



LA RECESIÓN GLOBAL Y SUS IMPLICACIONES EN LA POLÍTICA MONETARIA

Bogotá, Octubre 30 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

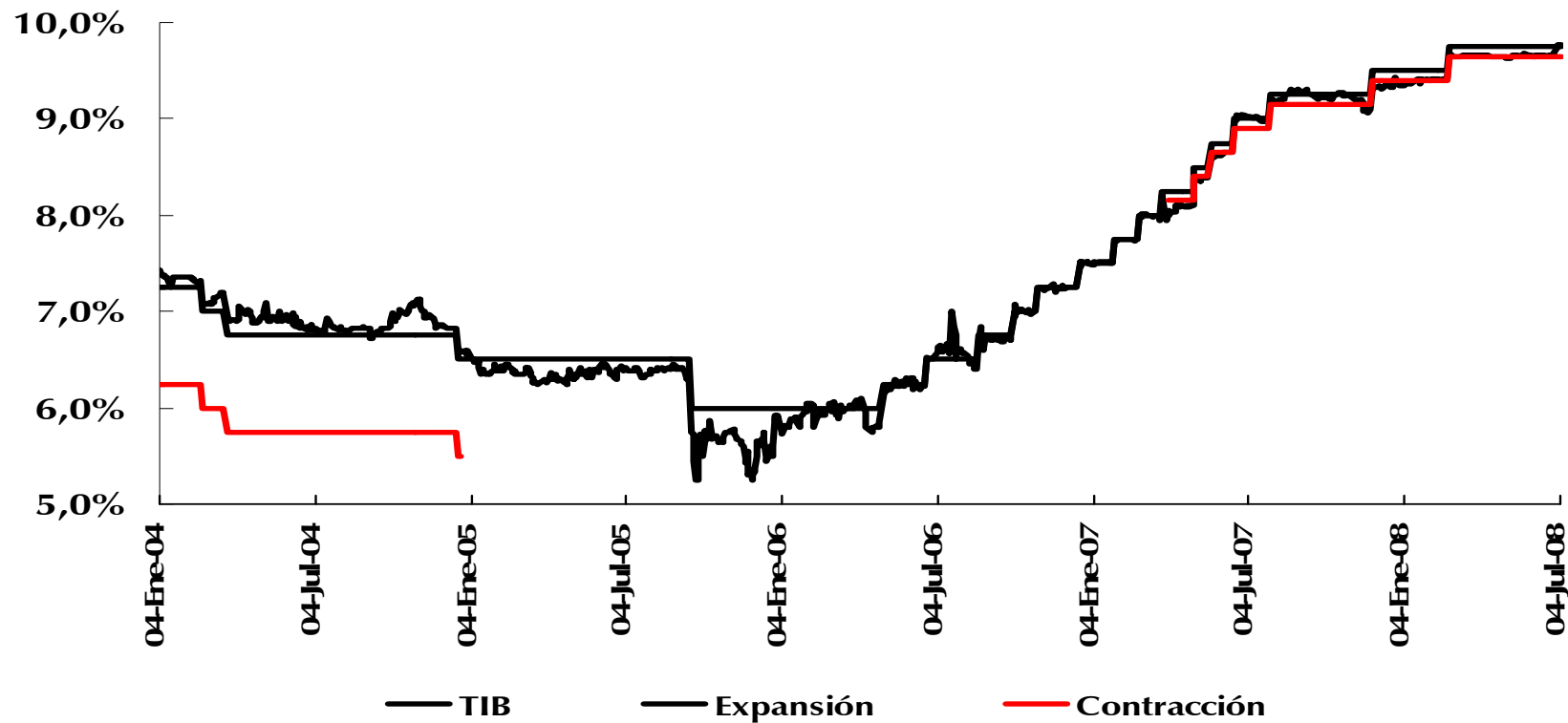


I. LA POLÍTICA MONETARIA



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

TIB e Intervención

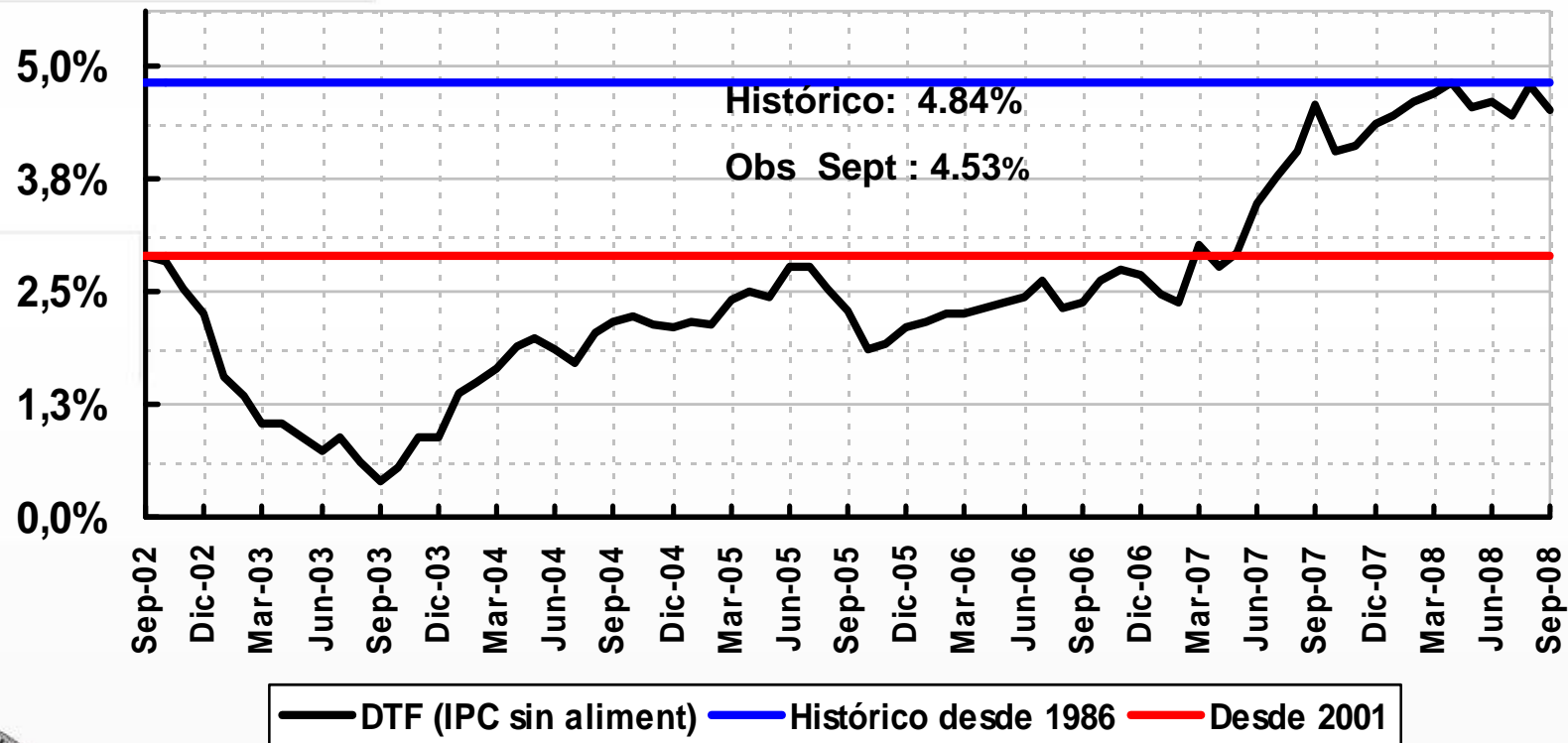


Todos los BC en problemas. Pero desde 2006 el BR ha elevado su tasa en 67%, uno de las alzas más altas del mundo. Mientras que EU la ha bajado en 81% desde Sept/07, y, la real es negativa, como también en Chile, Canadá y Perú

País	Tasa interés nominal hoy	Tasa interés real hoy	Inflación hoy	Meta Inflación 2008	Desviación frente a la meta (%)
EU	1,00	- 3,74	4,90	2,00 (imp)	145
UE	3,75	0,14	3,60	2,00	80
Canadá	2,25	- 0,97	3,40	2,00	70
Brasil	13,75	7,06	6,25	4,50	39
México	8,25	2,64	5,47	3,00	82
Colombia	10,00	2,26	7,57	4,00	89
Chile	8,25	- 0,87	9,20	3,00	206
Perú	6,50	- 0,26	6,22	2,00	211

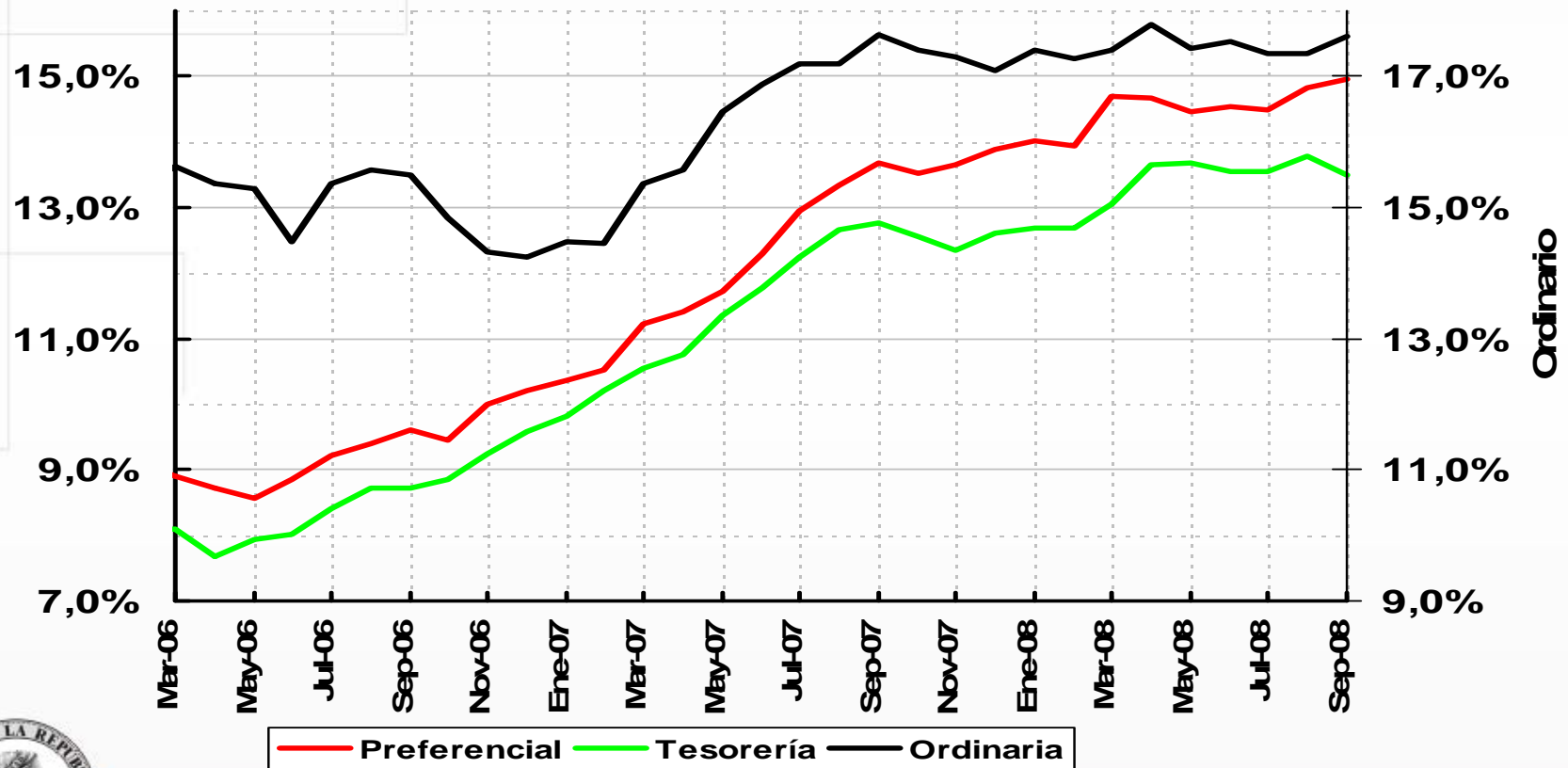
Como resultado, la tasa real DTF se incrementó y supera su promedio desde 2001

DTF real IPC sin alimentos



Y las tasas de interés de cartera comercial también han venido elevándose

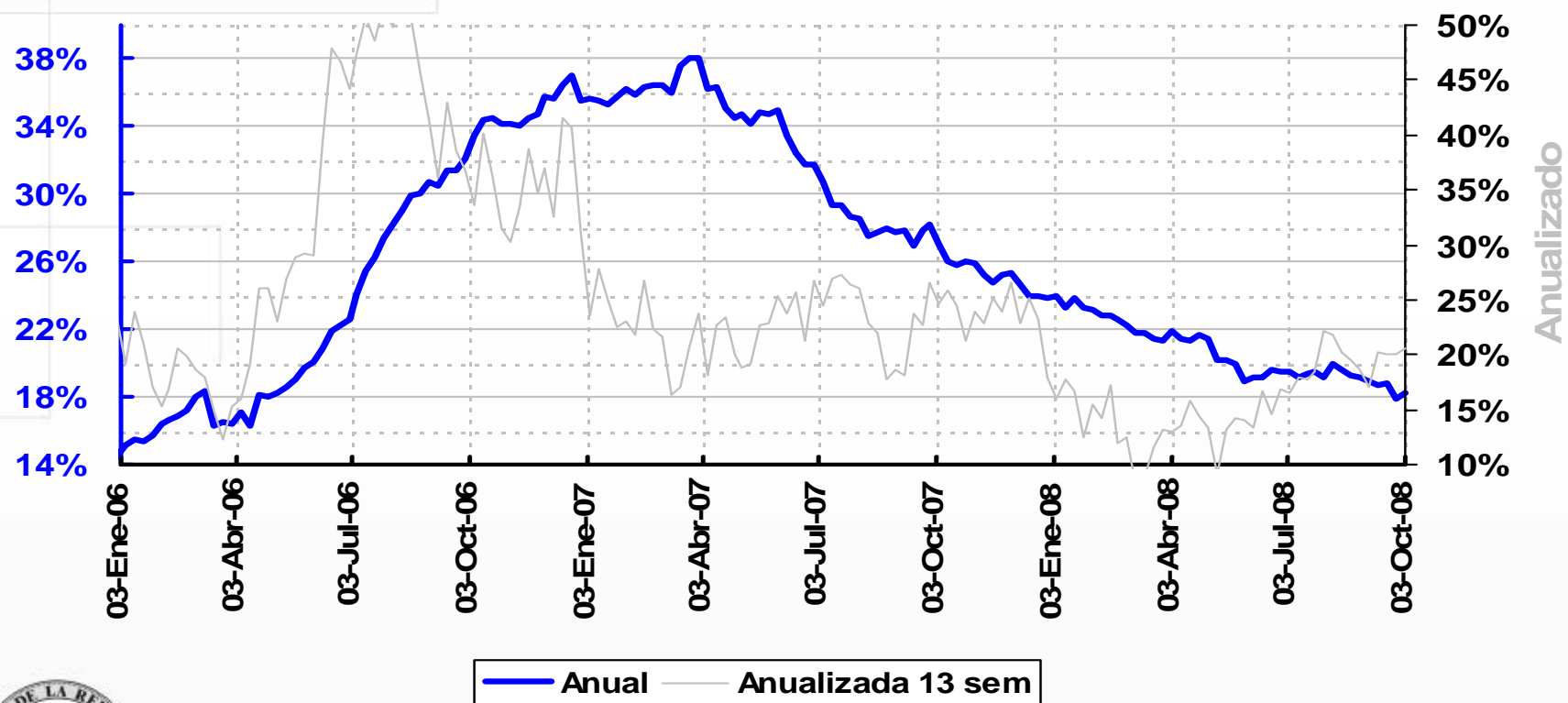
Tasas de interés cartera comercial



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

Cartera bruta con leasing MN

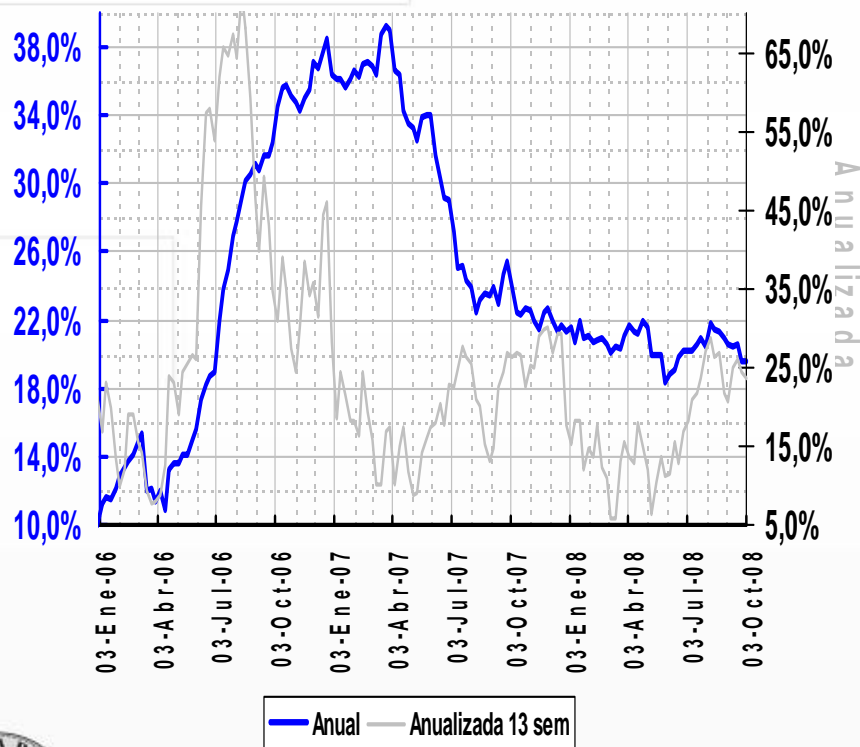
variaciones anuales de datos semanales



Por destino las carteras comercial y de consumo se han desacelerado notablemente: de 40% a 19% y de 50% a 15% respectivamente

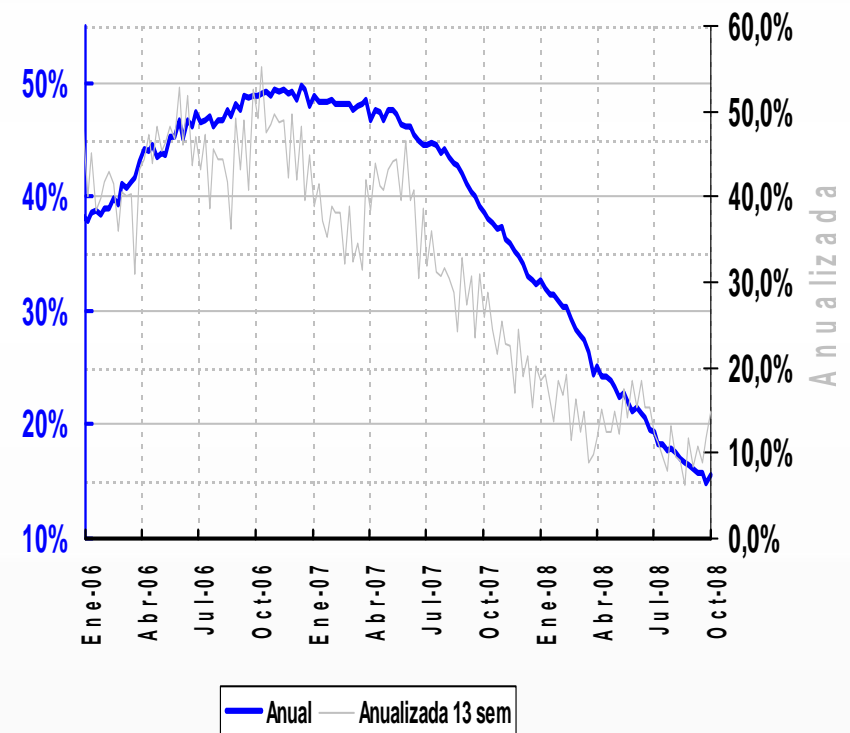
Cartera bruta comercial con leasing MN

variaciones anuales de datos semanales



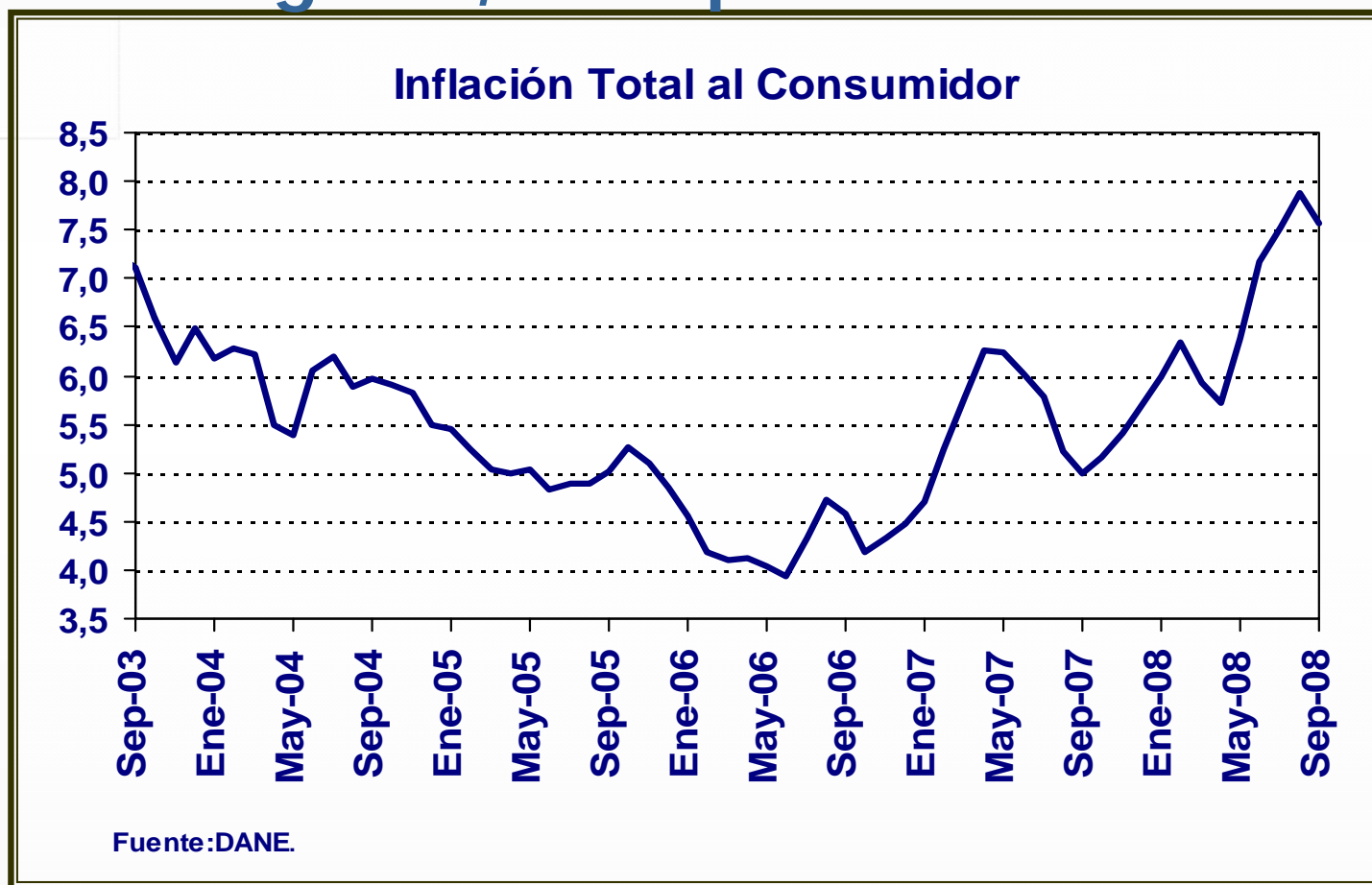
Cartera bruta de consumo

variaciones anuales de datos semanales

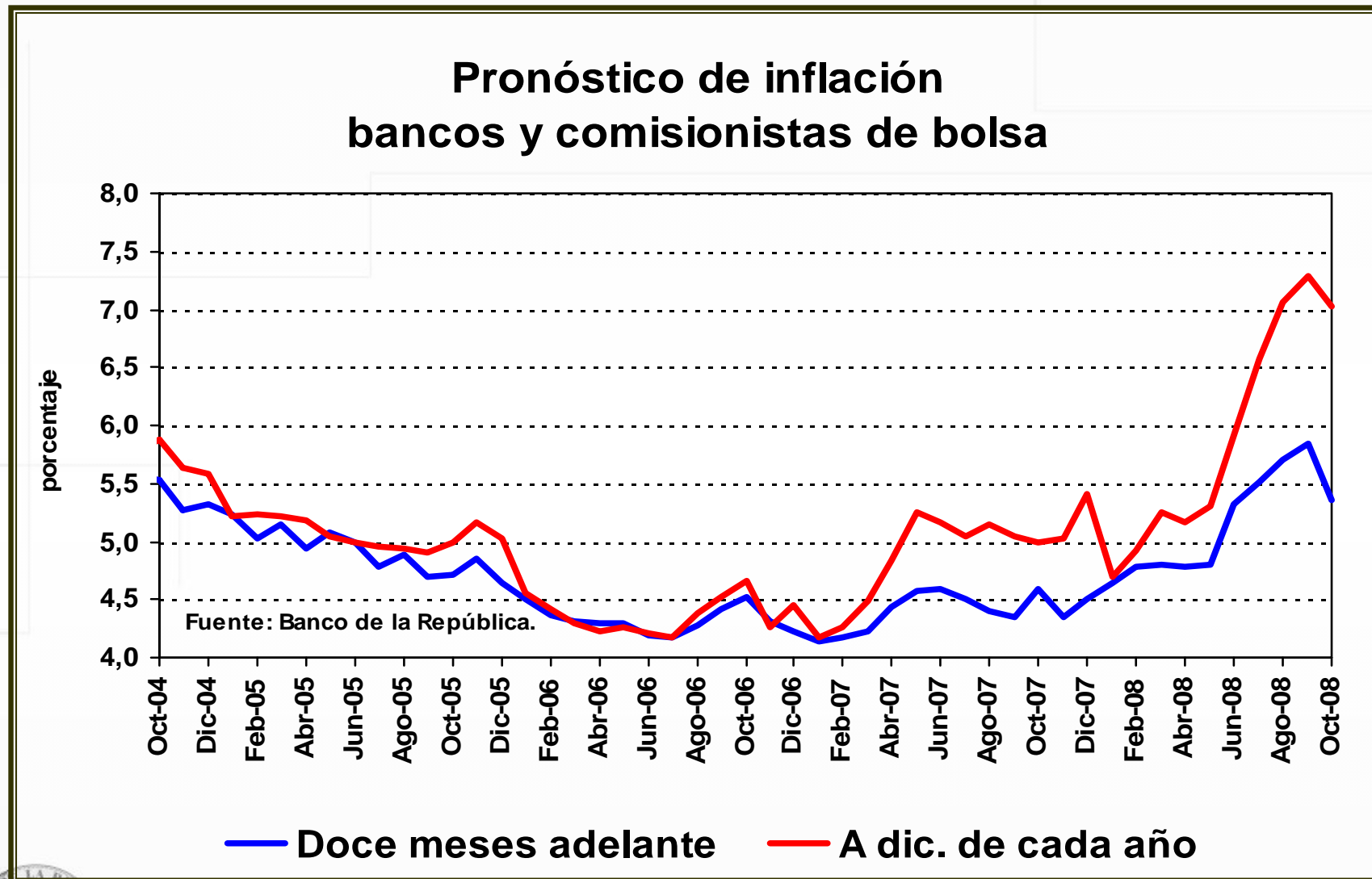


El aumento de la inflación en el último año de debió a fundamentalmente al choque externo de alimentos y petróleo. Después de su pico en agosto, en septiembre descendió

Sep 08 = 7.57%
Ago 08 = 7.87%
Jul 08 = 7.52%
Jun 08 = 7.18%
May 08 = 6.39%

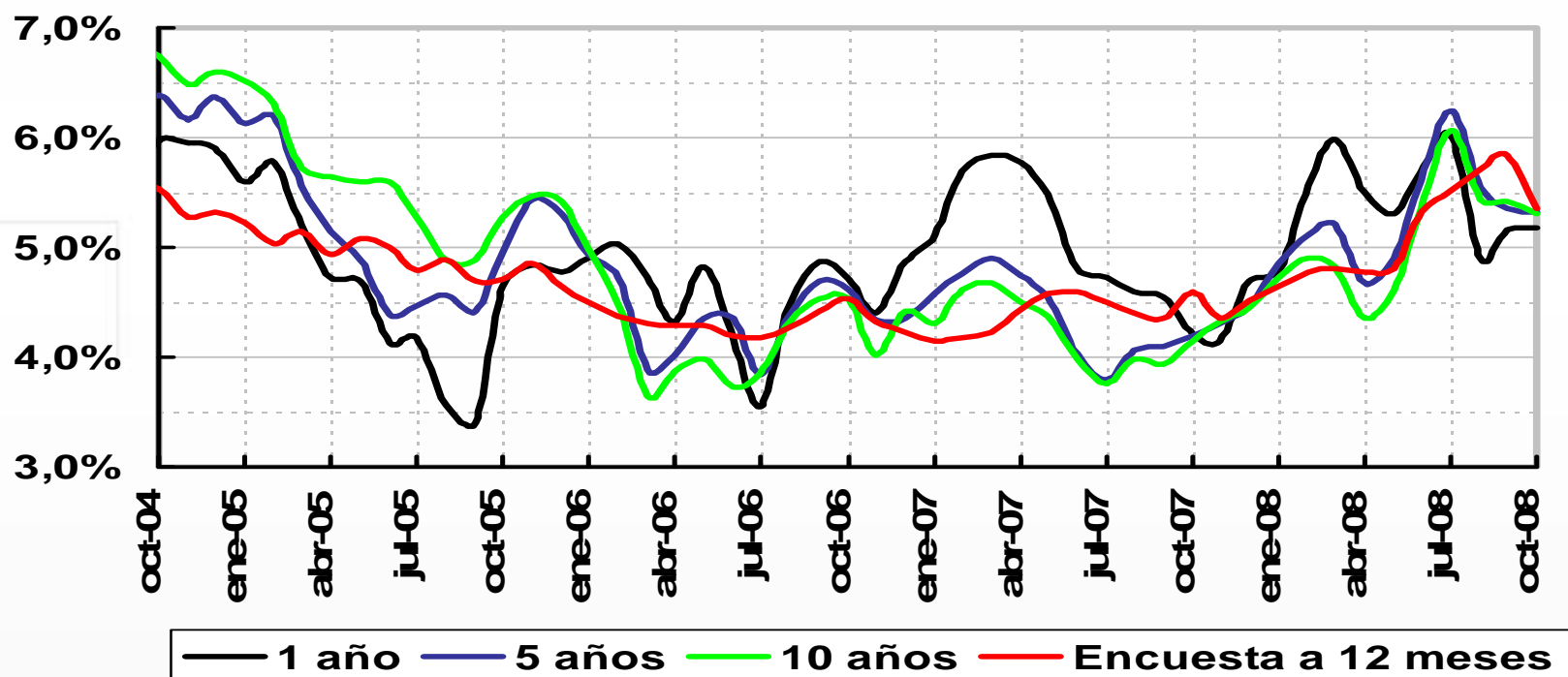


Las expectativas sobre la inflación mejoran



Lo mismo que las expectativas de inflación extraídas del mercado de TES

Break-Even Inflation a 1, 5 y 10 Años - Promedio Mensual



En sept la inflación de regulados se elevó. Fue la que ejerció mayores presiones alcistas. Se destaca el aumento de servicios públicos (gas y energía), efecto del choque petrolero, que ya comenzó a desvanecerse

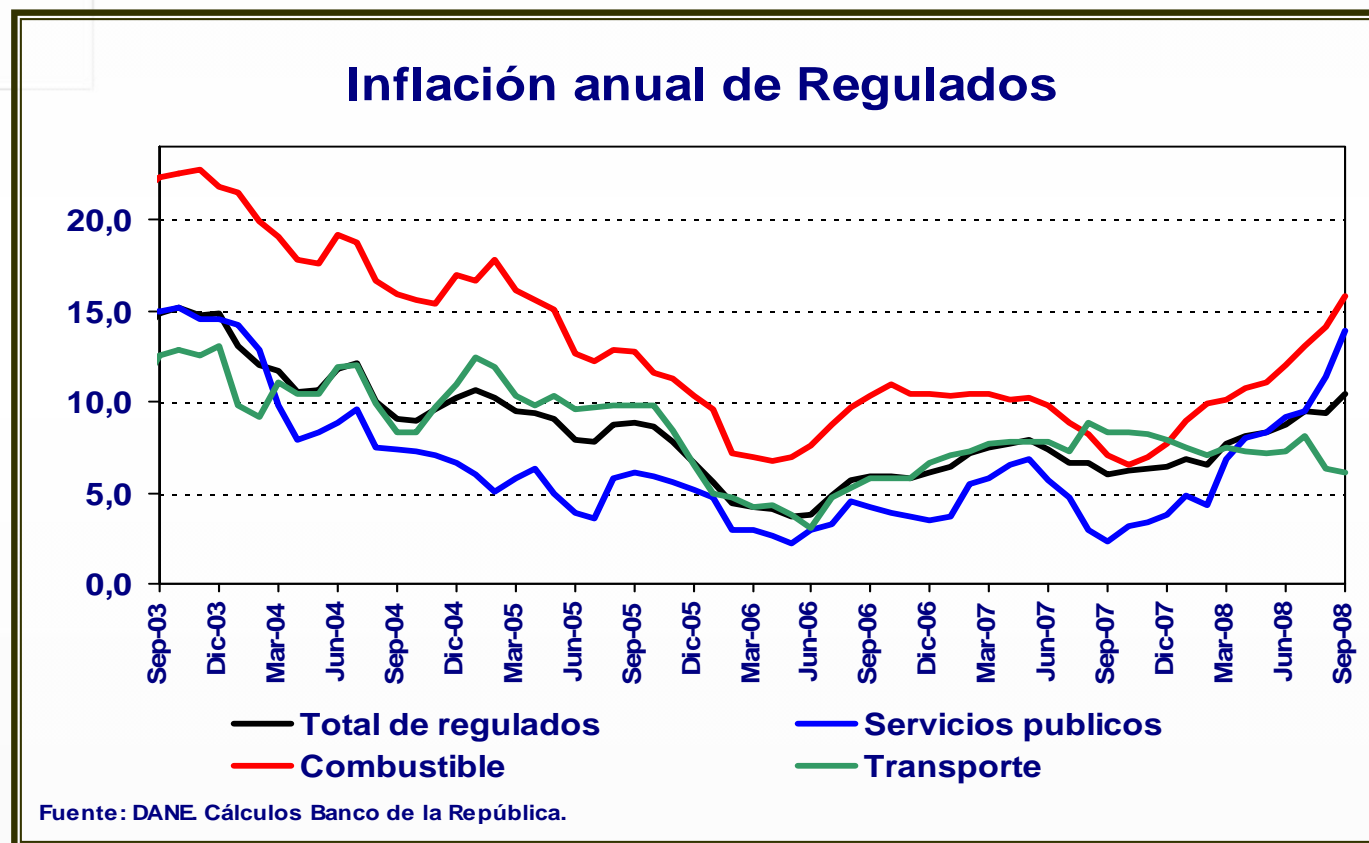
Regulados

Sep 08 = 10.46%

Ago 08 = 9.40%

Jul 08 = 9.45%

Jun 08 = 8.76%



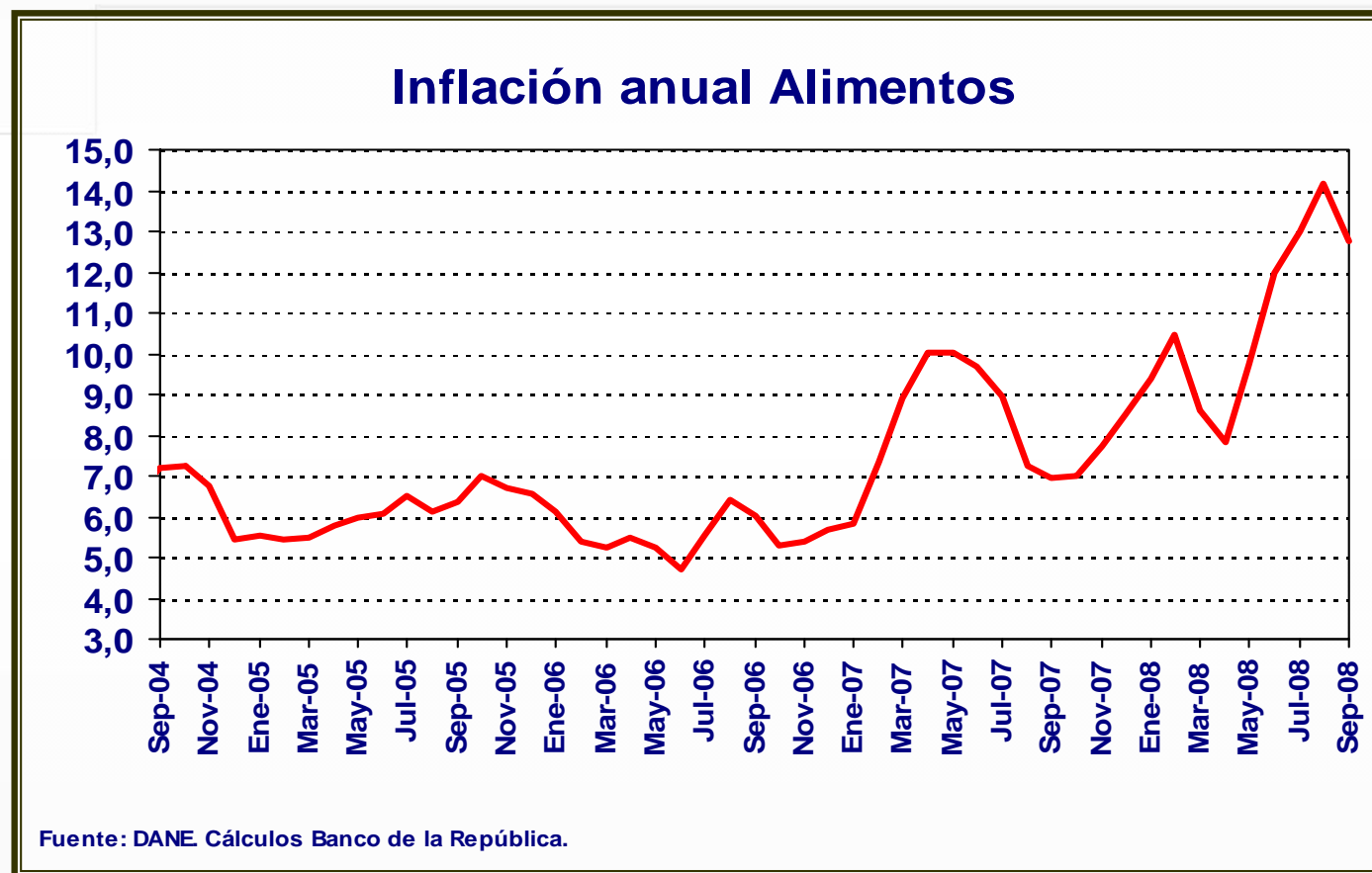
En tanto que en sept la inflación de alimentos se redujo

Sep 08= 12.77%

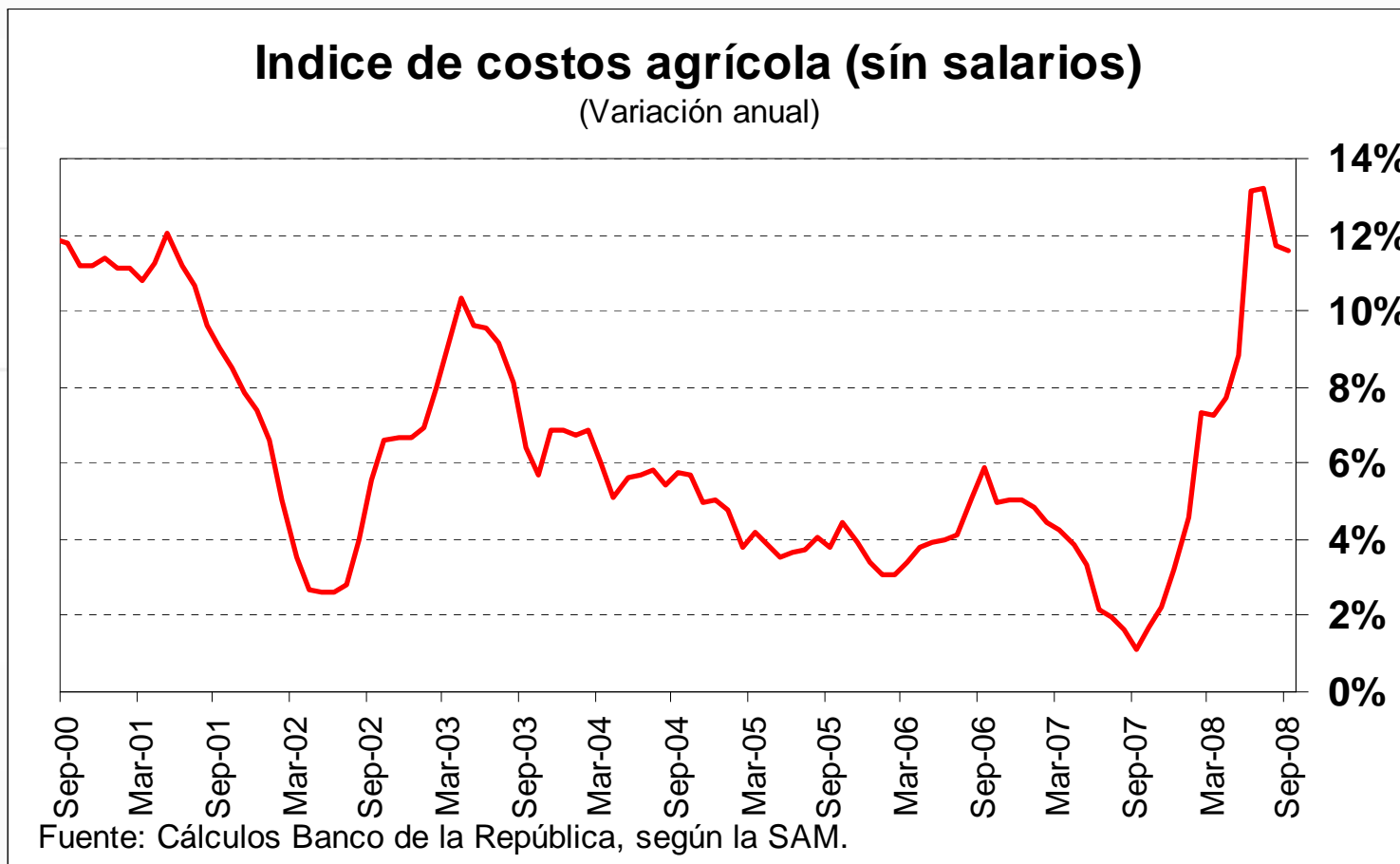
Ago 08 = 14.18%

Jul 08 = 13.0%

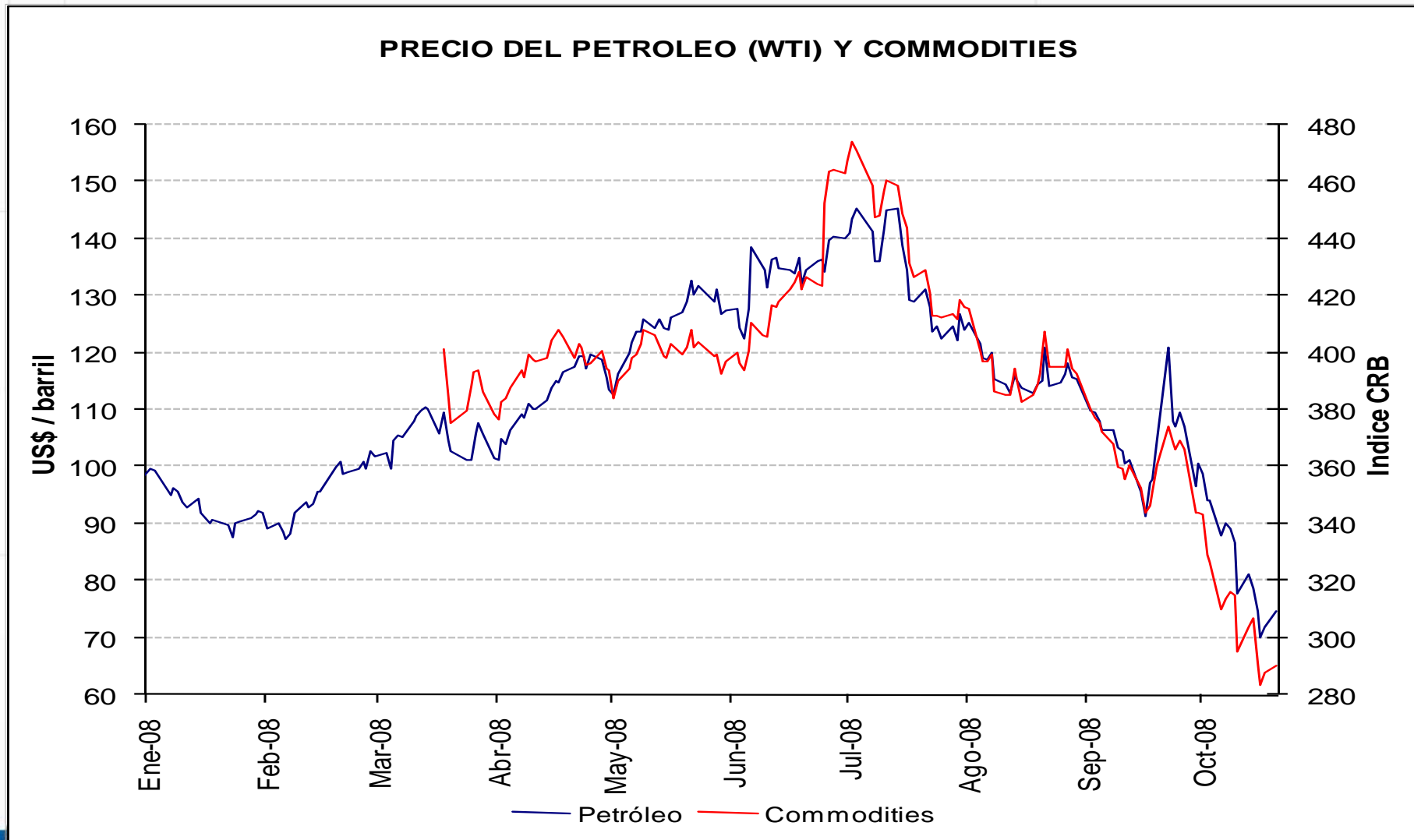
Jun 08 = 11.98%



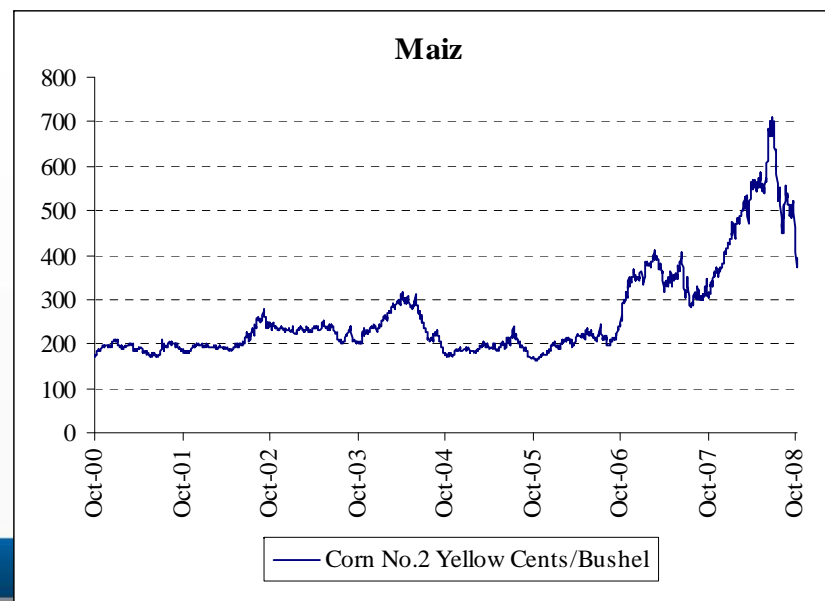
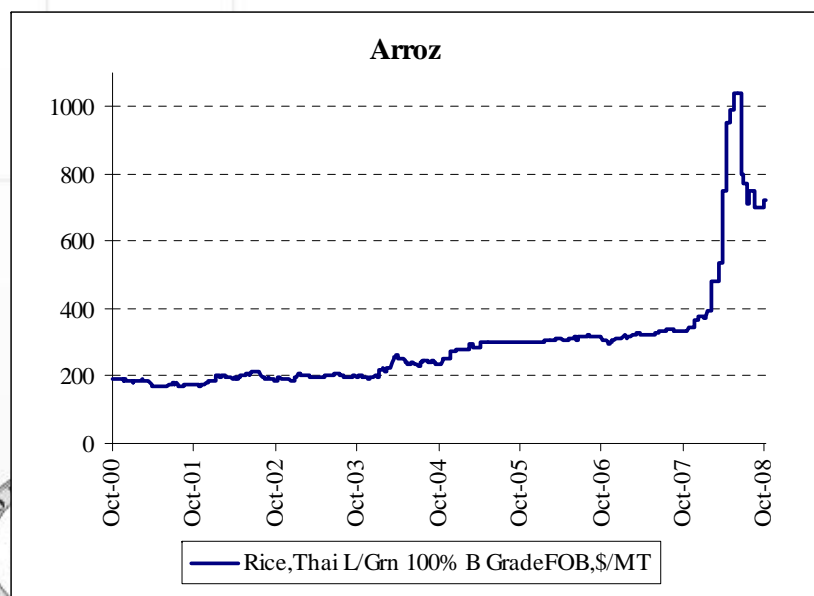
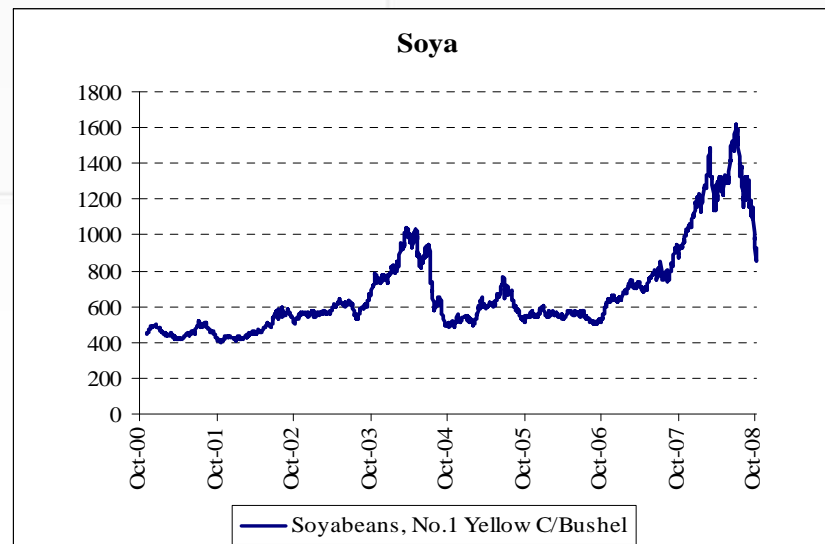
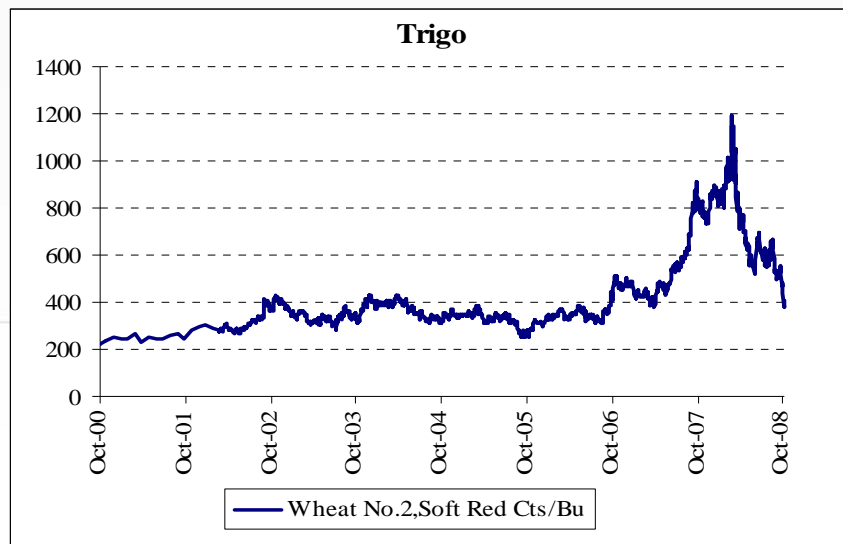
Los costos no salariales del agro también empezaron a desacelerarse desde agosto



La globalización de la recesión se encargará de desinflar el choque de oferta



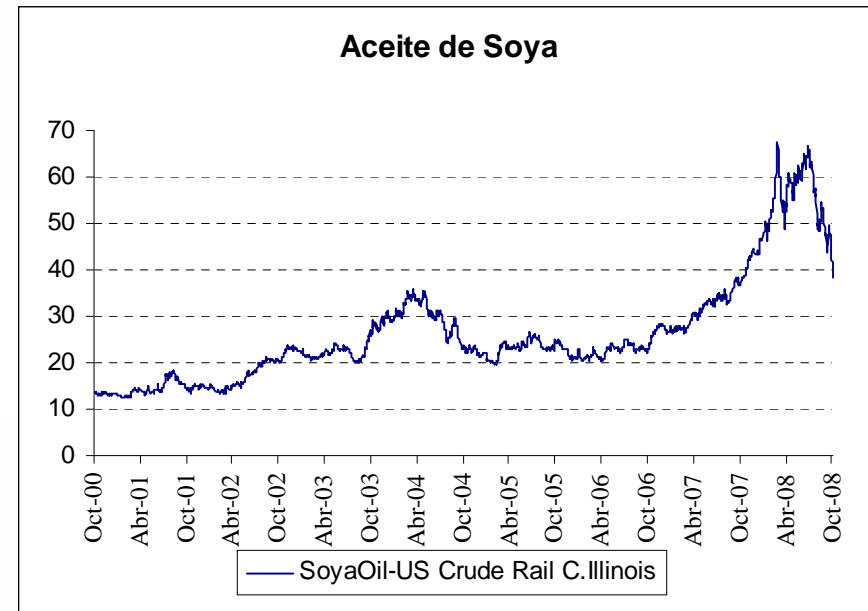
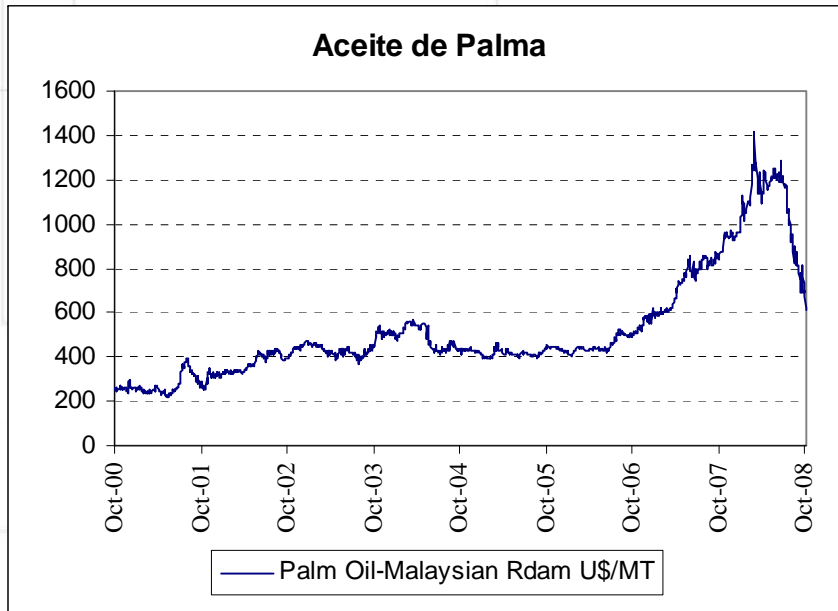
Precios internacionales de granos a oct 9: desinflación por recesión global



Fuente: Datastream



Precios internacionales de aceites a oct 9: desinflación por recesión global



Fuente: Datastream

II. LA RECESIÓN GLOBAL



- 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, el cual ha provocado un efecto riqueza muy negativo, y el consiguiente recorte del consumo.



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 consecuencia, en palabras de Martin Feldstein

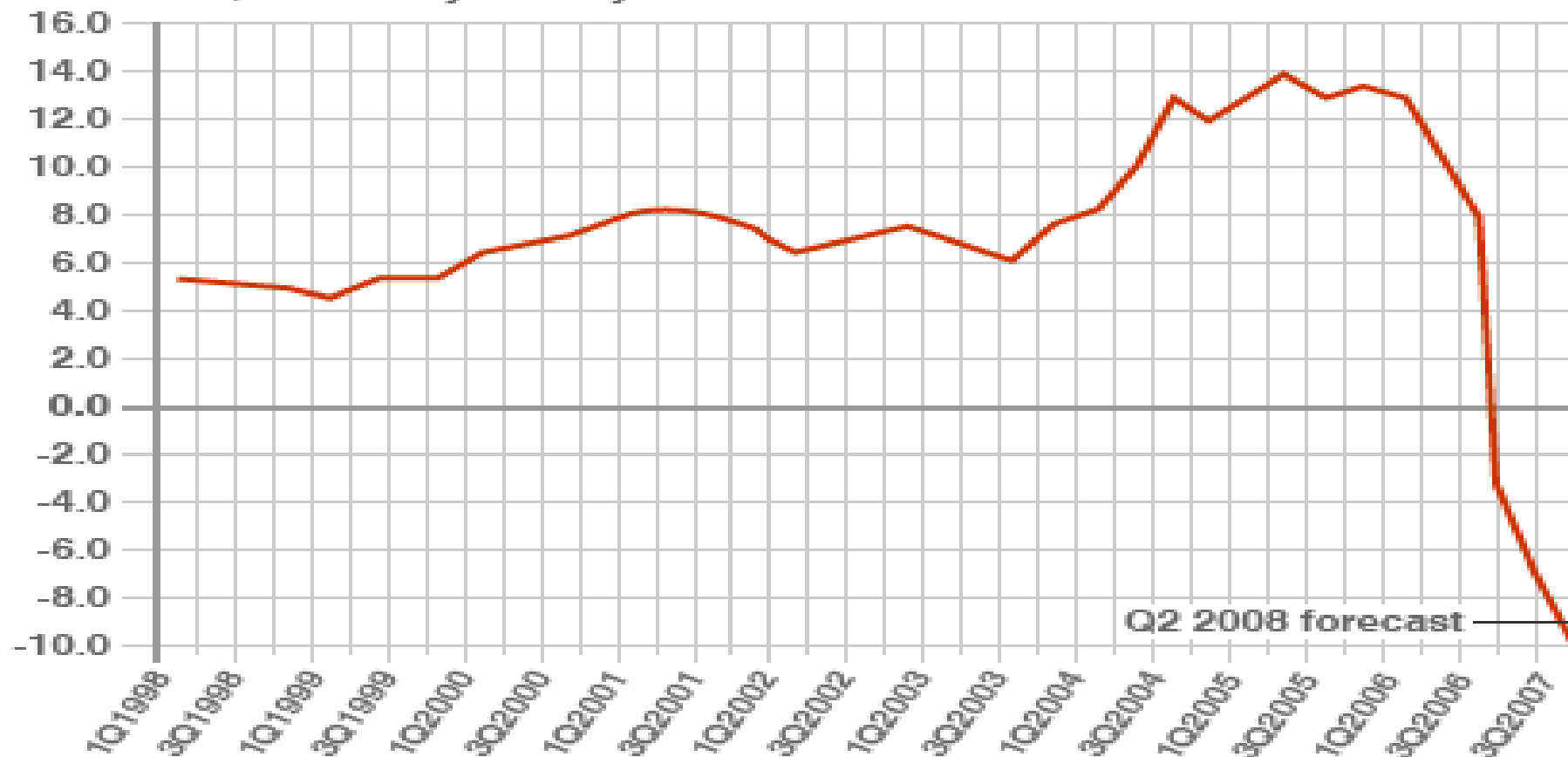
- El colapso del sector de la vivienda en EU, la caída de sus precios, y el efecto riqueza negativo y la consecuente contracción de su consumo, están menguando las exportaciones de los ME con mayor dependencia de EU.
- Lo prudente es permitir ajustes en sus tipos de cambio, y en no apretar en exceso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



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

US HOUSE PRICE TRENDS

% increase/decrease year-on-year



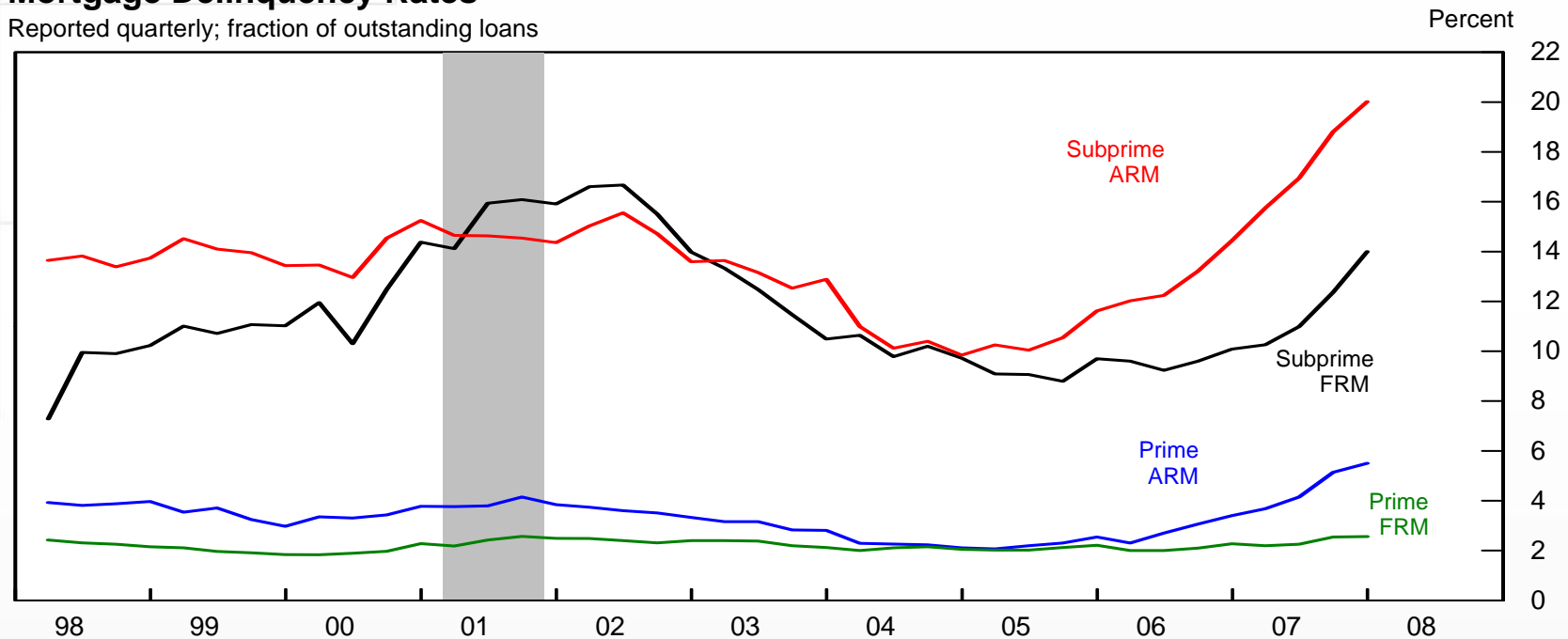
SOURCE: Center for Responsible Lending/OFHEO/NAR



El disparo de los incumplimientos de las hipotecas *subprime* en EU. En 12 años el endeudamiento de los hogares pasó de 80% a 140% del ingreso disponible. El tercer trimestre las ejecuciones contra los deudores aumentaron 71%

Mortgage Delinquency Rates

Reported quarterly; fraction of outstanding loans

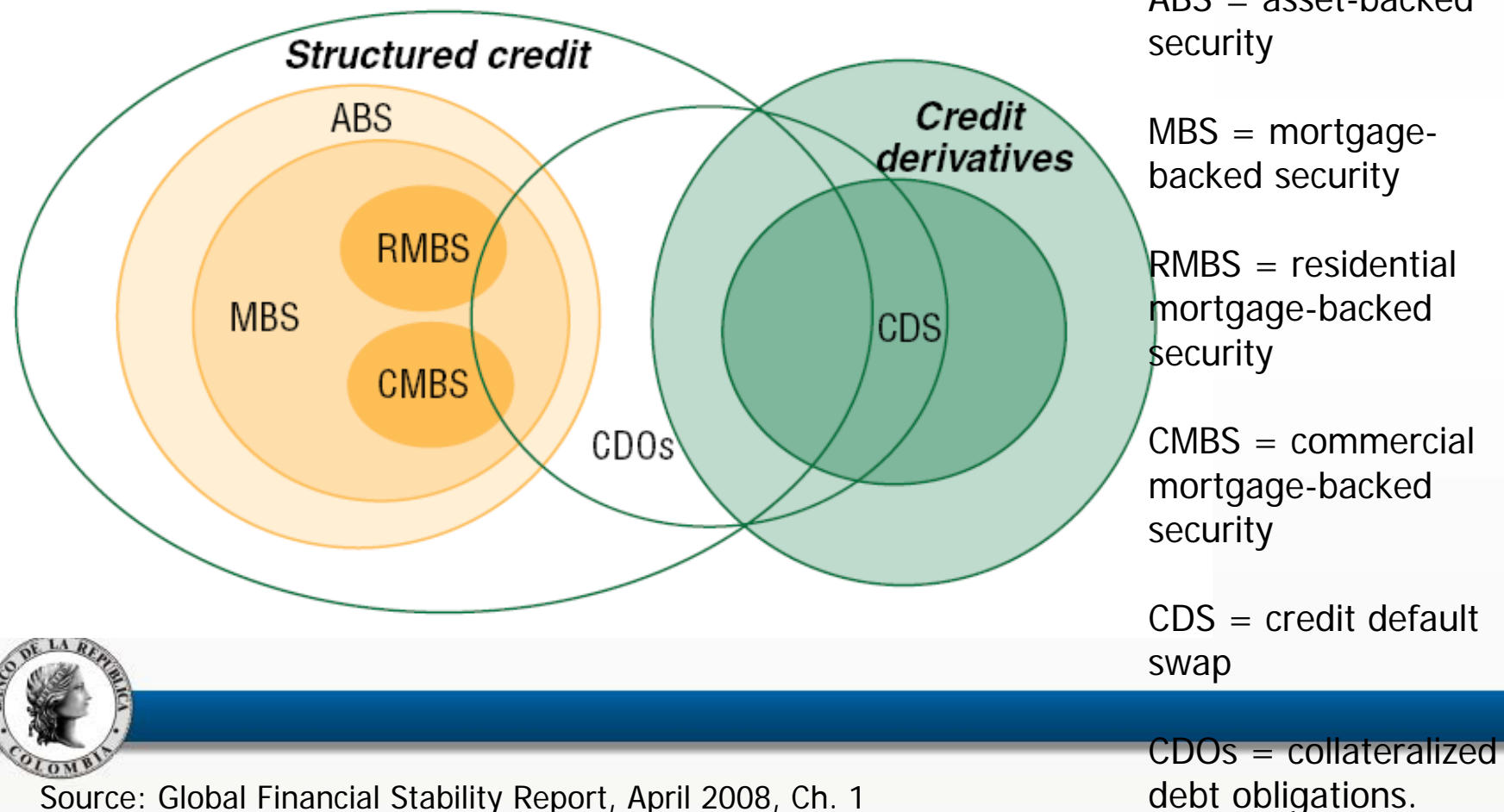


Delinquent mortgages are 30 days or more past due but not in foreclosure.



Los 'duendes': modalidades opacas de crédito estructurado que, sin regulación ni supervisión (pero "bien calificadas"), desataron la crisis. US \$600 trillones (en inglés), 11 veces el PIB mundial

Universo de Activos Titularizados



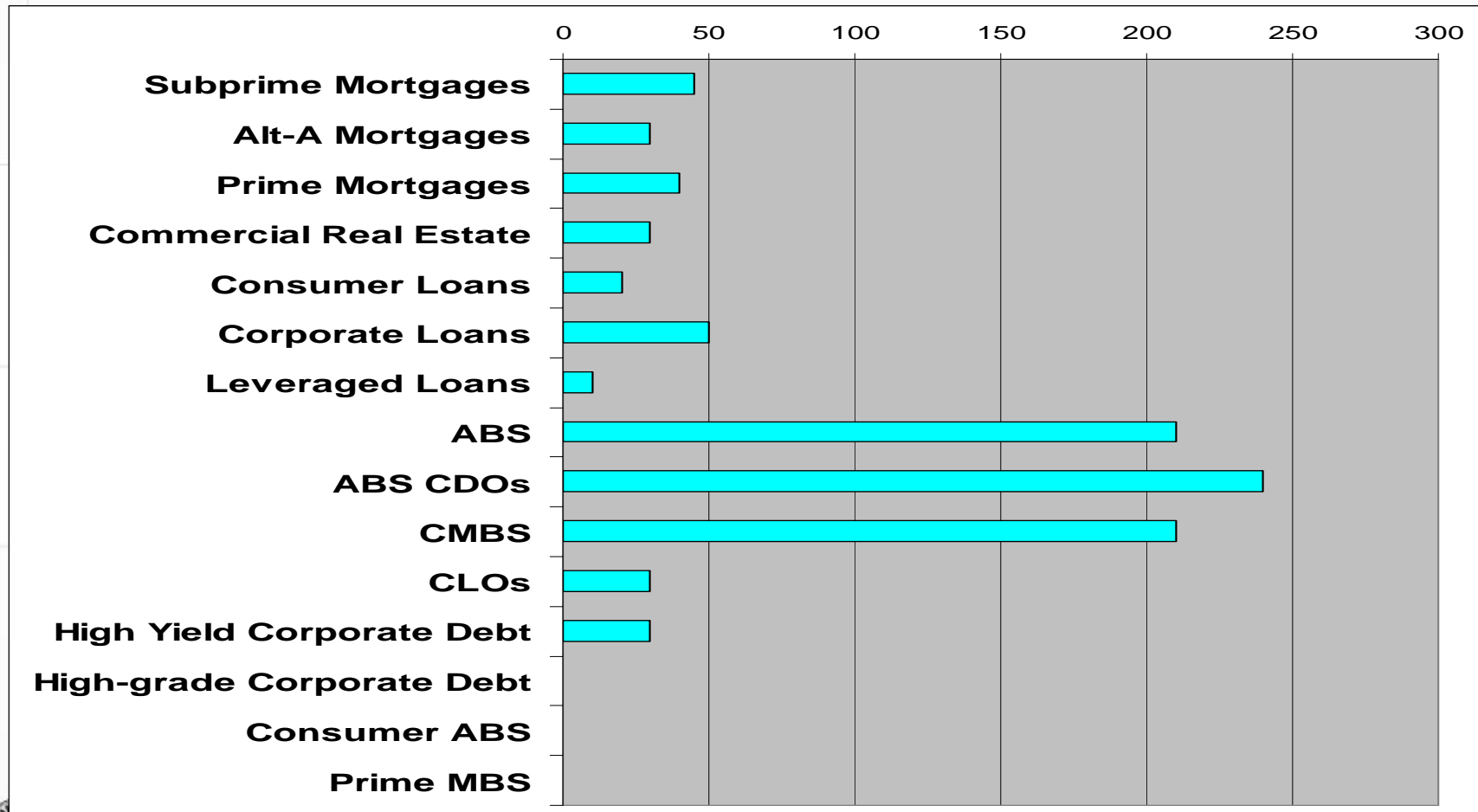
Ejemplo, Credit Default Swaps (CDS). US \$55 trillones (en inglés). Para evadir aumentar capital

- 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.



Las pérdidas globales se estiman en US \$1,4 trillones (en inglés) entre créditos y títulos.

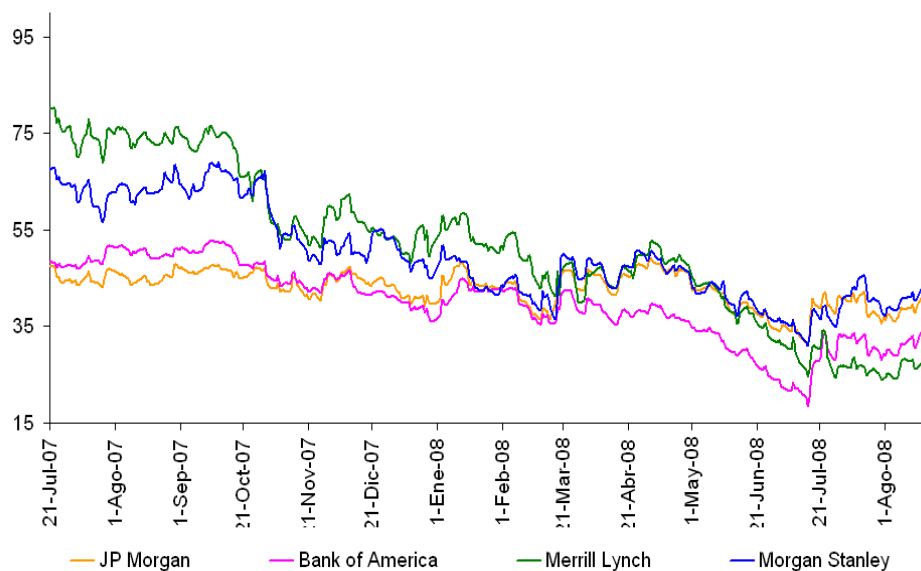
"Y la noche que llega..."



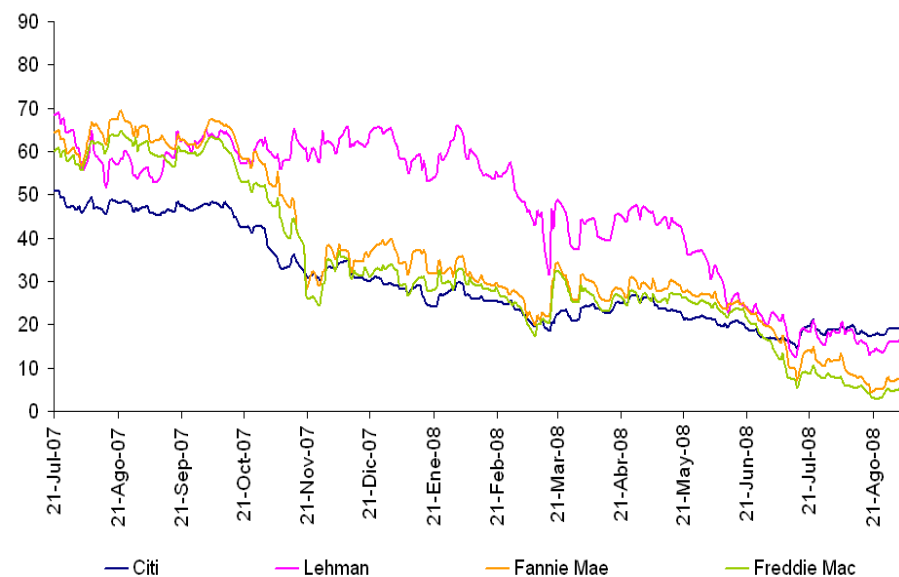
Actualidad del sistema financiero de EU

Principales Acciones Financieras en Estados Unidos en el último año

Acciones Financieras EEUU



Acciones Financieras EEUU

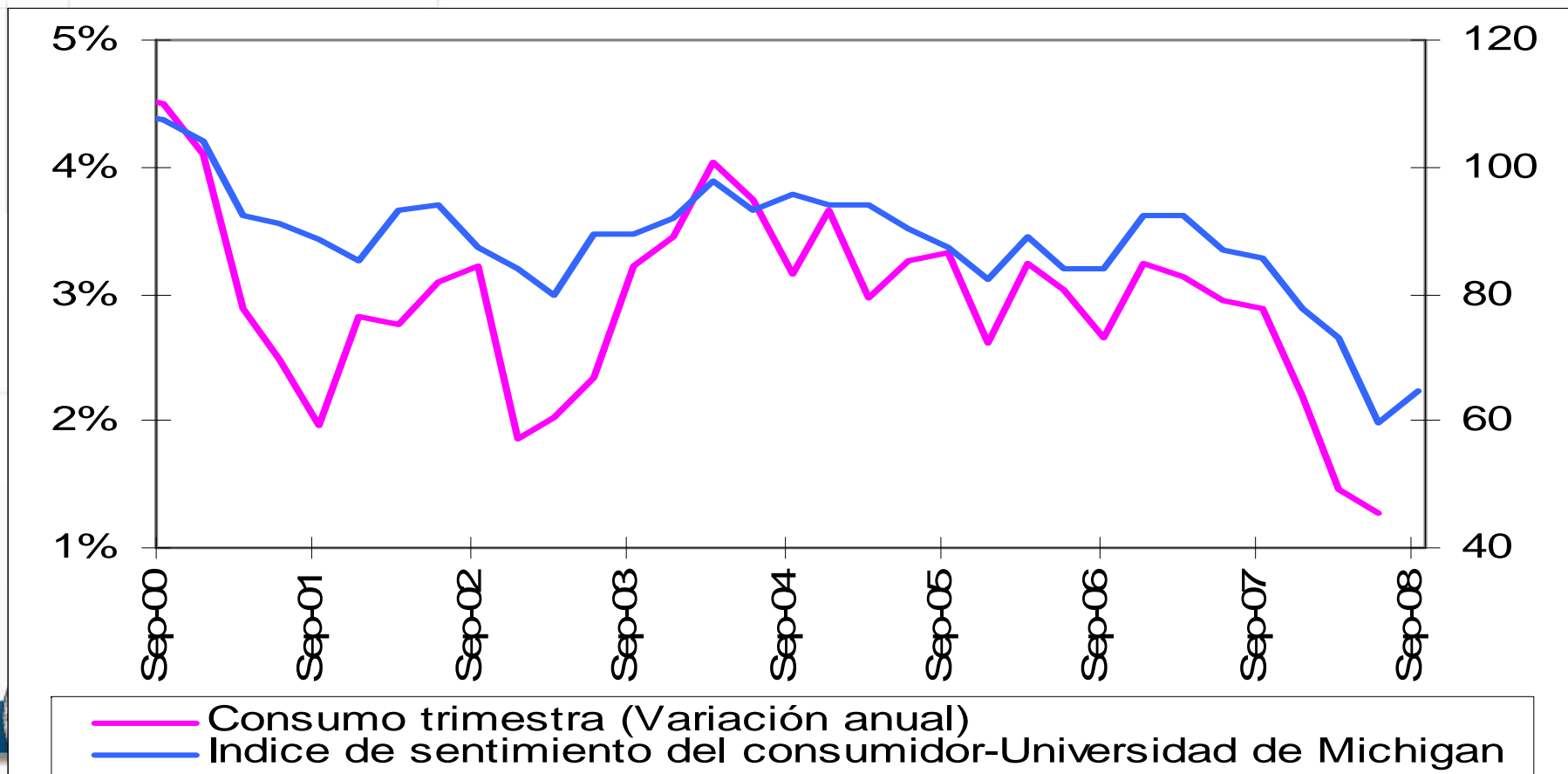


Las Feas

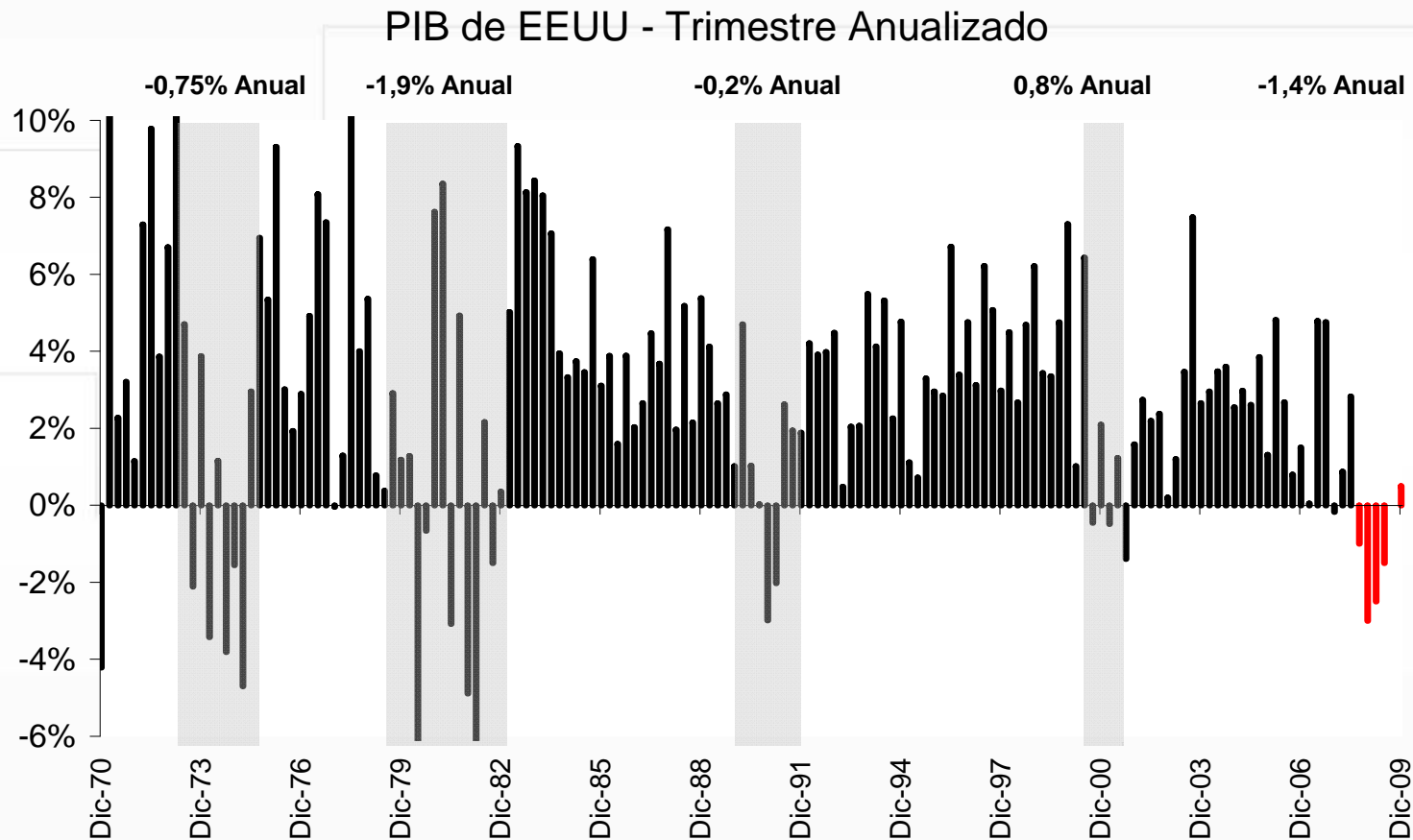
**ANEXO
ADQUISICION Y LIQUIDACIONES
CAUSADAS POR LA CRISIS**

ENTIDAD	PROCESO	ENT COMP	VALOR/COSTO	FECHA
Northern Rock (Reino Unido)	Control temporal del Gobierno	Departamento del Tesoro	\$1.600 millones de euros	Febrero 22 de 2008
Bear Stearns (E.E.U.U)	Adquisición	JP Morgan /Asistencia de la FED	\$2.200 millones de dólares	Mayo 30 de 2008
IndyMac Bank (E.E.U.U)	Control del Gobierno	Corporación Federal de Seguros de Depósitos		Julio 11 de 2008
Fannie Mae (E.E.U.U)	Control del Gobierno	Agencia Federal para el Financiamiento de la Vivienda		Septiembre 7 de 2008
Freddie Mac (E.E.U.U)	Control del Gobierno	Agencia Federal para el Financiamiento de la Vivienda		Septiembre 7 de 2008
Merril Lynch (E.E.U.U)	Adquisición	Bank of America	\$44.000 millones de dólares	Septiembre 14 de 2008
American International Group [AIG] (E.E.U.U)	Control del Gobierno	Gobierno Federal	\$85.000 millones de dólares	Septiembre 16 de 2008
Lehman Brothers (E.E.U.U)	Adquisición parcial	Barclays	\$1.300 millones de dólares	Septiembre 17 de 2008
HBOS (Reino Unido)	Adquisición	Lloyds TSB	\$21.850 millones de dólares	Septiembre 18 de 2008
Washington Mutual (E.E.U.U)	Adquisición	JP Morgan	\$1.900 millones de dólares	Septiembre 26 de 2008
Bradford & Bingley (Reino Unido)	Adquisición	Banco Santander	\$21.100 millones de euros	Septiembre 28 de 2008
Fortis (Bélgica)	Adquisición	Gobierno de Bélgica + Conglomerado Bancario	\$11.200 millones de euros	Septiembre 28 de 2008
Wachovia (E.E.U.U)	Propuesta de Adquisición	Wells Fargo	1 acción de Fargo por 0.1991 de Wachovia	Octubre 3 de 2008
Hypo Real Estate (Alemania)	Control del Gobierno	Gobierno Alemán BaFin	\$ 50.000 millones de dólares	Octubre 3 de 2008

Fuerte deterioro de las expectativas sobre el consumo de los hogares, el nivel más bajo desde 1967 del índice de la U. de Michigan (38 puntos el 28 de octubre). Caída del consumo y aumento del ahorro: el virus contagiante de la recesión

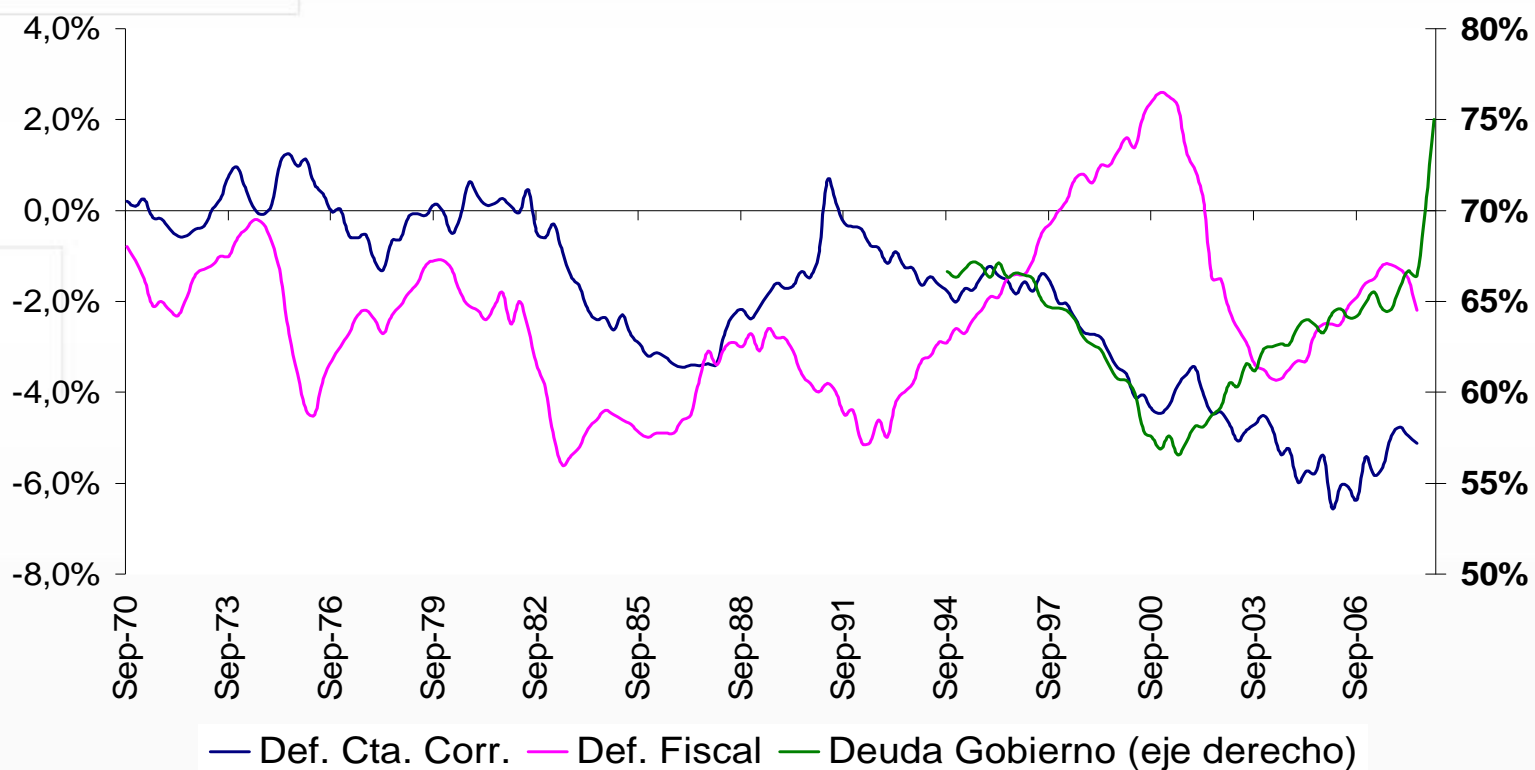


Desempleo en espiral alcista: hoy 6,1%, con crecimiento del PIB en terreno negativo. El escenario de 'recesión fuerte' es el más probable



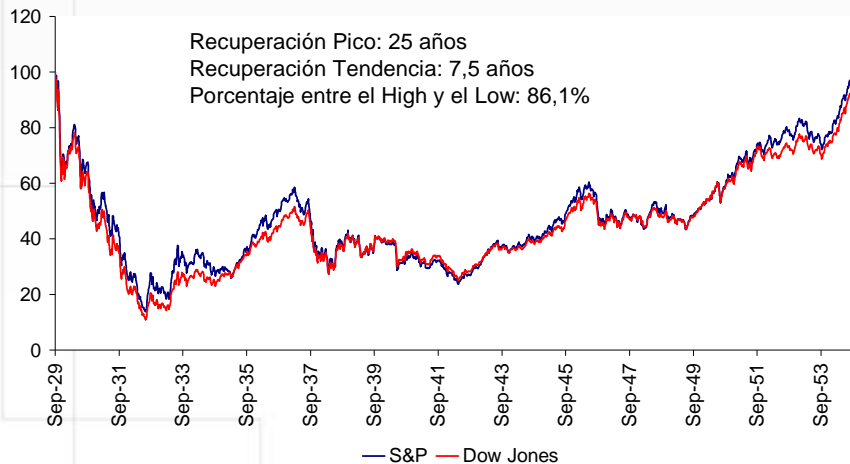
Los desequilibrios aumentan. La nueva deuda de US \$1 trillón (en inglés) incrementará el tamaño de la total dentro del PIB de EU de 65% a 107%

Estados Unidos: Deuda Pública, Déficit Fiscal y Déficit de Cta. Corr. como % PIB

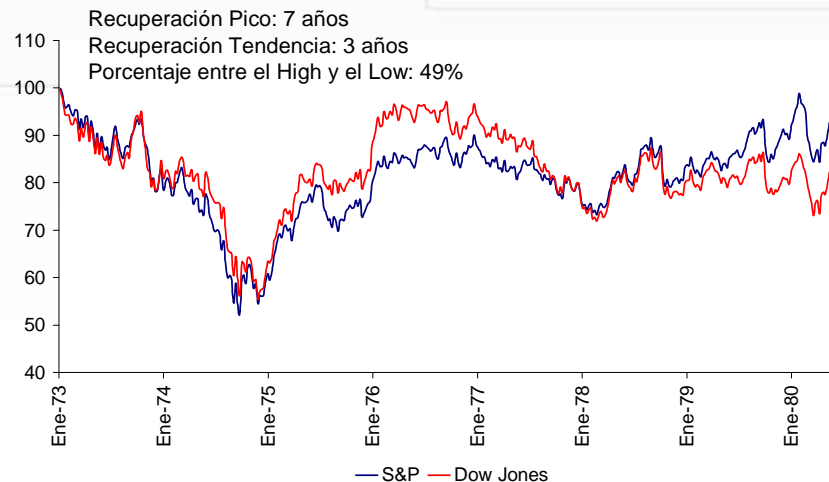


La duración promedio de las últimas siete recesiones de EU desde 1960 alcanzó 32 meses

Crisis del 29



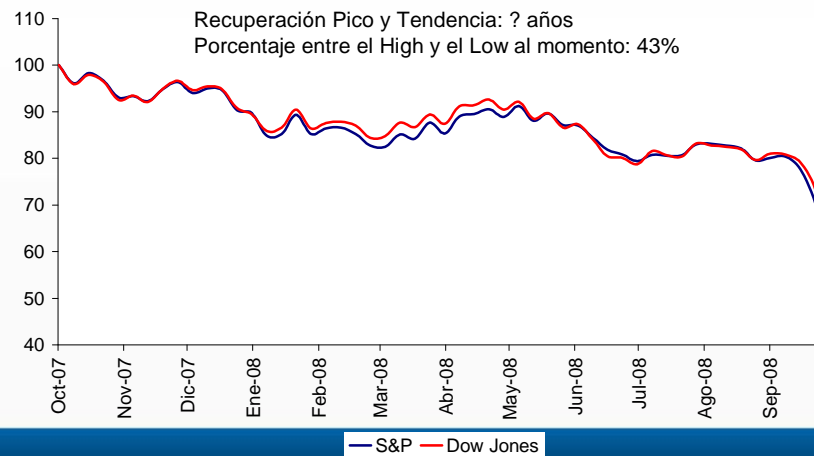
Crisis Petrolera del 73



Crisis 2001

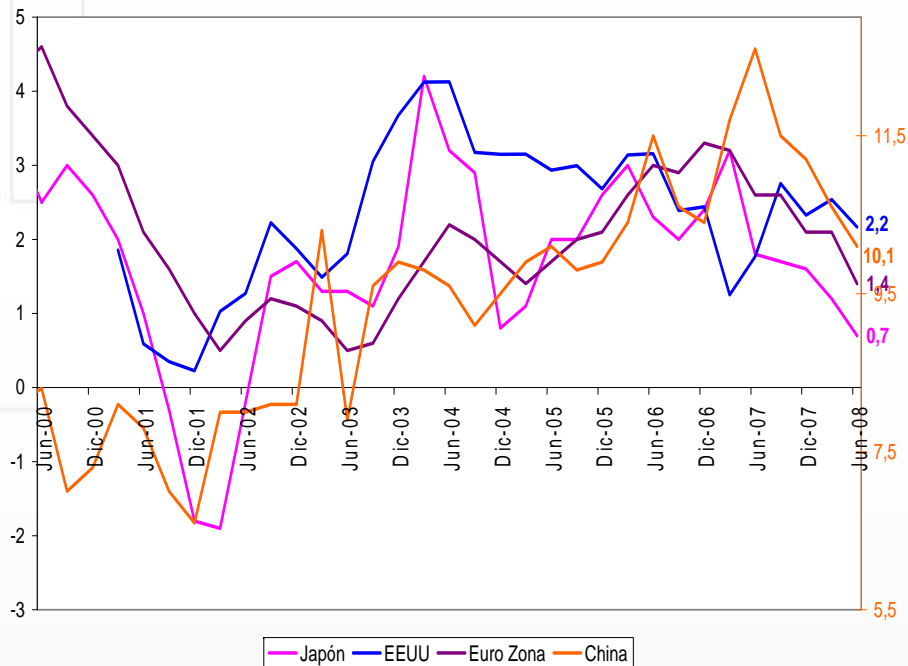


Crisis Subprime



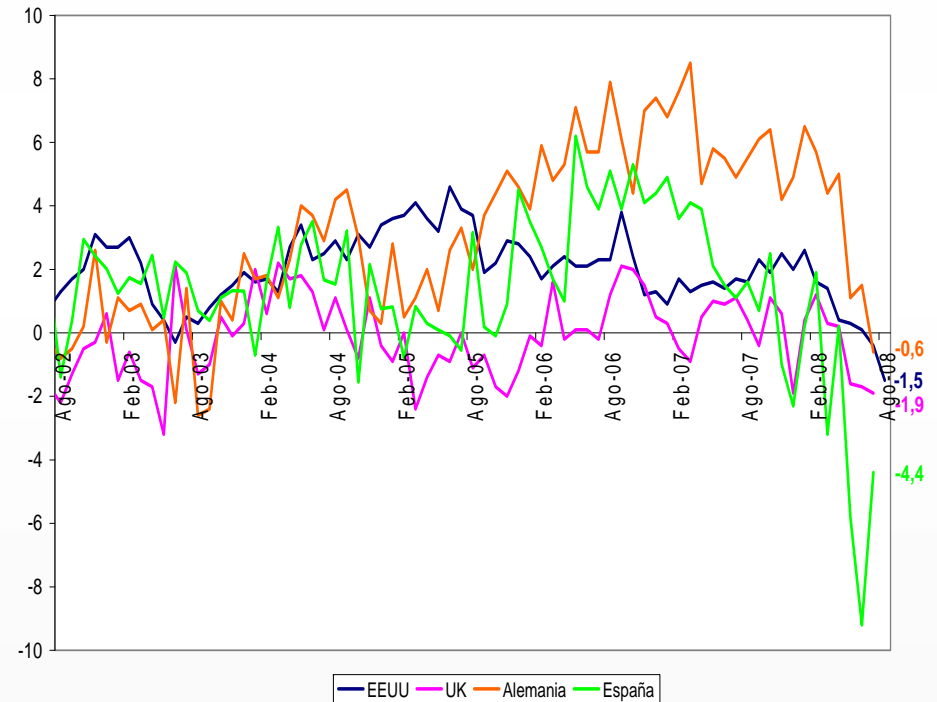
El contagio en Zona Euro, Reino Unido y Japón: en recesión. Y China crece mucho menos

Crecimiento PIB trimestral
(Variación anual %)



Fuente: Datastream, Bloomberg

Producción Industrial (IP)
Variación Anual



Fuente: Bloomberg



Según lo reconoce *The Economist*, se invierte el balance de riesgos

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



Lección 1, apoyada por Paul Krugman, premio Nóbel 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.



Lección 2, apoyada por Stephen Cecchetti del BIS

- Ha llegado la hora de que los bancos centrales (que aún no han asumido esa responsabilidad), sean los supervisores de los sectores financieros. Pues al lado de la estabilidad de precios, 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.



Lección 3, apoyada por la evidencia empírica

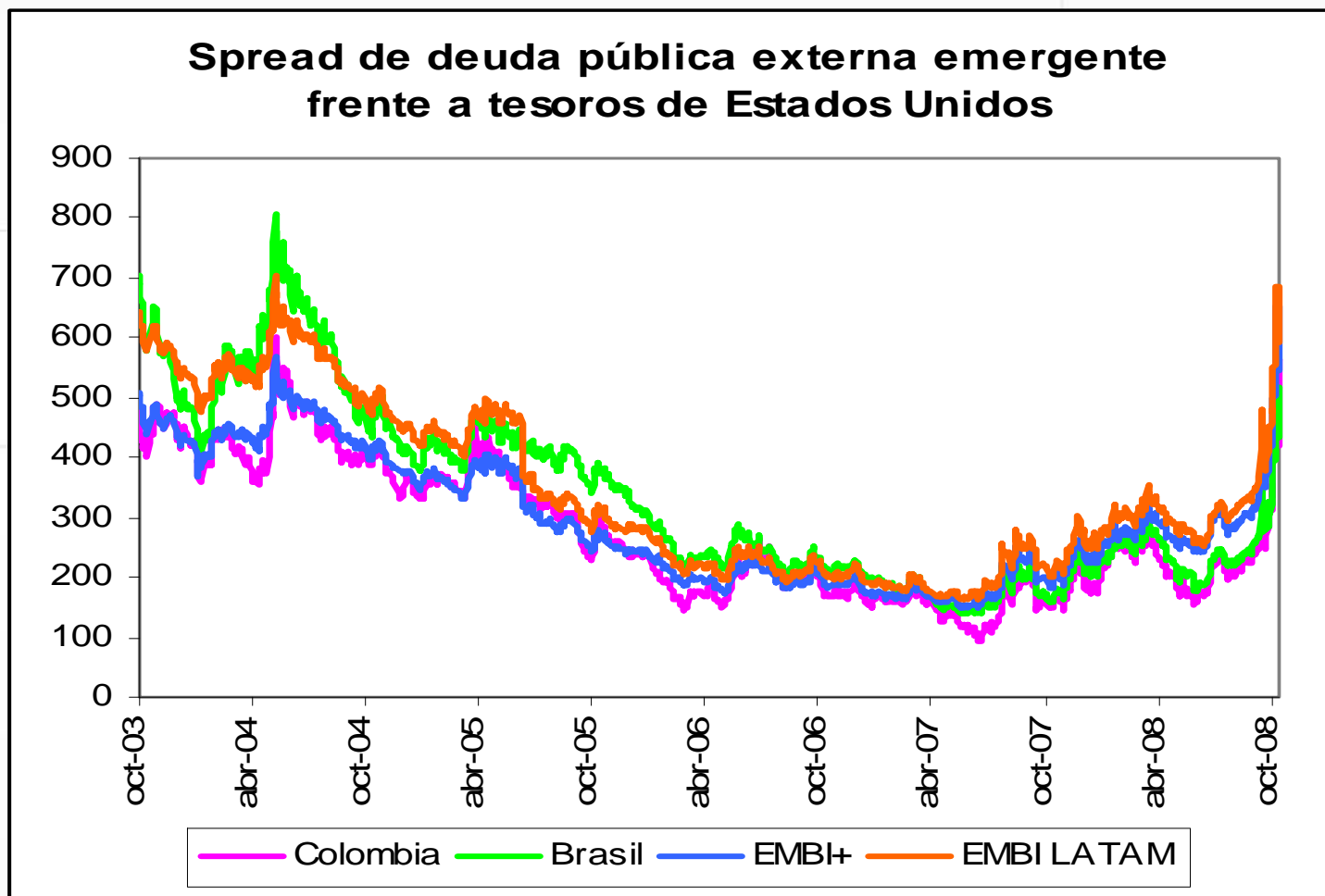
No podemos olvidar las duras lecciones de las crisis: la clave de la estabilidad financiera yace en la capacidad de anticipación que tenga la autoridad monetaria. Sólo reaccionar no sirve de nada.



III. EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS EMERGENTES

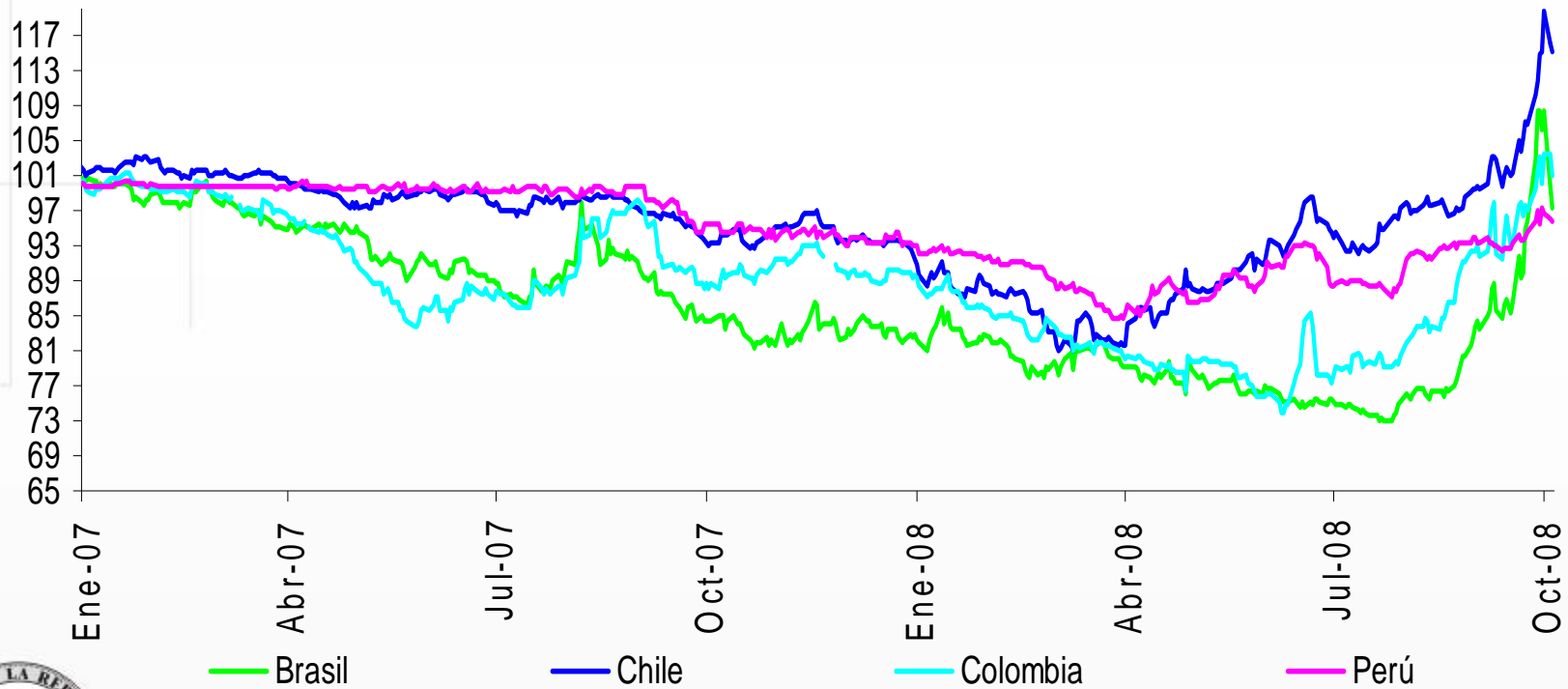


Se extiende la crisis de confianza: aumentan las primas de riesgo



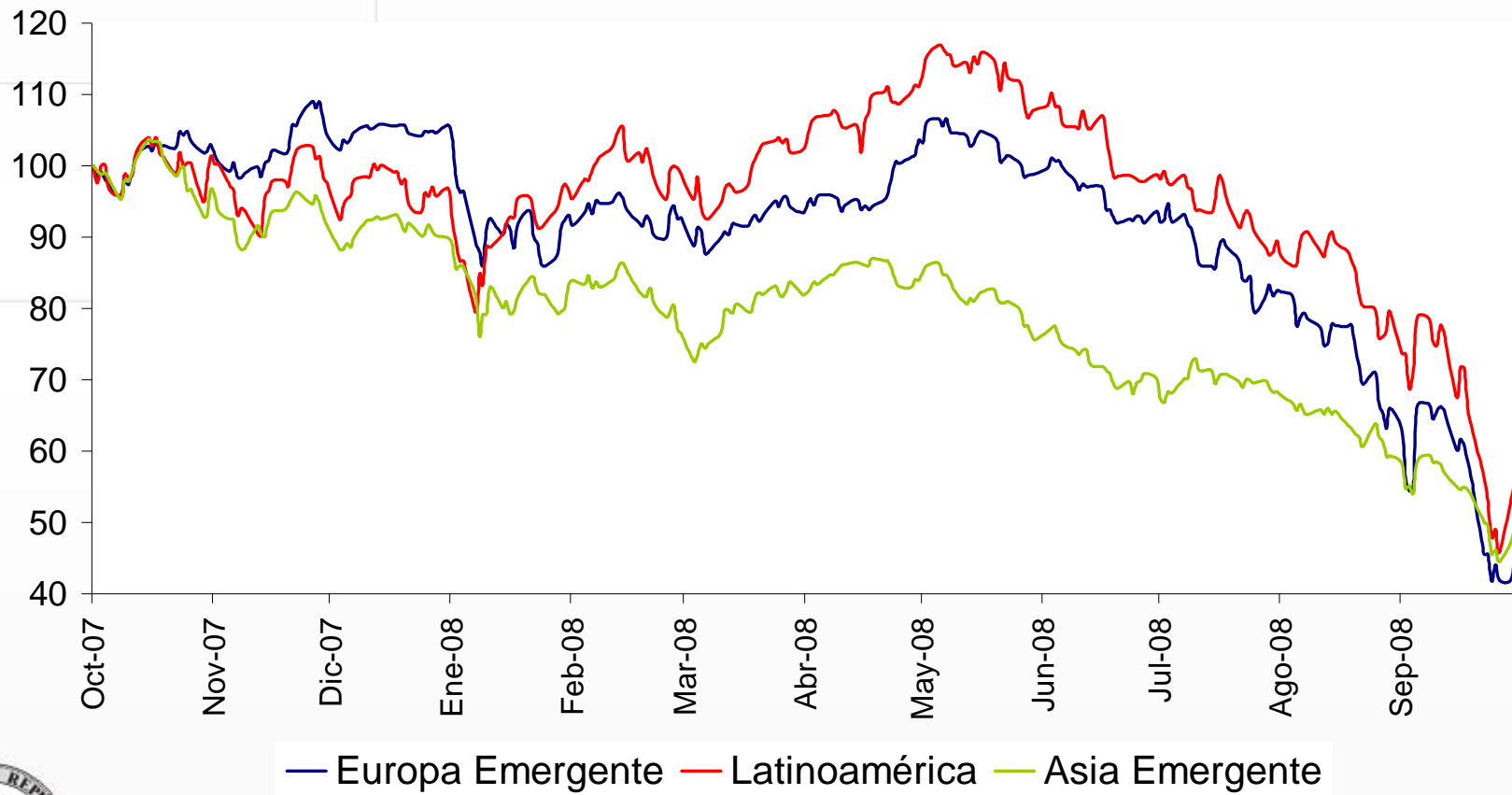
Las monedas se devalúan (hasta oct 14)

Índice de Tasa de Cambio Nominal, Países de la Región
Base Ene. de 2007 = 100

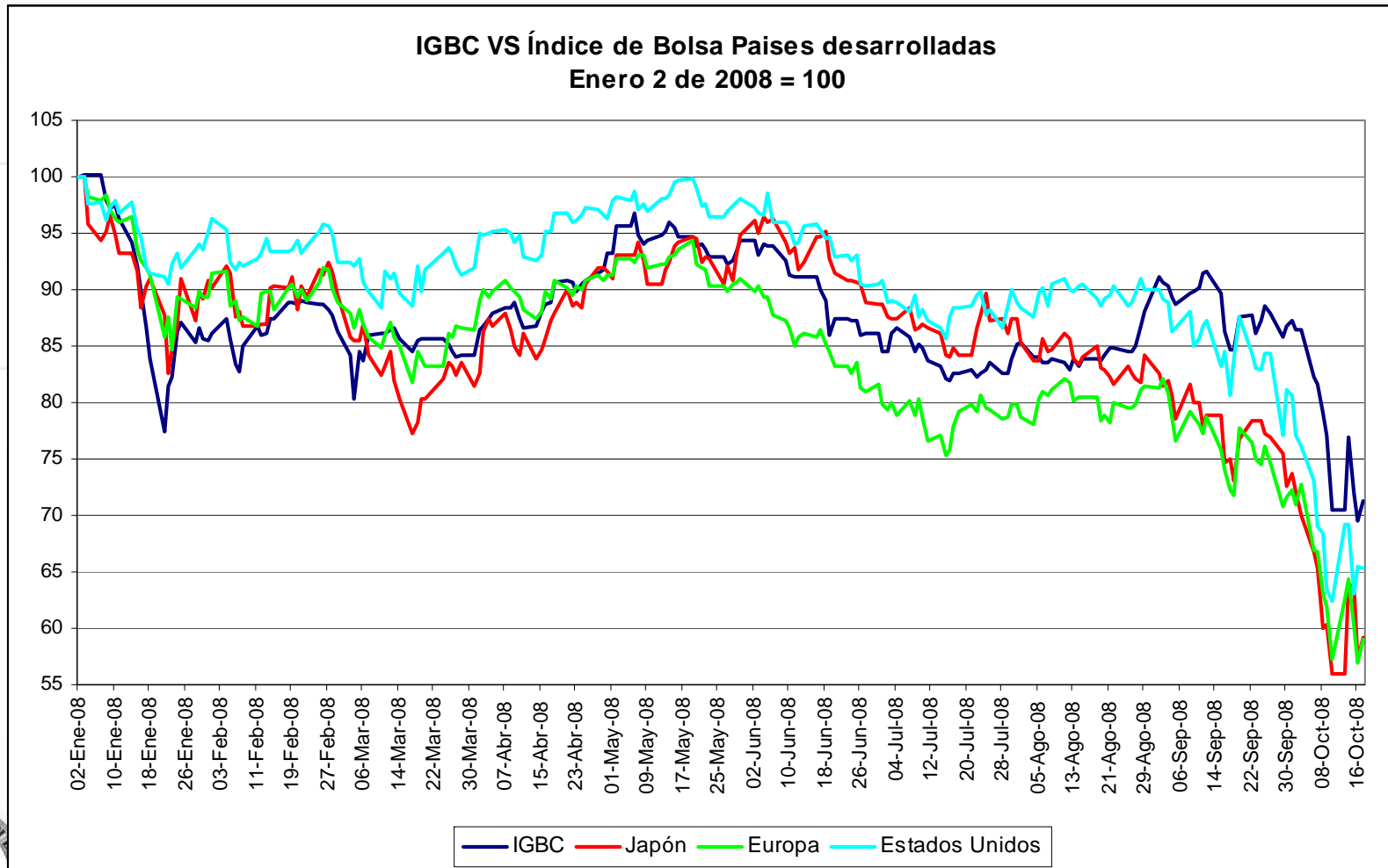


Caen las bolsas

Indice Accionario de MSCI
Base oct 2007



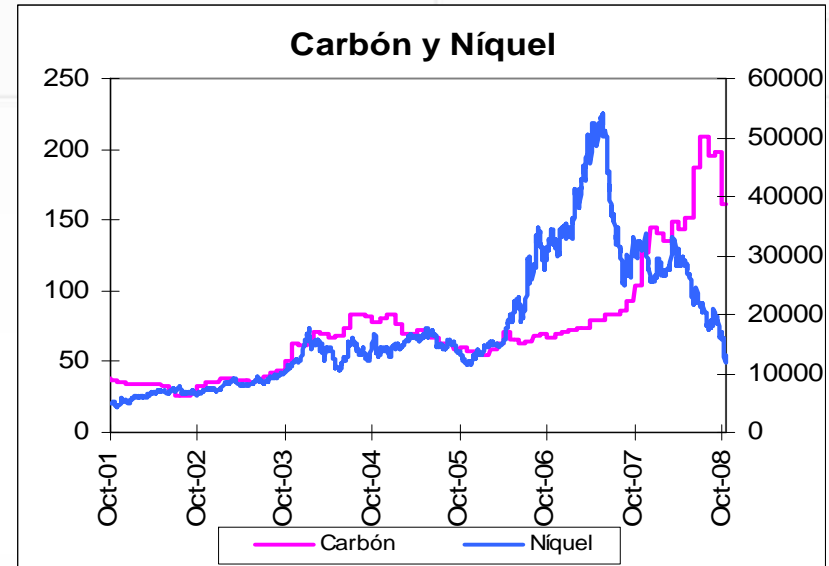
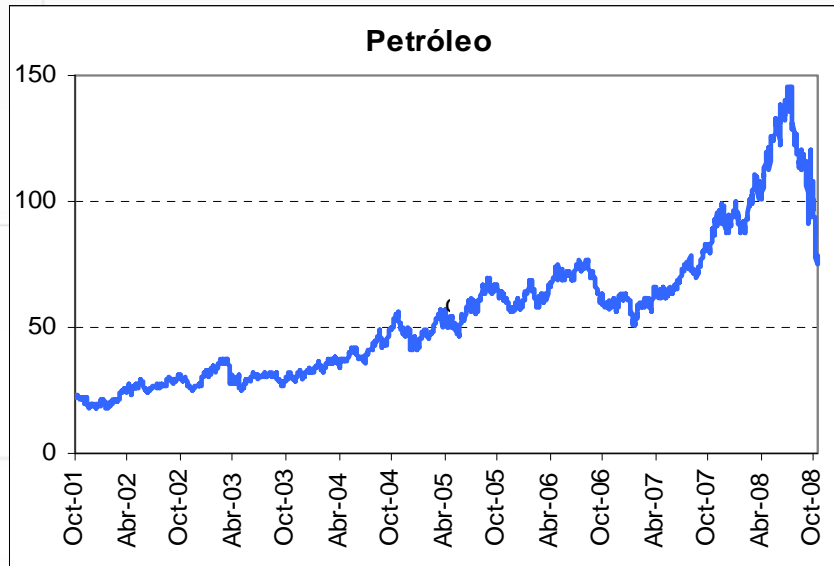
La bolsa de Colombia comparada con las de los ricos



- Los vientos recesivos de la Zona Euro, Reino Unido y Japón; la fuerte caída de la demanda de petróleo en China; y la apreciación del dólar, han provocado la reducción reciente de los precios del petróleo y otros *commodities*.
- Próximos contagios: ¿Venezuela y Ecuador?



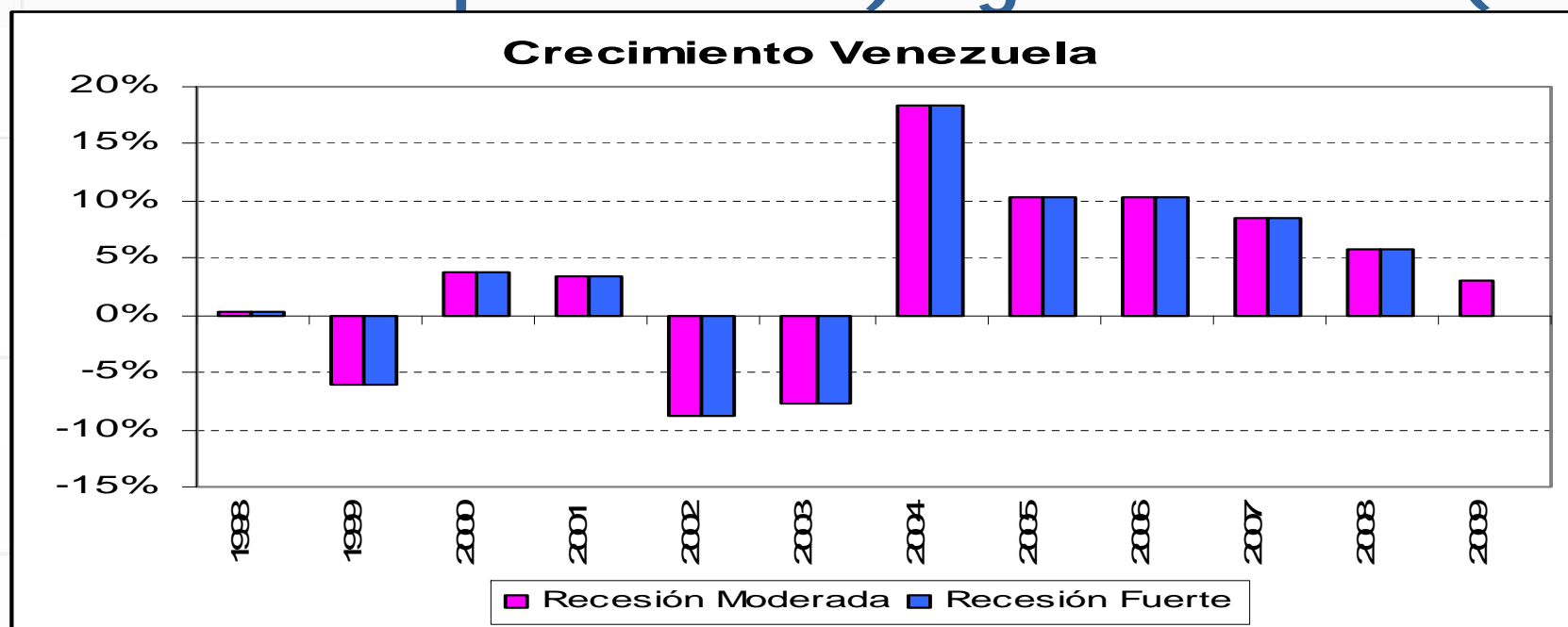
Precios de los *commodities*



Variación en los precios de commodities					
	Crudo WTI	Carbón	Oro	Níquel	Café
Hace un año	-4,4%	54,1%	19,9%	-61,2%	-11,2%
Hace dos años	32,8%	138,9%	55,2%	-63,2%	13,8%
ene08-jul08	23,7%	38,8%	6,8%	-31,5%	1,5%
ago08-oct 08	-36,0%	-17,7%	-1,7%	-33,6%	-15,9%
sep08-oct08	-29,5%	-19,2%	11,7%	-37,9%	-18,4%



Venezuela, nuestro primer mercado para los bienes de más alto valor agregado, se golpeará aún más por la caída del petróleo (93% de sus exportaciones). Igual Ecuador (60%)

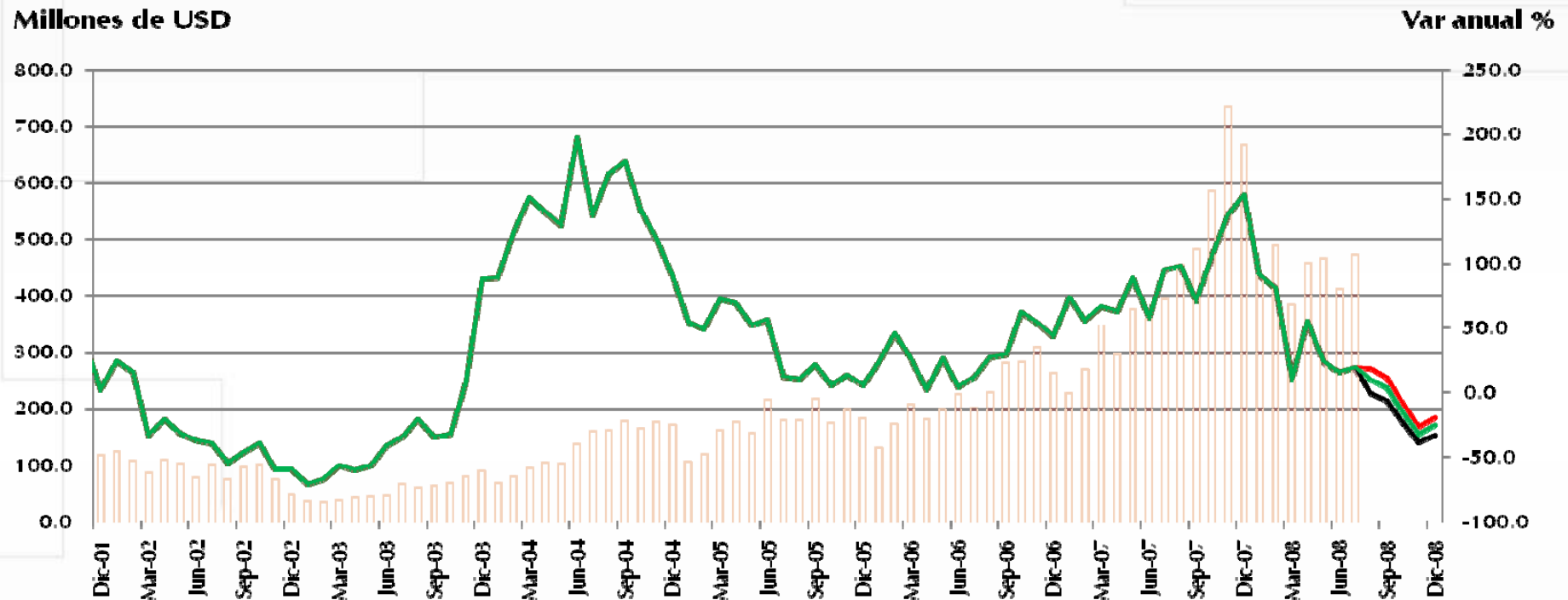


	2008	2009
Recesión Moderada	5,7%	3,0%
Recesión Fuerte	5,7%	0,0%



Que ya comenzó a resentirse en materia grave

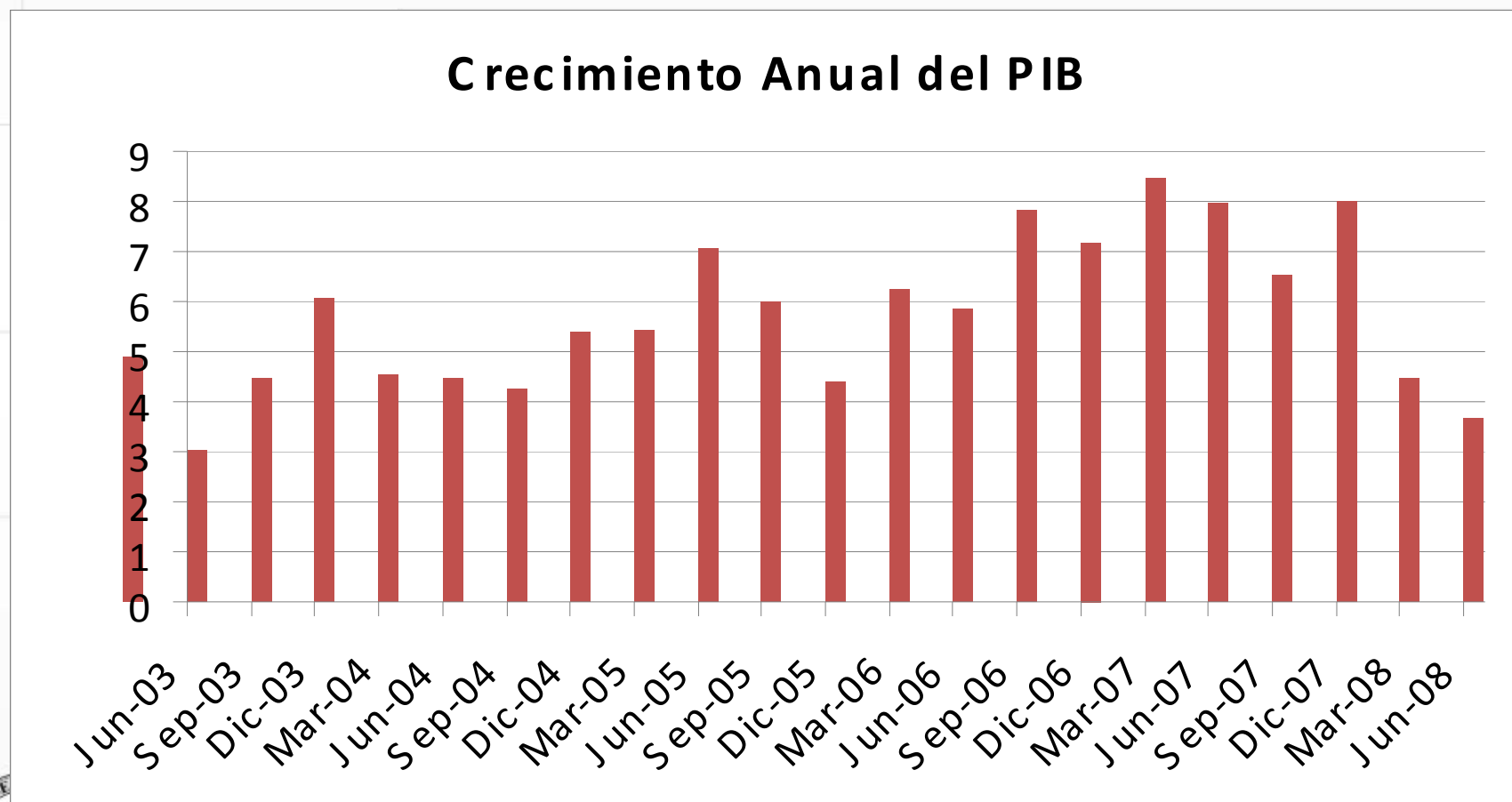
Proyección de las exportaciones no tradicionales a Venezuela 2008



IV. EL ESTADO DE LA ECONOMÍA EN COLOMBIA

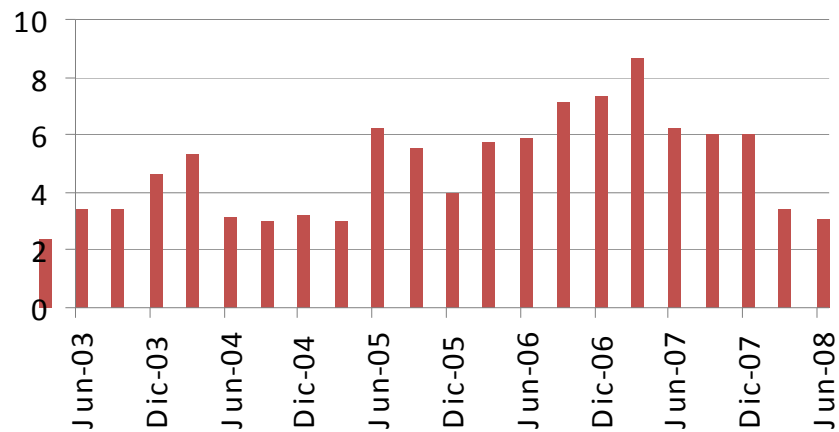


Fuerte desaceleración del crecimiento de la economía. El segundo trimestre el PIB creció 3.7%, su menor registro desde junio de 2003

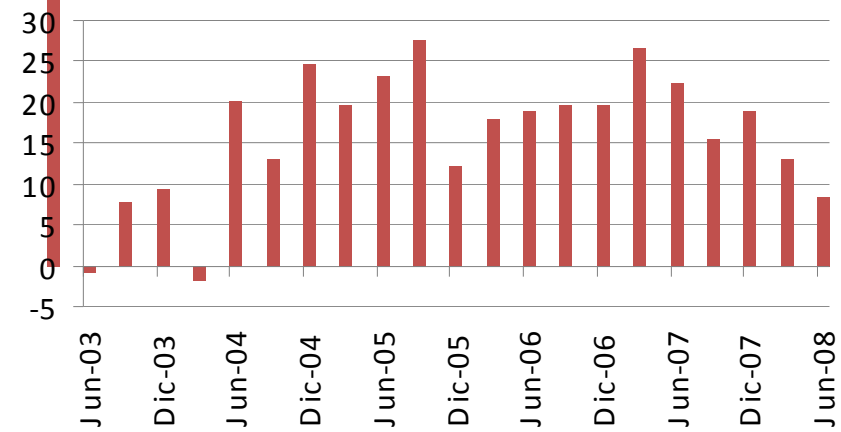


El consumo de los hogares y la inversión acusan marcada desaceleración

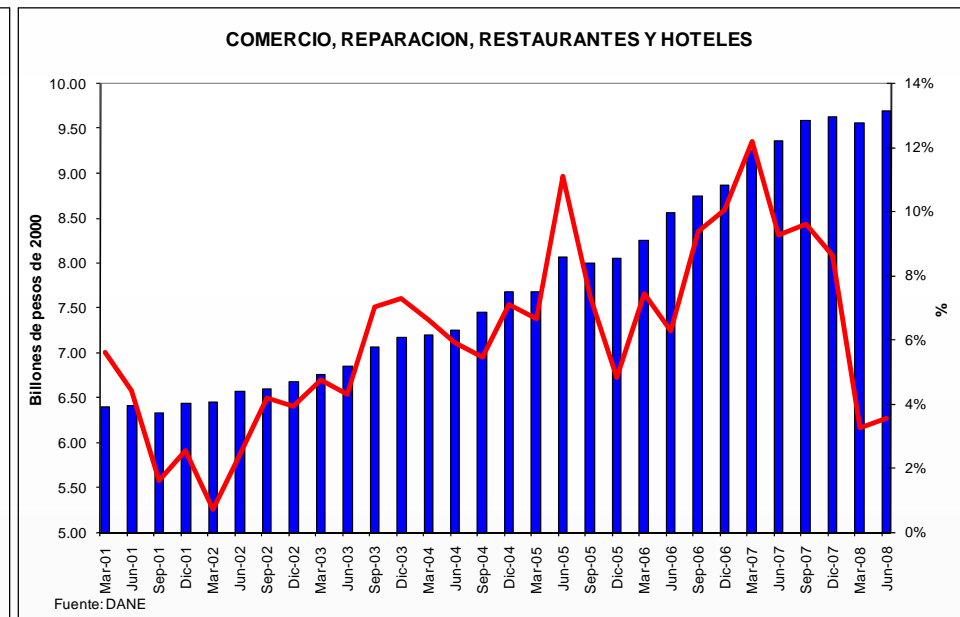
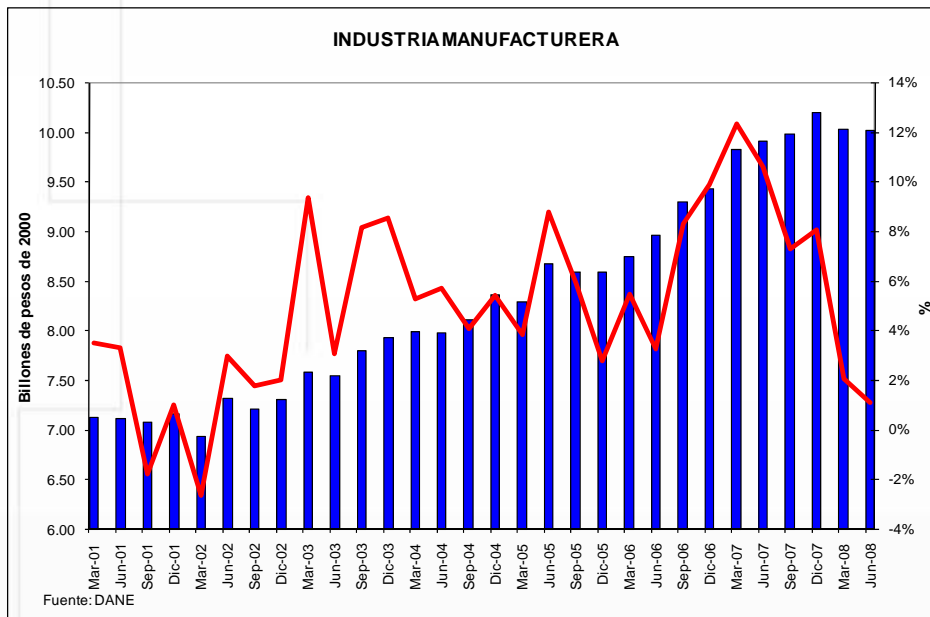
Consumo de los Hogares



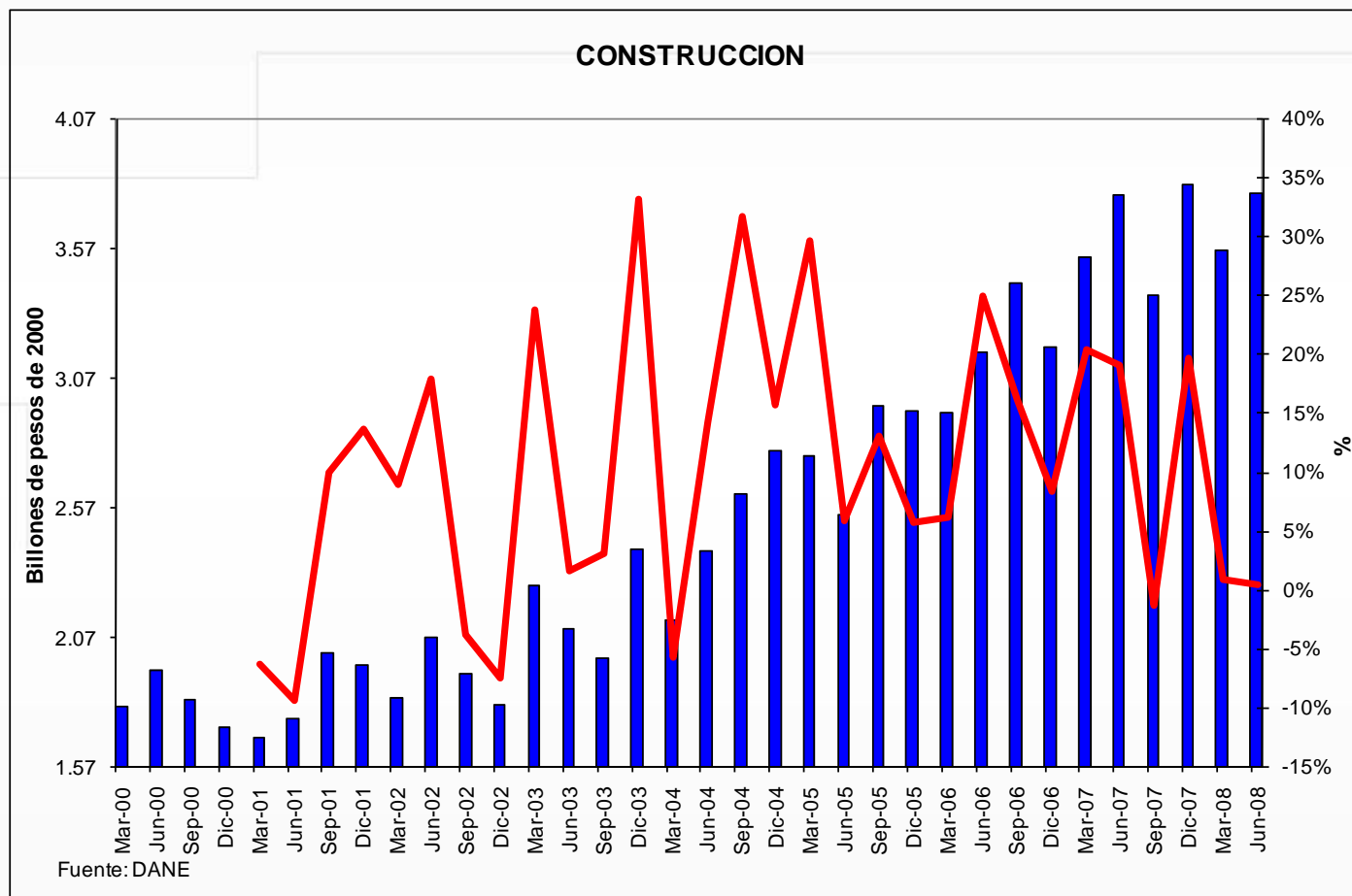
Inversión



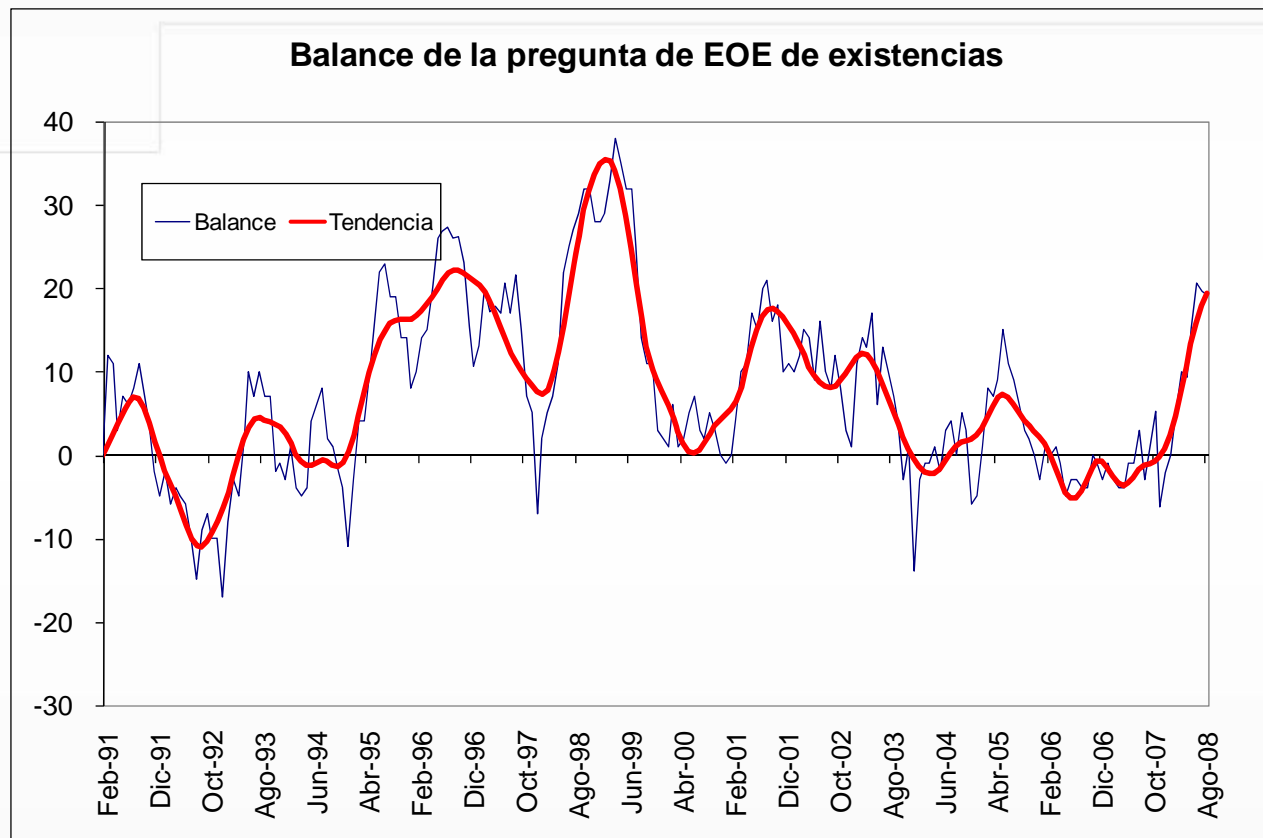
En agosto la industria cayó 8,8% y el empleo industrial 2,8%. En lo corrido del año a agosto decreció 0.8%. En tanto que el comercio crece por debajo del 4%



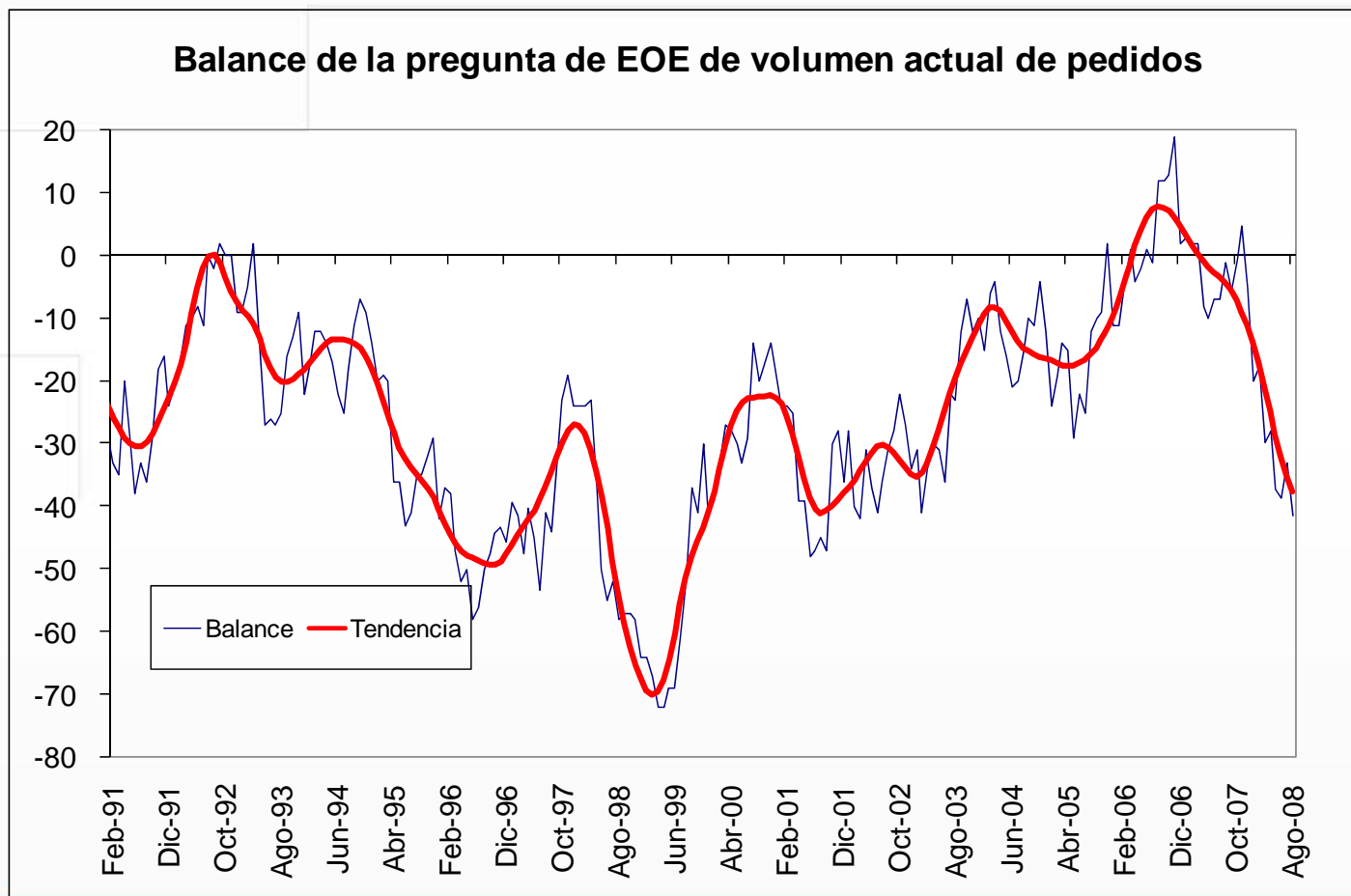
La construcción dejó de crecer



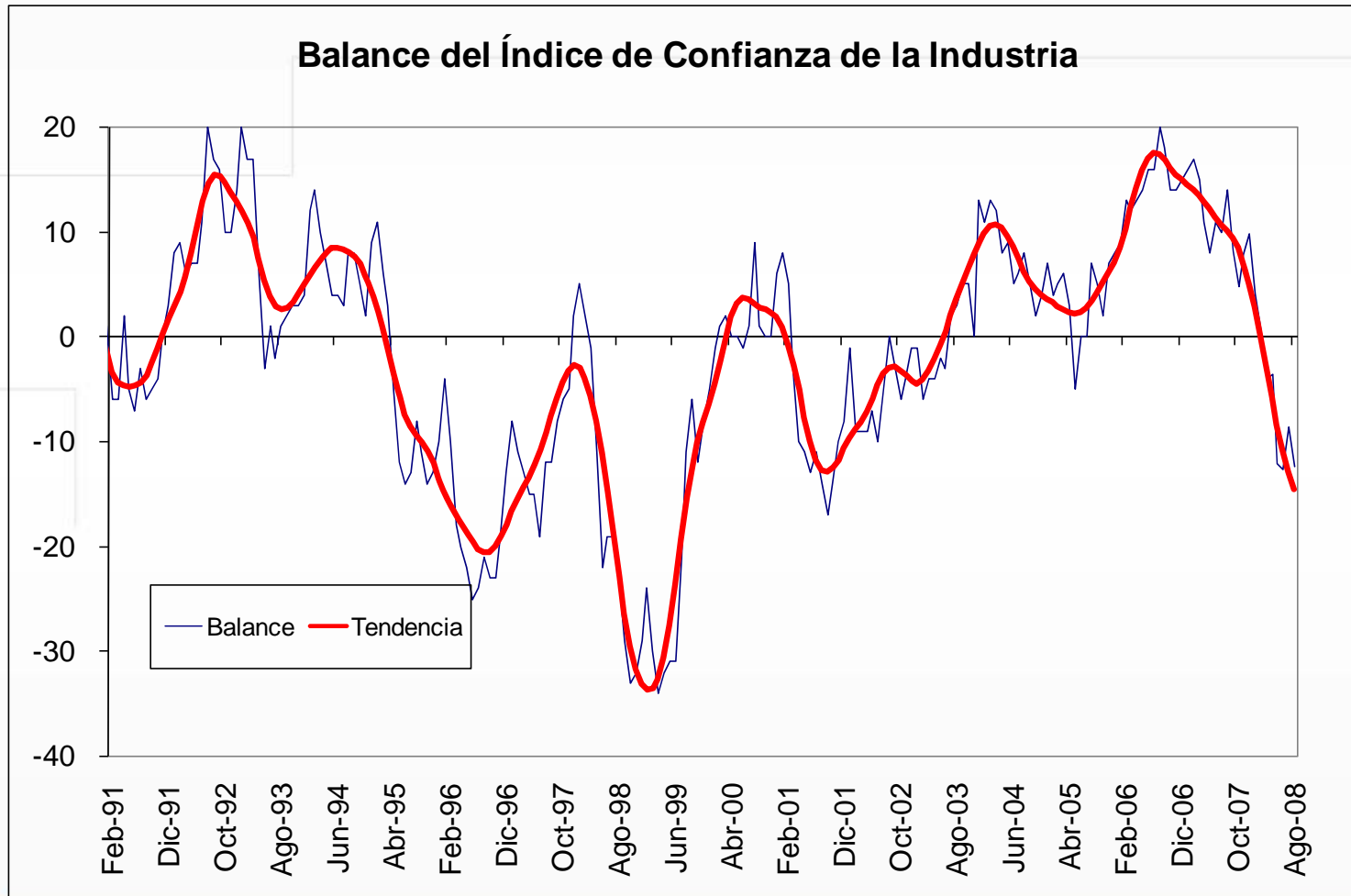
Industria: las existencias de productos terminados subiendo



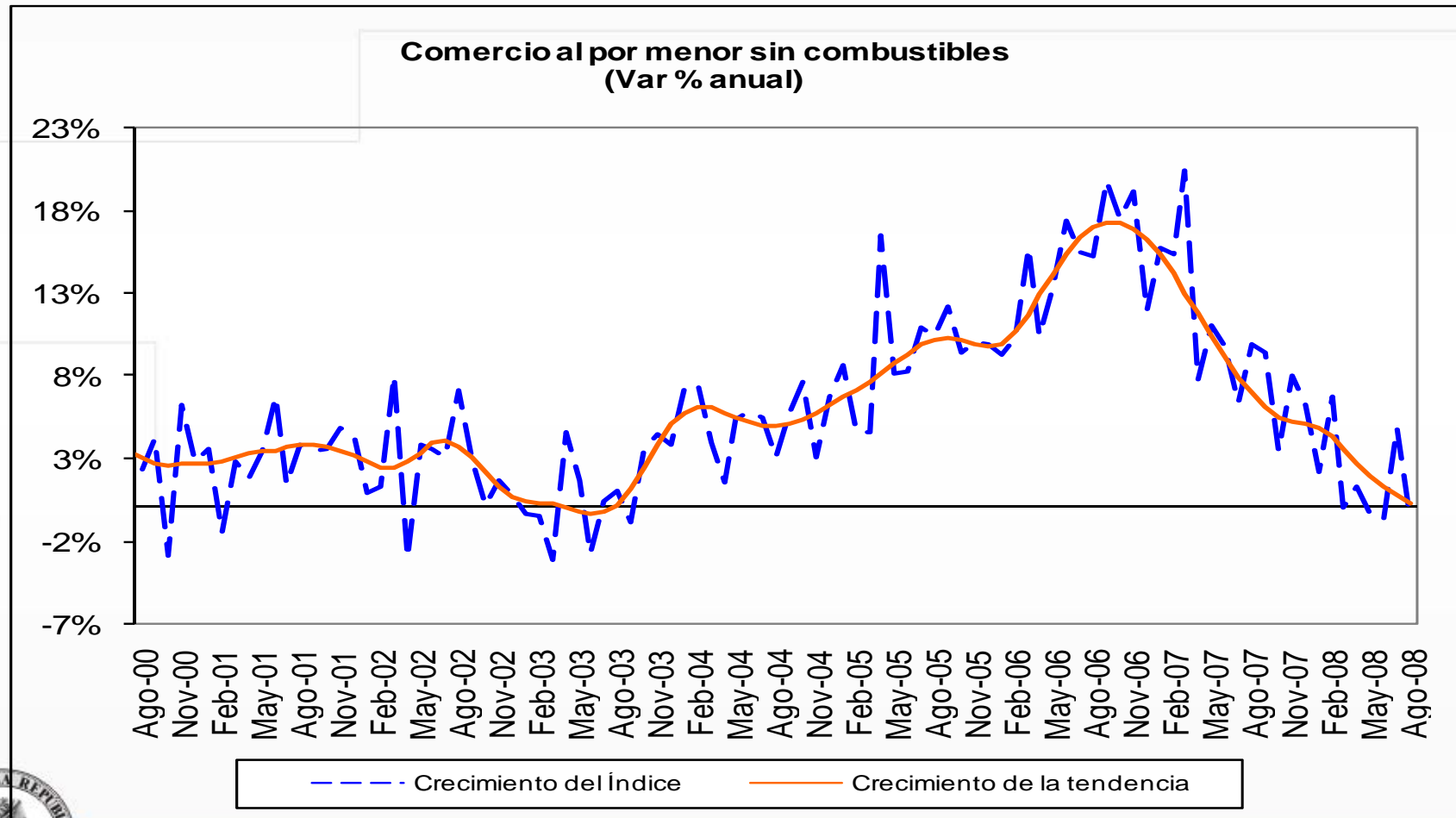
Industria: el volumen de pedidos bajando



Industria: el índice de confianza desplomándose

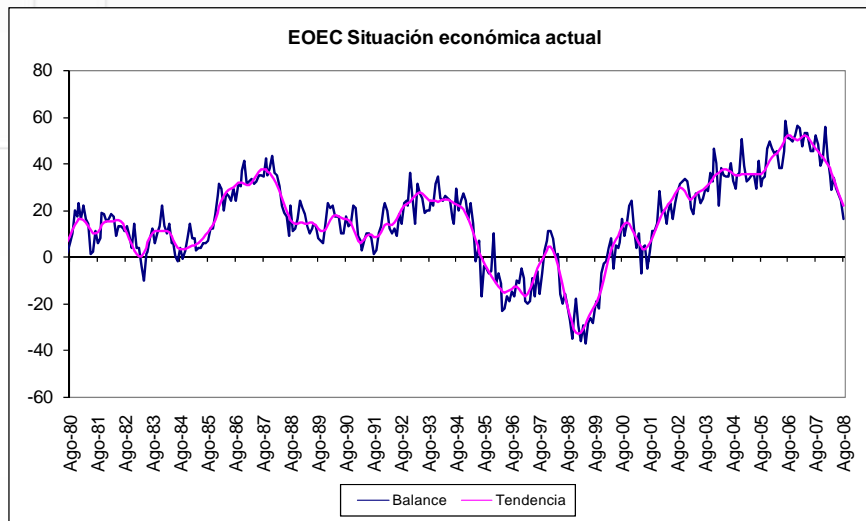


La tasa de crecimiento de las ventas al detal también desplomándose. En agosto de 2008 fue de -0.7%

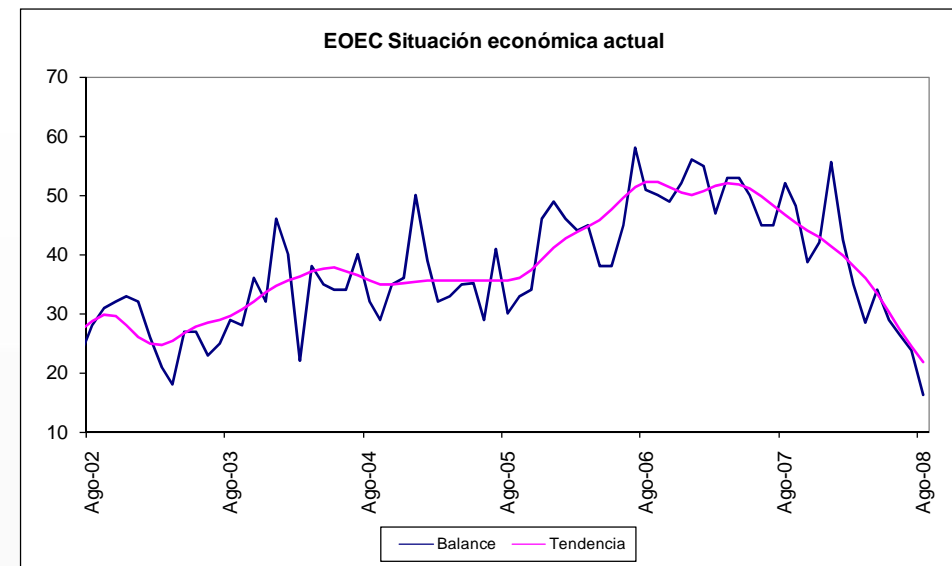


La situación económica del comercio deteriorándose

Histórico

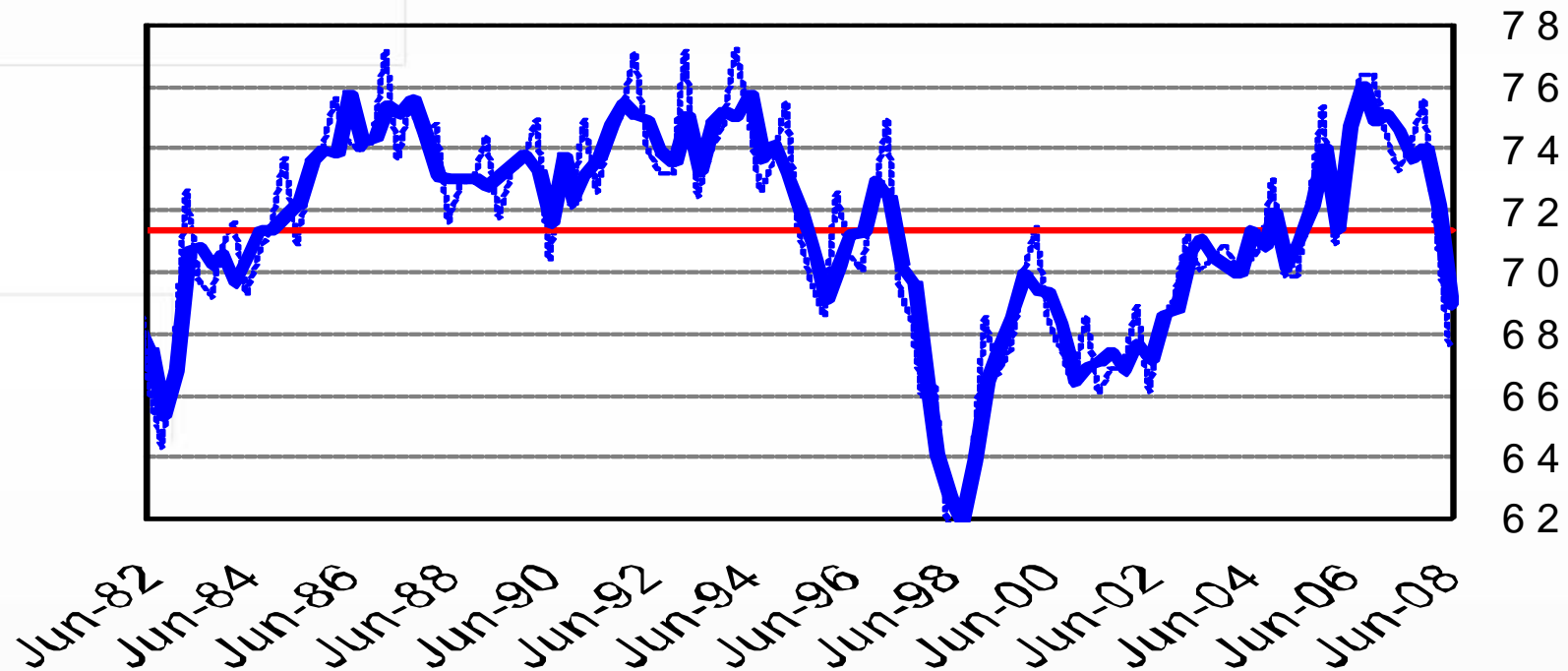


Últimos 7 años



La capacidad ociosa del aparato productivo incrementándose

Utilización de Capacidad Instalada

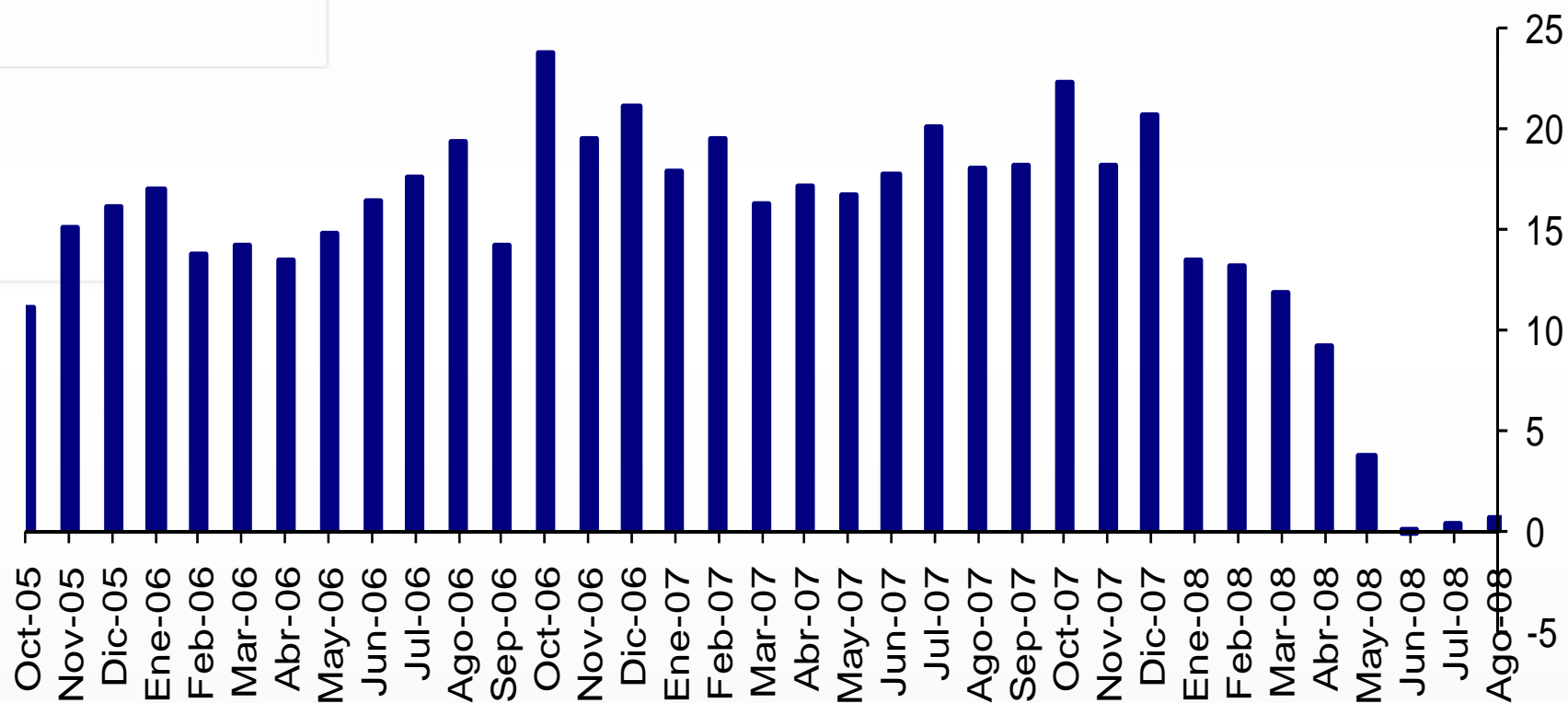


Fuente: Fedesarrollo



Encuesta del BR: expectativas de inversión marchitándose

3. Expectativas de inversión



Mi personal pronóstico es que en el segundo semestre el crecimiento del PIB será inferior al de la primera mitad, y para el año completo entre 3% y 3,5% (con sesgo a la baja), o sea la mitad de su potencial

	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%

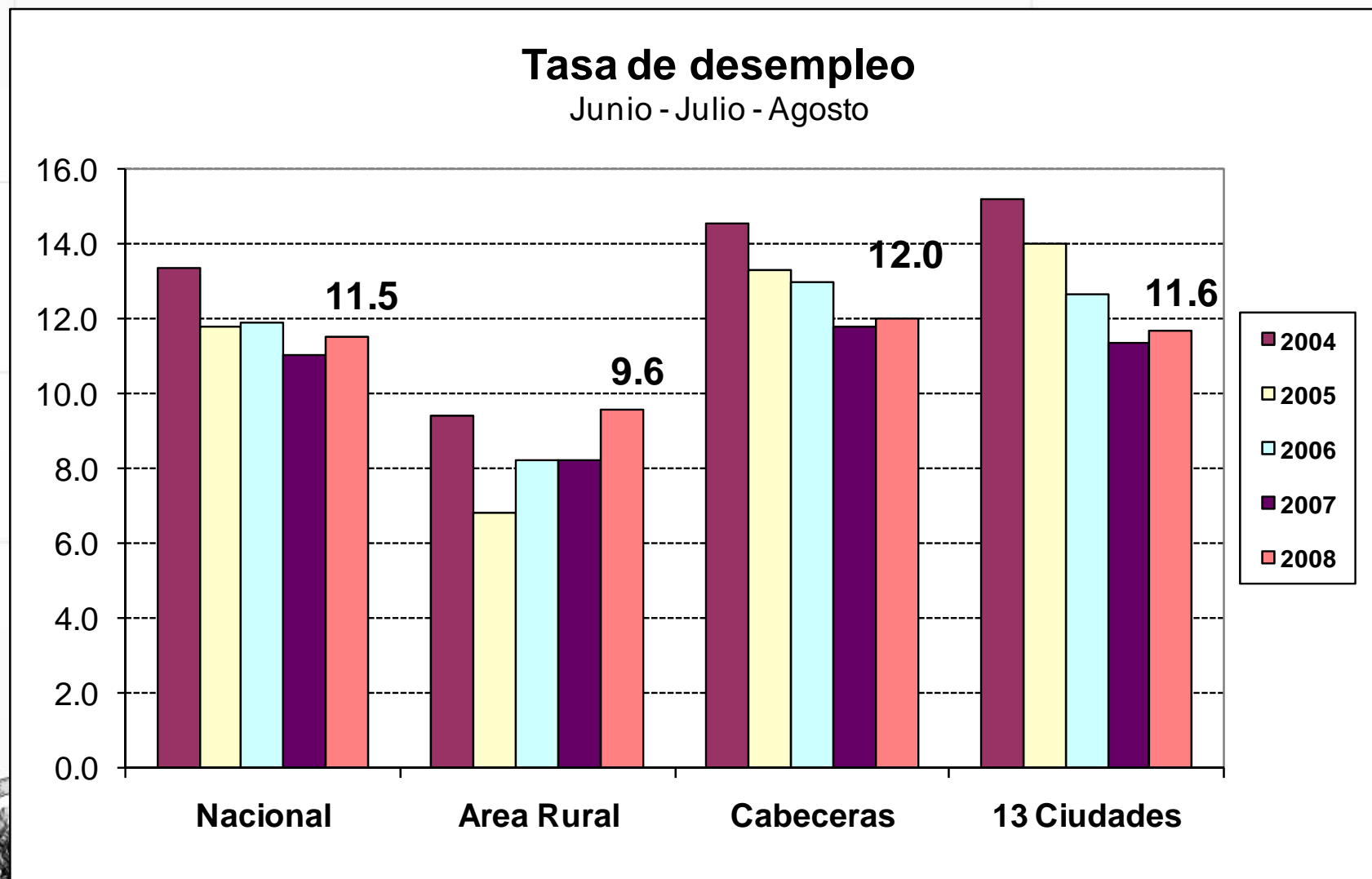


Y que para 2009 el PIB podría crecer por debajo del 2%, o sea la tercera parte de su potencial

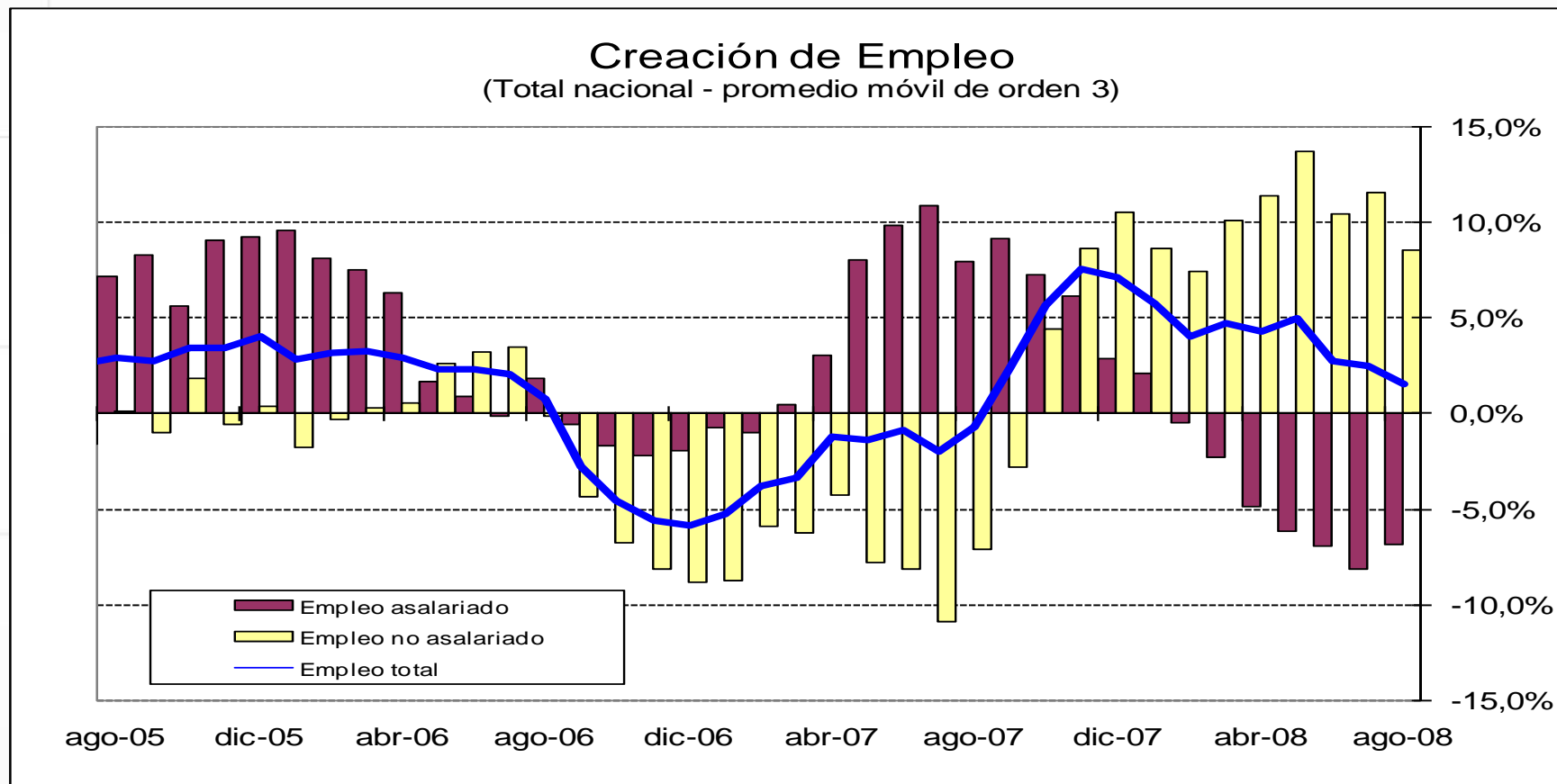
	Recesión Fuerte	Recesión Moderada
Supuestos		
Inversión Pública	8%	16%
Gasto Público	1.5%	3.5%
Precios del Petróleo	-44.3%	-19.7%
Resultados		
PIB	0.6%	3.7%
Ajustes	+0.3%	+0.3%
Pronóstico PIB	1%	4%



Resultado: la tasa de desempleo de nuevo subiendo, después de haber caído desde 2003



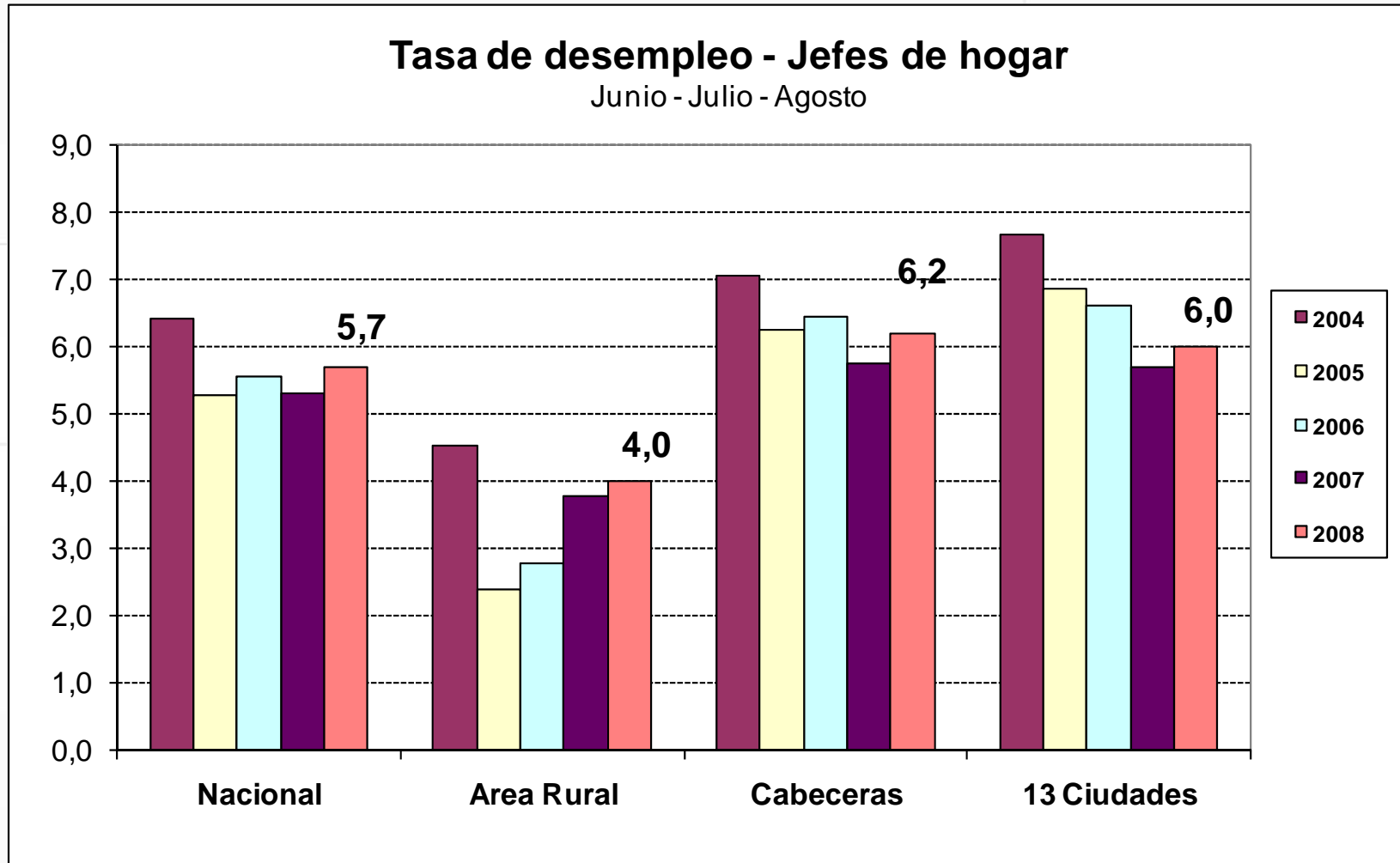
El empleo asalariado cayendo (-6,9%). La creación de empleo total sólo se explica por el dinamismo de los 'cuenta propia'



Fuente: GEIH – DANE.



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



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, debilitando la credibilidad del banco central. Por ello, éste no debe sostener una postura excesivamente dura porque podría afectar su independencia y el apoyo a la política de inflación objetivo, a la larga con resultados peores para el sector real y la inflación.
- 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.

El comunicado de la JDBR del 24 de Octubre

- Más liquidez al sistema financiero: reducción del encaje de 10% a 9%; más operaciones repos a mayores plazos (14 y 30 días); más compras de TES (\$500 mil millones y con producto de opciones de volatilidad; cierre de la contracción.
- "...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."

Gracias

