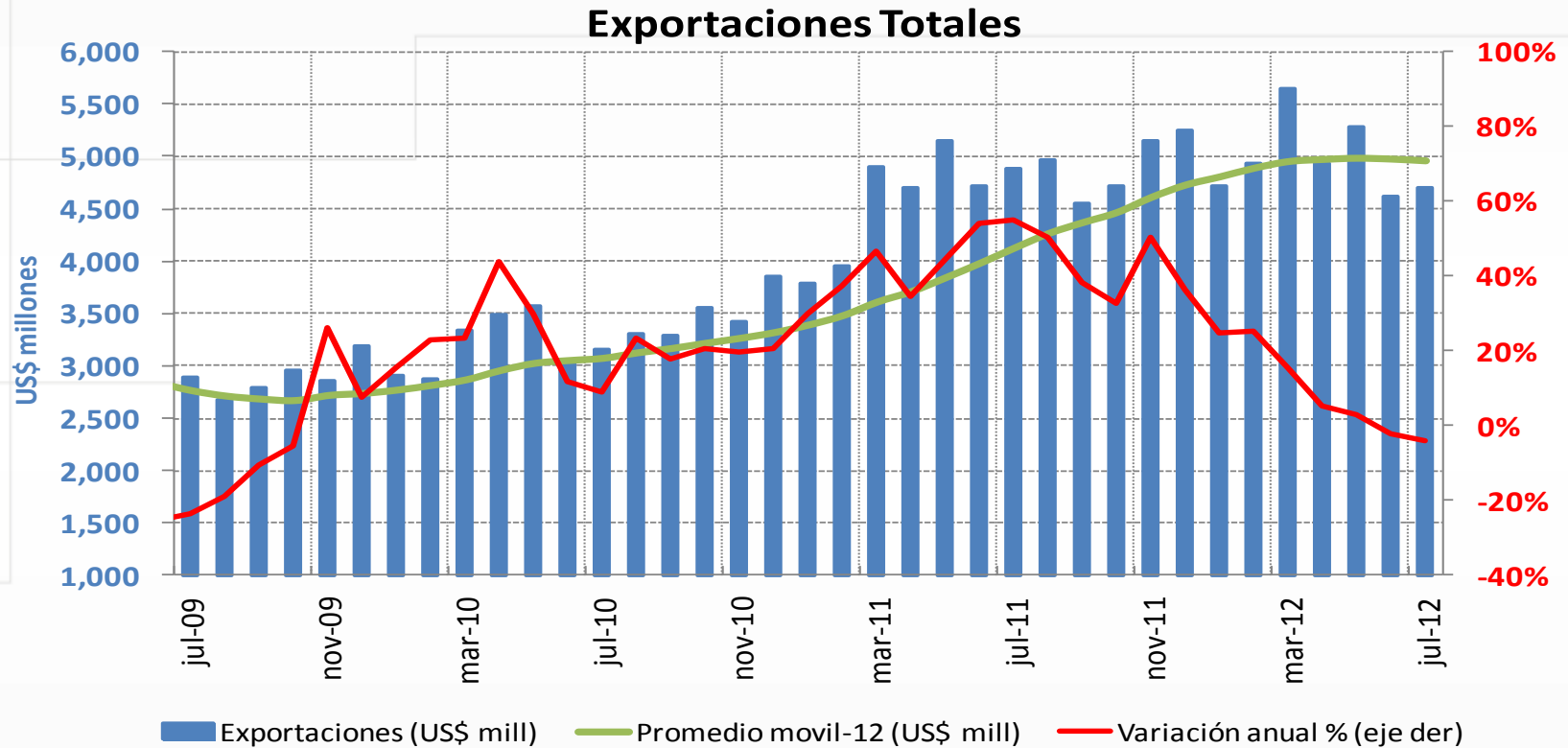
- Desde finales del segundo trimestre de 2012 se hicieron más evidentes los efectos de la coyuntura mundial a través del comercio exterior (Demanda de exportaciones y términos de intercambio) y en menor medida en la confianza de hogares y empresas.
- Los efectos de la política anterior (en términos de inflación y, en menor medida, de acervos financieros) facilitaron un cambio de política.



Las exportaciones en lo corrido del año han reducido su dinamica

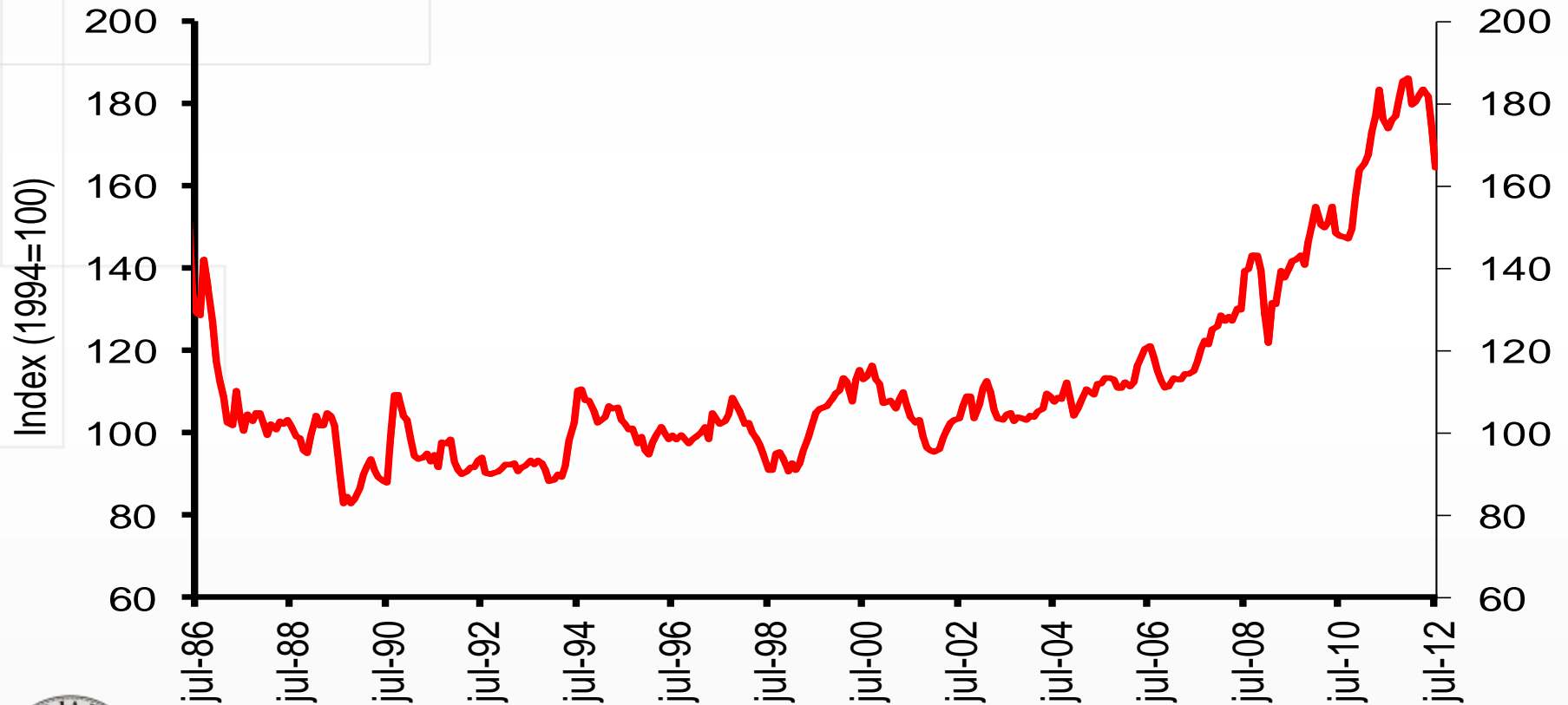


Y en los últimos meses muestran tasas de crecimiento anuales negativas



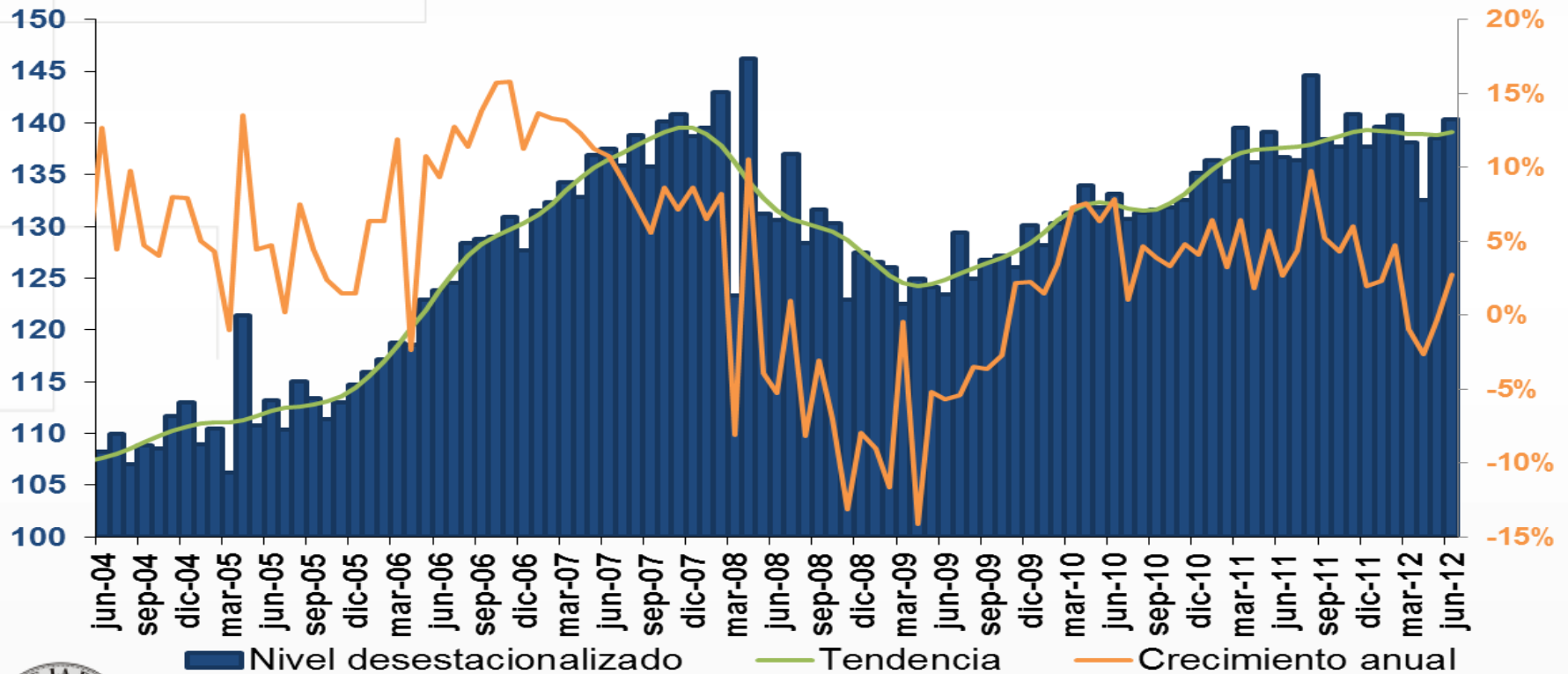
Y un deterioro de los términos de intercambio, aunque se conservan en niveles altos

Índice de Términos de Intercambio - Colombia



Afectando el desempeño de sectores transables, especialmente la industria

Indice de producción industrial sin trilla de café
(Serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



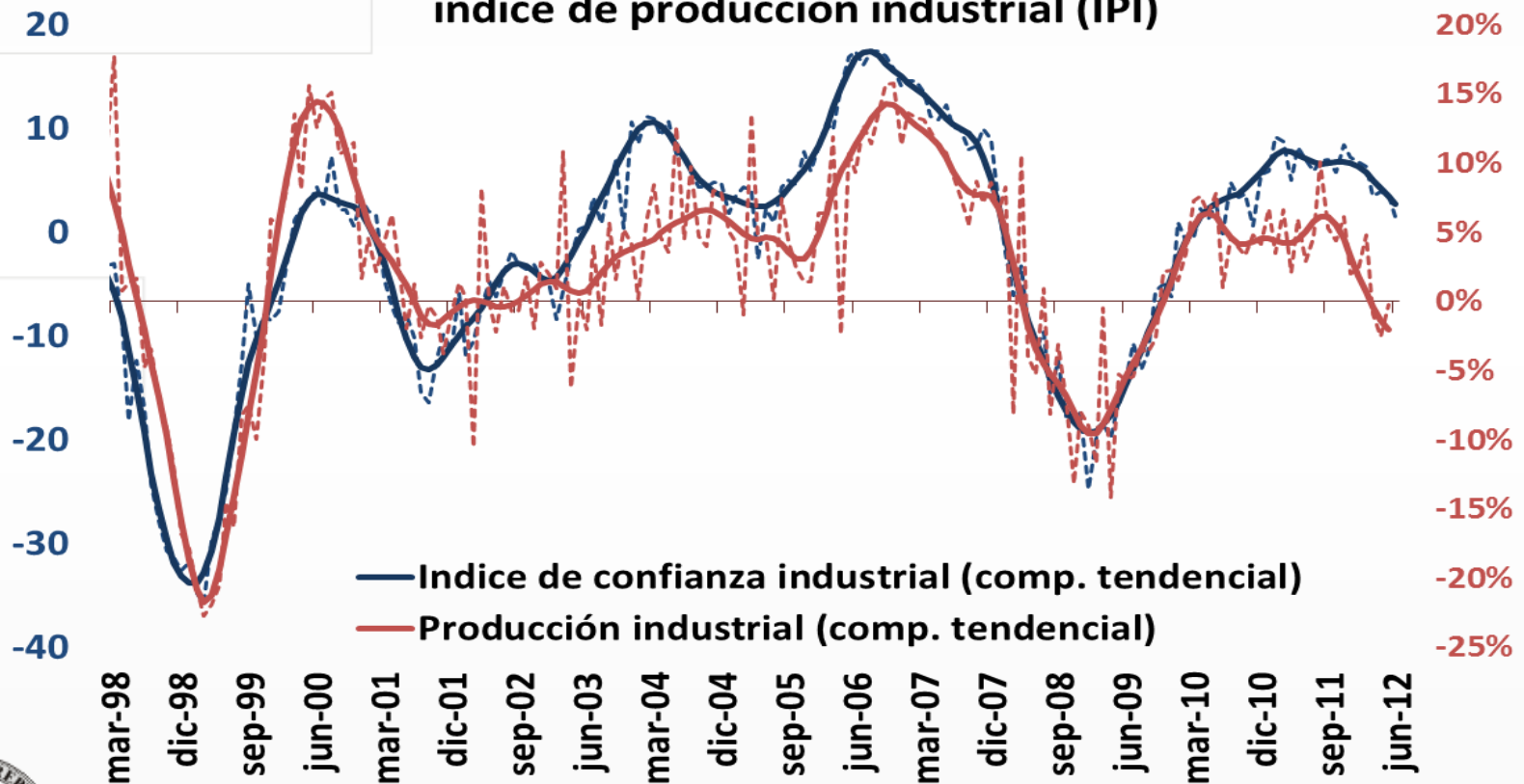
Descomposición de desaceleración de la industria entre enero y abril de 2012

	Expos	Oferta	Otros	Cambio	% total producción
Alimentos	-7,4%		5,2%	-2,2%	24,6%
Bebidas	0,1%		2,8%	2,9%	7,7%
Tabaco	-0,7%		-25,0%	-25,7%	0,6%
Textiles	-4,3%		-8,8%	-13,1%	4,7%
Confecciones	2,5%		19,1%	21,6%	4,3%
Cuero	-7,0%		9,1%	2,1%	0,6%
Calzado	-0,7%		-4,5%	-5,2%	0,5%
Madera	-4,9%		5,3%	0,5%	0,4%
Muebles	0,2%		1,2%	1,4%	0,8%
Papel	-5,5%		13,1%	7,7%	5,2%
Imprentas	0,0%	-9,3%	0,0%	-9,3%	3,2%
Sustancias químicas	0,0%	-15,0%	0,0%	-15,0%	3,8%
Otros quimicos	0,0%	-5,7%	0,0%	-5,7%	10,3%
Refinerías de petróleo	0,0%	-10,9%	0,0%	-10,9%	8,1%
Derivados del petróleo	0,0%		-9,4%	-9,4%	0,5%
Caucho	-2,2%		-8,3%	-10,6%	0,7%
Plásticos	1,6%		-11,4%	-9,8%	4,1%
Cerámica	-0,9%		-20,1%	-21,0%	0,7%
Vidrio	-7,1%		3,2%	-3,9%	0,9%
Minerales no metálicos	-9,1%		1,6%	-7,5%	4,6%
Hierro y acero	0,0%	46%	-15,5%	30,5%	2,7%
Metales no ferrosos	0,5%		11,5%	12,0%	0,7%
Productos metalicos	-0,9%		8,1%	7,2%	2,0%
Maquinaria no eléctrica	1,0%		-5,0%	-4,0%	1,0%
Maquinaria eléctrica	-0,1%		-2,6%	-2,6%	2,2%
Transporte	-4,4%		-16,5%	-20,9%	4,3%
Otras	-10,5%		-2,2%	-12,7%	0,9%
TOTAL	-3,0%	-1,1%	0,9%	-3,2%	100,0%

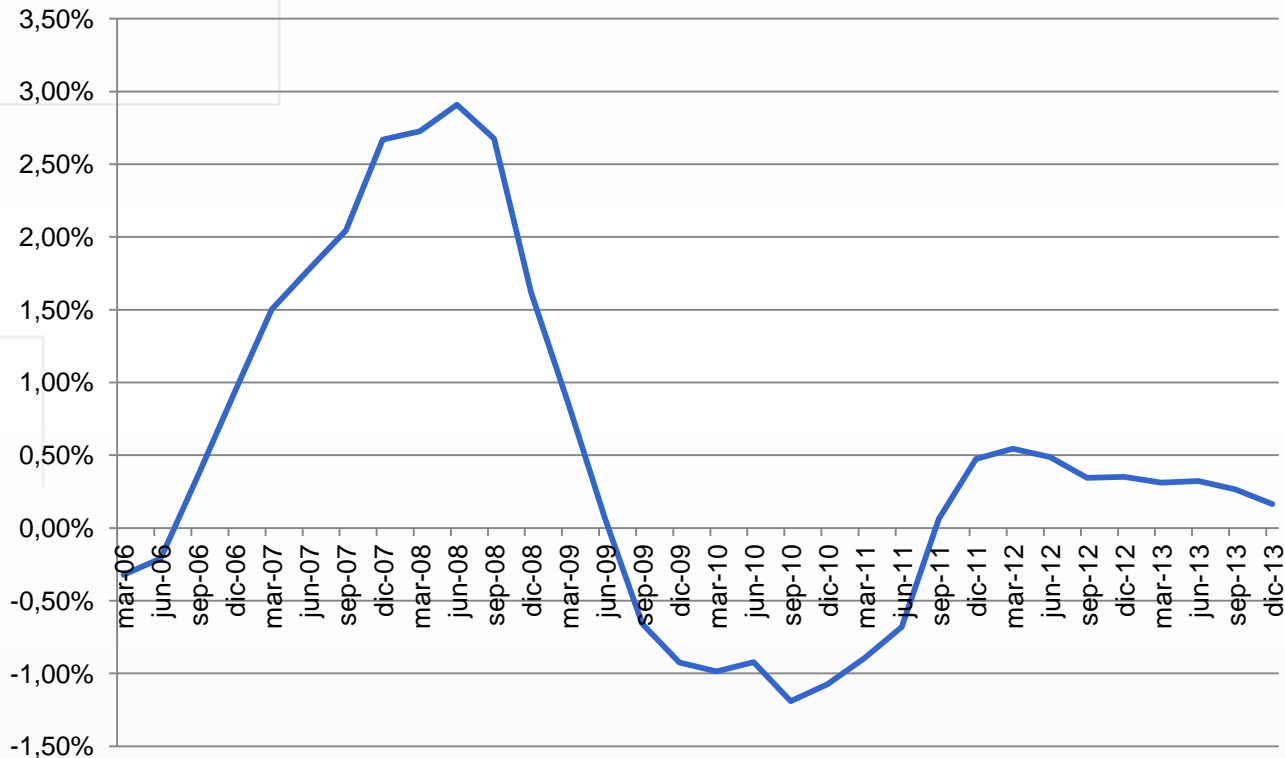


y las encuestas muestran un deterioro en la confianza industrial

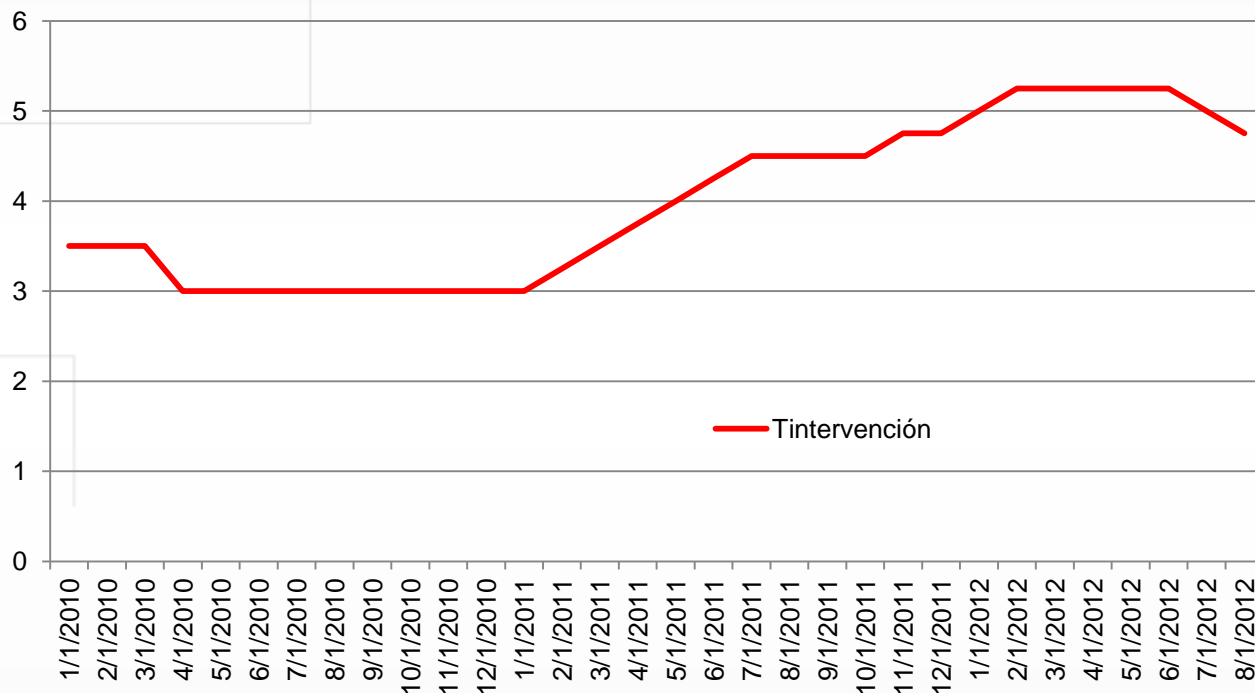
Índice de confianza industrial y crecimiento anual del índice de producción industrial (IPI)



Con las nuevas condiciones internacionales se habría relajado la presión sobre la capacidad instalada

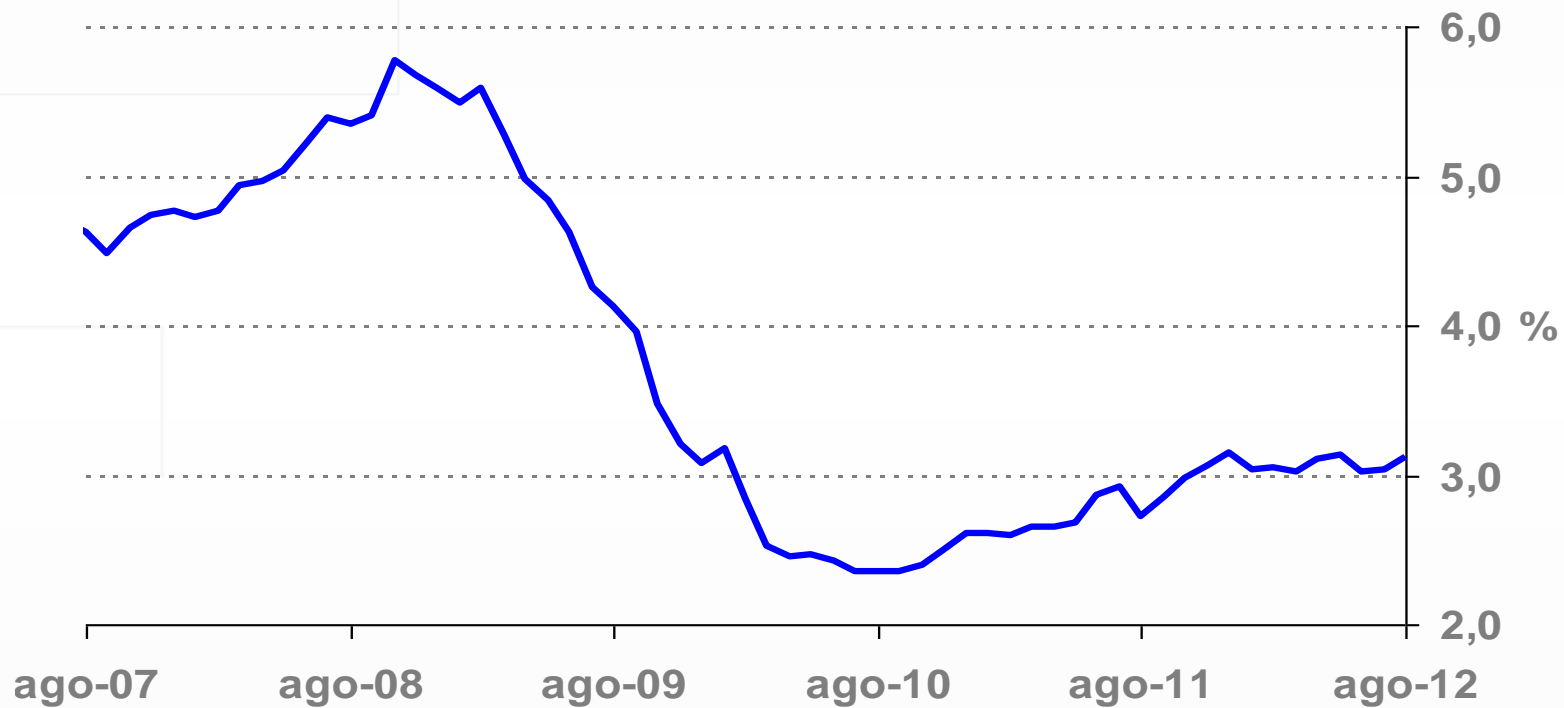


En las últimas dos reuniones la JDBR redujo sus tasas de intervención



Eso fue posible gracias a que tanto la
inflación básica...

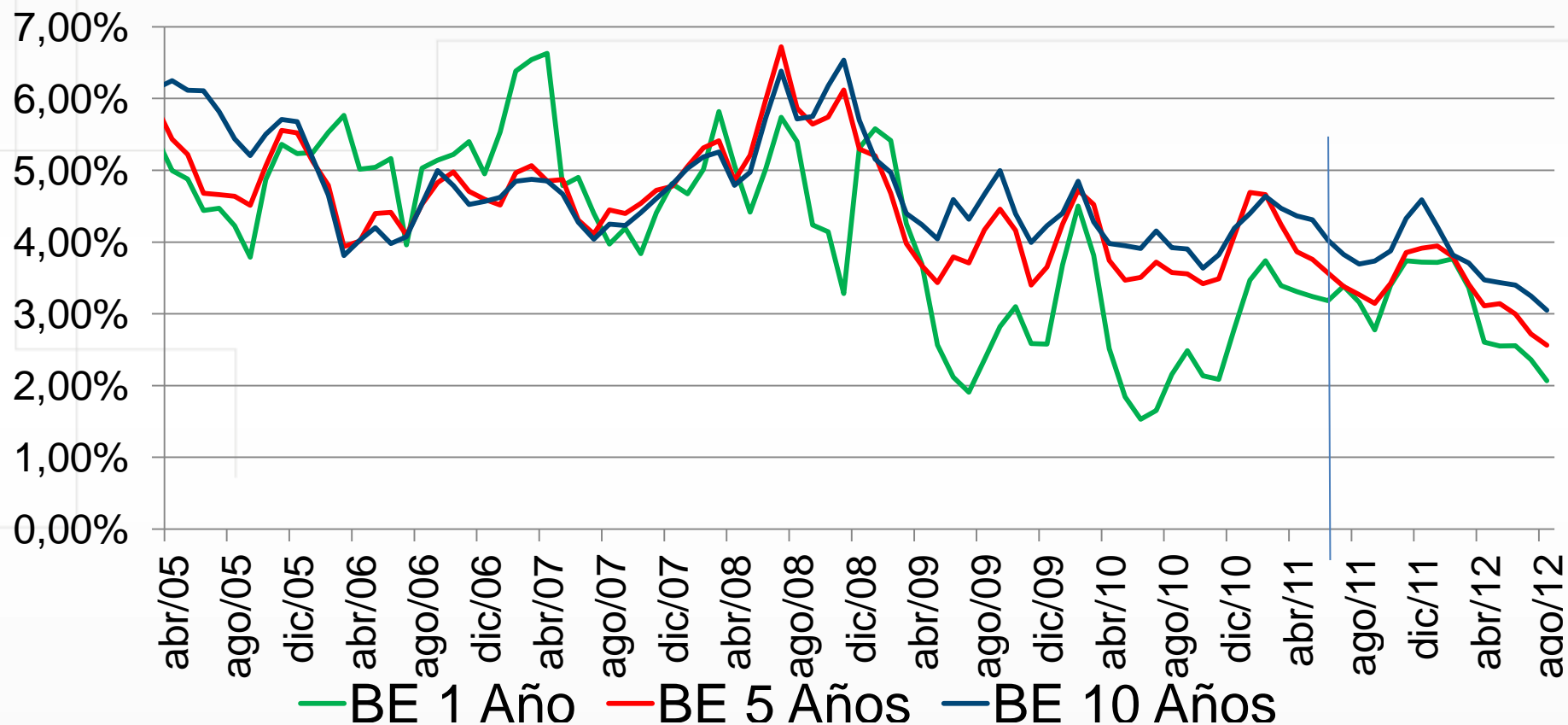
Indicadores de Inflación Básica



— Promedio de 4

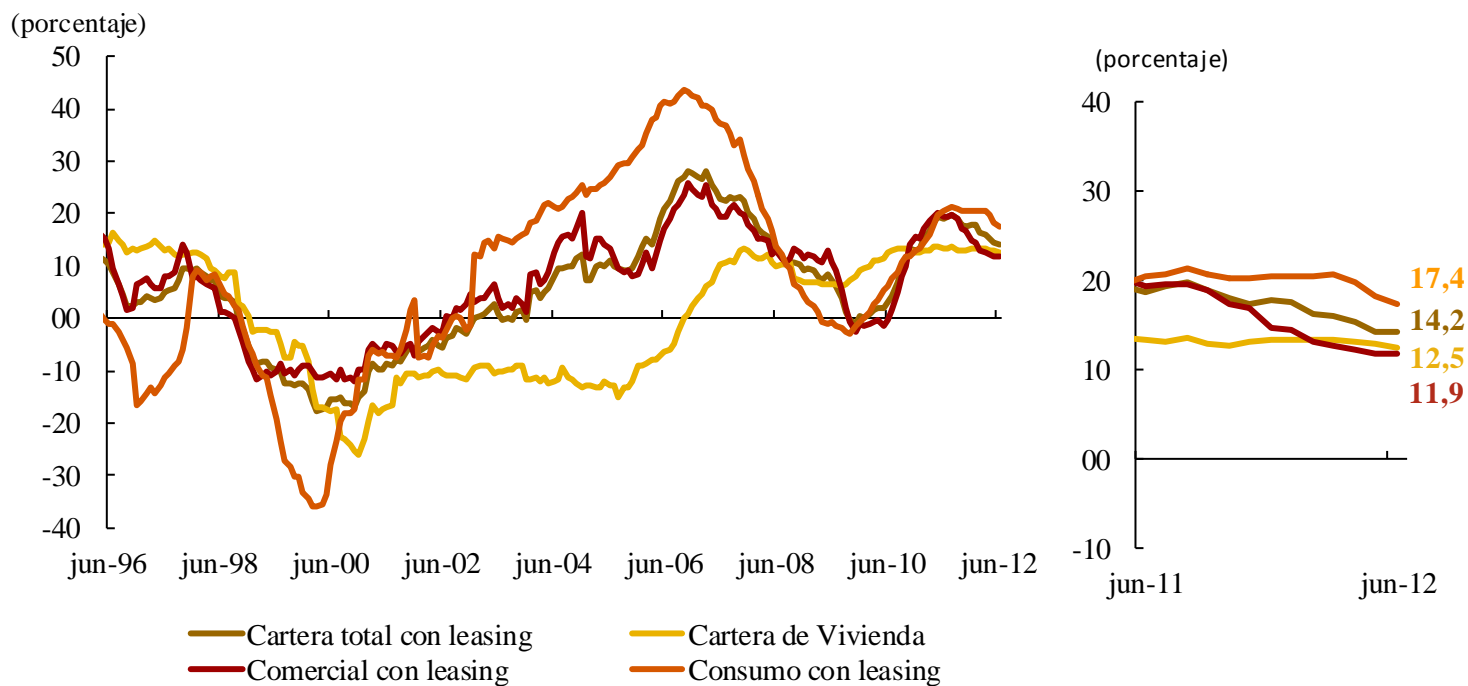


Como las expectativas de inflación, están ancladas alrededor de 3%



y, en menor medida, los posibles excesos en el endeudamiento tienden a moderarse

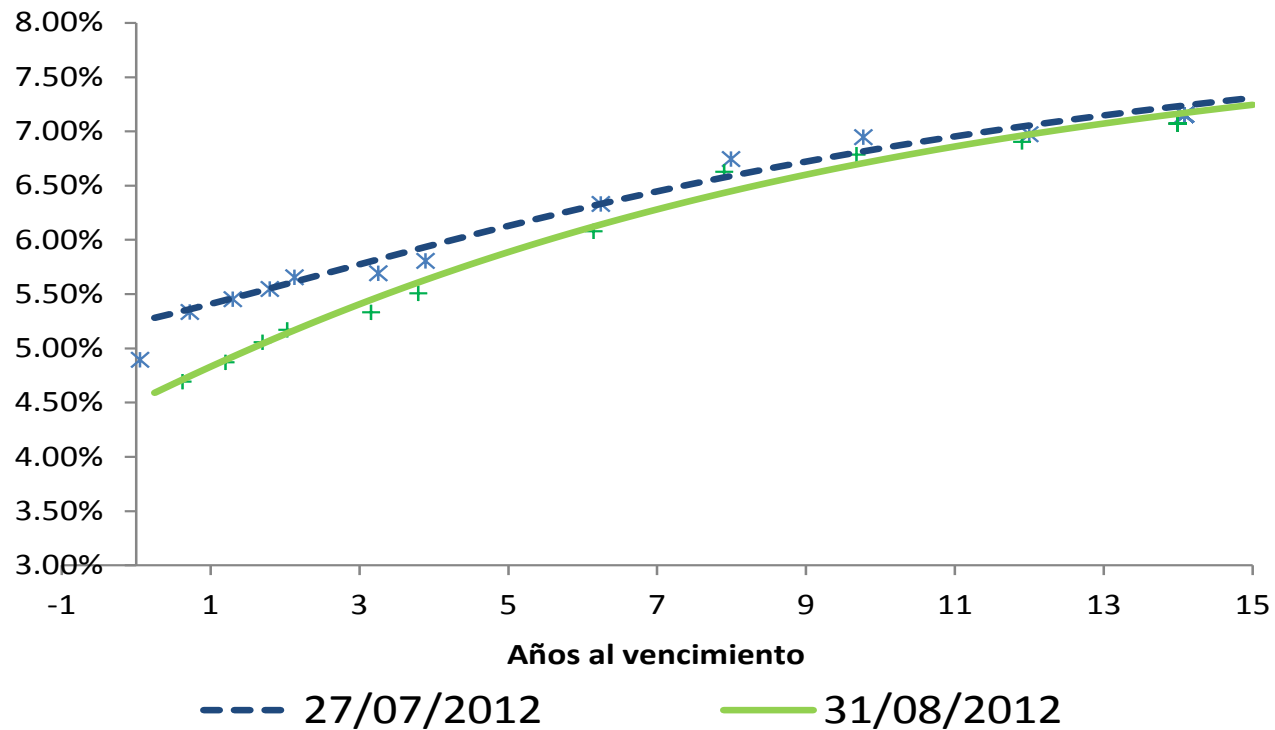
Crecimiento real anual de la cartera bruta de los establecimientos de crédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.



La reacción de la curva ante el descenso en la tasa de intervención es consistente con las expectativas de inflación ancladas



Y hacia adelante.....

- La mayor característica de la coyuntura internacional es la incertidumbre, especialmente en lo relacionado con la evolución de los flujos de capital y los términos de intercambio.
- Existen probabilidades razonablemente altas de escenarios que implicarían políticas monetarias óptimas muy diferentes.
- En este contexto, el diseño de la política debe permitir una rápida adaptación al entorno externo.



La flexibilidad es la clave. Flexibilidad en tasas de interés y flexibilidad cambiaria.

Flexibilidad de tasas de interés

Un manejo anticíclico requiere:

- Expectativas de inflación ancladas. La credibilidad en las metas es fundamental para que la política monetaria logre mover las tasas de interés de mediano y largo plazo. Hay que mantener lo logrado en los últimos años.
- Niveles de endeudamiento y apalancamiento inicial que no resulten excesivos en el caso de bancos, hogares y empresas. (¿?)



Flexibilidad Cambiaria

La posibilidad que tiene de ser una respuesta ante choques externos depende de las condiciones iniciales, que son endógenas a la flotación (Vargas, 2011):

- Inexistencia de descalces cambiarios importantes.
- Baja transmisión de devaluación a inflación.



Qué herramientas hay si se incrementan los flujos de capital

- Posiblemente las herramientas tradicionales tengan que ser complementadas con elementos de política macroprudencial.
 - Si hay síntomas de sobre endeudamiento y sobre apalancamiento. Instrumentos de liquidez y capital que encarezcan la capacidad del sistema financiero para generar crédito.
 - Si hay síntomas de incrementos en los descalces cambiarios. Instrumentos que encarezcan el financiamiento externo de corto plazo.



Qué herramientas hay si presenta una dismunución repentina en el financiamiento externo y menores términos de intercambio?

Como lo señala Uribe(2012):

1. Política monetaria contracíclica.
2. Control ex-ante de la fragilidad del sistema financiero. La banca colombiana en el exterior como elemento nuevo.
3. Proveer liquidez en pesos y en dólares.



En conclusion....

- La incertidumbre en el entorno económico es especialmente alta.
- Debemos preservar la flexibilidad de la política monetaria.
- Tenemos condiciones iniciales de expectativas de inflación ancladas, buena transmisión de la política monetaria, bajos descalces cambiarios, baja transmisión de devaluación a inflación y buena posición de liquidez externa.



En conclusion....

- Hay que afinar los mecanismos de provisión de liquidez en moneda doméstica, continuar diseñando y mejorando los mecanismos para una adecuada toma de riesgos de los hogares, empresas y de los bancos dentro y fuera de Colombia.

