



# **POLÍTICA MONETARIA, CRISIS MUNDIAL Y ESTADO DE LA ECONOMÍA**

**Cali, Marzo 10 de 2009**

**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 crisis mundial
- III. El estado de la economía en Colombia

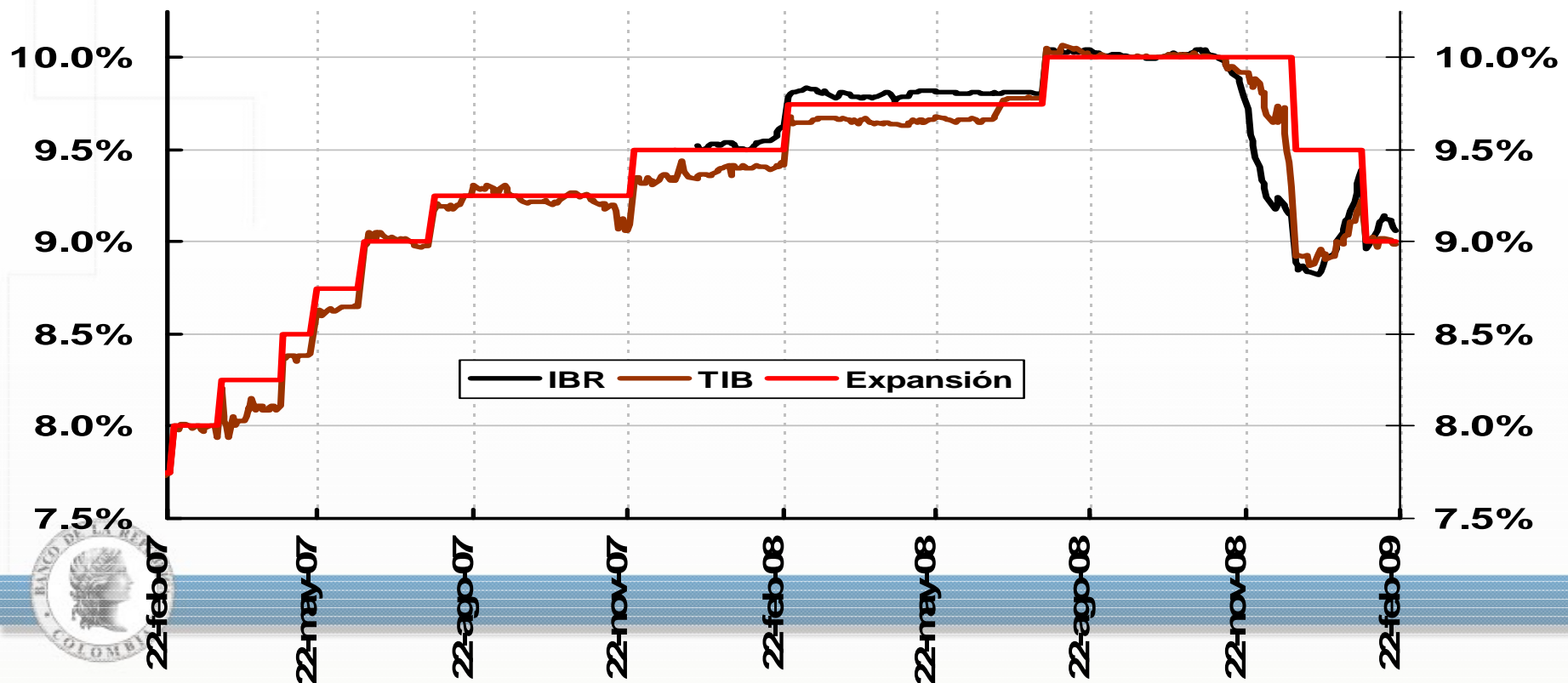


# I. LA POLÍTICA MONETARIA



La Junta elevó su tasa de interés entre abril/06 y julio/08 de 6% a 10% en diez y seis movimientos de 25 pb c/u. También elevó encajes y estableció controles de capital. En diciembre de 2008 emprendió la reducción de la tasa. Hoy 8%

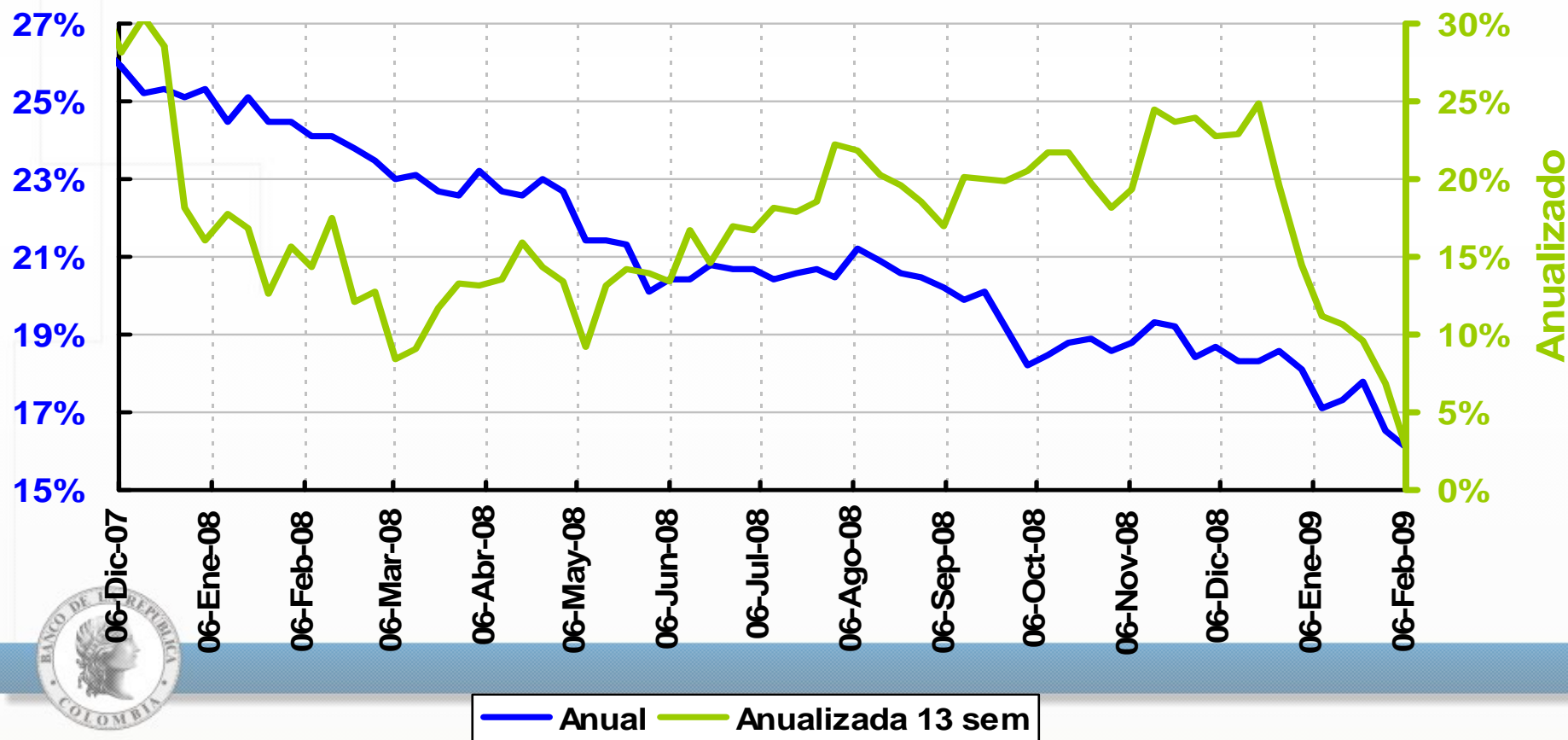
Tasa de política, IBR y TIB



Como resultado, el crecimiento anual de la cartera en moneda nacional cayó al 16%, menos de la mitad de su pico de Marzo de 2007

### Cartera bruta con leasing MN

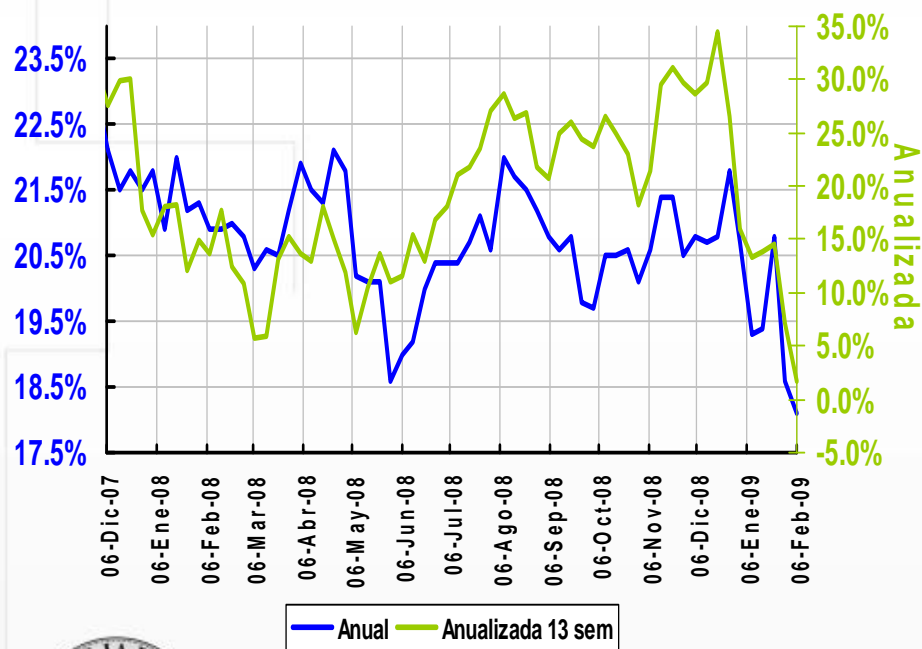
variaciones anuales de datos semanales



# Por destino las carteras comercial y de consumo se han desacelerado notablemente: de 40% a 18% y de 50% a 10% respectivamente

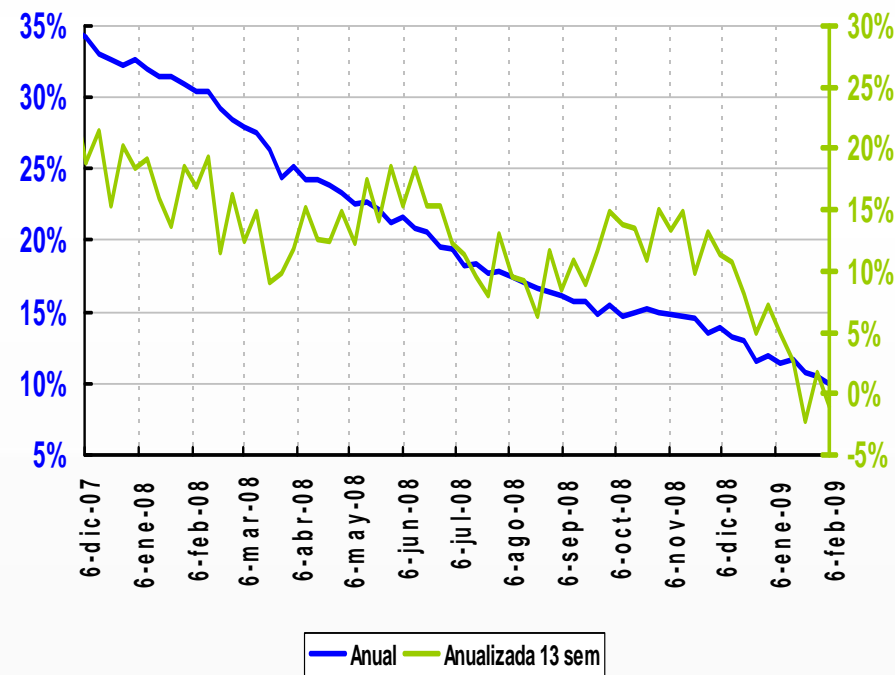
## Cartera bruta comercial con leasing MN

variaciones anuales de datos semanales



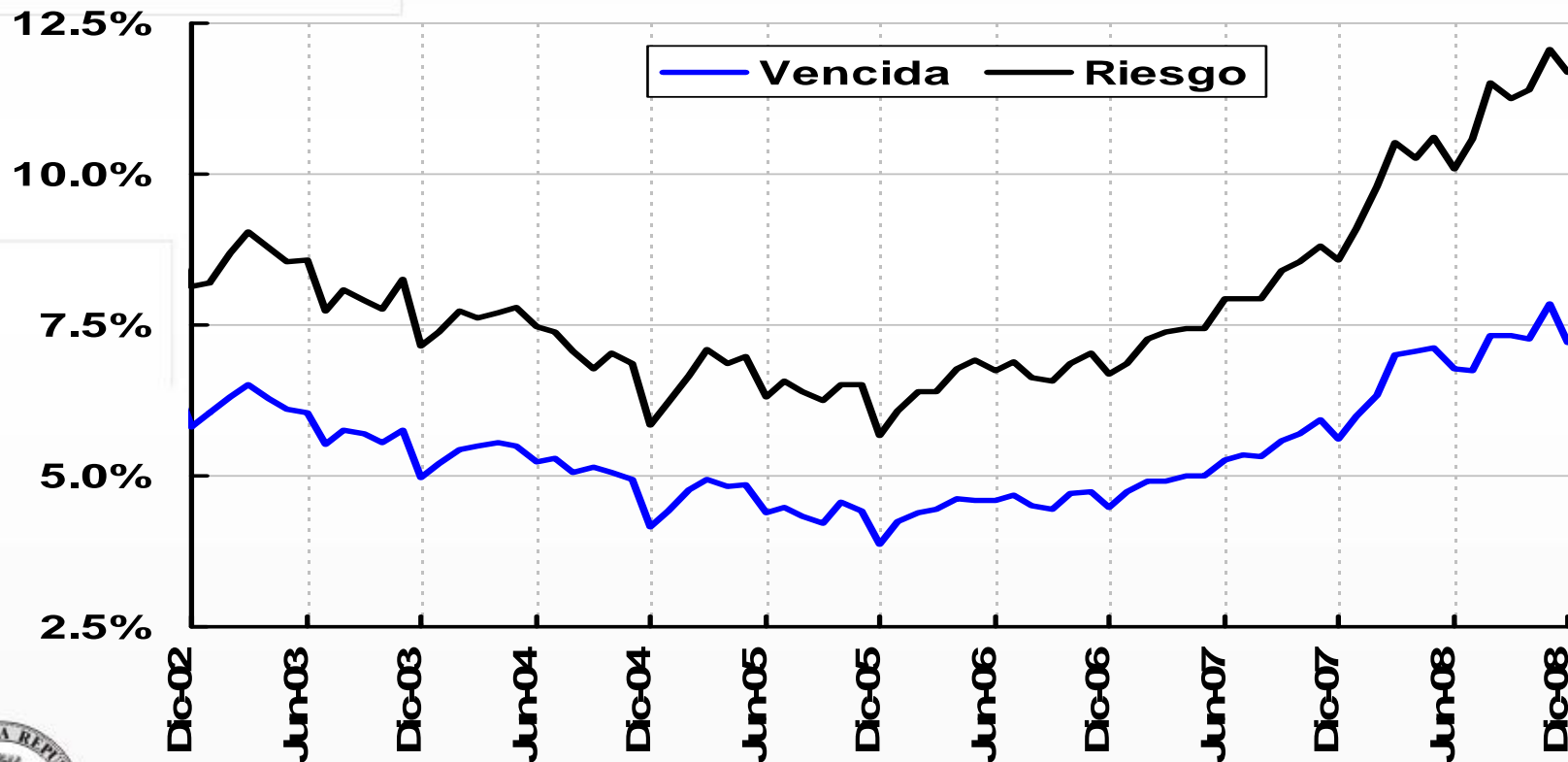
## Cartera bruta de consumo sin Coomeva

variaciones anuales de datos semanales



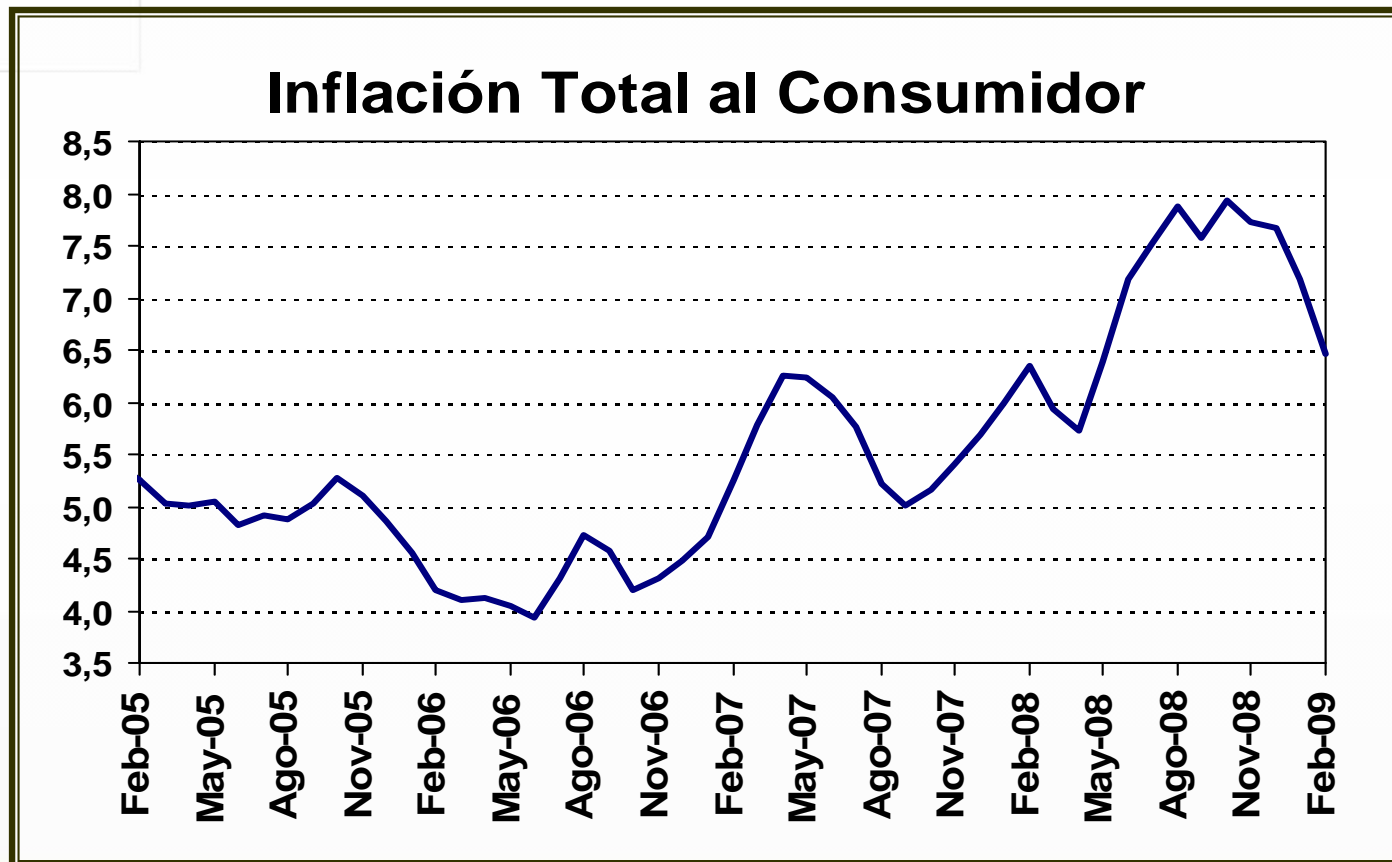
**No obstante, resulta notorio el deterioro de la calidad de la cartera, en especial de consumo. Hicieron falta las provisiones anticíclicas**

### **Cartera consumo vencida y en riesgo**



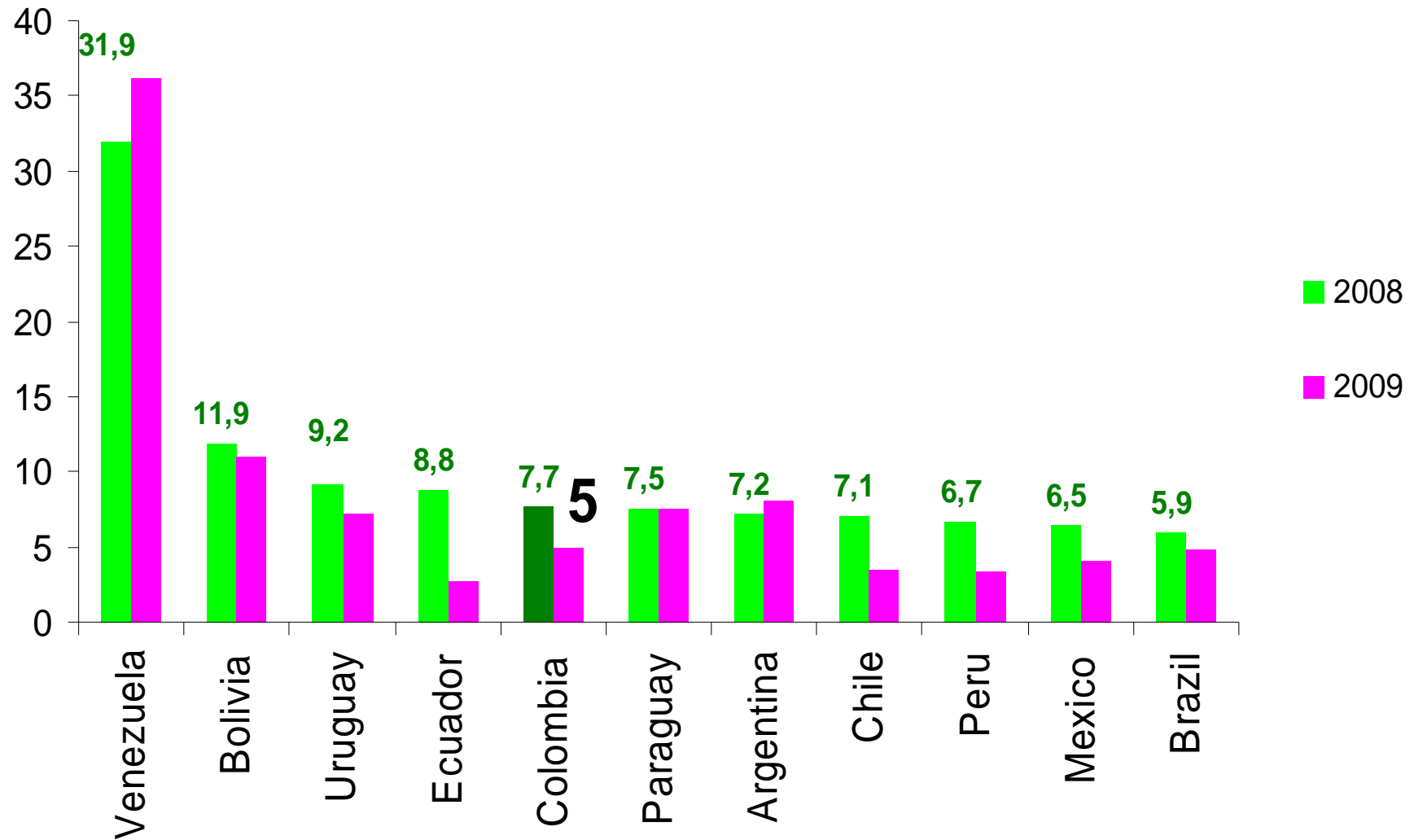
Tras su pico máximo en Octubre de 2008, la inflación cayó en Febrero por cuarto mes consecutivo. Se espera que la meta para este año (4,5%-5,5%) se cumpla holgadamente

Feb 09 = 6.47%  
Ene 09 = 7.18%  
Dic 08 = 7.67%  
Nov 08 = 7.73%  
Oct 08 = 7.94%





# Inflación en América Latina(%)

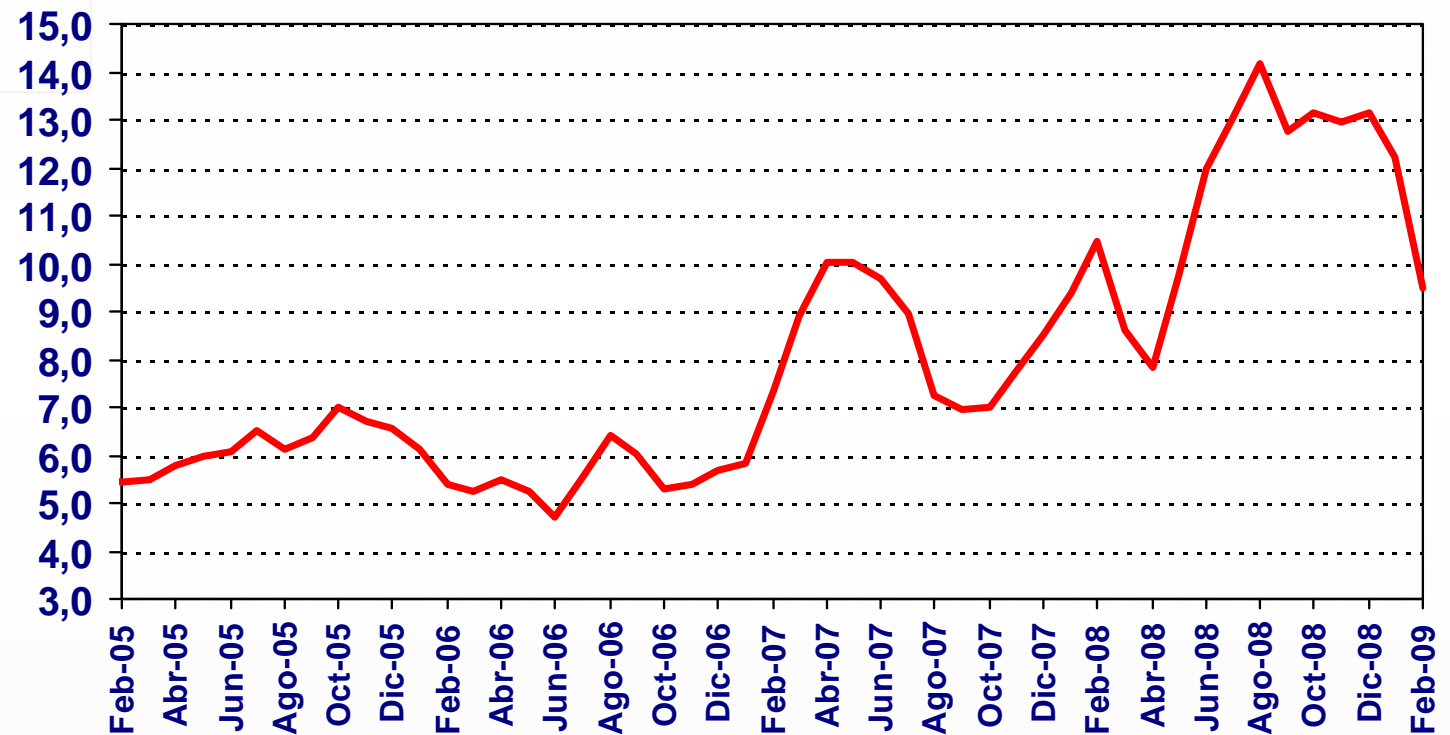


Fuente: Latin American Consensus Forecast Febrero 2009; ordenado según cifras en 2008

# Los alimentos, junto al petróleo, lideraron el aumento de la inflación en 2007-2008. Ahora comandan su caída

Feb 09 = 9.50%  
Ene 09 = 12.24%  
Dic 08 = 13.17%  
Nov 08 = 12.95%  
Oct 08 = 13.15%  
Sep 08 = 12.77%

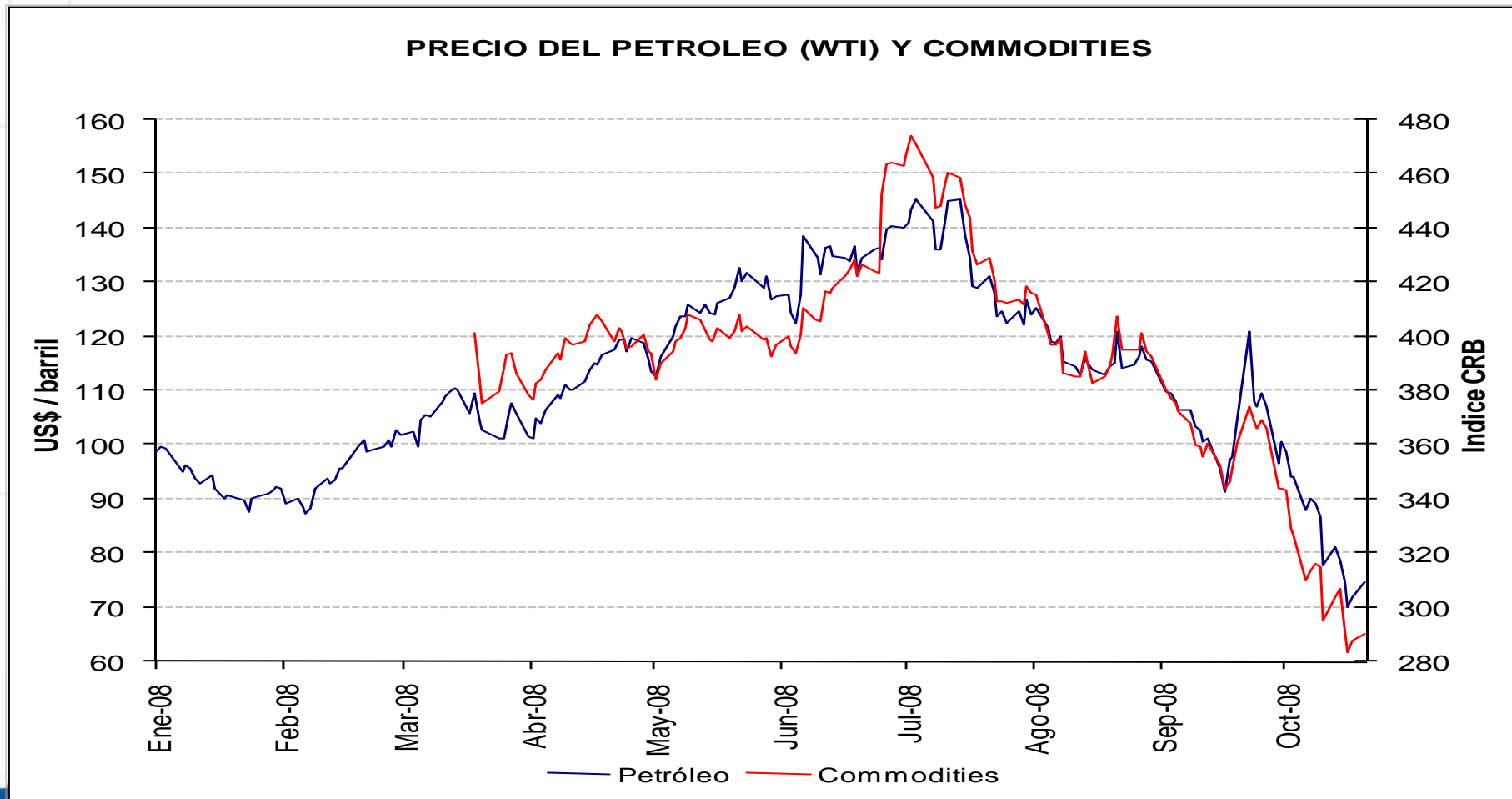
## Inflación anual Alimentos



Fuente: DANE Cálculos Banco de la República.

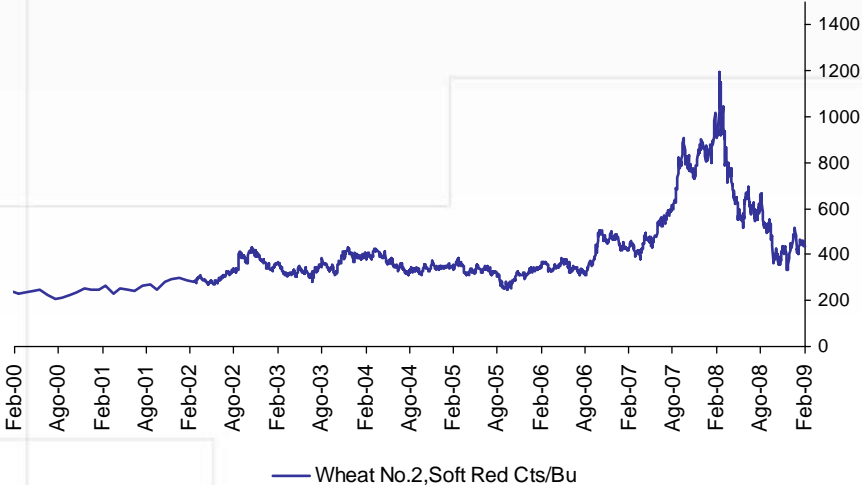


# La sola recesión global y sus vientos deflacionarios han empezado a desinflar el componente de choque externo de oferta

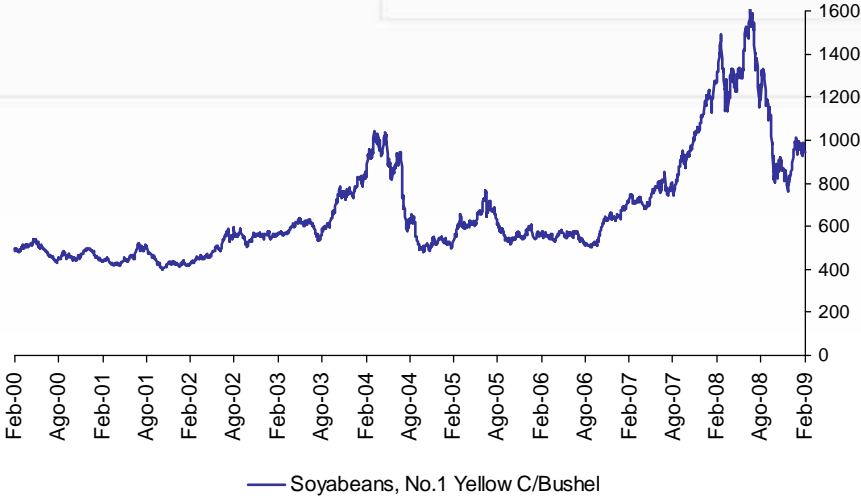


# Precios internacionales de granos: desinflación por recesión global

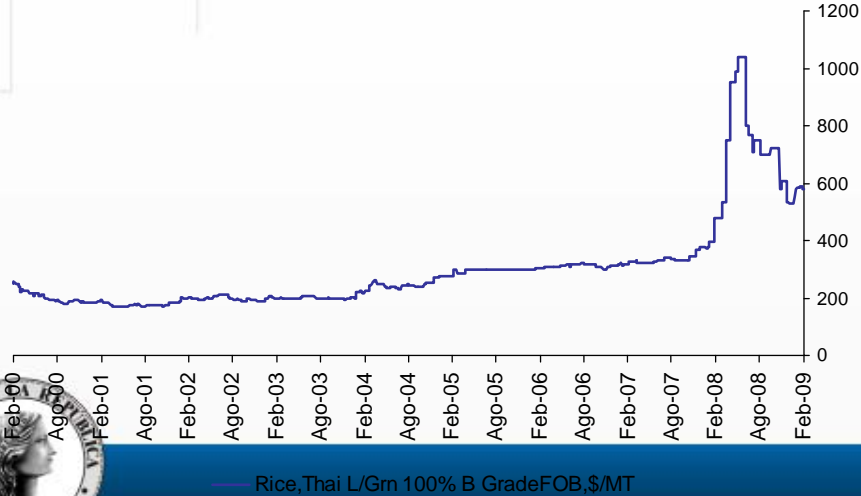
**Trigo**



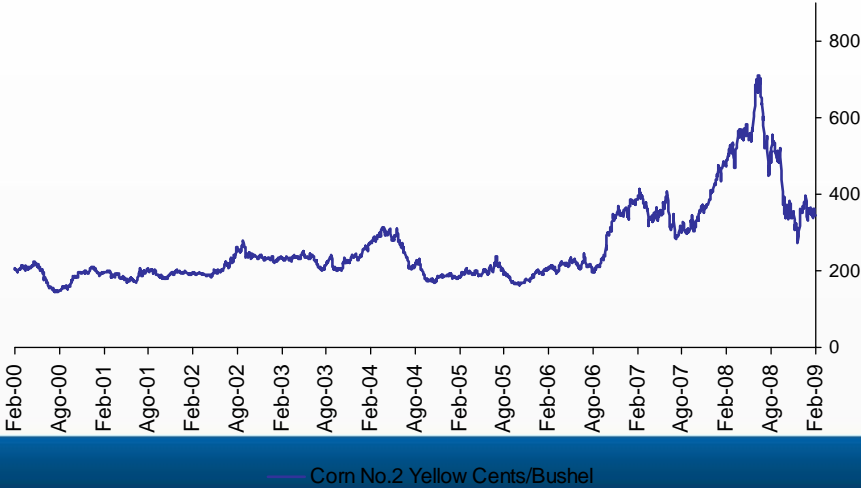
**Soya**



**Arroz**



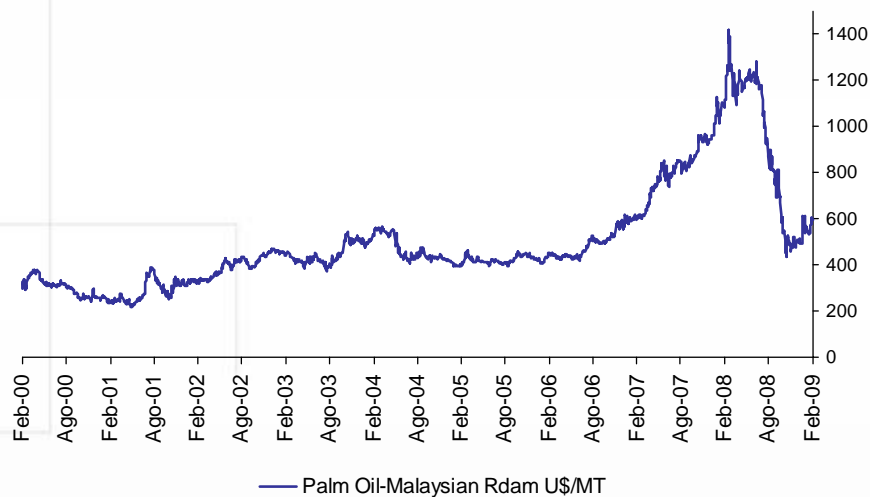
**Maíz**



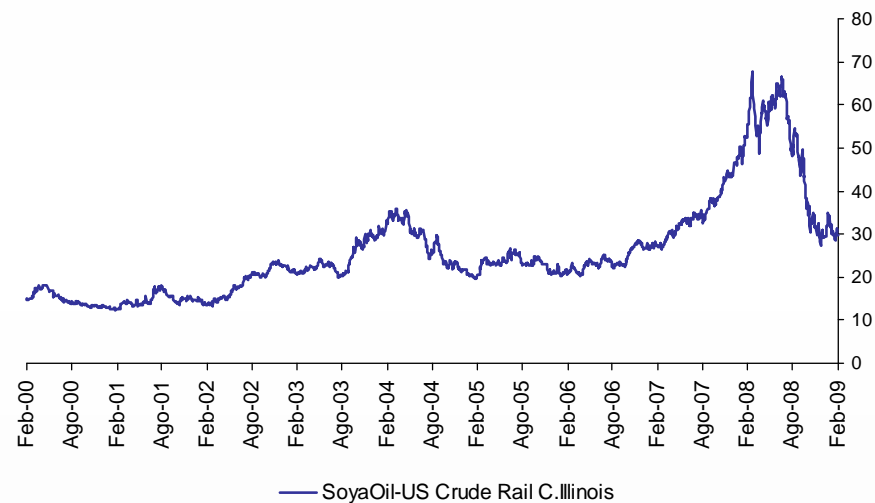
Fuente: Datastream

# Precios internacionales de aceites: desinflación por recesión global

Aceite de Palma



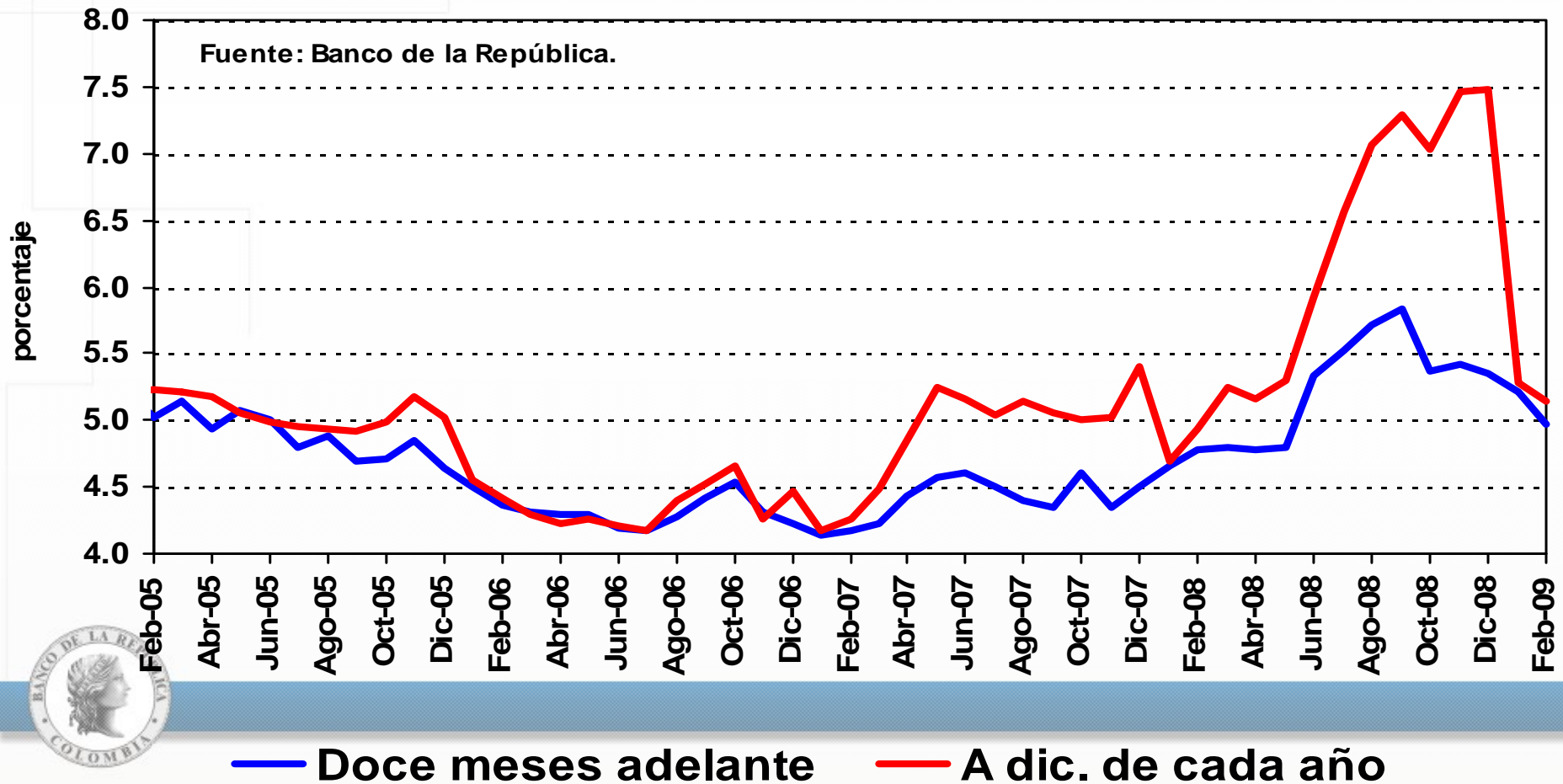
Aceite de Soya



Fuente: Datastream

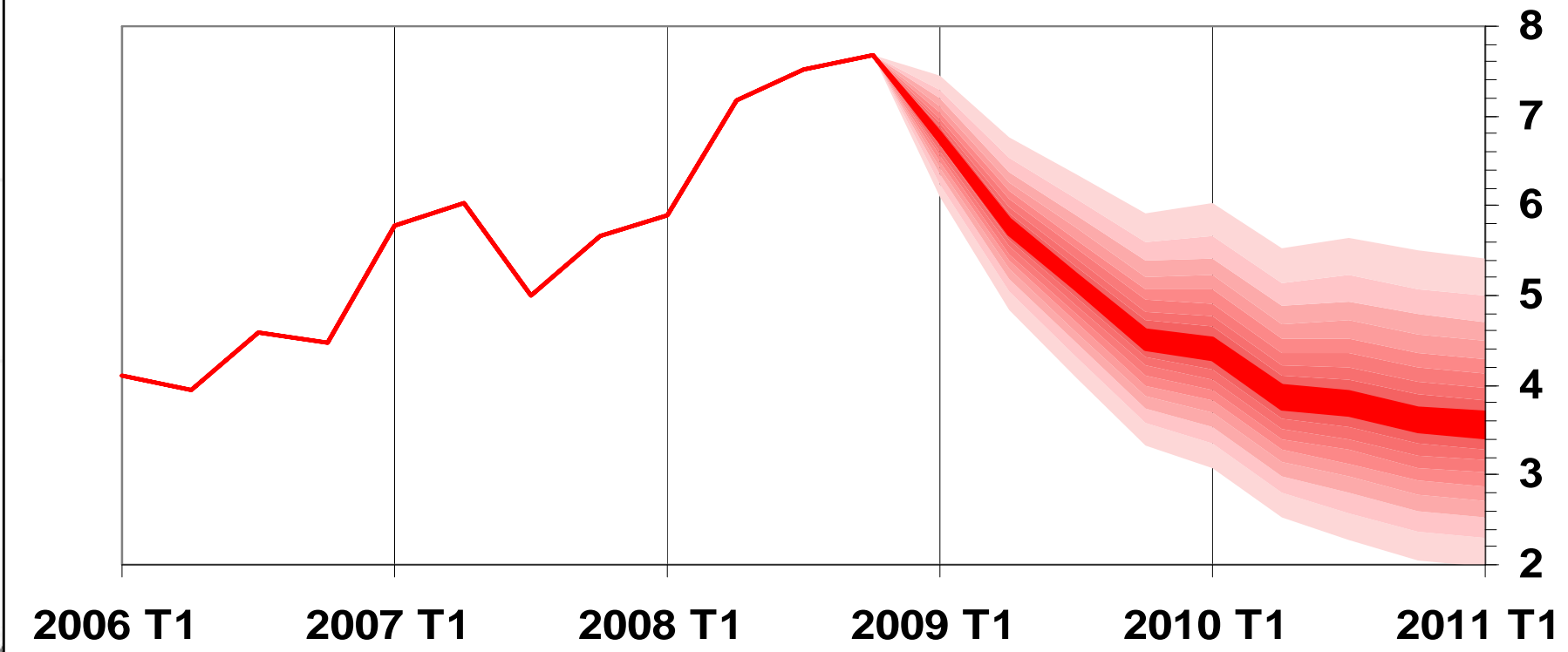
# Las expectativas de inflación se hallan de nuevo dentro de la meta, una excelente noticia

## Pronóstico de inflación bancos y comisionistas de bolsa



La probabilidad de que en Colombia la inflación en 2009 se sitúe por debajo del punto medio del rango meta (5%) es 72%

"Fan Chart" Inflación Total



# II. LA CRISIS MUNDIAL





## El ciclo de la crisis, según Hyman Minsky

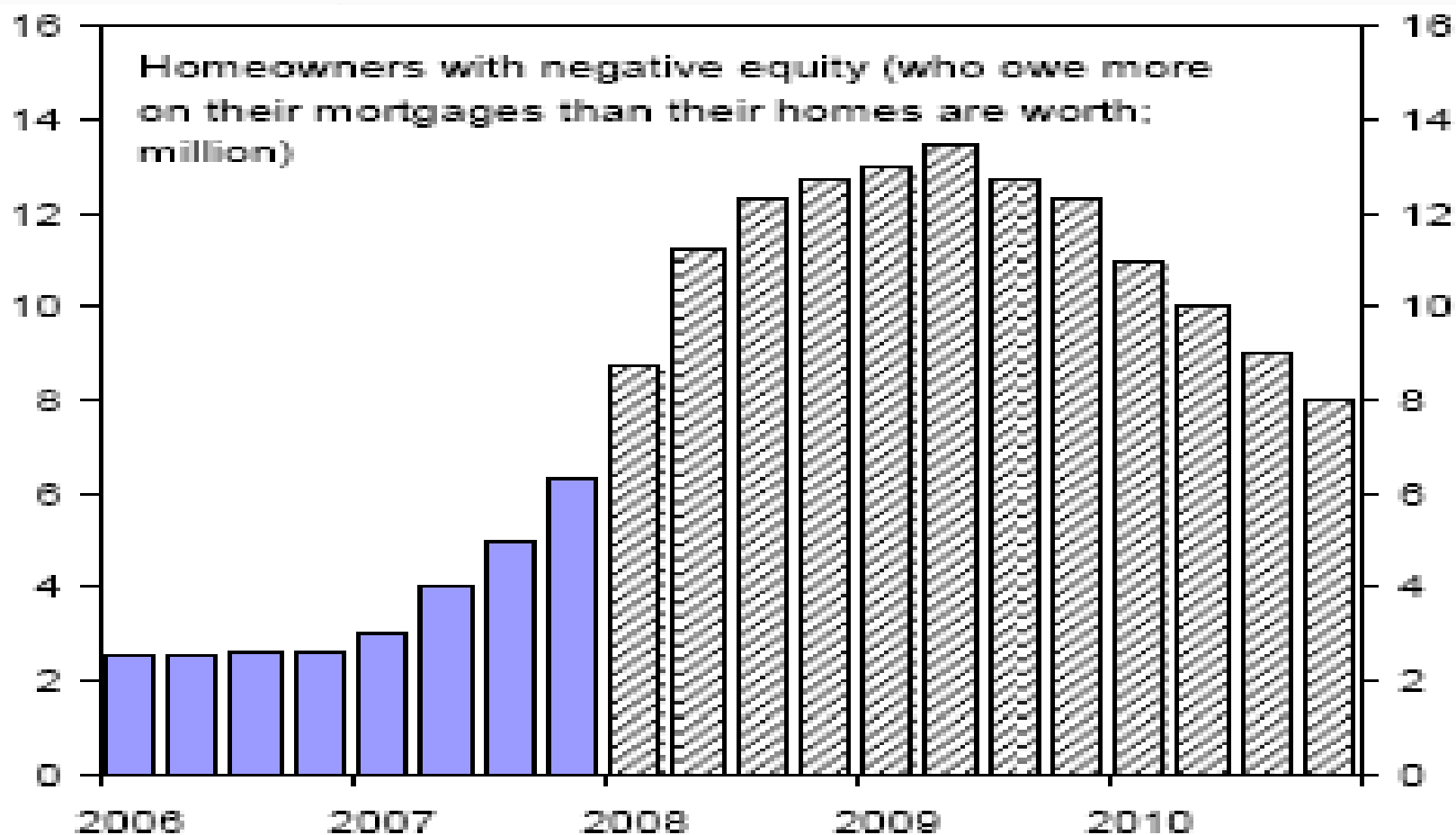
- En el auge, la gente se sobreendeuda para invertir. Cuanto más duren el *boom* y la euforia, los prestamistas asumen más riesgos, hasta que los ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas.
- Y los acreedores tienden entonces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



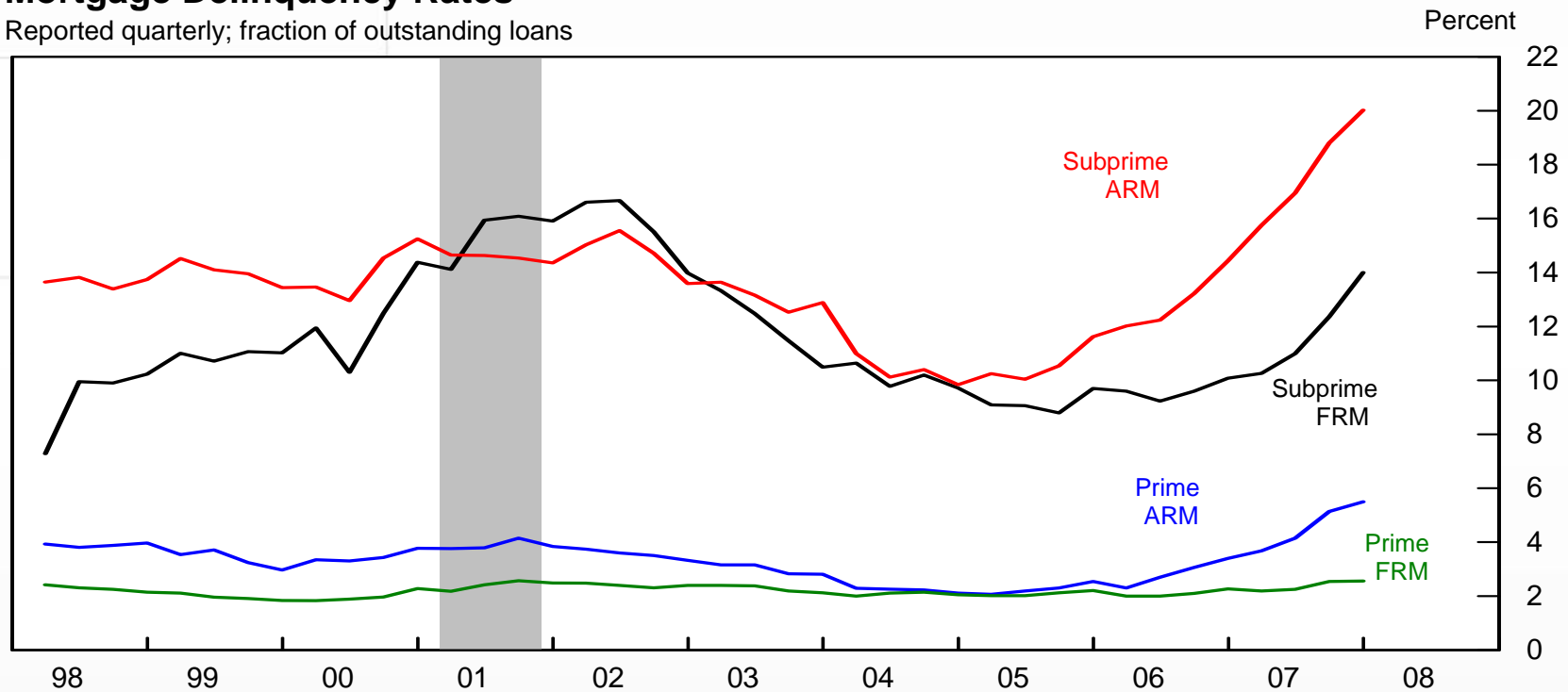
De un total de 57 millones de deudores hipotecarios, 8 tienen valor de su vivienda por debajo de su deuda, cifra que aumentaría a 14 millones en 2009. Luego sigue el problema



# 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

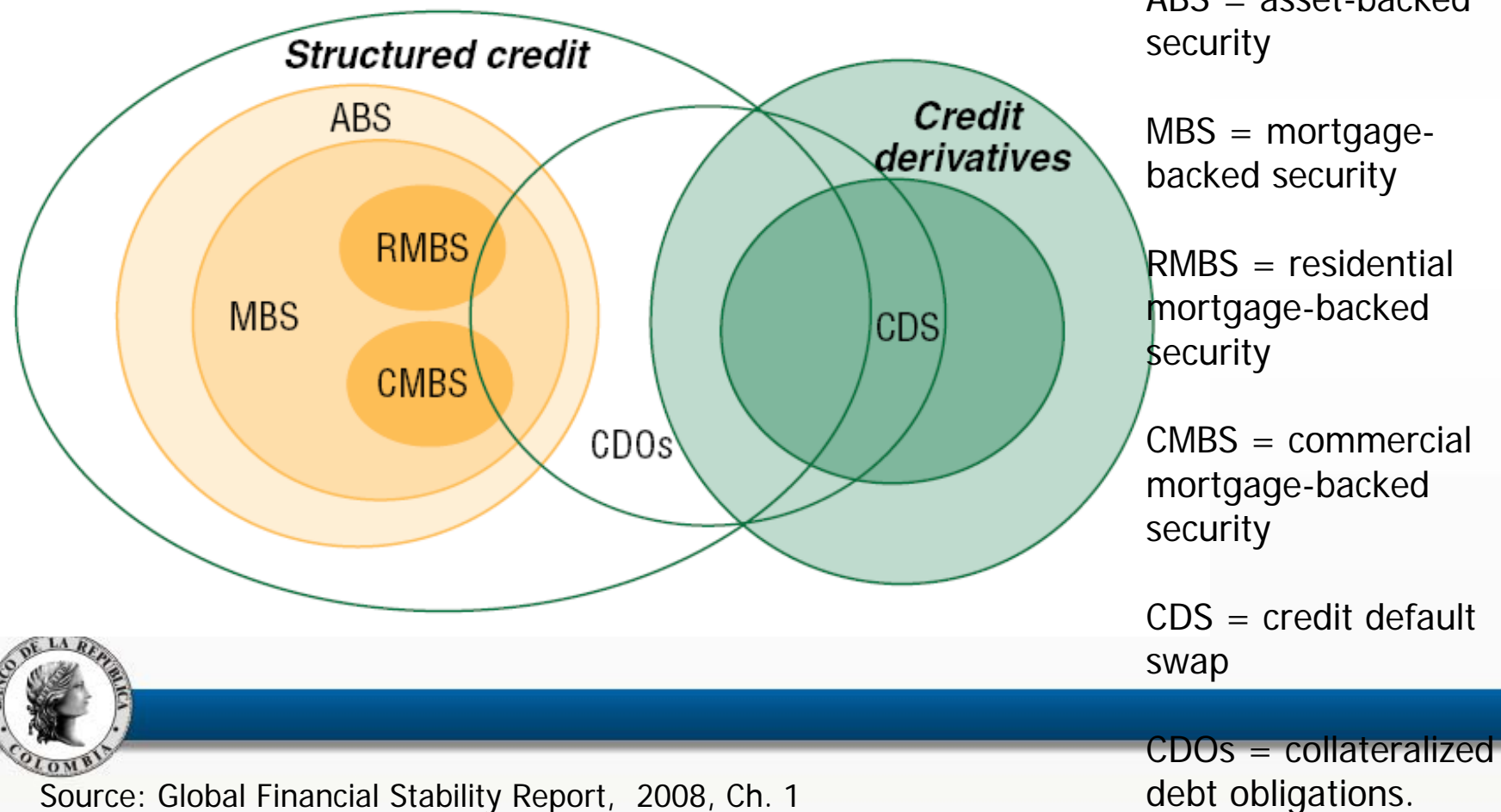


Delinquent mortgages are 30 days or more past due but not in foreclosure.



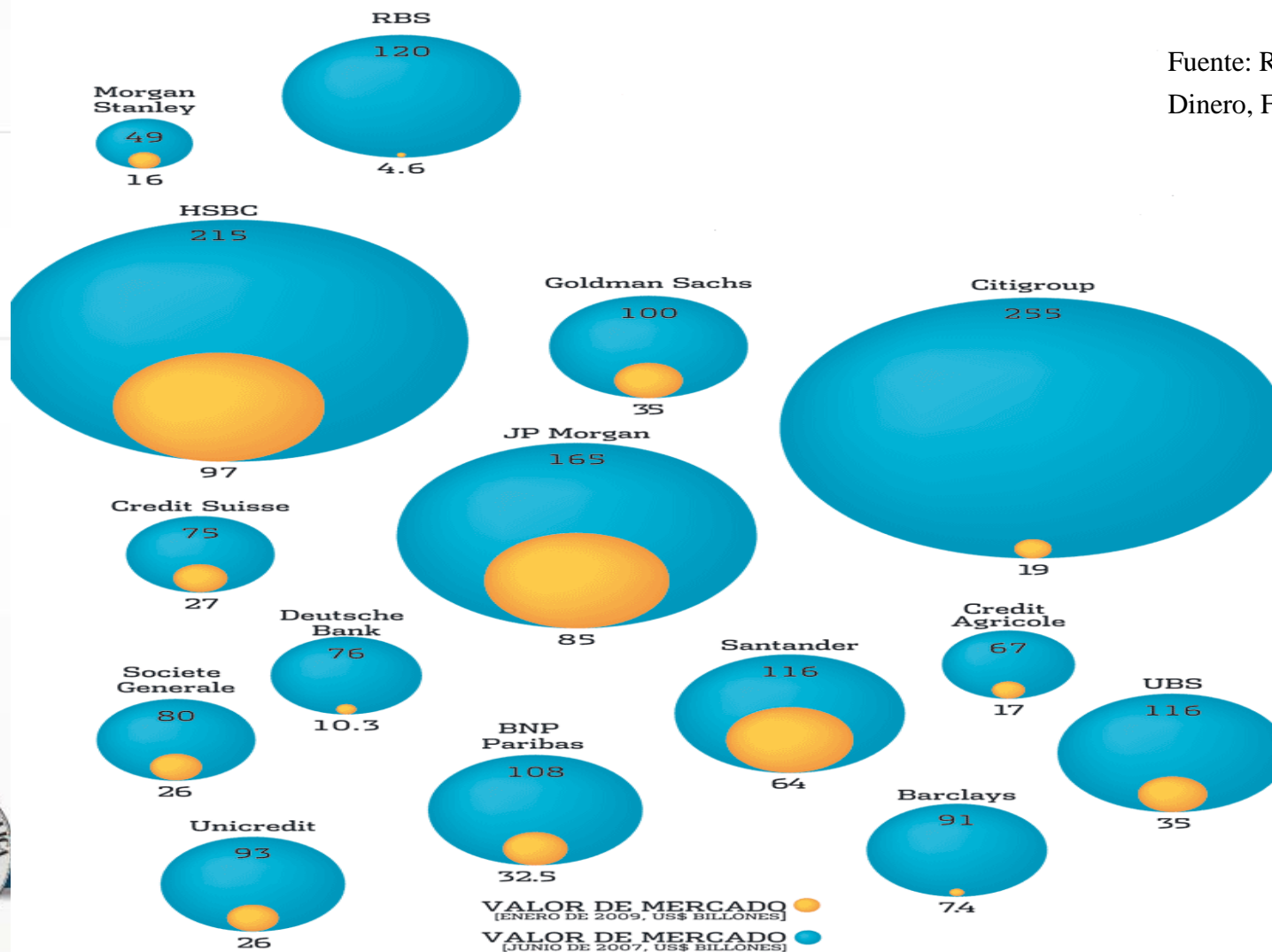
# Los 'duendes': modalidades opacas de crédito estructurado que, sin regulación ni supervisión (pero 'bien calificadas'), desataron la crisis. USD 600 trillones (en inglés), 10 veces el PIB mundial

## Universo de Activos Titularizados



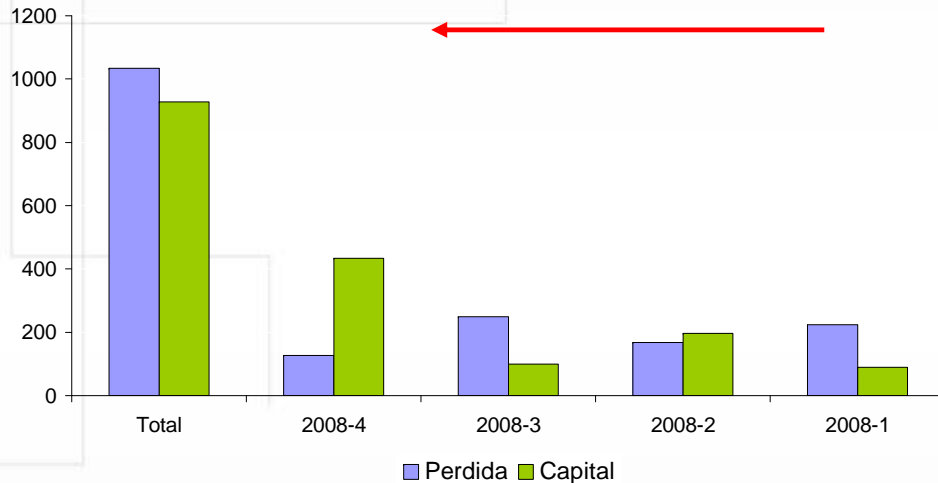
# Las pérdidas de valor de algunos bancos de Jun 07 (azul) a Ene 09 (amarillo). Según N. Roubini ascienden a USD 3,8 trillones (en inglés)

Fuente: Revista Dinero, Feb 6, 2009

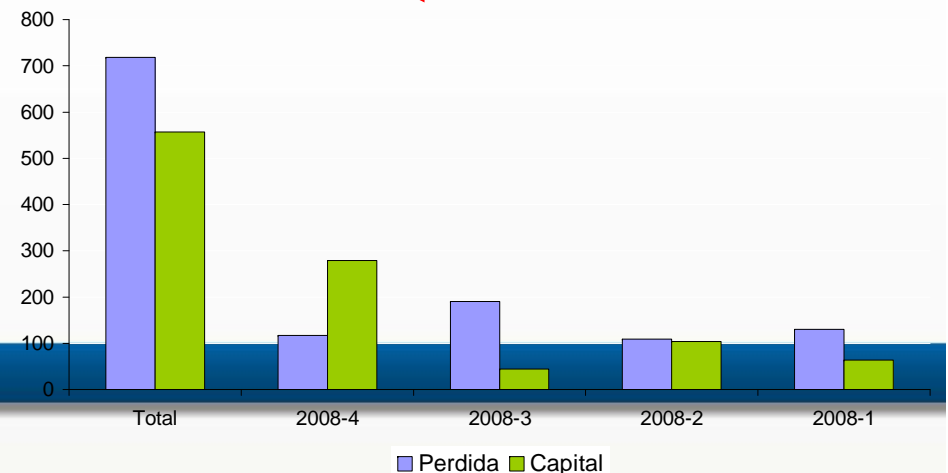


# Lo más grave es que las inyecciones de capital tanto públicas como privadas aún no han compensado las pérdidas (*write downs*) en el sistema financiero. El problema real es **insolvencia**

Pérdidas y Capitalizaciones Sistema Financiero Mundial  
US\$ Miles de Millones

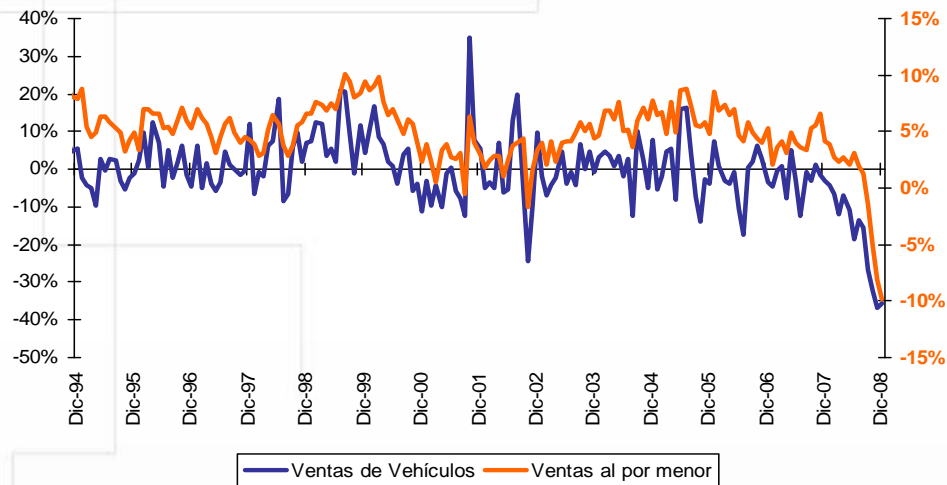


Pérdidas y Capitalizaciones Sistema Financiero Americano  
US\$ Miles de Millones

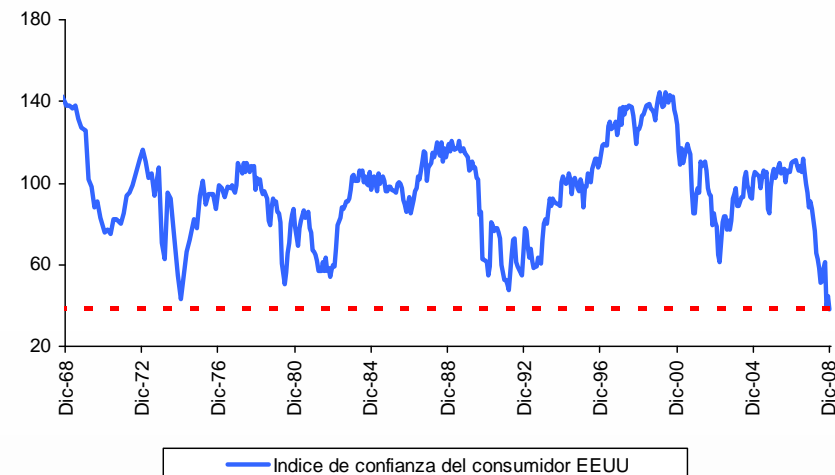


# La crisis llega al sector real. En EU las ventas al por menor vienen cayendo durante los últimos ocho meses consecutivamente, y en enero las de vehículos se desplomaron 37%

Ventas en EEUU  
(Variación Anual)



Indice de confianza del consumidor EEUU  
(Conference Board)



Los indicadores de confianza del consumidor continúan empeorando y se sitúan en niveles históricamente bajos

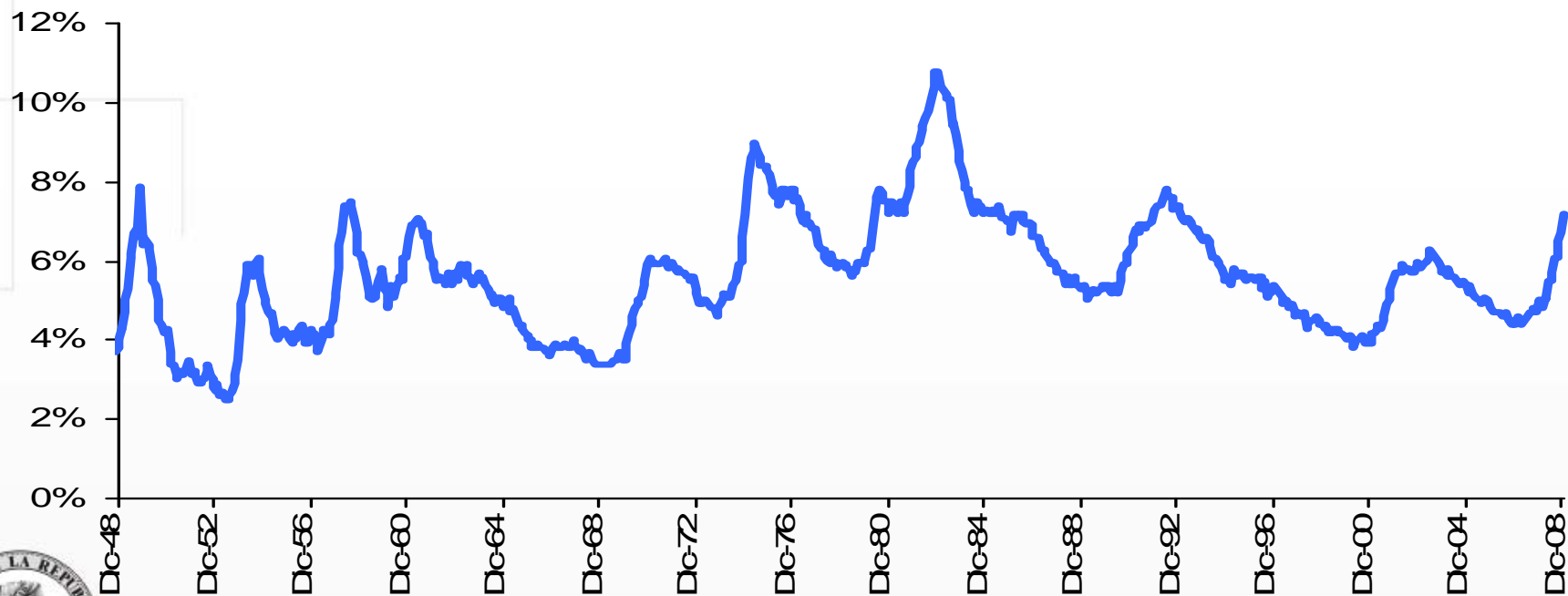


Fuente: Bloomberg



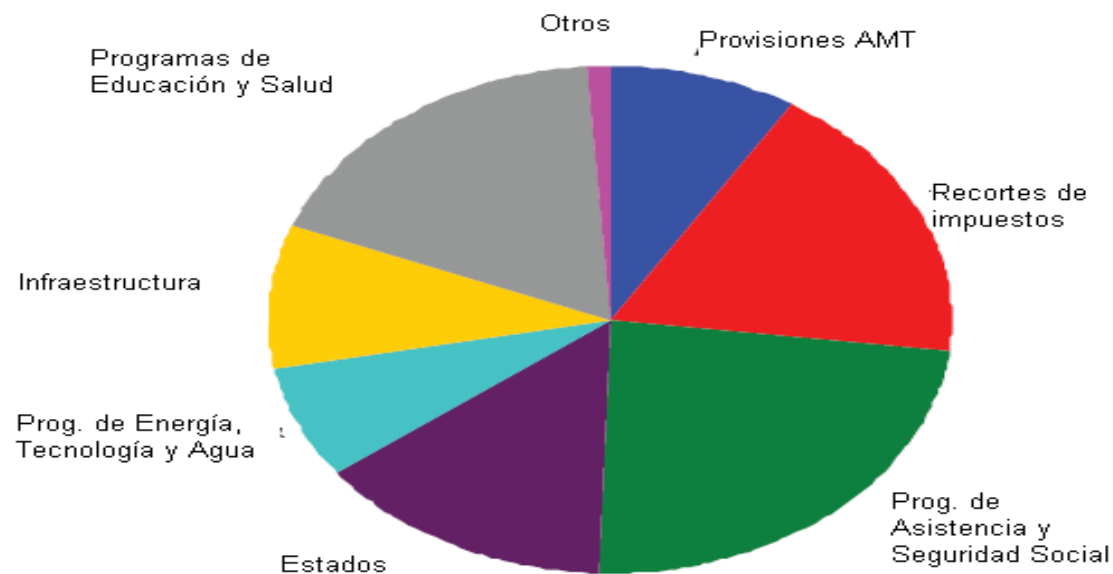
En EU se destruyeron 2,6 millones de empleos durante 2008. Tasa de desempleo hoy 8,1%. Podría superar 10% al fin de 2009, lo mismo que el déficit fiscal. El cuarto trim de 2008 la contracción anualizada del PIB fue 3,8%. La contracción del PIB en 2009 sería 2%

Tasa de desempleo



# Medidas adicionales adoptadas por Obama: Ley de estímulo por US\$787mm (5,7% del PIB): recortes en impuestos US\$300mm, US\$200mm en infraestructura y tecnología y más de US\$250mm en abaratamiento de seguros de salud, beneficios para los desempleados, bonos alimenticios, educación, etc.

Paquete de estímulo económico del gobierno de Obama por US\$787mm



Fuente: Oficina de presupuesto del congreso de Estados Unidos, FNT Financial

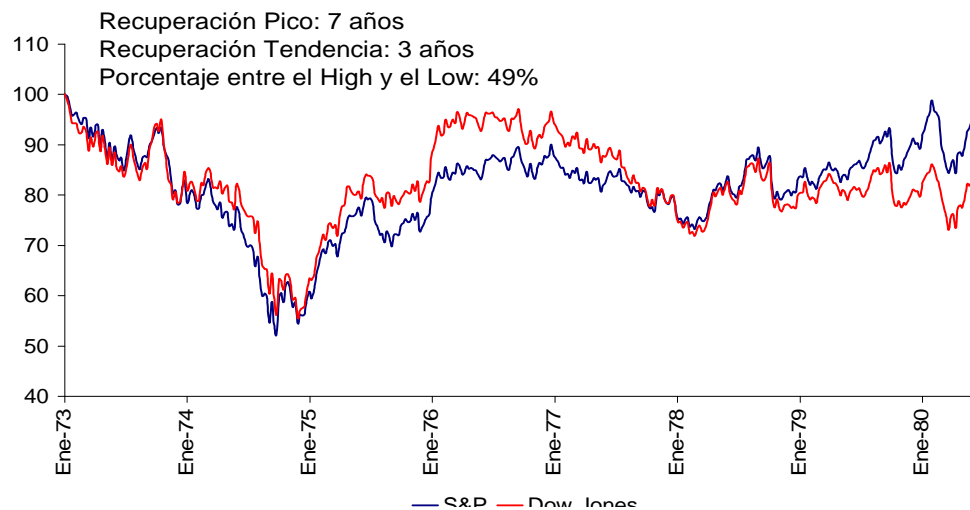


# La duración promedio de las últimas siete recesiones de EU (recuperación del apetito por el riesgo) desde 1960 alcanzó 32 meses

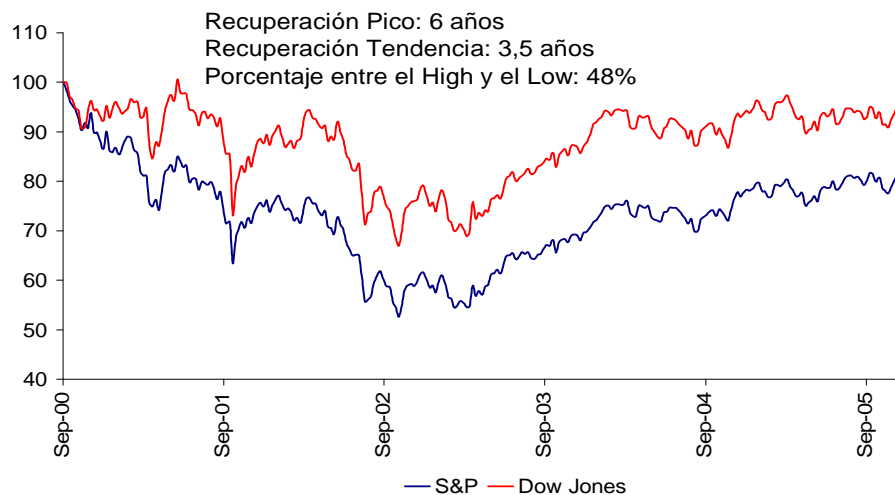
### Crisis del 29



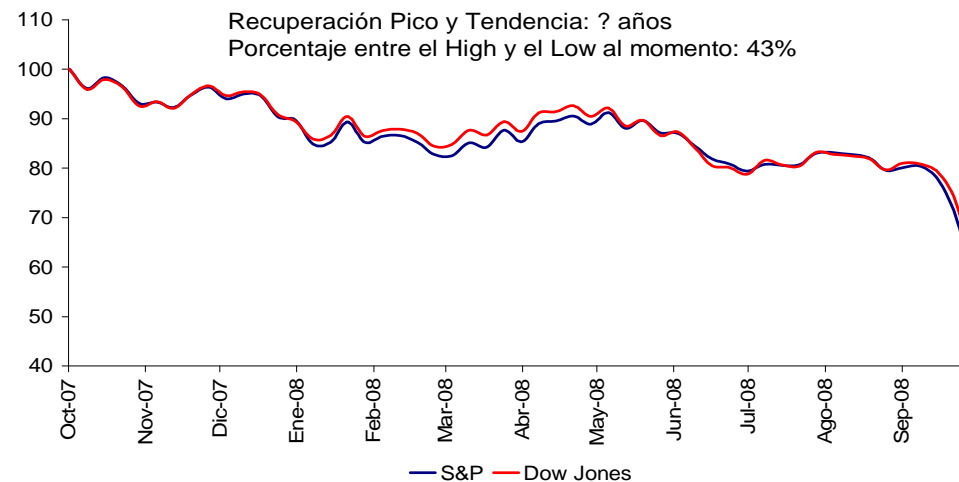
### Crisis Petrolera del 73



### Crisis 2001

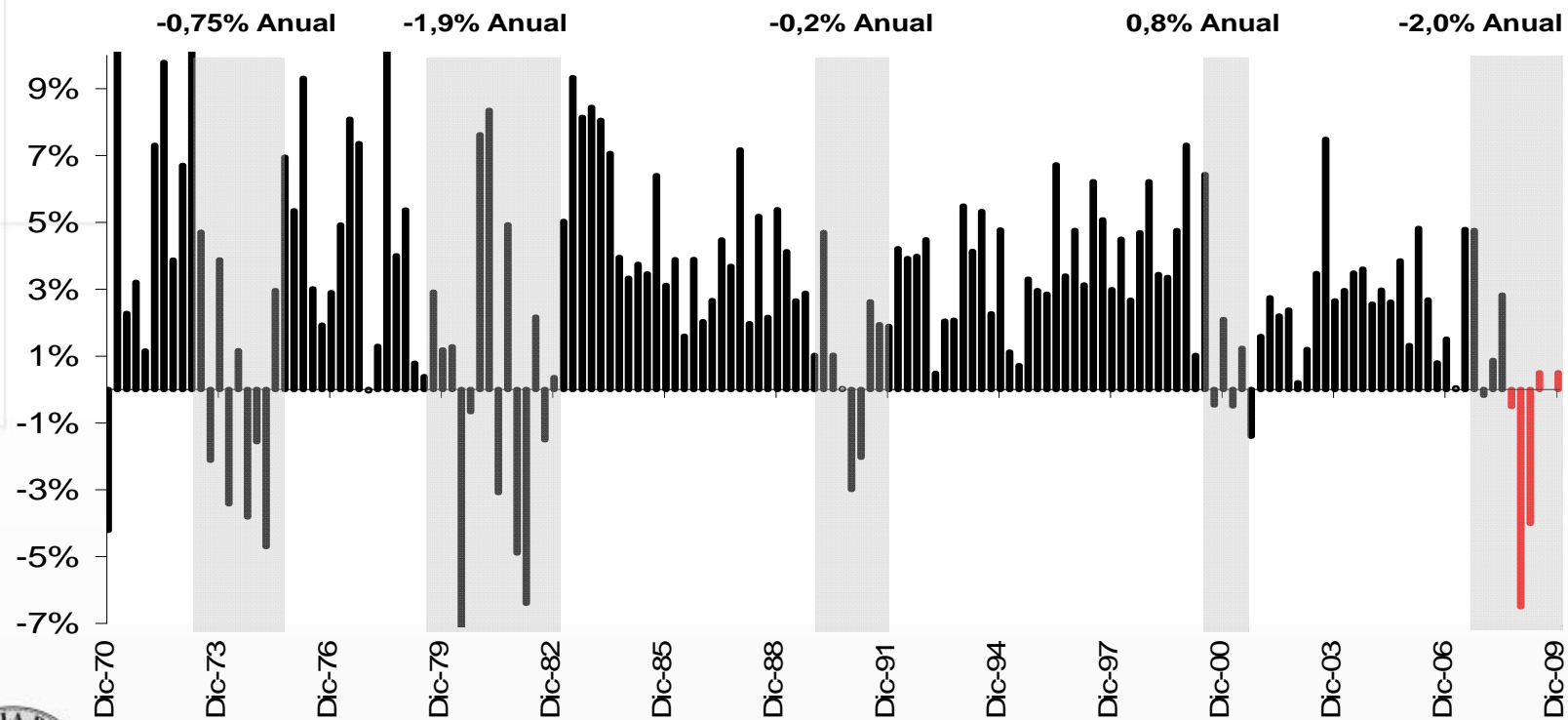


### Crisis Subprime



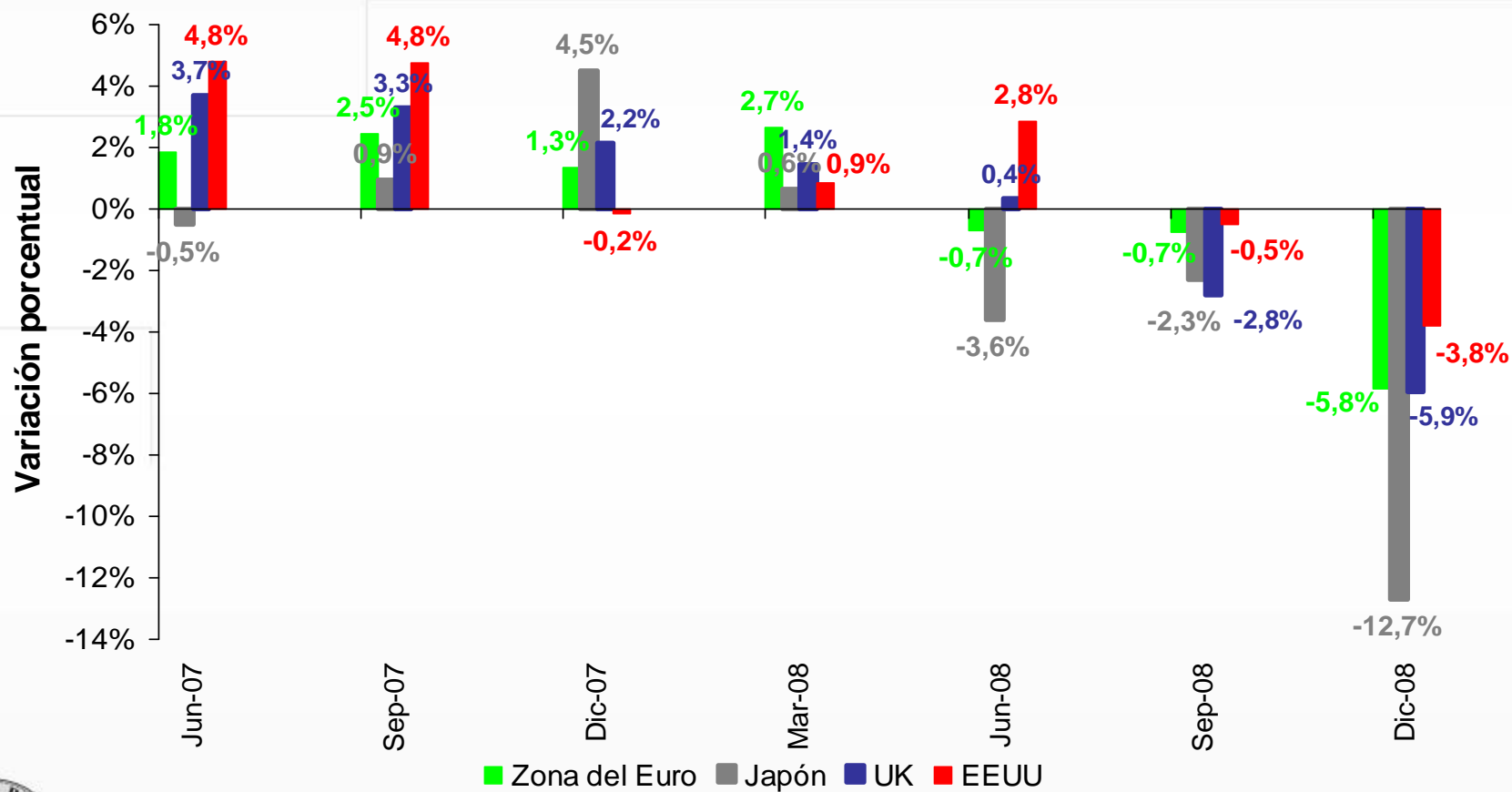
# Los optimistas: el inicio de la recuperación en EU sólo comenzaría en 2010. Bill Gates cree que durará cuatro años. El premio Nobel de economía Edmund Phelps cree que una década

PIB de EEUU - Trimestre Anualizado



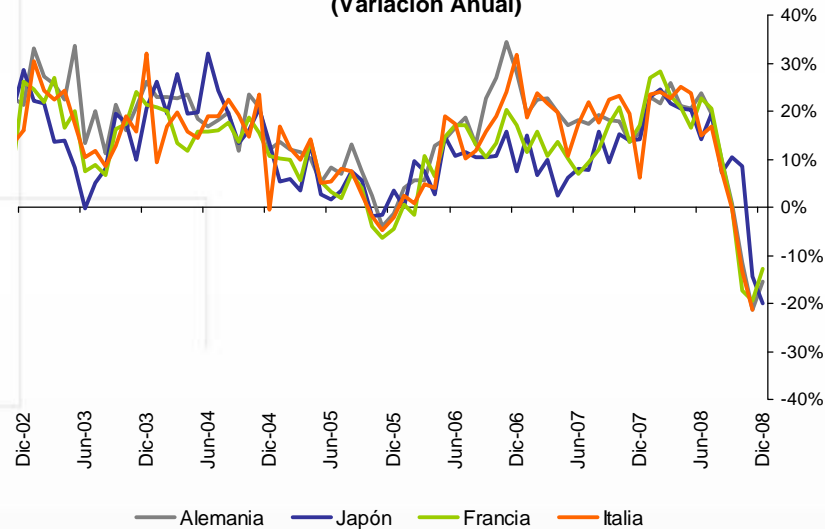
# Las economías desarrolladas en recesión

## PIB (trimestre anualizado)

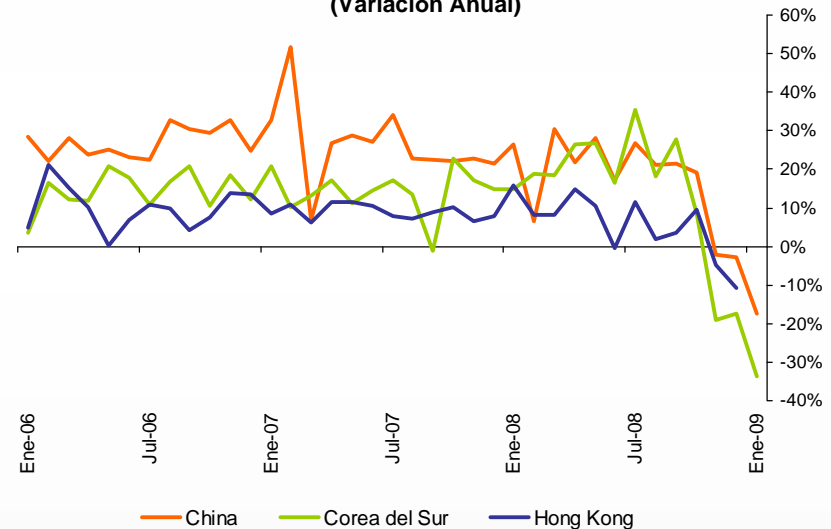


# El comercio mundial se contrae. En enero las exportaciones de China y Corea del Sur cayeron 17,5% y 33,8%, respectivamente

Exportaciones en Europa y Japón  
(Variación Anual)



Exportaciones en Asia  
(Variación Anual)



## Contracción proyectada del PIB en 2009

- Reino Unido -2,8% (FMI)
- Zona euro -2,0% (FMI)
- Alemania -2,5% (FMI)
- Francia -1,9% (FMI)
- España -1,7% (FMI)

Según J. Sachs la demanda global se ha contraído más del 3% del PIB mundial (USD 60 trillones)



## Contracción en resto de Asia. Último trimestre de 2008 (tasas anualizadas del PIB)

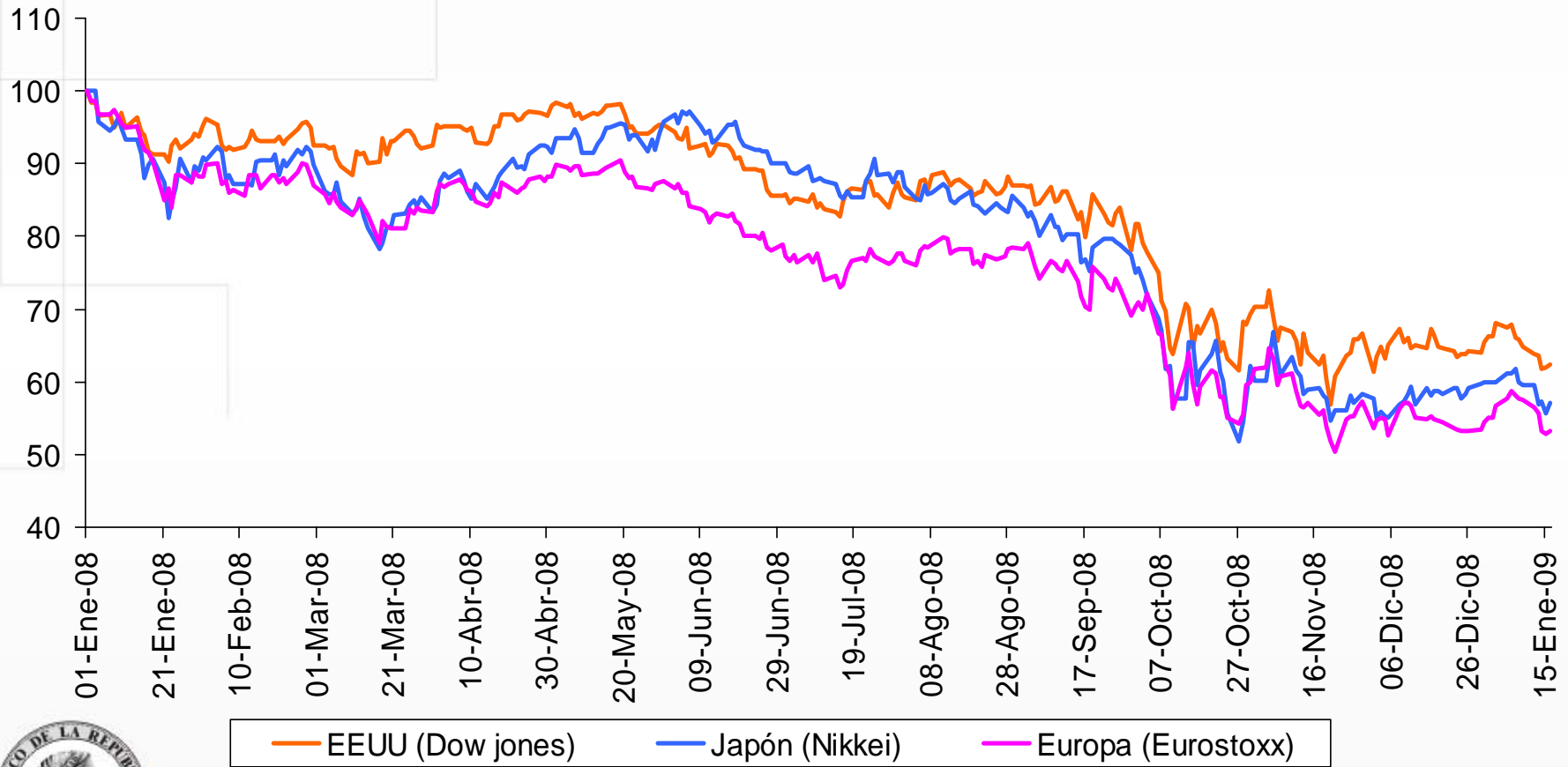
- Japón -10%
- Singapur -17%
- Corea del Sur -21%
- China crecería 6% en 2009 (en vez del 13% en 2007, o del 10%-12% última década)
- La producción industrial de Taiwan se desplomó 32% durante 2008





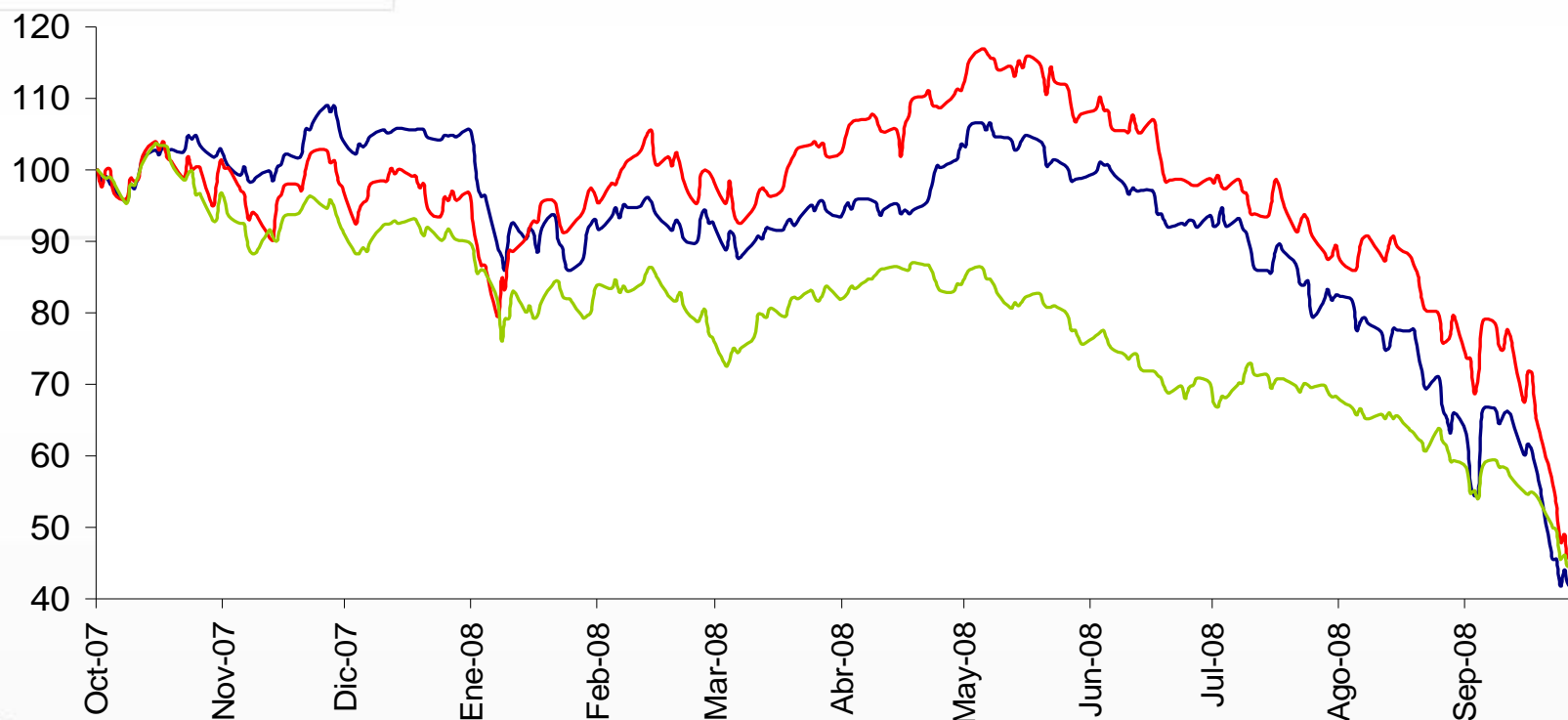
# Las bolsas no paran de caer

Indices Bursátiles  
(1 enero 2008=100)



**Lo mismo caen las de los ME. A nivel global durante 2008 la caída fue de USD 30 trillones (en inglés) o sea cerca de la mitad de su valor**

**Indice Accionario de MSCI**  
Base oct 2007



— Europa Emergente — Latinoamérica — Asia Emergente

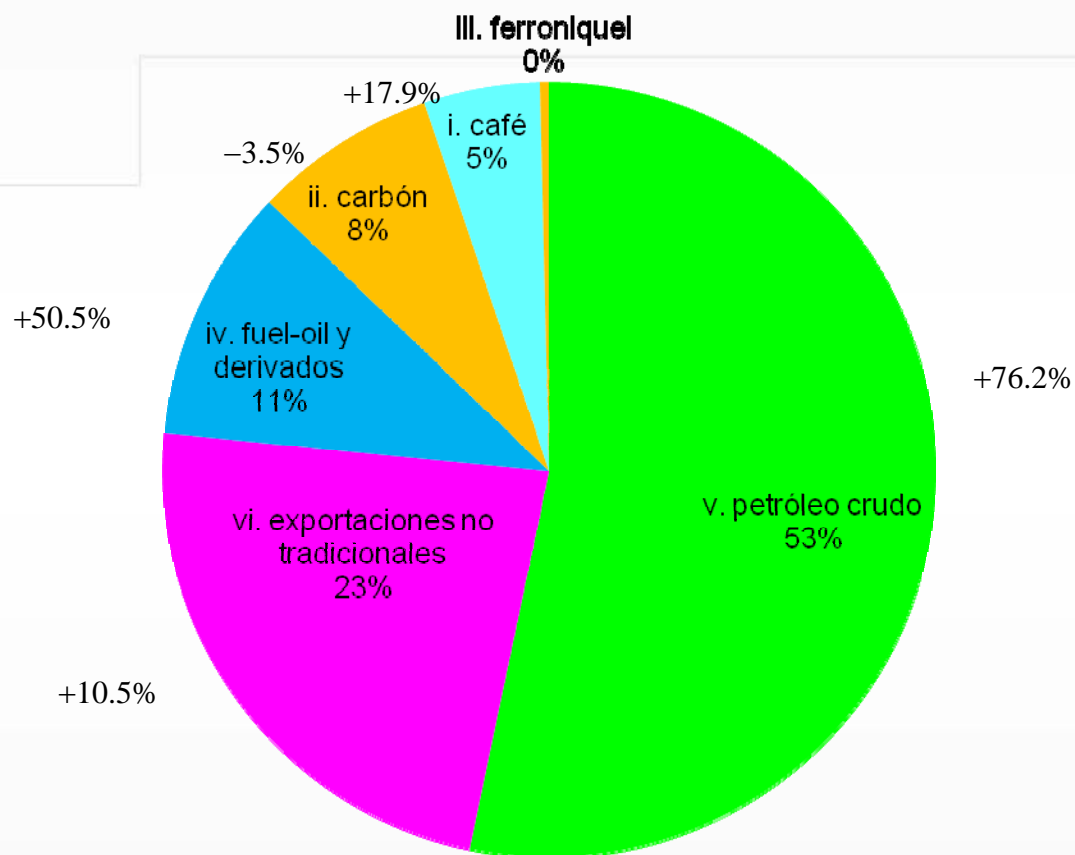


## La primera consecuencia para los ME, en palabras de Martin Feldstein

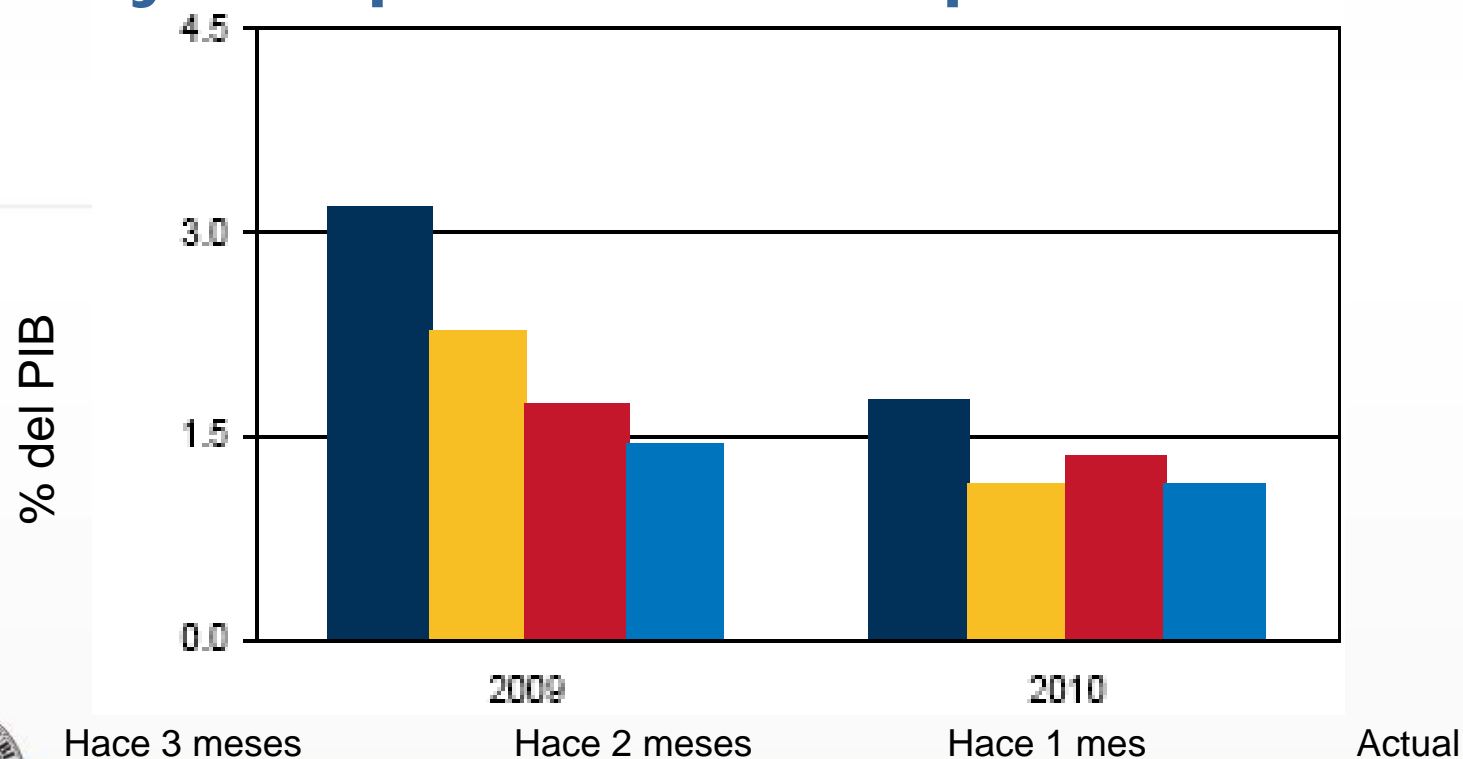
- El colapso del sector de la vivienda en EU, la caída de sus precios, y el efecto riqueza negativo y la consecuente contracción de su consumo, están menguando las exportaciones de los ME con mayor dependencia de EU.
- Lo prudente es permitir que sus tipos de cambio se ajusten, y no apretar en exceso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



# Las exportaciones no tradicionales a EU pierden fuerza y se reorientan principalmente hacia Venezuela (textiles, vestuario, alimentos)



**Pero Venezuela (nuestro primer mercado para 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%**

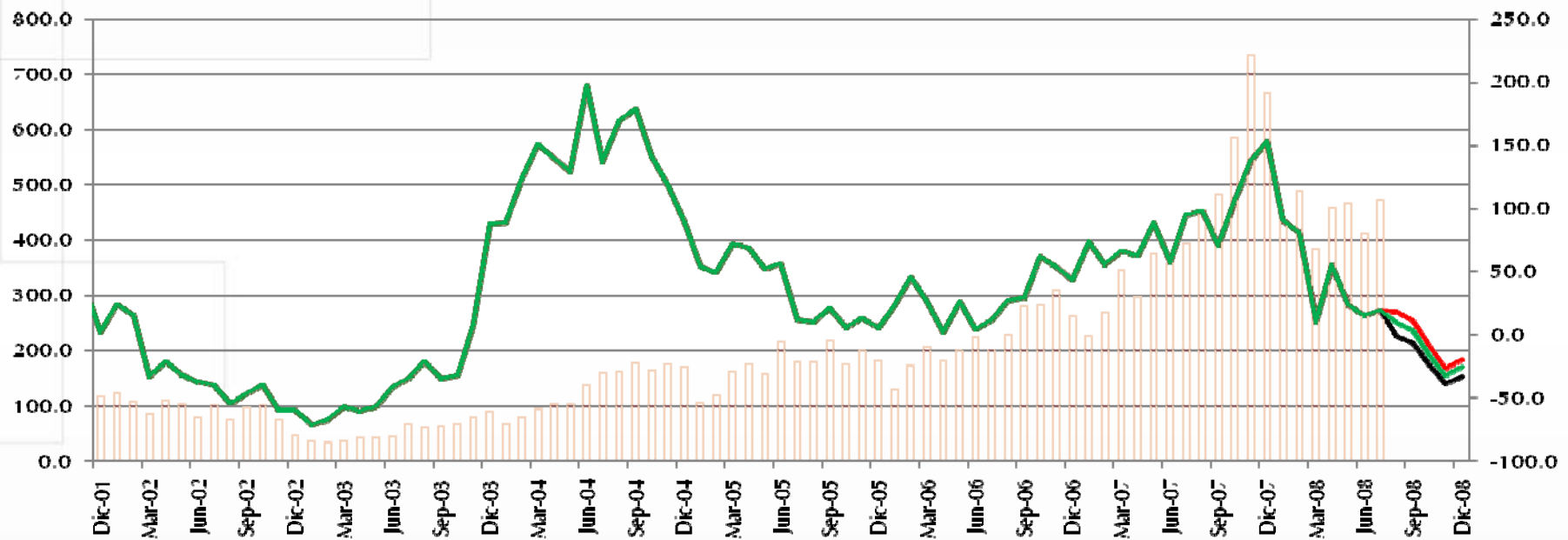


# Las exportaciones a Venezuela, en especial las más intensivas en empleo, comenzaron a resentirse desde 2008 en materia grave

## Proyección de las exportaciones no tradicionales a Venezuela 2008

Millones de USD

Var anual %



Valores en USD

Valor en dólares similar al promedio observado mayo - julio de 2008 (US\$451 m por mes): 3,4%

Igual a la mitad del crecimiento estacional observado en el último trimestre de 2006 sin carros (US\$538 m por mes): 11,8%

Igual nivel promedio de agosto a diciembre de 2007 sin carros (US\$500 m por mes): 8,1%



## Se invierte el balance de riesgos de la política monetaria global. Los BCs reducen sus tasas de referencia para estimular las economías

	Tasa oficial de interés	Nivel actual	Último cambio	Siguiente reunión
United States	Federal funds rate	( 0 - 0.25)	16 Dic 08 (-87.5bp)	28-Ene-09
Euro area	Refi rate	2.0	15 Ene 09 (-50bp)	05-Mar-09
United Kingdom	Repo rate	1.0	<b>5 Feb 09 (-50bp)</b>	05-Mar-09
Czech Republic	2-week repo rate	1.75	<b>5 Feb 09 (-50bp)</b>	26-Mar-09
Japan	Overnight call rate	0.1	19 Dic 08 (-20bp)	19-Feb-09
Brazil	SELIC overnight rate	12.75	21 Ene 09 (-100bp)	11-Mar-09
Mexico	Repo rate	7.5	<b>20 Feb 09 (-25bp)</b>	20-Mar-09
Chile	Discount rate	4.75	<b>12 Feb 09 (-250bp)</b>	12-Feb-09
Colombia	Repo rate	9.0	<b>30 Ene 09 (-50bp)</b>	27-Ene-09
Peru	Reference rate	6.25	<b>5 Feb 09 (-25bp)</b>	05-Mar-09
Turkey	Overnight borrowing rate	11.5	<b>19 Feb 09 (-150bp)</b>	19-Mar-09
China	1-year working capital	5.31	22 Dic 08 (-27bp)	1Q 09
New Zealand	Cash rate	3.5	29 Ene 09 (-150bp)	11-Mar-09
Australia	Cash rate	3.25	<b>3 Feb 09 (-100bp)</b>	03-Feb-09
India	Repo rate	5.50	2 Ene 09 (-100bp)	21-Abr-09
South Africa	Repo rate	10.5	<b>5 Feb 09 (-100bp)</b>	16-Abr-09
Fuente: Bancos Centrales, JPMorgan				

## Paul Krugman, Nobel de Economía 2008

- Lo primero que necesita el sistema financiero global es más capital. Y si los gobiernos lo van a colocar, como ya está sucediendo, a cambio deben 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'.



## El remordimiento del presidente Hoover

En cuanto a la especulación financiera se refiere, "hay crímenes mucho peores que el homicidio, por los cuales los hombres deberían ser condenados y castigados".

*The Memoirs of Herbert Hoover:  
The Great Depression, 1929-1941*



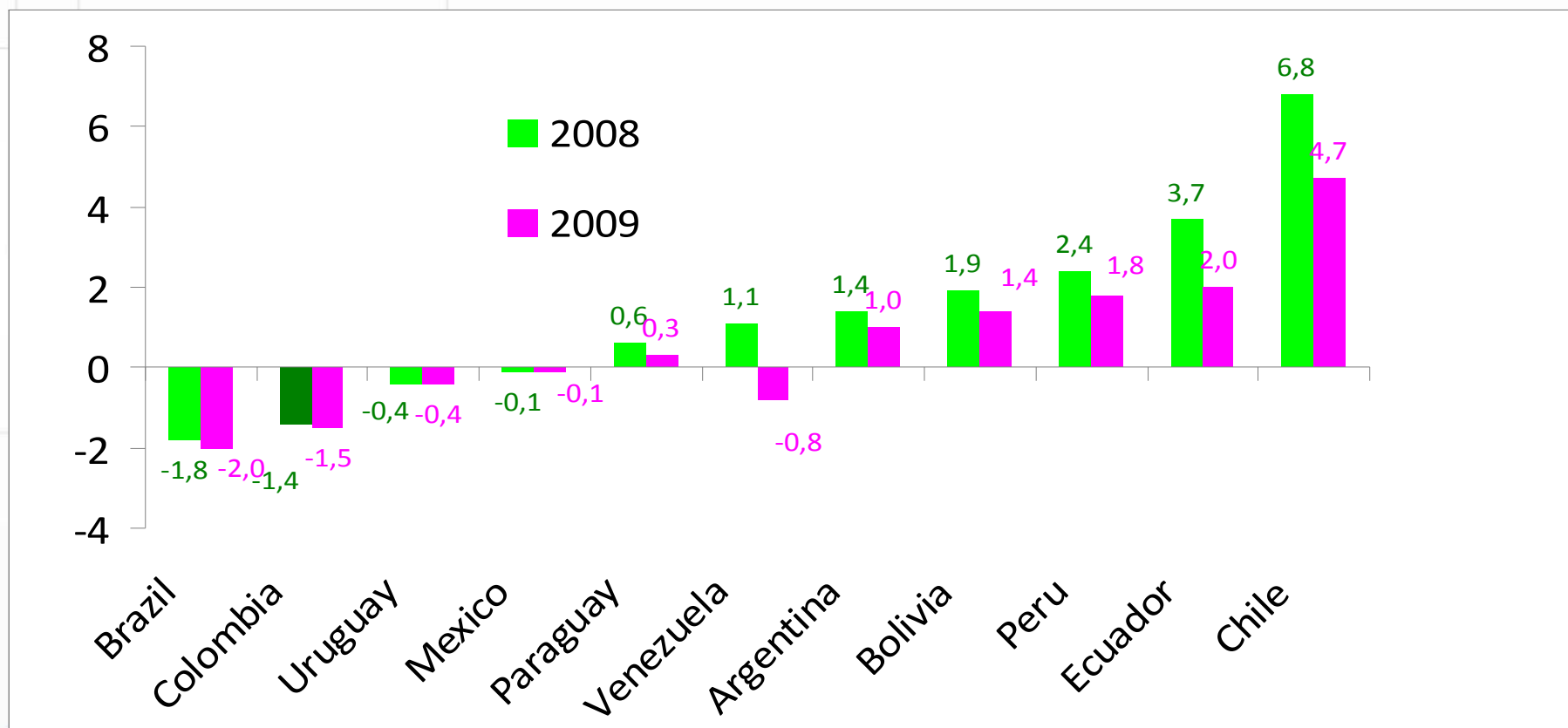
## **Stephen Cecchetti del BIS: regulación y supervisión a la banca central. En Colombia Kemmerer, Currie, Alesina. Se reabre el debate**

- 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.

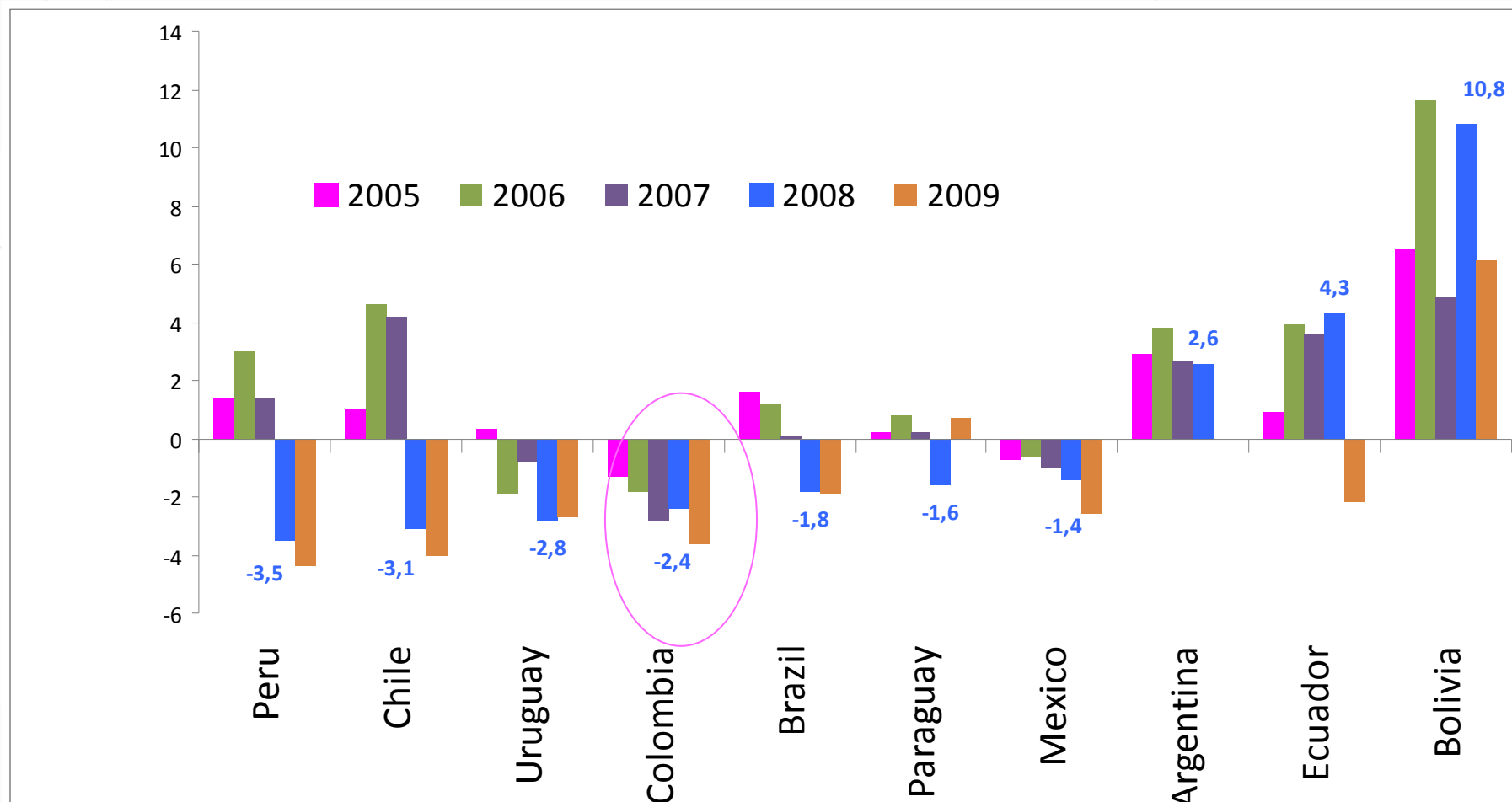
# **III. EL ESTADO DE LA ECONOMÍA EN COLOMBIA**



# Balance fiscal: nuestra mayor fragilidad, dificulta política contracíclica. Esencial coordinación BanRep-Fisco sobre gasto intensivo en empleo (nutrición infantil, infraestructura, energías alternativas: las máximas prioridades)

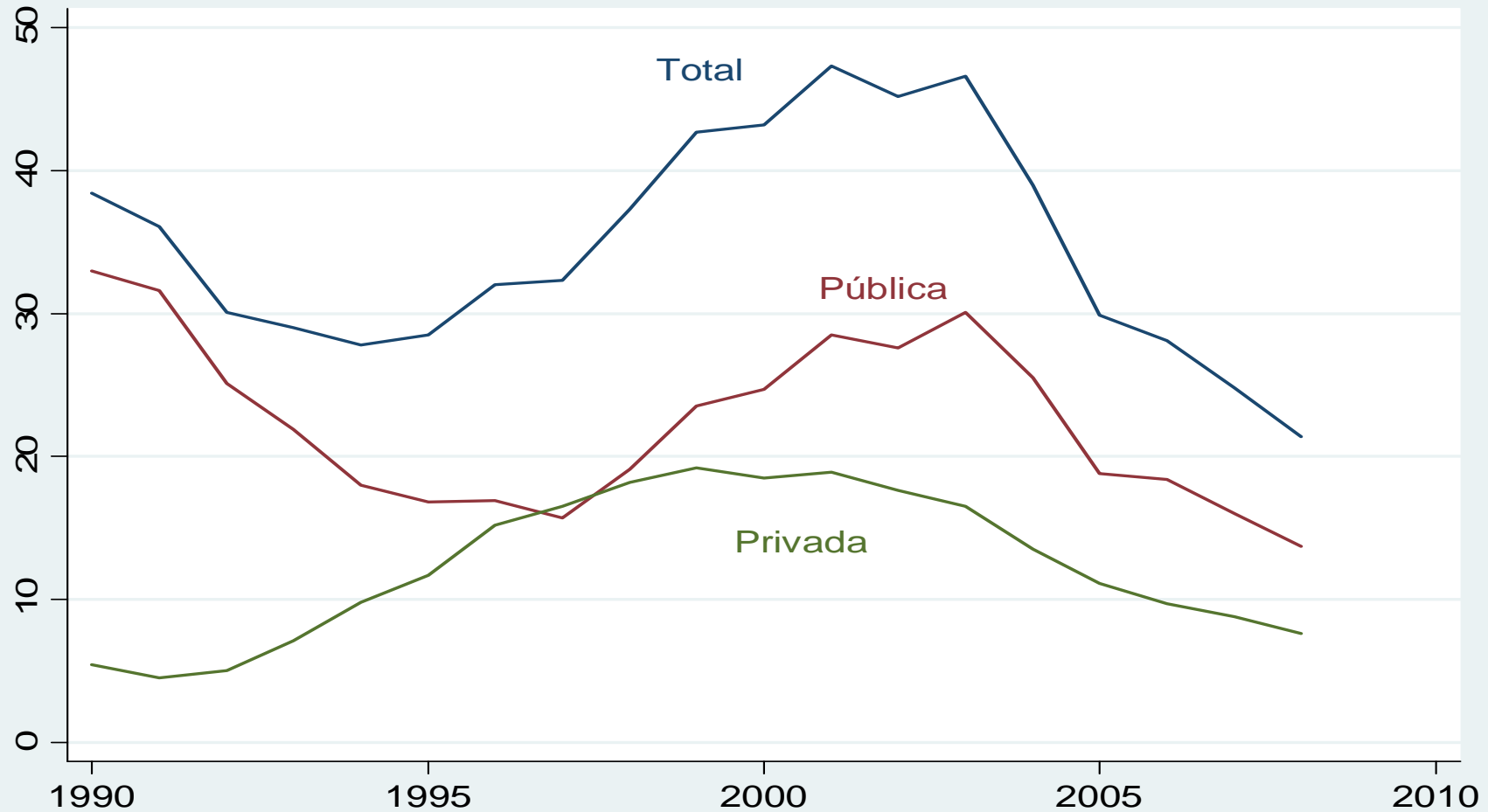


# Otra fragilidad: nuestro déficit de cuenta corriente

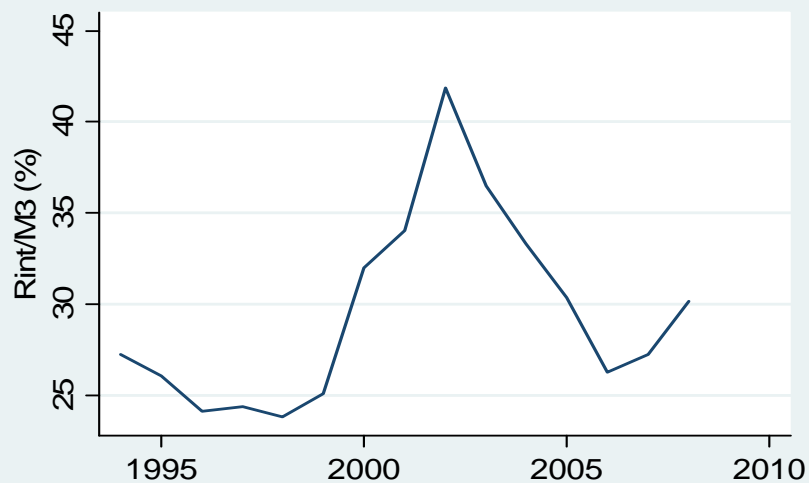
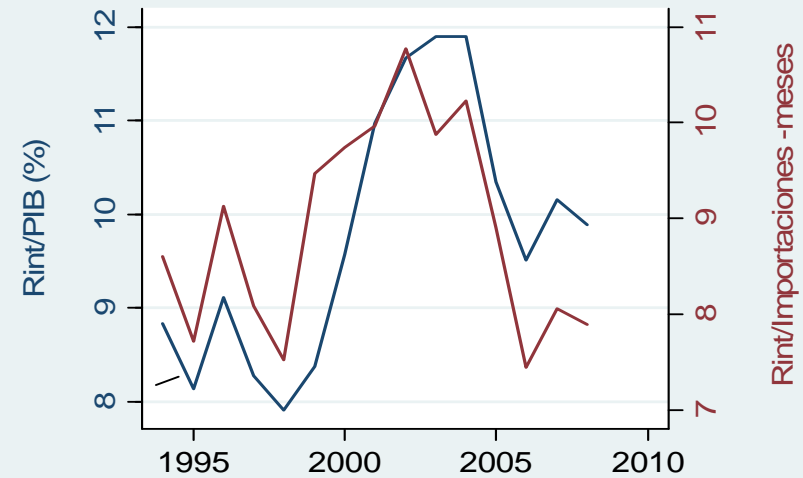
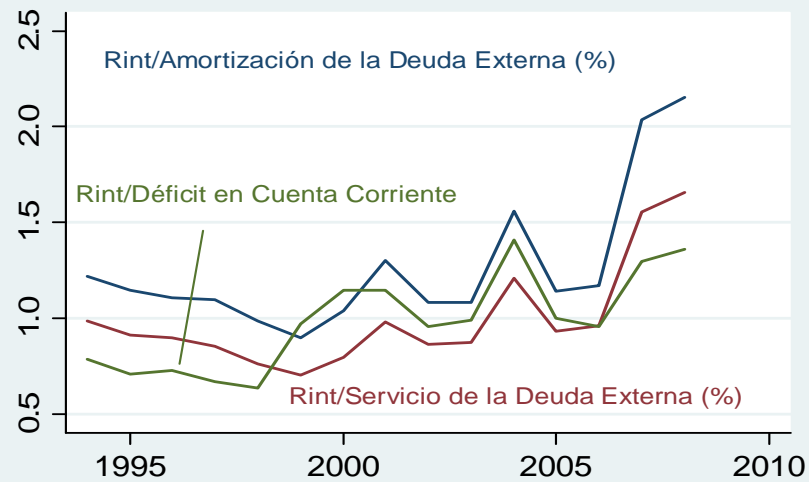


Fuente: Latin American Consensus Forecast , Febrero 09

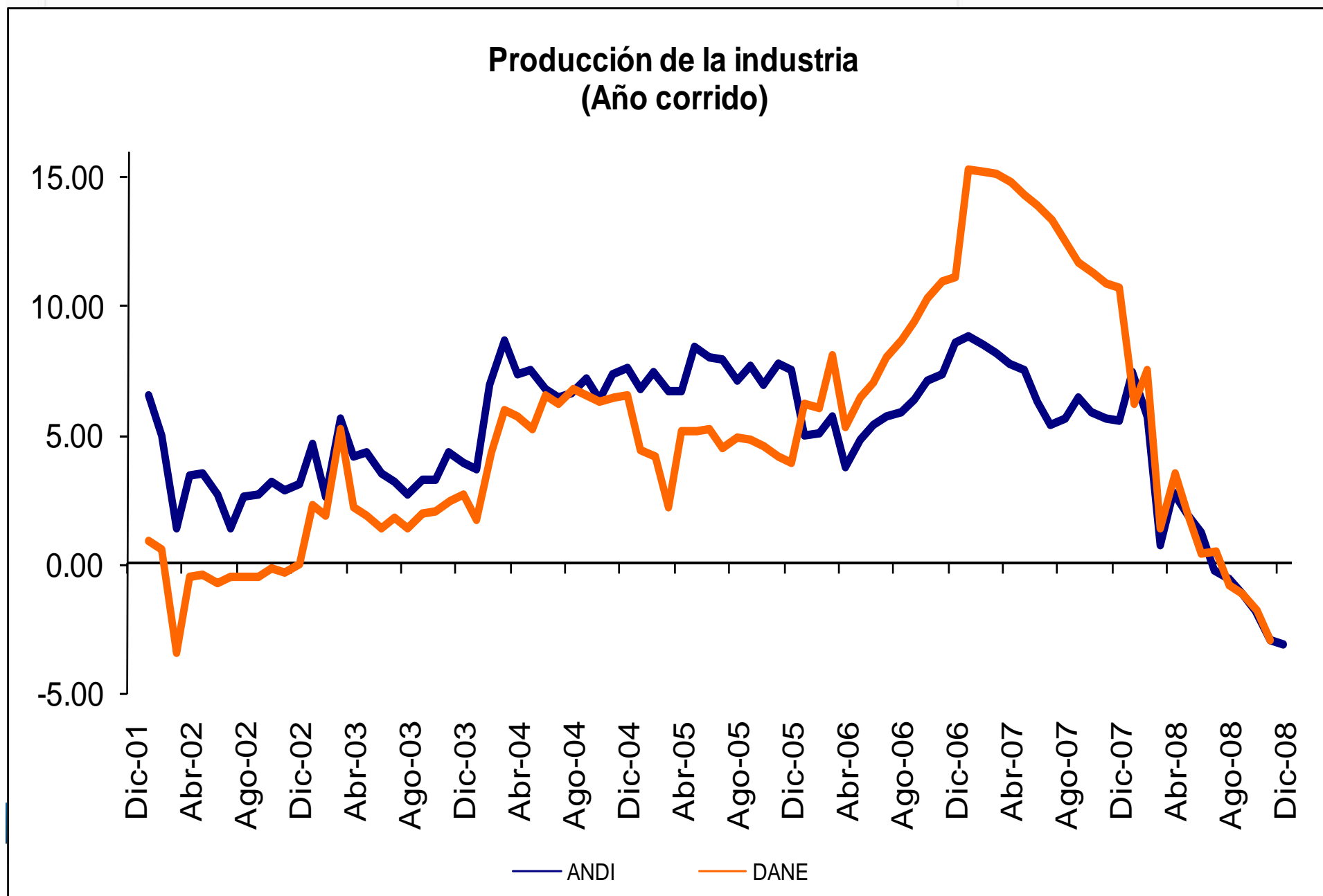
# No obstante, la exposición de la economía frente a la deuda externa ha mejorado notablemente (% del PIB)



# Reservas internacionales: en niveles razonables



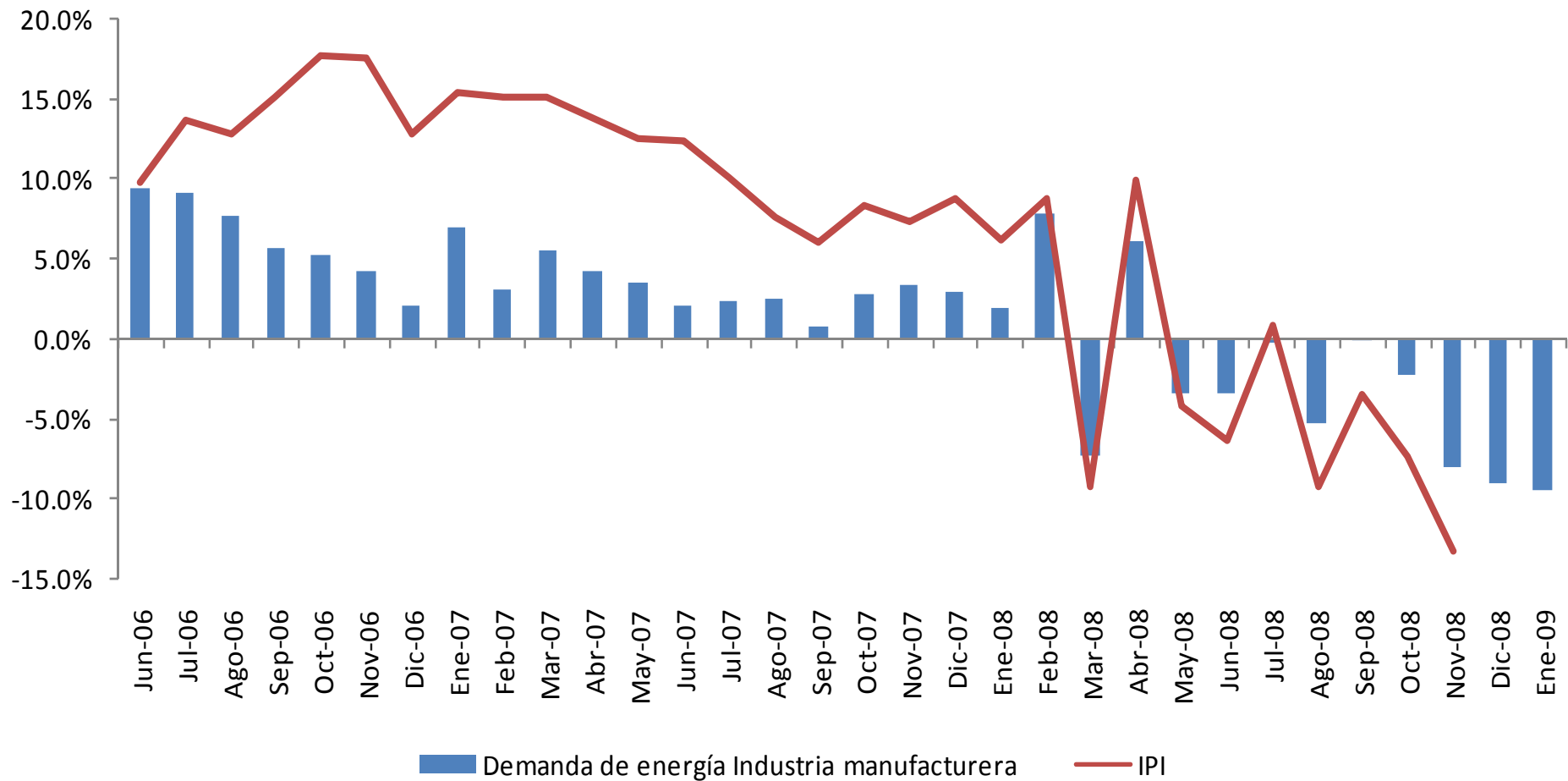
# Industria: caída de más del 3% en 2008



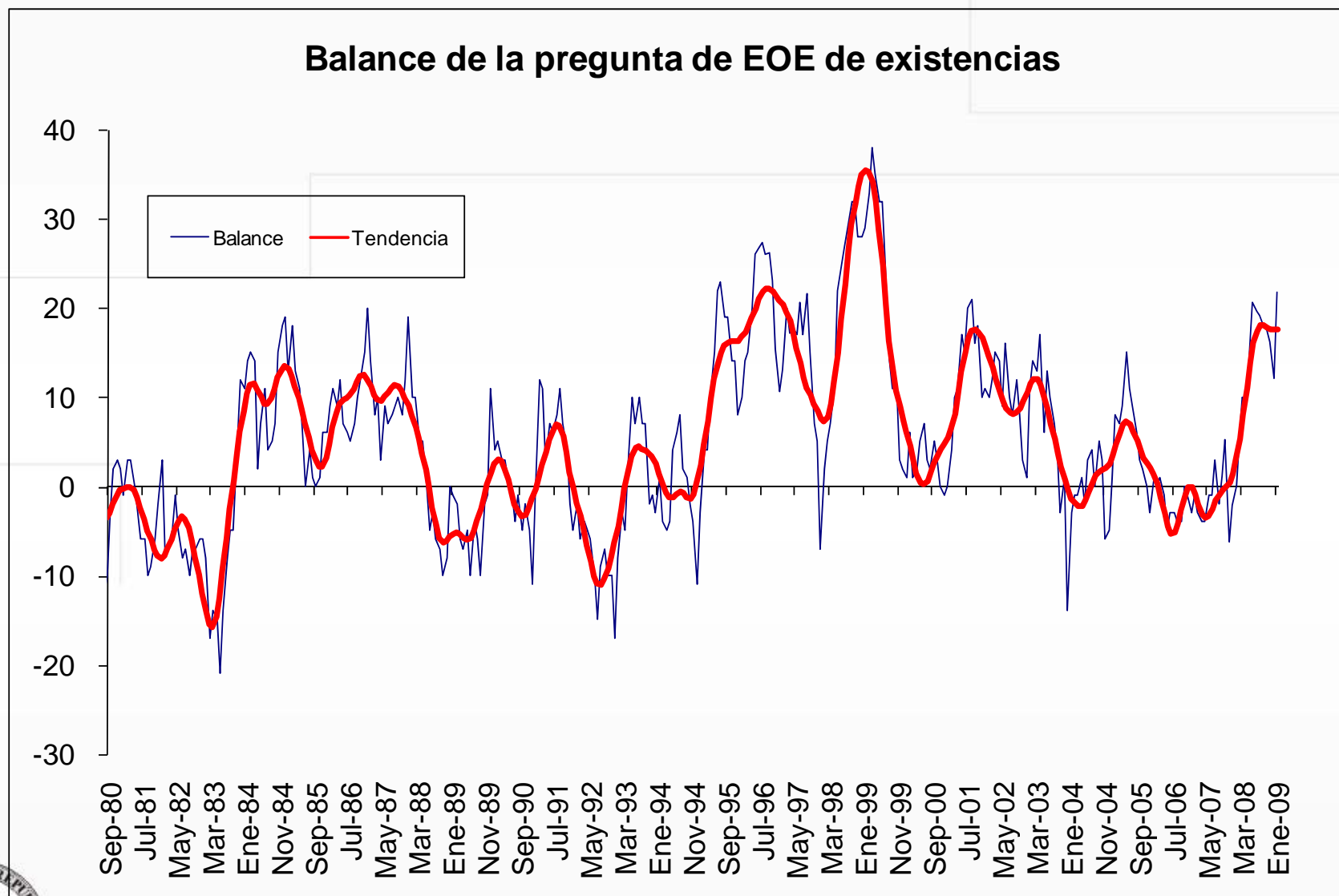


# Industria: la demanda de energía desplomándose

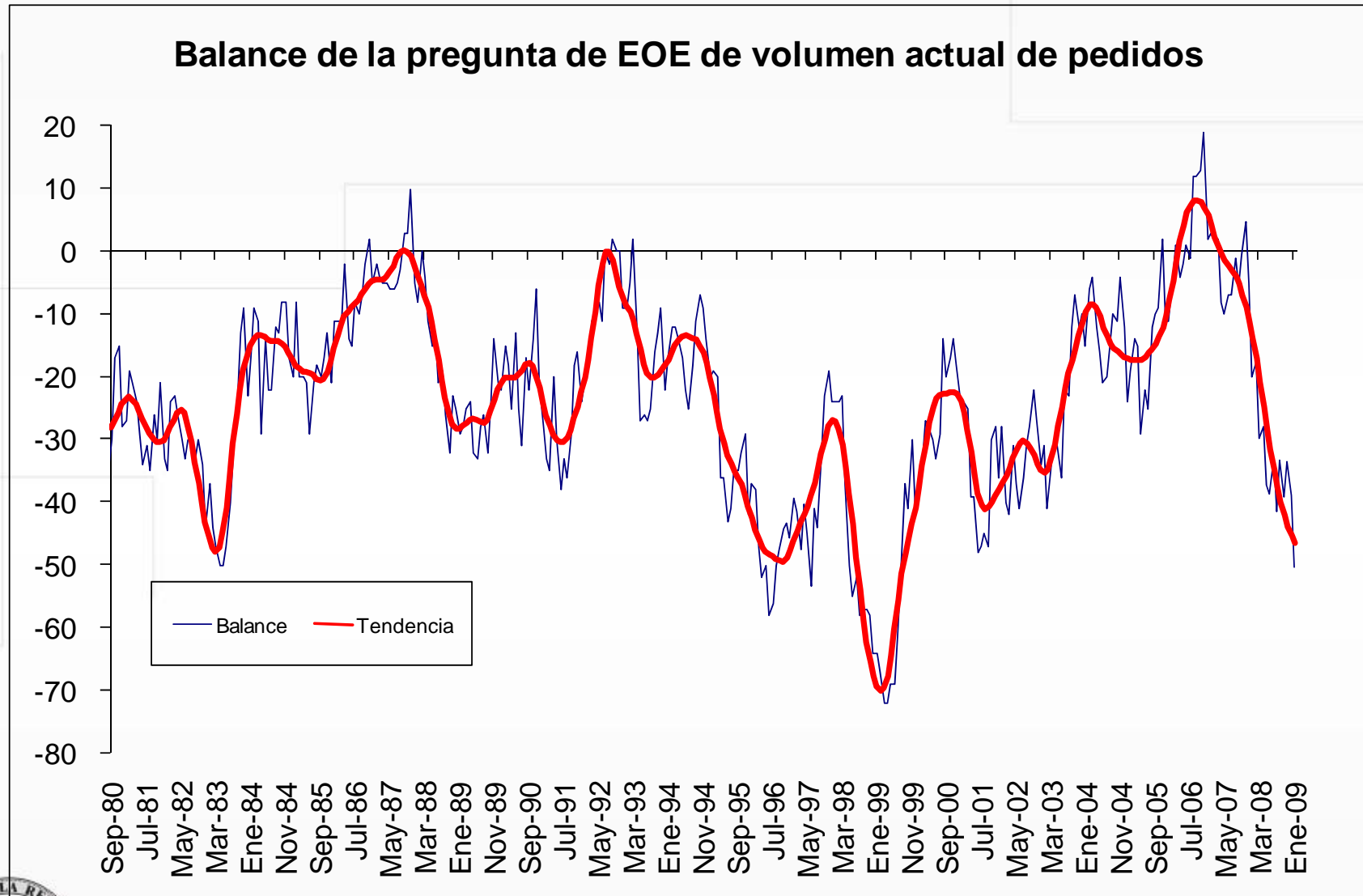
## Demanda de energía de la industria e IPI (Var % anual)



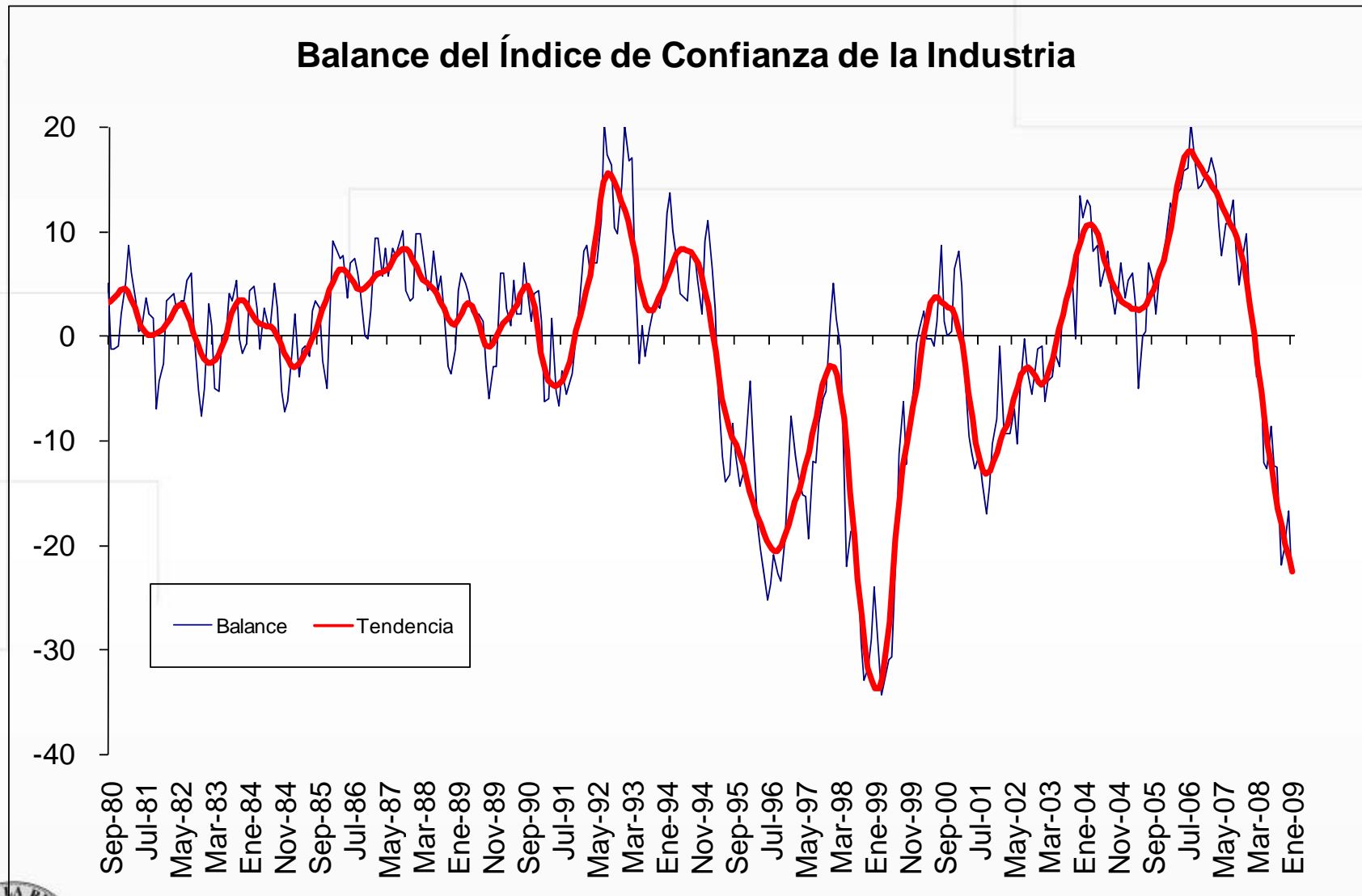
# Industria: los inventarios subiendo



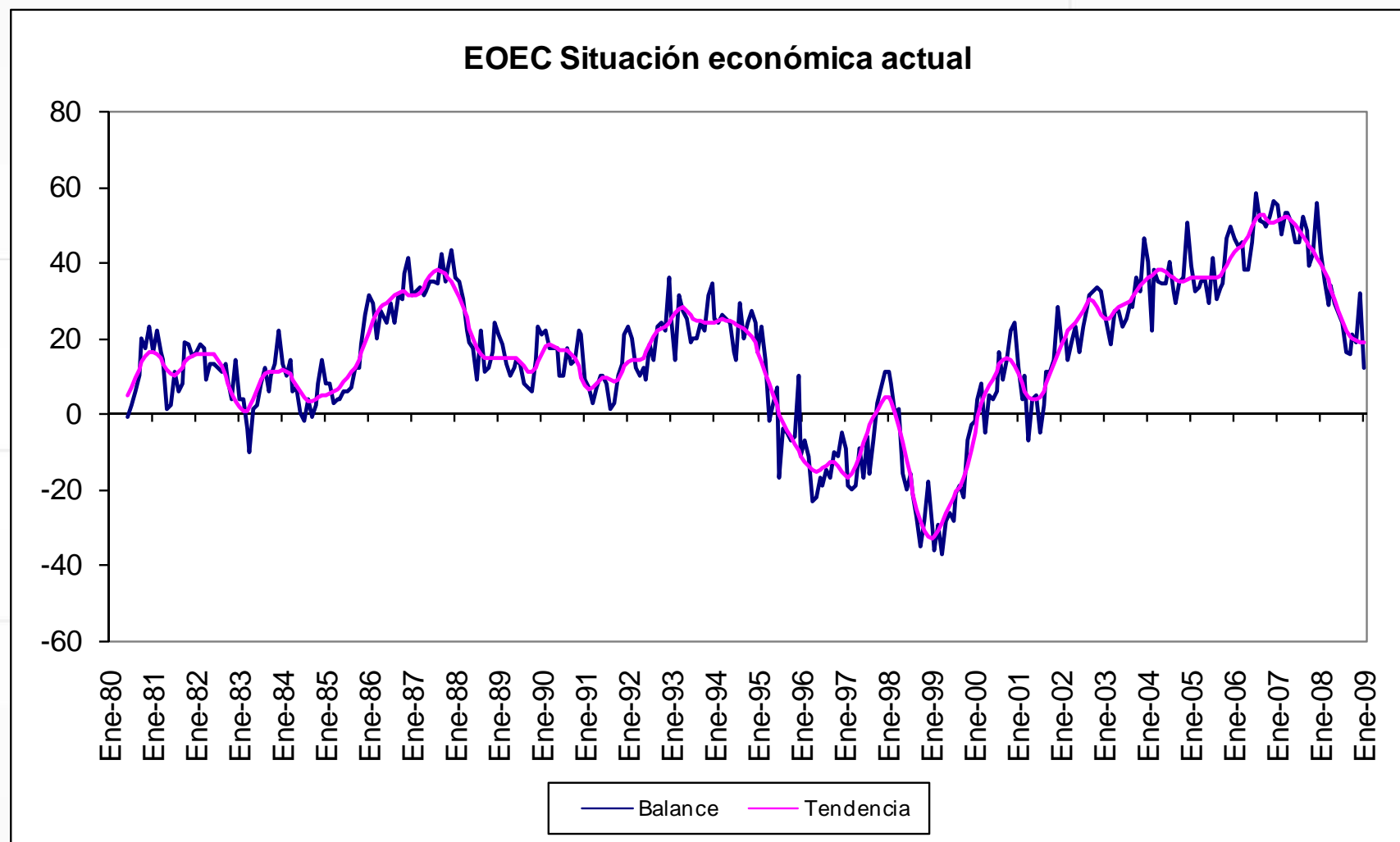
# Industria: los pedidos cayendo



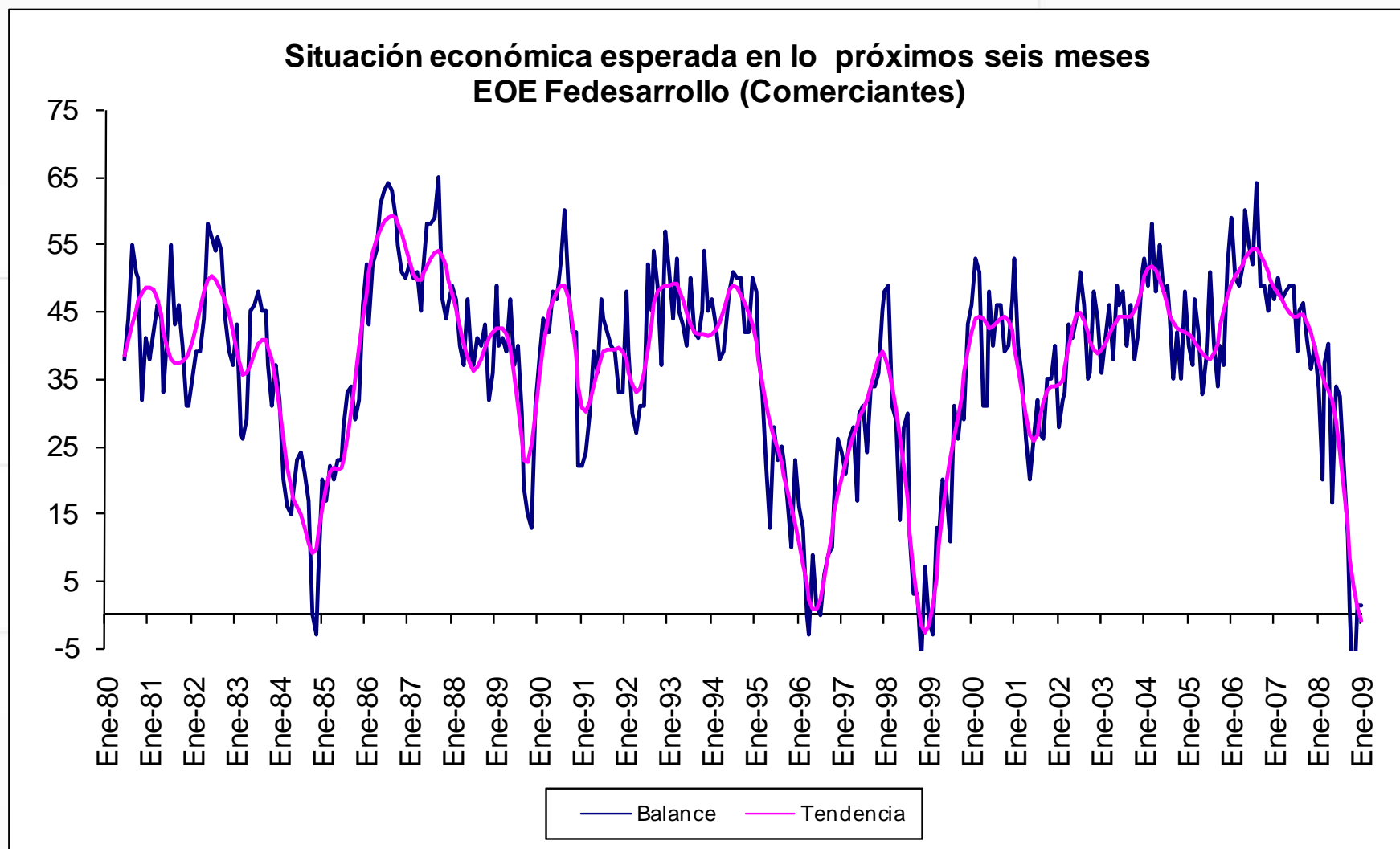
# Industria: la confianza para abajo



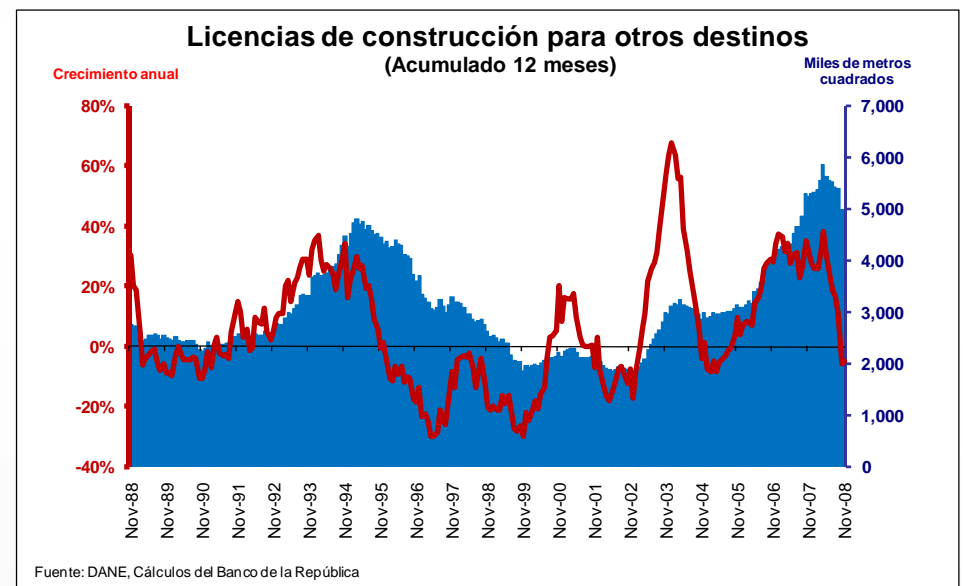
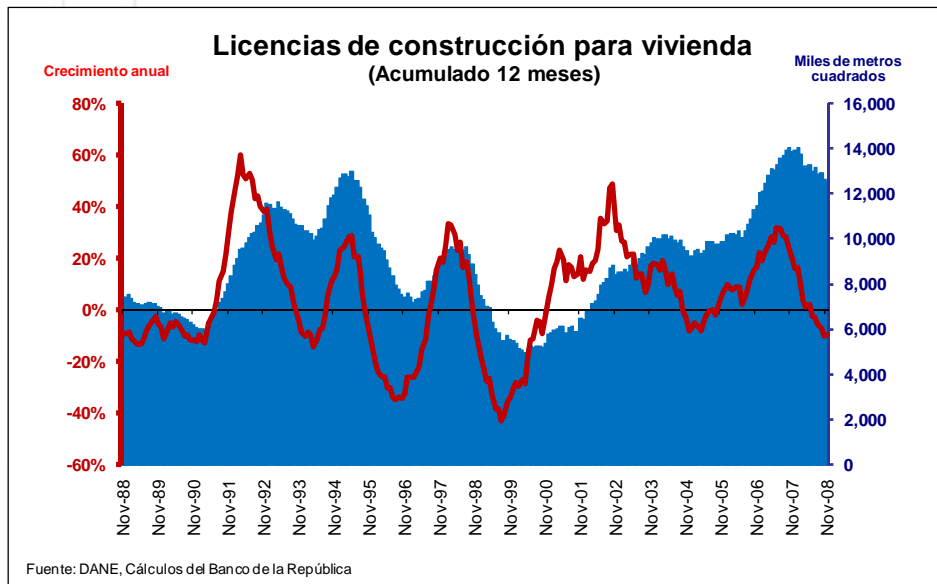
# Comercio: también deteriorándose



# Comercio: lo mismo que sus expectativas

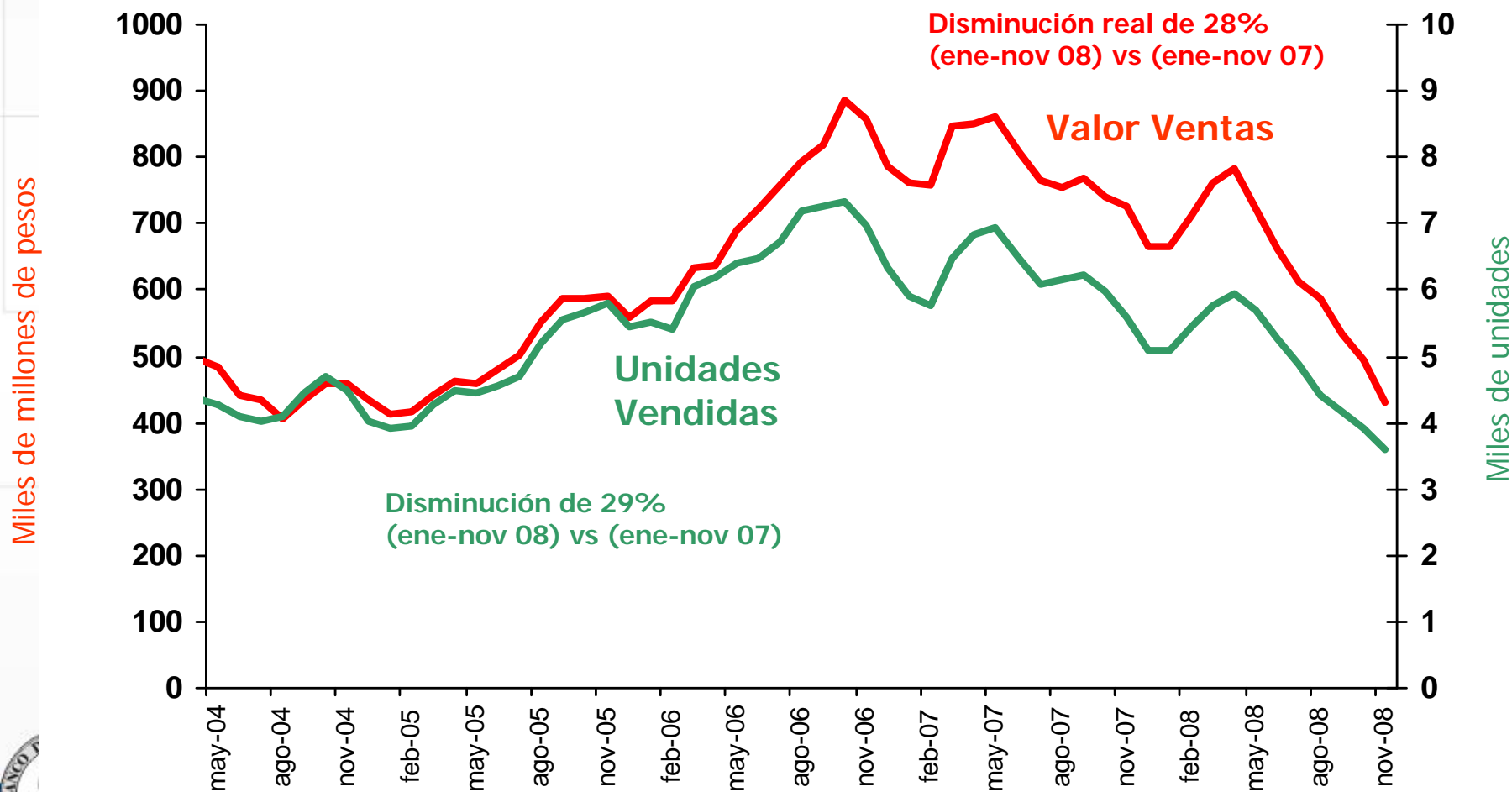


# Las licencias de construcción cayendo



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

Promedio móvil 3 meses

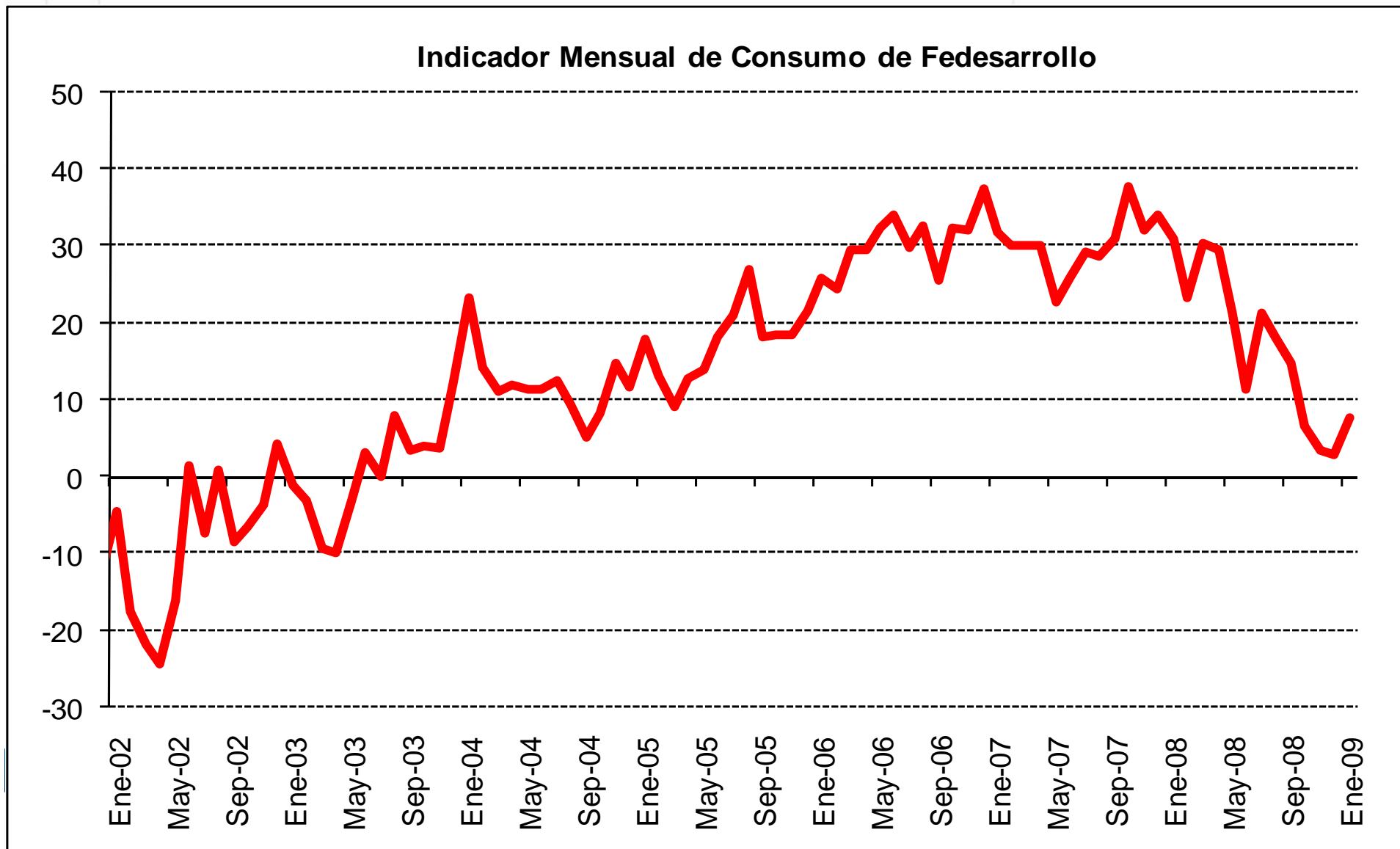


Fuente: Galería Inmobiliaria y cálculos TC  
 Nota: El valor de las ventas está en precios contantes de Nov-2008

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



# El índice de confianza del consumidor también desplomándose



**El PIB sólo crecería en 2008 cerca del 3%. El debilitamiento de la demanda agregada está asociado al aumento de las tasas de interés**

## **Crecimiento del PIB por tipo de Gasto**

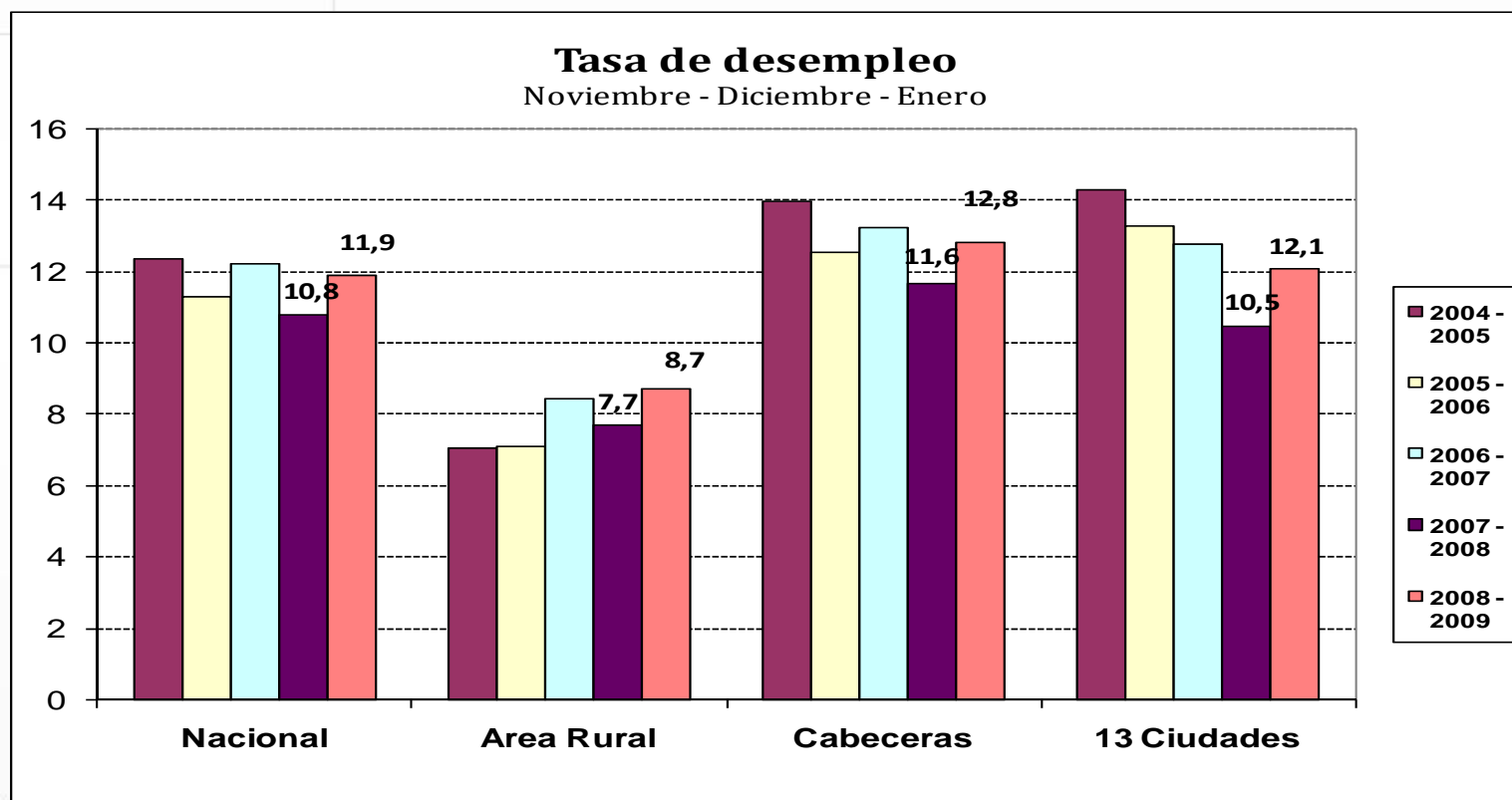
	2007	Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dic-08	2008
Consumo final	6.9	3.7	2.3	2.0	2.0	2.5
Consumo de los Hogares	7.6	4.1	2.5	2.0	1.8	2.6
Consumo del Gobierno	4.5	2.1	1.5	1.9	2.5	2.0
Formación bruta de capital	13.7	9.1	9.3	12.0	9.3	9.9
Demanda final interna	8.5	4.9	4.0	4.4	3.7	4.2
Exportaciones totales	11.4	13.1	9.6	1.4	-6.0	4.1
Importaciones totales	13.9	11.7	8.2	7.0	5.0	7.9
Producto interno bruto	7.5	4.5	3.8	3.1	1.5	3.2



**En mi opinión, en 2009 el PIB sólo crecería entre -0,5 % y +1%, debajo de la estimación del staff.  
Se suma el efecto del impacto de la recesión global sobre el sector real**

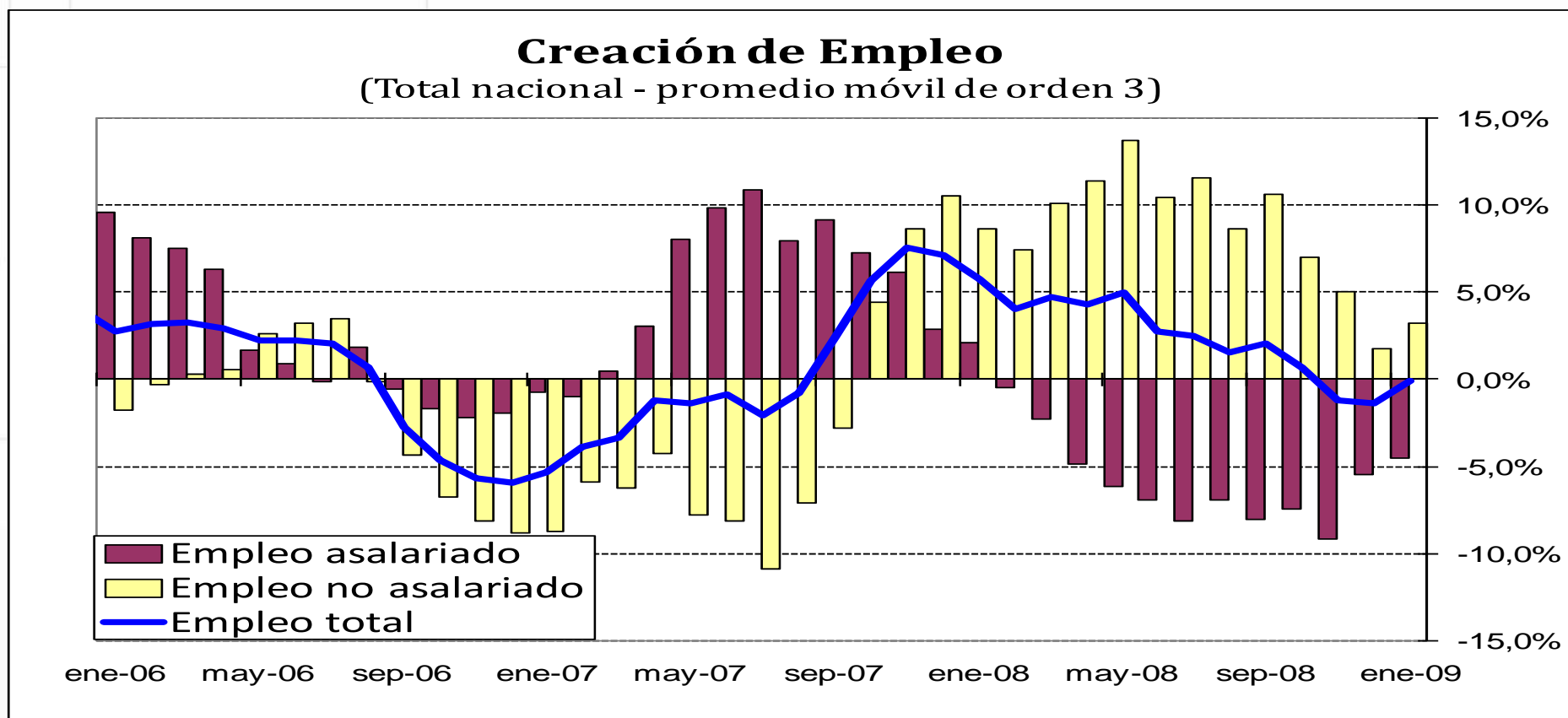
	<b>Alto</b>	<b>Medio</b>	<b>Bajo</b>
	<b>Recesión EEUU</b>	<b>Promedio Simple</b>	<b>Recesión más fuerte EEUU</b>
	<b>Gasto Público Alto</b>		<b>Gasto Público Bajo</b>
Hogares	2.5	1.2	-0.1
Gobierno	3.0	2.5	2.0
Inversión total	2.7	-1.1	-4.9
Inversión Privada	0.6	-4.6	-9.7
Inversión Pública	10.9	9.1	7.3
Exportaciones	9.3	9.5	9.8
Importaciones	3.4	0.1	-3.2
<b>PIB</b>	<b>3.5</b>	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>

**Resultado: la tasa de desempleo subiendo de nuevo. En Febrero la del total nacional se ubicó en 14,2% y la de 13 áreas en 14,9%, 1,1 pp. y 2,6 pp. superiores a las registradas en el mismo periodo del año anterior, respectivamente**



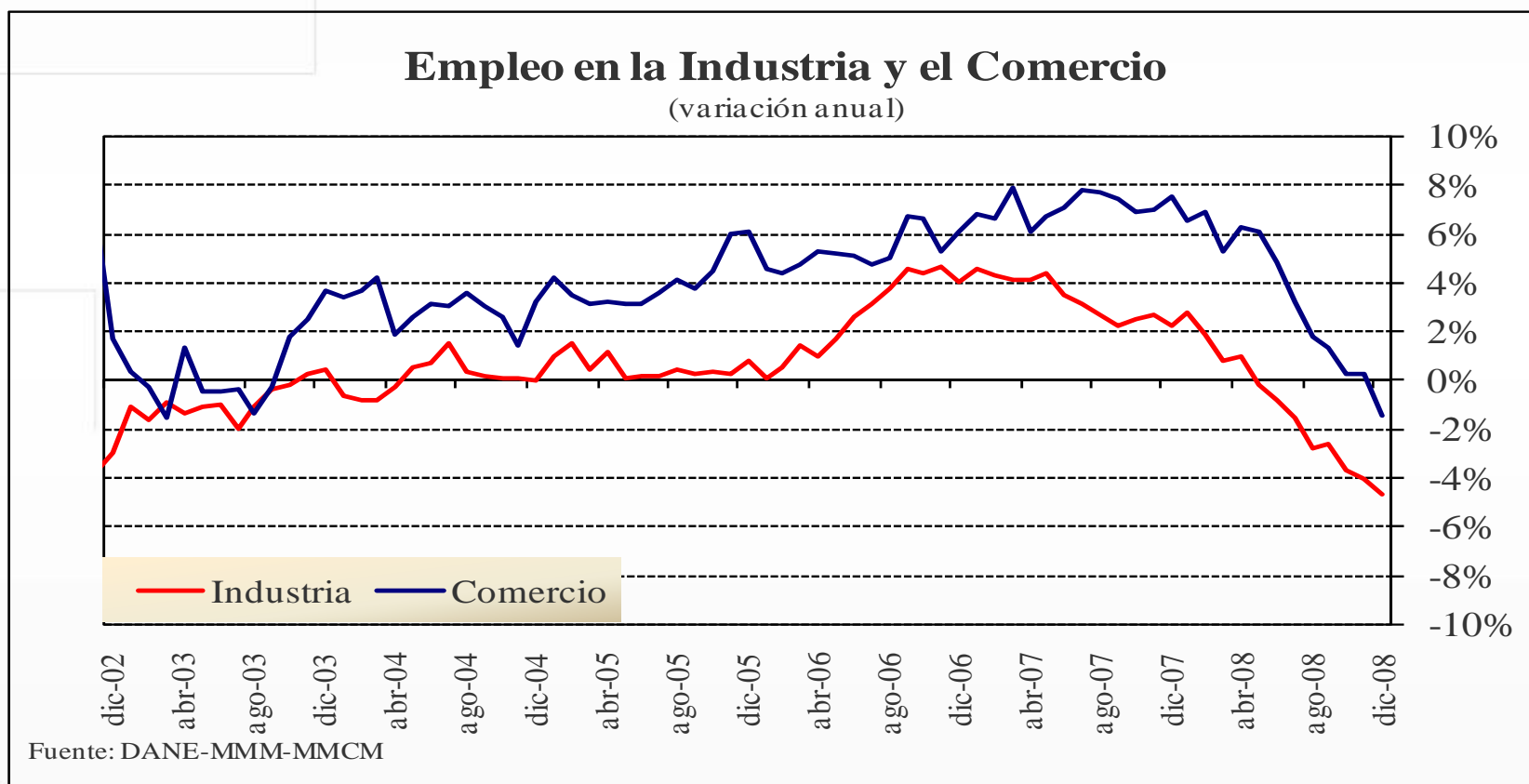
Fuente: GEIH - DANE

La destrucción de empleo asalariado continuó (-4,5% anual). La creación de empleo total sólo se explica por el dinamismo de los 'cuenta propia', pero con tasas cada vez más bajas



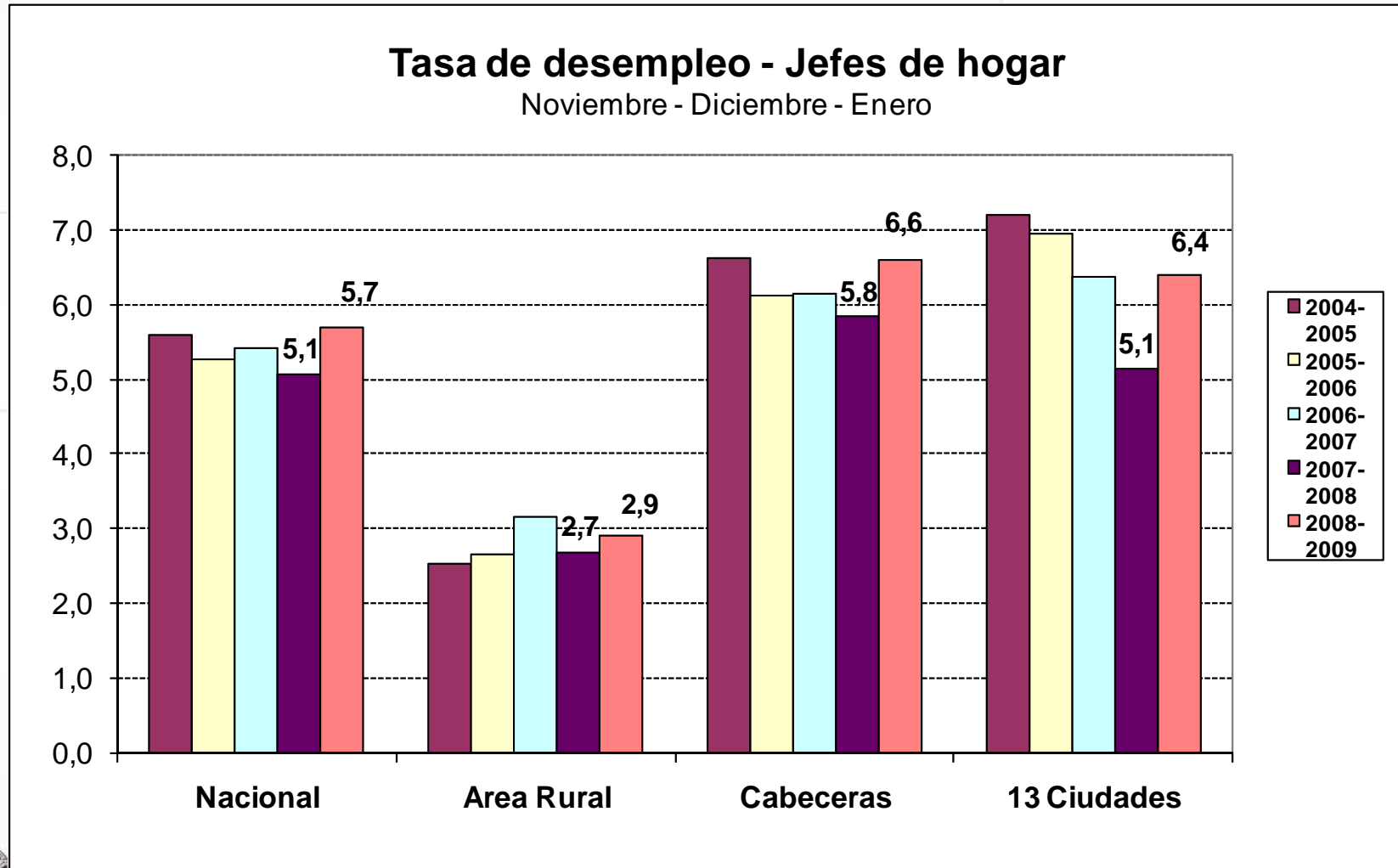
Fuente: GEIH – DANE.

**A diciembre de 2008 el empleo de la industria se  
contrajo 4,7% con respecto al mismo mes del  
año anterior, en tanto que el del comercio lo hizo  
a una tasa de 1.5%**



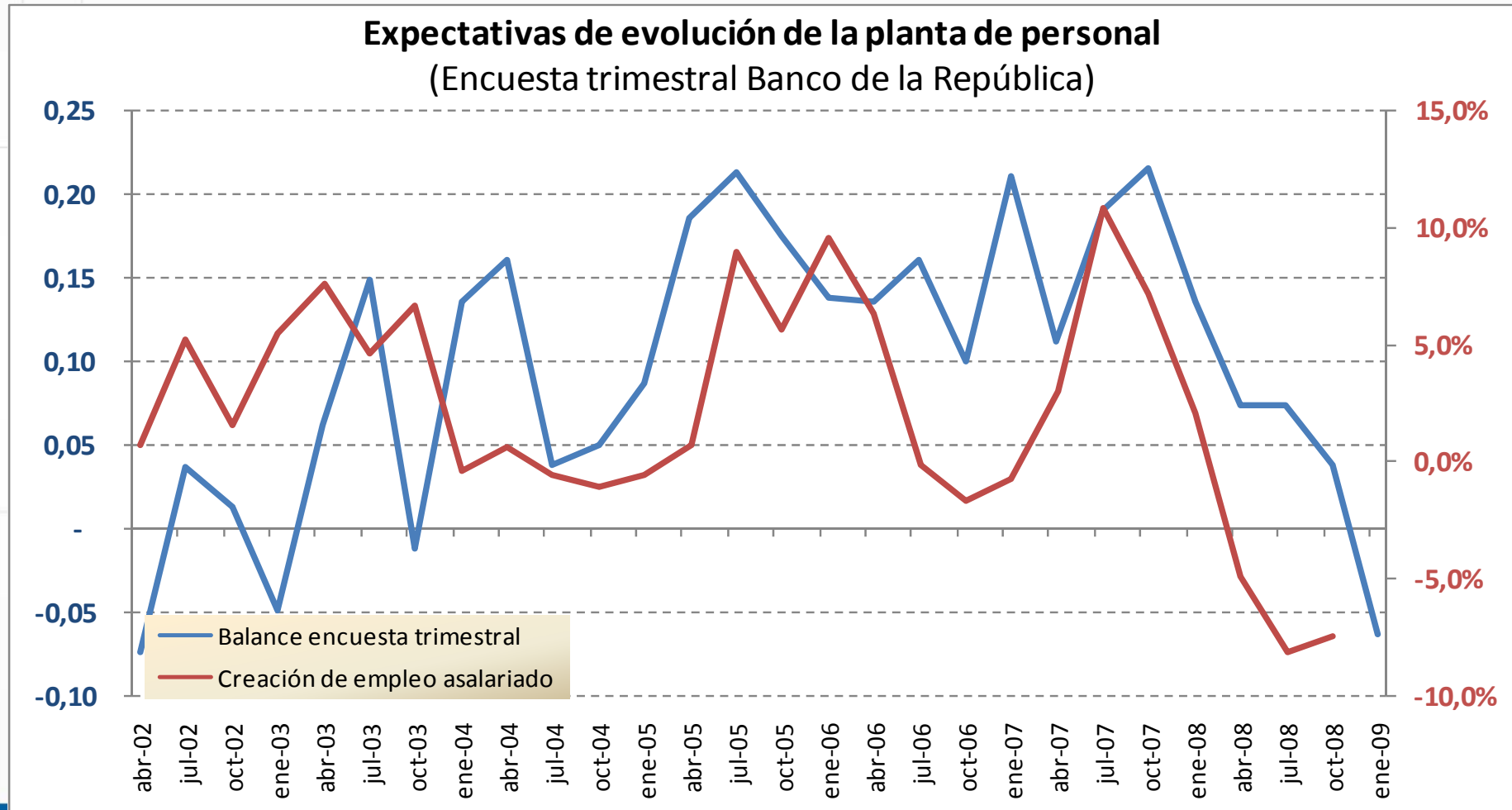
FUENTE: MMM, MMCM – DANE.

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



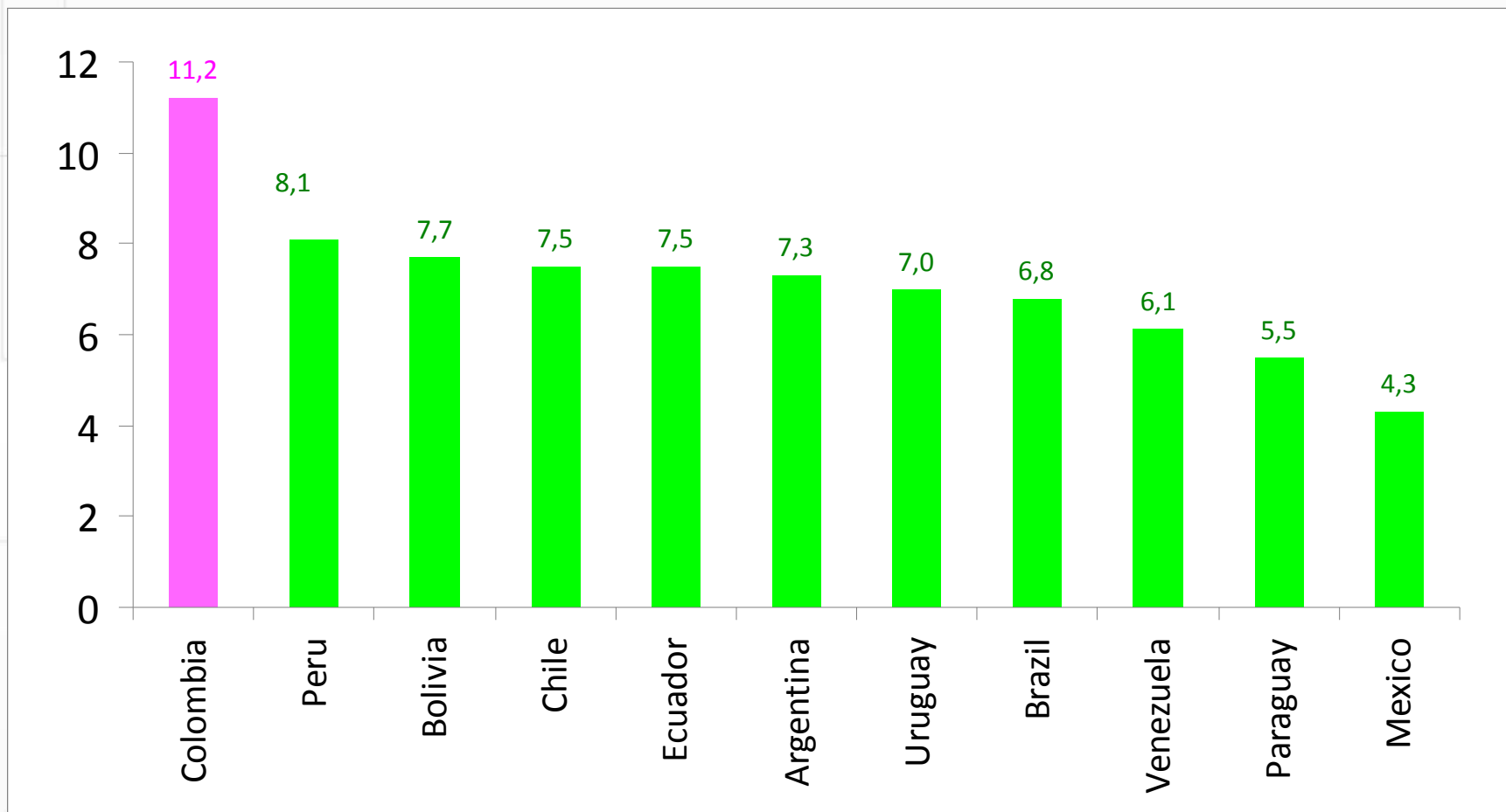
Fuente: GEIH - DANE

# Y hacia el futuro, las expectativas sobre empleo lucen aún más sombrías. Y crece el pesimismo entre los empleadores





# El desempleo en Colombia es uno de los más altos de la región



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast , Febrero 2009

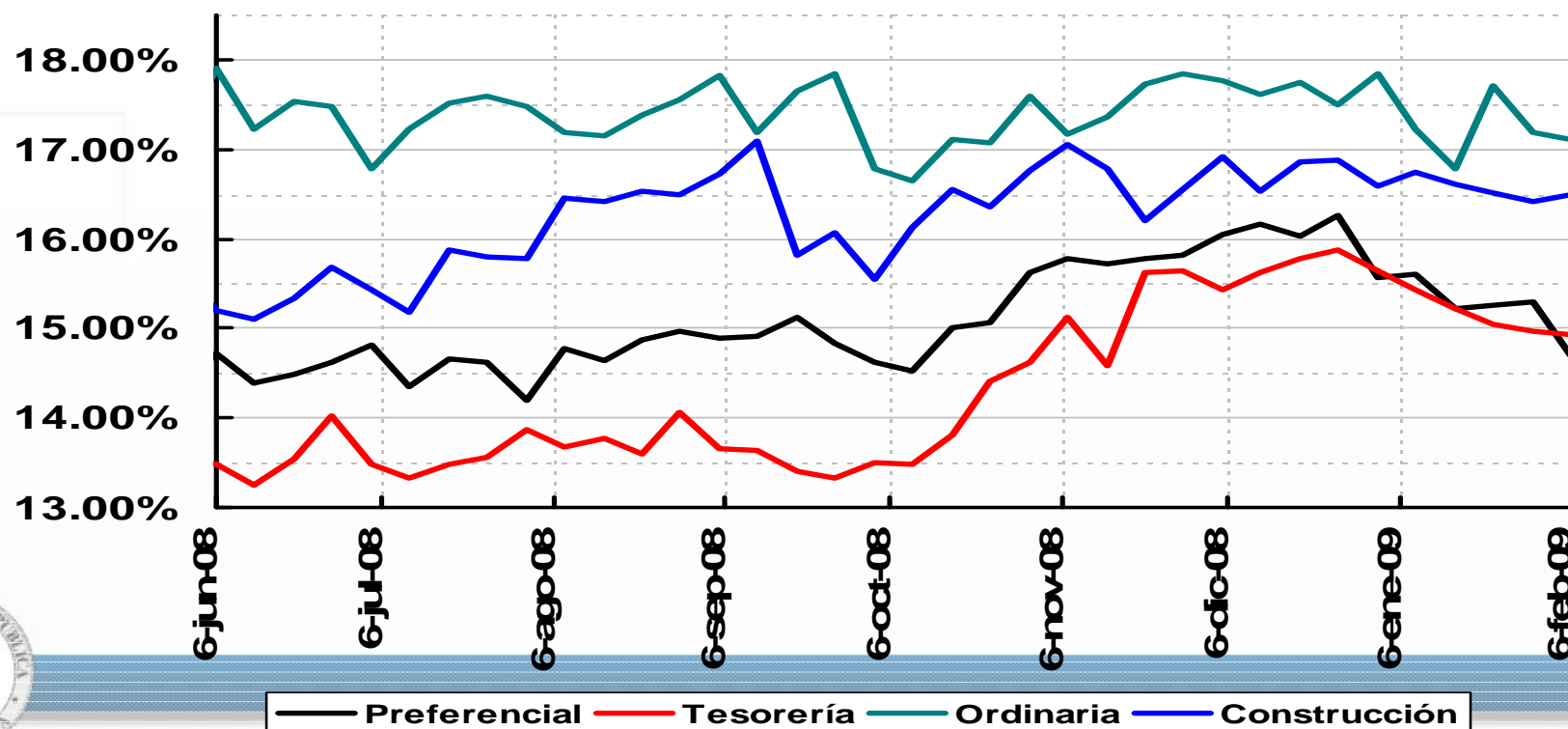
## Las últimas cinco reuniones de la Junta

- Más liquidez: menores encajes, más repos y más compras de TES. Suspensión controles de capital
- Metas inflación horizonte 2009-2011: espacio para cambio de postura de la política monetaria
- Nueva etapa: postura expansiva de la política



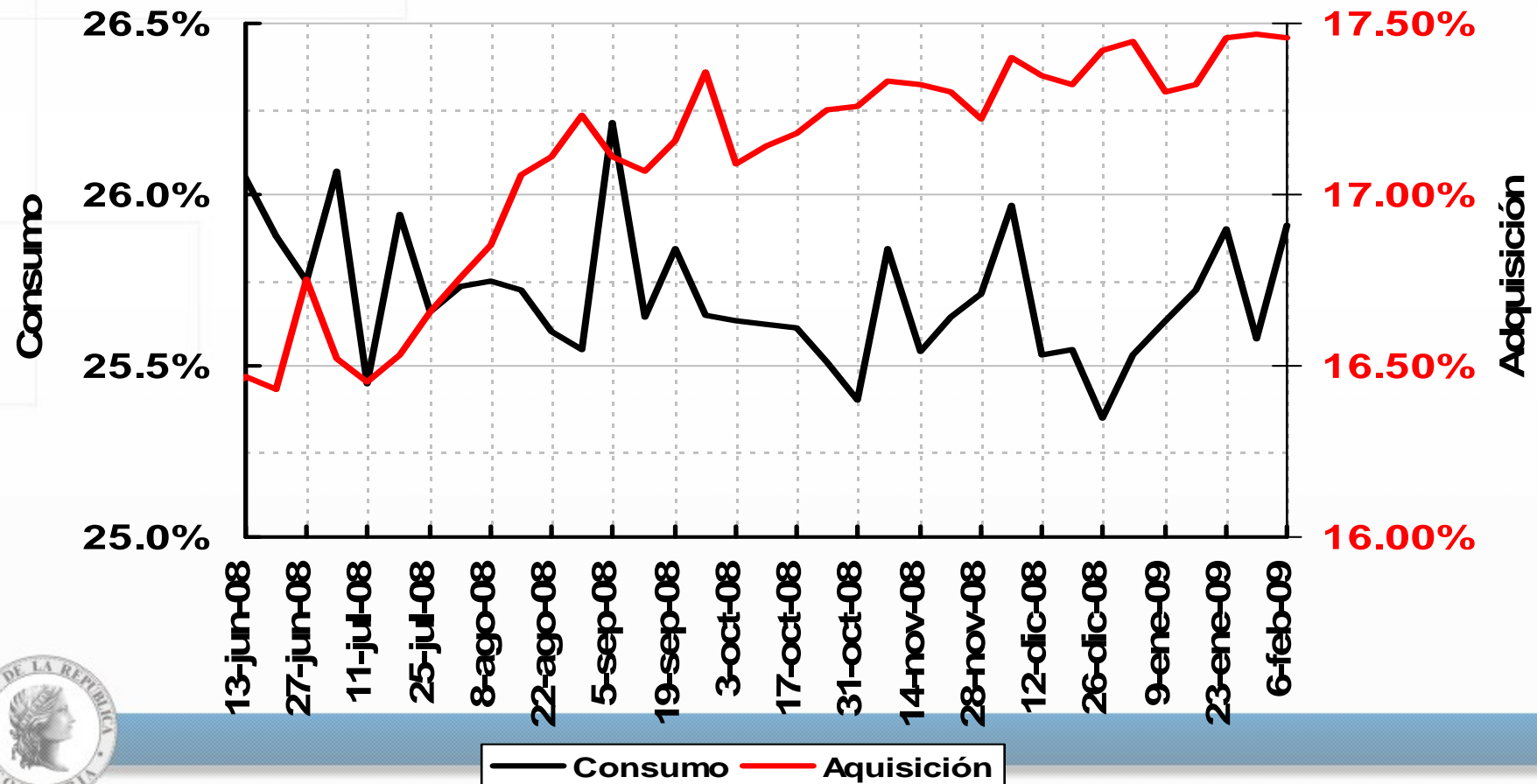
Desde que la Junta modificó su postura, todas las tasas de interés nominal activas para créditos comerciales han disminuido. Pero no necesariamente ha ocurrido así con el interés real, debido a la caída de la inflación

**Tasas interés nominales crédito semanales**



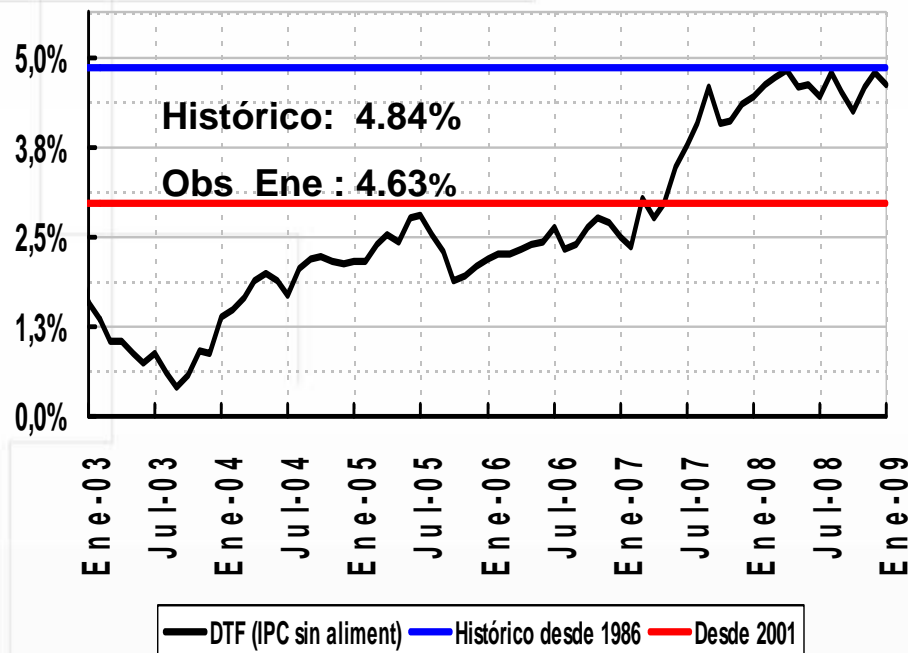
Las tasas de interés nominal para los hogares aún no responden. Dada la reducción de la inflación sus tasas de interés real han subido

Consumo y adquisición vivienda semanales

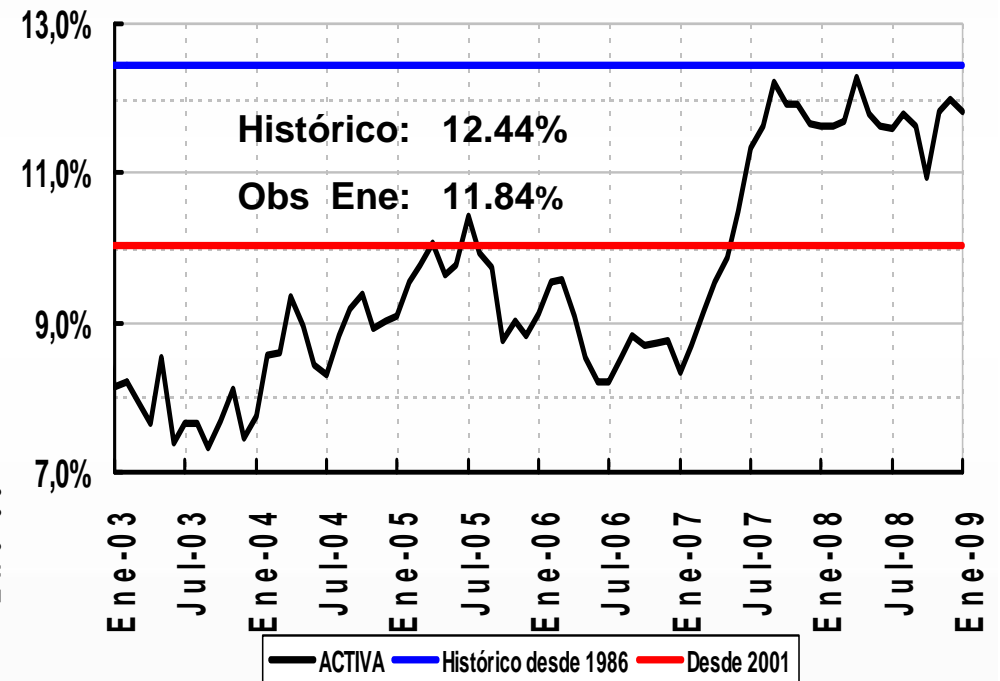


# Los indicadores de interés real de la DTF tampoco se han reducido

**DTF real**  
IPC sin alimentos



**Tasa de interés activa real**  
IPC sin alimentos



## 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**

