



DE LA CRISIS A LA REACTIVACIÓN

Sociedad Antioqueña de Ingenieros

Medellín, Diciembre 1 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 inflación

II. La recesión global y la recuperación

III. Los pronósticos

IV. Nuestra economía

V. Algunas lecciones de la crisis 2007/09

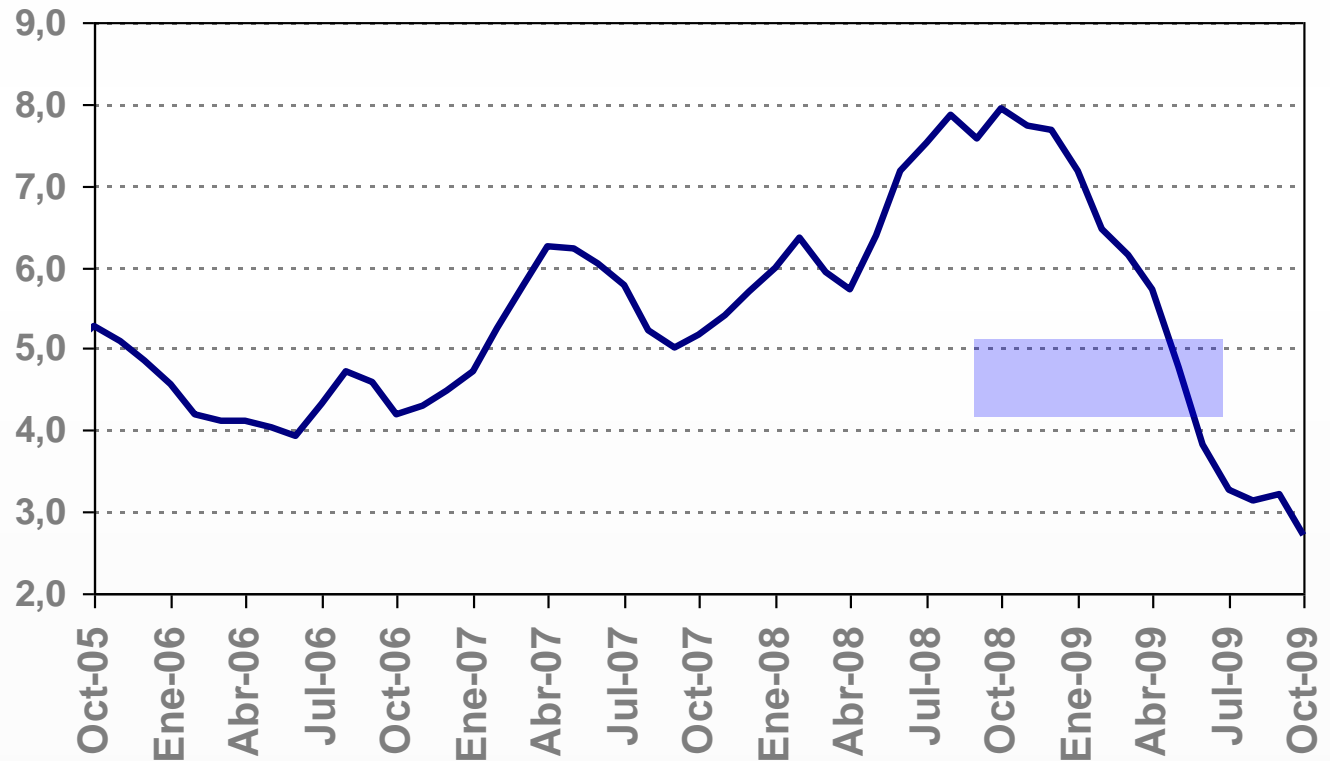


I. LA INFLACIÓN



La inflación se aproximaría al final del año al 2,5%, o sea 50% por debajo de la meta. En octubre 31 llegó a 2,72% anual, la más baja en 53 años

Inflación Total al Consumidor



Oct 09 = 2.72%
Sep 09 = 3.21%
Ago 09 = 3.13%
Jul 09 = 3.28%
Jun 09 = 3.81%
May 09 = 4.77%



Todos los indicadores de la inflación básica se han desplomado por debajo de la meta

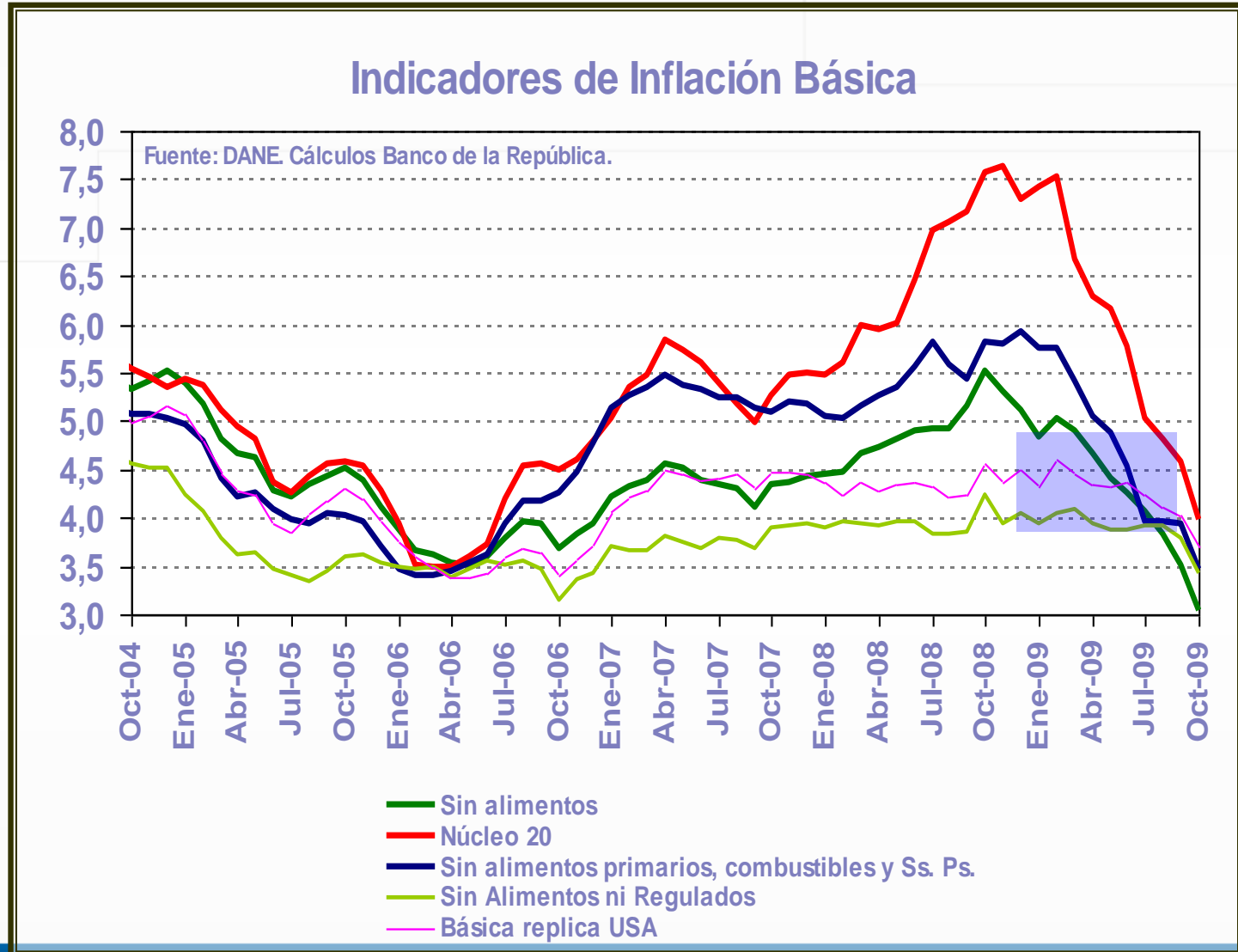
Promedio de 5

Oct .09 = 3.52%

Sep .09 = 3.97%

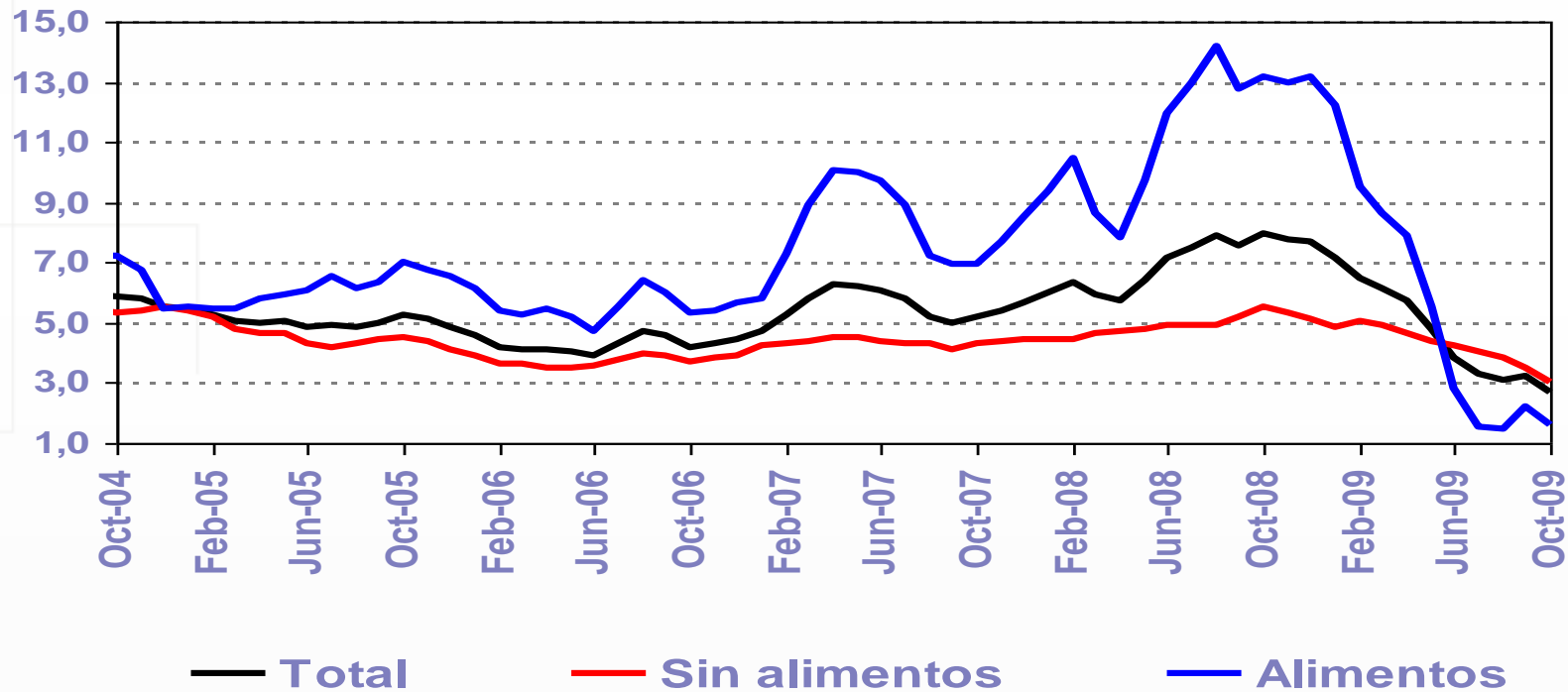
Ago. 09 = 4.13%

Jul. 09 = 4.24%



Alimentos - nó la insuficiencia ni posibles yerros de la política monetaria -, lideraron la inflación durante los años de incumplimiento de la meta (2007/08). Después comandaron su caída

Inflación anual al Consumidor

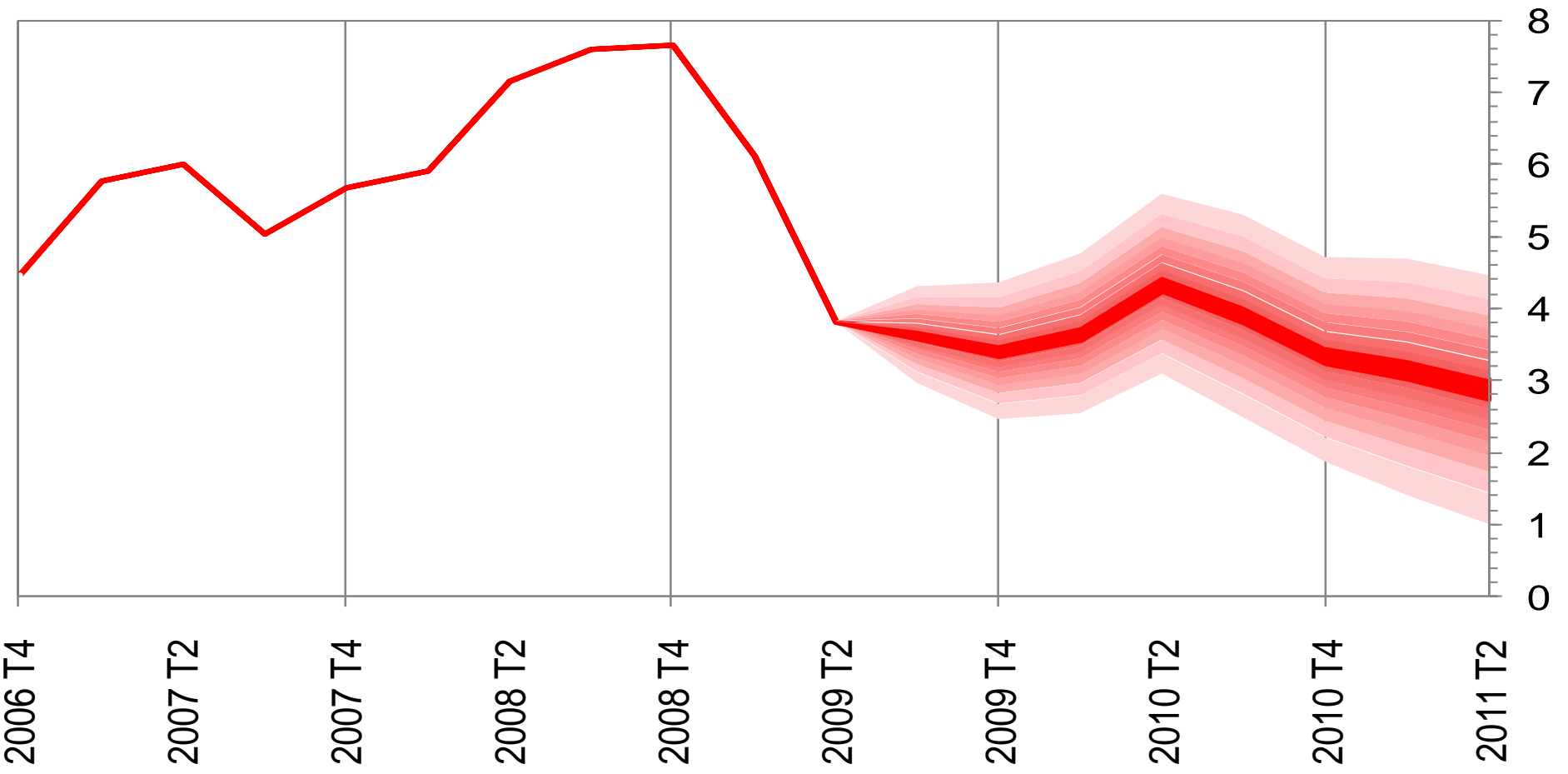


Fuente: DANE.



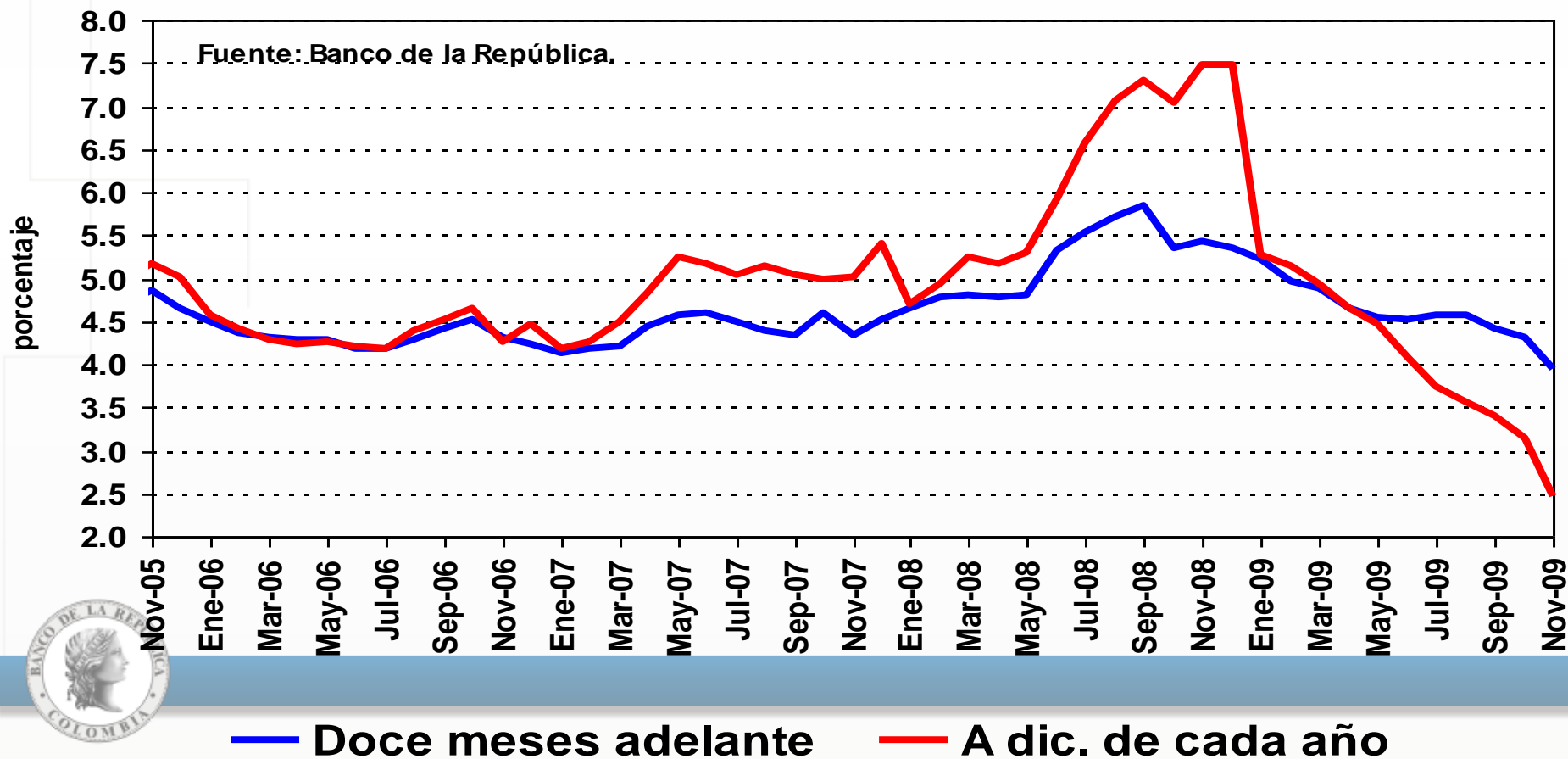
El '*Fan Chart*' de la inflación total: aunque los alimentos dejarán de contribuir a la 'desinflación', el notable debilitamiento de la demanda interna ha hecho que la inflación 'núcleo' siga cediendo

"Fan Chart" Inflación Total



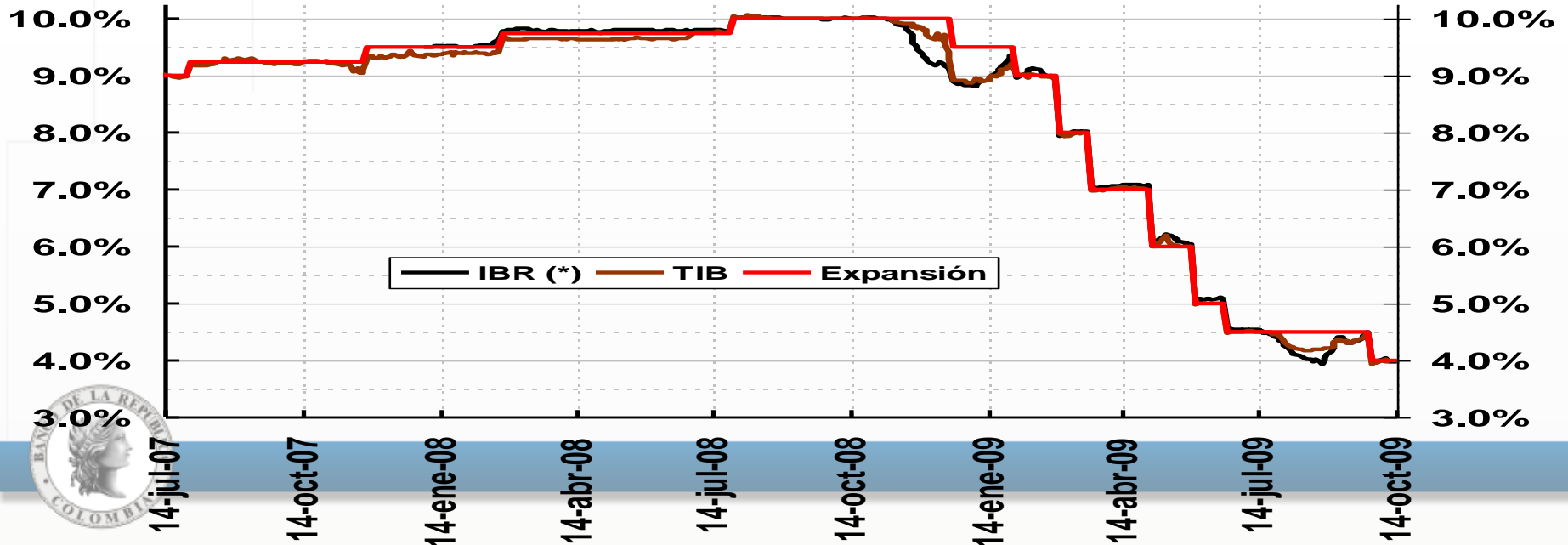
De otra parte, las expectativas de inflación continúan reduciéndose. Para 2009 se hallan ancladas en 2,5%. Y a doce meses en 4%

Pronóstico de inflación bancos y comisionistas de bolsa



Tras una postura de endurecimiento a partir de Abril/06, la JDBR emprendió una postura expansionista a partir de Dic/08, cuyos efectos plenos sólo se sentirán con un rezago que oscilará entre 18 y 24 meses. El 23 de noviembre redujo nuevamente la tasa, a 3,5%, como reacción al desplome de las exportaciones a Venezuela

Tasa de política, IBR y TIB



II. LA RECESIÓN GLOBAL Y LA RECUPERACIÓN

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

C. P. Kindleberguer



- 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 '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 (más de USD 14 trillones - en inglés - en riqueza hipotecaria destruida hasta finales del 2008), y el consiguiente recorte del consumo de los hogares. ¡Equivalente al PIB de un año de ese país!

Las burbujas del mercado de la vivienda en EU

US house prices

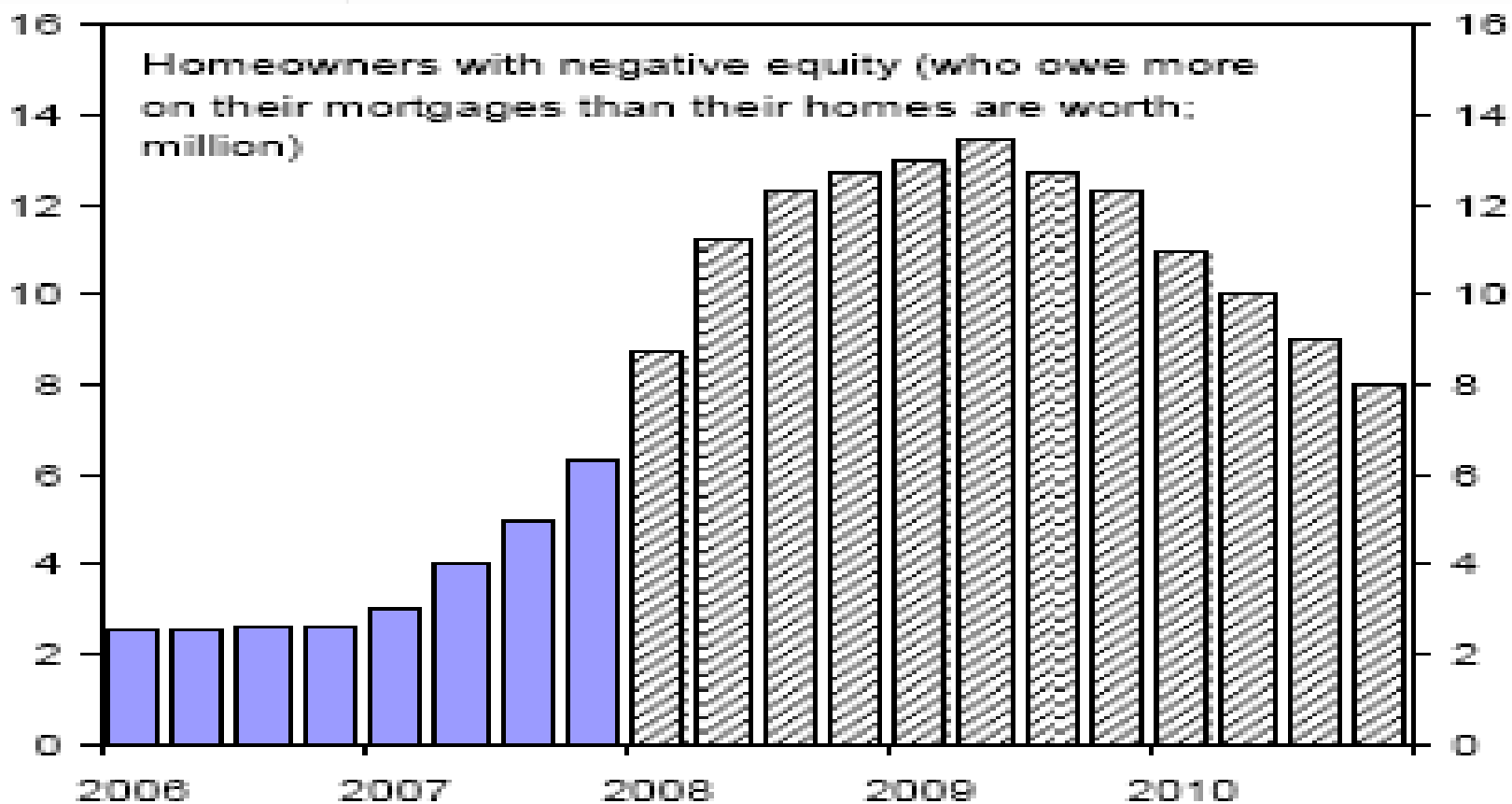
% change on previous year



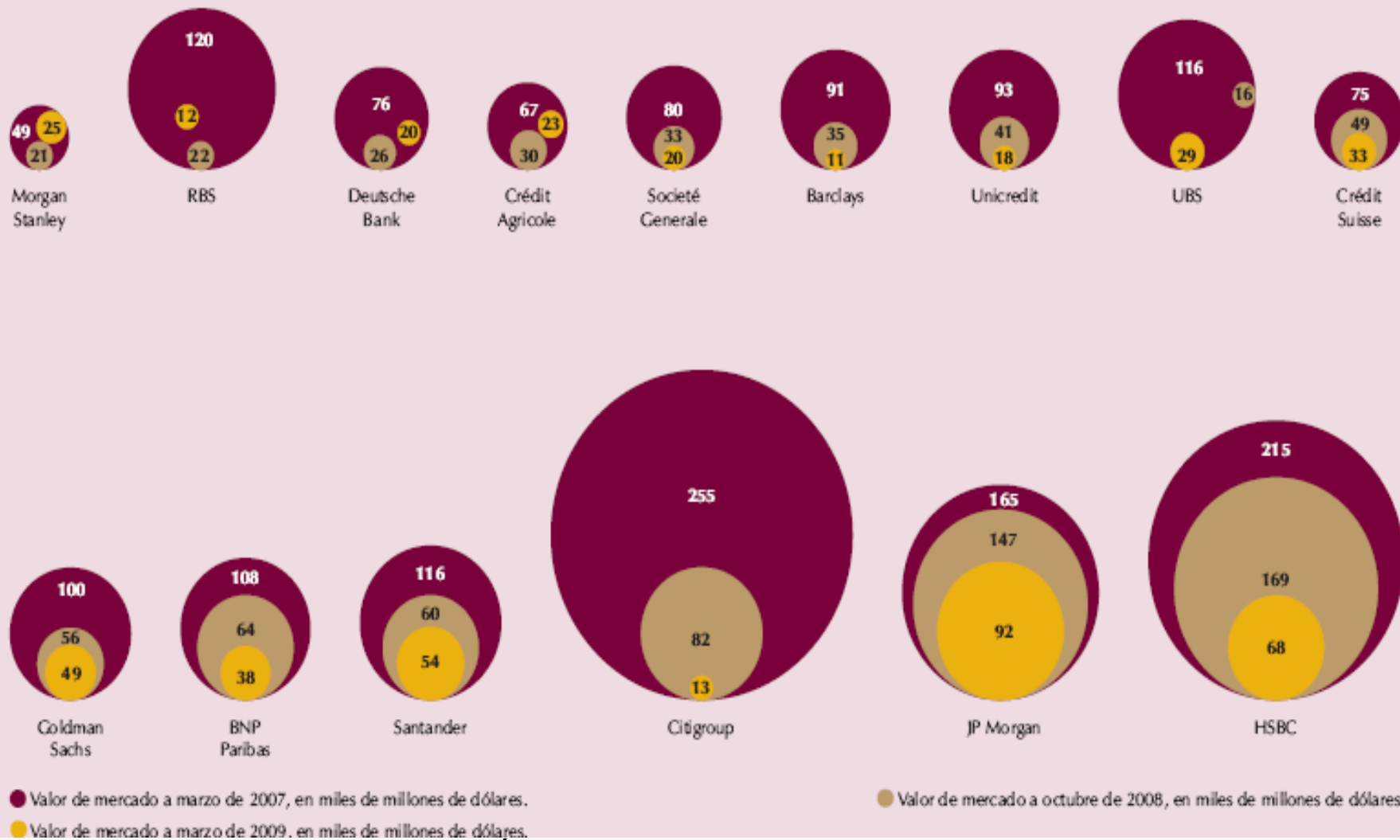
Sources: Robert Shiller; Standard & Poor's *Q1



De 57 millones de deudores hipotecarios, 8 millones tenían en 2008 el valor de su vivienda por debajo de su deuda, y en 2009 serán 14 millones. No obstante los precios de la vivienda ya han empezado a reaccionar



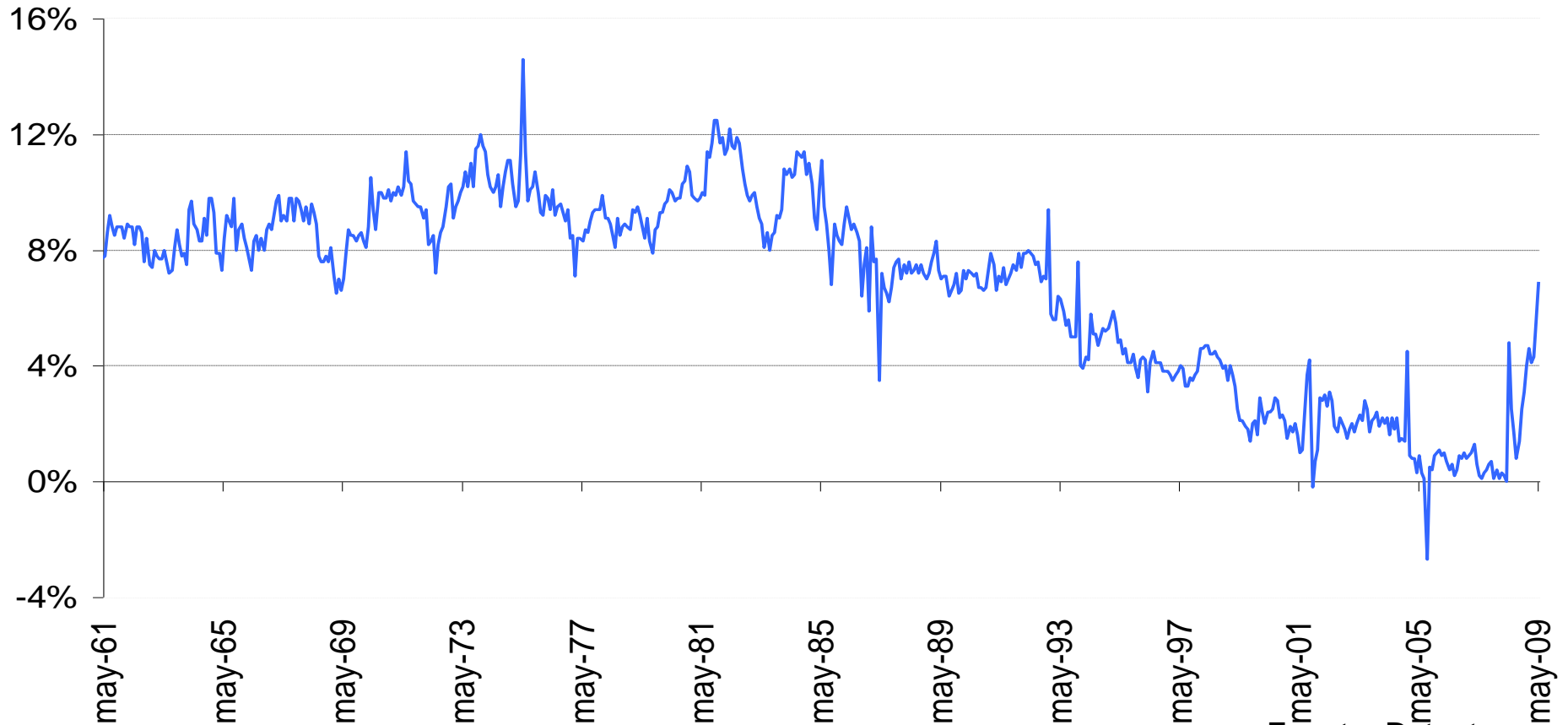
Las pérdidas de valor de algunos bancos de Marzo/07 a Oct/08 y a Marzo/09. Según N. Roubini ascienden a USD 3,8 trillones (en inglés)



Fuente: Banco de la República

Como previó Feldstein, la caída de la confianza hizo que los hogares volvieran a ahorrar y, por tanto, que también se desplomara el consumo. La tasa de ahorro en 7%. En 2005 era negativa

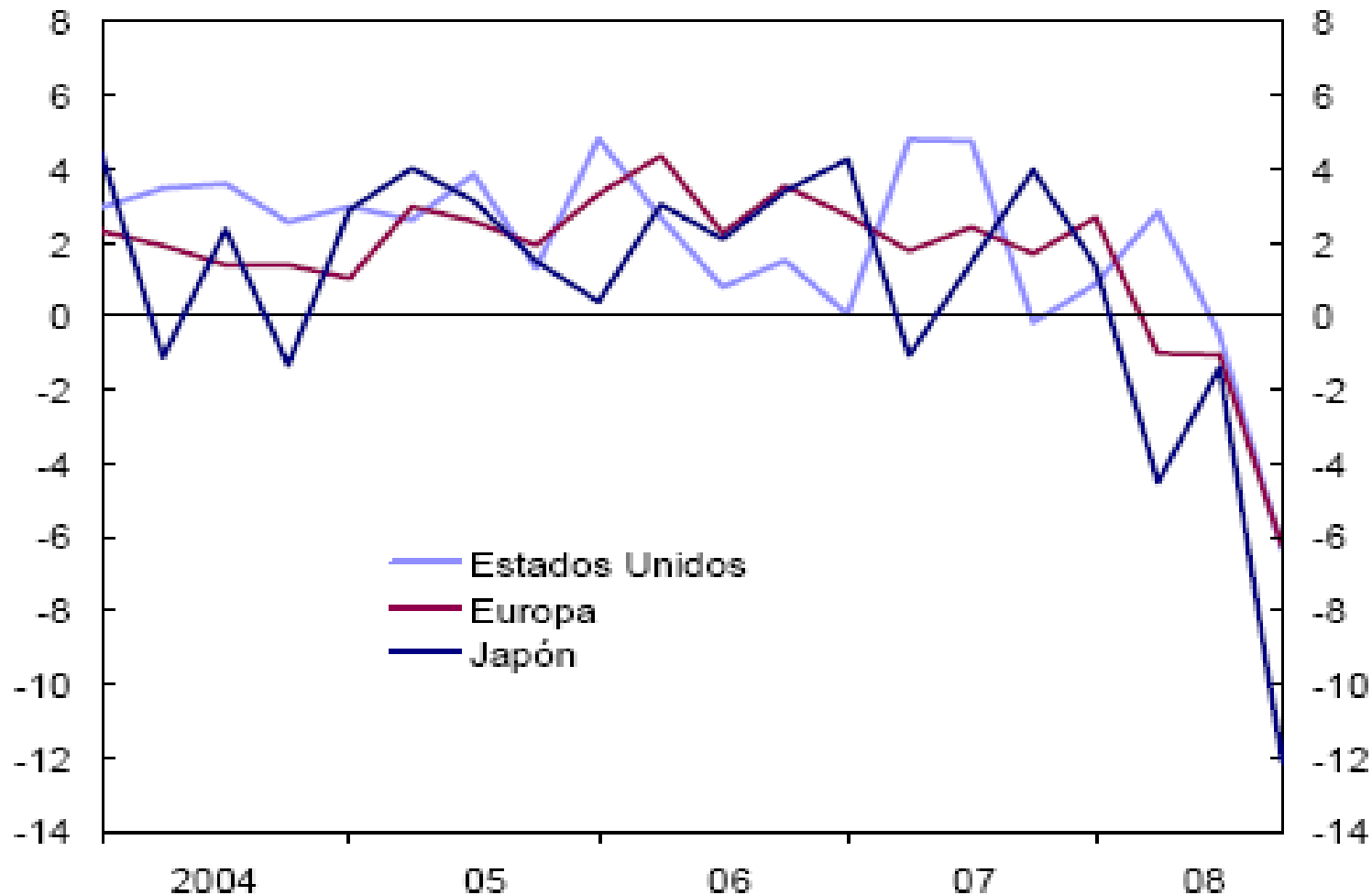
Ahorro personal como porcentaje del ingreso personal disponible en Estados Unidos



Fuente: Datastream

La crisis financiera contagió al sector real del mundo rico: el crecimiento de su PIB se derrumbó

(variación porcentual trimestral anualizada y desestacionalizada)

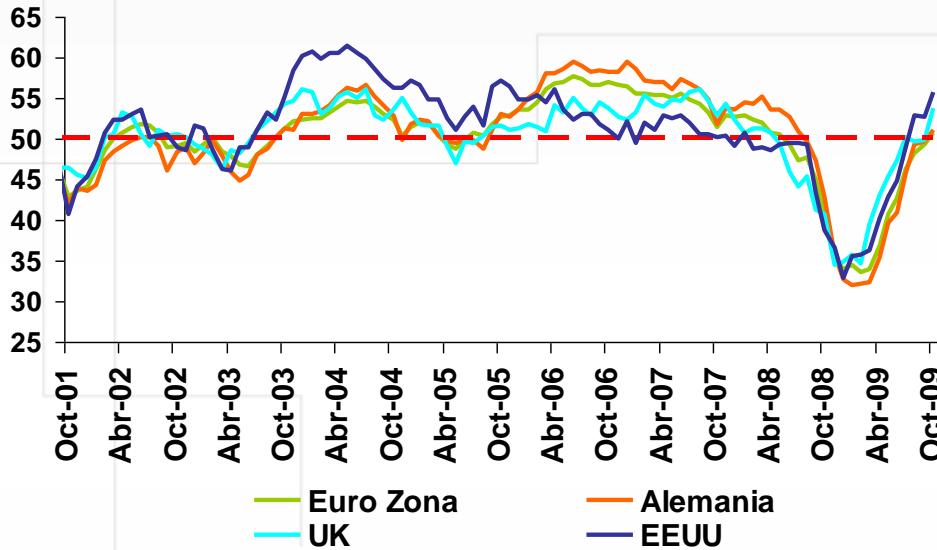


Fuente: Haver Analytics.

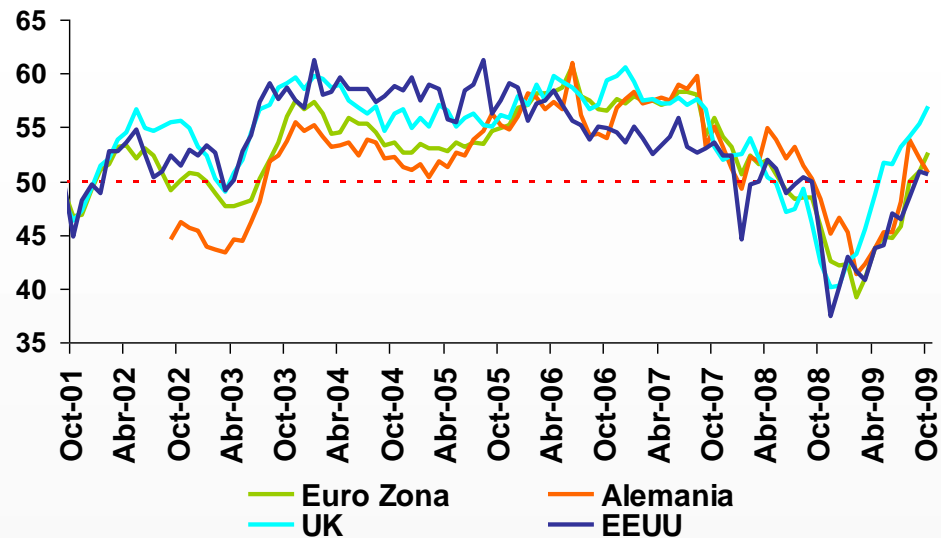


Los indicadores de sentimiento empresarial de las economías más avanzadas siguieron recuperándose

PMI e ISM Manufacturero

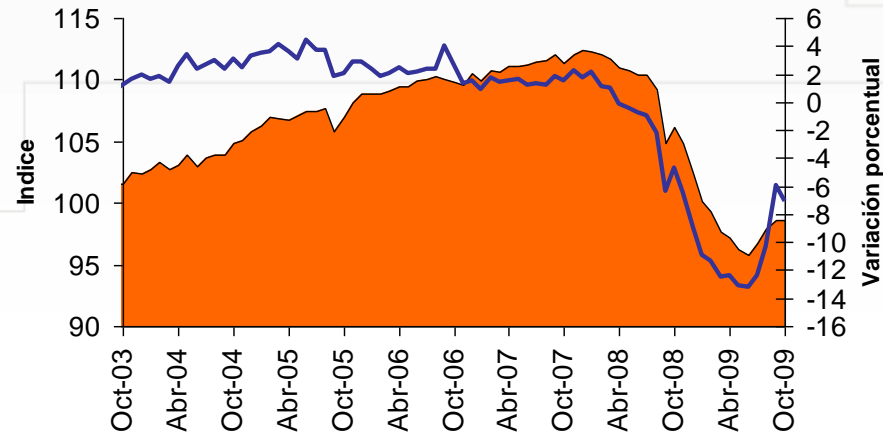


PMI Servicios e ISM no manufacturero



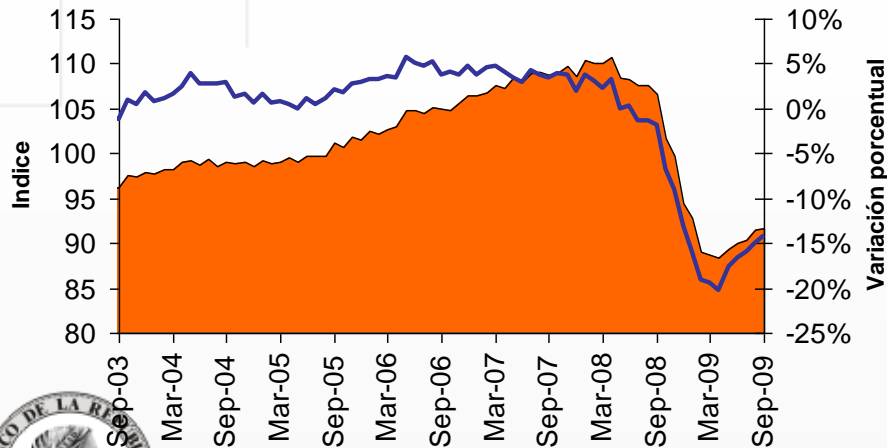
Así mismo su producción industrial continuó repuntando, sobretodo en Japón

EEUU

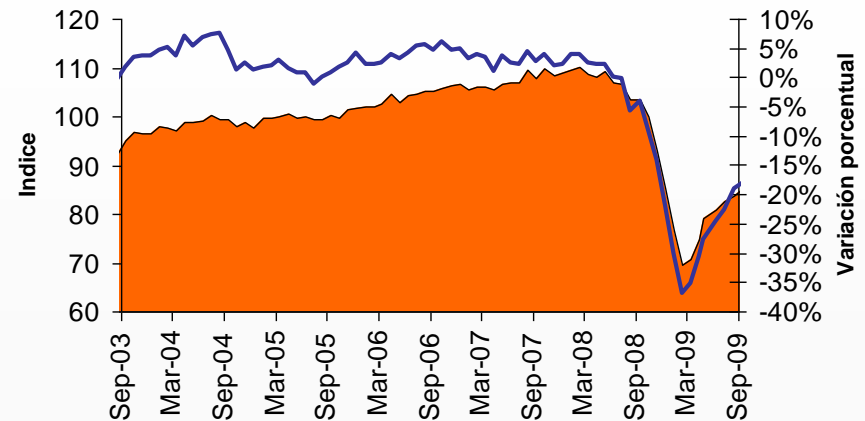


Zona Euro

Producción industrial Variación anual



Japón



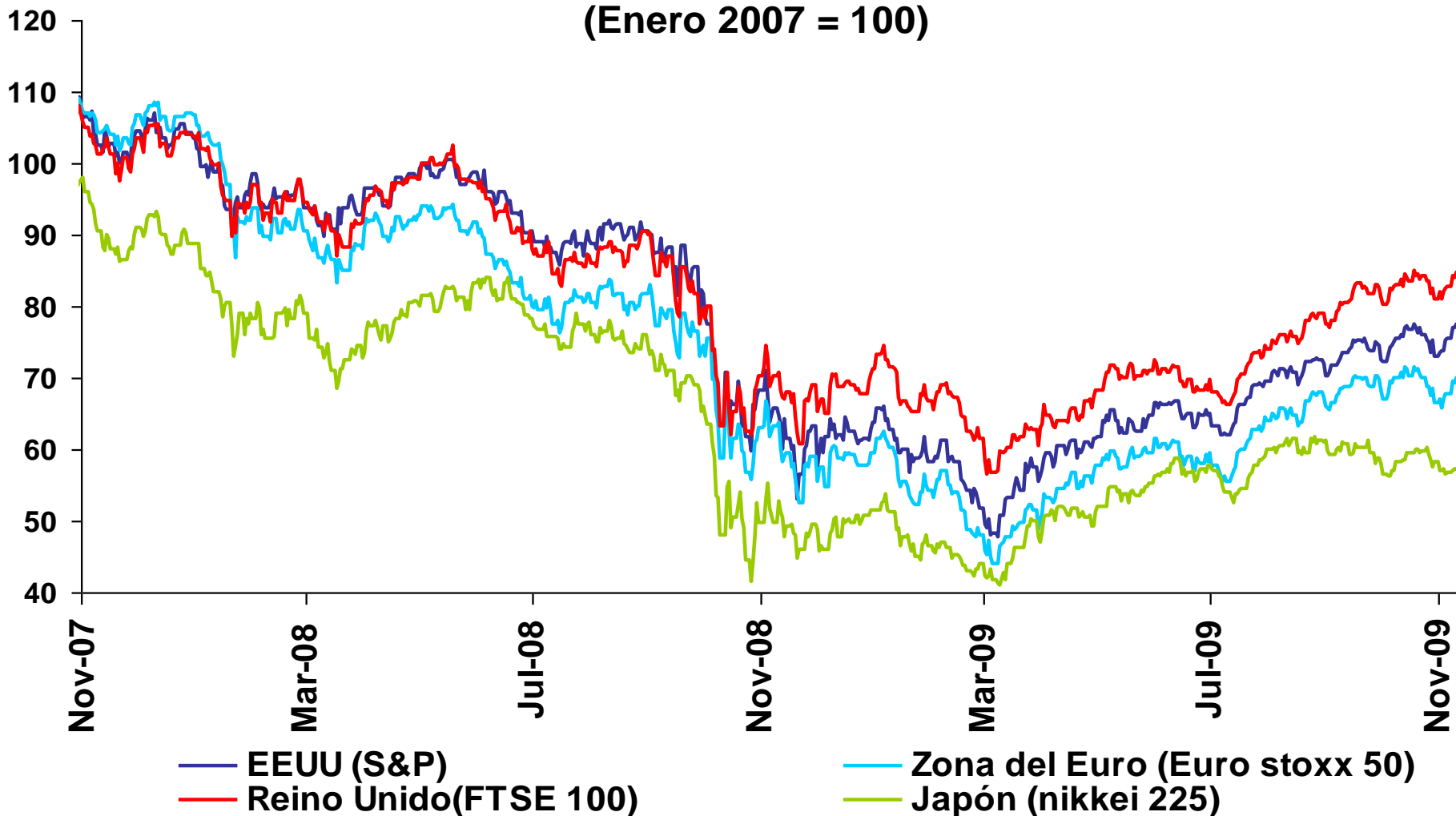
Producción industrial Variación Anual

Producción industrial Variación anual



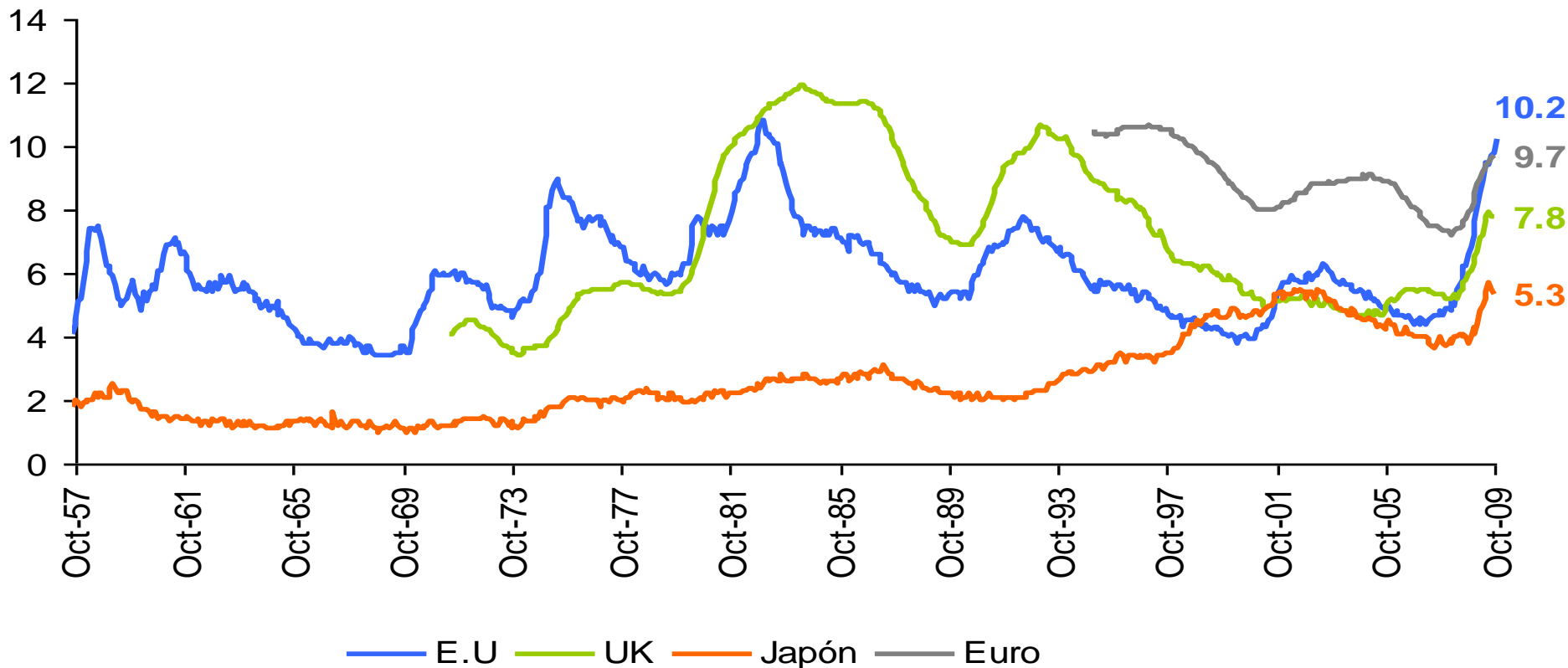
Las mejores perspectivas han alimentado el comportamiento alcista en los índices bursátiles de las economías desarrolladas

Indice de acciones economías desarrolladas
(Enero 2007 = 100)



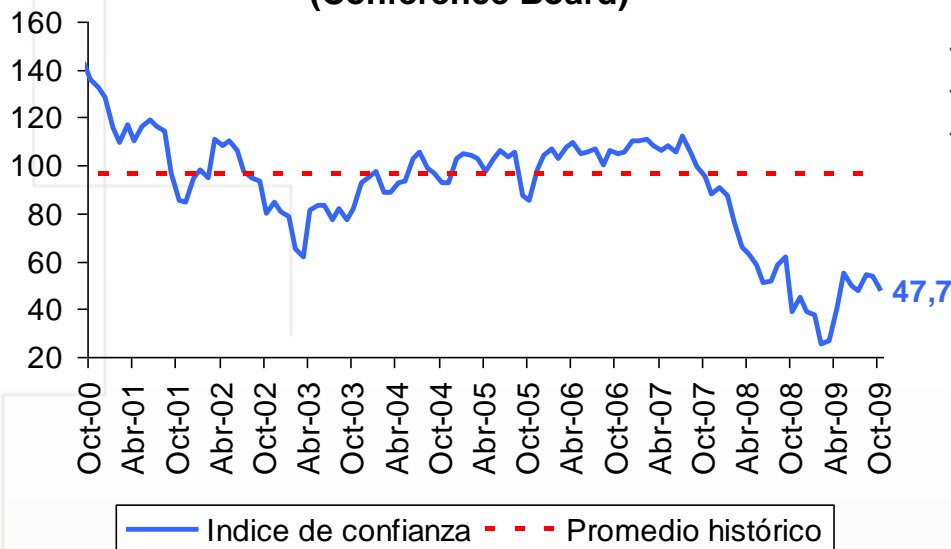
Sin embargo, aunque la recesión tocó fondo, el desempleo seguirá aumentando. En EU desde Dic/07 se han destruido 7,3 millones de puestos de trabajo, llegando a 16 millones de desempleados. Su tasa de desempleo en 10,2%

Tasa de desempleo en las Economías desarrolladas

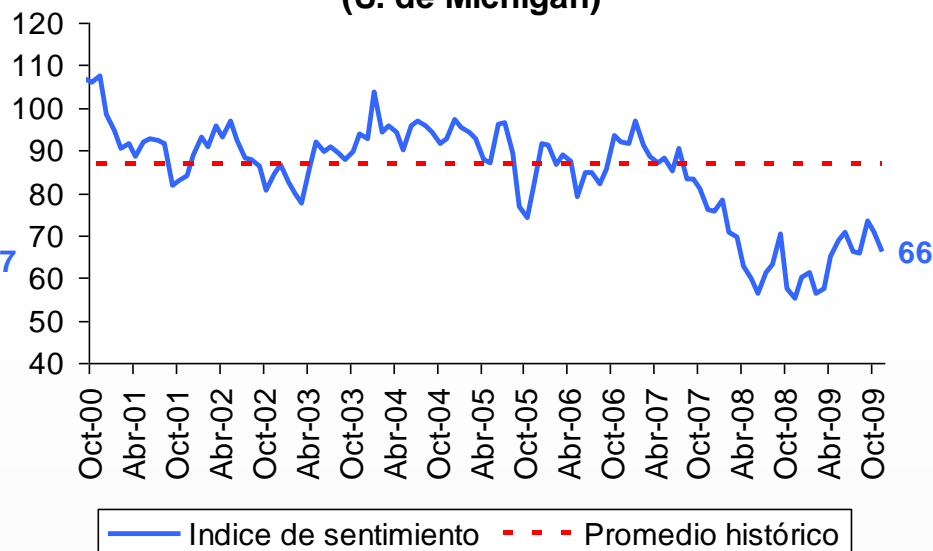


El deterioro de las condiciones laborales y el alto endeudamiento ha obstaculizado la recuperación de la confianza del consumidor en EU

Indice de confianza del consumidor EEUU (Conference Board)



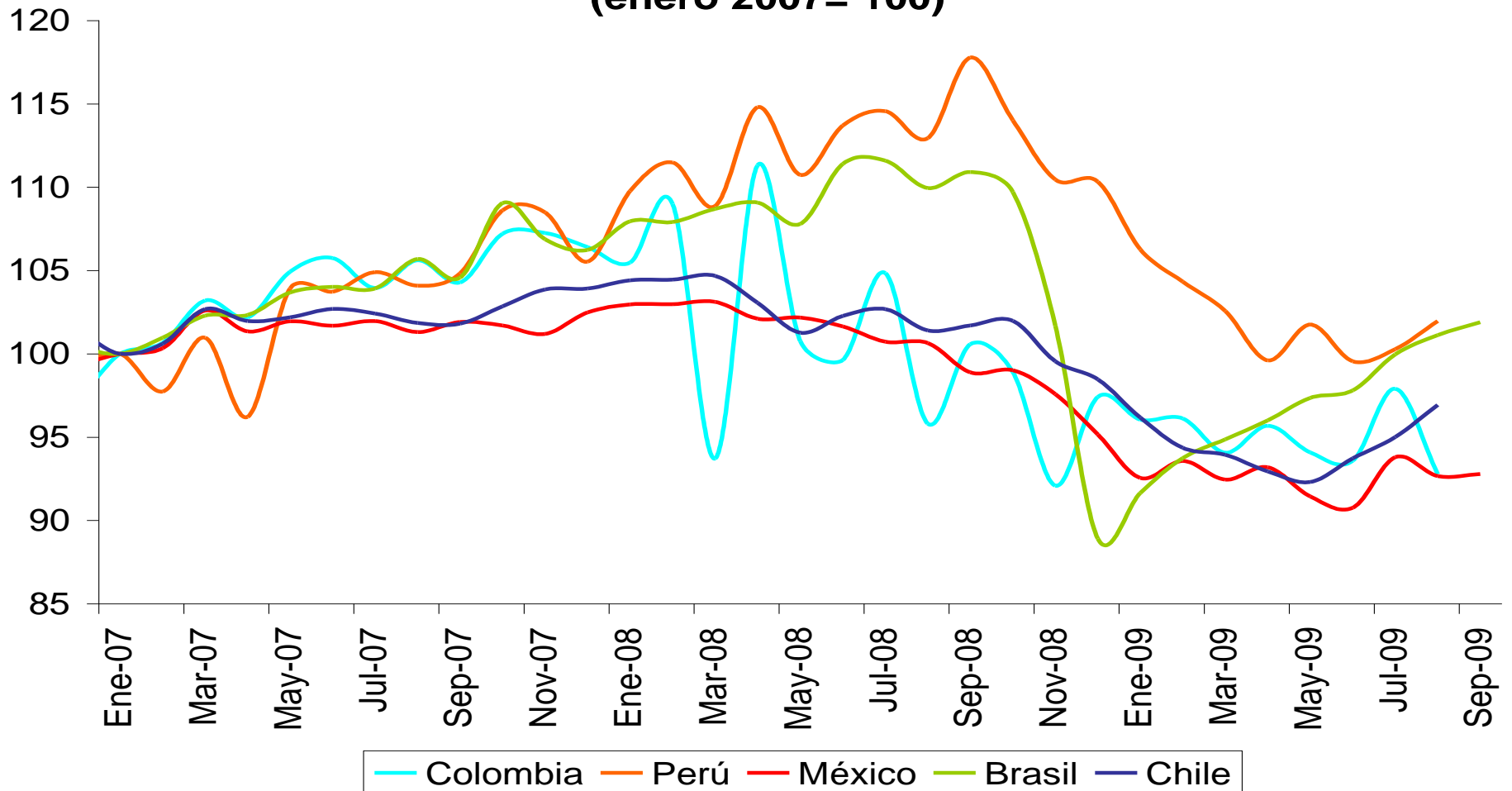
Indice de sentimiento del consumidor (U. de Michigan)



Fuente: Bloomberg

En cuanto a nuestra región, la industria de Brasil y Chile se ha recuperado. Pero para el resto las señales son menos claras

**Producción Industrial Latinoamérica
(enero 2007= 100)**



III. LOS PRONÓSTICOS



Pronósticos sobre crecimiento del PIB de EU

Proyecciones de Crecimiento Económico para EEUU (%)

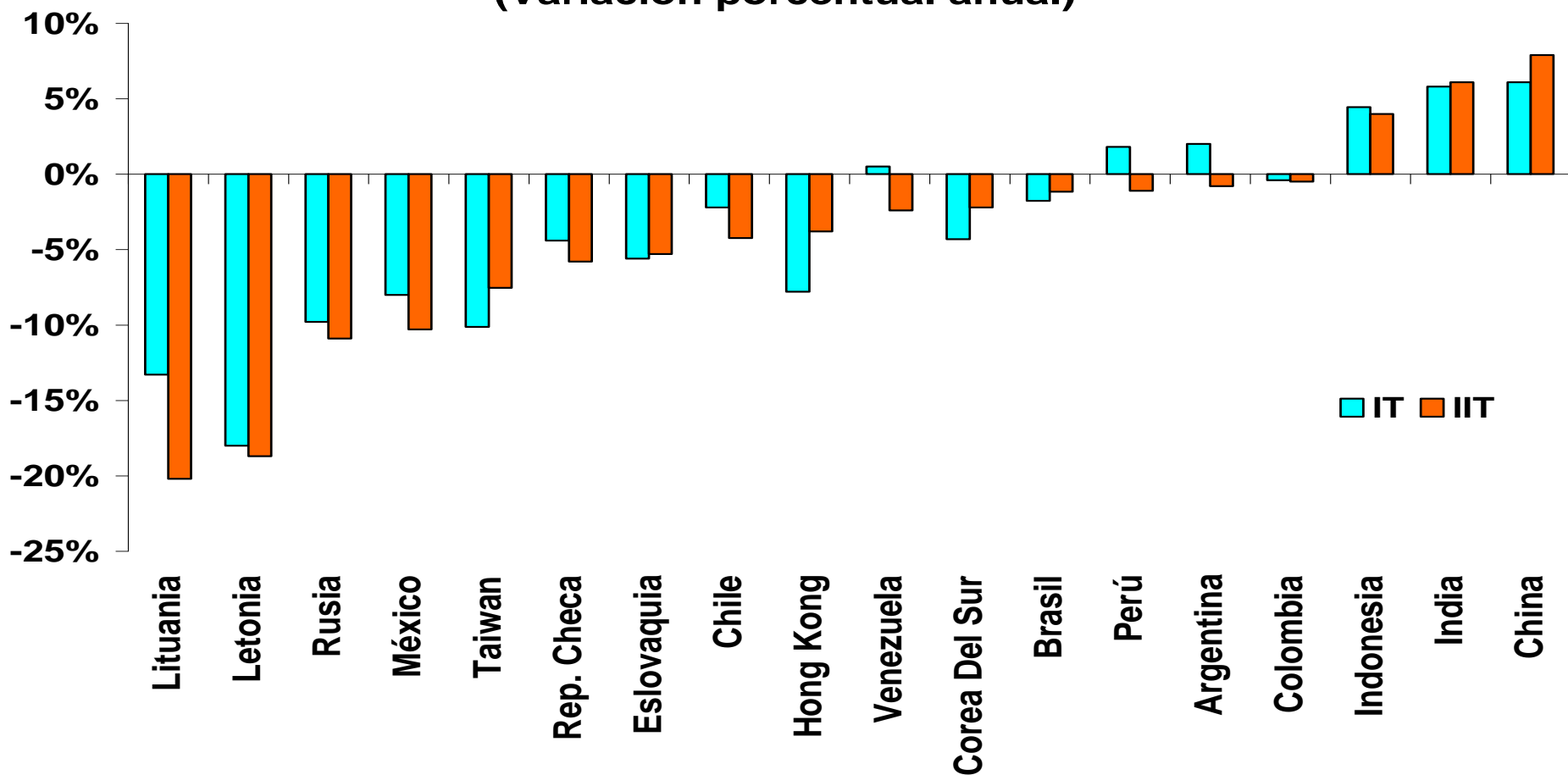
Proyecciones para 2009			
Analistas	Jun-09	Sep-09	Nov-09
SwissRe	-2,8	-2,8	-2,5
Merrill Lynch	-3,1	-3,1	
JP Morgan	-2,4	-2,4	-2,4
UBS	-2,5	-2,6	-2,6
HSBC	-1,9	-2,3	-2,4
Goldman Sachs	-2,9	-2,6	-2,4
Credit Suisse	-2,5	-2,6	-2,5
BBVA	-2,0		-2,5
Barclays	-2,5	-2,5	-2,4
Morgan Stanley	-2,8	-2,5	-2,5
RGE	-3,5	-2,8	-2,7
Promedio	-2,6	-2,6	-2,5
Promedio Bloomberg	-2,7	-2,7	-2,2
FMI	-2,5	-2,5	-2,7
DPI	-2,5	-2,7	-2,6

Proyecciones para 2010			
Analistas	Jun-09	Sep-09	Nov-09
SwissRe	1,8	1,8	2,5
Merrill Lynch	1,9	1,9	
JP Morgan	2,7	3,2	3,2
UBS	2,2	2,6	2,6
HSBC	1,9	2,9	2,9
Goldman Sachs	1,2	2,0	2,1
Credit Suisse	2,5	3,0	3,2
BBVA	1,1	1,1	1,5
Barclays	2,8	3,0	3,6
Morgan Stanley	2,2	2,7	2,7
RGE	1,0	1,0	1,8
Promedio	1,9	2,3	2,6
Promedio Bloomberg	1,8	1,8	2,6
FMI	0,8	0,8	1,5
DPI		1,2	1,8



La recuperación de las economías de los ME será más rápida (excepto Europa Oriental). Y las del Asia emergente (China, India, Indonesia) son las llamadas a reactivar la demanda global

PIB Real 2009
(Variación porcentual anual)

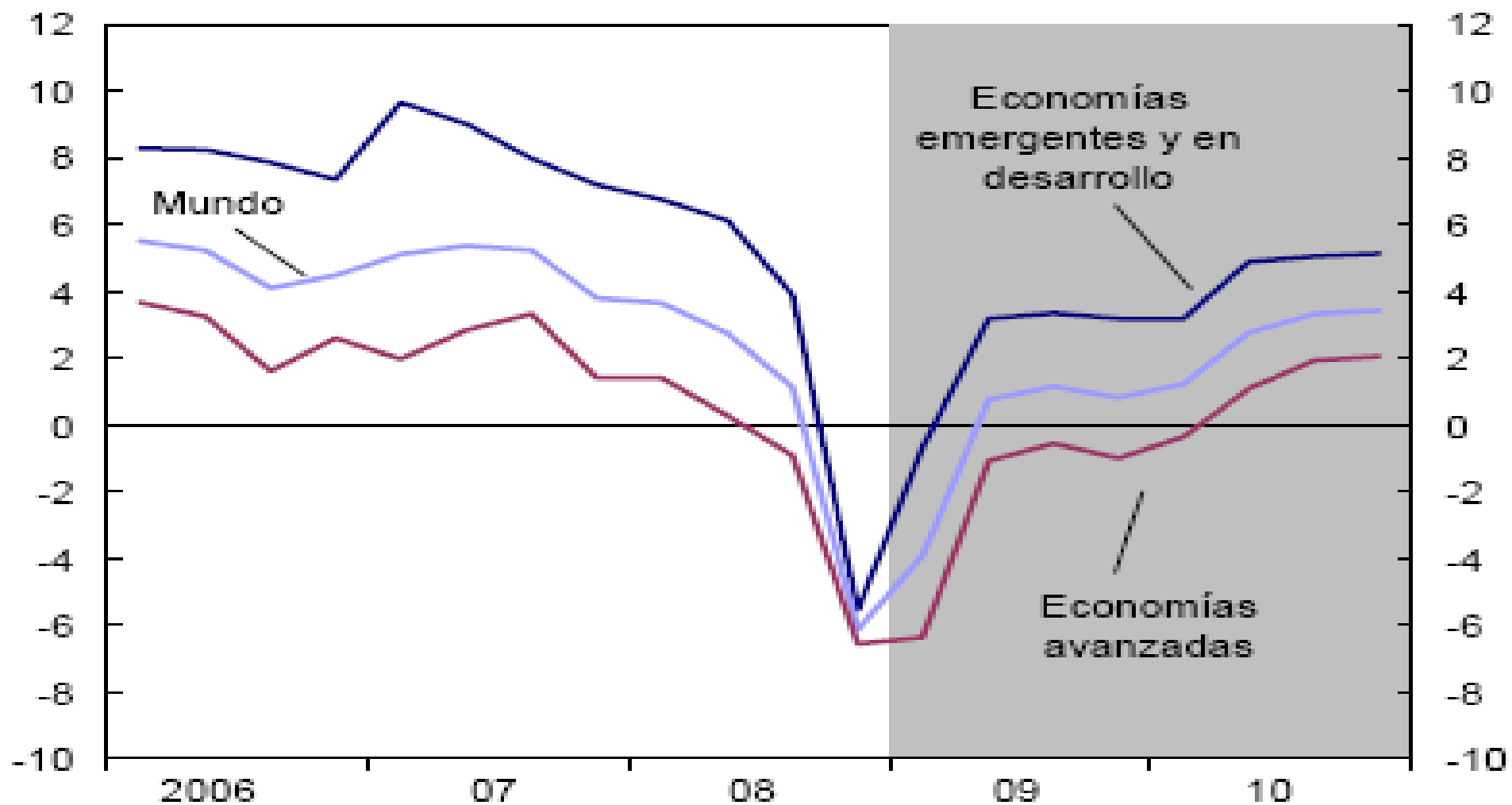


La reactivación de la demanda de materias primas (por China principalmente) ha permitido por lo pronto detener el desplome de los precios de los *commodities*, y aún tonificar algunos

**Precios de los commodities
Canasta CRY Index- Bloomberg**



PIB real: del 'Gran Colapso' a una 'Contracción Moderada'. Luego vendrá 'Lenta Recuperación'. En general los ME se hallan mejor posicionados



IV. NUESTRA ECONOMÍA

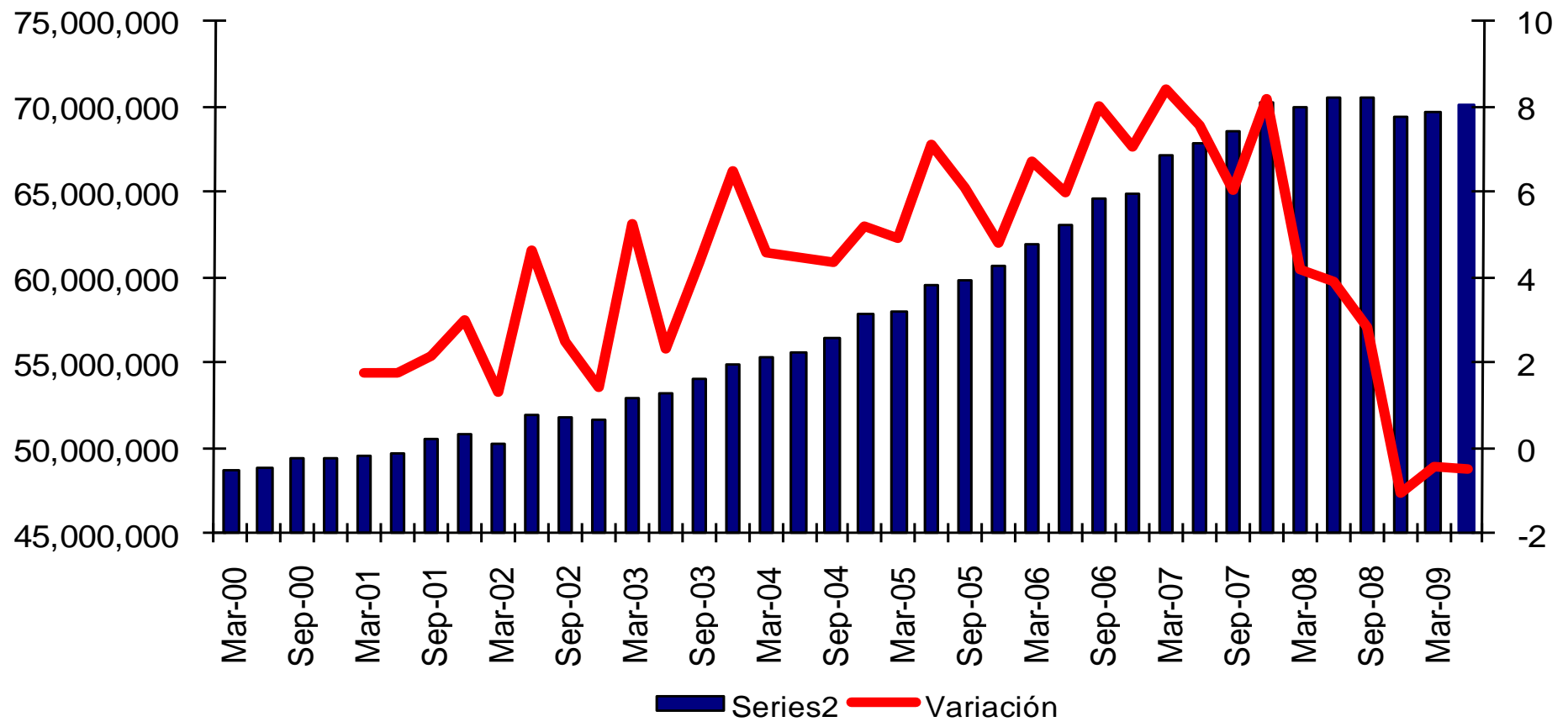


Los canales de transmisión de la crisis internacional a los ME

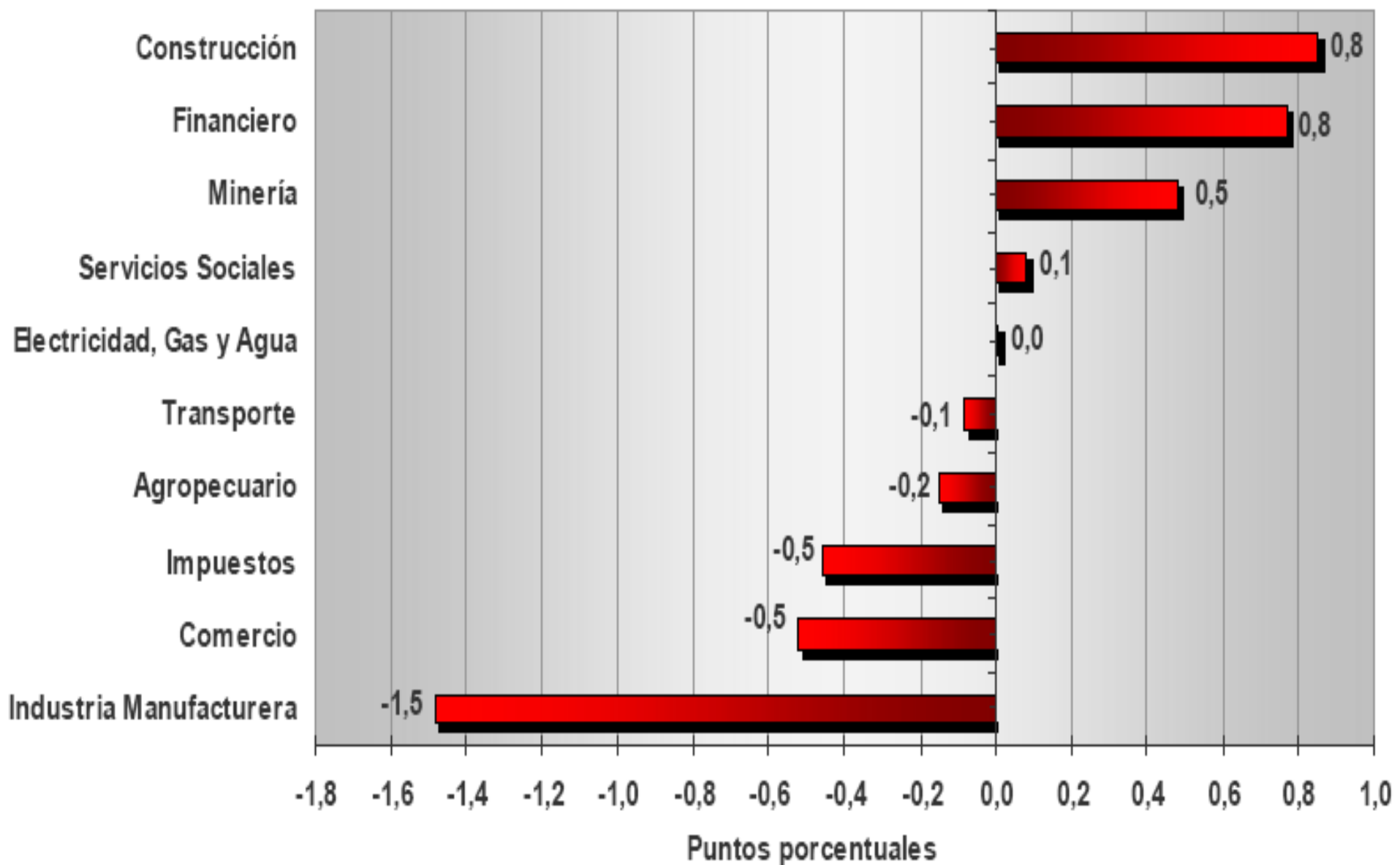


El contagio llegó a Colombia (y al resto de la región) por el sector real. El II trim/09 el PIB cayó -0,5%. El IV/08 y el I/09 habían caído -1,1% y -0,4% respectivamente

Producto Interno Bruto



Contribuciones a la variación anual del PIB por ramas de actividad



Contagio especialmente a través de las exportaciones

En el período Enero-Septiembre/09 las exportaciones totales cayeron 18,5% anual. Pero aún seguían siendo más altas que las exportaciones totales de Enero-Septiembre/07

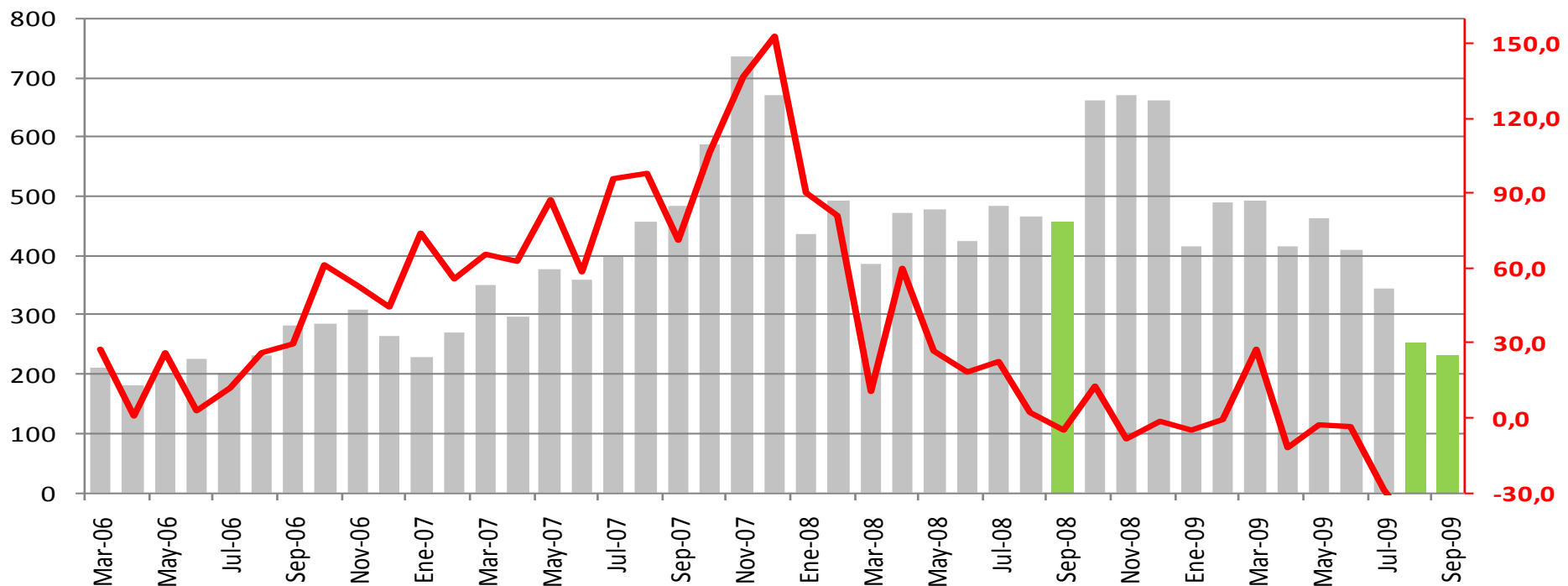


A Venezuela Enero-Septiembre/09 caían 14,2%. Pero sólo en Julio 29%, Agosto 46%, Sept 49% y Octubre 71% con respecto a los mismos meses de 2008. Independientemente de los precios del petróleo y de las fricciones diplomáticas, la economía de Venezuela en picada

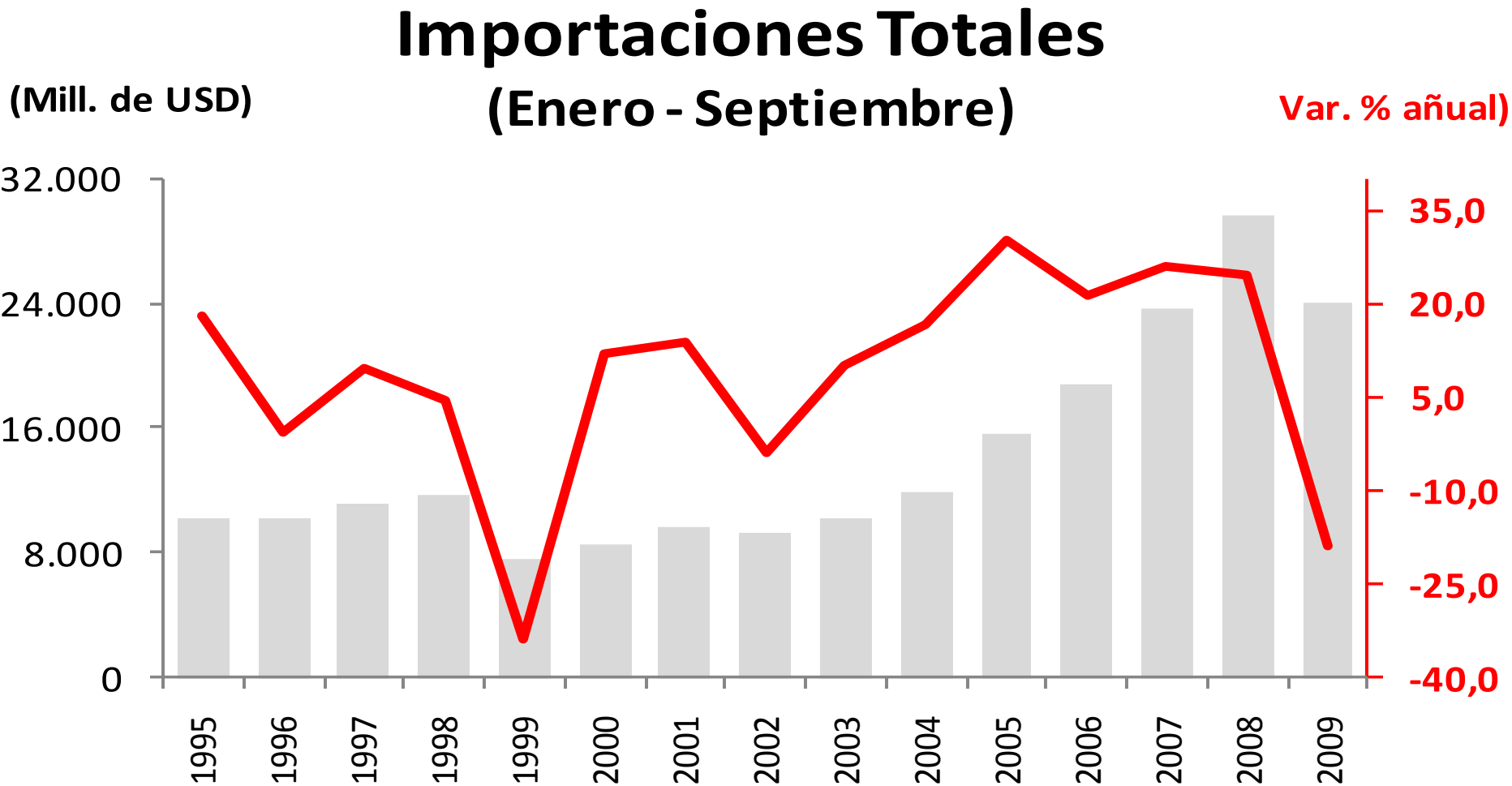
**Exportaciones Totales a Venezuela
(Mensual)**

(Mill de USD)

(Var. % anual)



Las importaciones totales Enero-Septiembre también cayeron en similar proporción (18,7%)

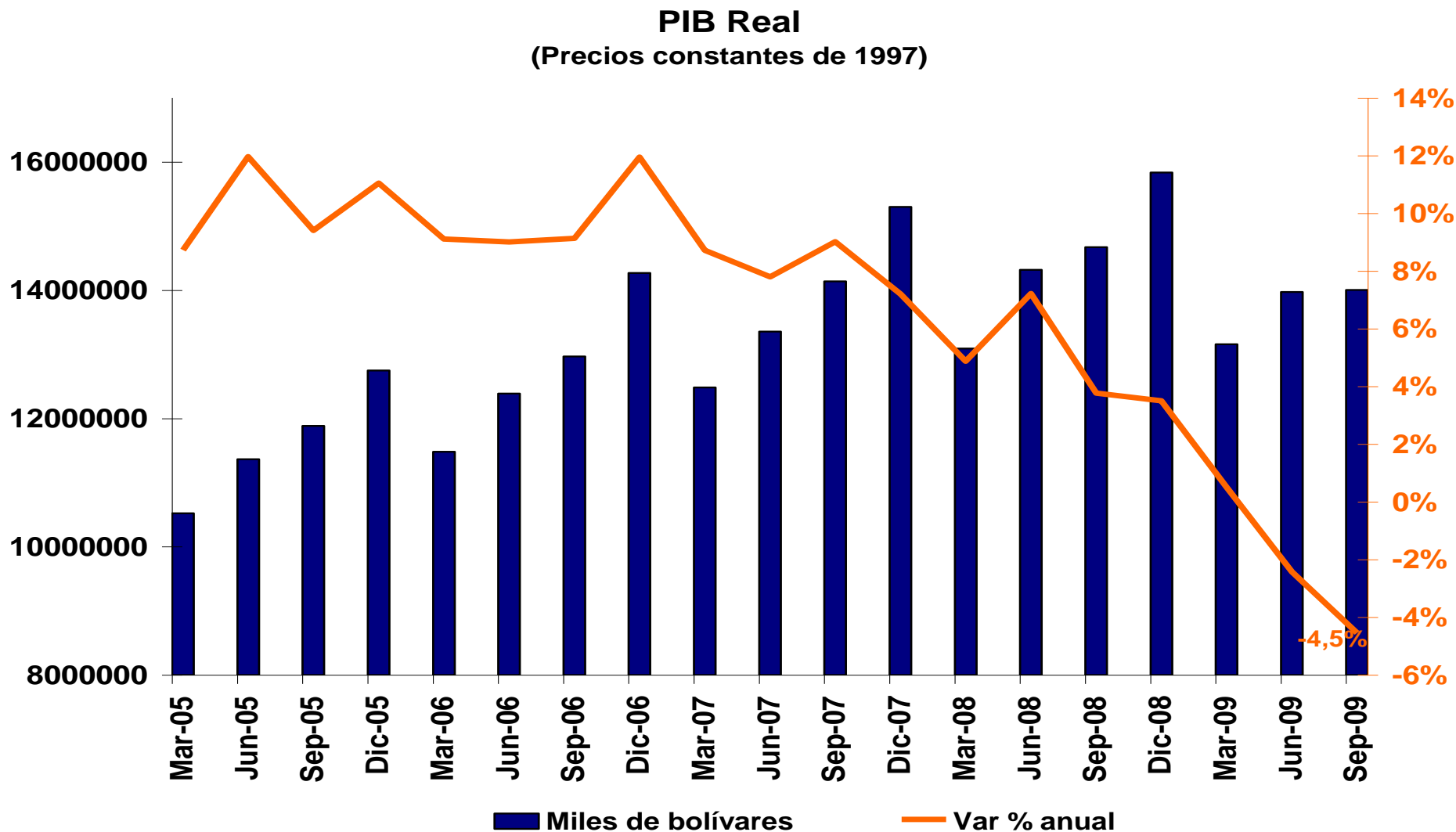


Proyección del crecimiento de las exportaciones 'no tradicionales' 2009-2010. La amenaza más relevante contra la recuperación del resto del 2009 y durante 2010 provendrá de la suerte que corran Venezuela y Ecuador. Y de la del petróleo, del cual dependen. Según el IIF el PIB de Ecuador caería -1,8% en 2009 y - 1,2% en 2010

- Proyección exportaciones 2009: -23%. (Importaciones: -20%)
 - **Estados Unidos:** -10.0 %
 - **Venezuela:** -25.0 % _ -30.0%
 - **Ecuador :** -30.0 %
 - **Resto:** -10.0 %
- Exportaciones 2010: 6%



En tercer trimestre de 2009 el PIB de Venezuela se contrajo -4,5% anual, luego de caer -2,4% en el segundo y aumentar +0,5% en el primero

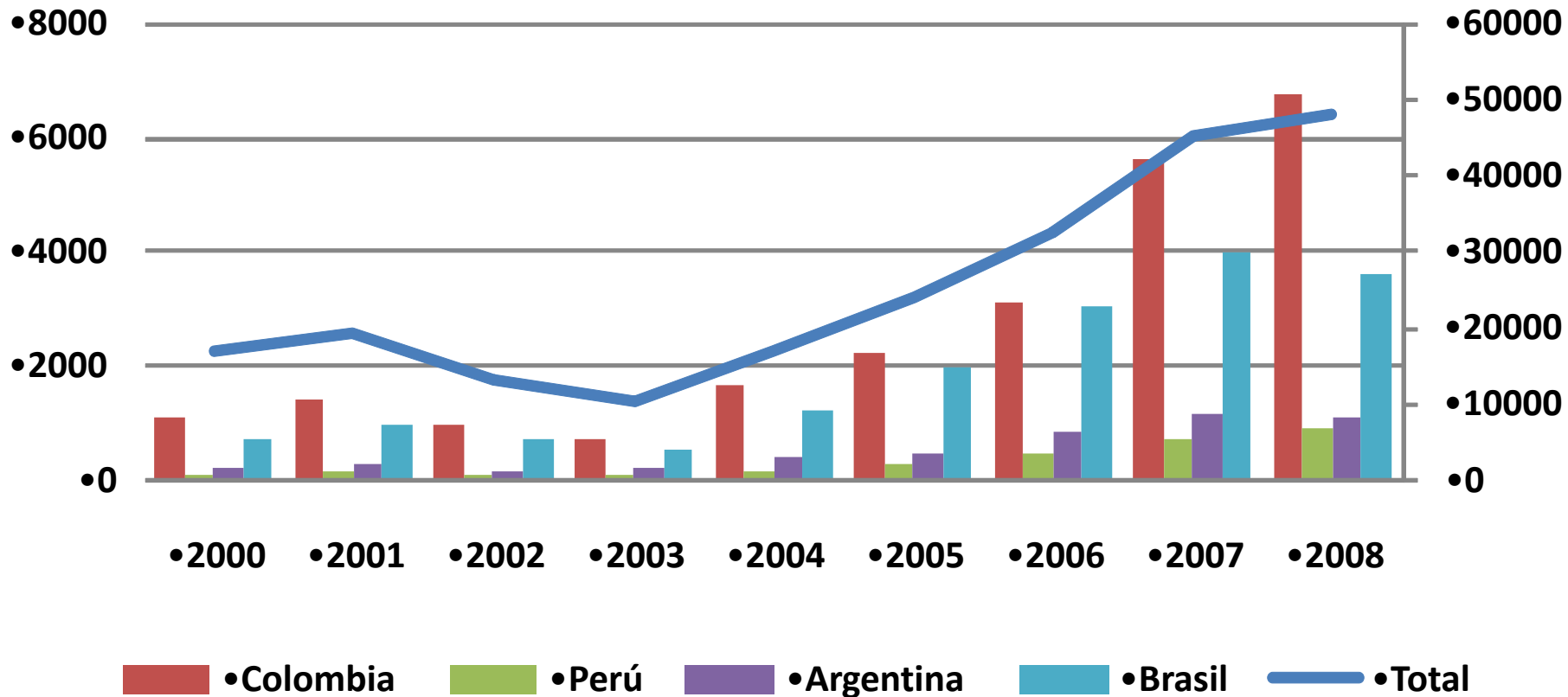


El severo choque externo proveniente de Venezuela ha frenado aún más la economía, por contera arrastrando la inflación hacia abajo

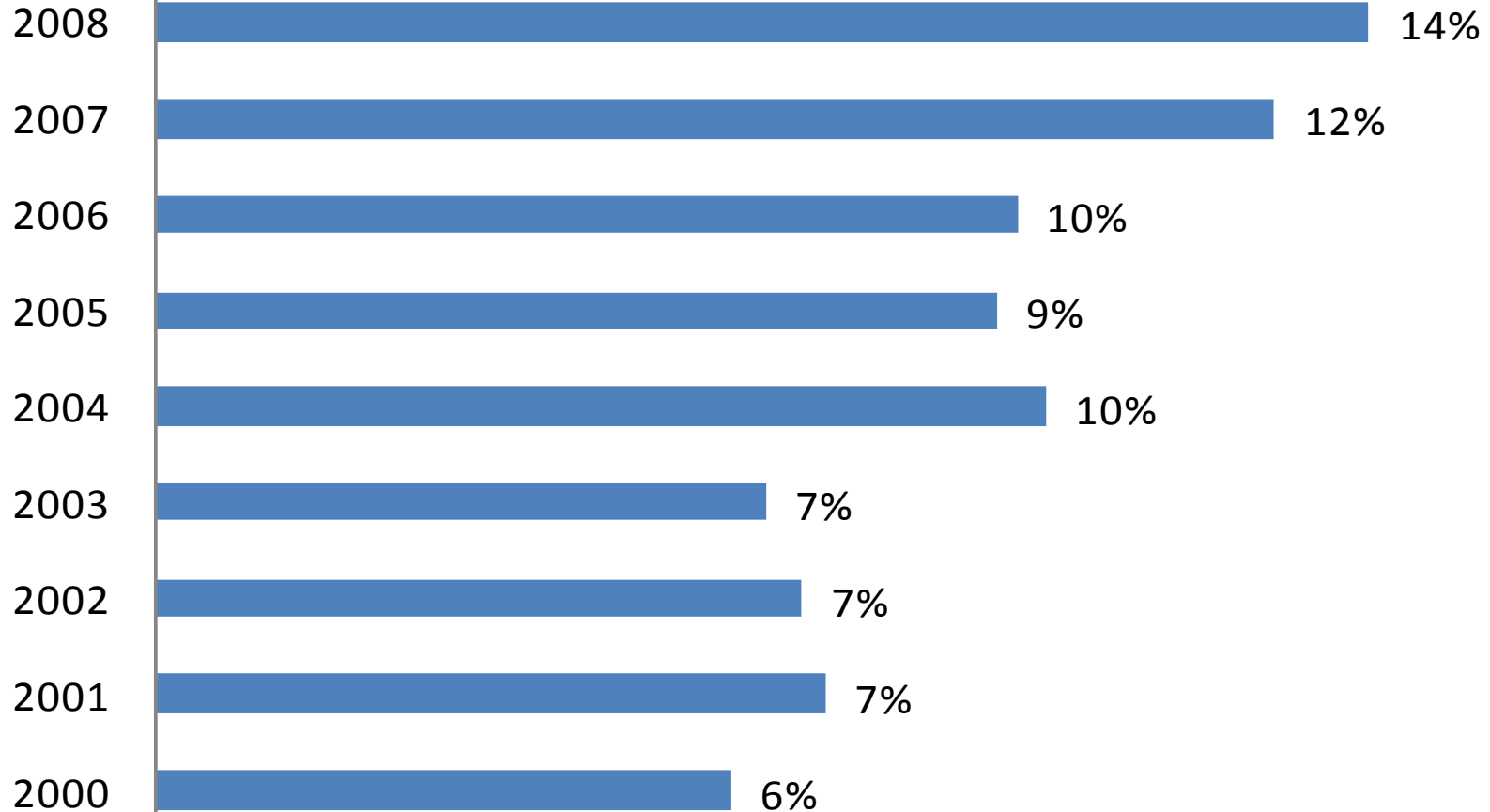
El cierre por parte de Venezuela de las importaciones de alimentos provenientes de Colombia - en particular carne, pollo, huevos y leche y sus derivados -, y de otros productos manufacturados como los químicos, materiales de construcción y el vestuario, ha provocado verticales caídas de sus precios en el mercado interno.



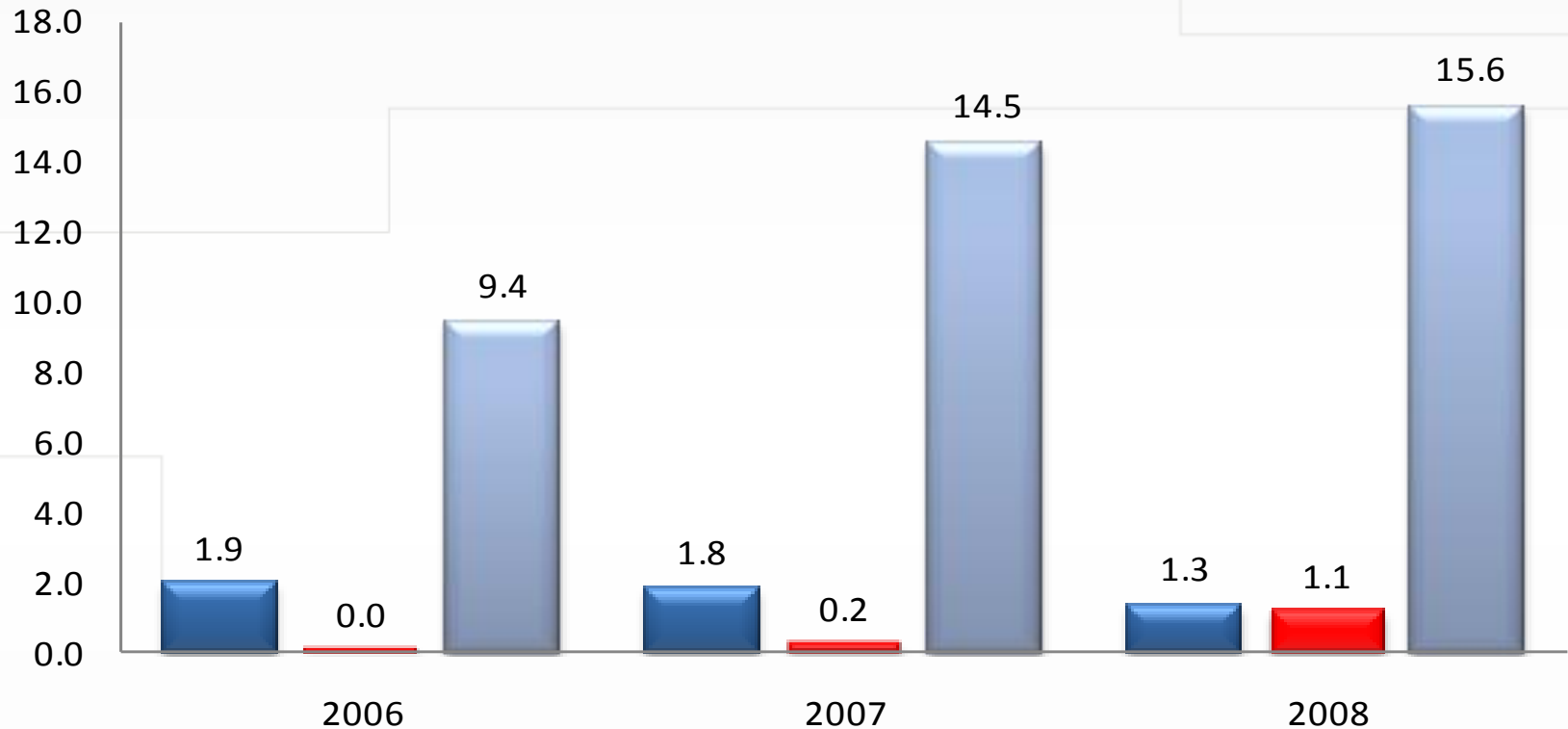
Importaciones de Venezuela 2000-2008: Colombia, su primer proveedor en la región



Participación de Colombia en las importaciones de Venezuela



Exportaciones colombianas a Venezuela % del PIB sectorial



■ AGROPECUARIO, SILVICULTURA, CAZA Y PESCA

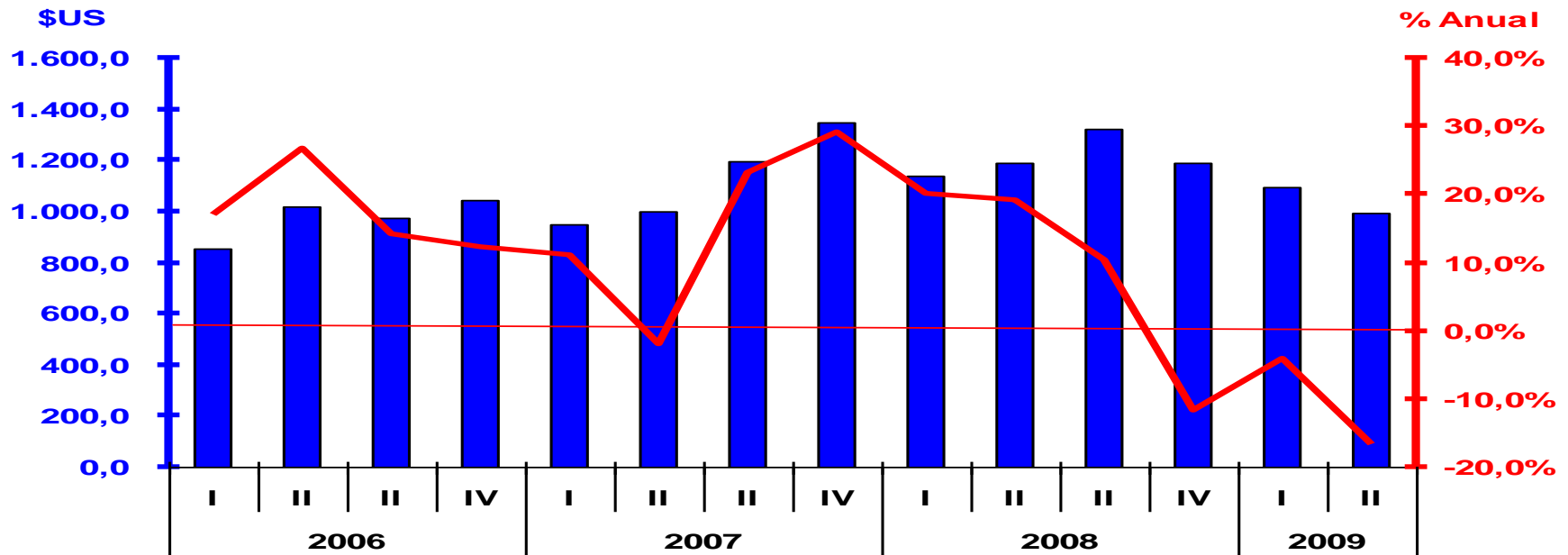
■ EXPLORACIÓN DE MINAS Y CANTERAS

■ INDUSTRIA MANUFACTURERA



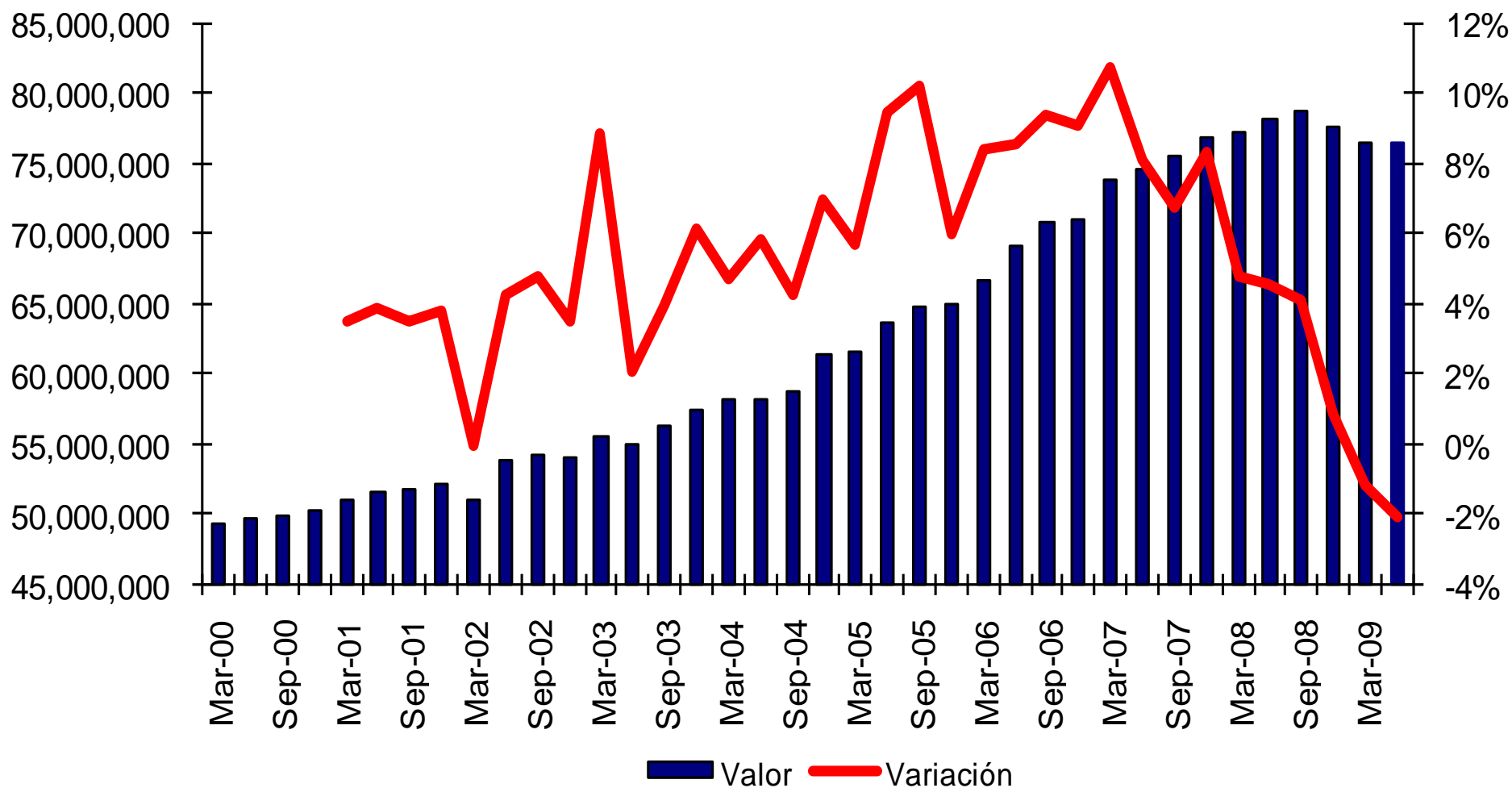
Otros choques. En lo corrido del año a Noviembre 20 las remesas iban cayendo 16% anual. La inversión extranjera directa (IED) caía 10% (de USD 7.640 mll a 6.838). Y la inversión financiera colombiana en el exterior (a través de portafolio y cuentas corrientes) crecía 92% (de USD 1.359 mll a 2.615)

**Ingresos de Remesas de Trabajadores
Dólares**



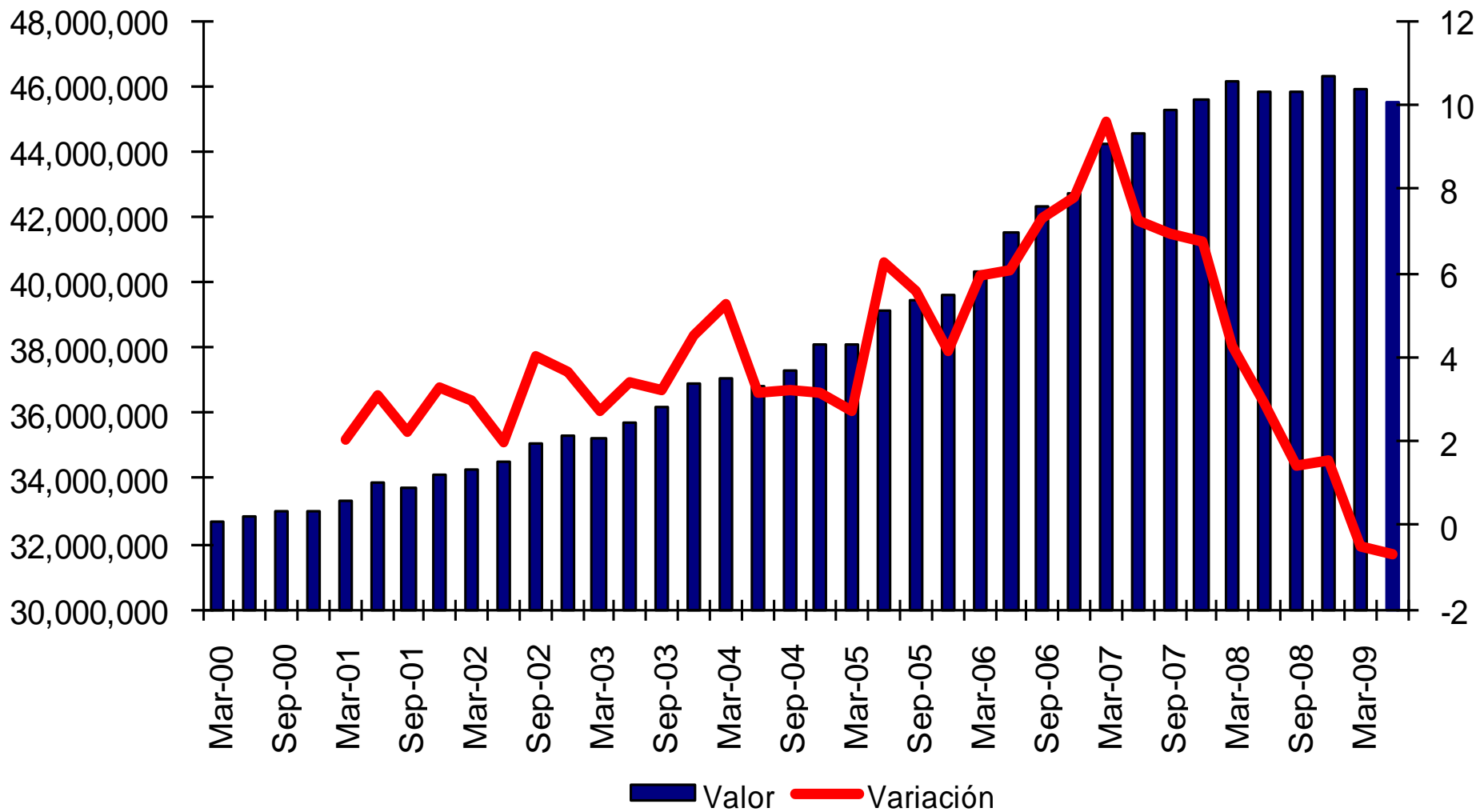
La demanda interna registró una caída de -2.1% en II trimestre/09, la más fuerte desde 1999

Demanda Interna



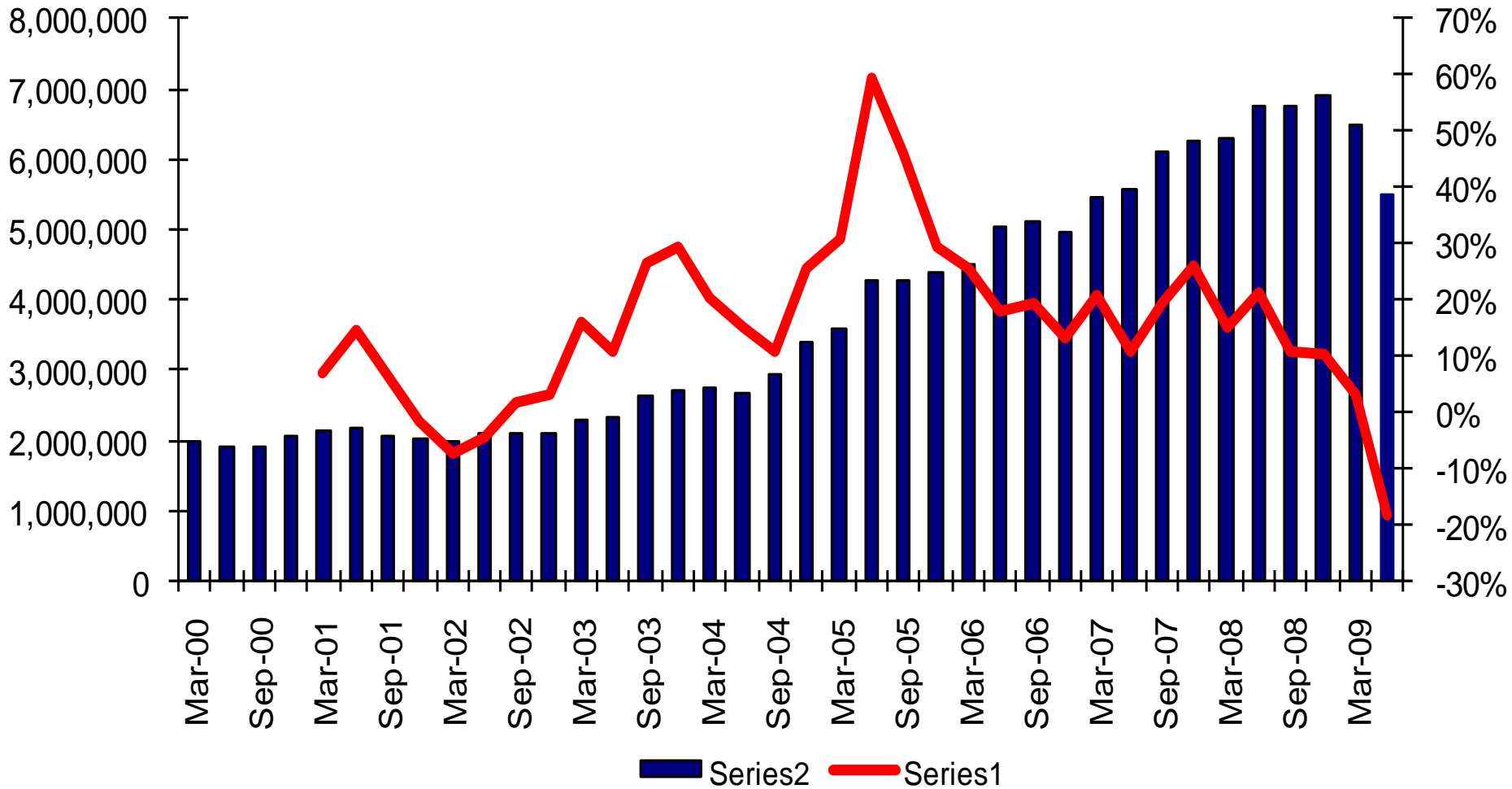
Se destaca la caída del consumo de los hogares: I trimestre – 0,5% y II trimestre -0.7%

Consumo Hogares



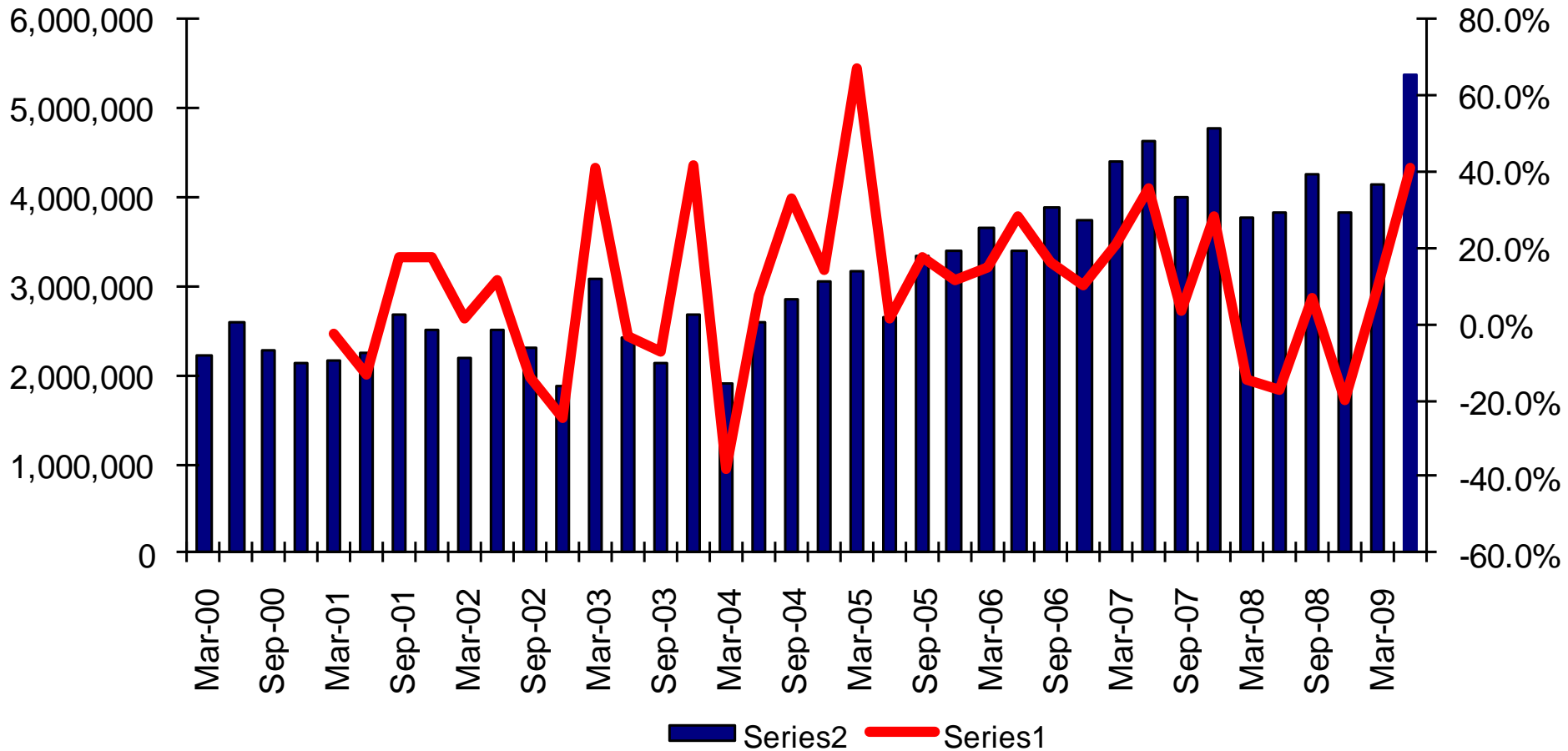
Y la caída de la inversión privada en maquinaria y equipo de -18,4%

FBKF MyE



En contraste, la inversión en obras civiles ha observado una recuperación muy importante: 40% en el II trimestre de 2009

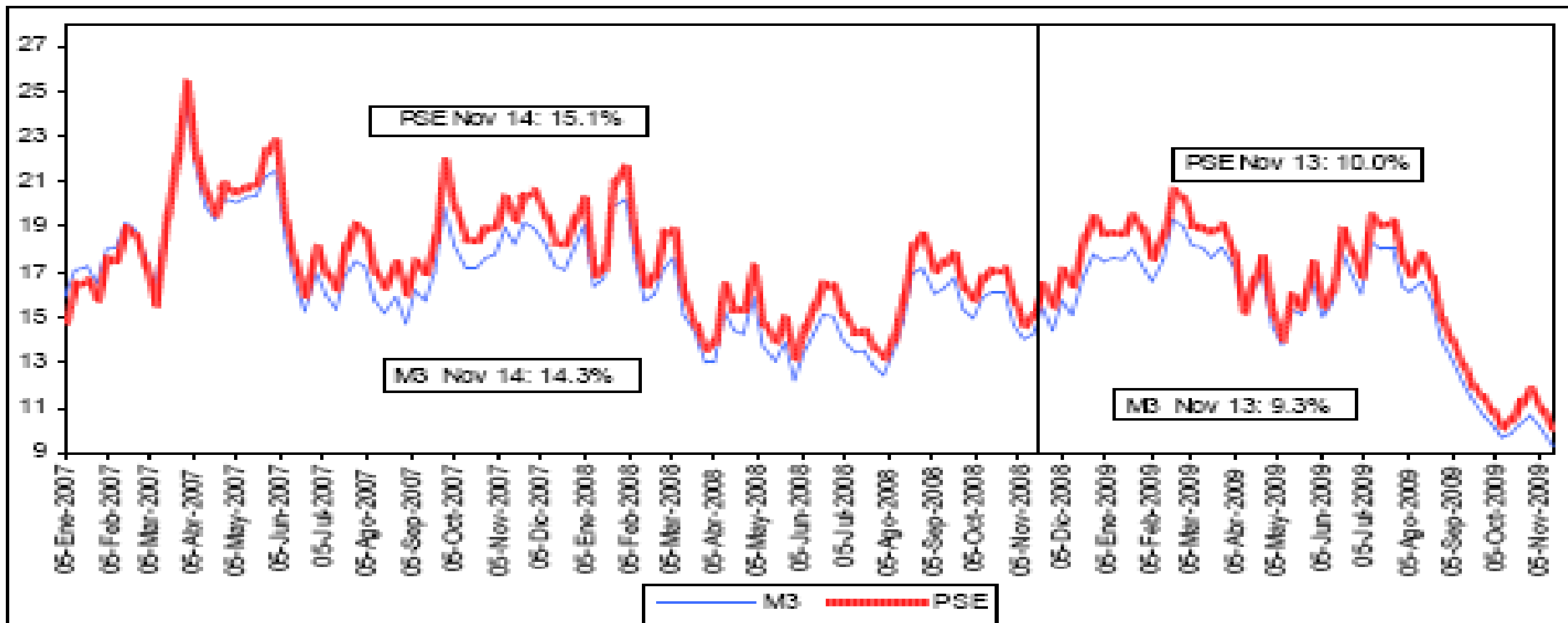
FBKF obras civiles



M3 creciendo sólo 8,5% anual a Noviembre 20 vs 17% tres meses atrás, por menor entrada neta de divisas (exportaciones, remesas, IED), y debido a desaceleración del crédito y al aumento de depósitos oficiales en el BR

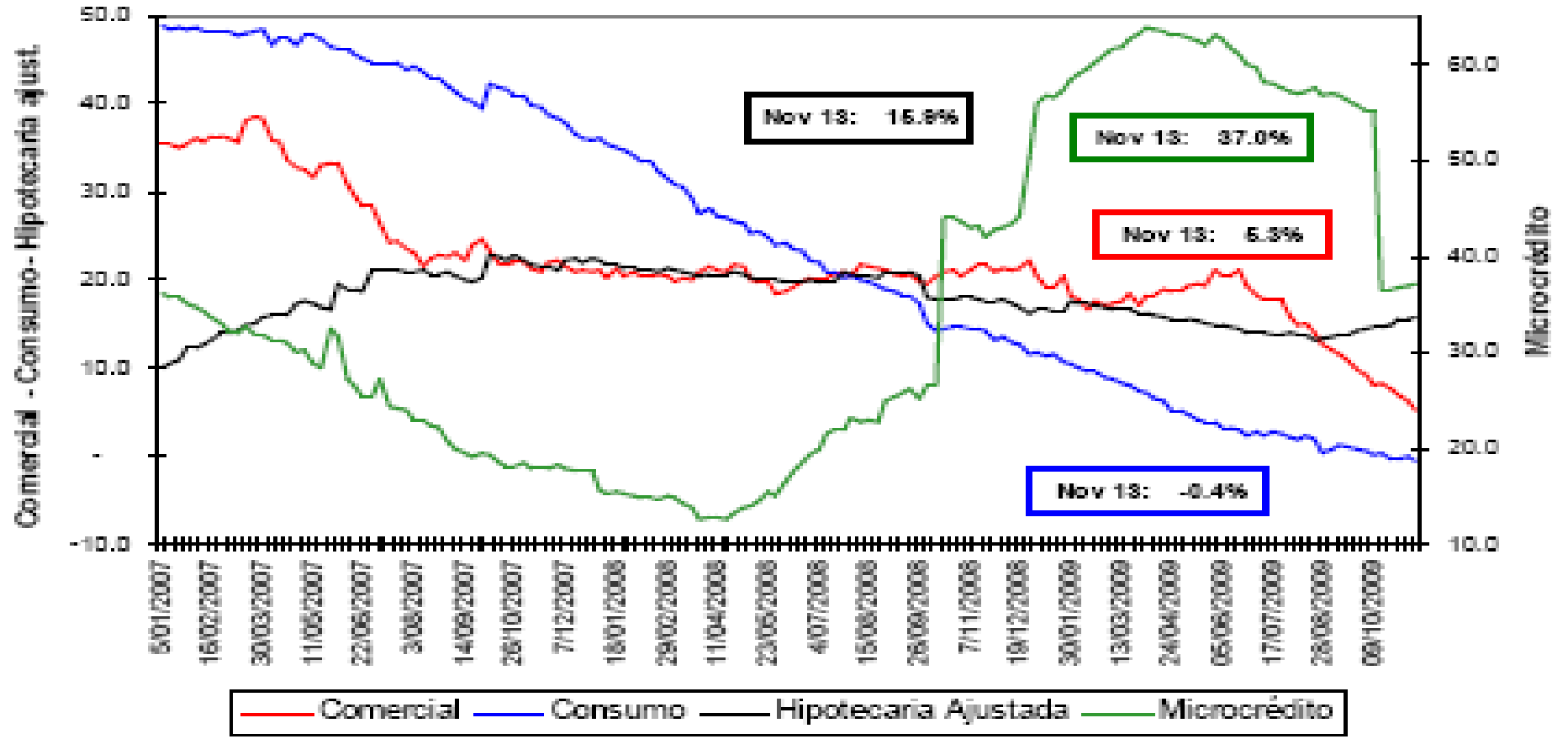
M3 Y PSE

Variaciones anuales (%) de datos semanales



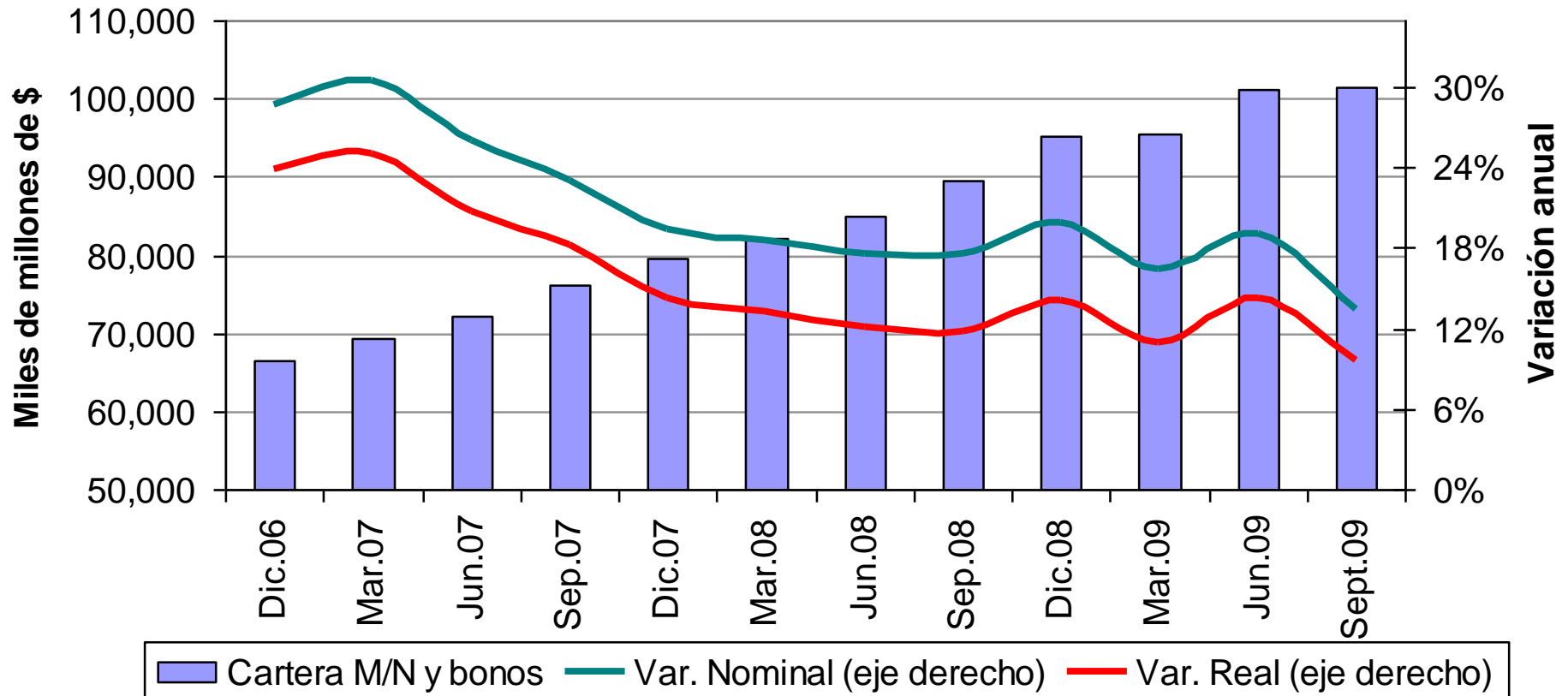
La desaceleración de la cartera (+2,2% anual) se ha concentrado en la extranjera (-40%) y la comercial: -5,3% anual a Nov 20 tras haber estado cerca del +18% entre ago/07 y julio/09

Cartera Bruta en Moneda Legal por modalidad de crédito *
Variaciones anuales (%) de datos semanales



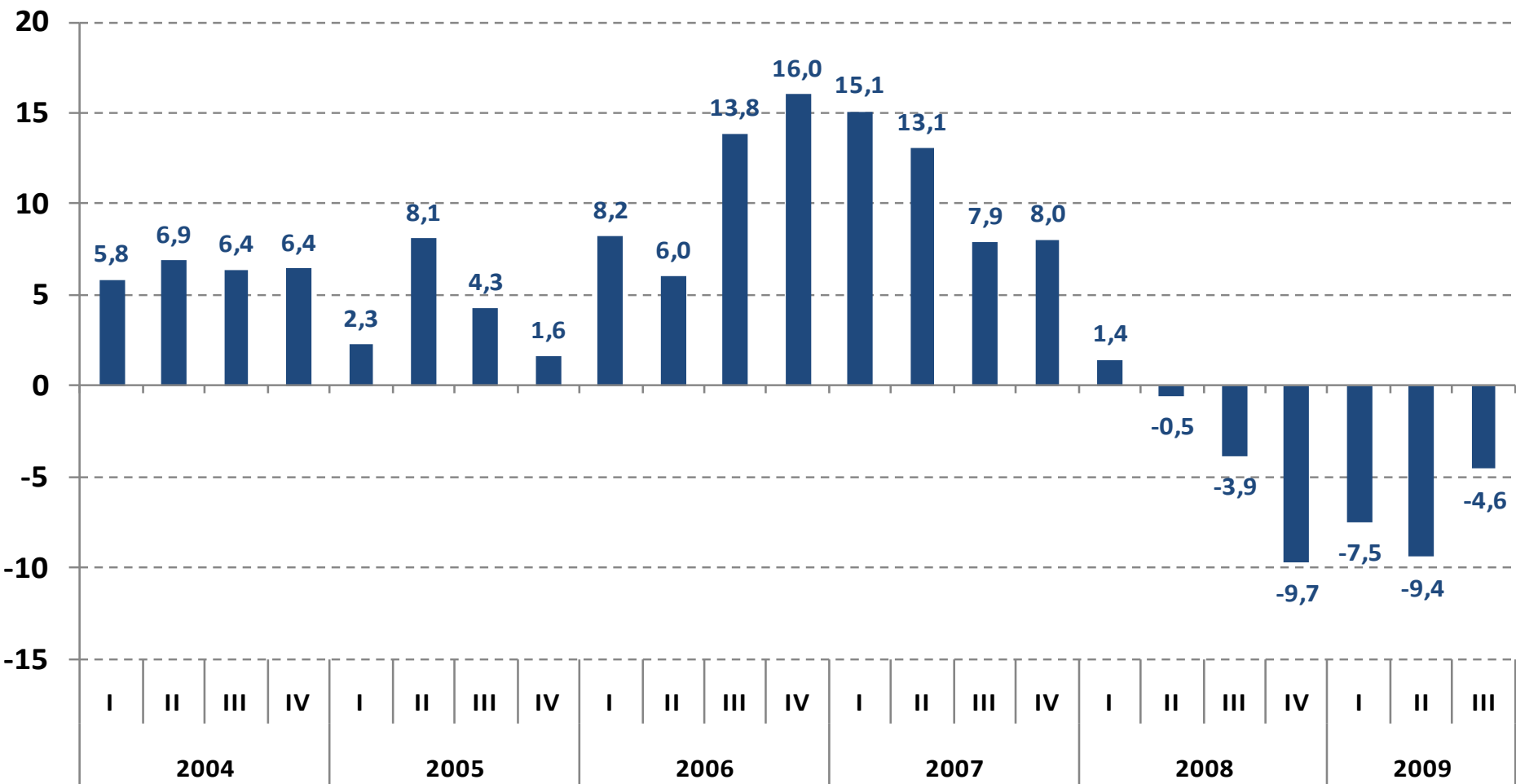
Sin embargo, al incluir las emisiones de bonos corporativos la desaceleración es mucho menor. Hasta Septiembre 13,4% nominal anual (9,5% real, deflactado por el IPC sin alimentos)

Cartera comercial M/N más bonos corporativos



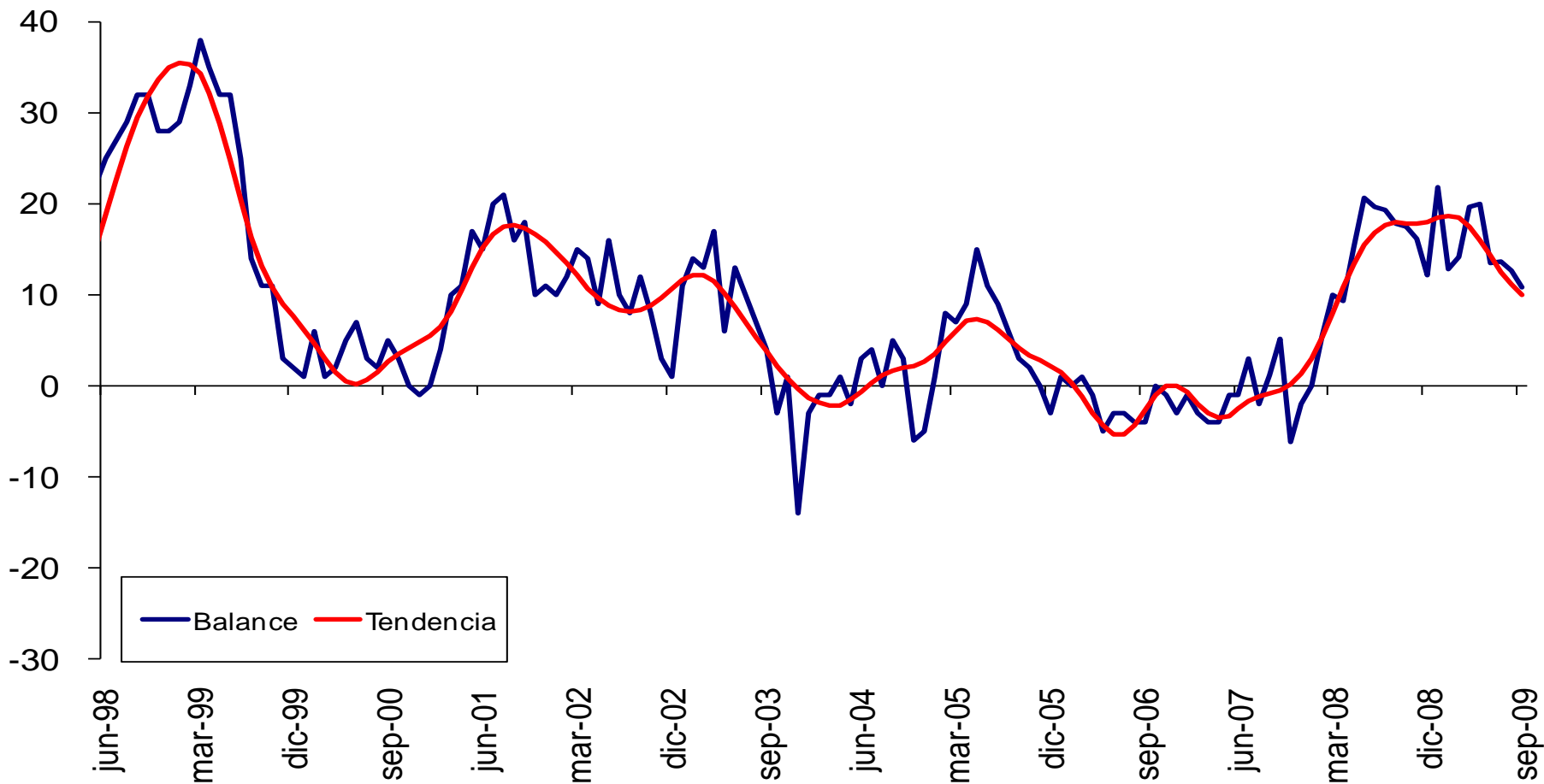
En el tercer trimestre la industria cayó -4.6% anual. En el primero y el segundo trimestre había caído -7.5% y -9.4% respectivamente

Crecimiento anual (%) del IPI por trimestres



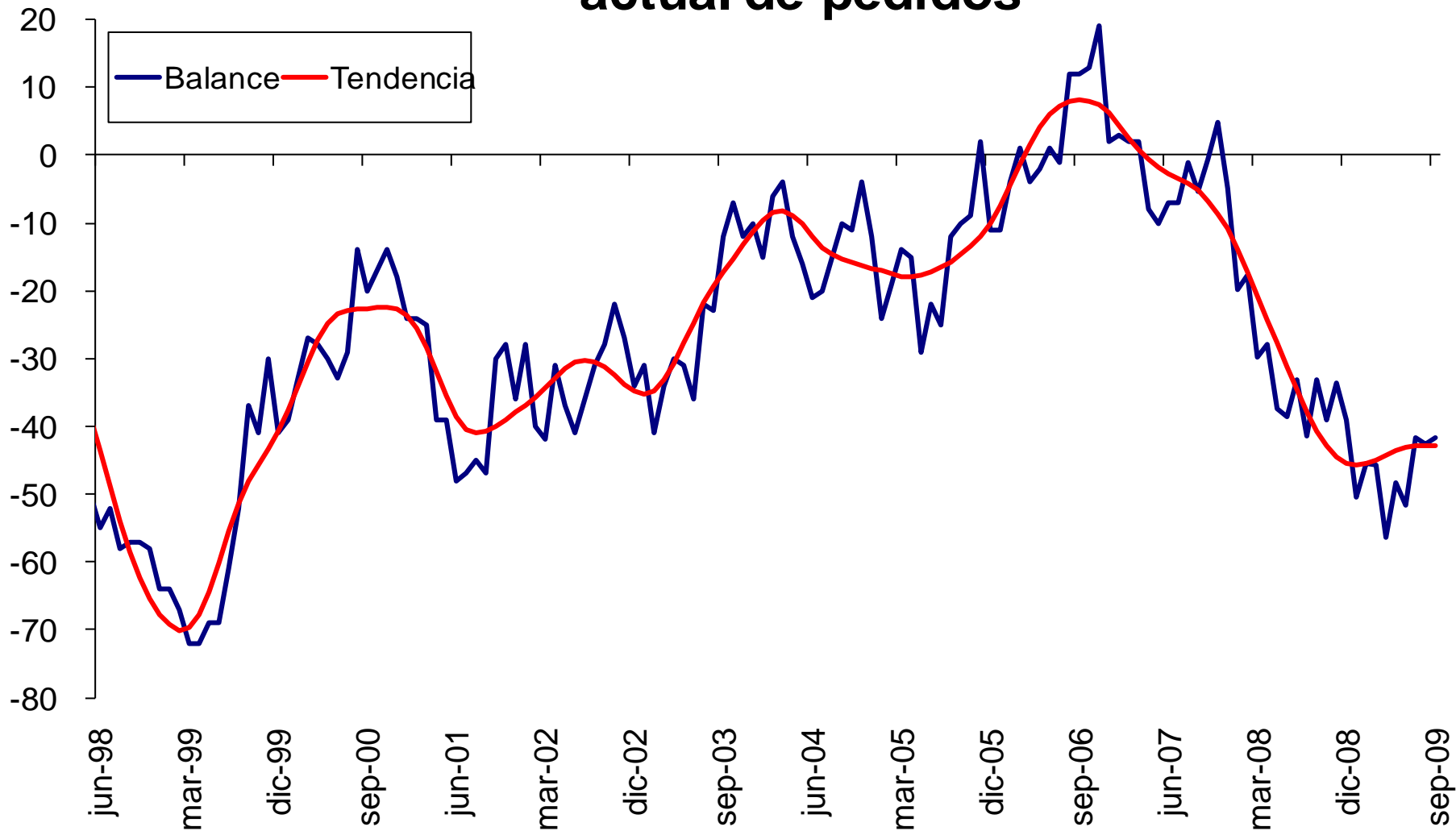
Sin embargo, después de incesante aumento y luego estancamiento, el nivel de existencias sigue mostrando un quiebre

Balance de la pregunta de EOE de existencias



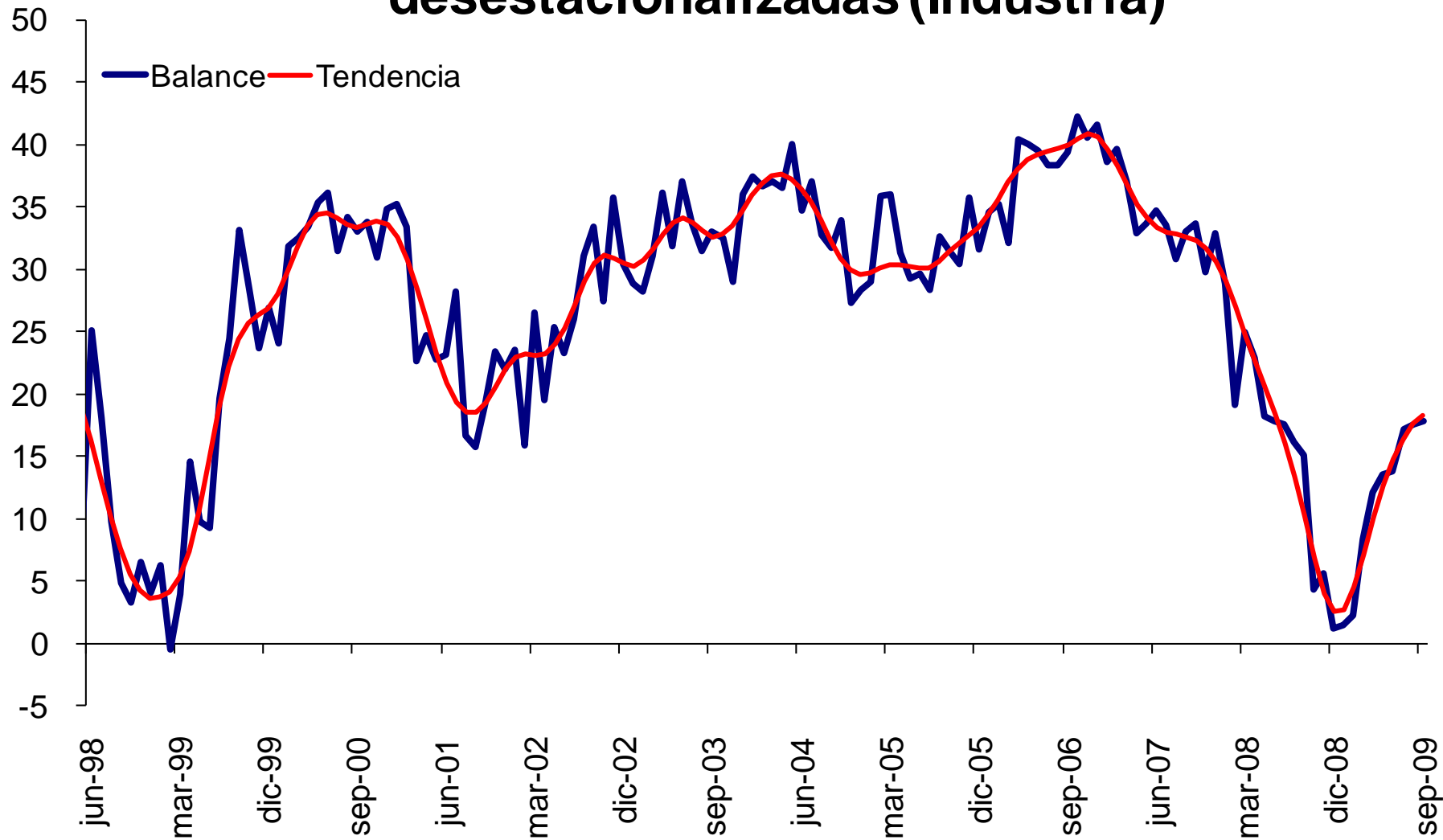
Mientras que la tendencia del nivel de pedidos parece comenzar a recuperarse ligeramente

Balance de la pregunta de EOE de volumen actual de pedidos



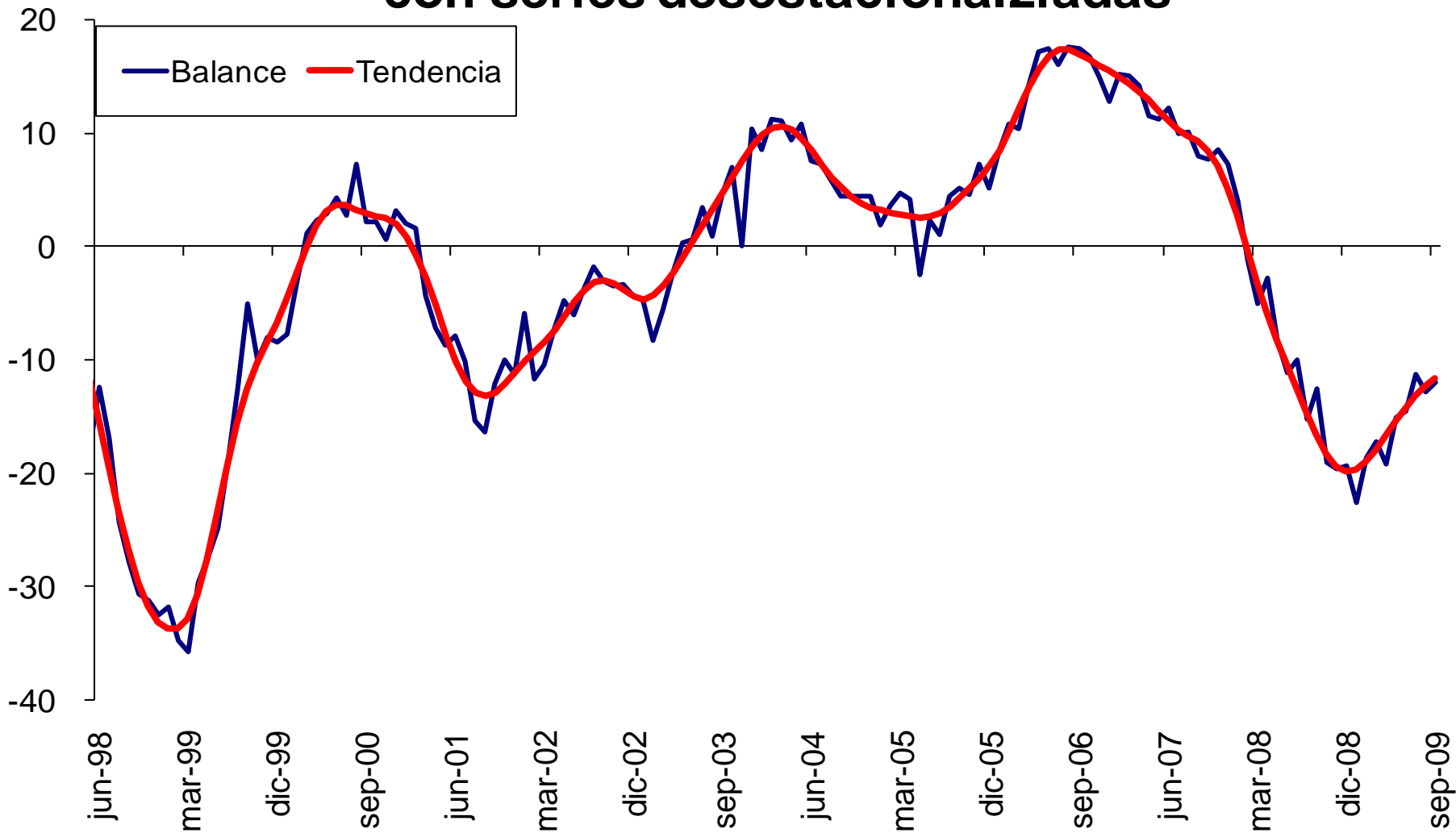
Las expectativas de producción a tres meses de los industriales siguieron recuperándose

Expectativas de producción en tres meses desestacionalizadas (Industria)



El índice de confianza de los industriales así mismo siguió mejorando

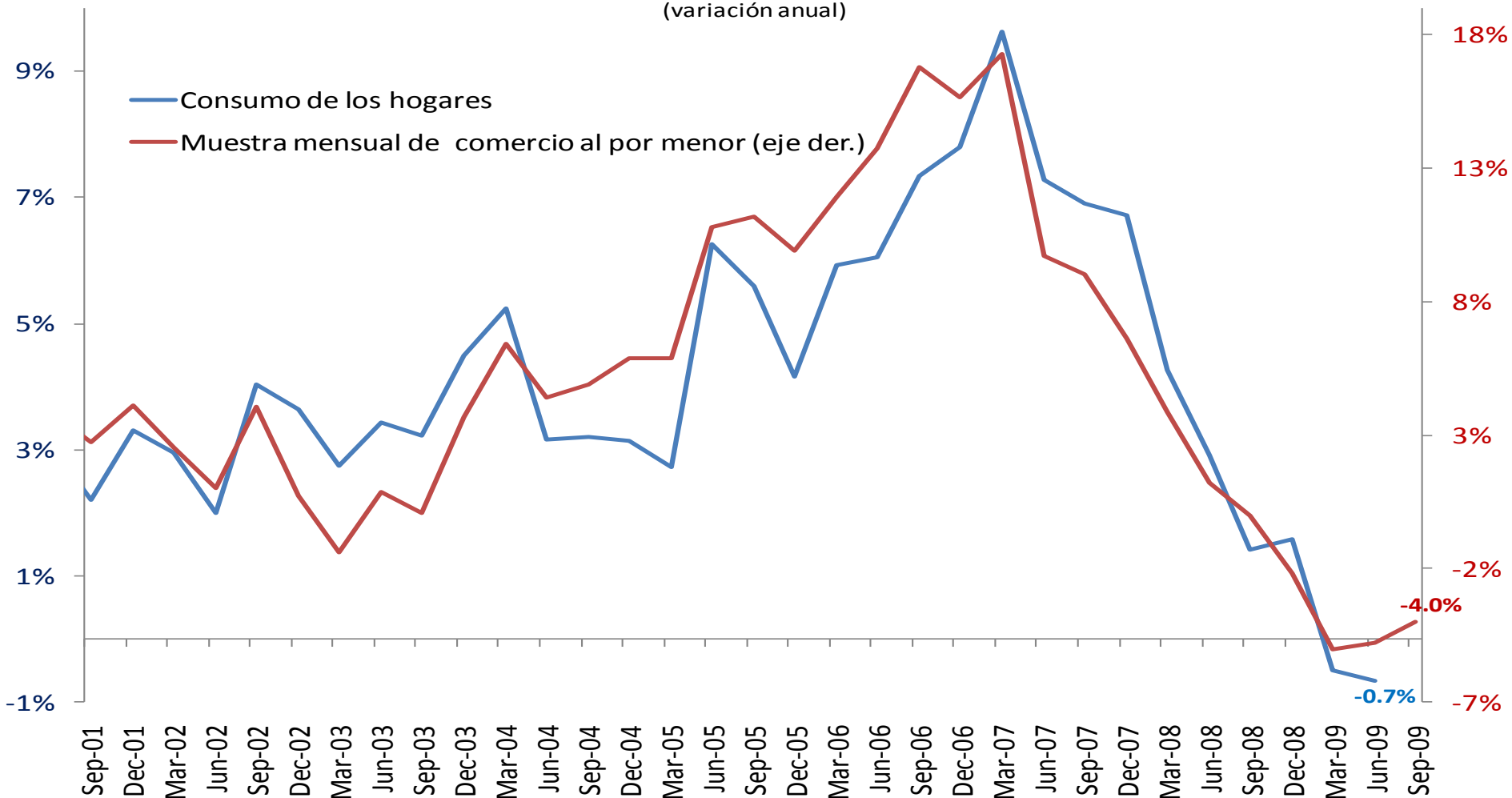
Balance del Índice de Confianza de la Industria con series desestacionalizadas



Las ventas reales del comercio al por menor se siguieron contrayendo, pero a menor ritmo que en el segundo trimestre

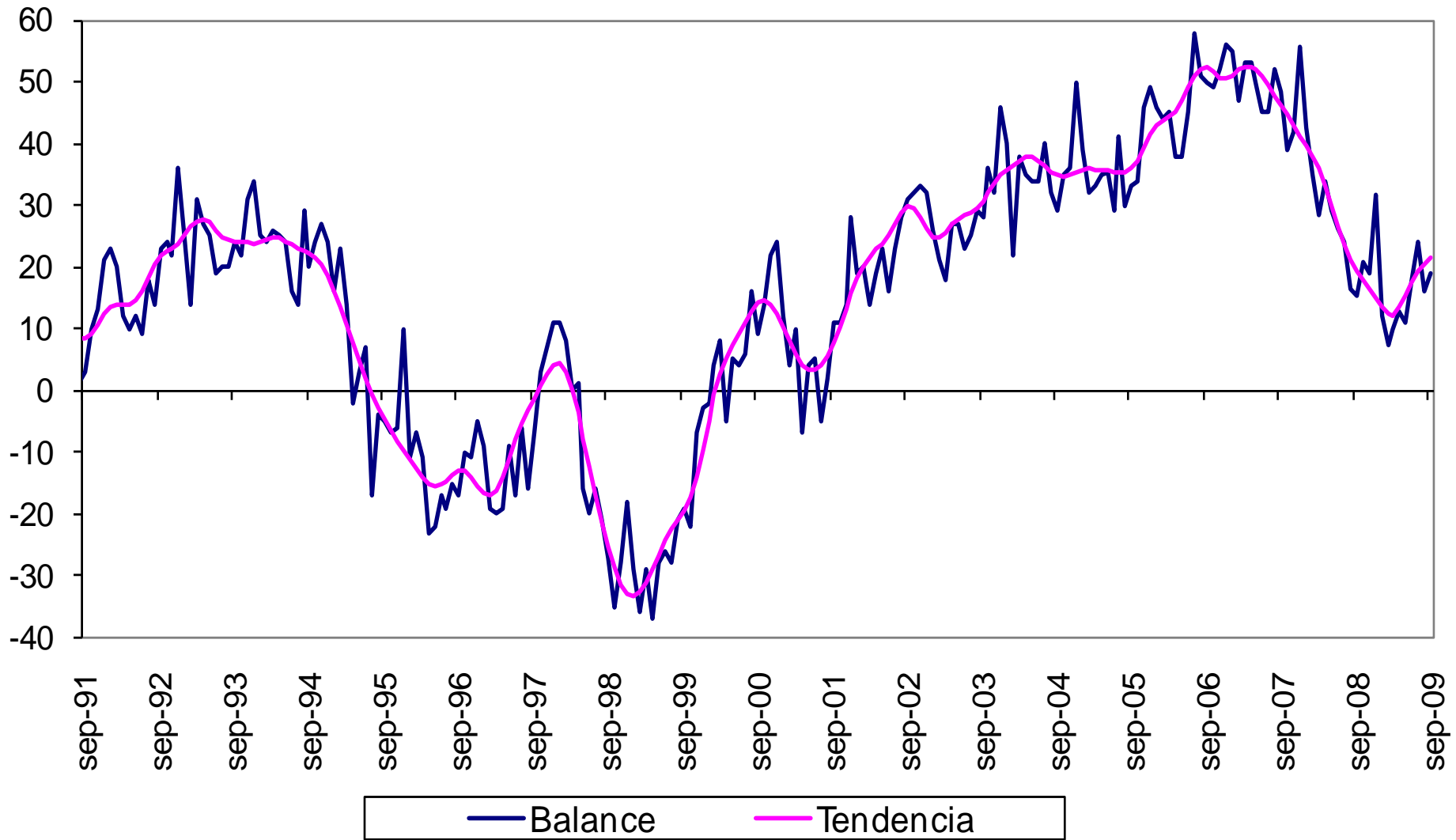
Ventas reales y consumo de los hogares

(variación anual)



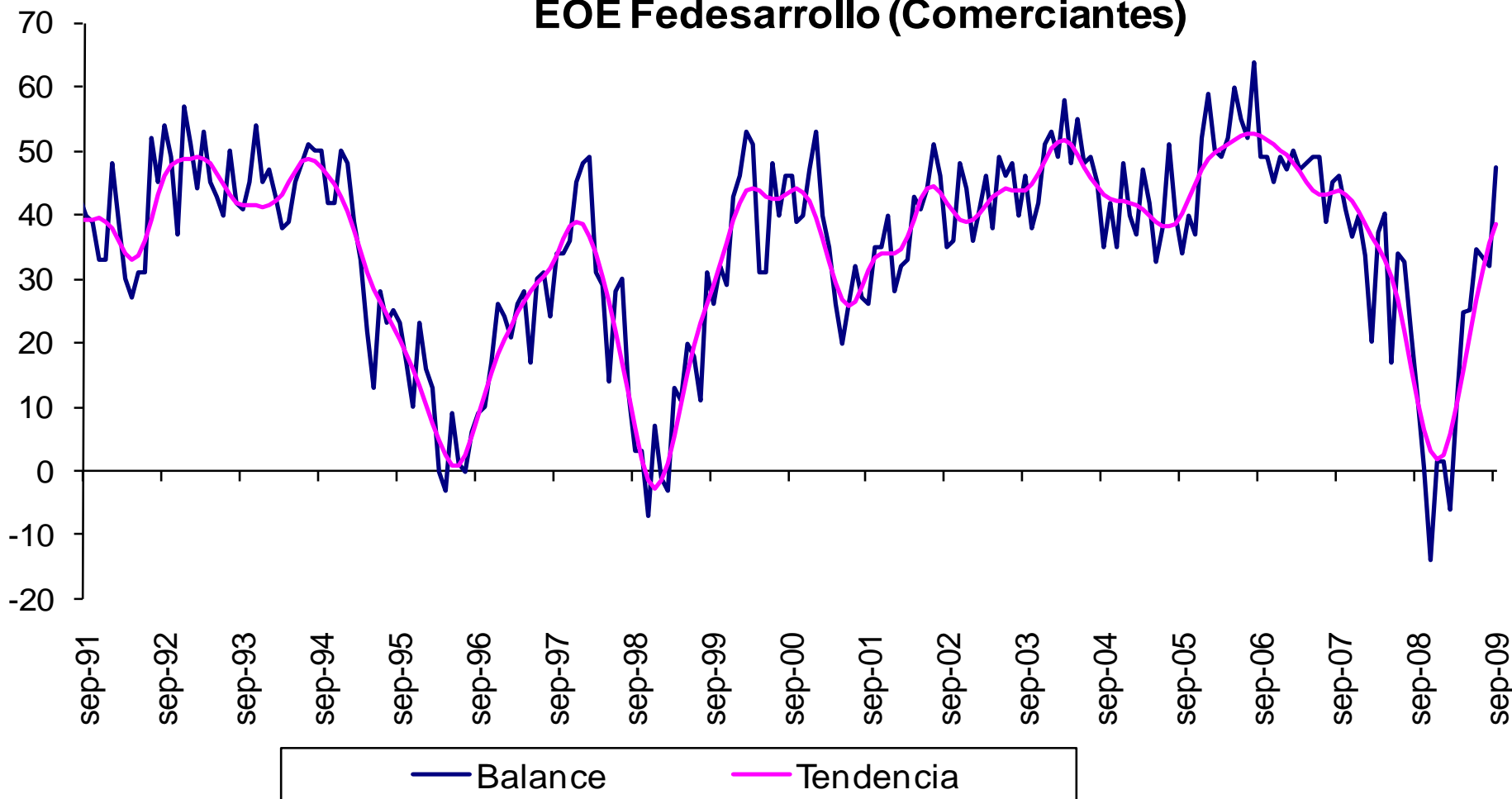
El índice de situación económica del comercio también ha mejorado

EOEC Situación económica actual (comerciantes)



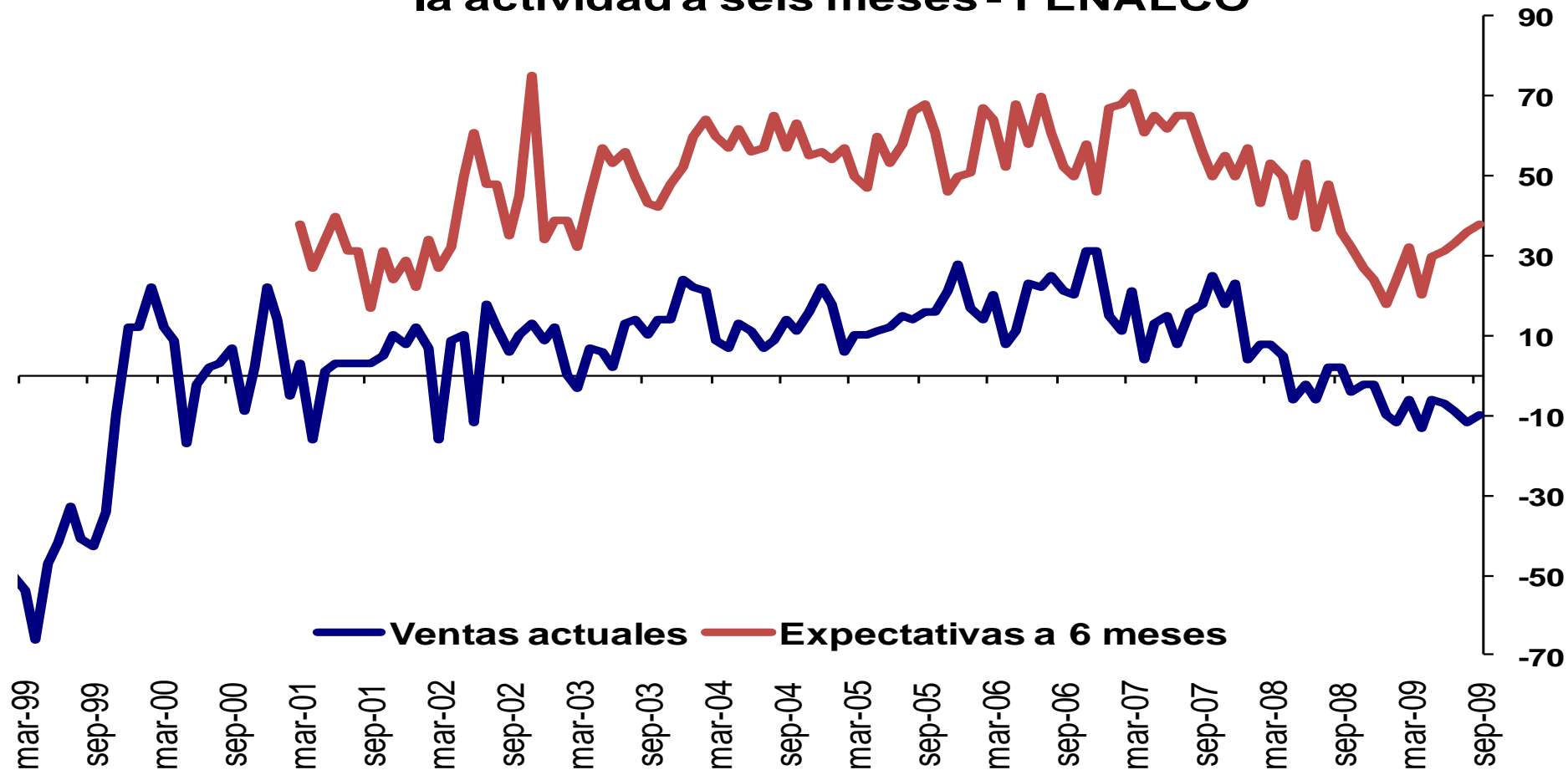
En tanto que el indicador sobre la situación esperada por los comerciantes en los próximos seis meses mejoró aún más

**Situación económica esperada en los próximos seis meses
EOE Fedesarrollo (Comerciantes)**

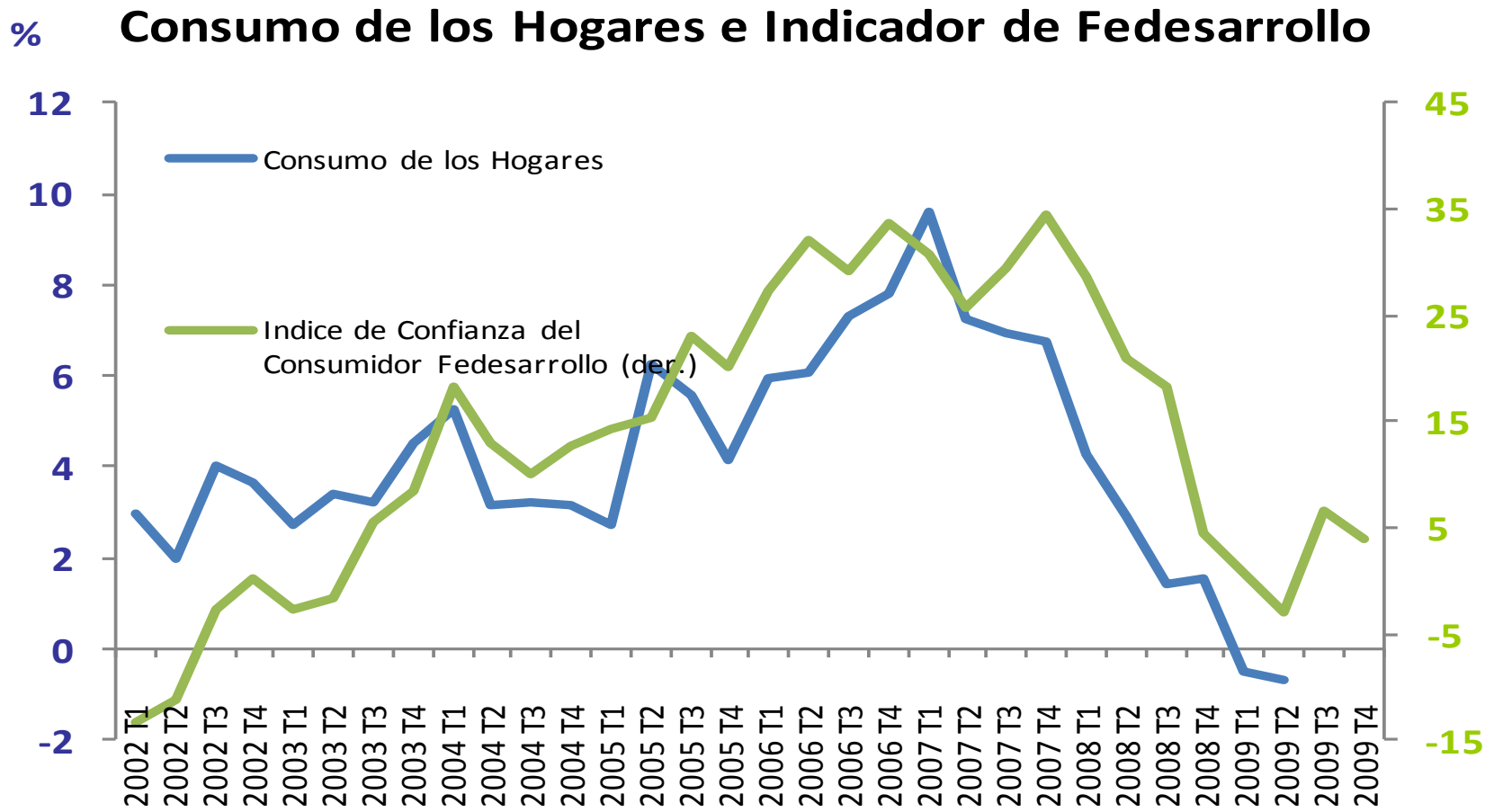


La encuesta de Fenalco sigue mostrando recuperación de las expectativas de ventas a 6 meses, a pesar de que las ventas en términos reales aún no han reaccionado

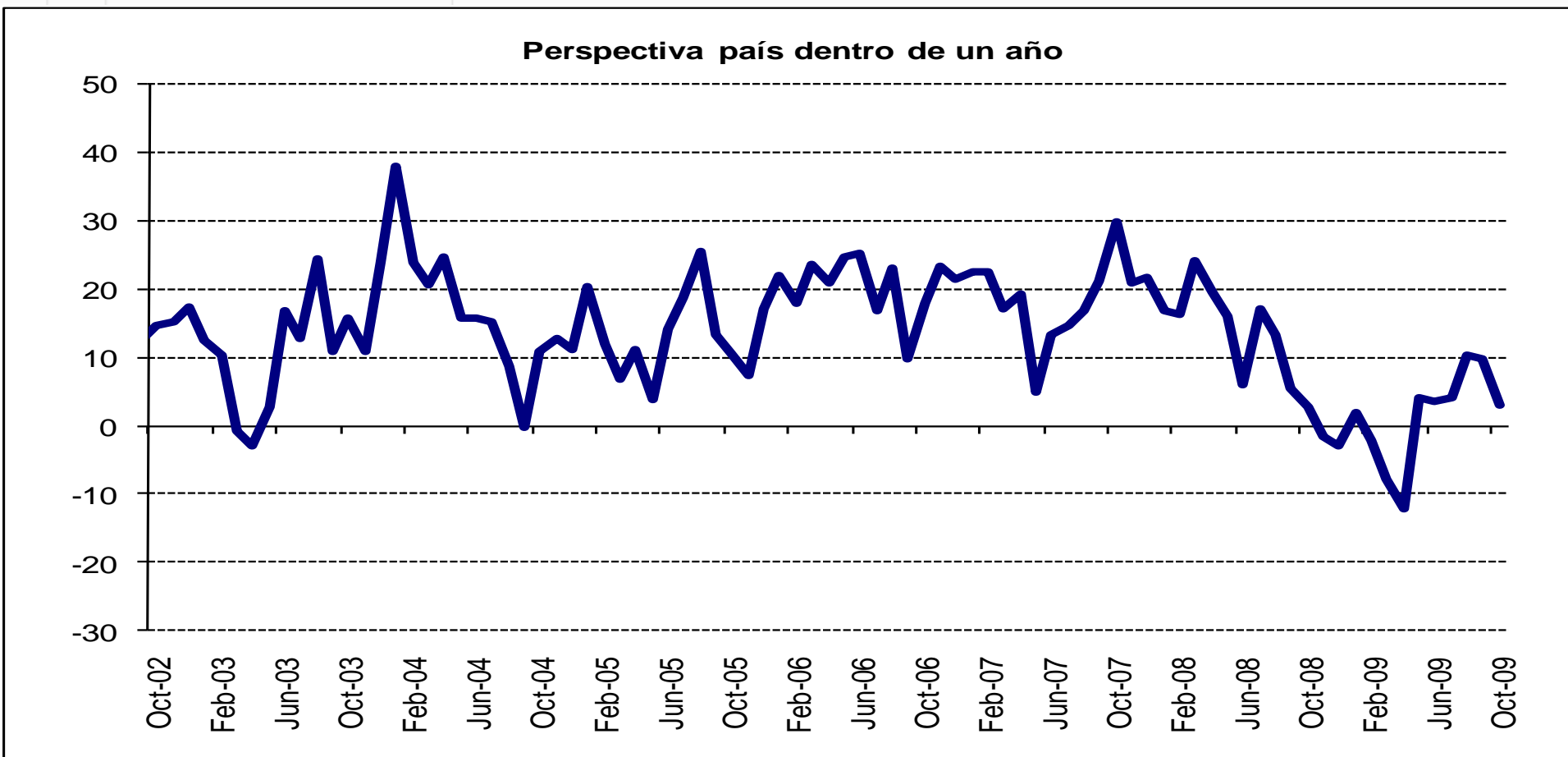
Balance de la situación de las ventas y expectativas de la actividad a seis meses - FENALCO



El Índice de Confianza del Consumidor, tras una senda de recuperación, en septiembre y octubre se 'reversó'. La crisis venezolana y la incertidumbre política podrían estar incidiendo

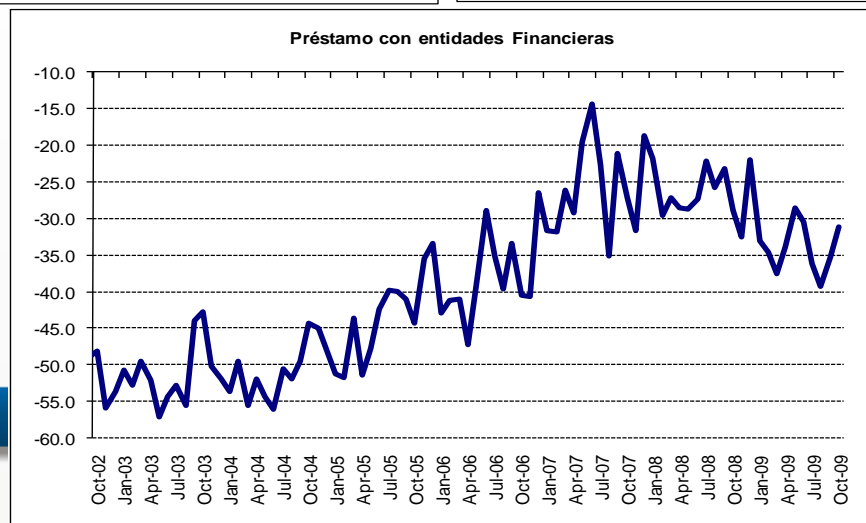
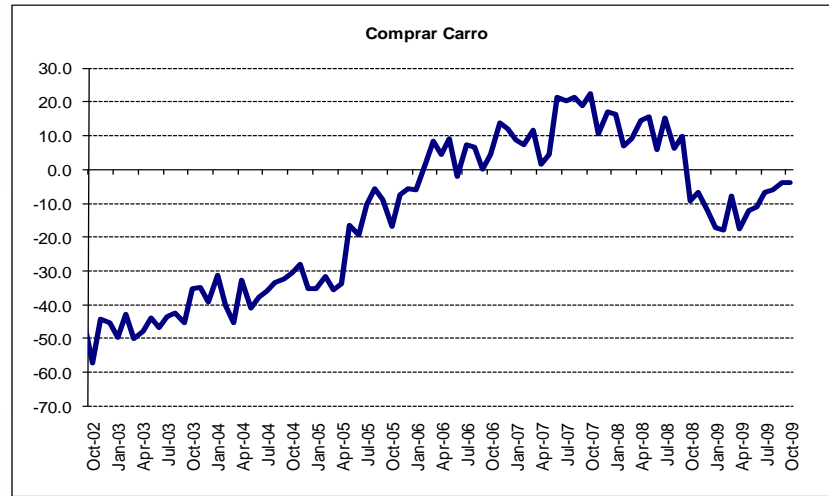
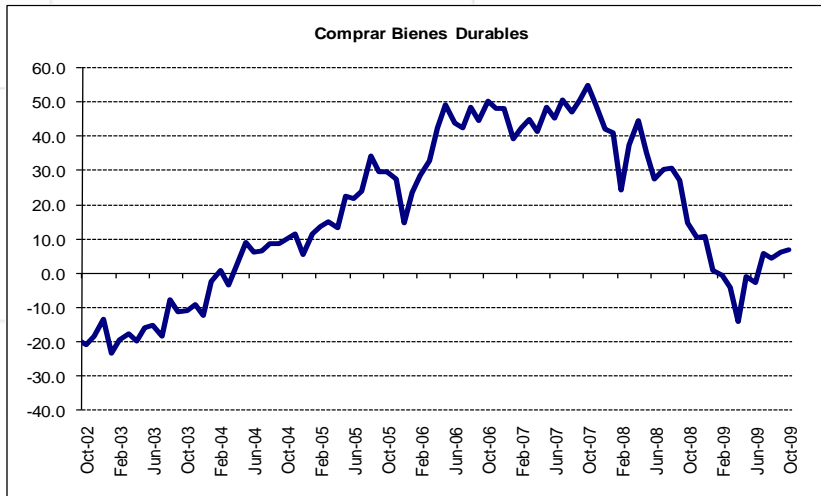


Lo cual podría estar recogido en la variable que más cayó en octubre: la percepción sobre las condiciones económicas del país dentro de un año



¿Cree usted que las condiciones económicas del país estarán mejores o peores dentro de un año que hoy en día? (balance)

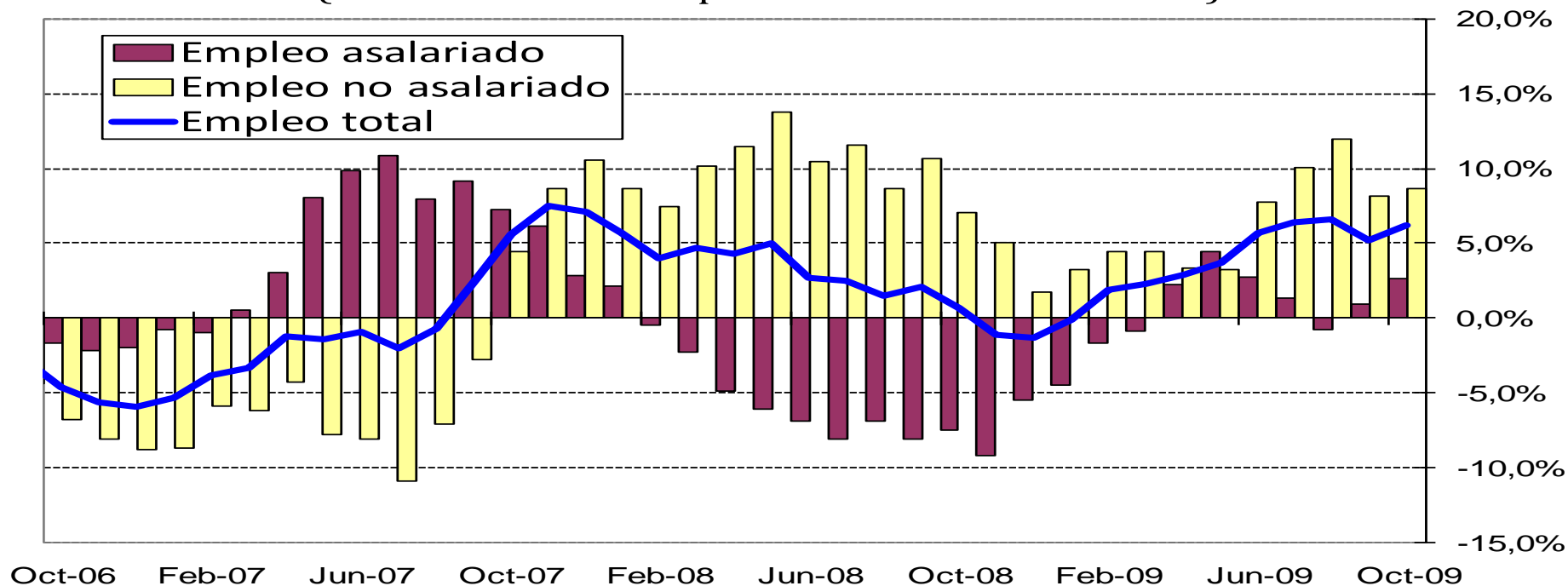
A pesar de ello, los indicadores sobre compra de bienes durables y de carro mostraron por quinto mes consecutivo crecimiento positivo. La disposición a endeudarse aumentó por segundo mes consecutivo



La creación de empleo formal asalariado continuó marchitándose. En tanto que la creación de empleo no asalariado (principalmente 'cuenta propia' o informales) siguió acelerándose. Lo cual implica desmejoramiento de su calidad

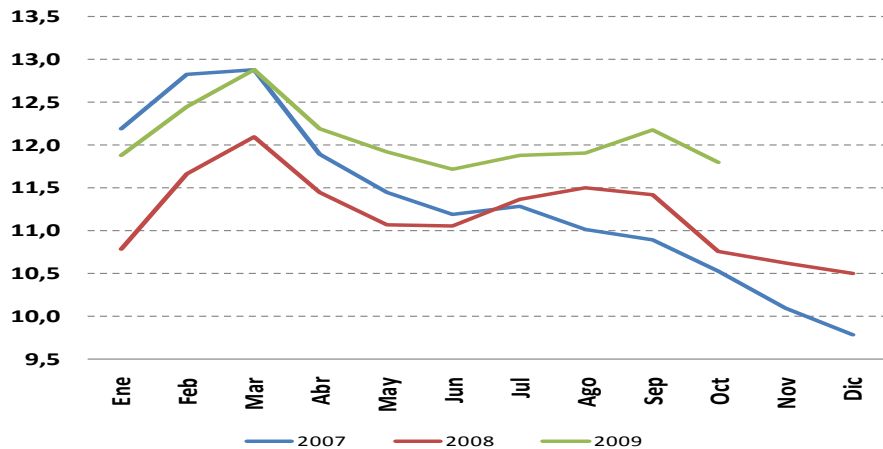
Creación de Empleo

(TOTAL NACIONAL- promedio móvil de orden 3)

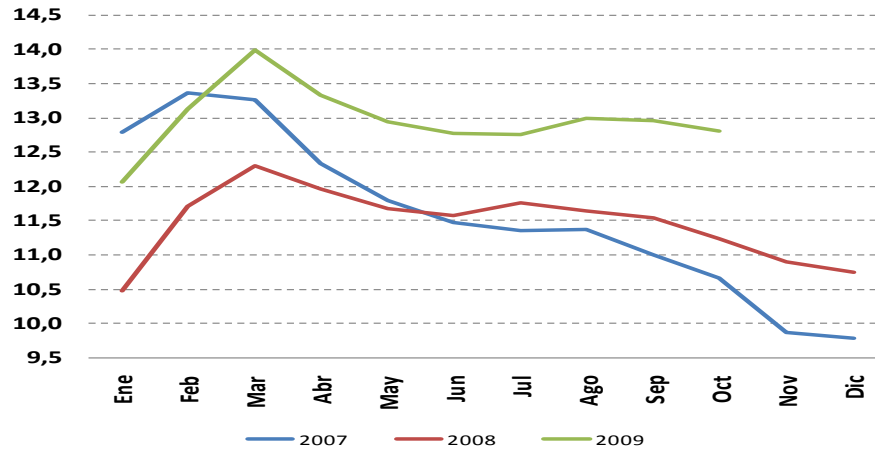


La TD en alza desde julio/08. Incremento de la TGP se explica principalmente por aumento de la misma pobreza: *todos en la familia al 'rebusque'*

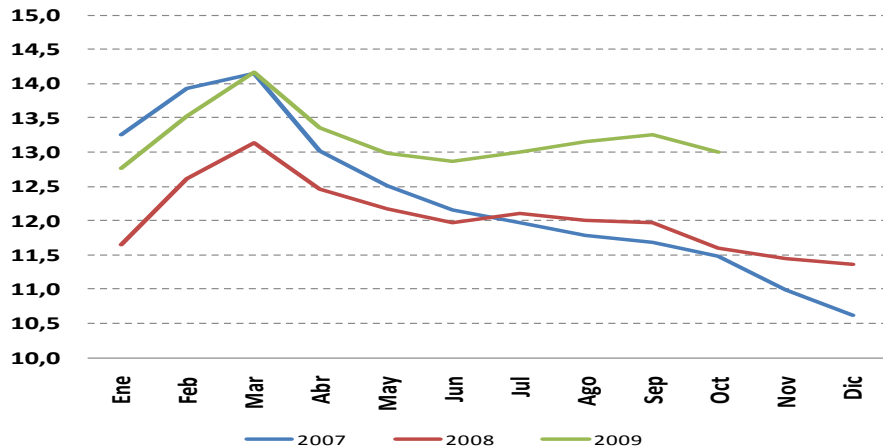
Tasa de Desempleo
(Total Nacional)



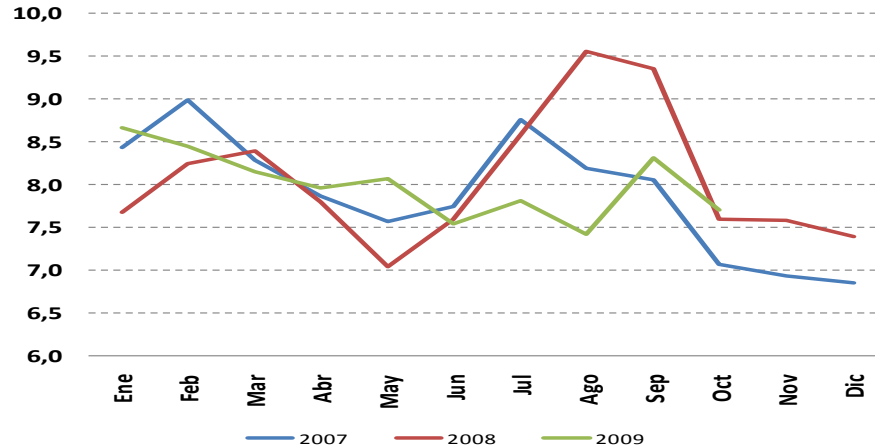
Tasa de Desempleo
(13 Áreas)



Tasa de Desempleo
(Cabeceras)



Tasa de Desempleo
(Área Rural)

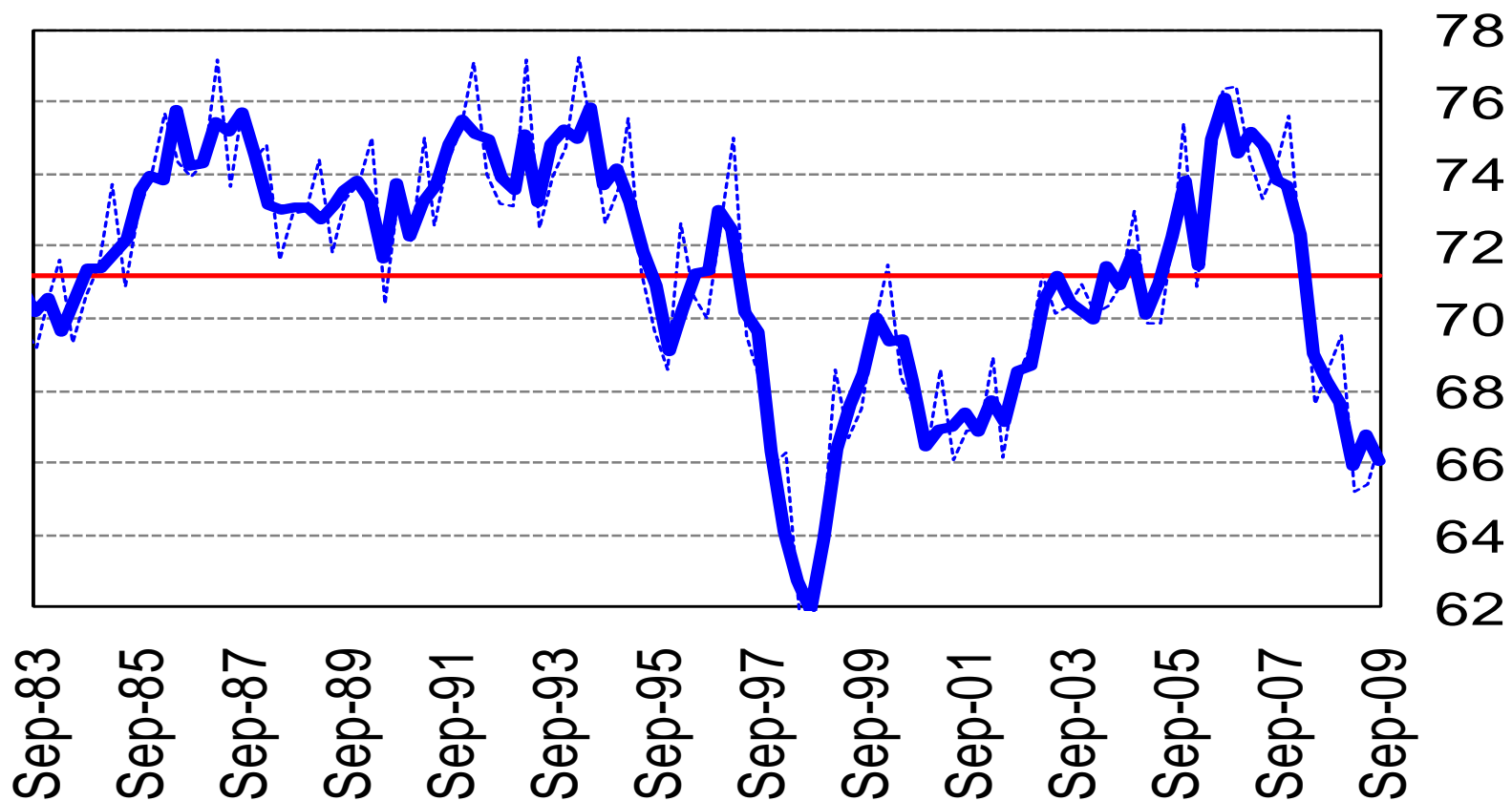


Mi personal pronóstico desde el inicio del año: en 2009 el PIB crecerá entre 0 y -1,5%. En 2010 entre +2% y +3%. Y sólo en 2011 comenzaría a cerrarse en firme la brecha del producto y a ceder el desempleo. Pero a fin de lograrlo habría que mantener la fase expansiva de la política monetaria, es decir sin alzas de la tasa de interés, al menos durante el próximo año

	2008	2009		
		Pesimista	Base	Optimista
Consumo de los hogares	2.5	-1.5	0.1	0.7
Consumo público	1.3	0.5	1.1	1.4
Inversión total	7.7	-5.0	-2.7	-1.9
Inversión privada	11.1	-11.0	-9.2	-8.0
Inversión pública	-11.8	15.0	18.9	18.9
Exportaciones	6.9	-5.5	-3.8	-1.0
Importaciones	9.8	-6.5	-3.3	-1.3
PIB	2.4	-1.5	-0.3	0.5

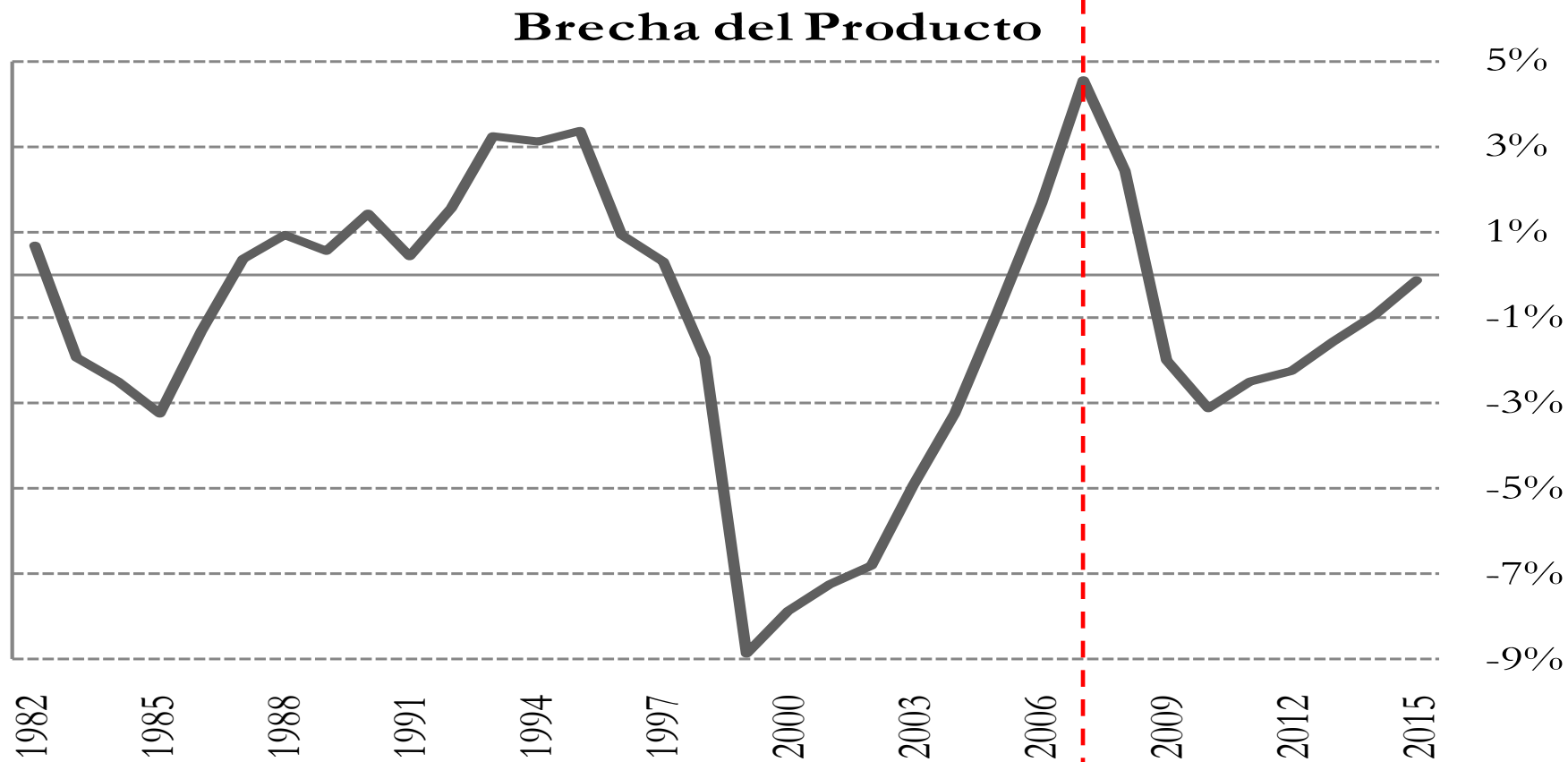
La utilización de la capacidad instalada como 'proxy' de la brecha del producto

Utilización de Capacidad Instalada



Fuente: Fedesarrollo

El nivel actual y la proyección de la brecha reafirman la urgencia de mantener inalterada la actual fase expansiva de la política monetaria durante un lapso prolongado a fin de poder reactivar de manera sostenida la economía



Pronóstico para 2010

	2010		
	Pesimista	Base	Optimista
Consumo de los hogares	4.7	4.2	5.5
Consumo público	2.4	2.4	2.4
Inversión total	-1.0	2.4	6.0
Inversión privada	-5.0	-0.1	5.0
Inversión pública	9.4	9.4	9.4
Exportaciones	-1.1	1.2	4.3
Importaciones	4.4	5.4	9.6
PIB	2.1	2.6	3.8

V. ALGUNAS LECCIONES DE LA CRISIS 2007/09



Lección 1: metas de inflación 'núcleo'

- Las metas del BC se deben formular en términos de la 'inflación núcleo'. O sea sin precios de alimentos ni de combustibles.
- Ello con el fin de evitar:
 - (a) Que su política se desvíe de su función sobre-reaccionando ante choques externos de precios, ajenos a la dinámica de la demanda interna
 - (b) Que al sobre-reaccionar, termine lesionando la estabilidad de los sectores reales de la economía y colocando en peligro el empleo

Lección 2: macroregulación contracíclica al BC

Aparte de tasas y encajes, el BC debe fijarle al sector financiero: (a) requerimientos mínimos de liquidez y capital; (b) provisiones ordinarias y contracíclicas; (c) límites al apalancamiento; y (d) criterios sobre manejo de riesgos y diversificación de portafolios de inversión. Para:

- (a) Prevenir excesos de las innovaciones financieras y crediticias
- (b) Contrarrestar la formación y explosión de burbujas especulativas de activos
- (c) Proteger al consumidor de servicios financ.

Lección 3: la tesis del p. Nobel Krugman (y otros)

- Los inversionistas no responden a la teoría del 'mercado eficiente'. En el mundo real priman las falsas ilusiones y las locuras colectivas sobre la racionalidad. Y aquellos suelen estar atrapados por 'comportamientos de manada', ataques de 'exuberancia irracional' y pánicos injustificados.
- Si fuéramos racionales y los mercados eficientes y perfectos, el desempleo sería voluntario y las recesiones naturales y por tanto deseables.
- Hay que admitir que la economía Keynesiana sigue siendo el mejor marco para entender y tratar las recesiones y las depresiones.

Lección 4: política monetaria anticipatoria y contracíclica

La clave de una buena política monetaria, de naturaleza genuinamente contracíclica, yace en la capacidad de anticipación que tengan sus autoridades. Sólo reaccionar, o actuar tardíamente, no sirve de nada.

Gracias

