

**El momento económico**

**XXVII Congreso ALACAT 2011**

**Carlos Gustavo Cano**

**Codirector**

**Cartagena, Mayo 4 de 2011**

**Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva**



- I. El contexto externo
- II. El crecimiento
- III. El empleo
- IV. La inflación
- V. La revaluación
- VI. Enfermedad holandesa y regla fiscal
- VII. Postura de política monetaria y regulación macro-prudencial (RMP)

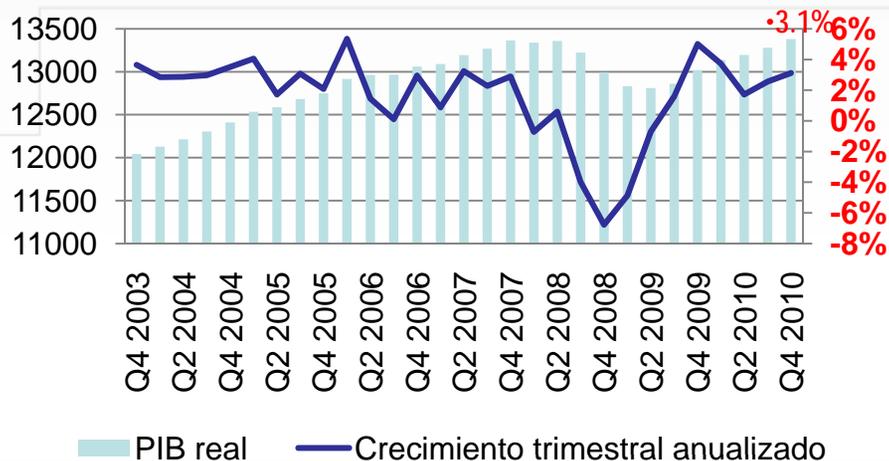


# I. EL CONTEXTO EXTERNO

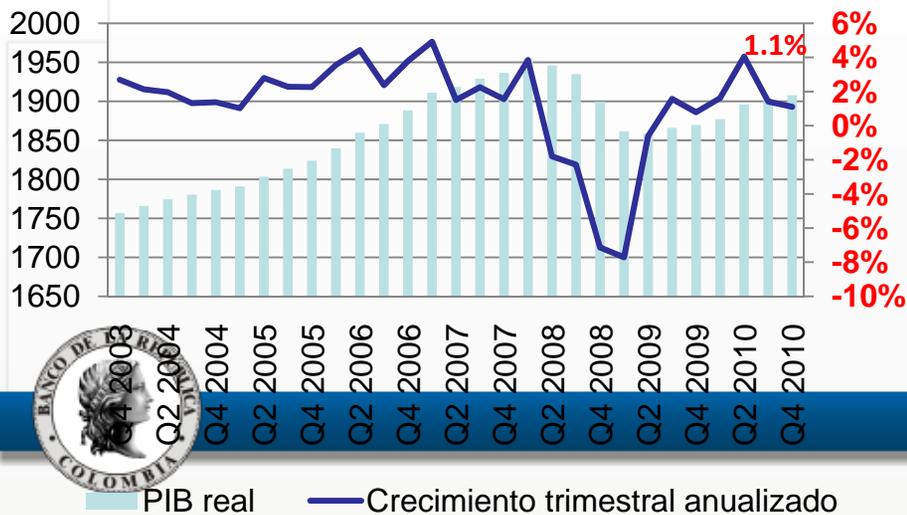


# En el mundo rico EU a la cabeza del crecimiento, pero con enorme déficit fiscal. La UE estancada (excepto por el gran dinamismo de Alemania), lo mismo que Japón

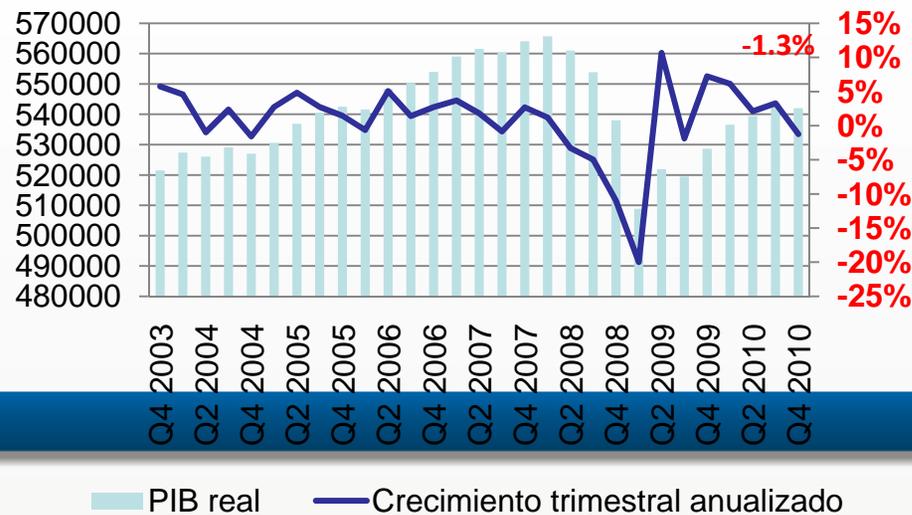
## EEUU



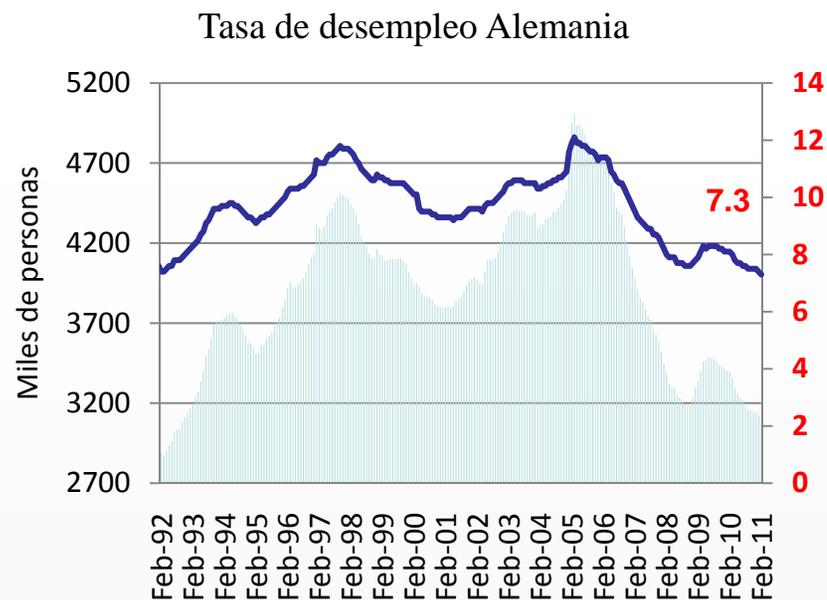
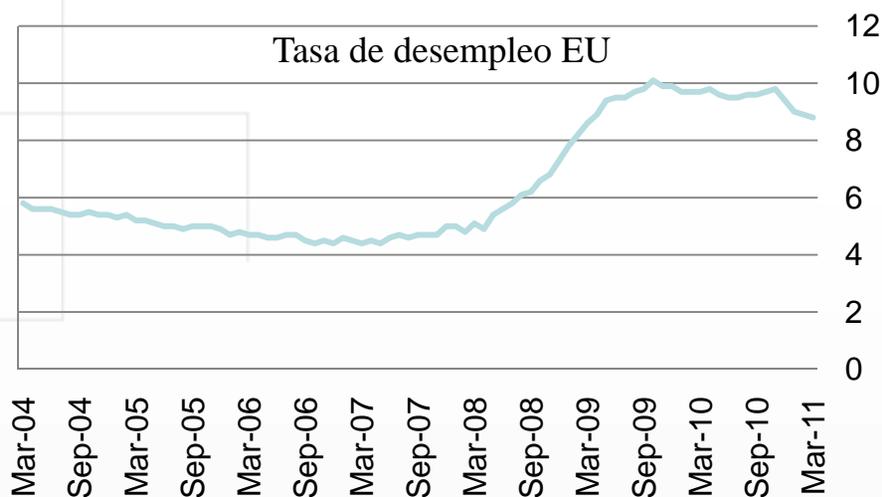
## Zona Euro



## Japón



# En Estados Unidos y Alemania el desempleo reduciéndose, aunque en el primero más lentamente



# Los pronósticos de crecimiento de los países ricos. Muy por debajo del conjunto mundial

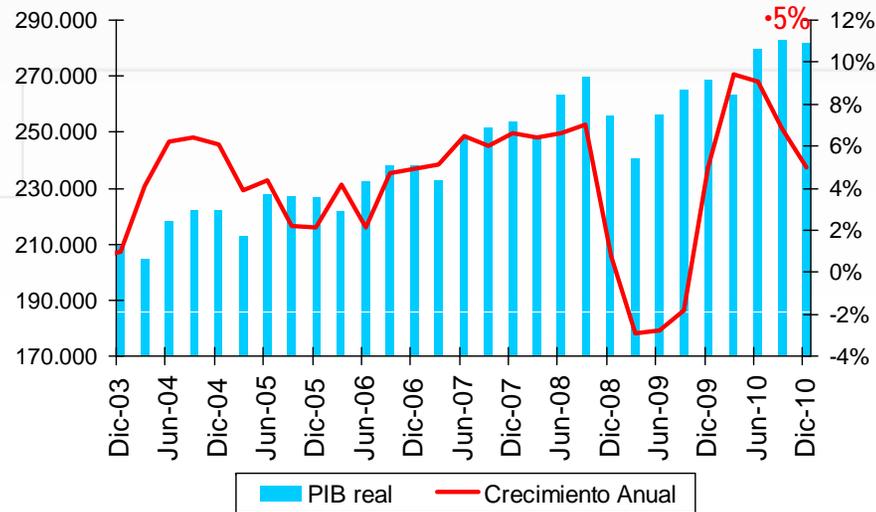
| Proyecciones de crecimiento económico |              |              |              |          |              |              |          |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------|--------------|--------------|----------|
|                                       | 2011         |              |              |          | 2012         |              |          |
|                                       | Hace 90 días | Hace 60 días | Hace 30 días | Consenso | Hace 60 días | Hace 30 días | Consenso |
| <b>Mundo</b>                          | 3.5          | 3.6          | 3.6          | 3.6      | 3.9          | 3.9          | 3.9      |
| <b>EEUU</b>                           | 2.8          | 3.1          | 3.1          | 3        | 3.1          | 3.2          | 3.2      |
| <b>Japón</b>                          | 1.3          | 1.3          | 1.3          | 0.9      | 1.8          | 1.8          | 2.2      |
| <b>Reino Unido</b>                    | 1.9          | 1.8          | 1.8          | 1.7      | 2            | 2            | 2        |
| <b>Zona Euro</b>                      | 1.6          | 1.6          | 1.7          | 1.8      | 1.7          | 1.8          | 1.8      |
| <b>Francia</b>                        | 1.6          | 1.6          | 1.7          | 1.7      | 1.8          | 1.9          | 1.9      |
| <b>Alemania</b>                       | 2.5          | 2.6          | 2.6          | 2.7      | 2.1          | 2            | 2.1      |
| <b>Italia</b>                         | 1.1          | 1.1          | 1.1          | 1.3      | 1.3          | 1.3          | 1.3      |

Fuente: Consensus Forecast, Abril 2011

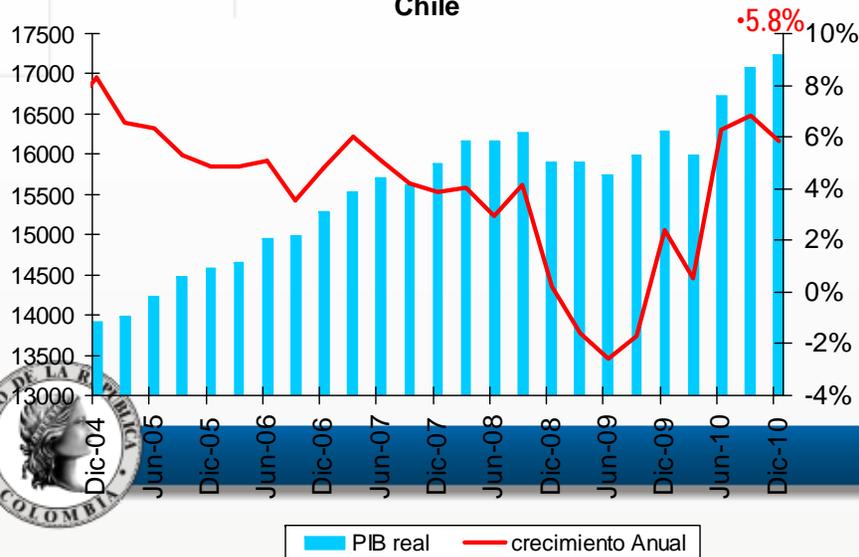


# En cambio las economías emergentes latinoamericanas mucho mejor, aunque su ritmo se ha moderado últimamente

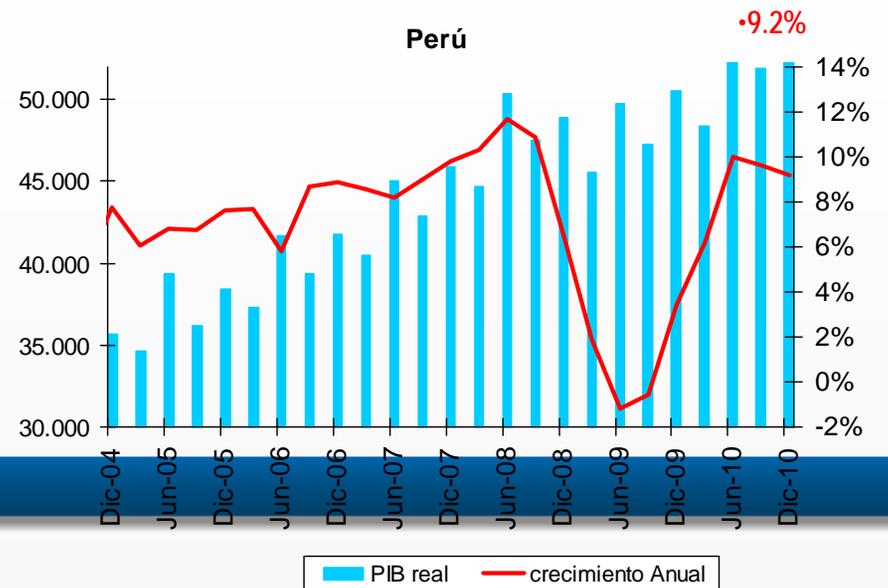
Brasil



Chile

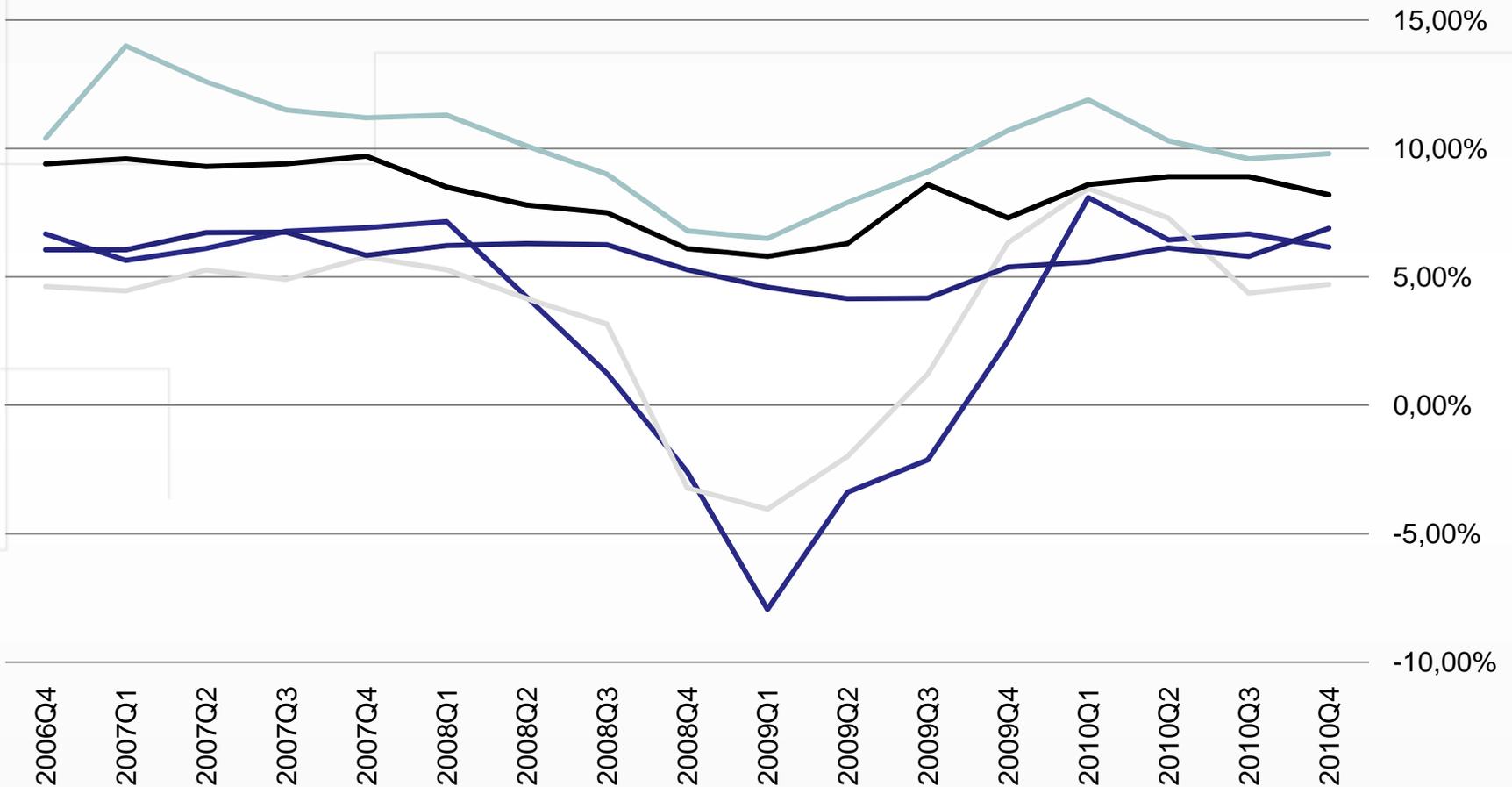


Perú



# En cuanto al Asia emergente, su crecimiento mantiene el dinamismo

Crecimiento económico Asia (variación anual)



— China — Hong Kong — Corea — India — Indonesia

# Pronósticos sobre nuestros principales socios

| Proyecciones de<br>Crecimiento<br>Socios                 | Obsevado<br>2010 | 2011                            |            |                                 | 2012                            |            |                                 |
|--|------------------|---------------------------------|------------|---------------------------------|---------------------------------|------------|---------------------------------|
|  |                  | Menor<br>Crecimiento<br>Mundial | Central    | Mayor<br>Crecimiento<br>Mundial | Menor<br>Crecimiento<br>Mundial | Central    | Mayor<br>Crecimiento<br>Mundial |
|  |                  | EEUU                            | 2.9        | 2.2                             | 2.7                             | 3.2        | 2.2                             |
| Zona Euro  | 1.7              | 1.2                             | 1.6        | 2                               | 1.2                             | 1.8        | 2.4                             |
| Venezuela  | -1.4             | 0.5                             | 1.5        | 2.5                             | 1                               | 2          | 3                               |
| Ecuador  | 2.3              | 2                               | 2.7        | 3.4                             | 2                               | 2.8        | 3.6                             |
| China  | 10.3             | 8.5                             | 9          | 9.5                             | 8.5                             | 9          | 9.5                             |
| <b>Total Socios<br/>(ponderado X no<br/>tradicional)</b> | <b>3.4</b>       | <b>2.9</b>                      | <b>3.3</b> | <b>3.7</b>                      | <b>2.9</b>                      | <b>3.4</b> | <b>3.9</b>                      |

Rojo: Pronóstico enero de 2011



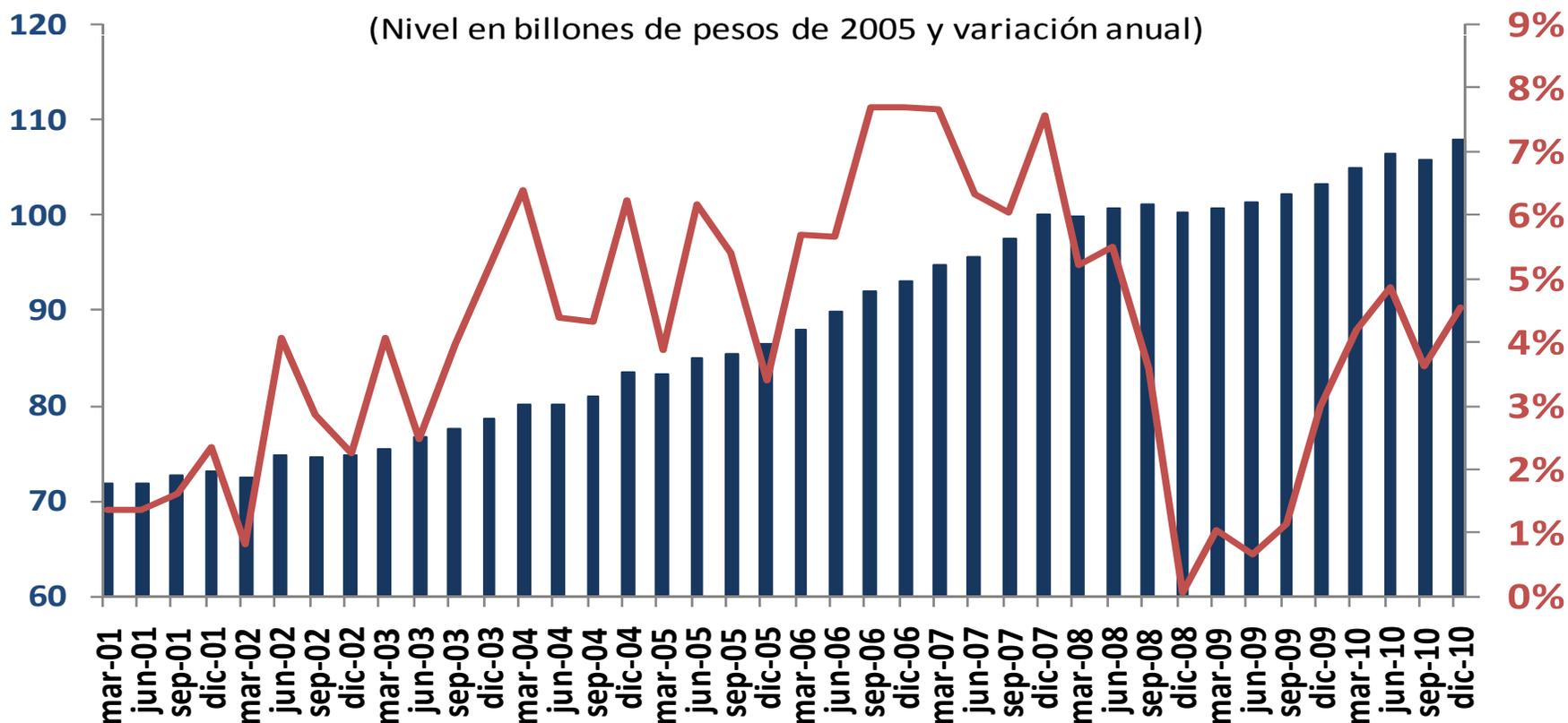
## **II. EL CRECIMIENTO**



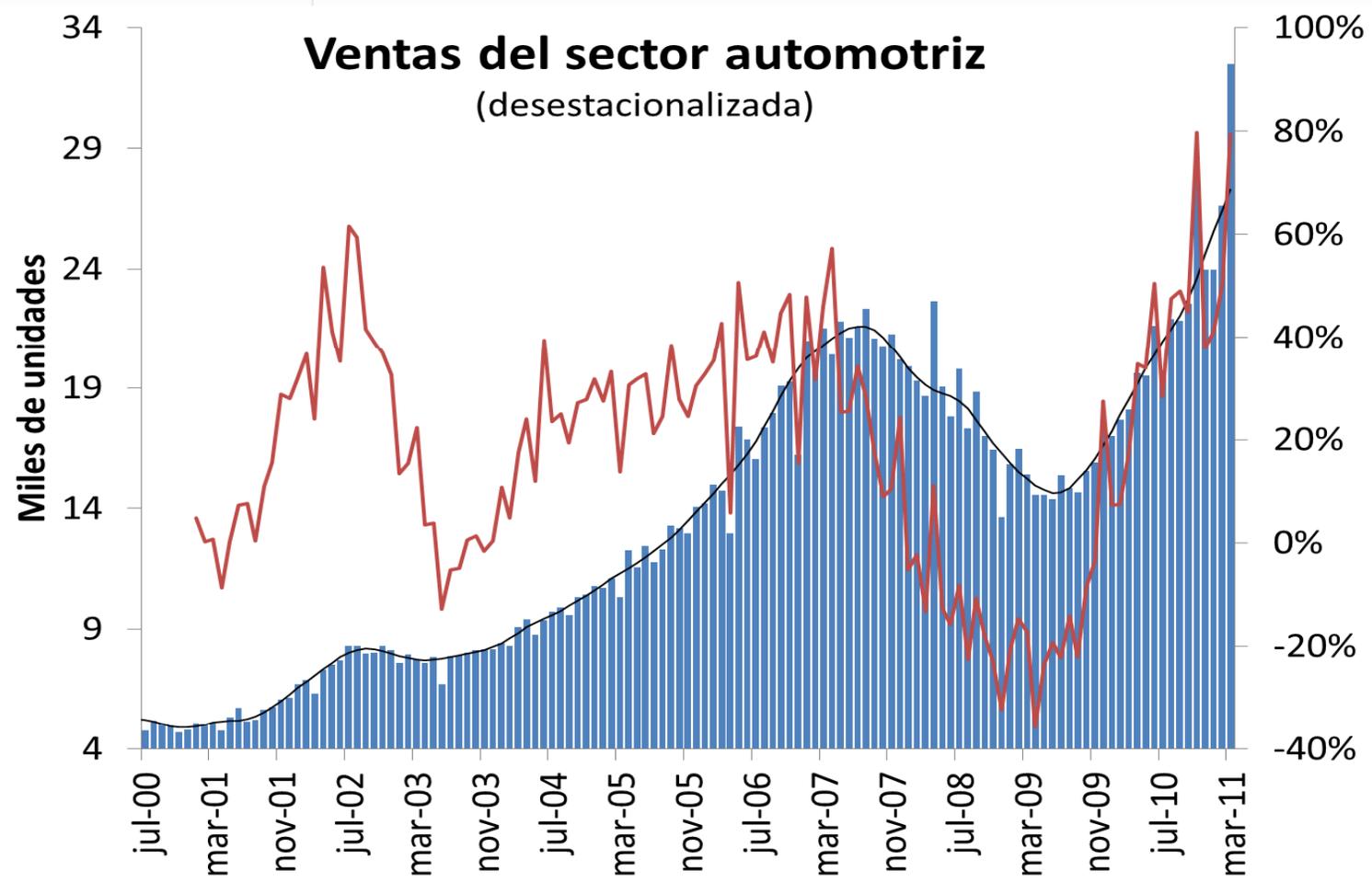
**2010: PIB creció 4,3%. De lado de la demanda, consumo privado (en especial bienes durables) y del Gobierno, e inversión privada, los principales motores. Del lado de la oferta, el sector minero-energético y el comercio**

## PRODUCTO INTERNO BRUTO

(Nivel en billones de pesos de 2005 y variación anual)

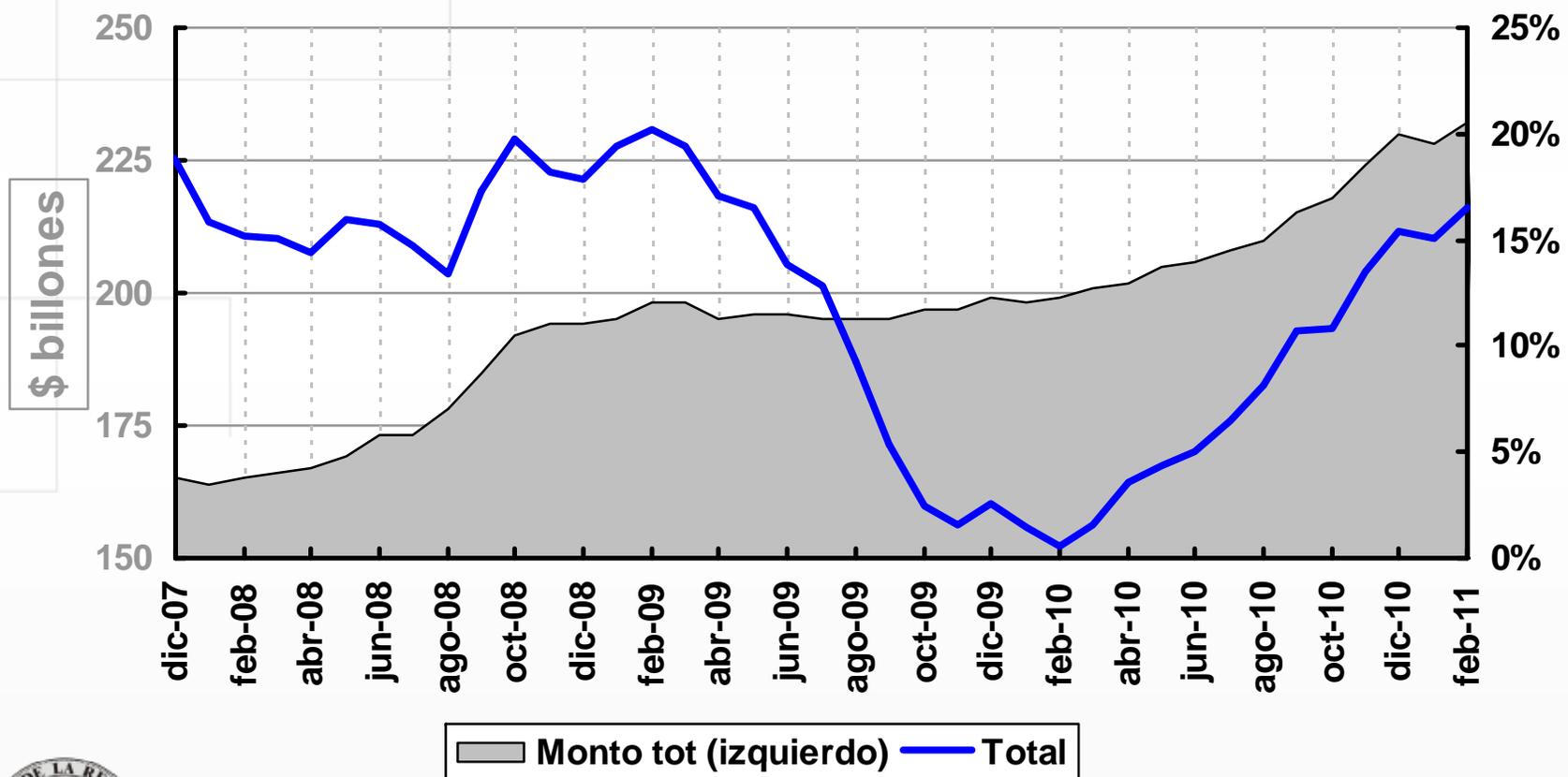


# Se destacan las ventas de vehículos, que crecieron en marzo 79,4%. De acuerdo con el Comité Automotor Colombiano en abril se registró un record histórico con ventas de 32.320 unidades

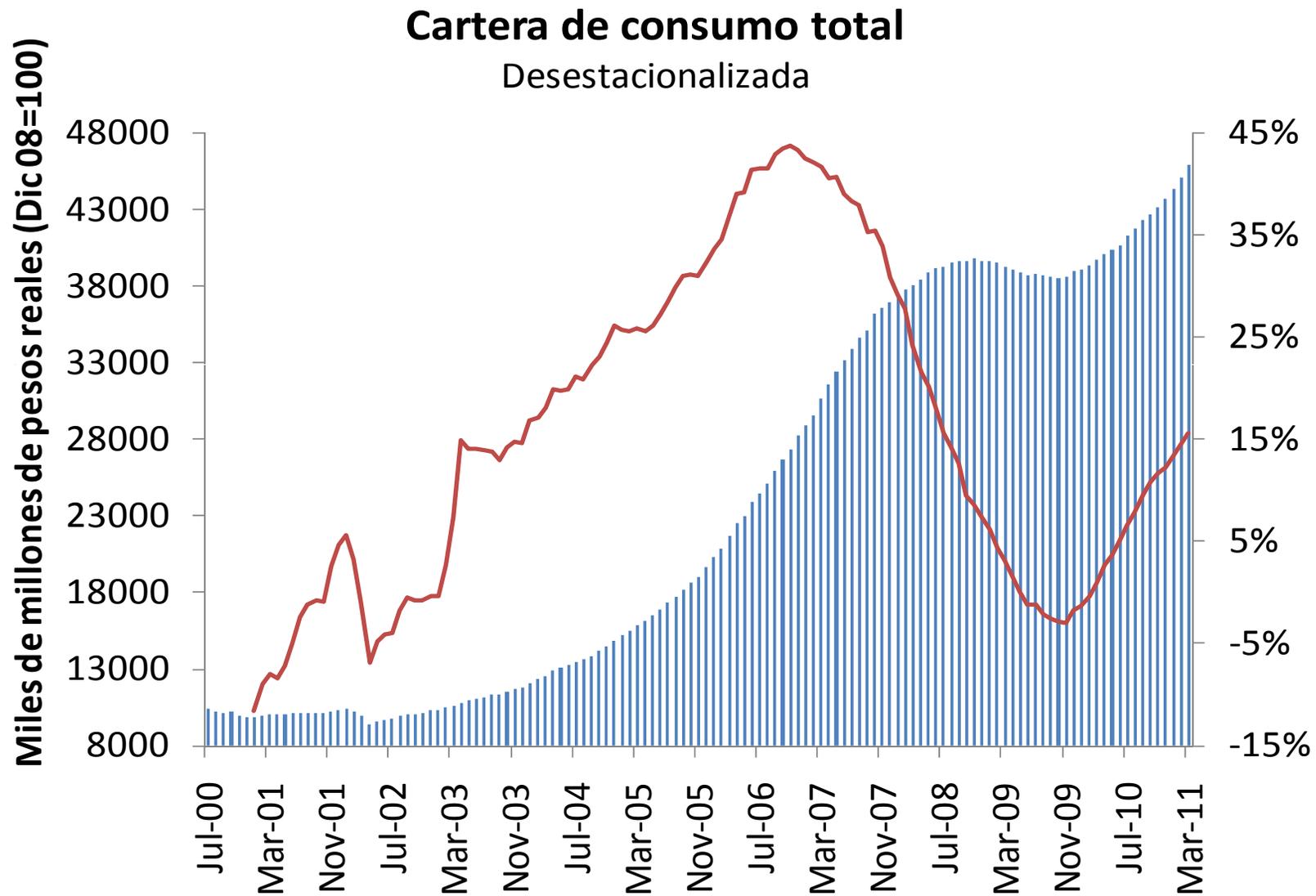


# El crédito (que incluye externo y bonos), acelerándose

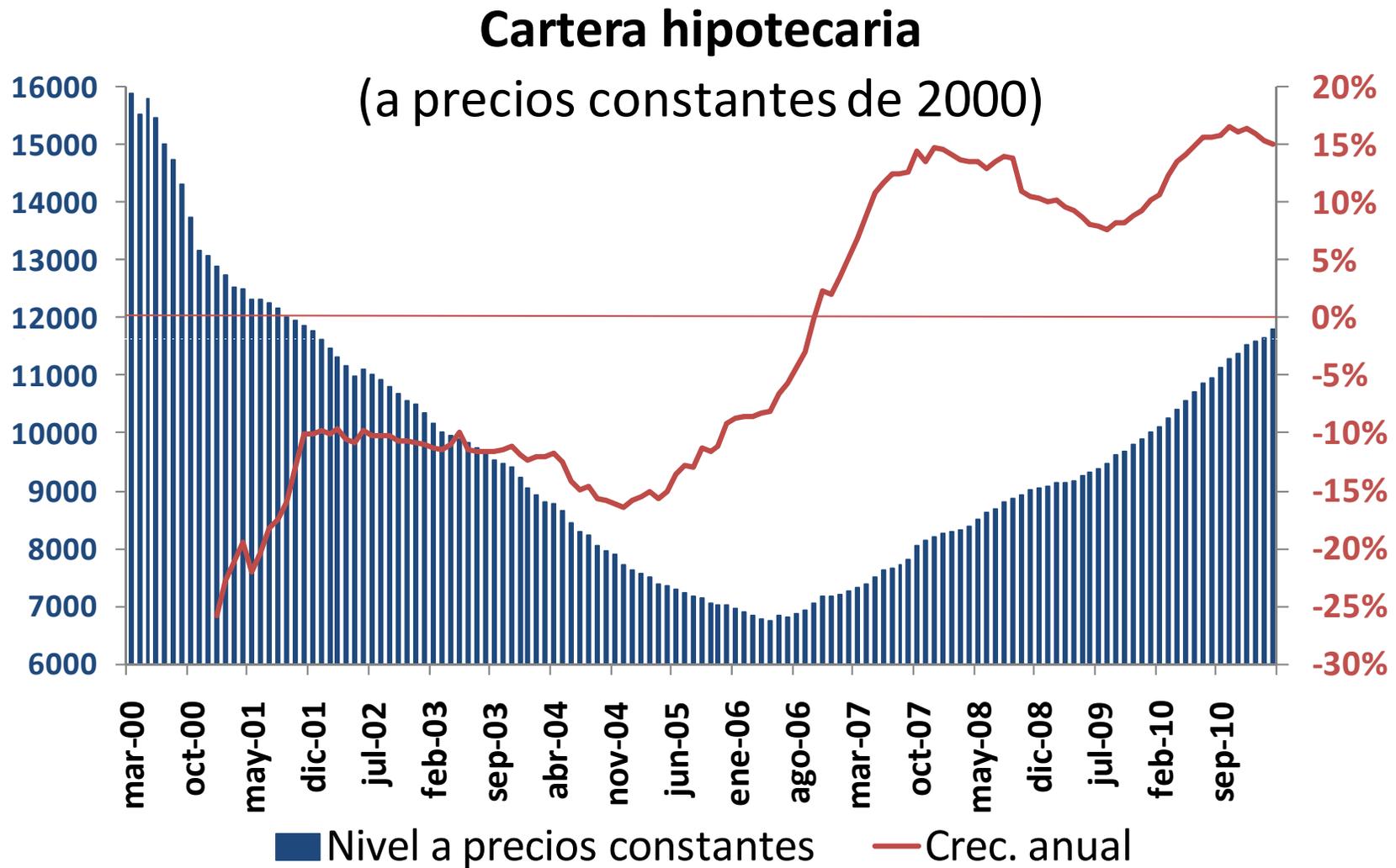
## Crédito Total Datos mensuales



# La cartera de consumo acelerándose fuertemente



# Igualmente la hipotecaria



# 2010: crecimiento del PIB del lado de la demanda

| 2009<br>Año completo | 2010         |              |              |              | 2010<br>Año completo |  |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|--|
|                      | I trim.      | II trim.     | III trim.    | IV trim.     |                      |  |
| <b>1.4%</b>          | <b>4.2%</b>  | <b>4.7%</b>  | <b>4.2%</b>  | <b>4.6%</b>  | <b>4.4%</b>          | <b>Consumo Total</b>                     |
| 0.9%                 | 4.0%         | 4.2%         | 4.2%         | 4.9%         | 4.3%                 | Consumo de Hogares                       |
| 1.3%                 | 1.6%         | 1.3%         | 1.4%         | 2.0%         | 1.6%                 | Bienes no durables                       |
| -3.7%                | 12.9%        | 16.5%        | 16.0%        | 17.2%        | 15.7%                | Bienes semidurables                      |
| -5.9%                | 10.8%        | 23.5%        | 17.2%        | 34.6%        | 21.1%                | Bienes durables                          |
| 2.2%                 | 2.7%         | 2.4%         | 3.7%         | 4.1%         | 3.2%                 | Servicios                                |
| 3.5%                 | 4.6%         | 5.7%         | 4.3%         | 4.1%         | 4.7%                 | Consumo Final del Gobierno               |
| <b>-3.0%</b>         | <b>14.5%</b> | <b>10.7%</b> | <b>11.4%</b> | <b>7.9%</b>  | <b>11.0%</b>         | <b>Formación Bruta de Capital</b>        |
| -0.8%                | 5.3%         | 7.3%         | 5.6%         | 10.2%        | 7.1%                 | Formación Bruta de Capital Fijo          |
| 2.2%                 | 1.9%         | 2.8%         | 0.0%         | 0.3%         | 1.2%                 | Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca |
| -13.0%               | -0.8%        | 26.2%        | 26.4%        | 22.8%        | 17.9%                | Maquinaria y equipo                      |
| -7.2%                | 7.8%         | 16.2%        | 28.9%        | 26.7%        | 20.2%                | Equipo de transporte                     |
| -4.3%                | -0.4%        | -15.7%       | -5.7%        | 8.8%         | -3.7%                | Construcción y edificaciones             |
| 15.5%                | 13.0%        | 18.0%        | -5.6%        | 4.1%         | 7.2%                 | Obras civiles                            |
| 0.1%                 | -0.5%        | 3.5%         | 10.0%        | 3.9%         | 4.2%                 | Servicios                                |
| -124.1%              | -156.1%      | -61.8%       | 1152.0%      | -19.1%       | -1033.2%             | Variación de Existencias                 |
| <b>-2.2%</b>         | <b>-4.1%</b> | <b>3.1%</b>  | <b>2.4%</b>  | <b>7.8%</b>  | <b>2.2%</b>          | <b>Exportaciones Totales</b>             |
| <b>-7.3%</b>         | <b>5.3%</b>  | <b>18.1%</b> | <b>20.5%</b> | <b>15.4%</b> | <b>14.7%</b>         | <b>Importaciones Totales</b>             |
| <b>1.5%</b>          | <b>4.2%</b>  | <b>4.9%</b>  | <b>3.6%</b>  | <b>4.6%</b>  | <b>4.3%</b>          | <b>Producto Interno Bruto</b>            |



## 2010: crecimiento del PIB del lado de la oferta

Por el lado de la oferta, los sectores que más contribuyeron al crecimiento del PIB en 2010 fueron comercio y minería

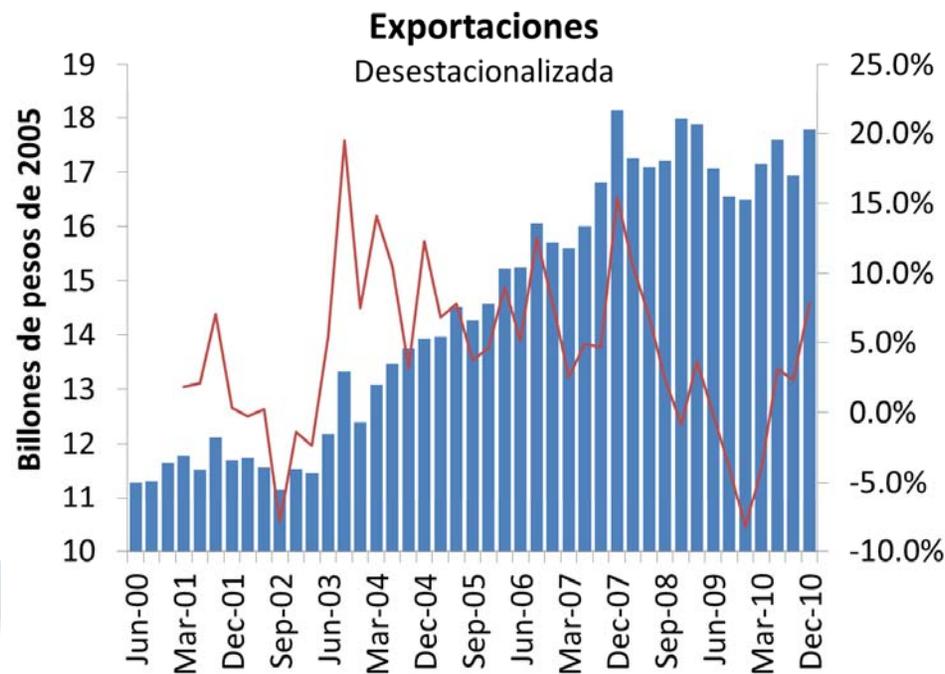
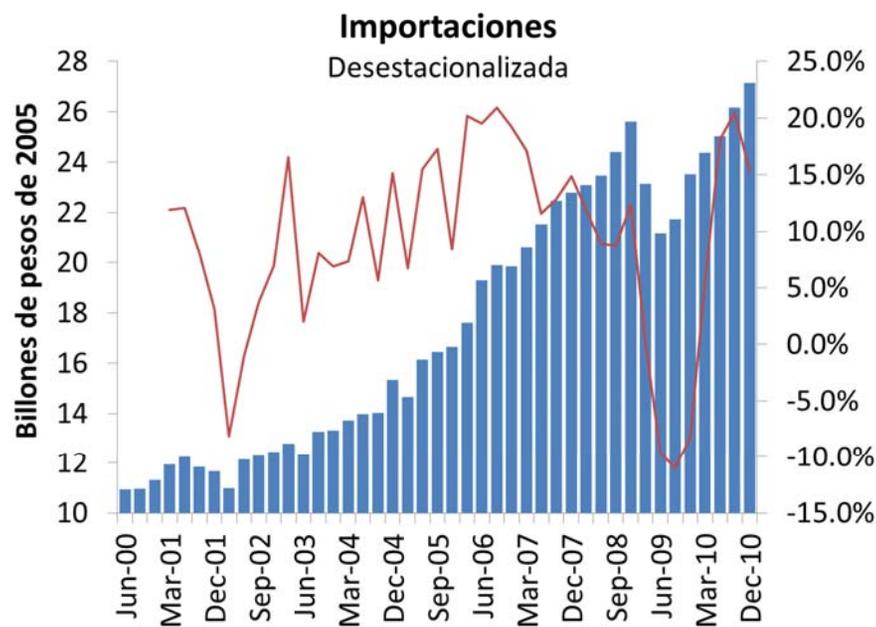
### Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

| Rama de actividad                                | 2009        | 2010       |            |            |            | 2010       | Contribución al crecimiento del año 2010 |
|--|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
|  |             | I Trim     | II Trim    | III Trim   | IV Trim    |            |  |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca         | -1.1        | -3.1       | 0.3        | -1.4       | 4.2        | 0.0        | 0.0                                      |
| Explotación de minas y canteras                  | 11.4        | 12.9       | 14.9       | 9.8        | 7.0        | 11.1       | 0.7                                      |
| Industria manufacturera                          | -3.9        | 4.8        | 7.9        | 3.2        | 3.8        | 4.9        | 0.6                                      |
| Electricidad, gas y agua                         | 2.9         | 8.3        | 3.8        | -0.7       | -2.0       | 2.2        | 0.1                                      |
| Construcción                                     | 8.4         | 9.9        | -0.8       | -7.1       | 6.7        | 1.9        | 0.1                                      |
| Edificaciones                                    | -1.7        | 0.9        | -15.2      | -6.8       | 9.3        | -3.3       | -0.1                                     |
| Obras Civiles                                    | 20.1        | 14.9       | 12.9       | -7.7       | 6.1        | 6.2        | 0.2                                      |
| Comercio, reparación, restaurantes y hoteles     | -0.3        | 4.9        | 5.0        | 6.5        | 7.6        | 6.0        | 0.7                                      |
| Transporte, almacenamiento y comunicación        | 0.4         | 2.6        | 4.4        | 7.2        | 5.1        | 4.8        | 0.4                                      |
| Estab. Finan, segur, inmueb y serv a las empresa | 1.8         | 1.7        | 3.0        | 3.2        | 2.9        | 2.7        | 0.5                                      |
| Servicios sociales, comunales y personales       | 2.7         | 4.1        | 4.4        | 3.9        | 3.8        | 4.1        | 0.6                                      |
| <b>Subtotal Valor agregado</b>                   | <b>1.9</b>  | <b>4.3</b> | <b>4.7</b> | <b>3.3</b> | <b>4.2</b> | <b>4.1</b> | <b>3.8</b>                               |
| <b>Impuestos menos subsidios</b>                 | <b>-3.3</b> | <b>2.9</b> | <b>6.6</b> | <b>7.3</b> | <b>8.0</b> | <b>6.2</b> | <b>0.5</b>                               |
| <b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>                    | <b>1.5</b>  | <b>4.2</b> | <b>4.9</b> | <b>3.6</b> | <b>4.6</b> | <b>4.3</b> | <b>4.3</b>                               |

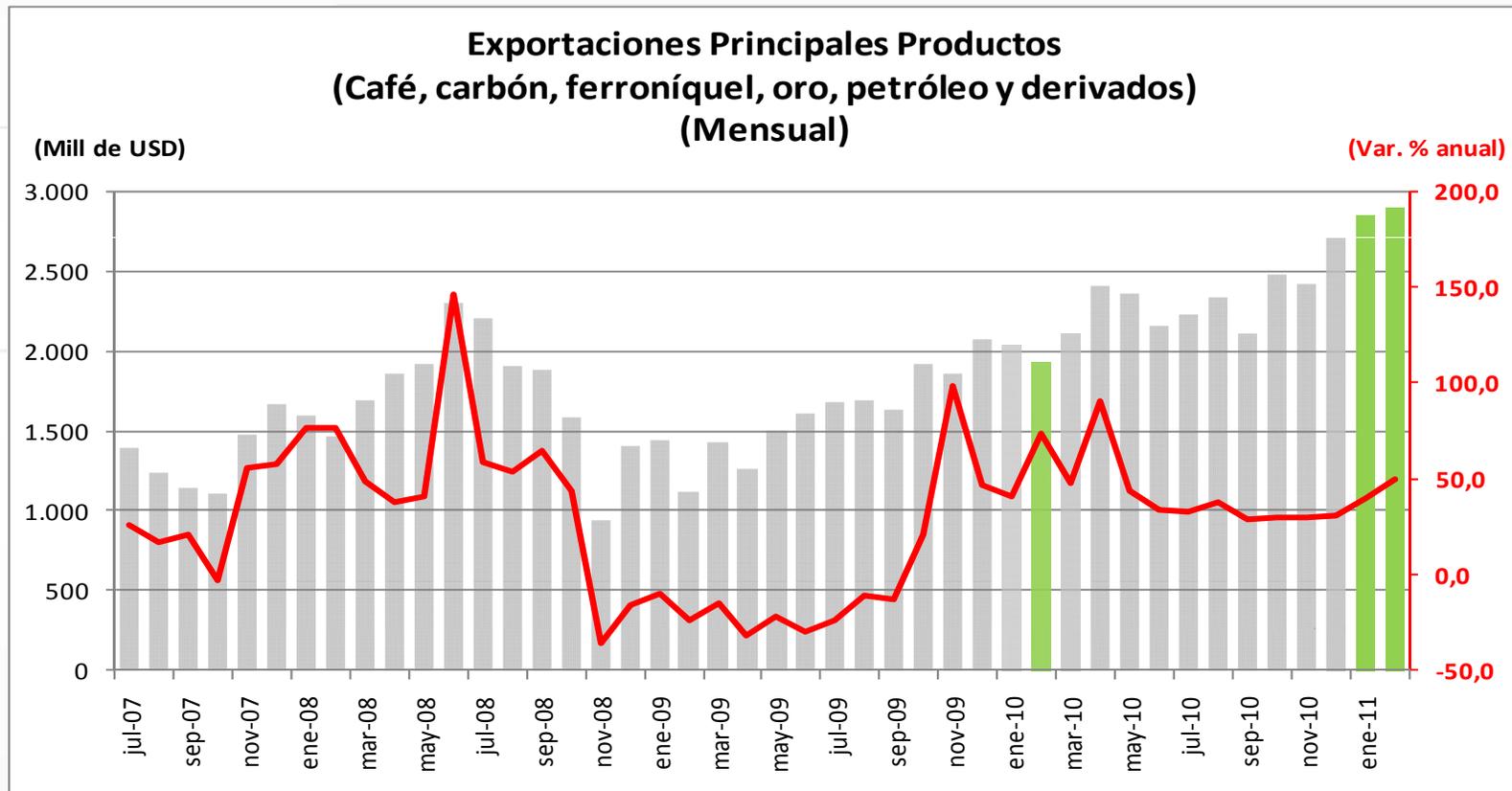
Fuente: DANE, cálculos Banco de la República



# 2010: el comercio exterior contribuyó negativamente al crecimiento del PIB. Las importaciones (en pesos) crecieron 14.7, y las exportaciones apenas 2.2%



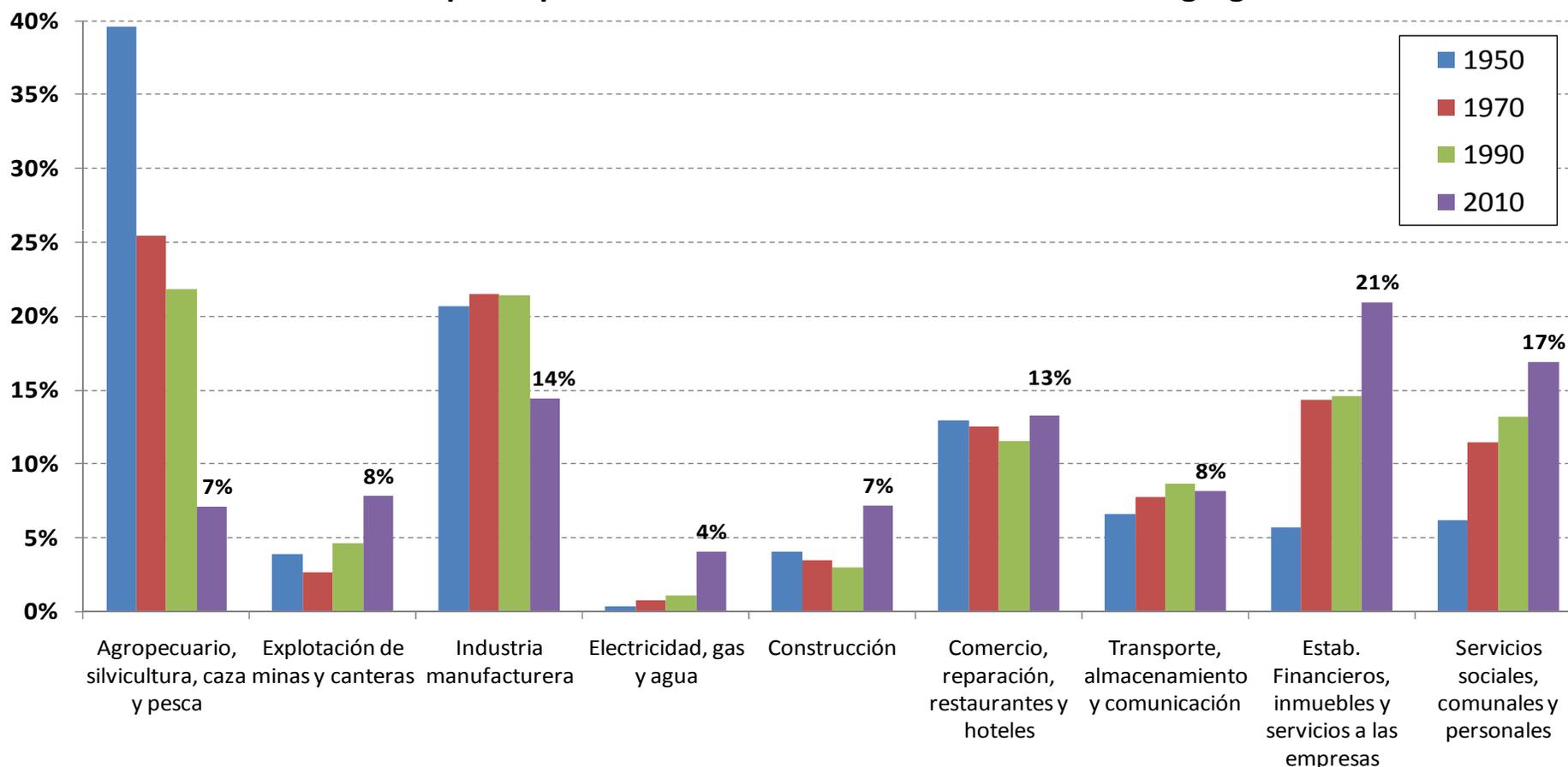
# Las exportaciones (USD) de los principales *commodities* (café, carbón, ferroníquel, oro, petróleo) representaron el 73,4% de las totales en febrero y crecían 50% anual



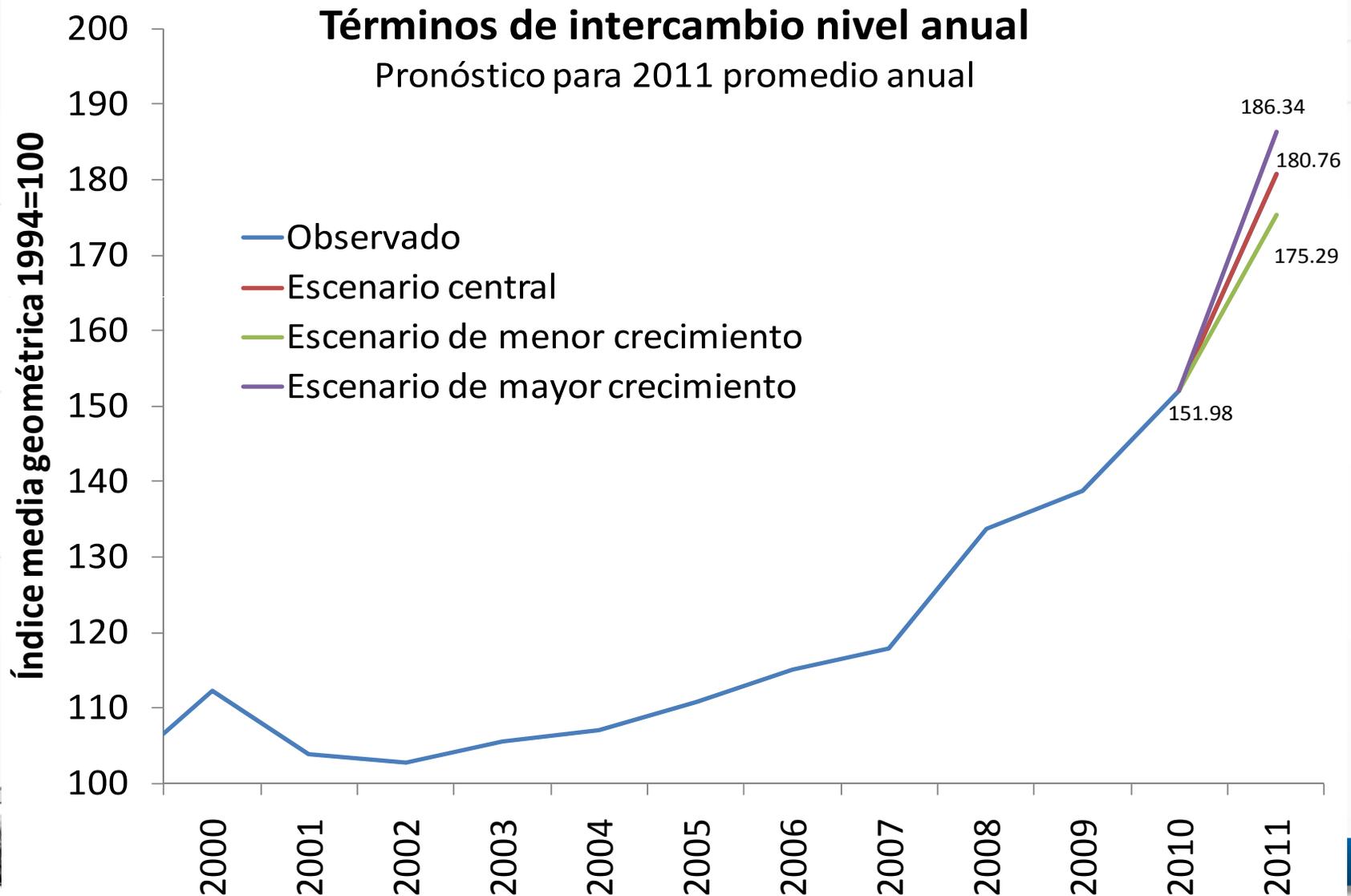


# Evolución de la participación de los sectores en el PIB: caen agricultura e industria, y aumentan los sectores minero-energético, financiero y servicios

Evolución de la participación de las ramas de actividad en el valor agregado total



# Los términos de intercambio (en especial por los minero-energéticos y el café), disparados



**El pronóstico del Banco: rango entre el 4% y el 6%. En mi opinión, el PIB en 2011 crecerá más del 5,5%. De mantenerse este crecimiento en el mediano plazo, sería posible esperar la reducción de la tasa de desempleo hacia una senda de un dígito, pero, lo más importante, un mejoramiento de la calidad de la ocupación**

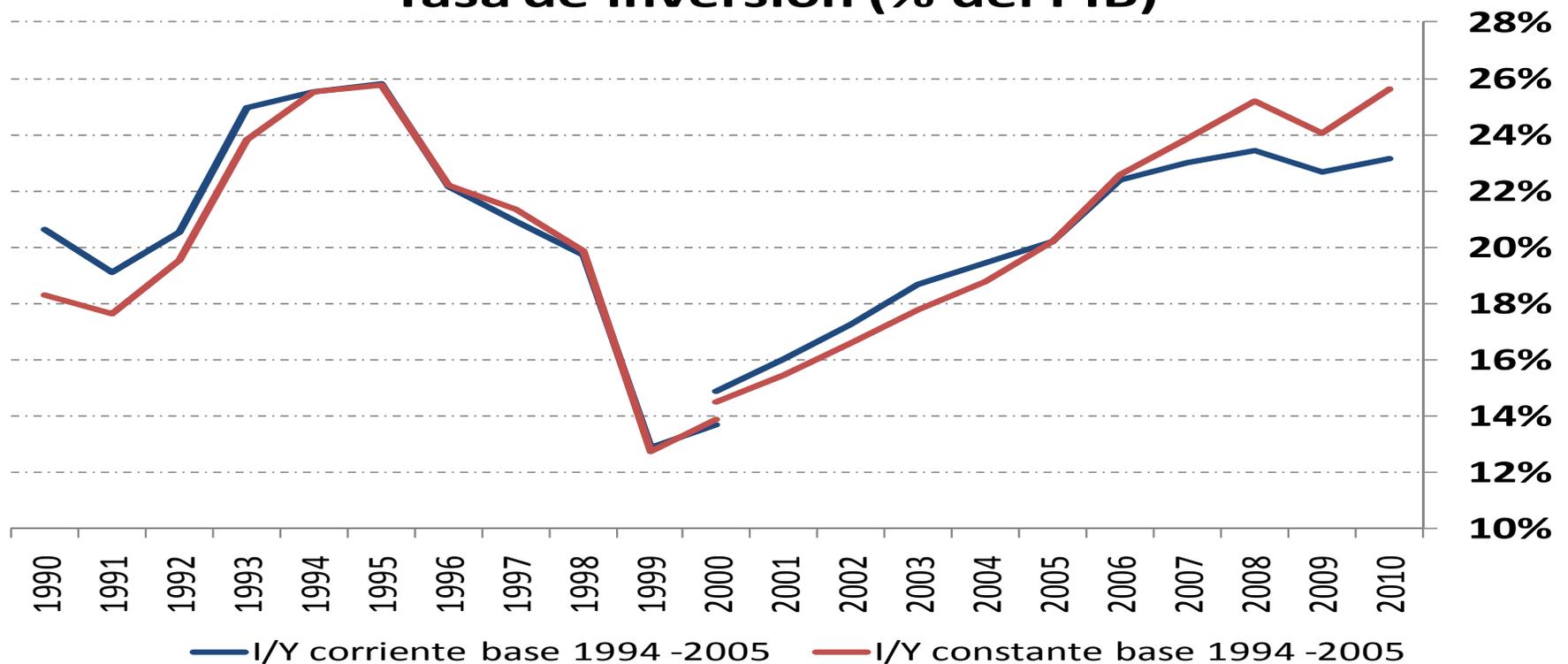
|  | 2011                           |                   |                                |
|--|--------------------------------|-------------------|--------------------------------|
|  | Escenario de menor crecimiento | Escenario central | Escenario de mayor crecimiento |

|                             |            |            |            |
|-----------------------------|------------|------------|------------|
| Consumo final               | 4.7        | 6.2        | 7.4        |
| Consumo de los hogares      | 5.0        | 6.8        | 8.1        |
| Consumo del gobierno        | 3.4        | 3.9        | 4.4        |
| Formación bruta de capital  | 7.2        | 8.6        | 10.0       |
| Inversión sin obras civiles | 6.8        | 8.5        | 10.2       |
| Inversión en obras civiles  | 8.2        | 8.9        | 9.6        |
| Demanda final interna       | 5.3        | 6.8        | 8.0        |
| Exportaciones               | 4.5        | 6.7        | 7.4        |
| Importaciones               | 7.7        | 10.9       | 13.8       |
| <b>PIB</b>                  | <b>4.5</b> | <b>5.7</b> | <b>6.5</b> |



**En mi opinión, el crecimiento actual debería ser sostenible sin generar presiones inflacionarias si la tasa de inversión logra mantenerse al menos en su nivel actual (25% del PIB). Acompañada de la tan esperada reforma tributaria estructural. Se trata de garantizar el crecimiento del PIB potencial a la par del observado**

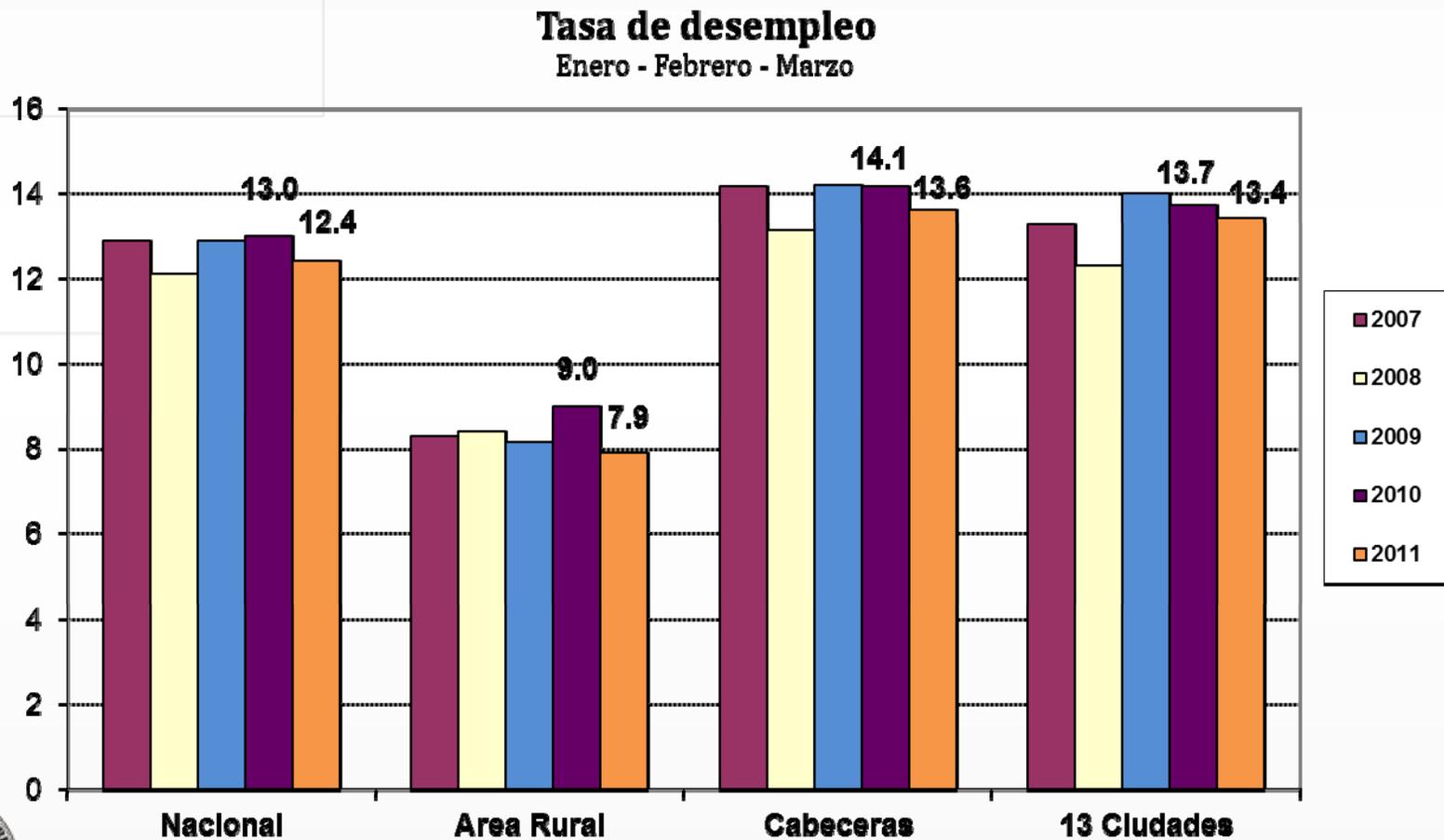
**Tasa de inversión (% del PIB)**



## III. EL EMPLEO



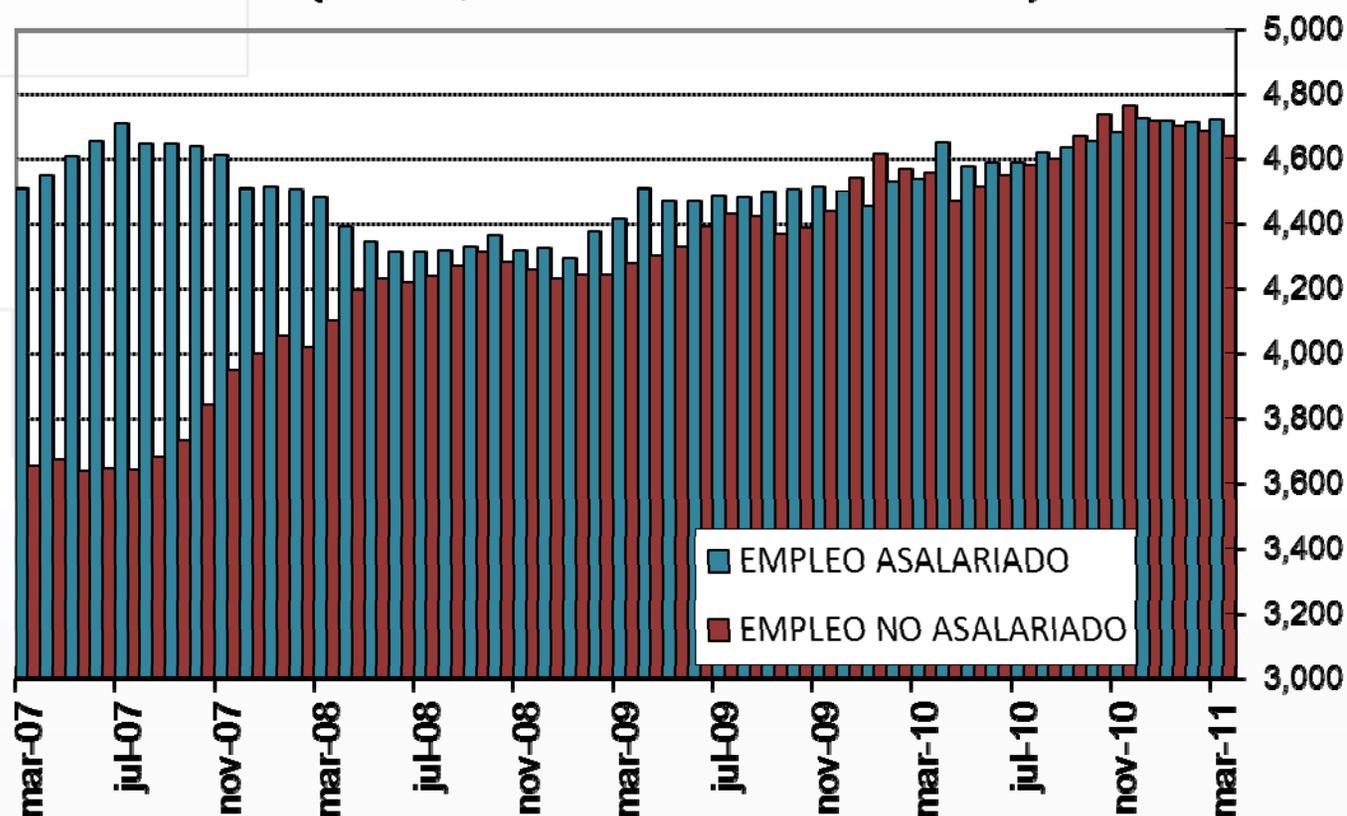
# La tasa de desempleo ha comenzado a caer. A fin de consolidar dicha senda en el mediano plazo, es preciso sostener la dinámica actual de la economía



• Fuente: GEIH - DANE

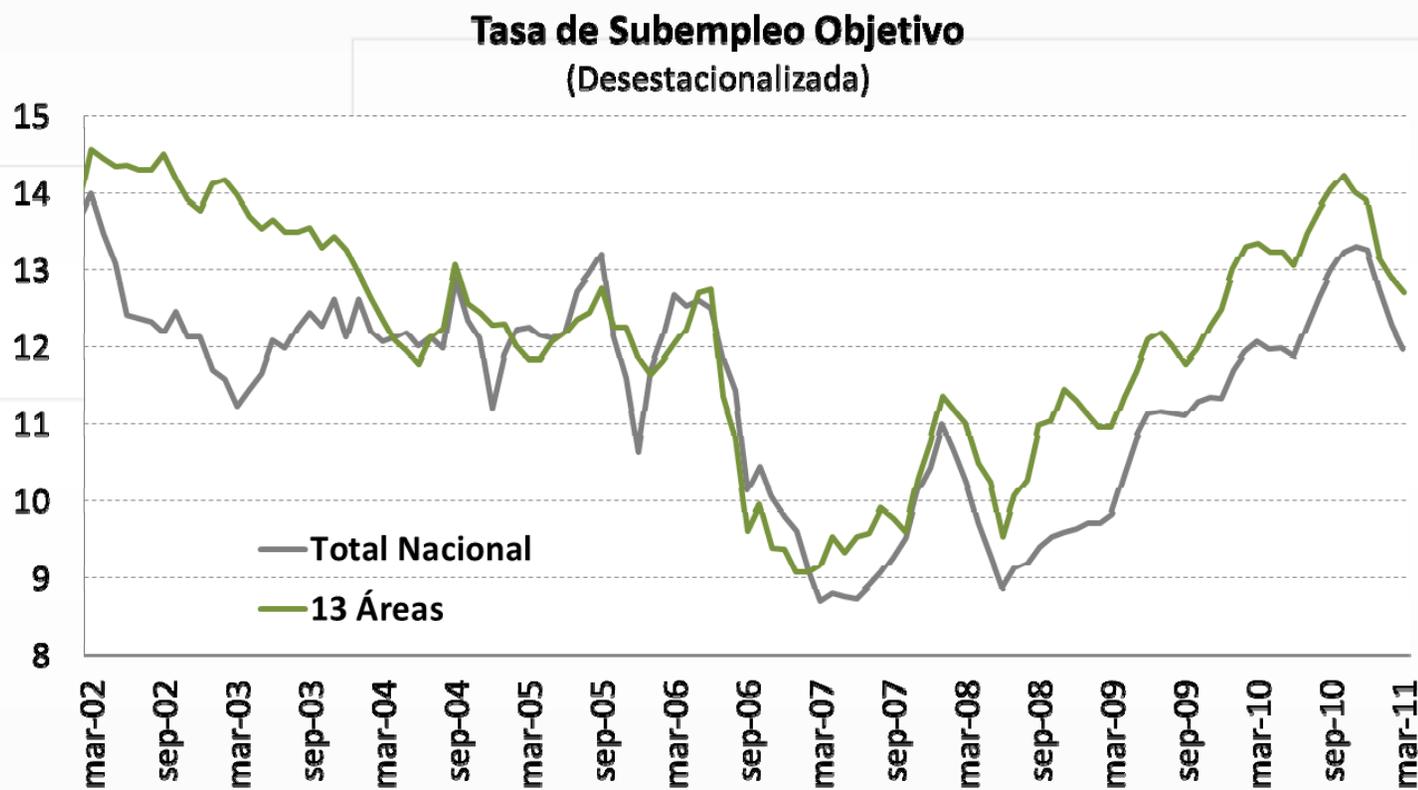
# En las 13 principales áreas urbanas ha comenzado a mejorar la calidad del empleo: el número de ocupados asalariados se incrementó

**Empleo por Tipo de Ocupación**  
(13 Áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



• Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.

# Y la tasa de subempleo objetivo continuó su descenso



• Subempleo objetivo: se refiere al deseo manifestado por el trabajador de mejorar sus ingresos, el número de horas trabajadas o tener una labor más propia de sus personales competencias. Además, han hecho una gestión para materializar su aspiración, y están en disposición de efectuar el cambio.



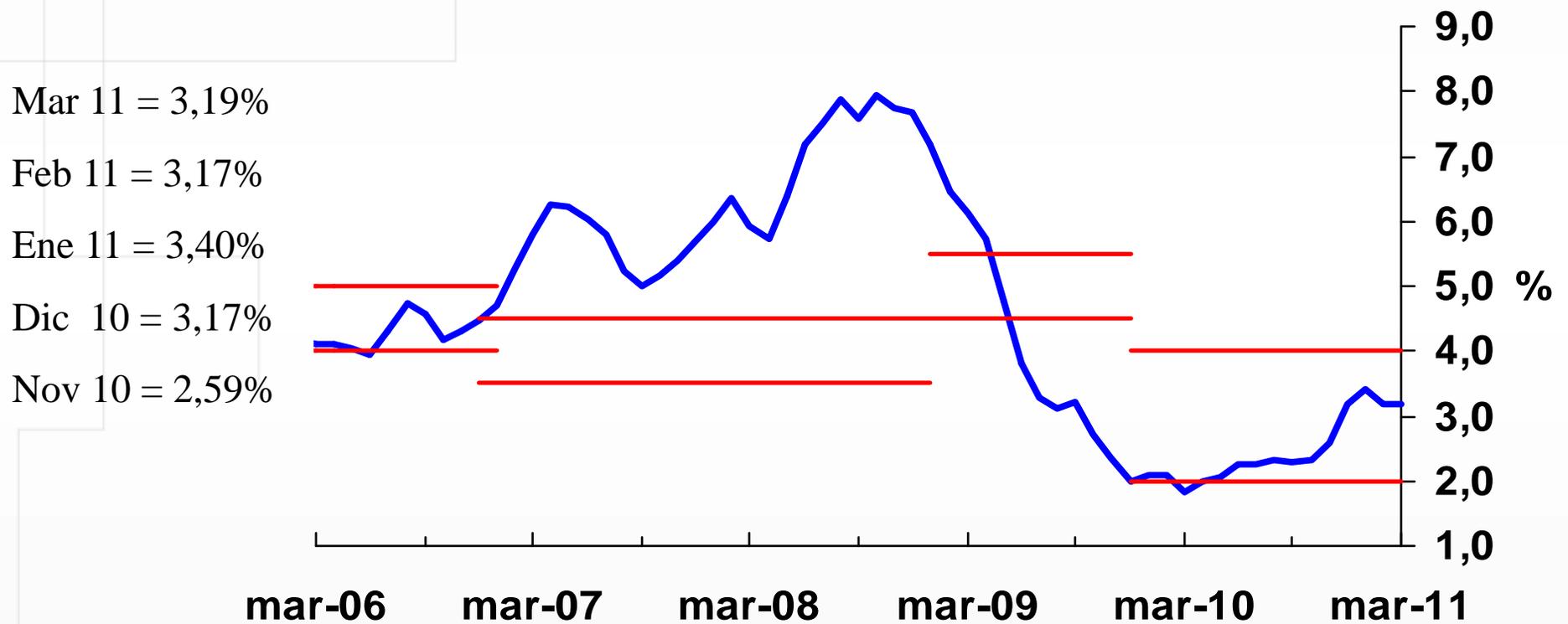
• Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.

## IV. LA INFLACIÓN



# La inflación bajo control, dentro del rango meta de largo plazo (2%-4% anual)

## Inflación total al consumidor



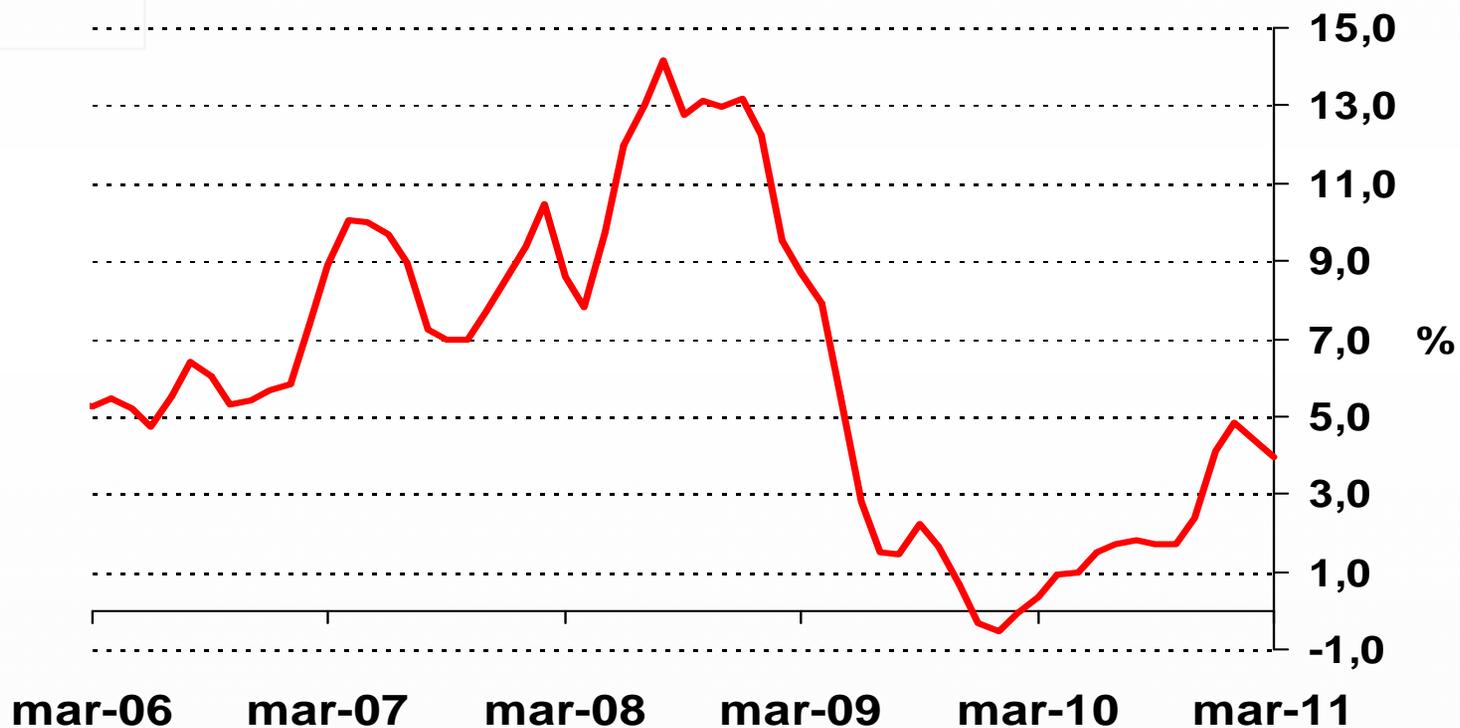
— Total — Rango Meta



# La 'dominancia' alimentaria de la política monetaria

## Inflación anual Alimentos

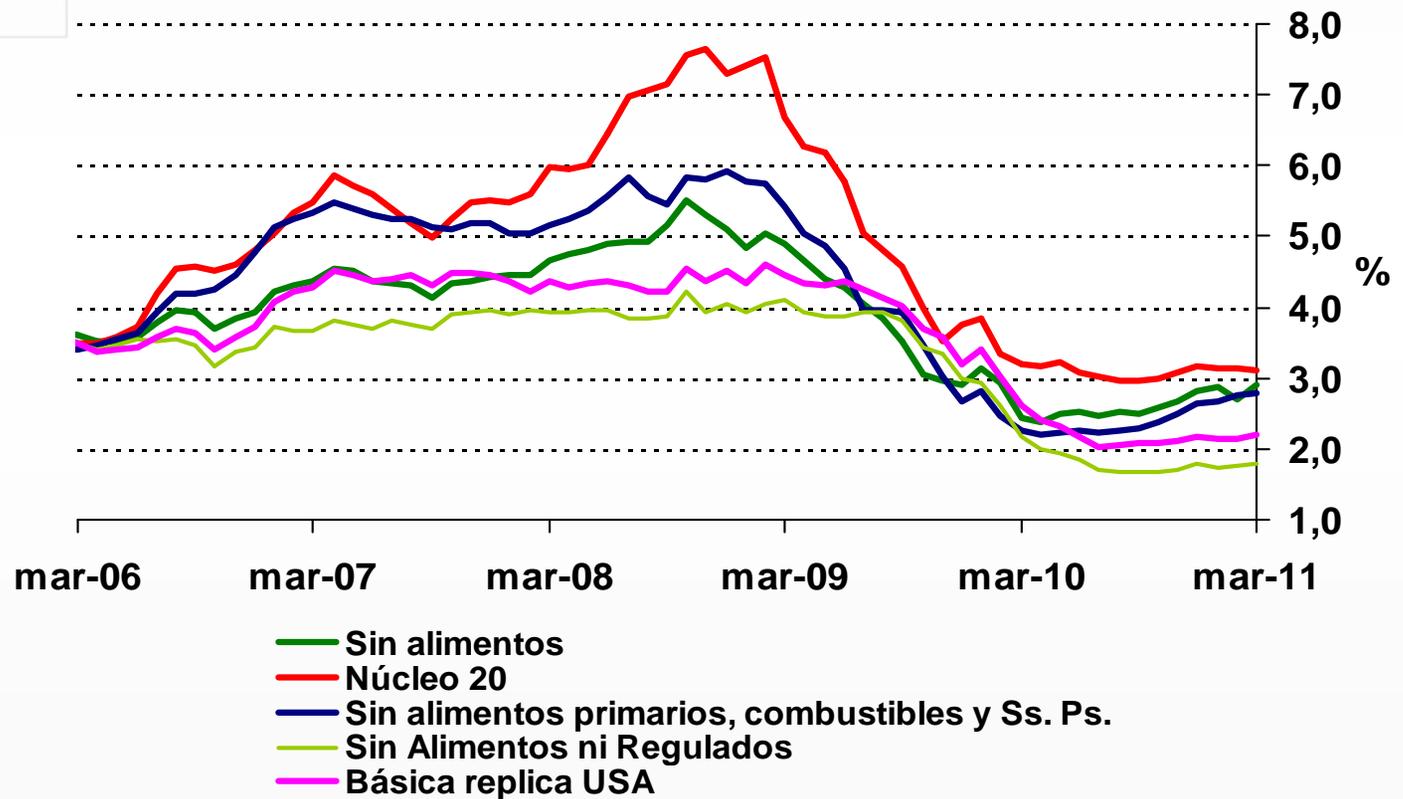
Mar 11 = 3,93%  
Feb 11 = 4,39%  
Ene 11 = 4,82%  
Dic 10 = 4,09%  
Nov 10 = 2.40%



# Tras una notable reducción, el promedio de los indicadores de inflación básica se ha mantenido bajo y estable dentro del rango meta

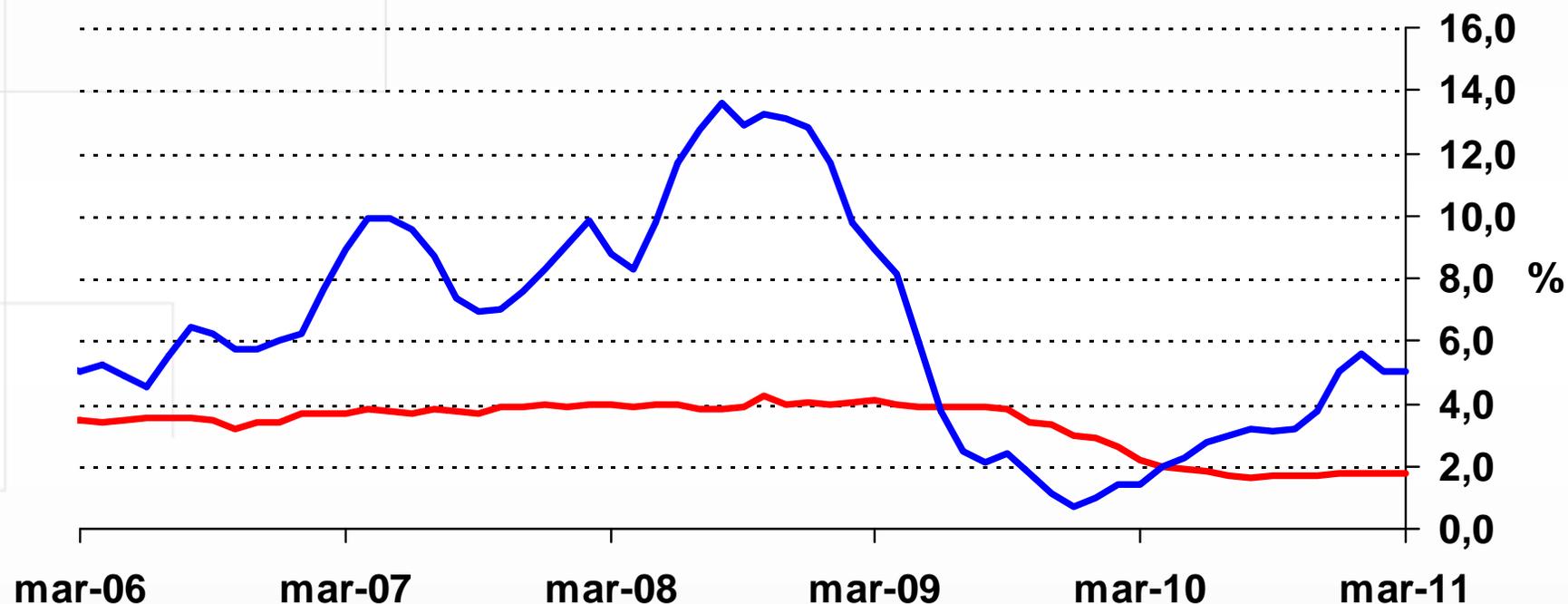
## Indicadores de Inflación Básica

Promedio de 5  
Mar. 11 = 2,56%  
Feb. 11 = 2,50%  
Ene. 11 = 2,51%  
Dic. 10 = 2,52%



**Sin alimentos ni regulados, que es la inflación relevante para la política monetaria, en la cota inferior de la meta**

## **Inflación Anual al Consumidor**

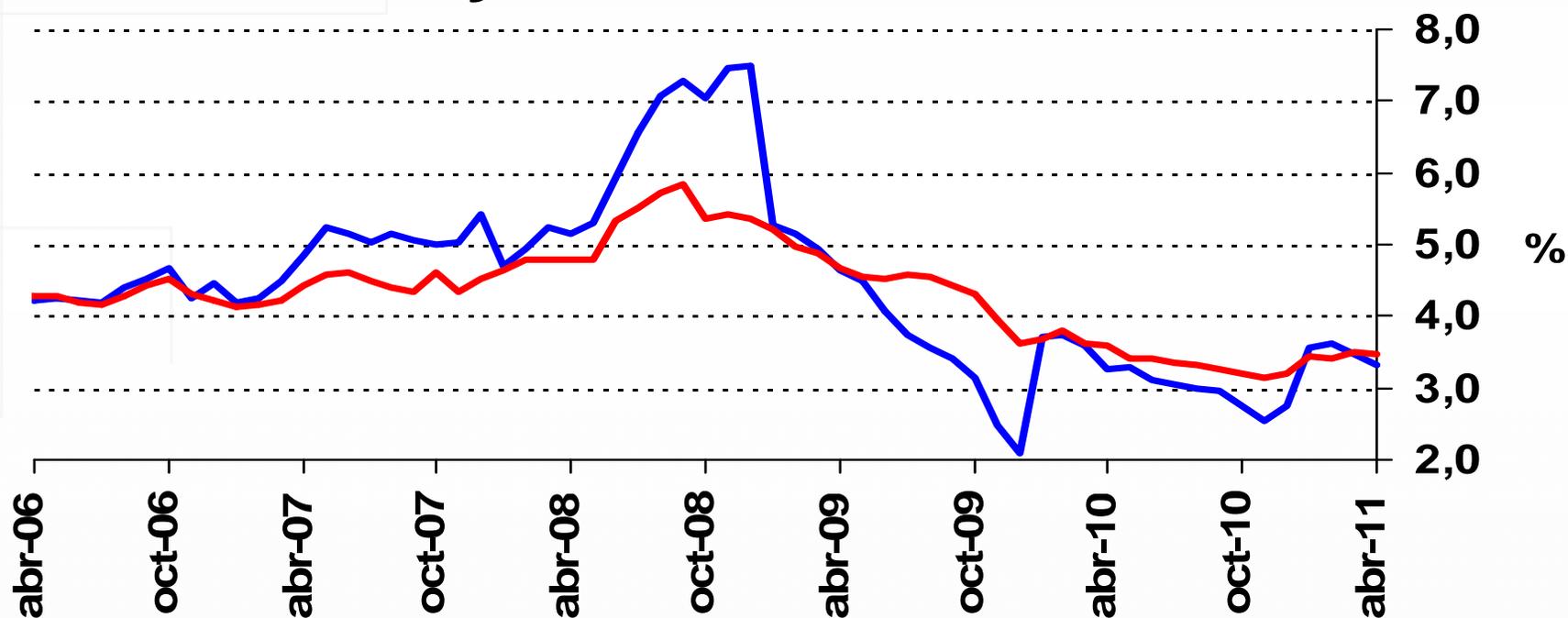


**— Sin alimentos ni regulados      — Alimentos y regulados.**



# La expectativas de inflación ancladas al rango meta

## Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa



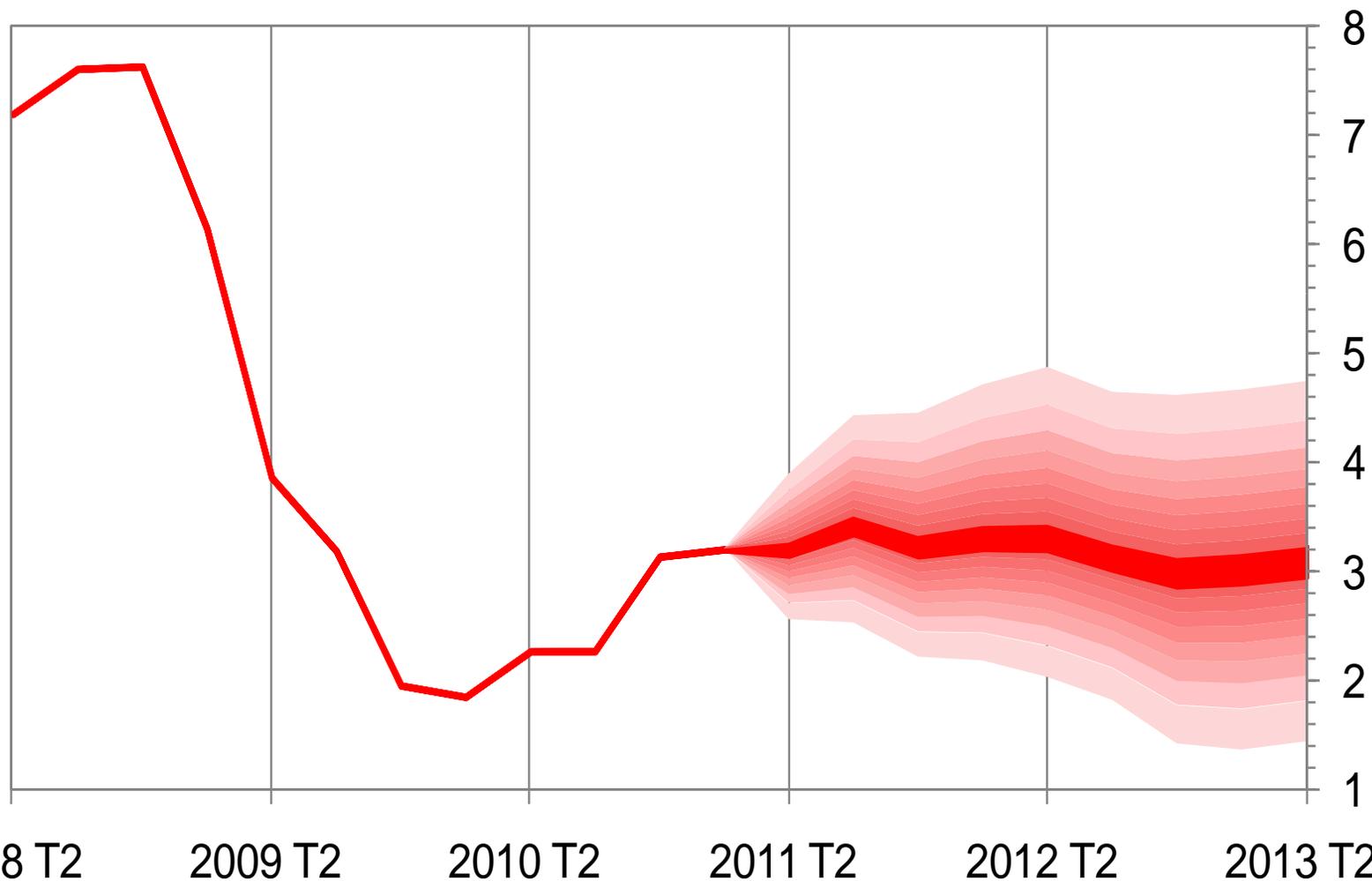
— A dic. de cada año

— Doce meses adelante



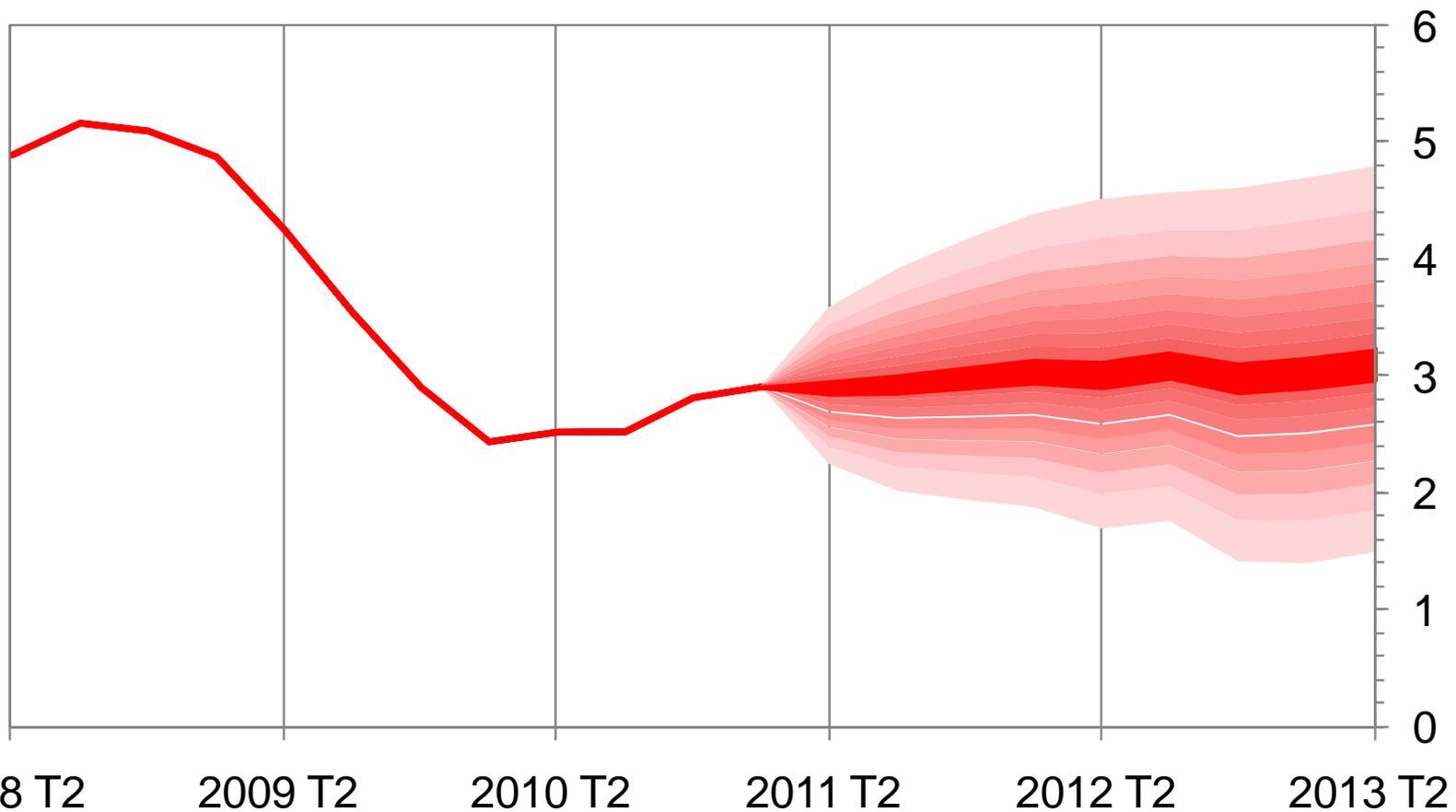
# 'Fan Chart' de la inflación: sin ningún riesgo a la vista

## "Fan Chart" Inflación total



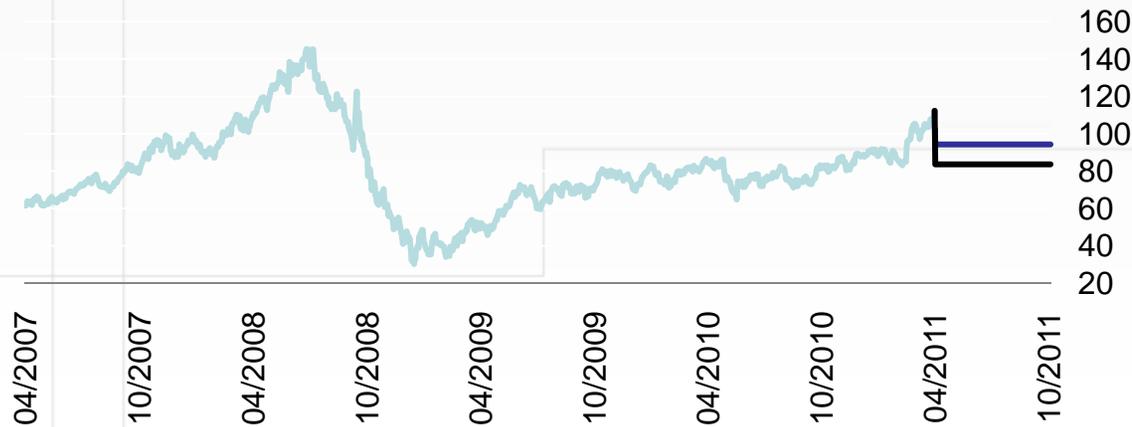
# Igual para la inflación sin alimentos, otro indicador más relevante para la política monetaria

"Fan Chart" Inflación sin alimentos

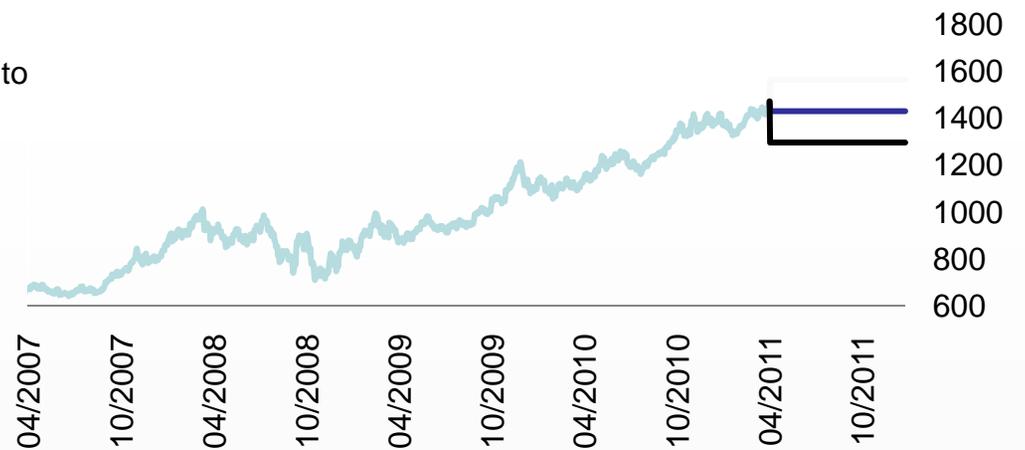


# Sin embargo, los precios de los *commodities* se mantienen altos

## Petróleo (WTI)



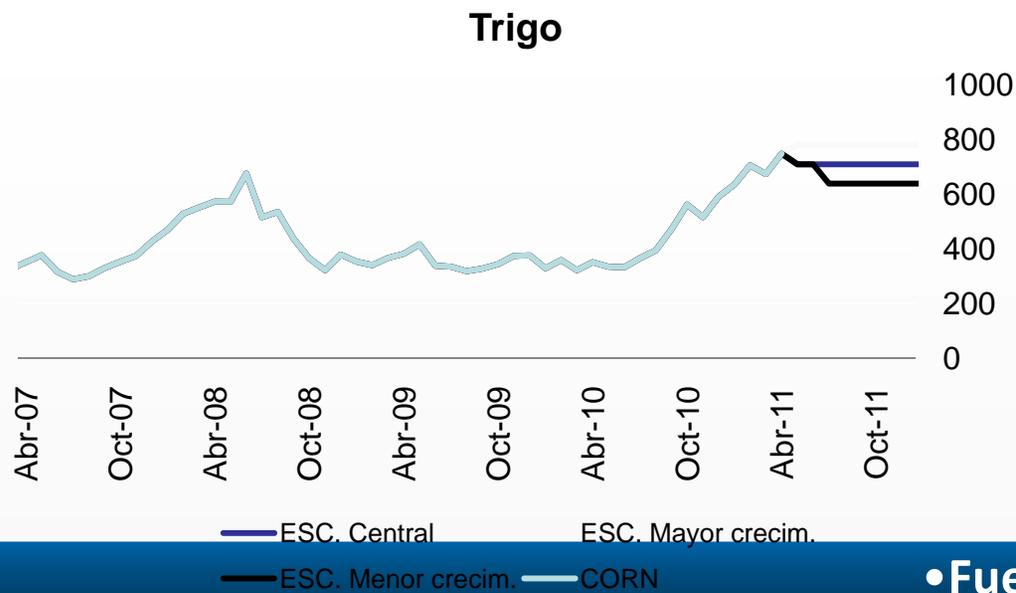
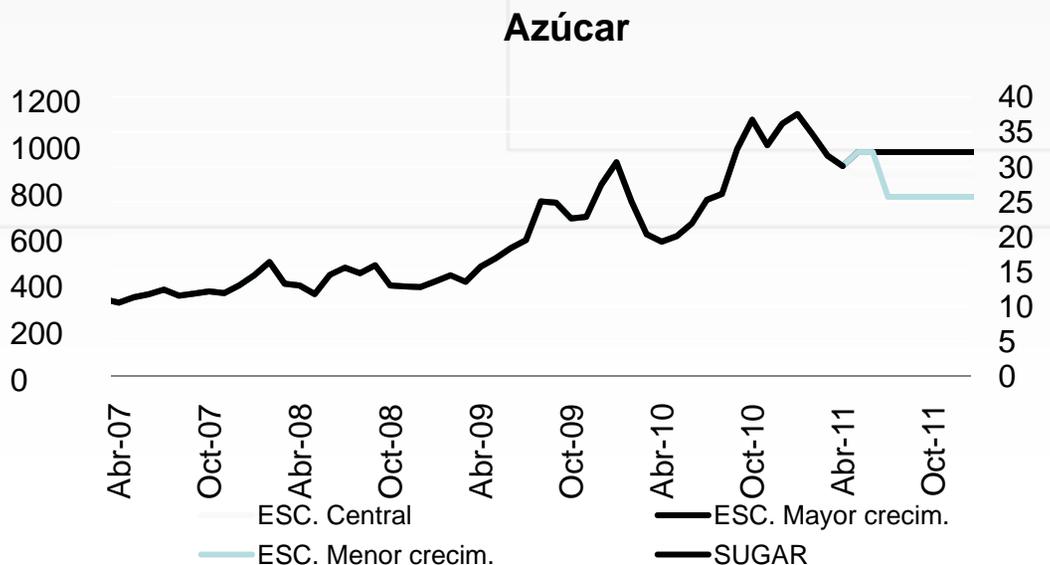
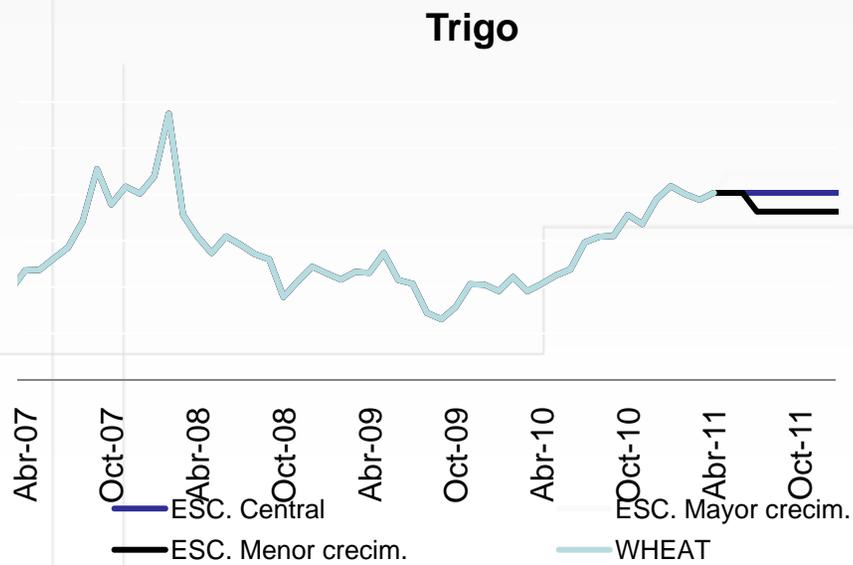
## Oro



• Fuente: Datastream

• Fuente: Datastream

# Precios internacionales observados al 8 de abril de 2011

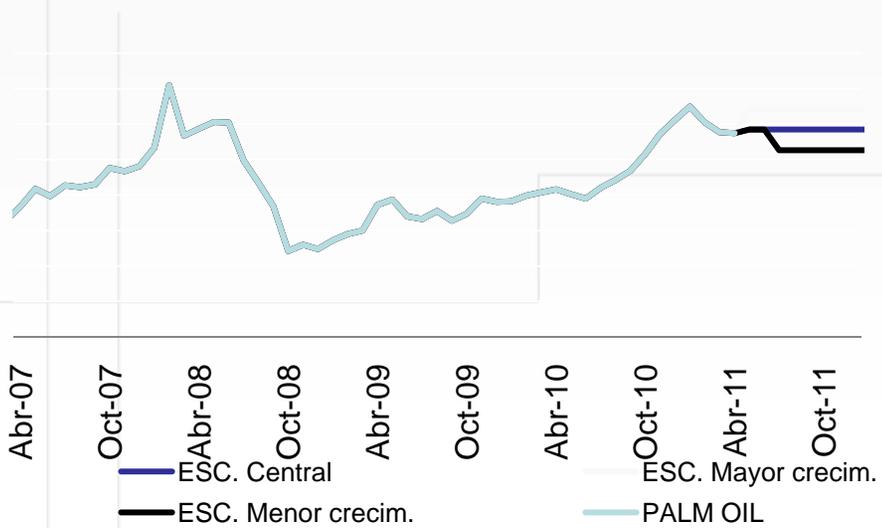


• Fuente: Datastream

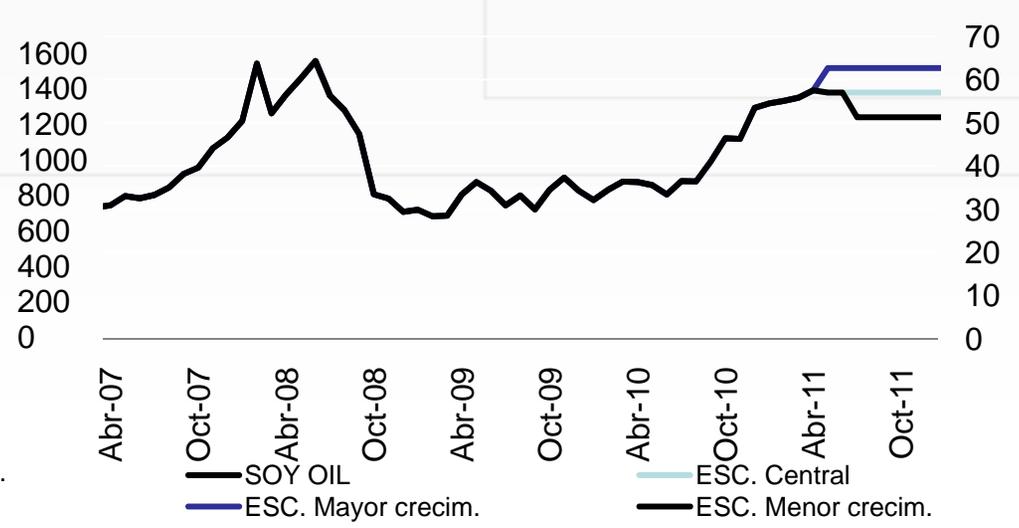
• Fuente: Datastream

# Precios internacionales observados al 8 de abril de 2011

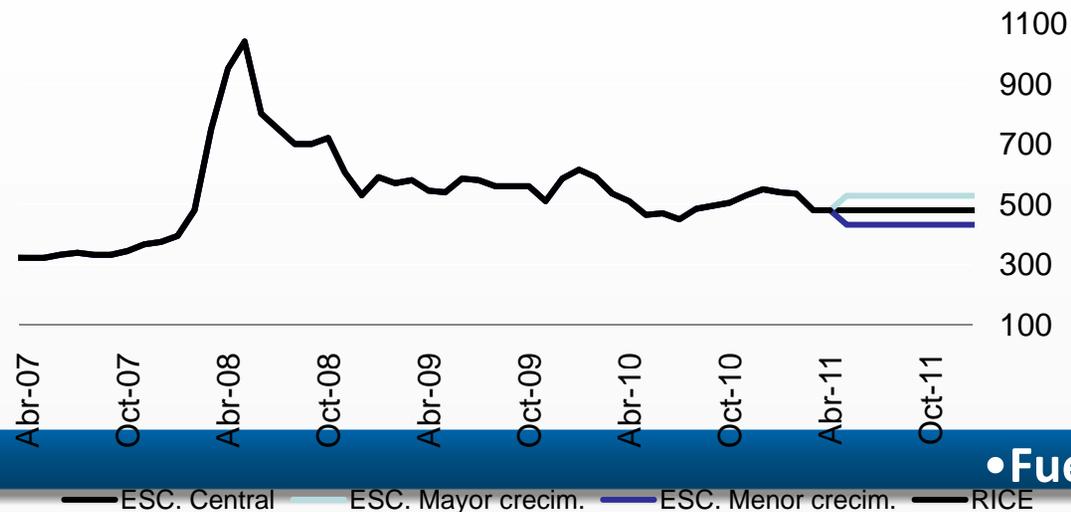
## Aceite de Palma



## Aceite de Soya



## Arroz



• Fuente: Datastream

• Fuente: Datastream



# Los pronósticos de inflación del mundo rico

## Proyecciones de inflación

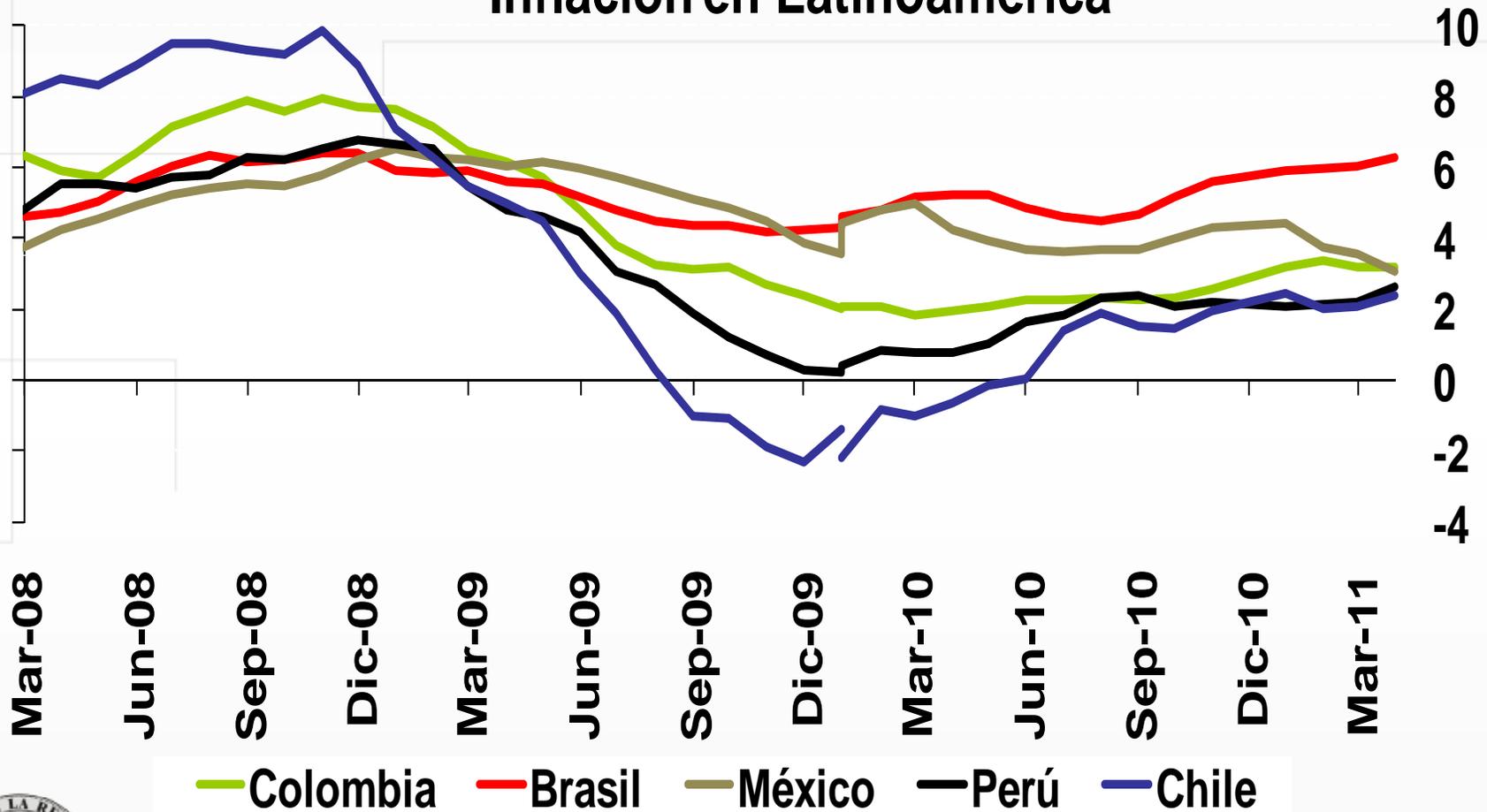
|                    | 2011         |              |              |          | 2012         |              |          |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|----------|--------------|--------------|----------|
|                    | Hace 90 días | Hace 60 días | Hace 30 días | Consenso | Hace 60 días | Hace 30 días | Consenso |
| <b>Mundo</b>       | 2.6          | 2.8          | 2.9          | 3.2      | 2.7          | 2.7          | 2.8      |
| <b>EEUU</b>        | 1.6          | 1.6          | 1.8          | 2.4      | 1.7          | 1.8          | 1.8      |
| <b>Japón</b>       | -0.3         | -0.2         | -0.2         | 0.1      | 0.1          | 0.1          | 0.2      |
| <b>Reino Unido</b> | 2.9          | 3.2          | 3.6          | 3.8      | 1.9          | 2            | 2        |
| <b>Zona Euro</b>   | 1.7          | 1.9          | 2            | 2.2      | 1.7          | 1.8          | 1.8      |
| <b>Francia</b>     | 1.6          | 1.7          | 1.8          | 1.9      | 1.7          | 1.7          | 1.7      |
| <b>Alemania</b>    | 1.5          | 1.8          | 1.9          | 2.1      | 1.8          | 1.8          | 1.9      |
| <b>Italia</b>      | 1.8          | 1.9          | 2            | 2.2      | 1.9          | 1.9          | 1.9      |

Fuente: Consensus Forecast, Abril 2011



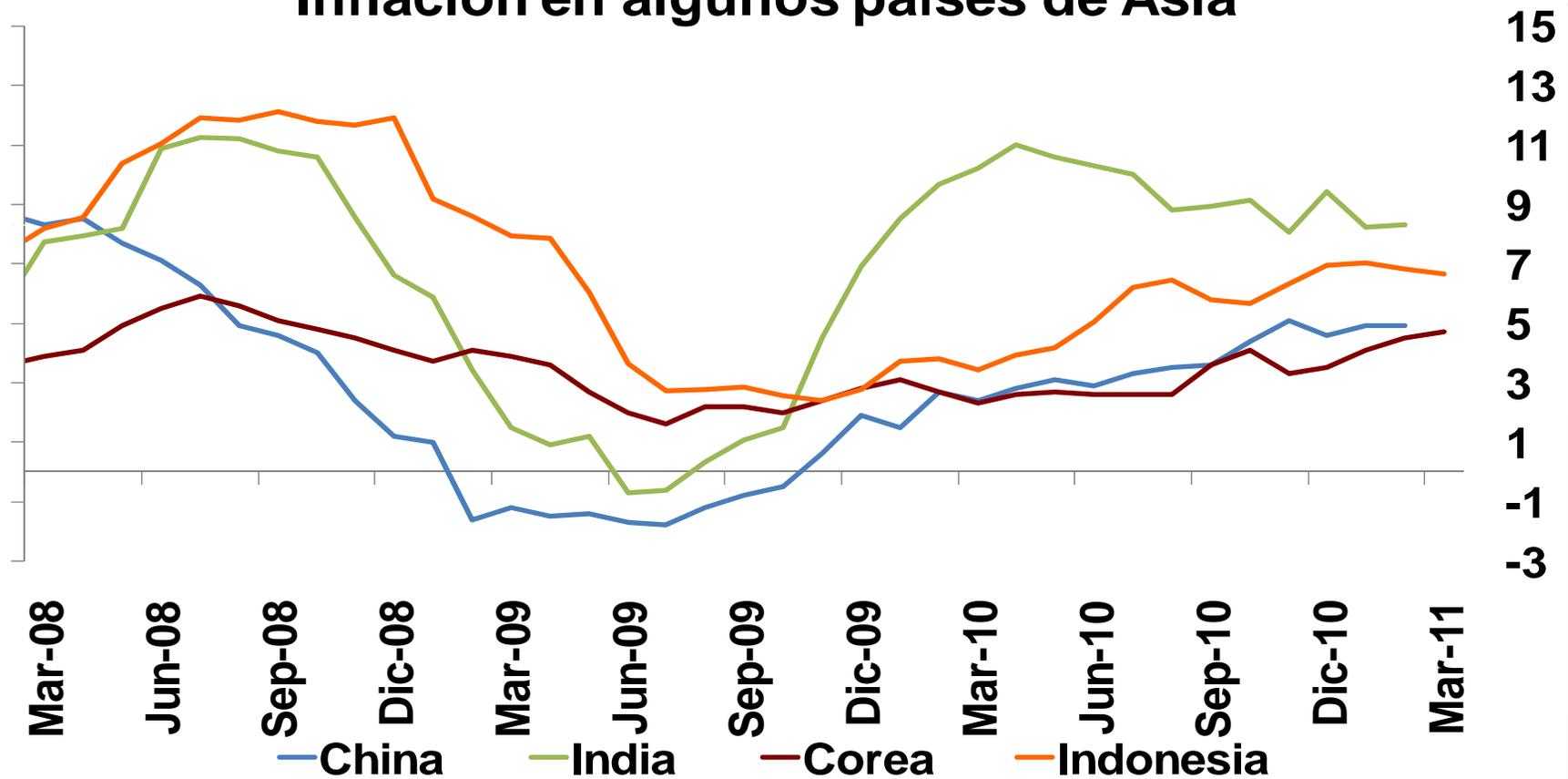
# En materia de inflación en América Latina, preocupa Brasil

## Inflación en Latinoamérica



# En tanto que en los principales países del Asia emergente las presiones inflacionarias lucen un poco más altas, en especial en la India

## Inflación en algunos países de Asia

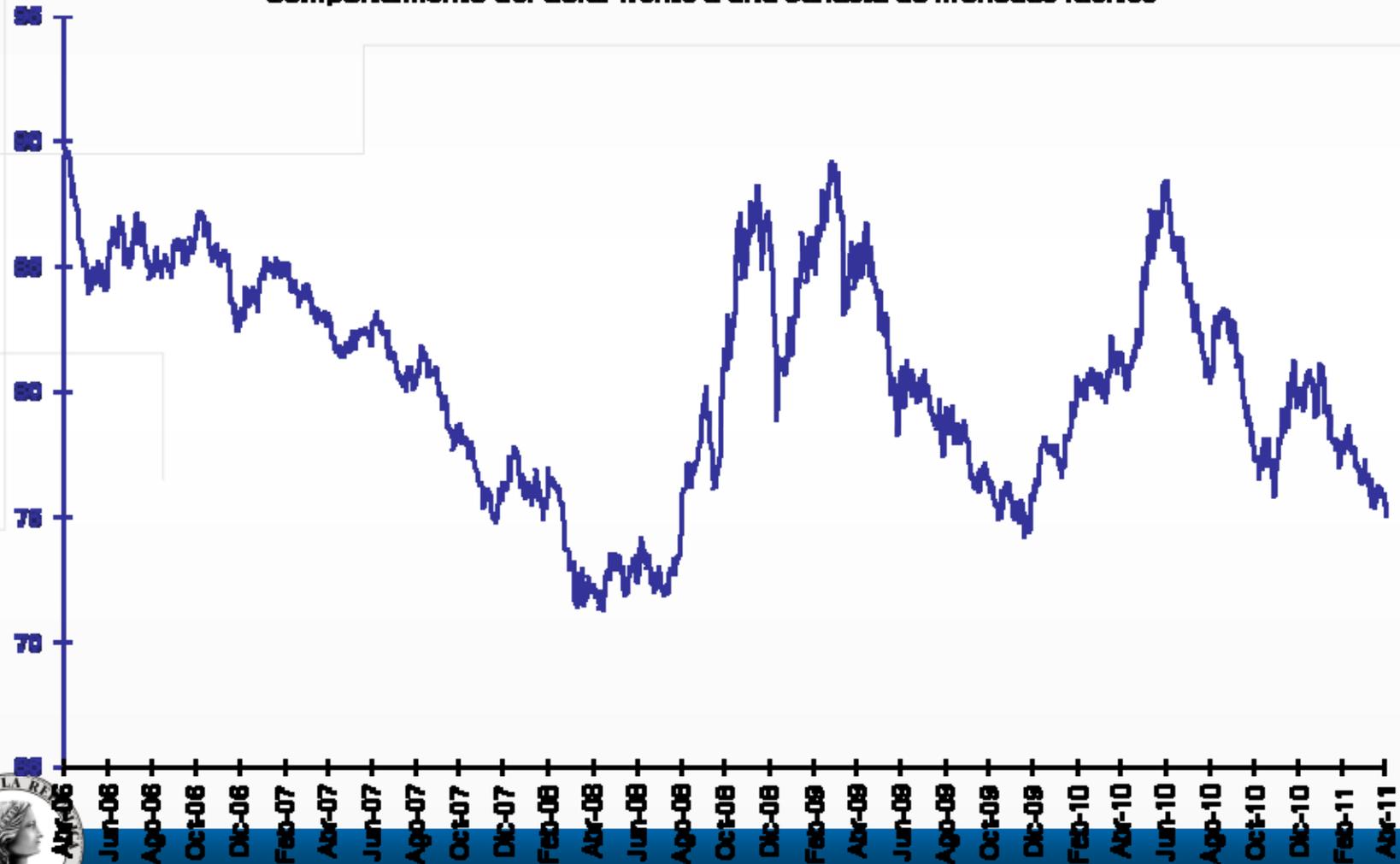


# V. REVALUACIÓN



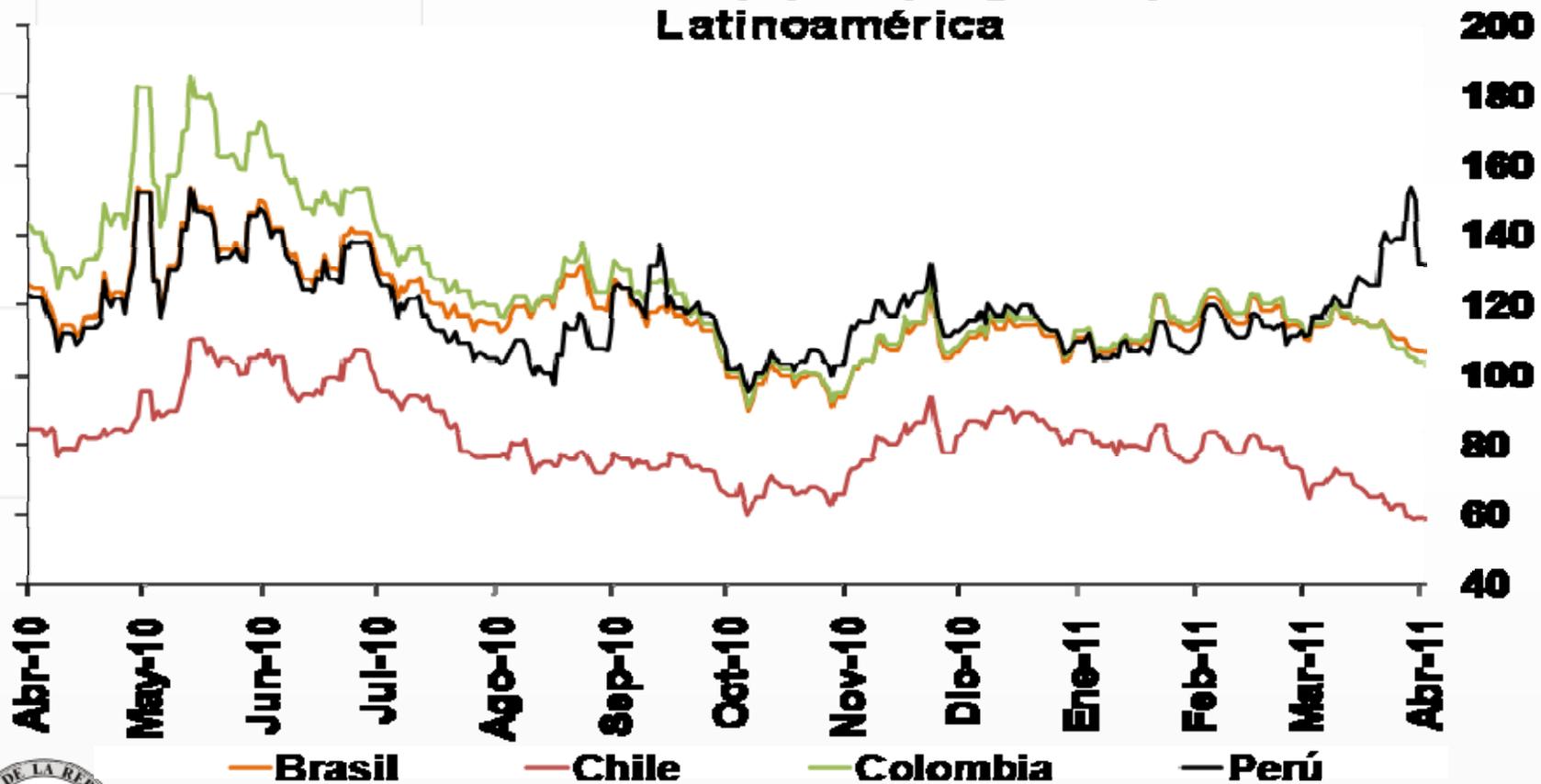
# El dólar se ha devaluado fuertemente como resultado de la política monetaria en extremo expansiva de EU (tasa 0 y QE2)

Comportamiento del dólar frente a una canasta de monedas fuertes



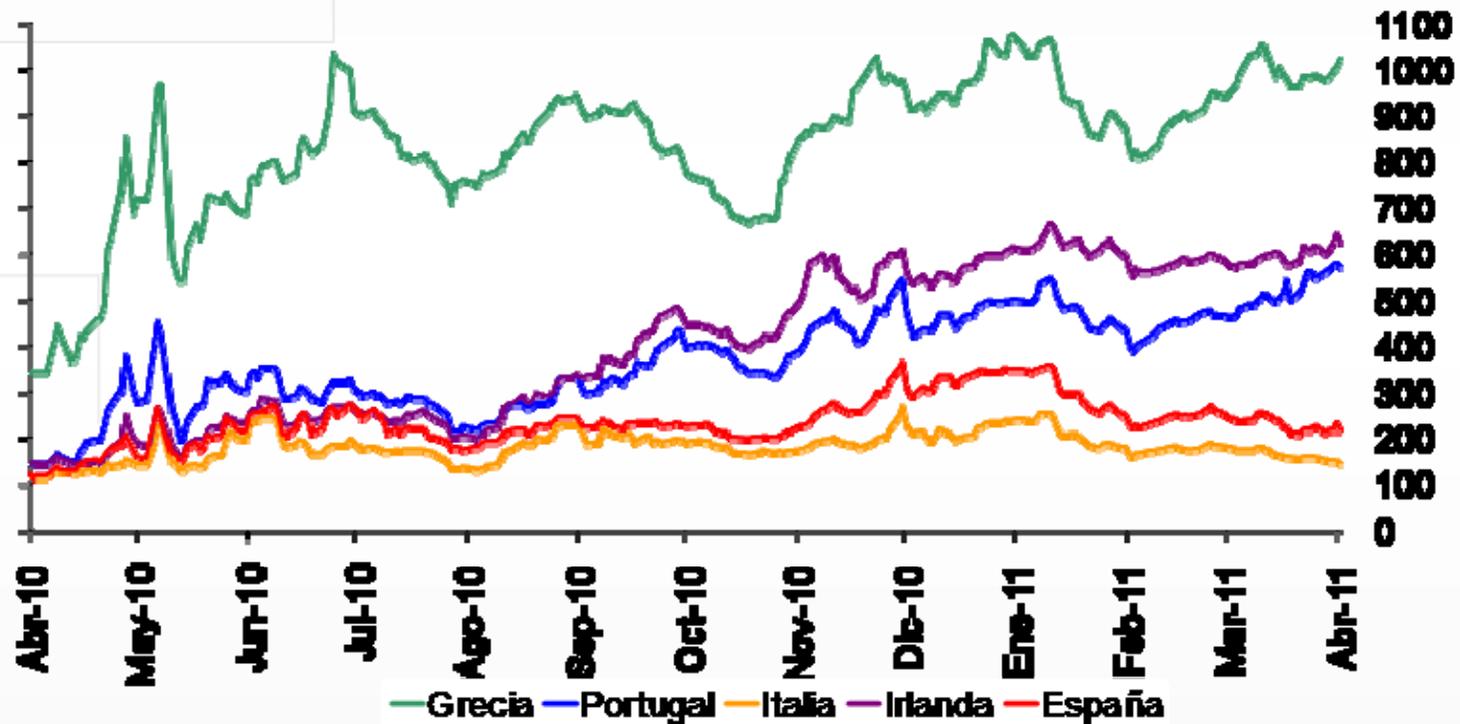
# En América Latina las primas de riesgo continúan bajas. Sólo en Perú aumentaron las últimas semanas

**Credit Default Swap (CDS) algunos países de Latinoamérica**



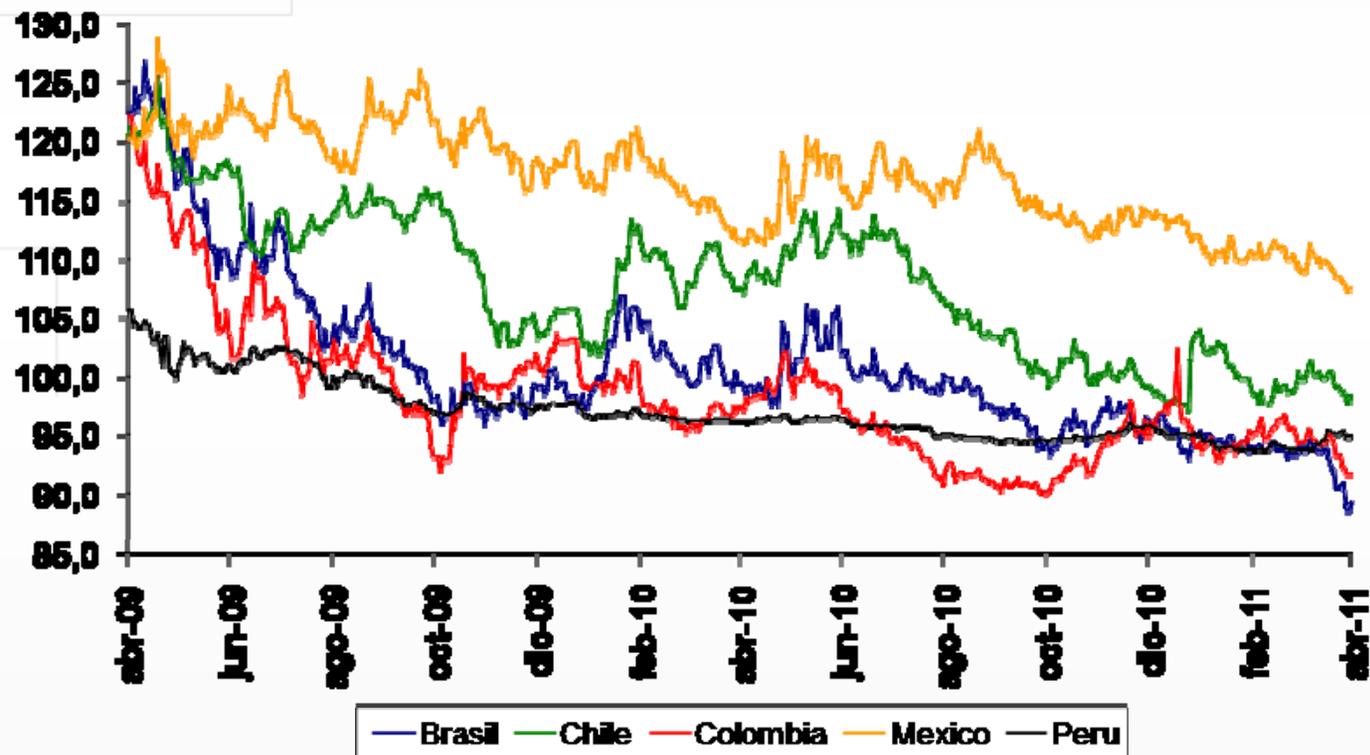
# En contraste con la primas de riesgo de los países de la periferia europea

## Credit Default Swap (CDS) a 5 años en Europa



Las monedas latinoamericanas se han revaluado. Se destaca el sol peruano por su mayor estabilidad relativa, aunque durante el último mes se ha devaluado

**Índices de tasa de cambio nominal  
(base año 08=100)**



## Devaluaciones (en verde y signo positivo) y revaluaciones (en amarillo y signo negativo) en algunos países de A. Latina. A mayo 2, Colombia era el más revaluado en lo corrido de 2011 y también en el último mes

Devaluaciones tipos de cambio

02-May-11

|  |           | Devaluaciones |             |         |              |                |                 |
|--|-----------|---------------|-------------|---------|--------------|----------------|-----------------|
|  |           | mes           | año corrido | 6 meses | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
|  | Colombia  | -4,37%        | -7,30%      | -3,82%  | -9,62%       | -22,86%        | 0,42%           |
|  | Brasil    | -3,66%        | -5,37%      | -7,69%  | -9,62%       | -23,72%        | -4,82%          |
|  | Mexico    | -3,46%        | -6,87%      | -6,53%  | -6,65%       | -11,81%        | 10,02%          |
|  | Argentina | 0,68%         | 2,53%       | 3,04%   | 4,92%        | 9,65%          | 29,05%          |
|  | Peru      | 0,66%         | 0,60%       | 1,03%   | -0,82%       | -4,32%         | 2,15%           |
|  | Uruguay   | -2,08%        | -5,28%      | -6,22%  | -1,82%       | -21,25%        | -5,04%          |
|  | Chile     | -3,14%        | -1,18%      | -5,03%  | -10,87%      | -18,08%        | -0,95%          |



# **VI. ENFERMEDAD HOLANDESA Y REGLA FISCAL**



## “Una ‘bonanza’ no debe confundirse con una bendición”

- El sector minero-energético ya aporta el 8% al PIB (más que la agricultura). Genera más de la mitad de los ingresos corrientes de la balanza de pagos, y cerca del 70% del valor total de las exportaciones del país. Pero generando menos de 250.000 empleos.
- Absorbe el 80% de la IED .
- Es la principal fuente del mercado de divisas en el país.
- Aporta cerca de 1/3 del recaudo de impuesto de renta proveniente de las personas jurídicas (sin incluir los dividendos pagados por Ecopetrol ni las regalías).

## La amenaza: ‘enfermedad holandesa’

En la medida en que las entradas de capital destinadas a dichas actividades predominen sobre el resto, y, como resultado, en que de la misma forma y proporción evolucionen sus exportaciones, se podrían provocar fuertes presiones sobre la revaluación del peso y el consiguiente debilitamiento de la competitividad de los sectores transables como agro e industria. Esto es la llamada ‘enfermedad holandesa’.



## Adicionalmente, el ‘efecto voracidad’

- Los ME más dependientes del sector minero-energético, enfrentan el riesgo de que, a medida que aumente su participación dentro del PIB, el crecimiento de su gasto público se desborde y se torne pro-cíclico, a costa de su función estabilizadora de la economía.
- Gasto público que, en las fases expansivas típicas de las ‘bonanzas’ – lo que se llama el ‘efecto voracidad’ -, suele convertirse en una fuente primordial de presión sobre la demanda agregada, los precios y la tasa de cambio real.
- Y, en consecuencia, causa del debilitamiento de las actividades económicas transables no petroleras.

## **El desafío consiste en una regla fiscal que apunte hacia:**

- Desacoplamiento del gasto del Gobierno respecto de la volatilidad de sus ingresos proveniente de los ciclos de las actividades minero-energéticas.
- Reducción de la proporción de la deuda pública dentro del PIB hasta niveles bajos y sostenibles, similares a los de los países que ostentan equilibrio fiscal.
- Fondo de estabilización para ahorrar en el exterior los excedentes de las cuentas externas del sector minero-energético durante épocas de ‘vacas gordas’, adoptando cláusulas de salida que le permitan al Gobierno enfrentar de modo contra-cíclico las fases recesivas.

## **IV. POSTURA DE POLÍTICA MONETARIA Y REGULACIÓN MACRO-PRUDENCIAL (RMP)**



## La política monetaria frente a la coyuntura

- En las circunstancias del presente, el objetivo de la política monetaria debe ser contribuir a la sostenibilidad del actual dinamismo de la economía en el mediano plazo.
- Por tanto, a pesar de que todos los datos sobre inflación (total, básica, expectativas) son buenos, la anticipación en el proceso de reducción del carácter expansivo de la política resulta clave a fin de no tener que reaccionar en el futuro reajustando más allá de lo prudente las tasas de interés, lo cual podría poner en aprietos el crecimiento de la economía al ritmo que actualmente observa.
- De ahí el reciente cambio de postura de la política.



## El riesgo hacia adelante

- Posibilidad de que los efectos de aumentos fuertes en la entrada de flujos de capital, en combinación con la mejoría en los términos de intercambio, se multipliquen por parte del sistema financiero a través del crecimiento del crédito, generando así incrementos desbordados en los precios de activos inmobiliarios y financieros y en la demanda agregada.
- Lo cual podría terminar en formación de burbujas, ampliación del déficit en la cuenta corriente (hoy en 3%), y mayor vulnerabilidad del sector financiero.



## **La respuesta: regulación macro-prudencial (RMP) como elemento inseparable de la política monetaria (Oliver Blanchard del FMI, 2010)**

- La crisis nos enseñó que, a fin de enfrentar la diversidad de metas de la política macroeconómica, hoy hay que contar con una amplia gama de instrumentos.
- Desde los fiscales hasta los de una política monetaria ‘exótica’ que se combine, bajo el banco central, con la regulación macro-prudencial del sistema financiero en su conjunto.



# El papel de la regulación macro-prudencial (RMP)

Se trata de reorientar la regulación prudencial hacia el tratamiento de los riesgos sistémicos del sector financiero en su conjunto. Para ello se precisa:

- Complementar el objetivo convencional de la política monetaria clásica con el cometido de anticiparse a las burbujas de activos (inmobiliarios, mercado bursátil, TES, otros bonos, CDT's, etc.)
- Por consiguiente, regular la oferta de crédito



## El caso de los precios de los activos (principalmente de los inmobiliarios y títulos valores)

- El comportamiento de los precios de los activos, aunque no se halle incorporado en los indicadores convencionales de la inflación, igualmente tiene que hacer parte de la órbita de preocupaciones de los bancos centrales, por su impacto sobre la solvencia y estabilidad del sistema financiero.
- Por tanto, a fin de evitar el riesgo de una brecha del producto negativa por ‘sobre-utilizar’ la tasa, los bancos centrales en su ‘función de reacción’ deben contar con otros instrumentos diferentes.



## Por tanto, además de tasas de interés y encajes...

...el banco central debe fijarle al sector financiero: (a) requerimientos mínimos de liquidez y capital; (b) provisiones ordinarias y contra-cíclicas; (c) límites al apalancamiento; (d) criterios sobre manejo de riesgos y diversificación de portafolios de inversión. A fin de:

- Prevenir los excesos de las ‘innovaciones’ financieras y crediticias
- Contrarrestar la formación y explosión de burbujas especulativas de activos inmobiliarios y valores
- Proteger al consumidor de servicios financieros

## Otras órbitas de la RMP por parte del banco central

- Límites al ‘*loan to value*’ y ‘*loan to income ratios*’ en créditos de vivienda y otros bienes de consumo durable, y también a la financiación de títulos y valores a través de ‘cuentas de margen’.
- Descalces cambiarios del sistema ampliado
- Descalces de ‘maduración’ entre el apalancamiento de los intermediarios y la cartera
- Requerimientos contra-cíclicos de capital (+ o -) de los intermediarios según el ciclo crediticio
- La separación de la actividad bancaria comercial de la de inversión (*proprietary trading*)



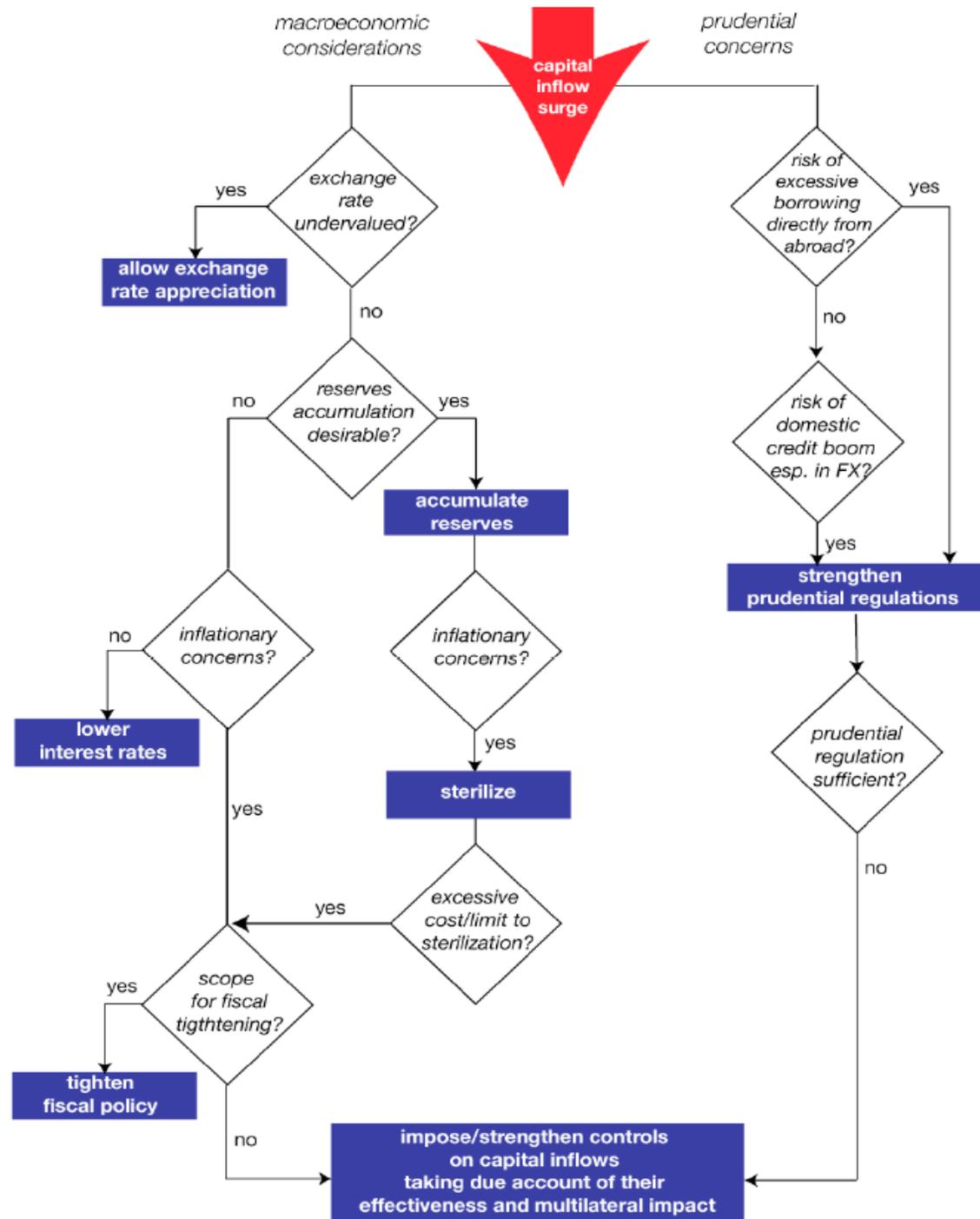
## Controles de capital de corto plazo: otra herramienta (de última instancia) de la RMP a cargo del banco central (Jonathan D. Ostry y otros del FMI, 2010)

- Dos razones para controles de capital: ponerle límites a la apreciación de la tasa de cambio, y a la vulnerabilidad de la economía ante modalidades de financiamiento externo que se consideren de más alto riesgo (por ejemplo operaciones '*carry trade*')
- Tales controles han sido un complemento muy útil de las demás herramientas macroeconómicas (fiscales, monetarias y regulatorias), bajo circunstancias especiales y transitorias



# ‘La regla de Ostry’

Si la economía se halla operando cerca de su potencial; el nivel de reservas es el adecuado; la tasa de cambio no está subvaluada; y es probable que los flujos de capital sean transitorios, el uso de controles se justificaría



**GRACIAS**

