



INFLACIÓN, CRISIS Y ESTADO DE LA ECONOMÍA

MARTES DE LA ANDI

Medellín, Junio 23 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. El dominio de los alimentos sobre la inflación
- II. El mundo rico en su laberinto
- III. Los pronósticos
- IV. Nuestra economía



I. EL DOMINIO DE LOS ALIMENTOS SOBRE LA INFLACIÓN



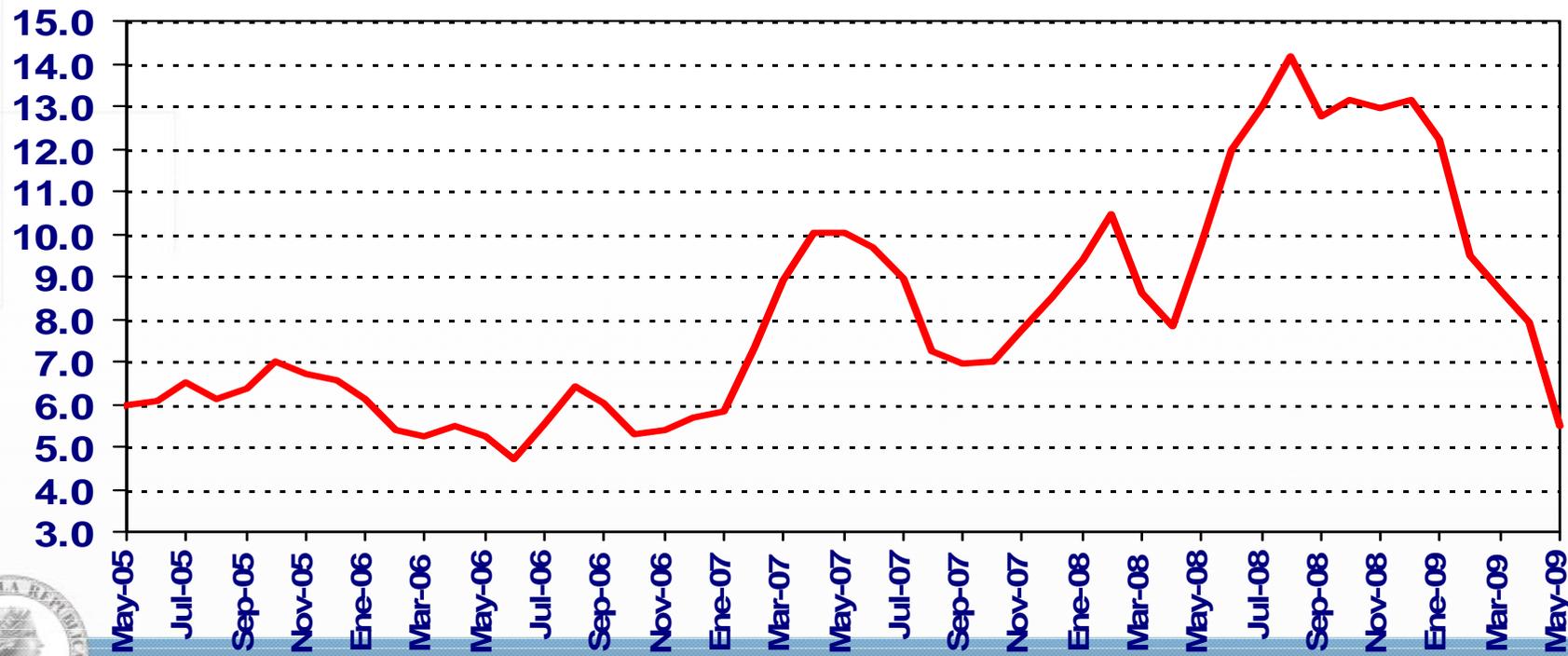
La inflación cayó en Mayo por séptimo mes consecutivo, situándose de nuevo dentro del rango-meta (4,5%-5,5%). La de transables sin alimentos ni regulados igualmente cayendo. La inflación total en 2009 terminará por debajo del rango-meta, probablemente alrededor del 4%

May 09 = 4.77%
Abr 09 = 5.73%
Mar 09 = 6.14%
Feb 09 = 6.47%
Ene 09 = 7.18%



Alimentos - nó la insuficiencia ni posibles yerros de la política monetaria -, lideraron la inflación durante los años de incumplimiento de la meta (2007 y 2008). Ahora comandan su caída: curva casi idéntica a la de la inflación total

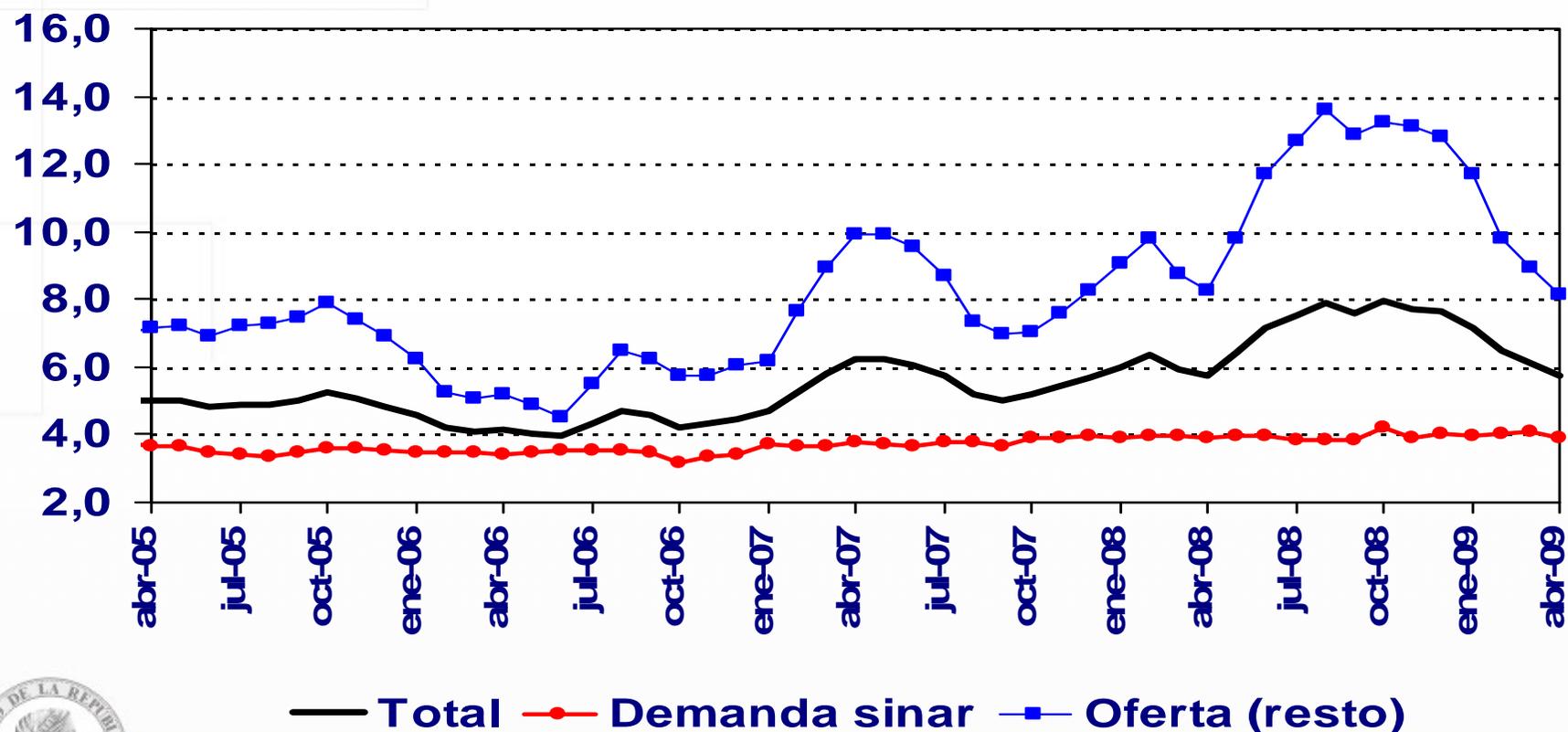
Inflación anual Alimentos



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

Alimentos - y regulados - (línea azul) explican casi en su totalidad la desviación de la inflación frente a las metas. En contraste, al excluirlas la variación resulta siendo mínima (línea roja)

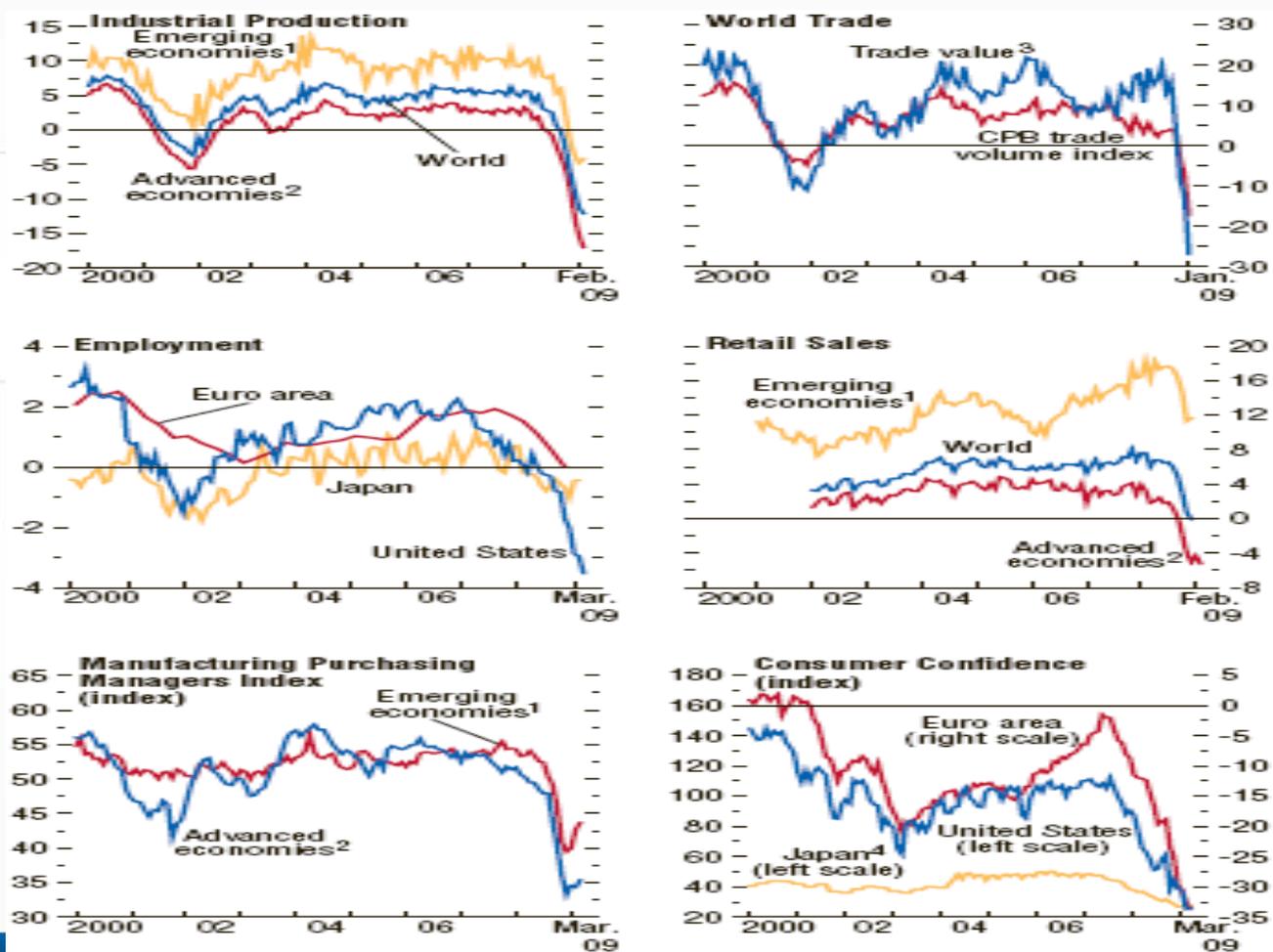
Inflación de demanda y de oferta (resto)



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

Por lo pronto la recesión global ha desinflado el choque externo de oferta de petróleo y demás *commodities*, en especial alimentos

Fuente: WEO. Cambios porcentuales anuales

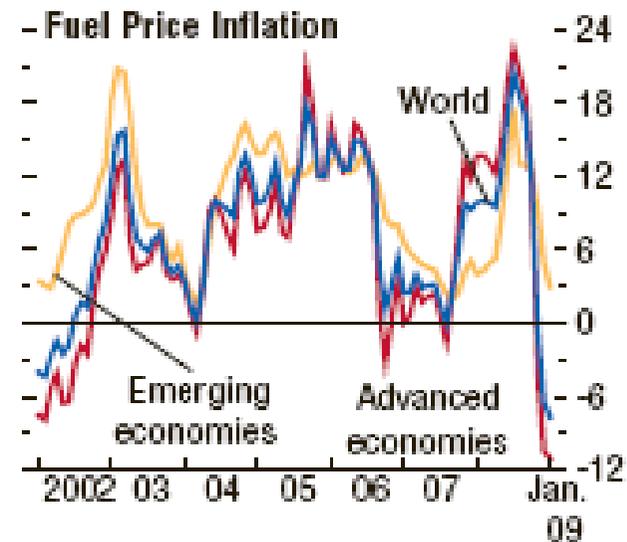
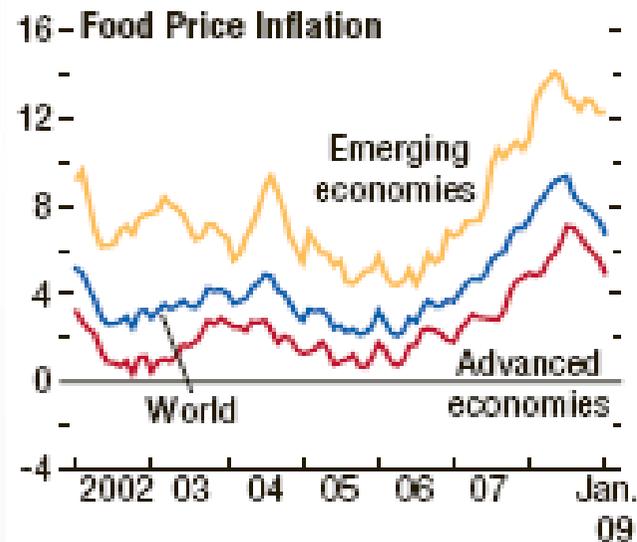
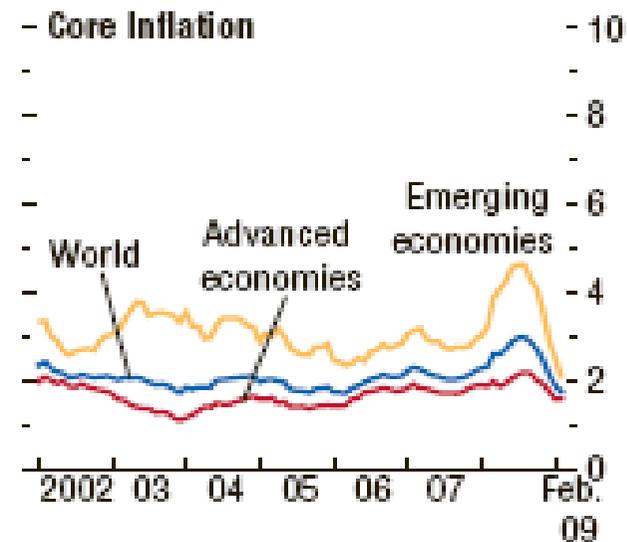
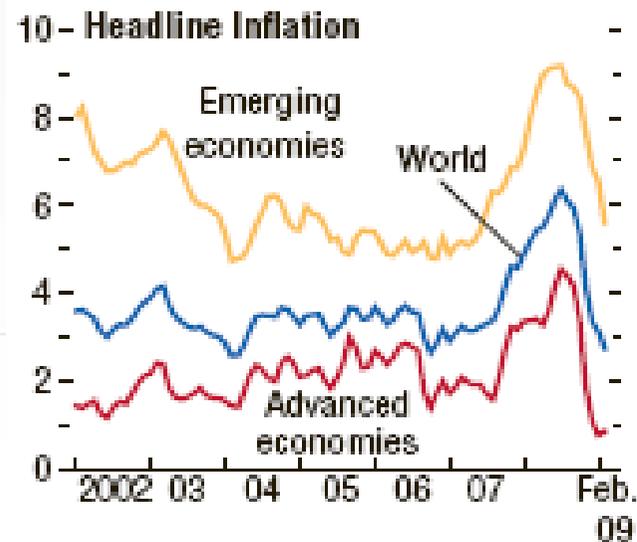


Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis for CPB trade volume index; for all others, NTC Economics and Haver Analytics.



Lo cual arrastró hacia abajo a la inflación global

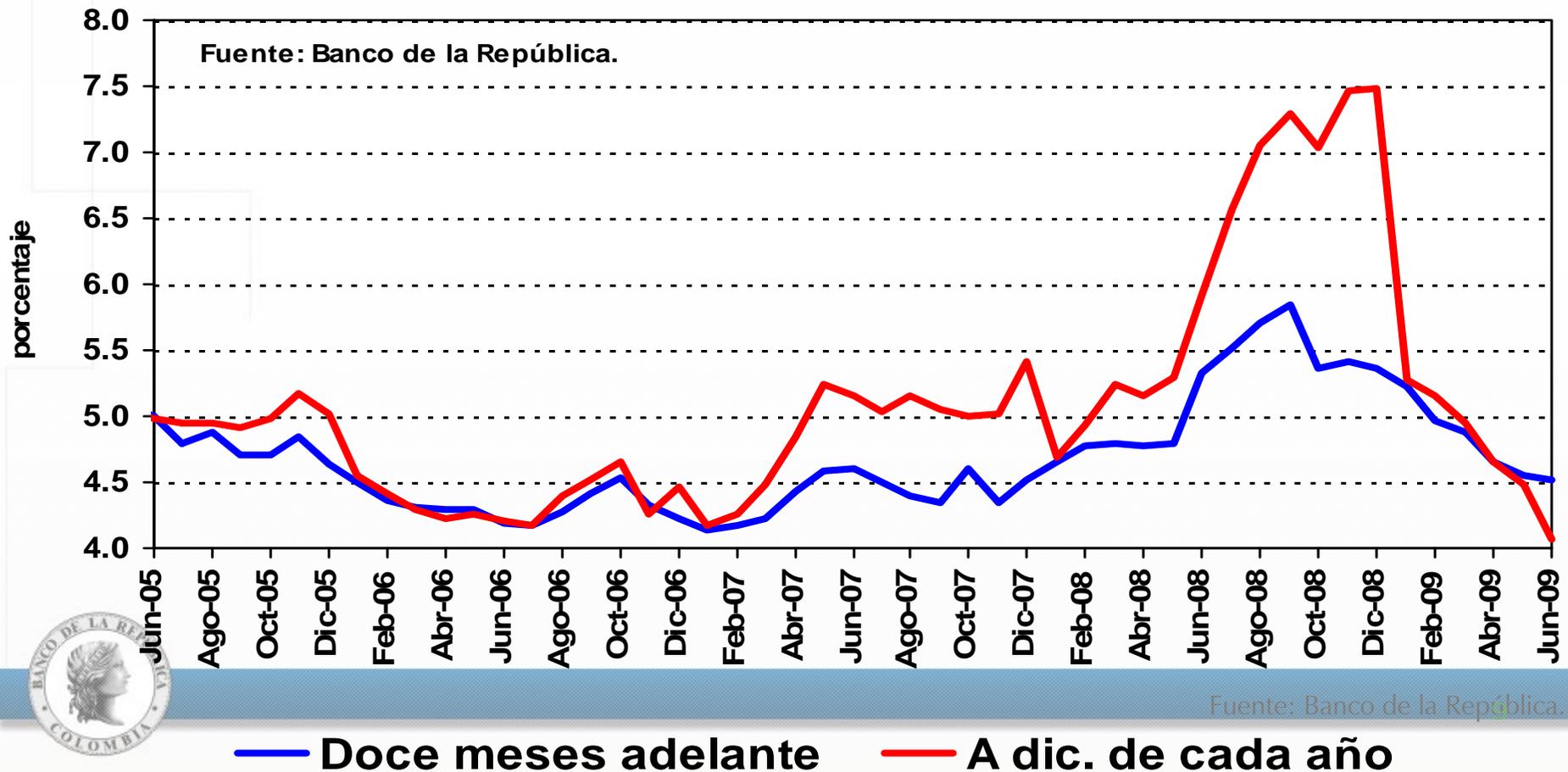
Fuente: WEO. Cambios porcentuales anuales



Sources: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; and IMF staff calculations

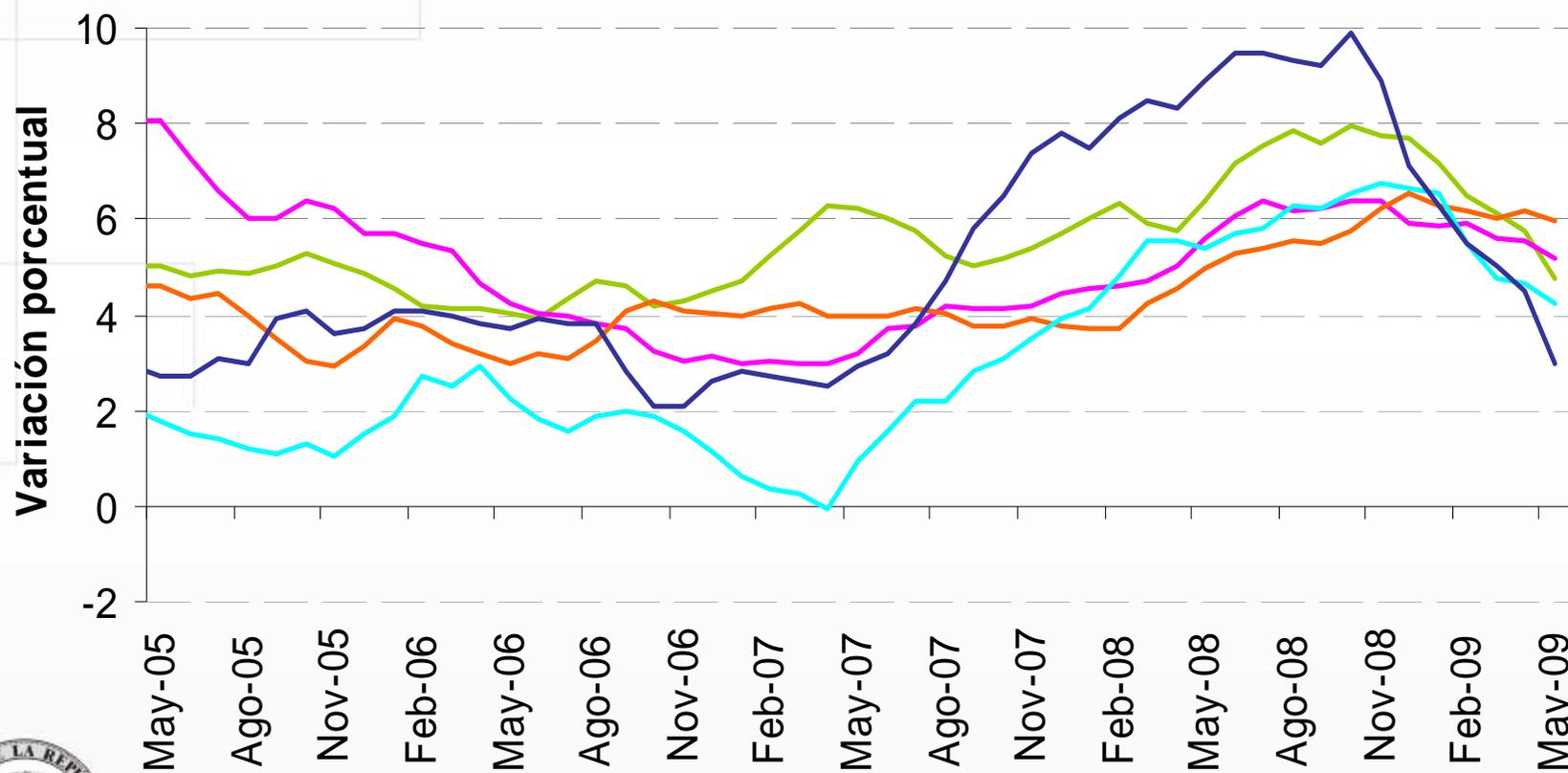
Al igual que en el resto de mercados emergentes (EM), en Colombia las expectativas de inflación se 'adaptan' y van en caída libre

Pronóstico de inflación bancos y comisionistas de bolsa



La inflación en algunos países de América Latina en comparación con Colombia

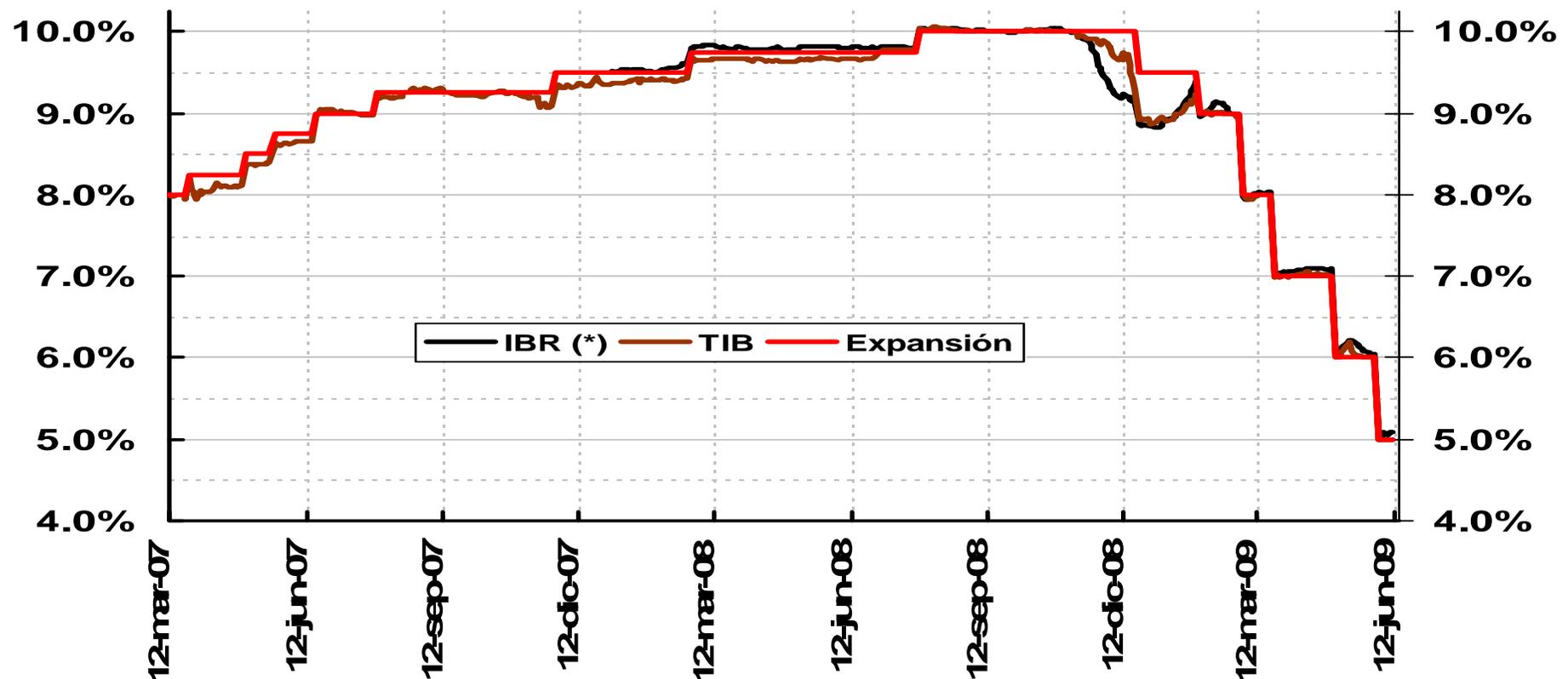
Inflación en Latinoamérica



— Colombia — Brasil — México — Perú — Chile

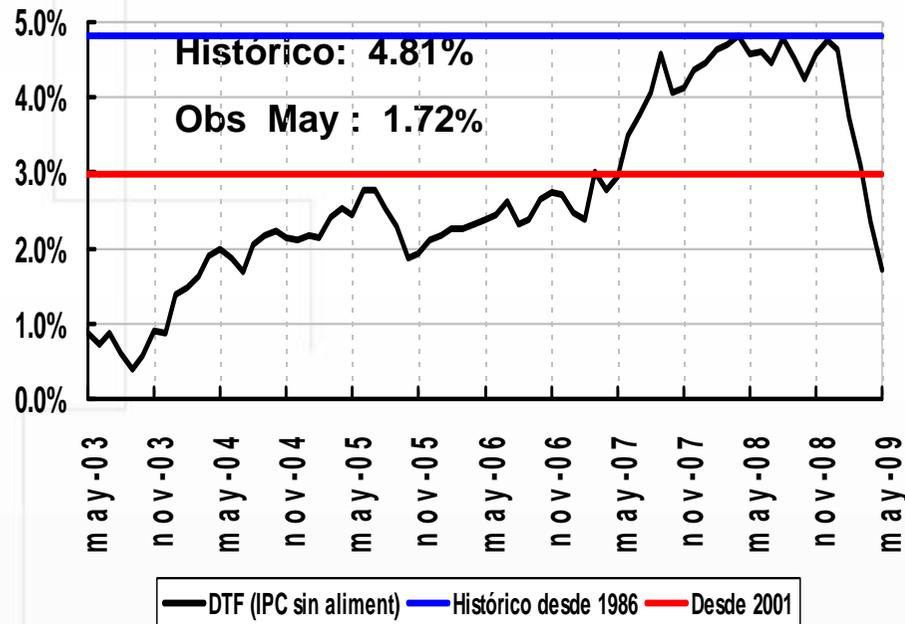
Por consiguiente, hemos relajado la postura de política monetaria reduciendo aceleradamente la tasa de interés del Banco hasta un nivel cercano a cero en términos reales, que sólo tendrá su impacto pleno en el crecimiento en 2010 y 2011

Tasa de política, IBR y TIB

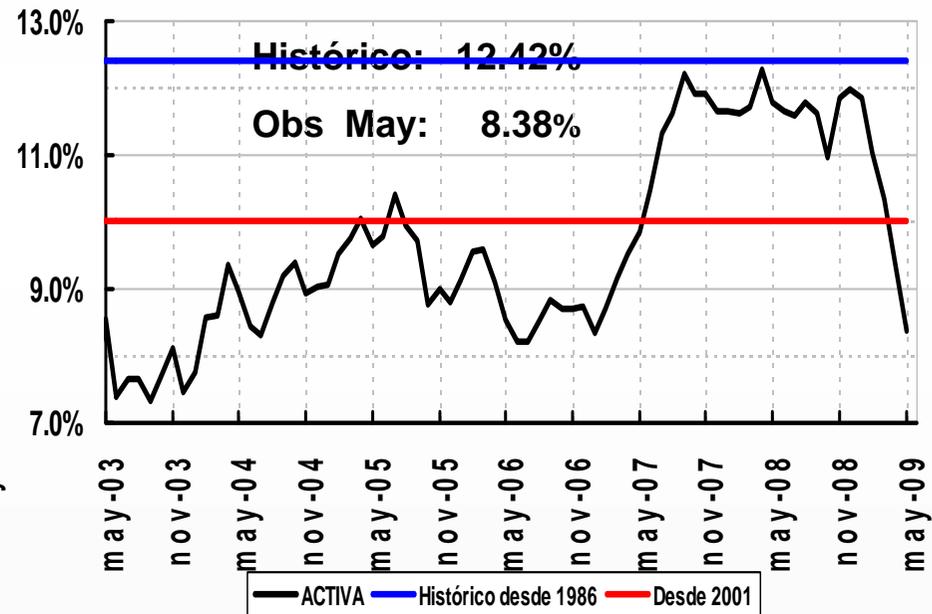


Como resultado, las tasas de interés real DTF y activas también caen. La única rezagada es consumo, por aumento del riesgo de esa cartera

DTF real
IPC sin alimentos

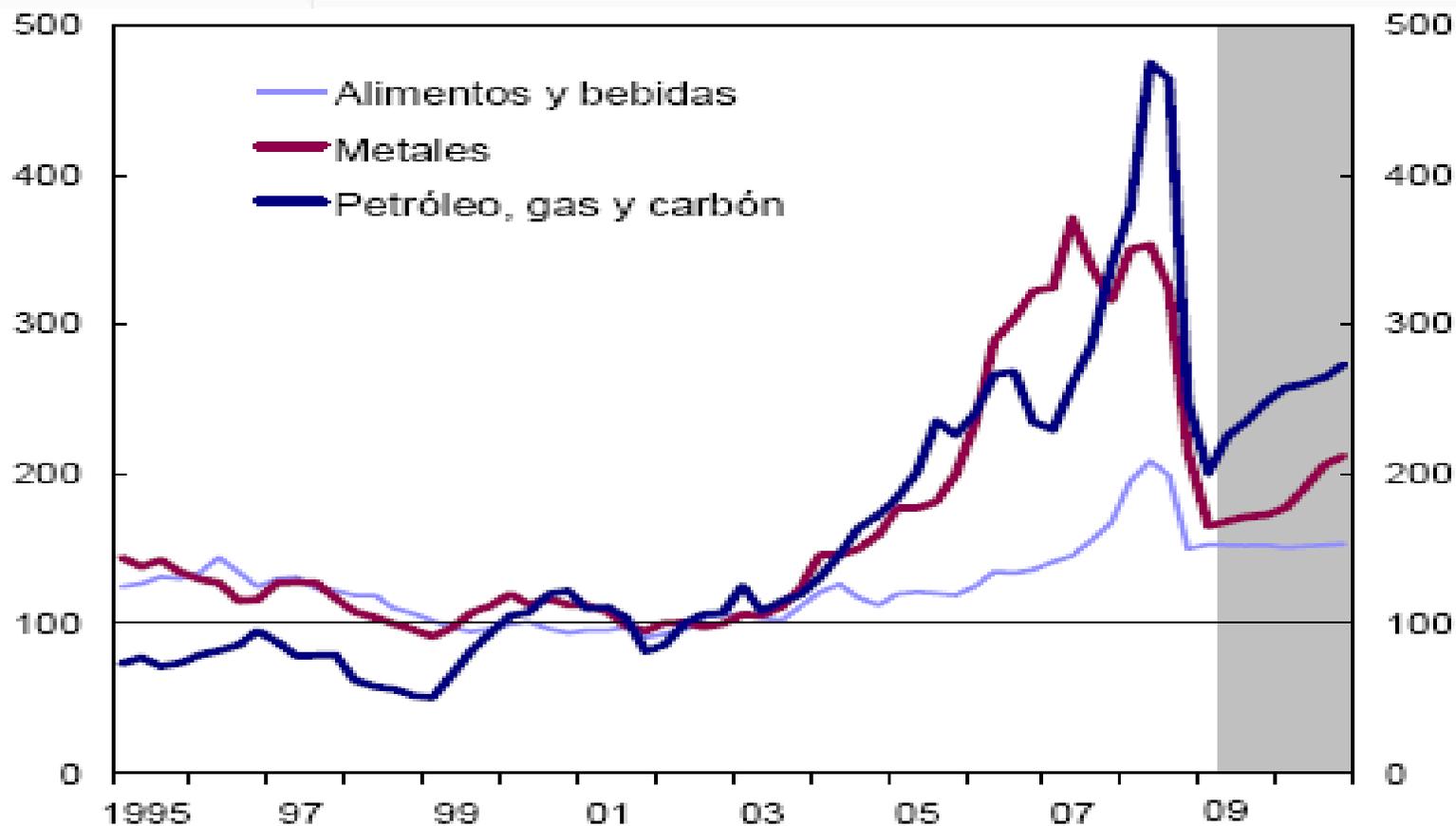


Tasa de interés activa real
IPC sin alimentos



Sin embargo, en mi opinión, una vez los ME se recuperen, la inflación de alimentos, arrastrada por los precios del petróleo, podría regresar

Precios en US % base 2202=100



Fuentes: Bloomberg, L.P.; y cálculos del personal técnico del FMI.



A la larga sólo la tecnología vencerá la presión inflacionaria de los choques de los alimentos

1

Biotecnología: saltos en productividad y resistencia a sequía, erosión, salinidad y acidez de los suelos: ampliación de frontera viable

2

Adopción masiva de Biotecnología como la 2^a Revolución Verde de la Historia. Y superación del falso dilema entre alimentos y agroenergía

3

Energías alternativas (General Electric, Westinghouse, Toshiba, Hitachi, Areva): Nuclear, Eólica, Fotovoltaica, Hidro, Geotérmica

4

Desarrollo de motores flex-fuel, eléctricos, híbridos y utilización del hidrógeno en vez de gasolina. Política Obama en la dirección correcta.

5

Apertura de nuevas fronteras agrícolas viables y sostenibles (p.e. Orinoquia). Y asignación obligatoria, con gravamen, de cuotas de agua de uso agrícola para crear mercados de tierras

II. EL MUNDO RICO EN SU LABERINTO



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.



El origen

- 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 (más de USD 15 trillones - en inglés - en riqueza hipotecaria destruida hasta finales del 2008), y el consiguiente recorte del consumo de los hogares.



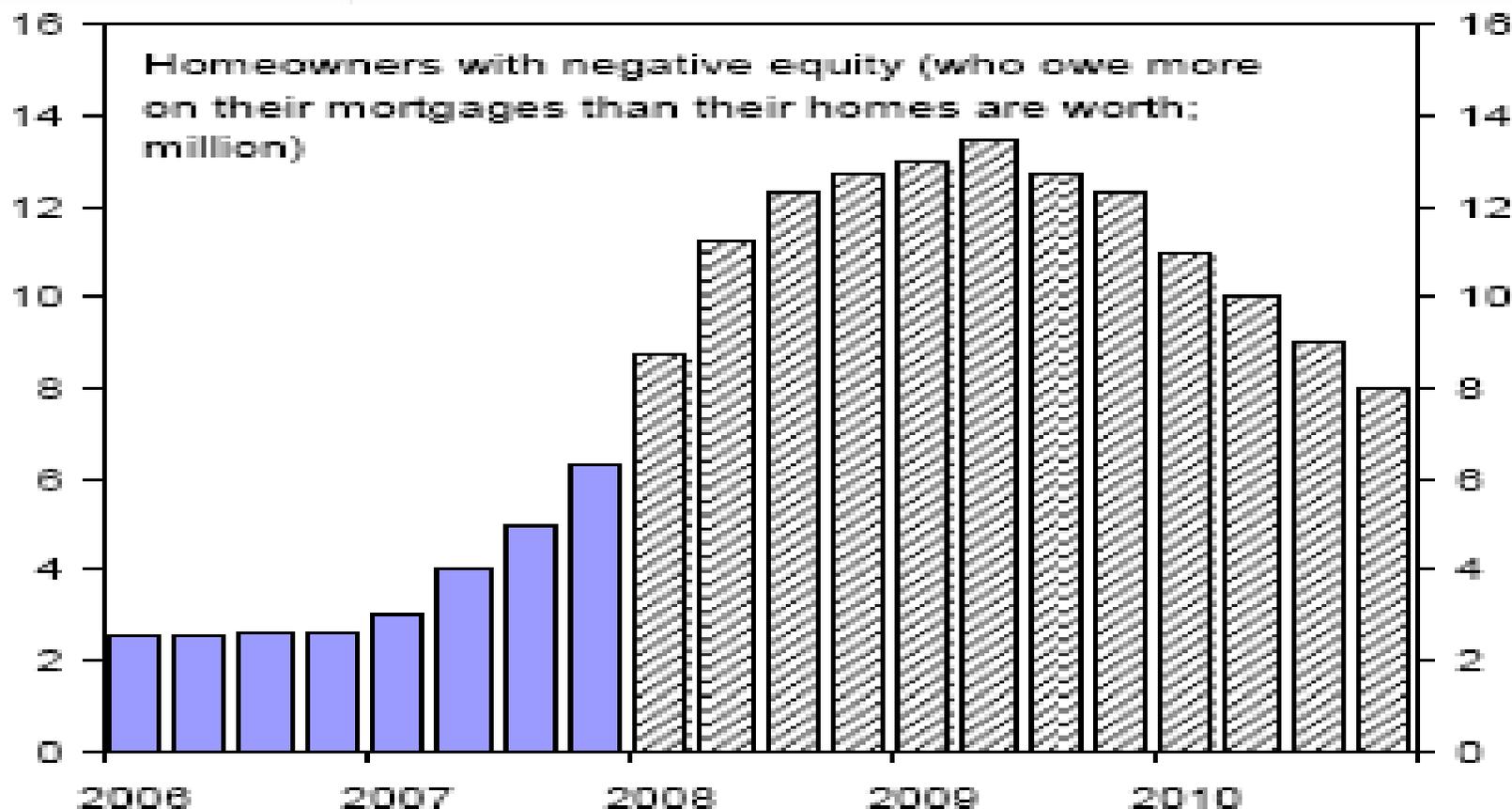
La consecuencia para los ME en proféticas palabras de Martin Feldstein hace tres años

La próxima crisis del sector de la vivienda en Estados Unidos, el desplome de sus precios, y el efecto riqueza negativo y la consecuente contracción de su consumo, menguarán las exportaciones de los ME con mayor dependencia de Norteamérica. Lo prudente sería permitir ajustes en sus tipos de cambio, y no apretar en exceso la política monetaria, pues más pronto que tarde tendrán que depender mucho más de su demanda interna. (Zurich, Abril de 2006)

Las burbujas del mercado de la vivienda en EU



De un total de 57 millones de deudores hipotecarios, 8 millones tenían en 2008 el valor de su vivienda por debajo de su deuda, cifra que aumentará a 14 millones en 2009. Luego el problema aún no ha cesado

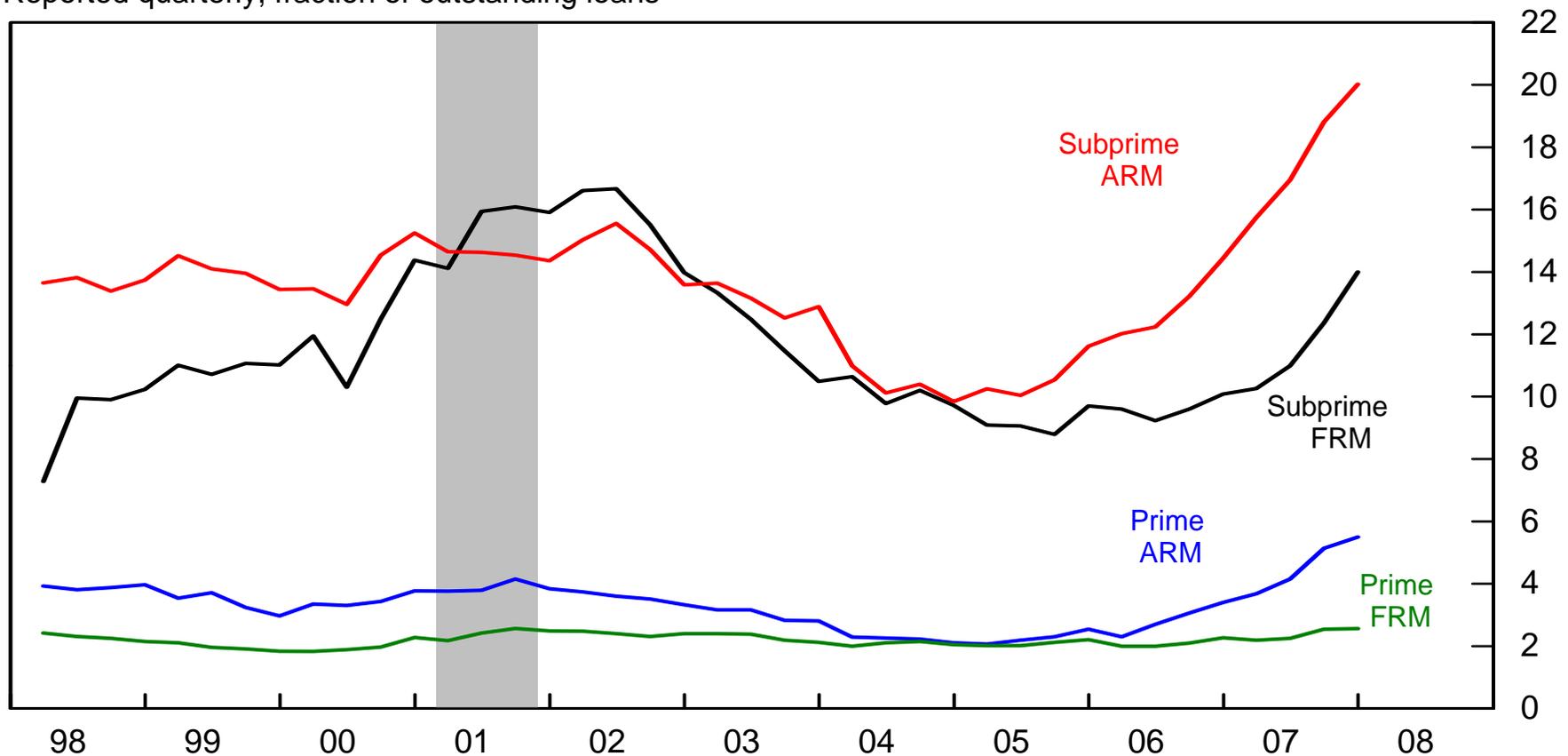


Resultado: se dispararon los incumplimientos de las hipotecas *subprime* en EU. En 12 años el endeudamiento de los hogares pasó de 80% a 140% del ingreso disponible

Mortgage Delinquency Rates

Reported quarterly; fraction of outstanding loans

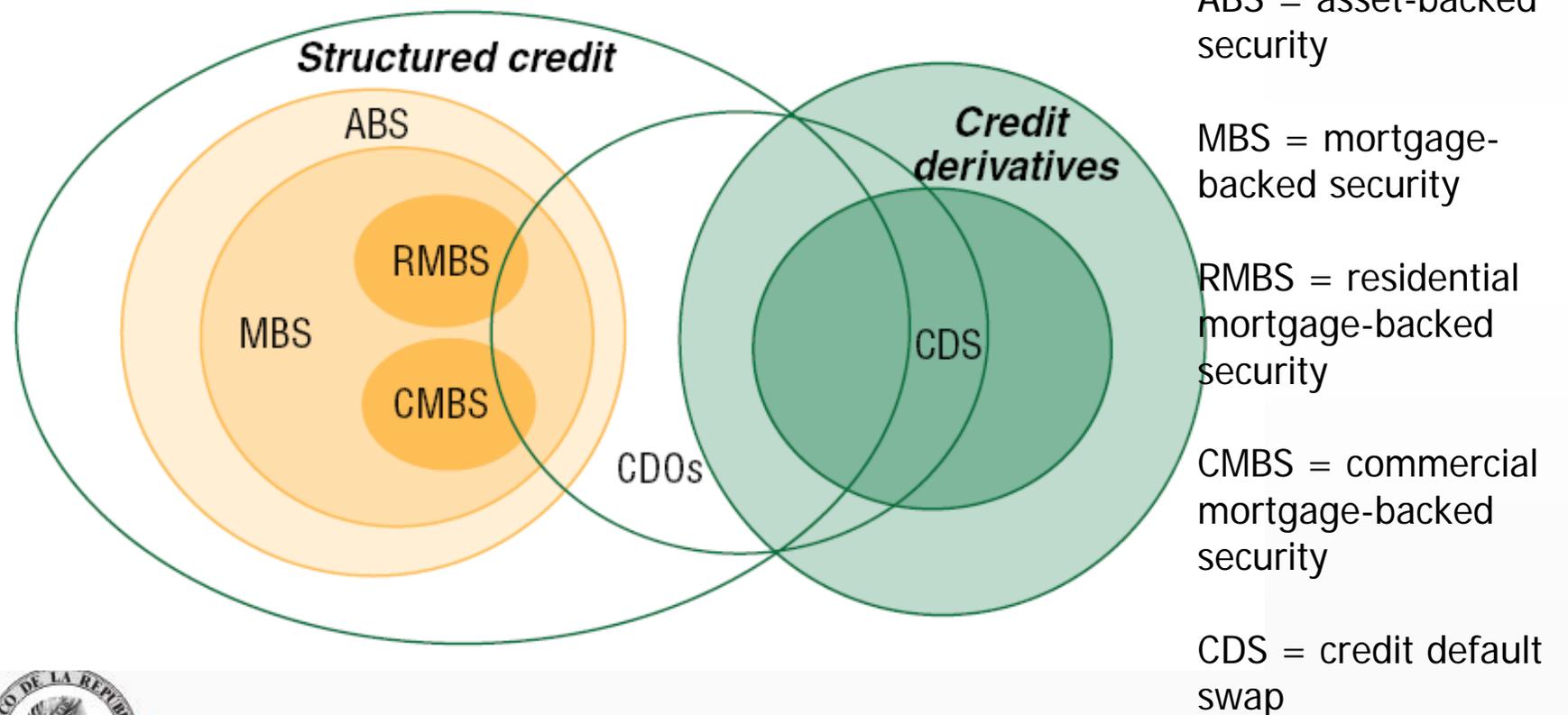
Percent



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

Activos tóxicos: modalidades opacas de crédito estructurado que, sin regulación ni supervisión (pero 'bien calificadas'), desataron la crisis al haber ocultado la subcapitalización del sistema

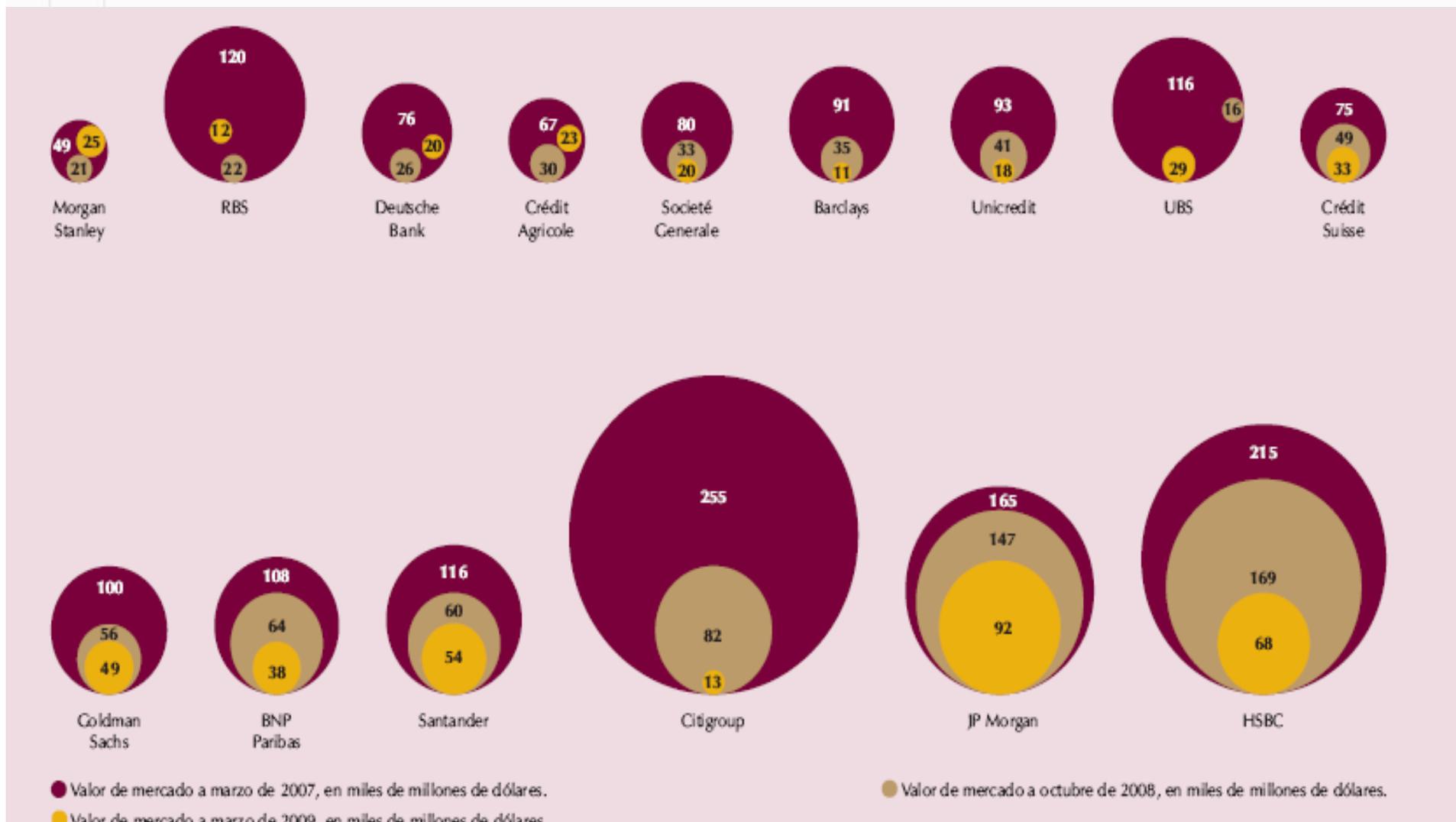
Universo de Activos Titularizados



Source: Global Financial Stability Report, 2008, Ch. 1

CDOs = collateralized debt obligations.

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

Resultados del '*stress-test*' en la banca de EU.

La banca europea se halla en peor situación

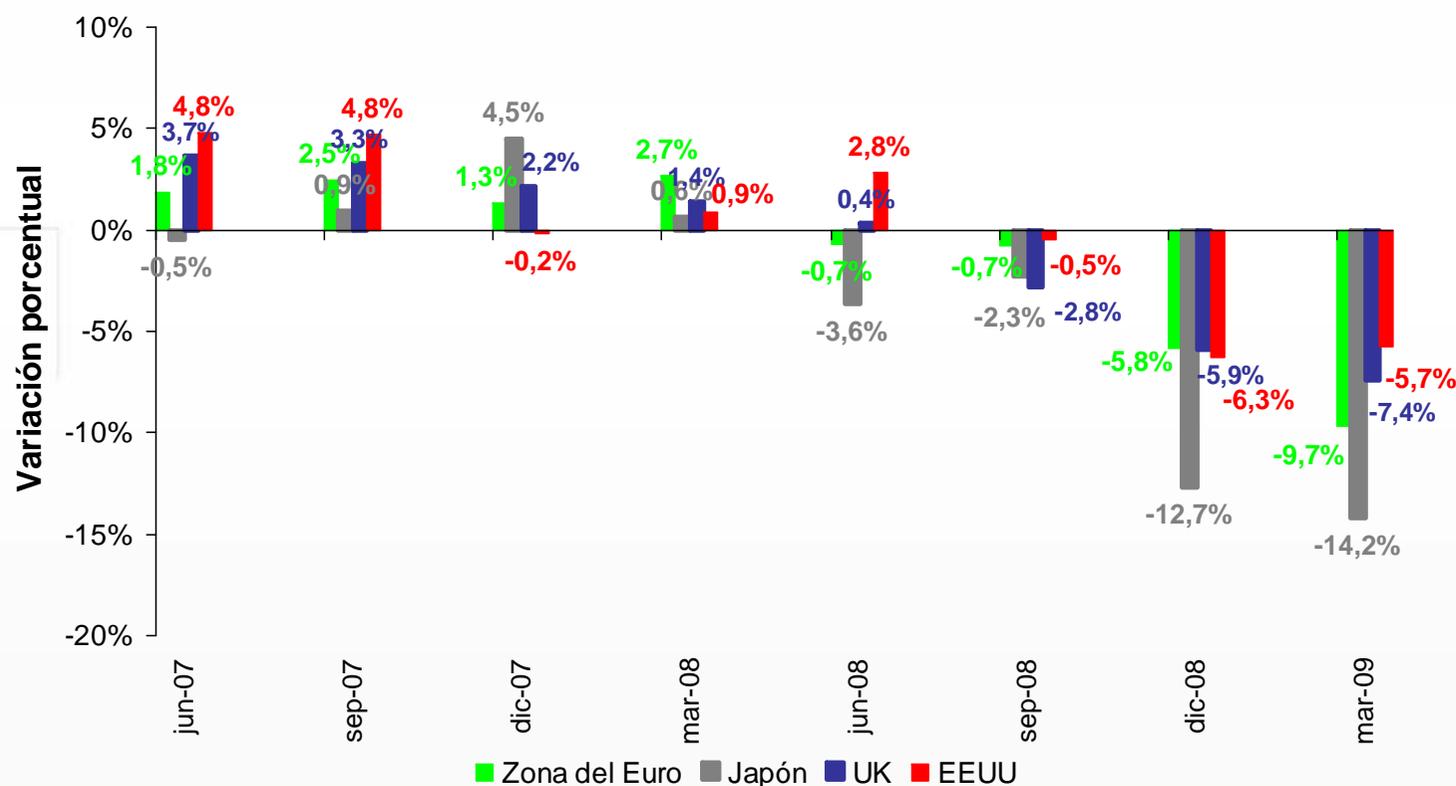
(mayo, 2009)

Banco	Capital Adicional Requerido (billones)	Capital Actual (billones)	%
Bank of America	US\$33.9	US\$74.5	45.5
Wells Fargo	US\$13.7	US\$33.9	40.4
Gmac	US\$11.5	US\$11.1	103.6
Citigroup	US\$5.5	US\$22.9	24.0



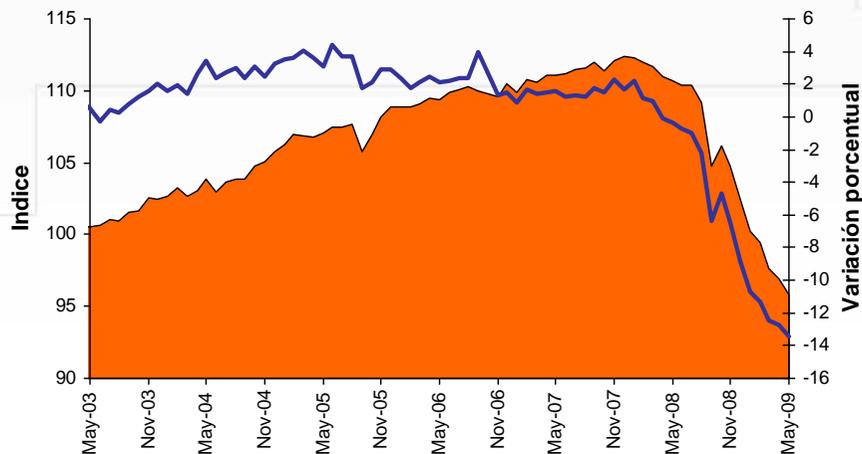
La crisis financiera contagió al sector real del mundo rico: su PIB se contrajo fuertemente en el primer trimestre de 2009

PIB de economías desarrolladas
(trimestre anualizado)

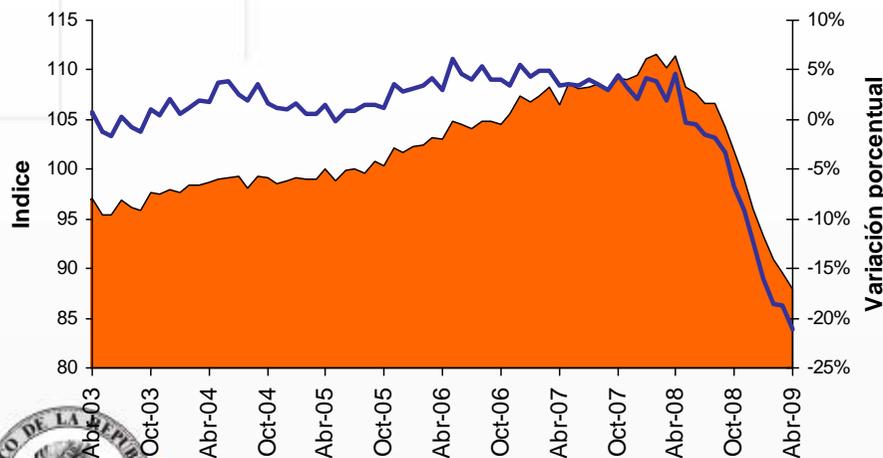


Los indicadores de la industria a abril y mayo: aún no se perciben señales firmes de recuperación

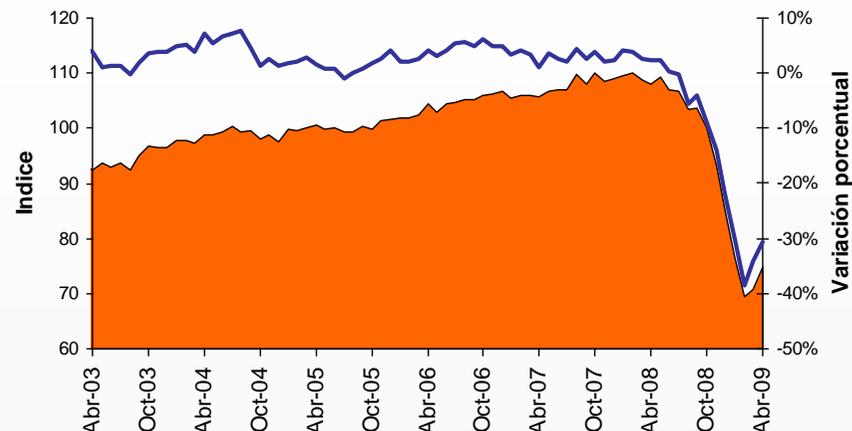
EEUU



Zona Euro



Japón



Producción industrial Variación Anual

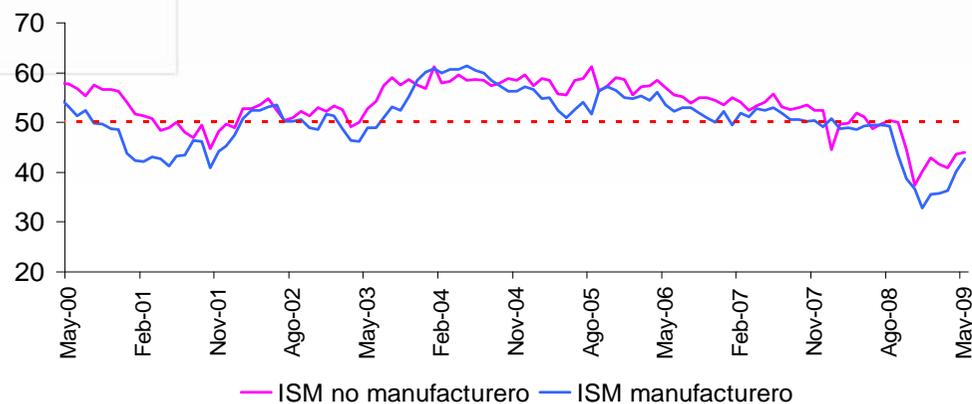
Producción industrial Variación anual



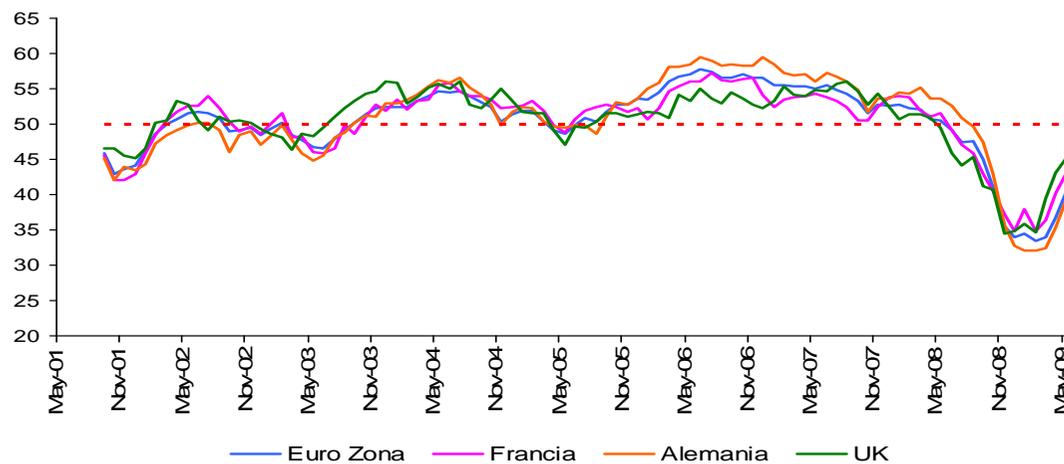
Fuente Bloomberg

Los índices de confianza empresarial de EU y Europa 'alguno' se han recuperado recientemente, pero aún alcanzan niveles irrisorios

Indice de sentimiento empresarial
ISM - USA



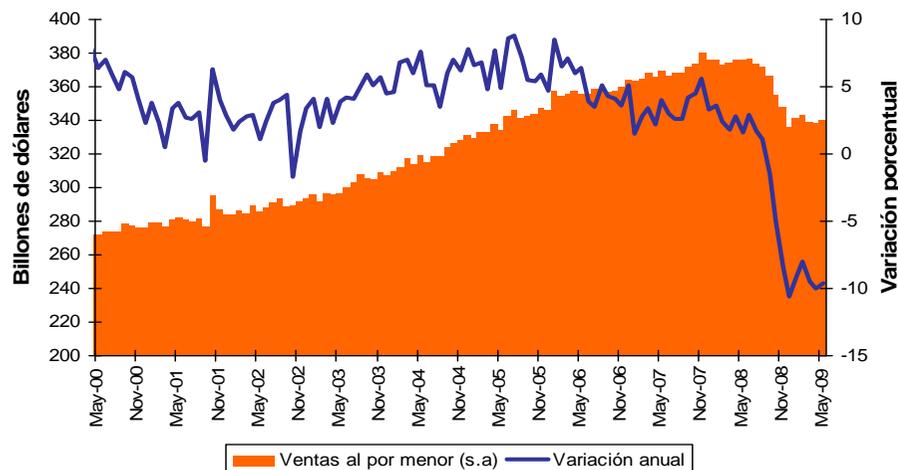
PMI Manufacturero - Europa



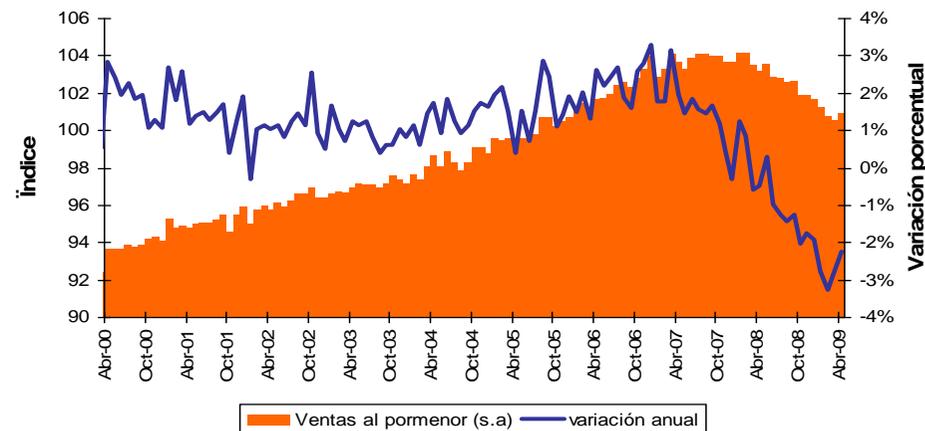
Fuente Bloomberg

Ventas al por menor: recuperación muy leve en Europa y Japón, y en EU quietas en el piso

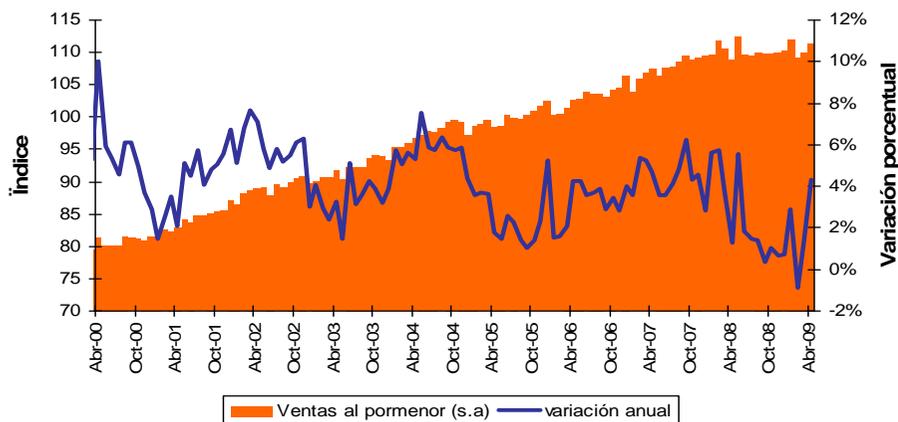
Ventas al por menor en EEUU



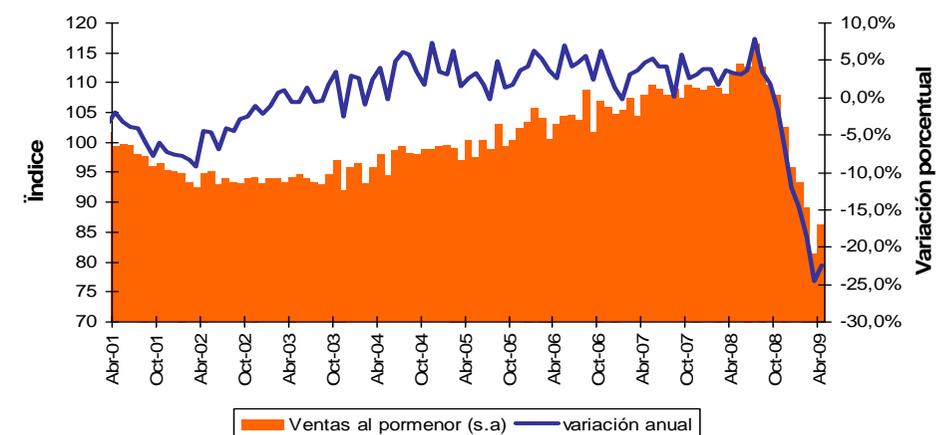
Ventas al por menor en la Zona del Euro (Volumen 2005=100)



Ventas al por menor en Reino Unido (Volumen 2005=100)

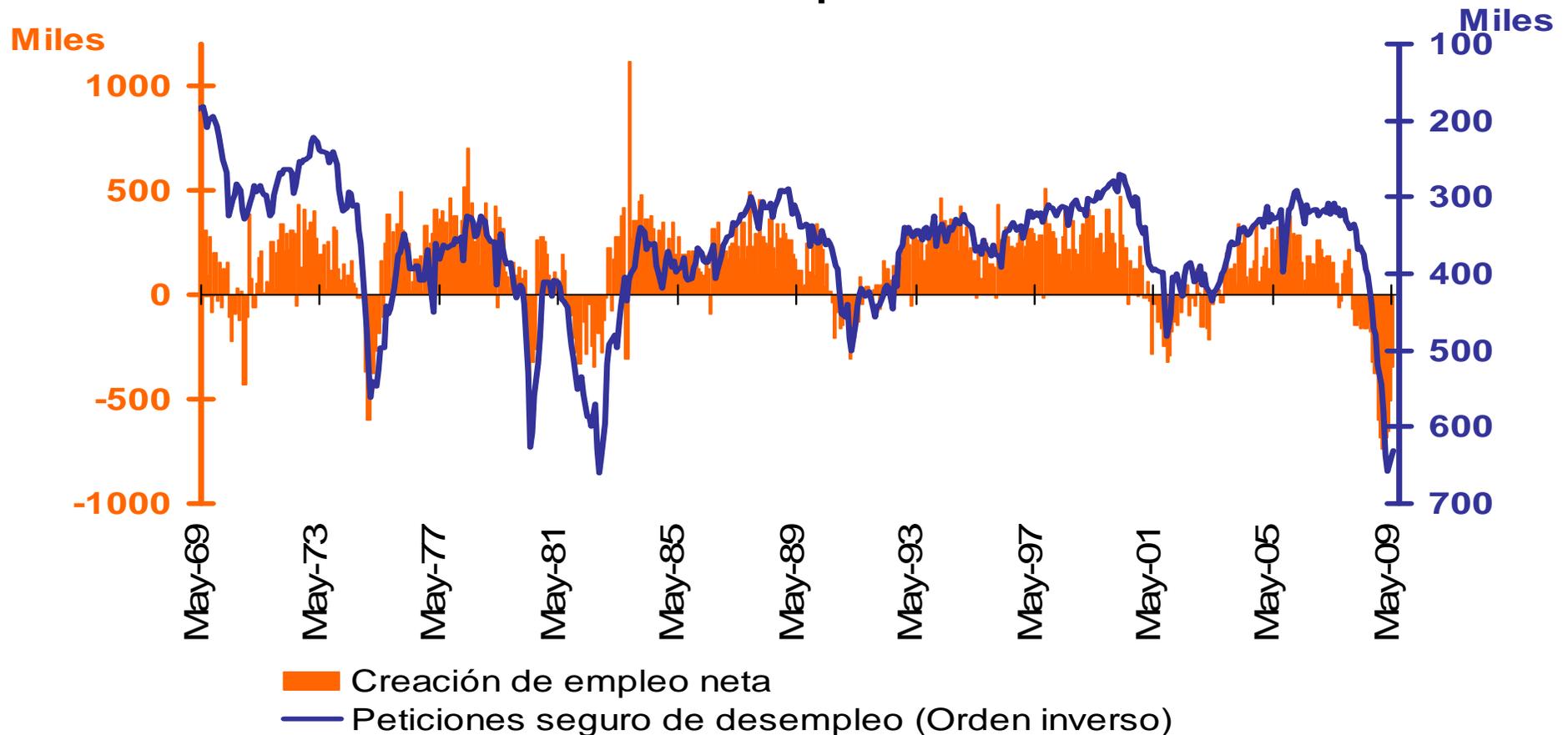


Ventas al por menor en Japón (2005=100)



En EU se siguió destruyendo empleo, aunque a un ritmo menor que el primer trimestre. No obstante, este año no se generarán empleos nuevos y, probablemente, el entrante tampoco

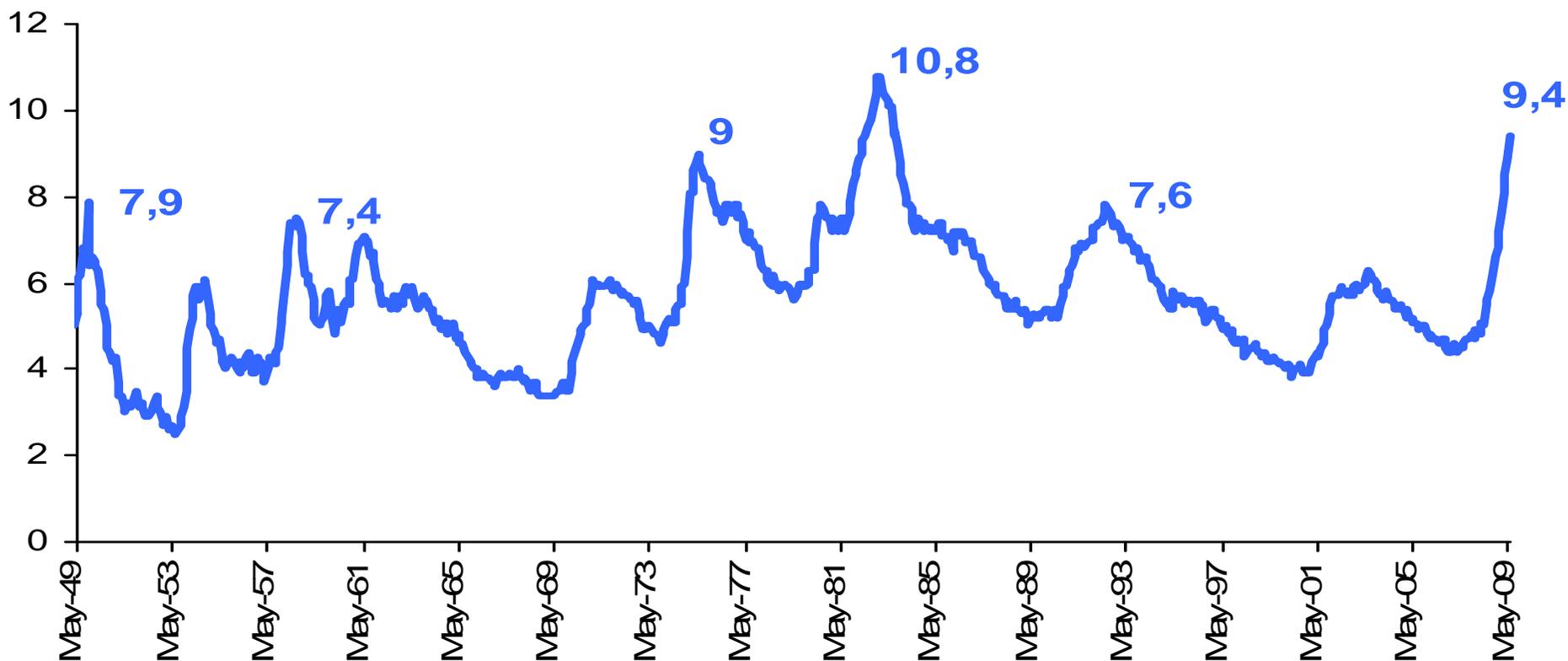
Situación del Empleo en EEUU



Fuente: Bloomberg

Durante el 2008 se destruyeron alrededor de 3 millones de puestos de trabajo. A mediados de junio se estima que se habría destruido cerca de otro tanto, siendo éste el peor dato desde que se cuenta con información. La TD llegando al 10%

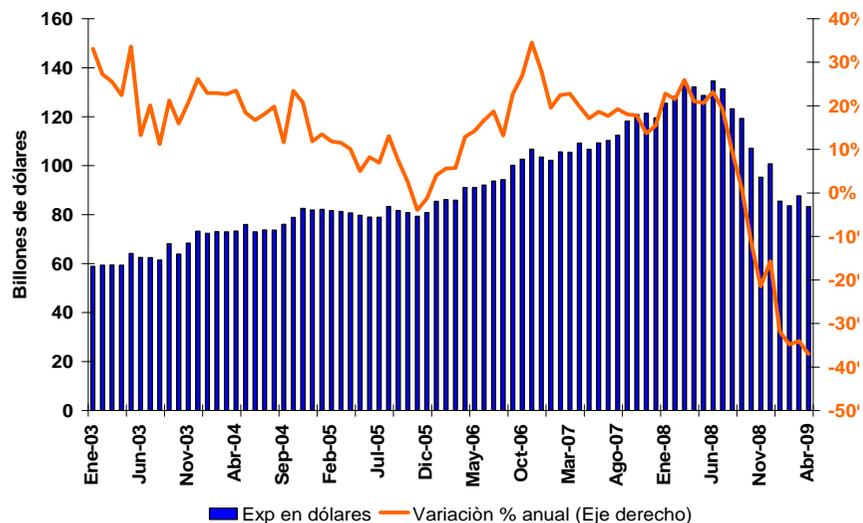
Tasa de desempleo en EEUU



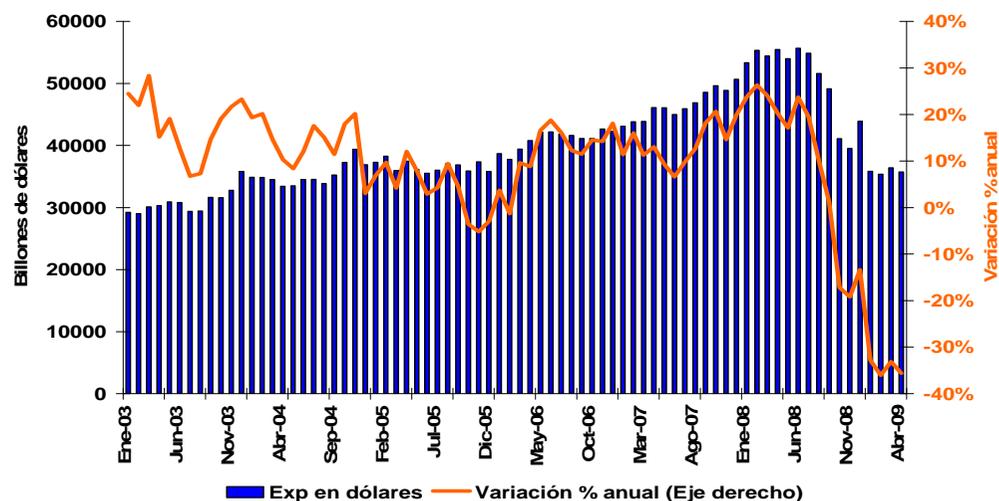
Fuente: Bloomberg

Las exportaciones tampoco muestran señales de recuperación

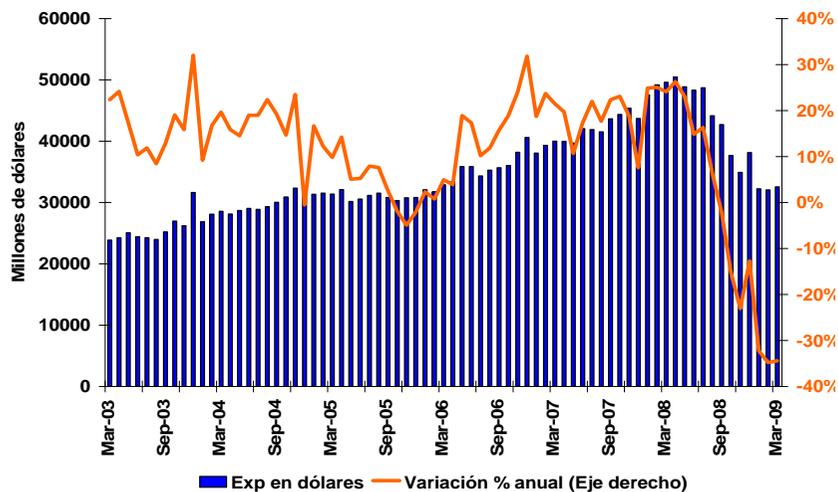
Exportaciones Alemania



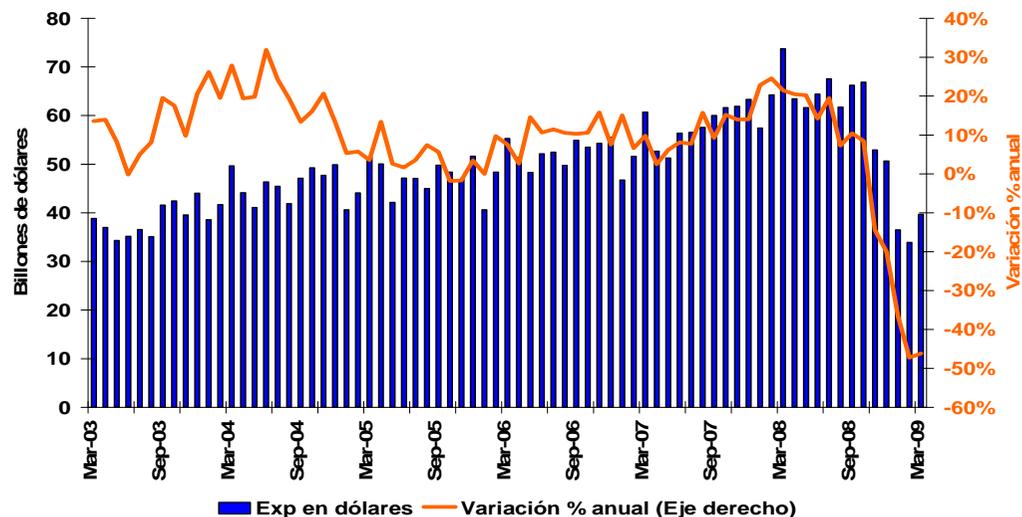
Exportaciones Francia



Exportaciones Italia

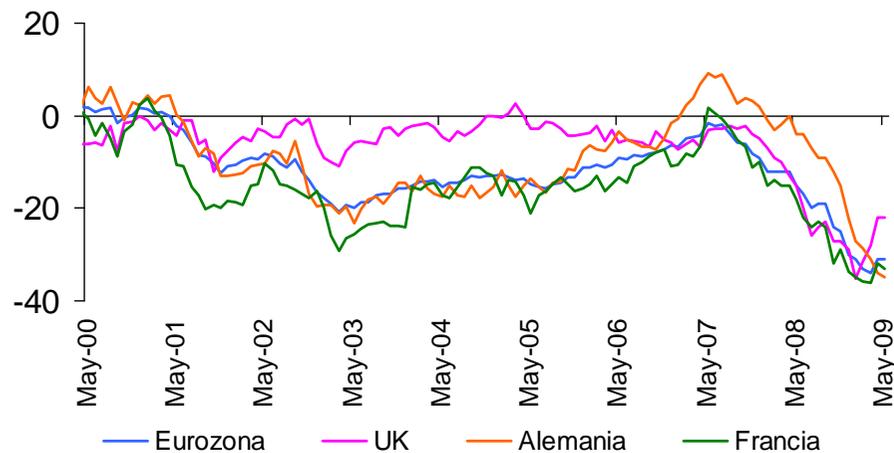


Exportaciones Japón



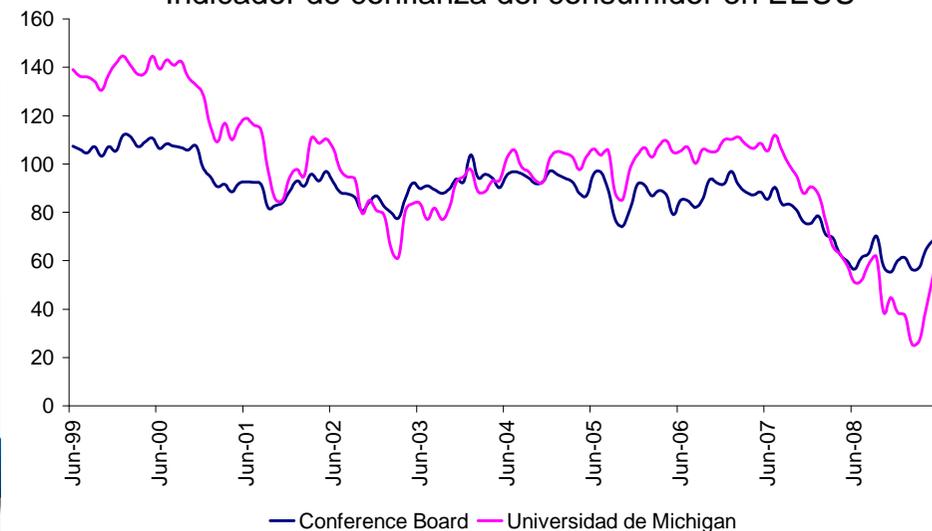
Los índices de confianza del consumidor se han recuperado my modestamente en EU y Reino Unido. Pero para el resto de Europa siguen a la baja

Indicador de confianza del consumidor en Europa



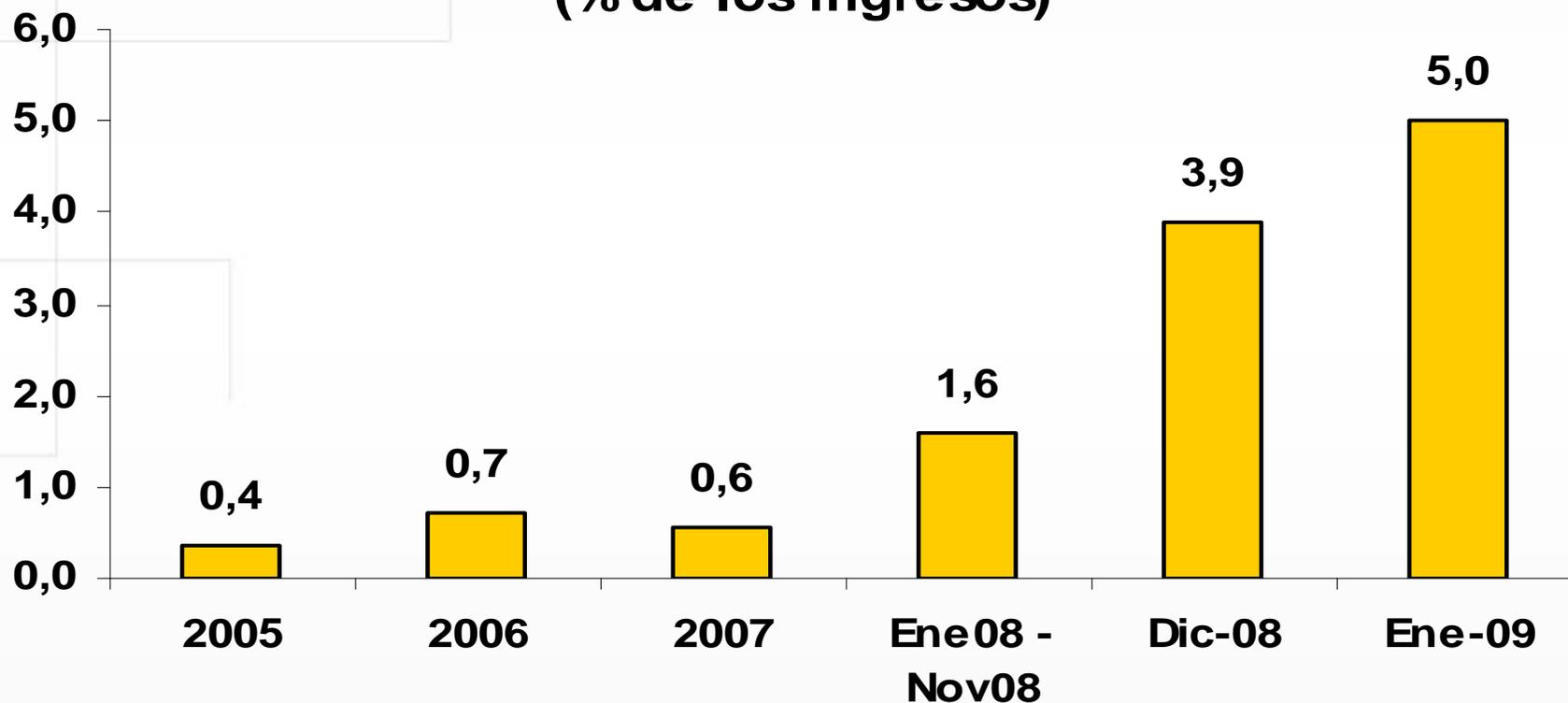
Fuente: Bloomberg

Indicador de confianza del consumidor en EEUU



Como previó Feldstein, la caída de la confianza hizo que los hogares volvieran a ahorrar y, por tanto, que también se desplomara su consumo

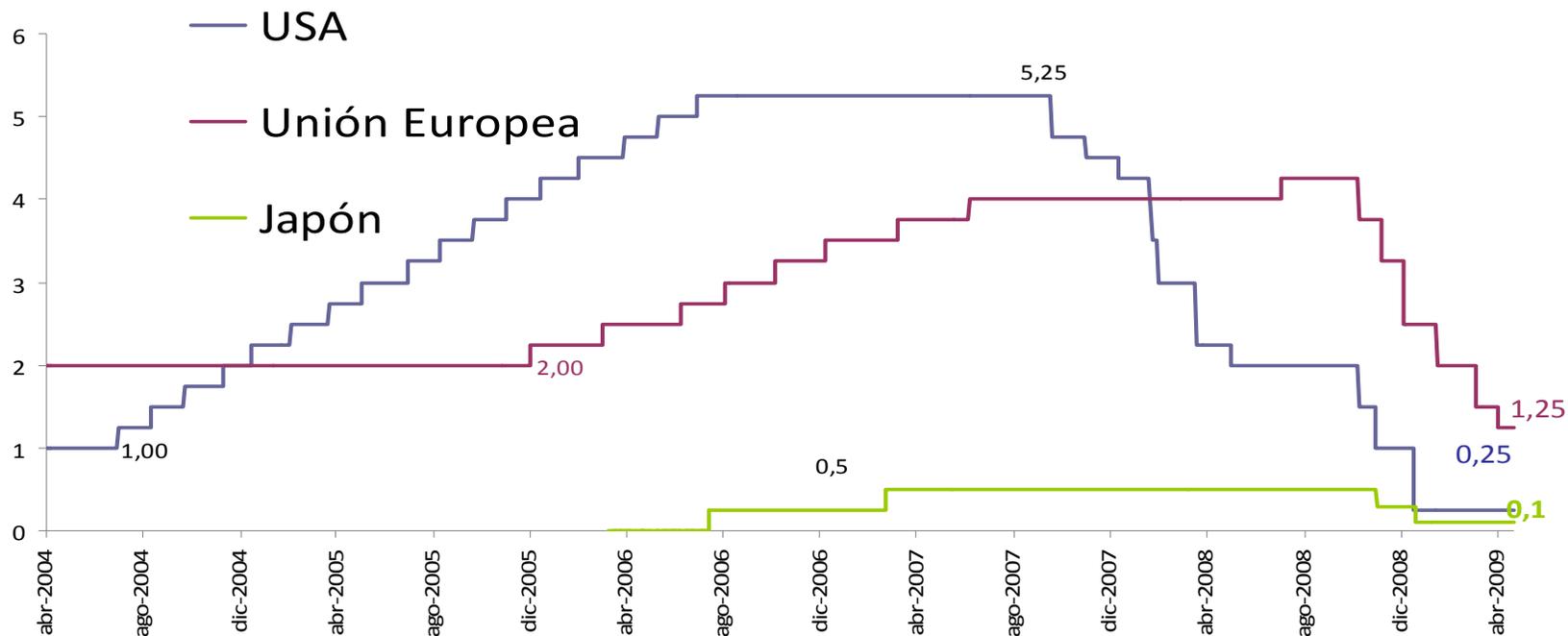
**EEUU: TASA DE AHORRO PERSONAL
(% de los ingresos)**



Fuente: Reserva Federal de Saint Louis



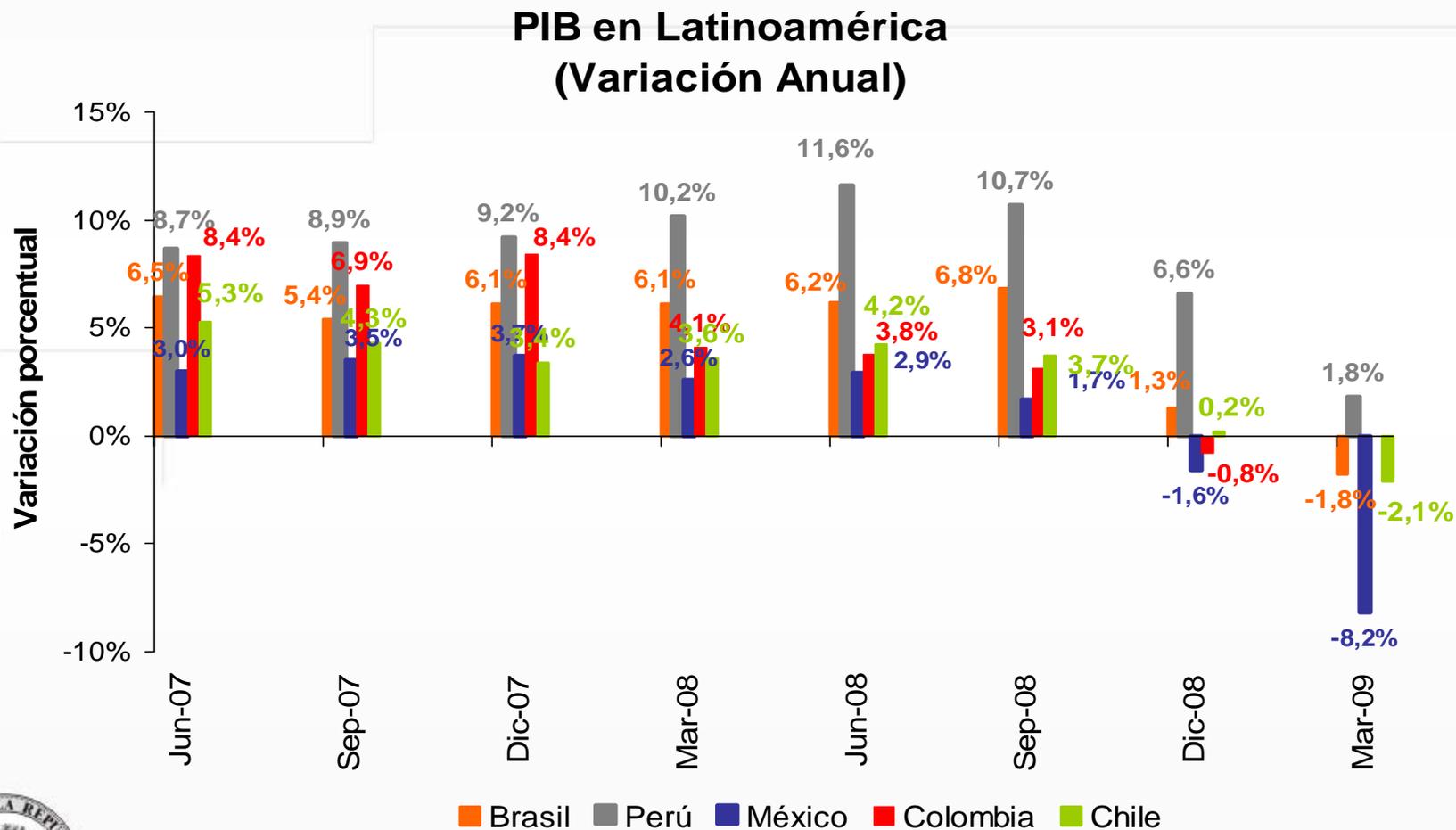
En respuesta, los bancos centrales del mundo rico llevando sus tasas de interés a cerca de cero, e inundando de liquidez sus mercados. Y sus fiscos generando la deuda pública más alta de la historia (según el FMI la de los 10 países más ricos pasará del 78% del PIB en 2007 al 107% en 2010 y al 114% en 2014). La inflación por el lado de la demanda también podría regresar



Los canales de transmisión de la crisis internacional a los mercados emergentes (ME). La crisis ha ocurrido en medio de un desplazamiento del poder del Oeste al Este. China e India constituyen el principal eje receptor de dicho desplazamiento



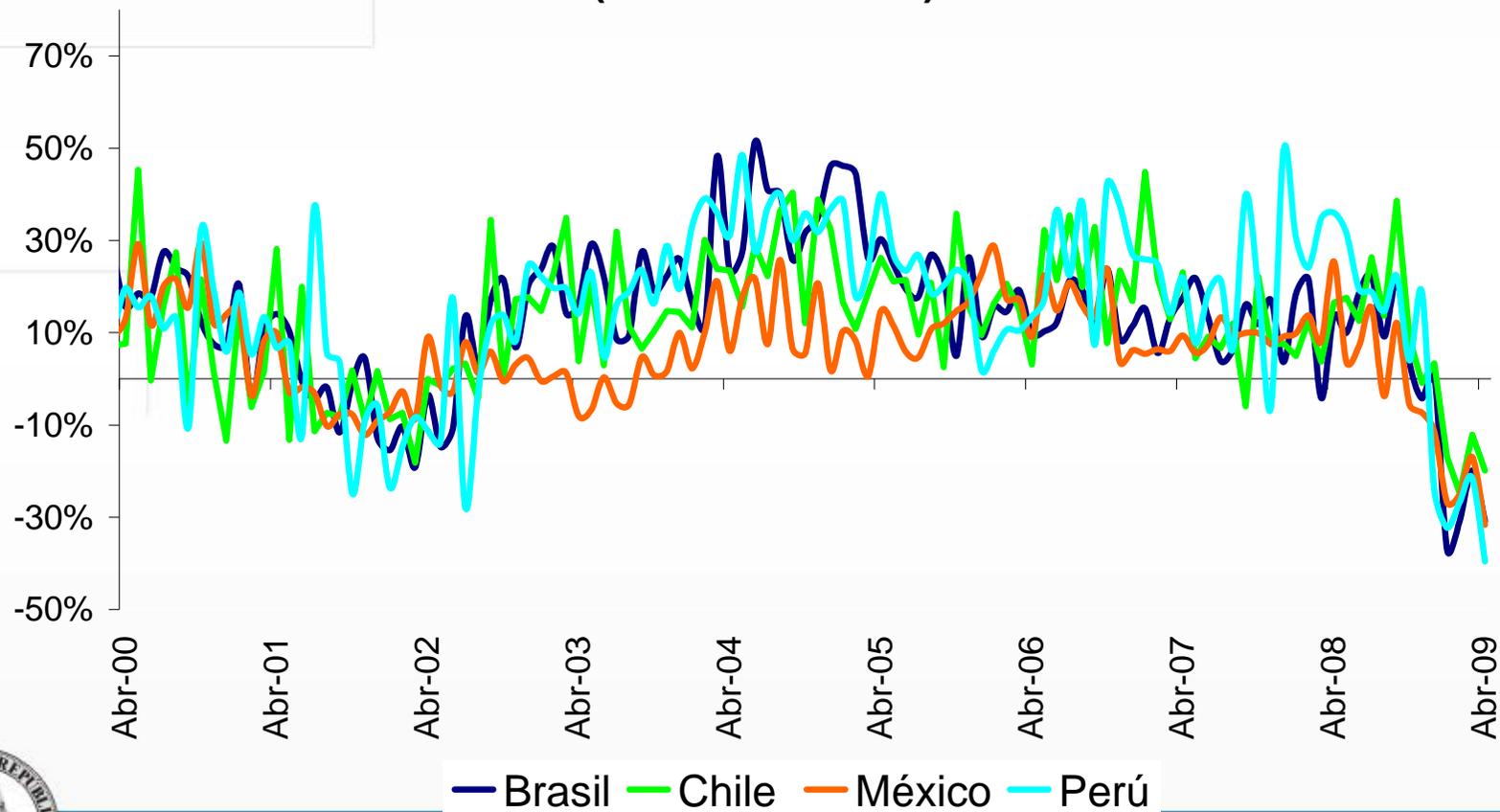
El contagio llegó a América Latina por la puerta del sector real. Nó por la del financiero



Fuente: Bloomberg

Especialmente a través de las exportaciones

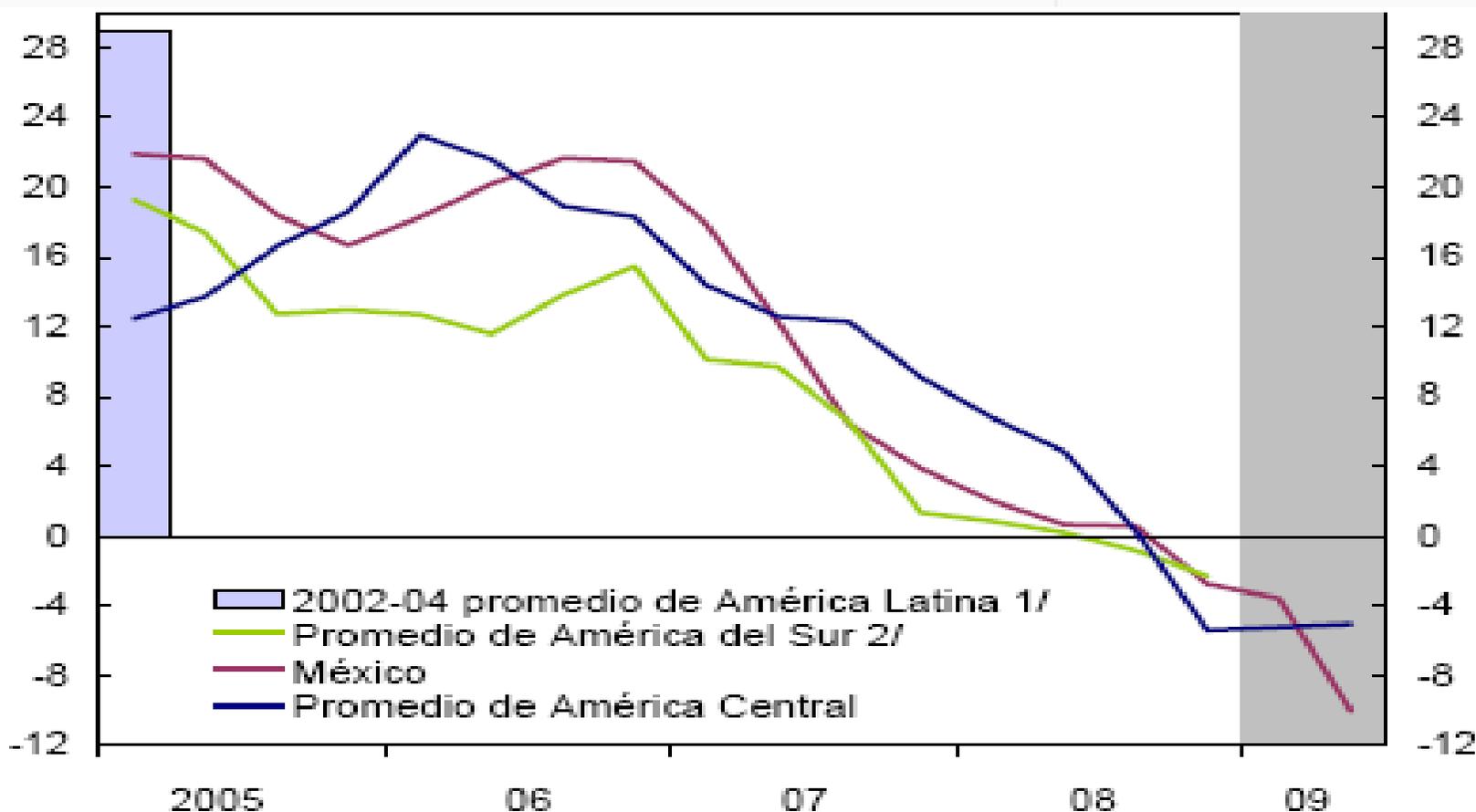
Exportaciones de manufacturas e industriales en LAC (Variación anual)



Fuente: Bloomberg

...y las remesas de sus residentes en el exterior...

cambio porcentual en el promedio anual



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, y República Dominicana.

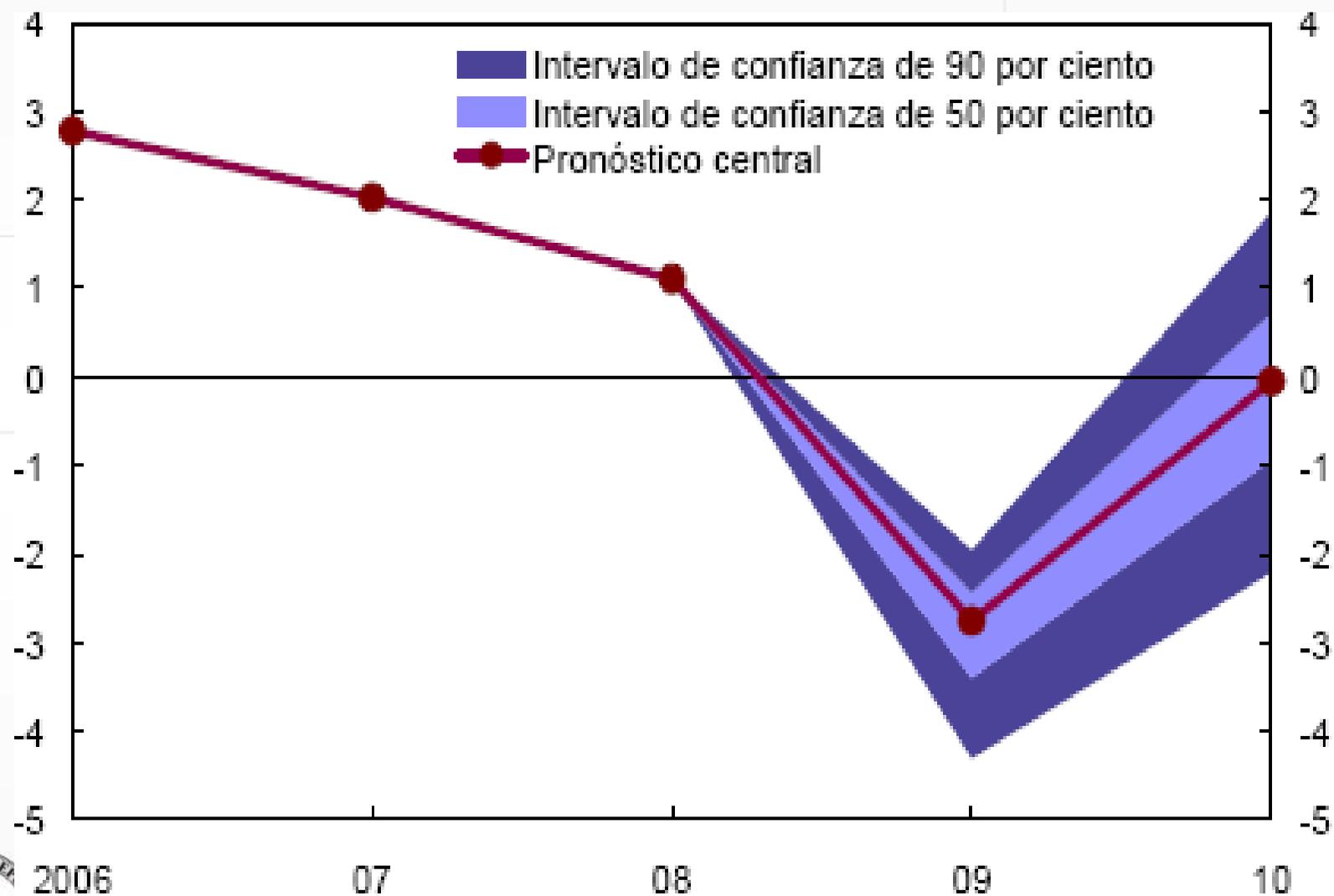
2/ Incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, Perú, y Uruguay.



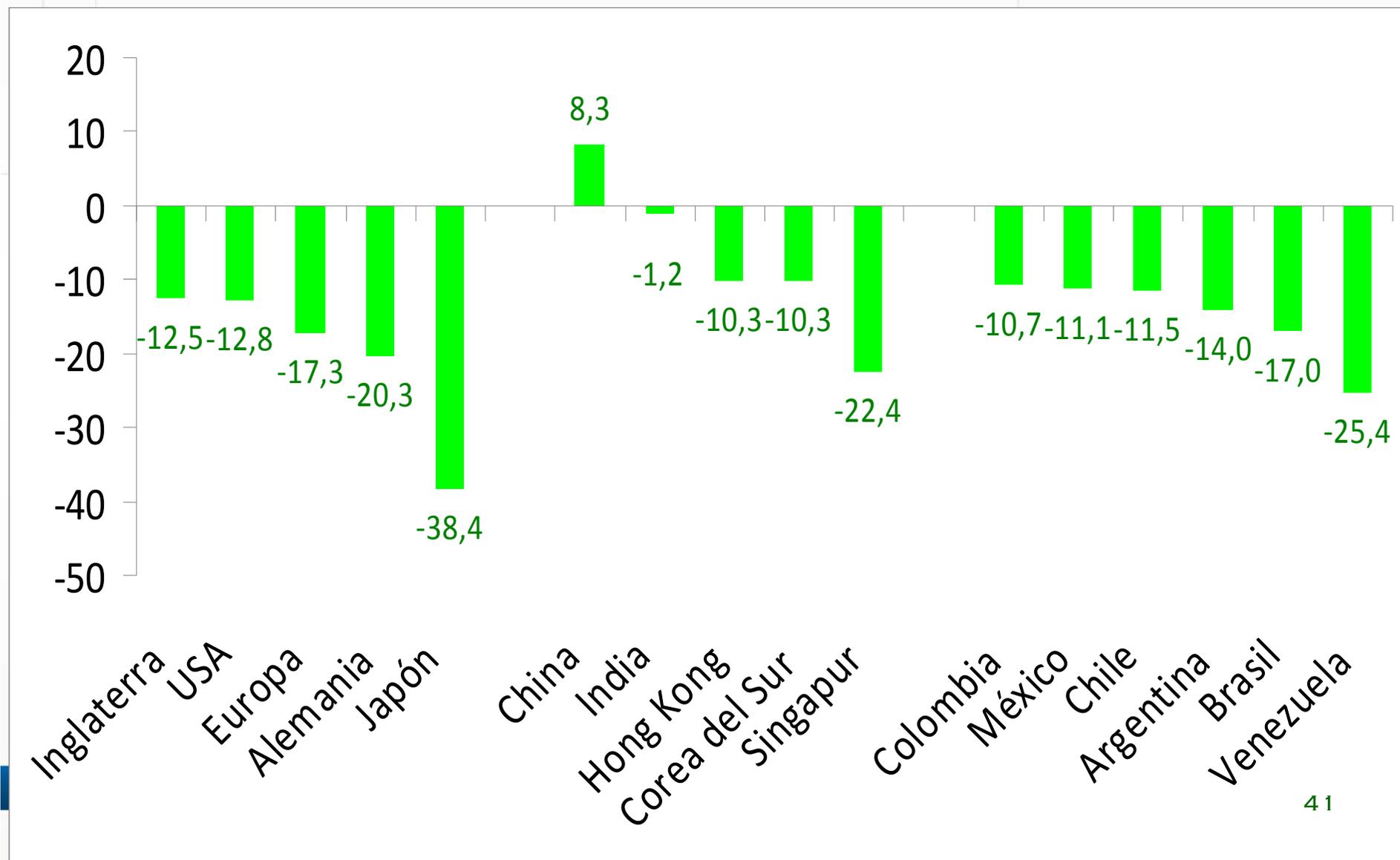
III. LOS PRONÓSTICOS



Pronóstico del FMI sobre el crecimiento de EU: lenta recuperación a partir del II semestre

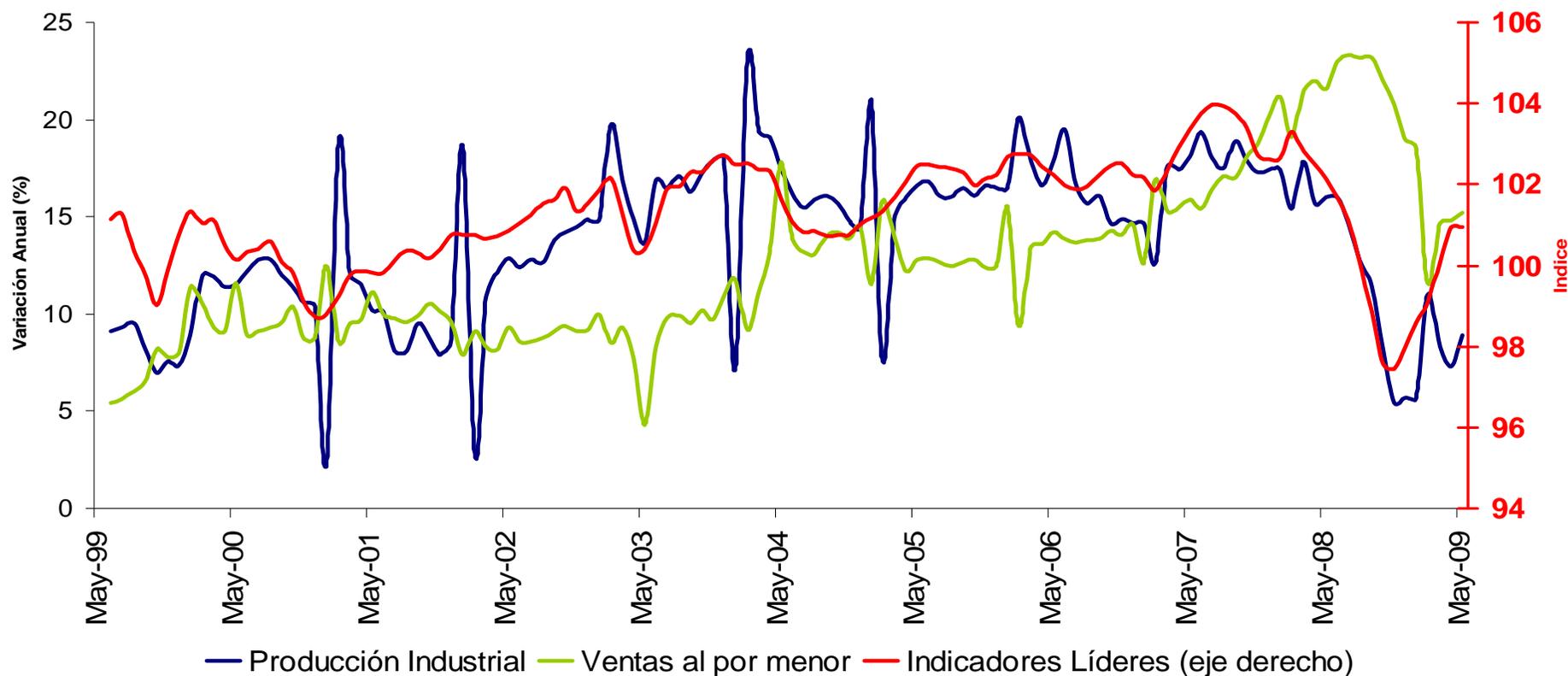


Pronósticos de *The Economist* sobre crecimiento industrial en 2009 (%)



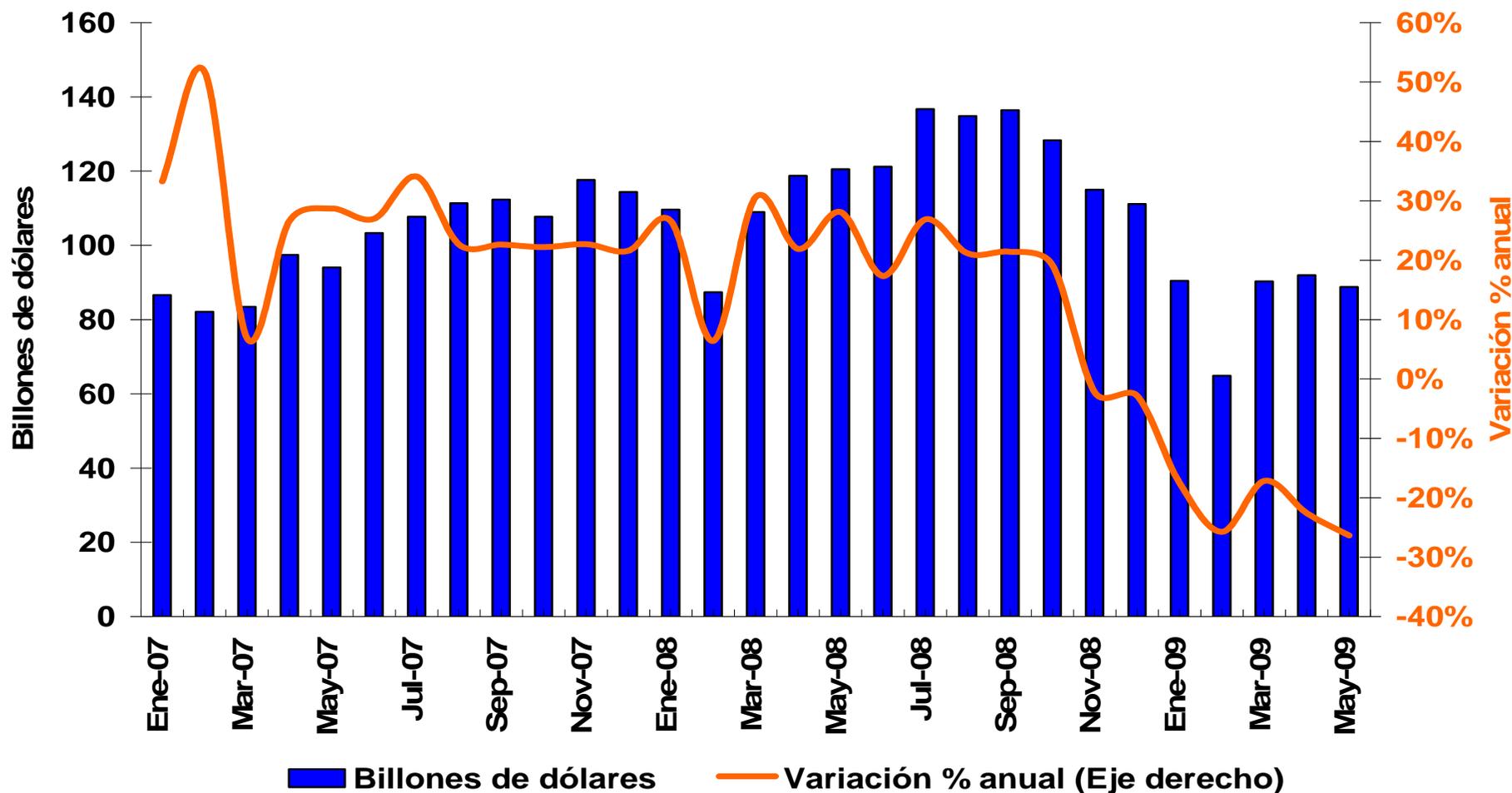
El PIB de China creció 9% en 2008 y lo hará entre 6,8% y 7,8% en 2009, impulsado fundamentalmente por inversión pública en infraestructura e innovación, y por consumo de los hogares. Superaría pronto a Japón

Indicadores de Actividad Económica en China

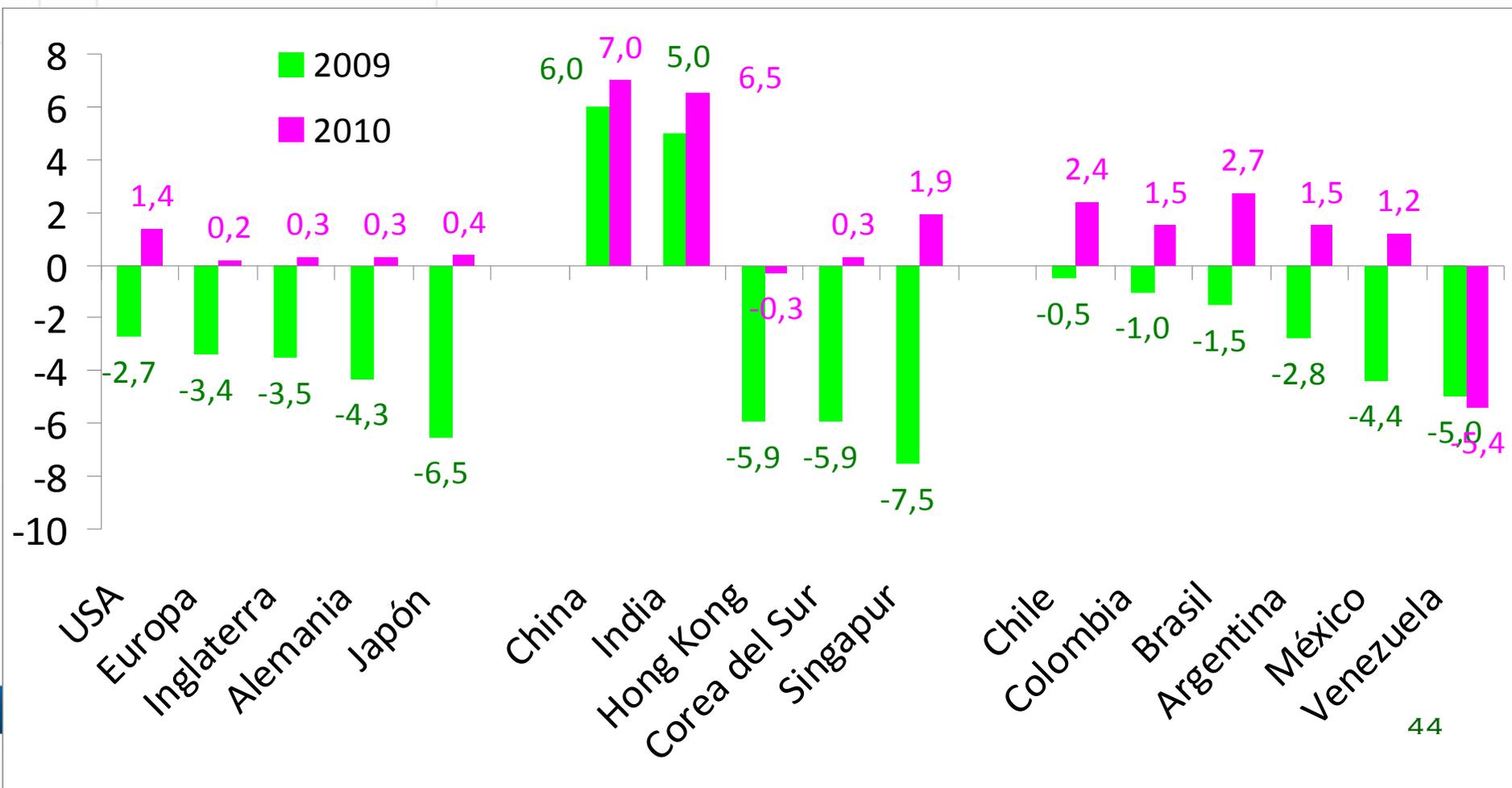


Además, las exportaciones de China no se dan por vencidas

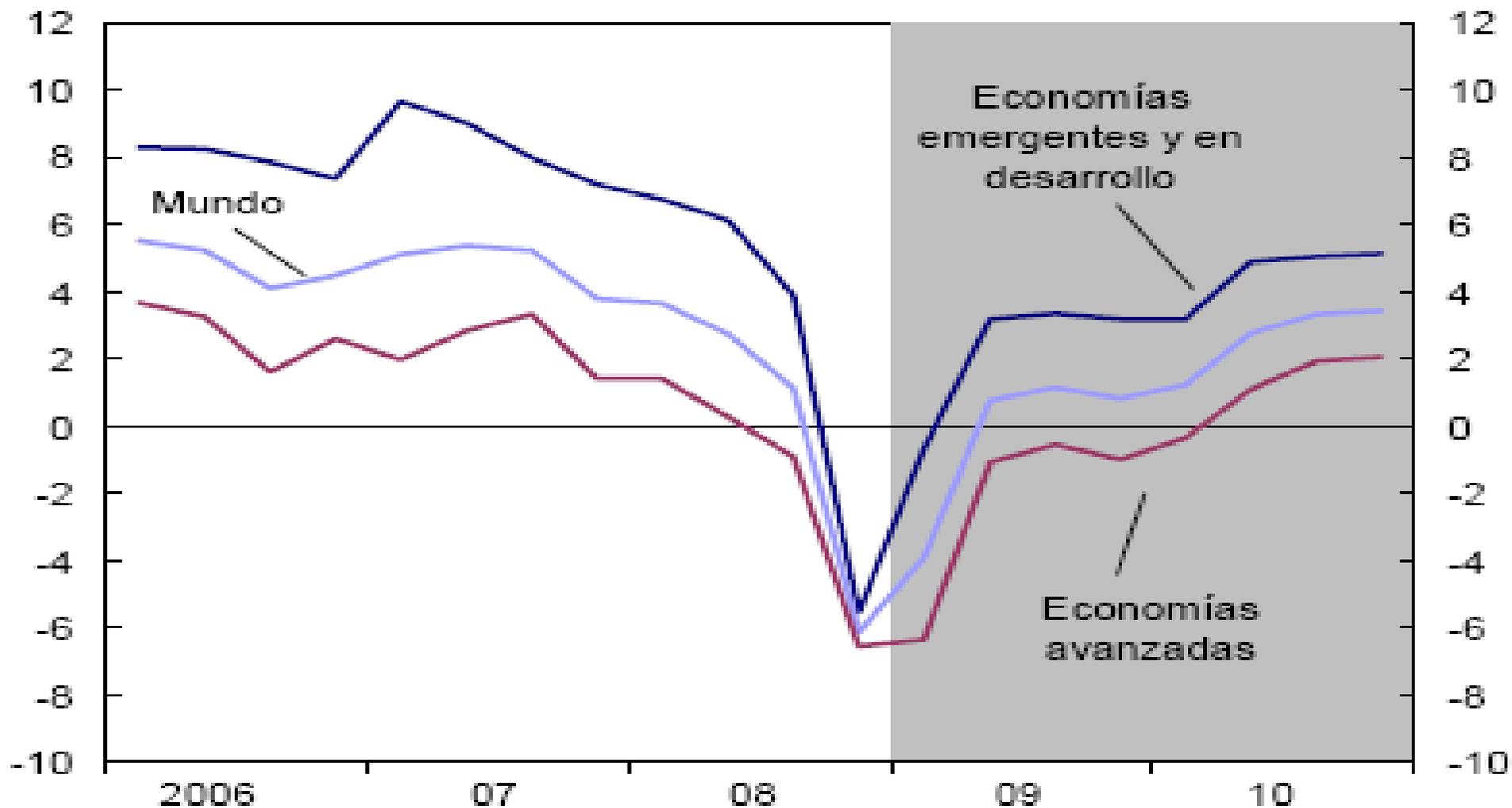
Exportaciones China



Pronósticos PIB en 2009. *The Economist* estima una caída para Colombia de -2%. Para 2010 prevé +1,8%. China e India, los únicos motores globales del crecimiento en 2010. Aunque marchando apenas a 'media-máquina'



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

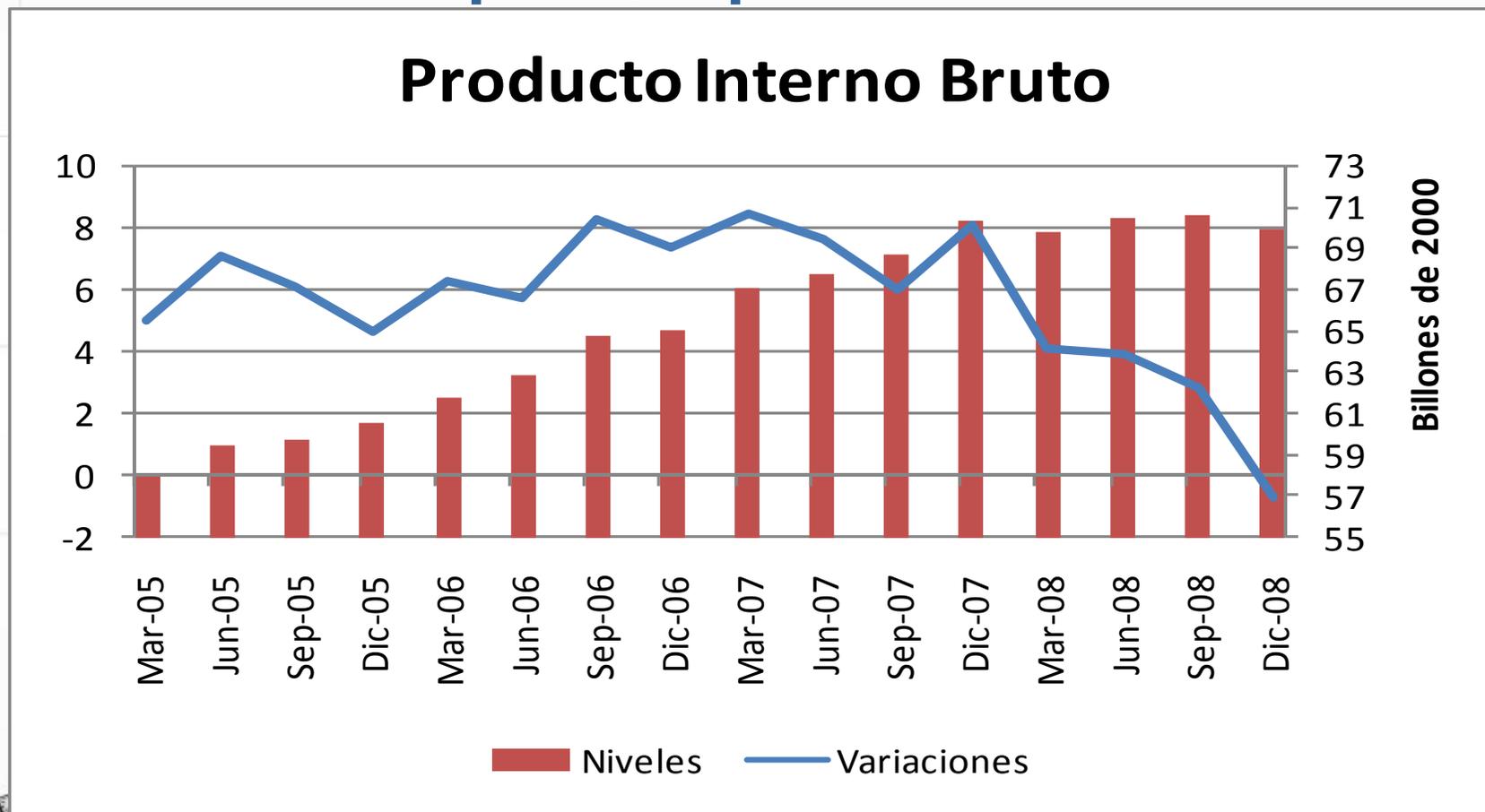


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

IV. NUESTRA ECONOMÍA



El PIB empezó a estancarse desde IV trim. de 2007, mucho antes del impacto de la recesión global, que apenas comenzó a sentirse un año después, a partir del IV trim. de 2008



La economía dejó de crecer durante 2008 a pesar de que en ese año con relación al 2007...

- Las exportaciones totales crecieron 26,3%
- Las remesas 7,8% al llegar a US \$4.842 millones
- La IED neta 3,3% al llegar a US \$8.406 millones
- Los flujos de capital del sector privado distintos a la IED aumentaron en US \$1.455 millones



Del lado de la demanda el primer factor de la desaceleración en 2008 fue la caída del consumo de los hogares, cuya contribución a la misma fue 3,3 puntos % del PIB. Y el segundo en importancia, la caída del consumo del Gobierno

Crecimiento Anual del PIB por tipo de Gasto

	2007	I - 2008	II - 2008	III - 2008	IV - 2008	2008
Consumo final	6.9	3.6	2.8	1.4	1.3	2.3
Consumo de los Hogares	7.6	4.2	2.8	1.5	1.7	2.5
Consumo del Gobierno	4.5	1.4	2.9	1.2	-0.1	1.3
Formación bruta de capital	13.7	8.1	9.9	13.1	0.0	7.7
Demanda final interna	8.5	4.7	4.5	4.1	1.0	3.5
Exportaciones totales	11.4	14.5	9.0	3.4	6.3	8.1
Importaciones totales	13.9	12.9	9.4	8.1	10.3	10.1
Producto interno bruto	7.5	4.1	3.9	2.9	-0.7	2.5

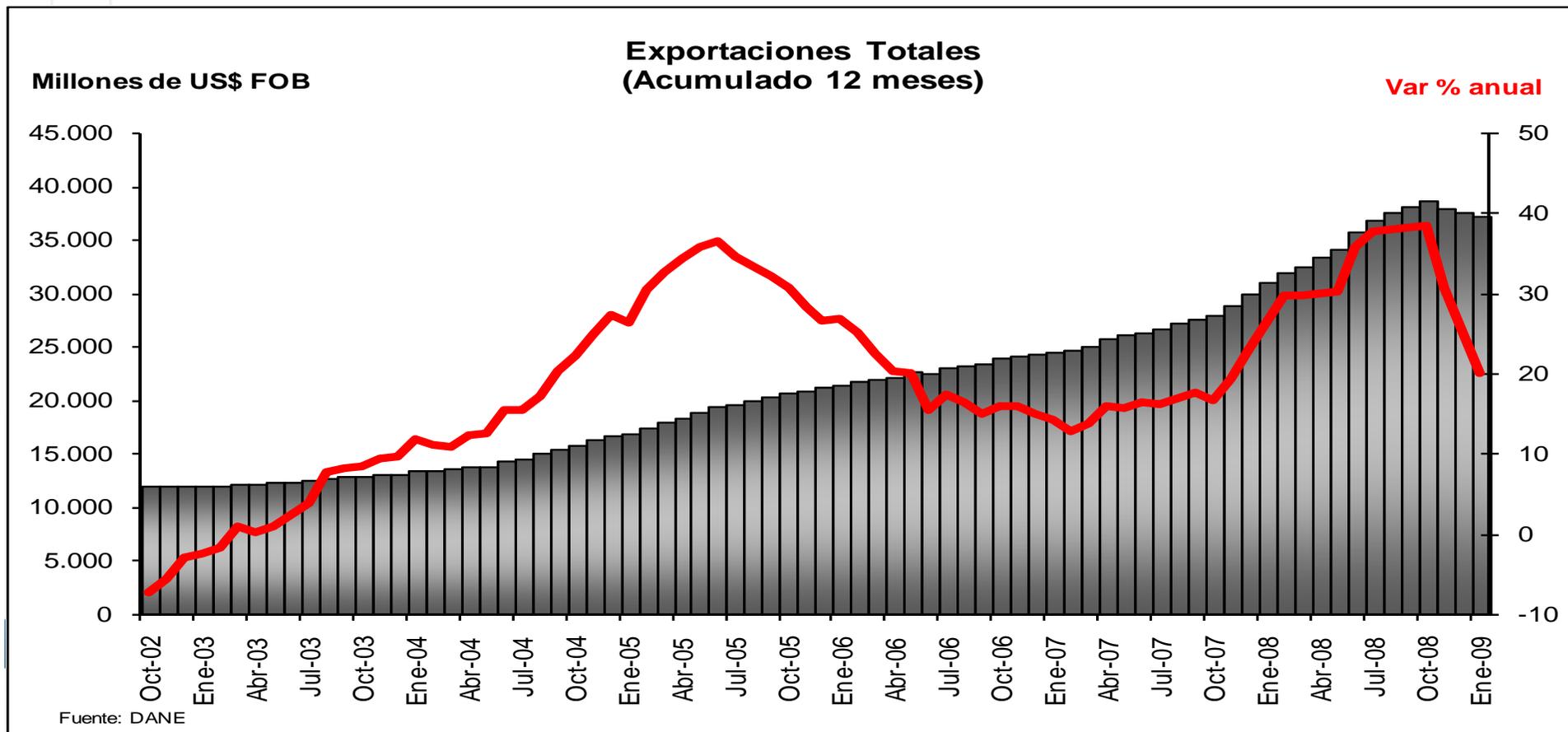
Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República

En suma, las causas de la desaceleración del crecimiento económico durante 2008...

No hay evidencia de que la recesión global haya sido la causa. Aunque en 2009 sí comenzó a afectar en serio a la economía. La explicación más bien yace en factores internos:

1. La política monetaria
2. Lenta ejecución de obras civiles
3. Efectos de la fuerte apreciación del peso
4. Choques externos de oferta de alimentos que mermaron el ingreso disponible de los hogares y redujeron su consumo de bienes durables

Los primeros efectos de la recesión global sólo comenzaron a sentirse hacia finales del 2008: fuerte desaceleración del crecimiento de las exportaciones a partir del IV trim. de 2008. En el primer trim. de 2009 a EU cayeron 27%. A Venezuela todavía crecían 4%



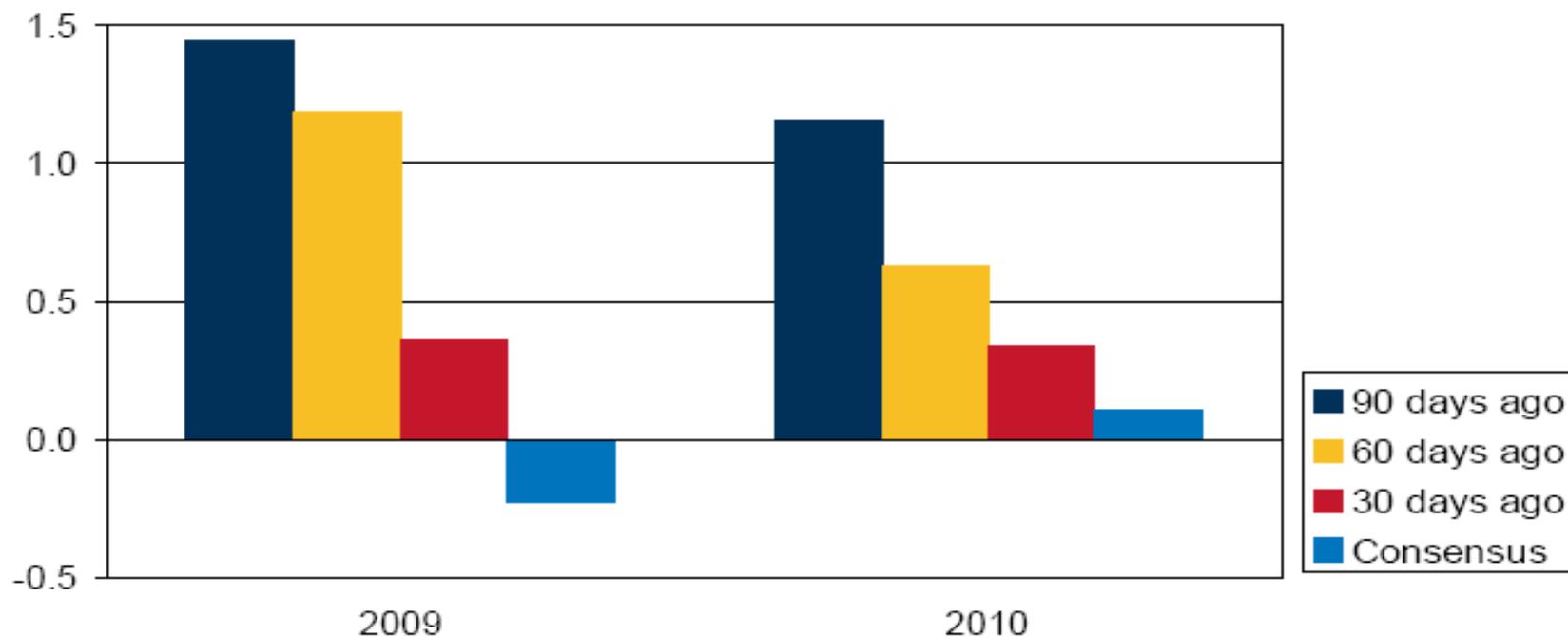
Proyección del crecimiento de las exportaciones 'no tradicionales' 2009. La amenaza más relevante contra la recuperación en el II semestre de 2009 provendrá de la suerte económica que corran Venezuela y Ecuador. Y de la del petróleo, del cual dependen. Según el IIF el PIB de Ecuador caería -1,8% en 2009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

- 2009: -15.3%
 - Estados Unidos: -10.0 %
 - Venezuela: -20.0 %
 - Ecuador : -30.0%
 - Resto: -10.0 %

- 2010: 0.2%



Pronósticos de crecimiento para Venezuela. *The Economist* prevé caídas del PIB de - 5,5% y - 5,4% para 2009 y 2010 respectivamente. Su inflación (aprox 30%) está golpeando en grado cada vez más agudo a sus consumidores. Factor muy negativo para la industria colombiana (por lo pronto con excepción de alimentos procesados)

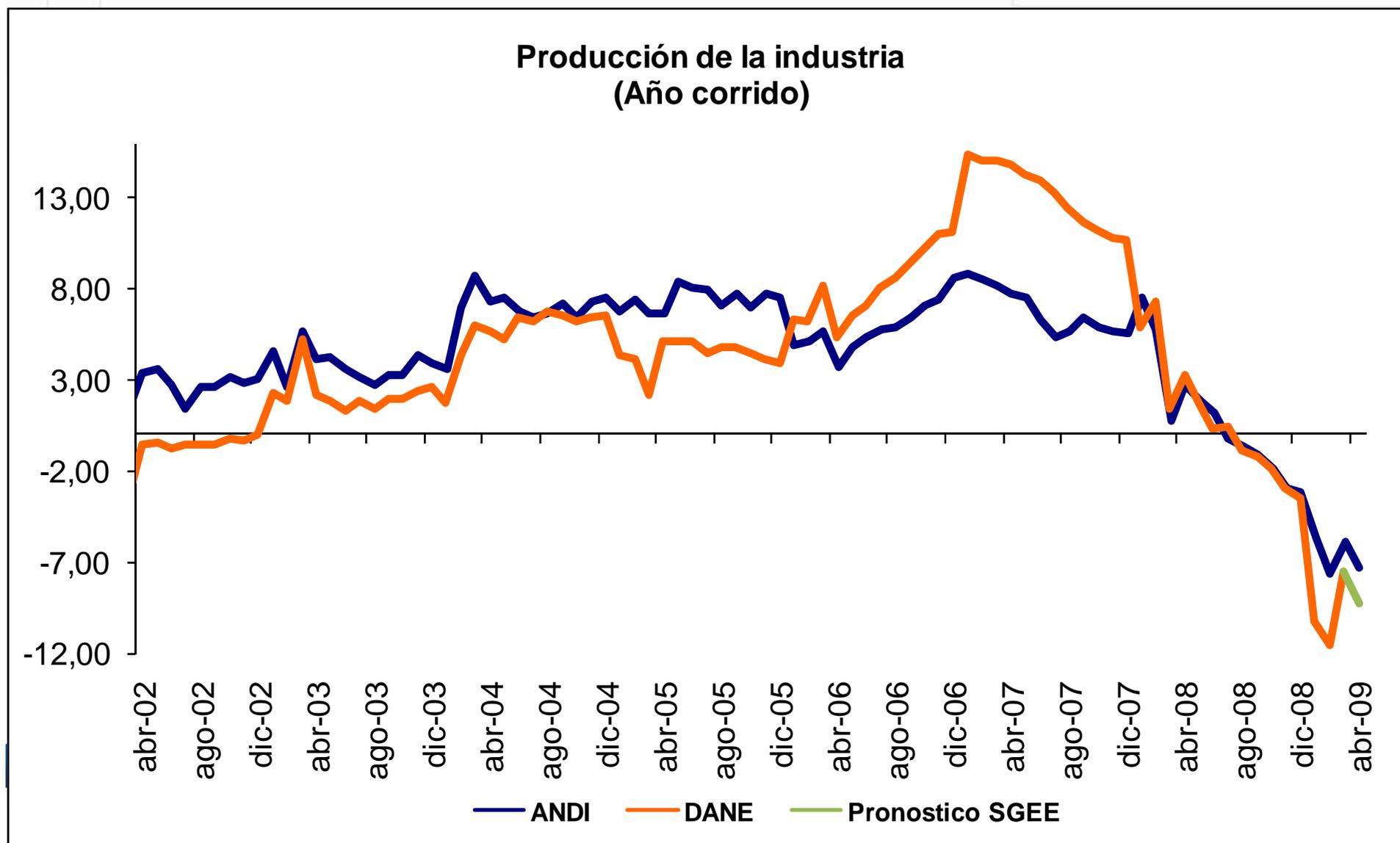


Proyección de la Balanza de Pagos

BALANZA DE PAGOS	2008	Esc. Base	
		2009	2010
CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)	-6.765	-7.764	-8.034
<i>Porcentaje del PIB</i>	<i>-2,8</i>	<i>-3,7</i>	<i>-3,5</i>
A. Bienes	990	-2.431	-1.863
a Comercio general	782	-2.516	-1.914
i. Exportaciones	37.095	27.113	29.043
Tradicional	19.994	12.407	14.286
No tradicional	17.101	14.706	14.757
ii Importaciones FOB	36.313	29.629	30.957
b Operaciones especiales de comercio exterior	208	86	51
B. Servicios no factoriales	-3.129	-2.810	-2.980
C. Renta de los Factores	-10.138	-7.489	-8.206
D. Transferencias corrientes	5.512	4.965	5.015
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	9.551	7.358	8.436
A. Sector Privado + IED neta + Ecopetrol	9.216	3.374	6.046
B. Sector Público	336	3.985	2.390
ERRORES Y OMISIONES	-149	0	0
VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	2.638	-405	401

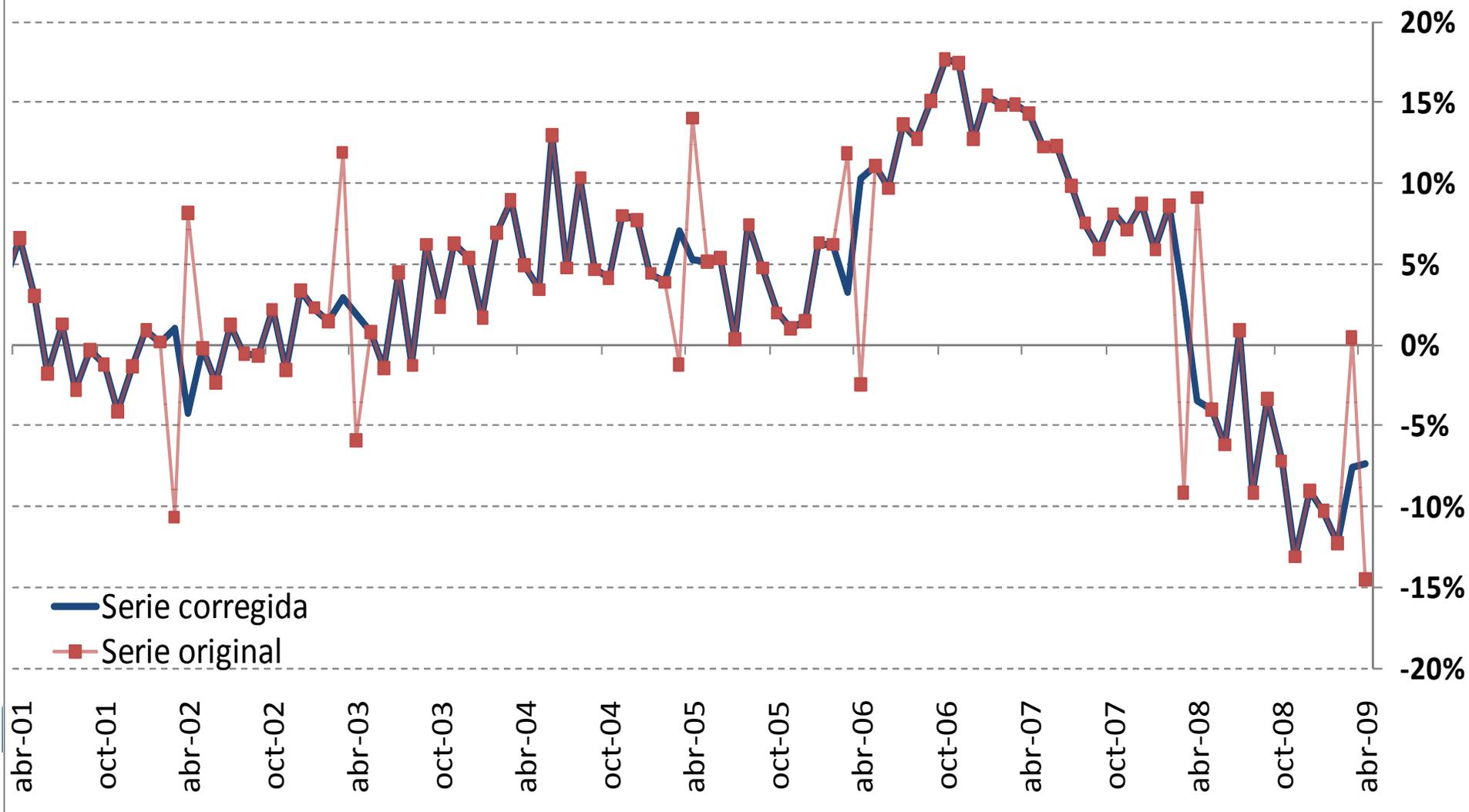


En lo corrido del año a abril la prod. industrial según ANDI decreció -7,3% anual. Y según DANE en sólo abril la contracción fue del -14,5%



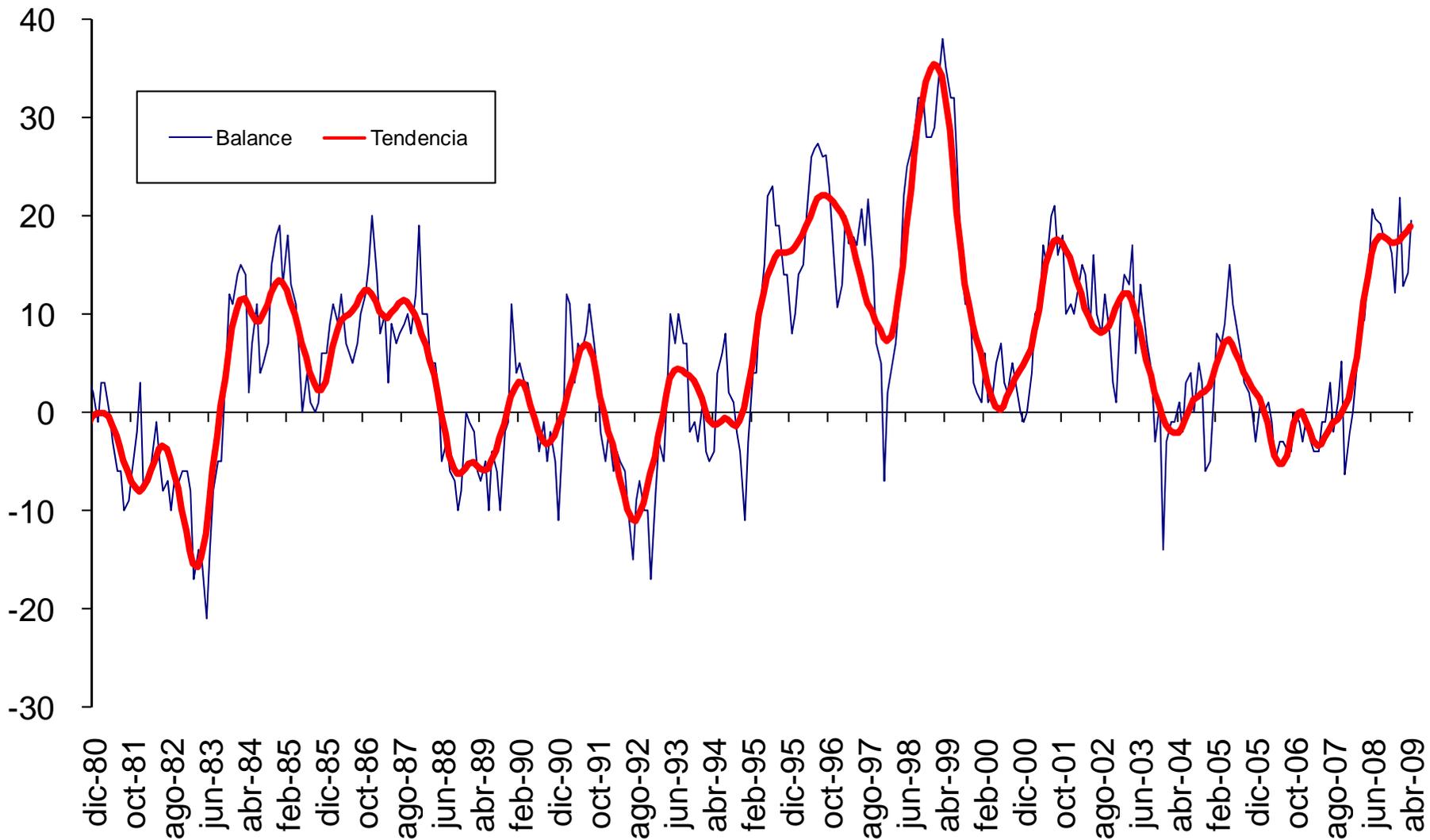
Pero cuando la cifra de abril se ajusta por días hábiles por la Semana Santa, la caída es de -7,5%

Crecimiento anual de la producción industrial
(serie original vs. serie corregida por días hábiles en Semana Santa)

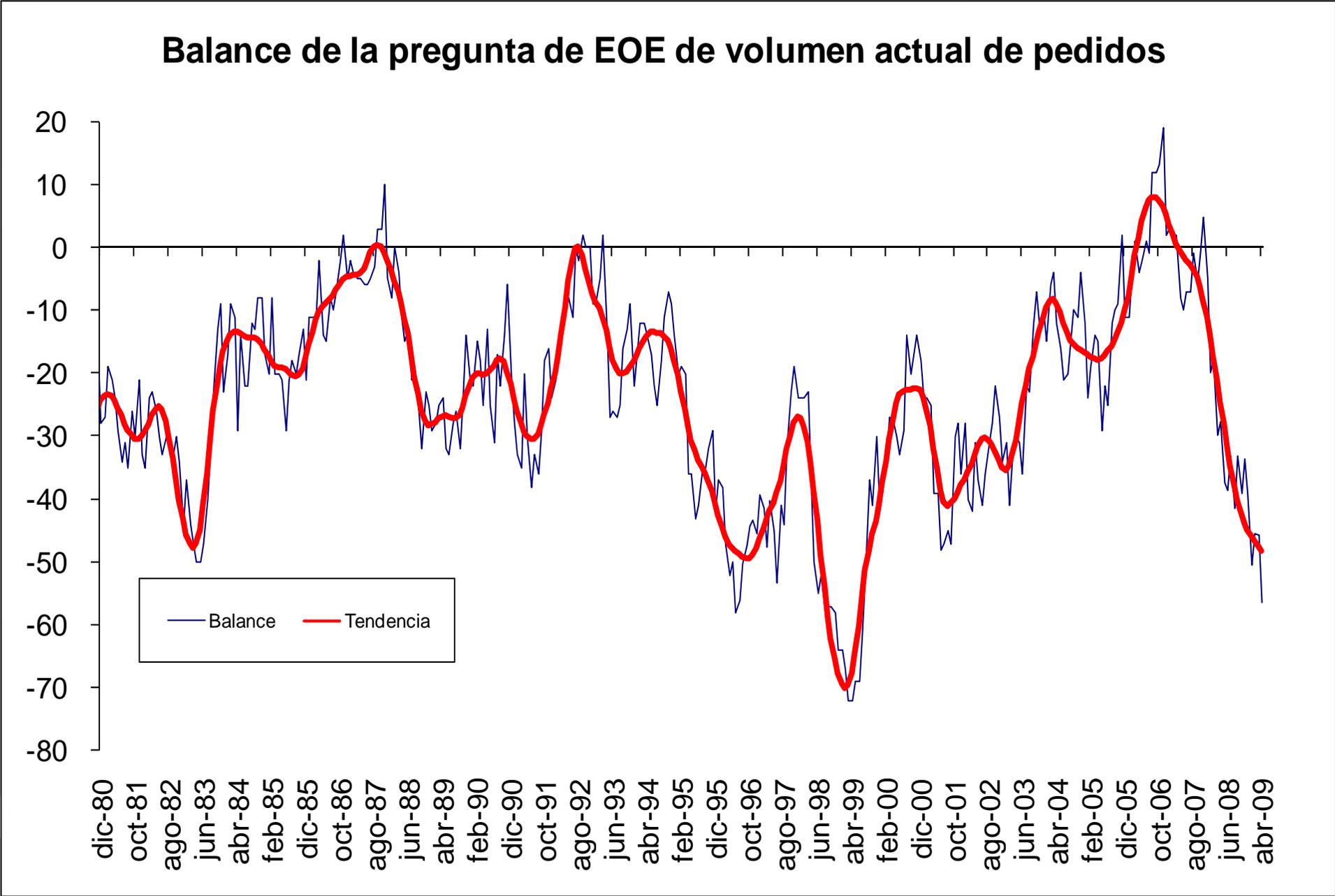


En abril las existencias siguieron aumentando

Balance de la pregunta de EOE de existencias

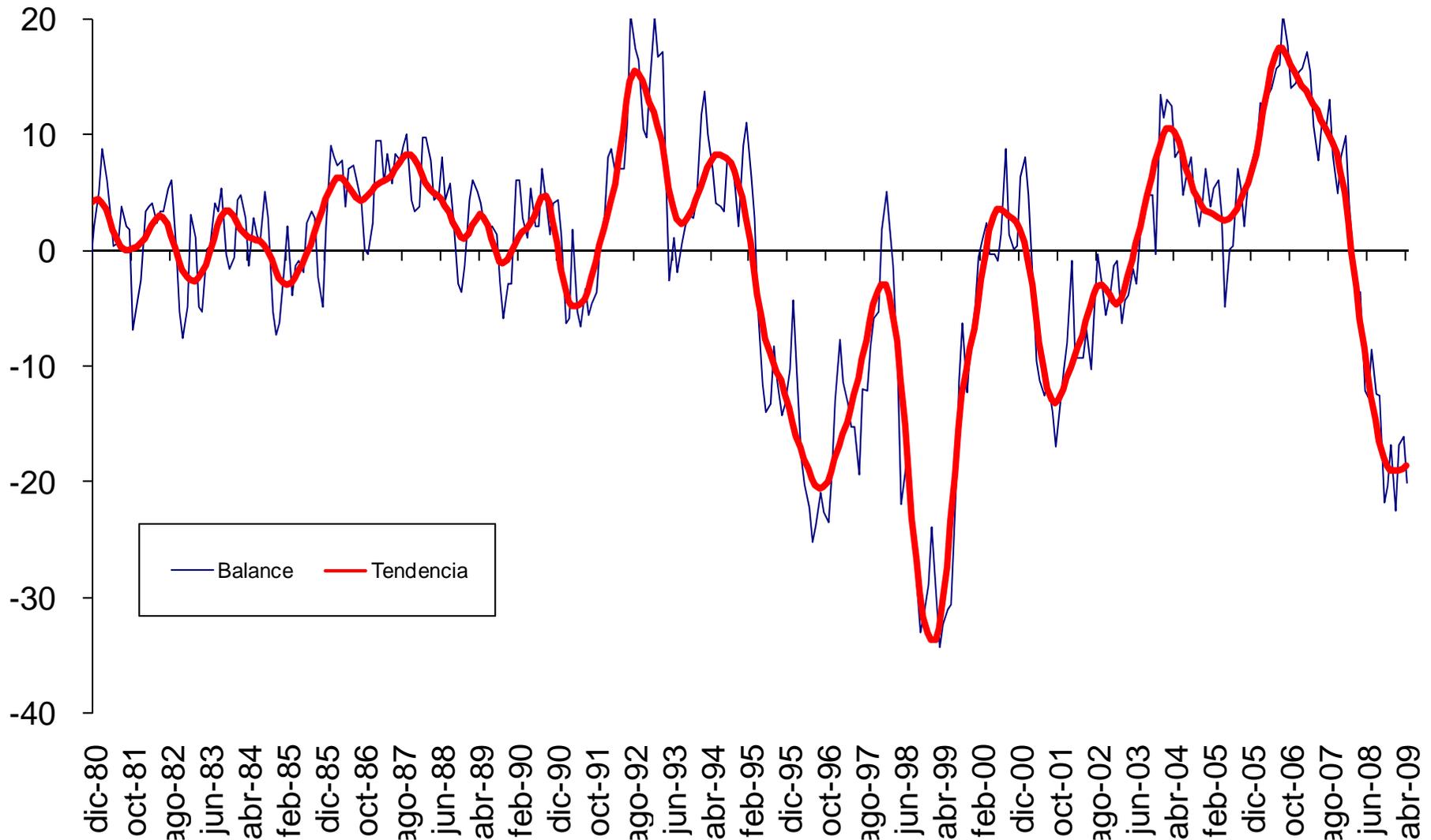


En tanto que los pedidos continuaron en picada

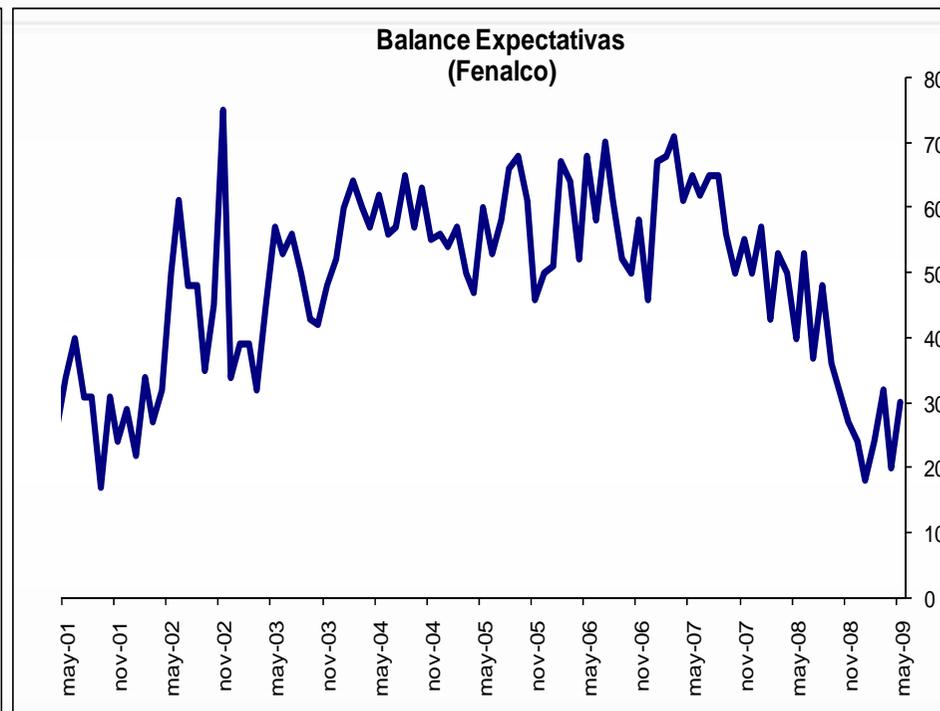
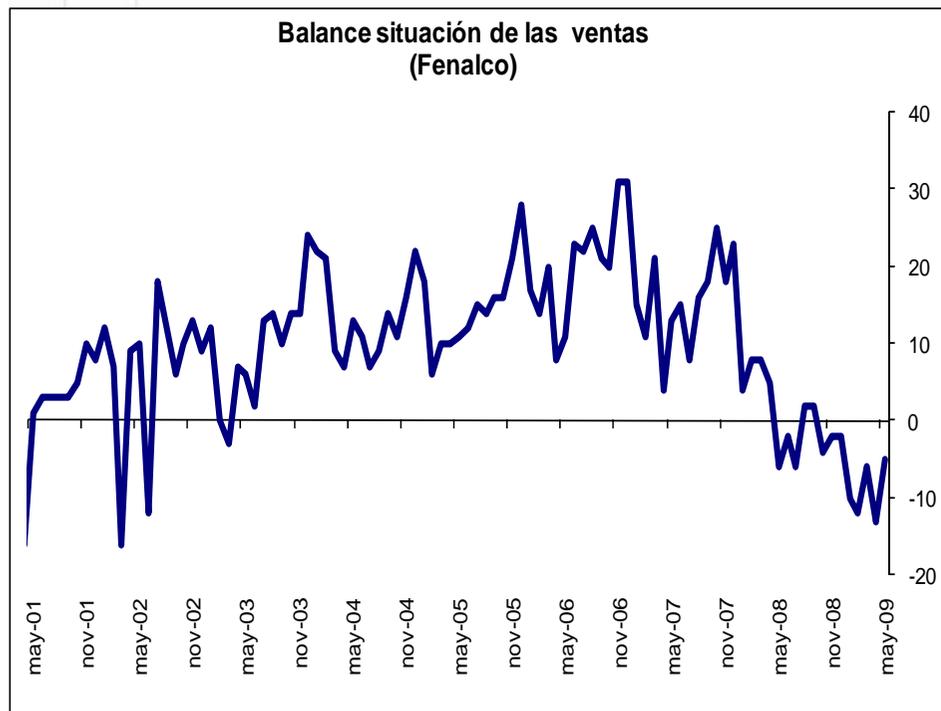


El índice de confianza derrumbado. Pero ¿tocando piso desde abril?

Balance del Índice de Confianza de la Industria



Los indicadores de FENALCO sobre ventas y expectativas de la actividad comercial para mayo mostraron una ligera mejoría

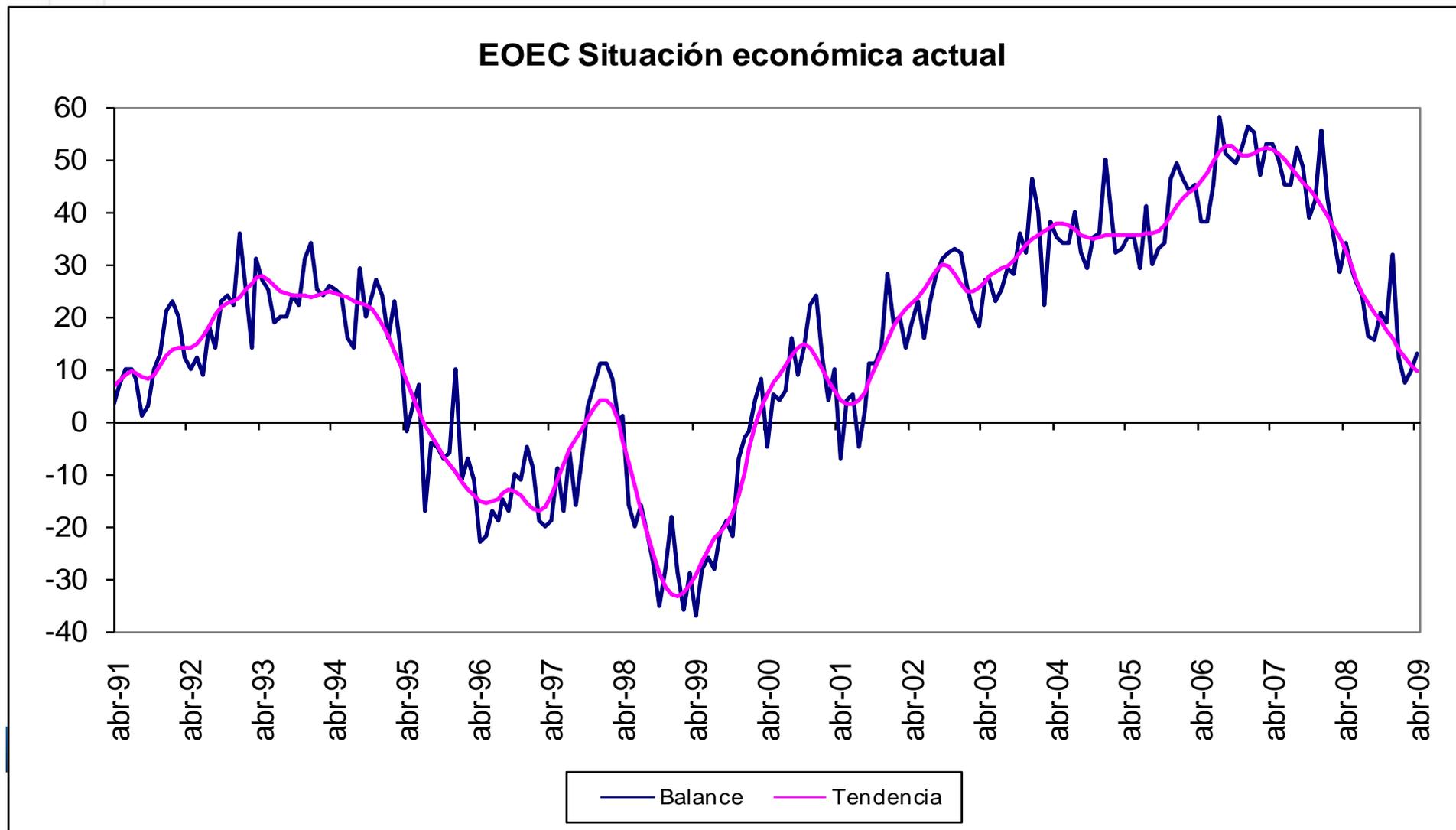


Ventas actuales

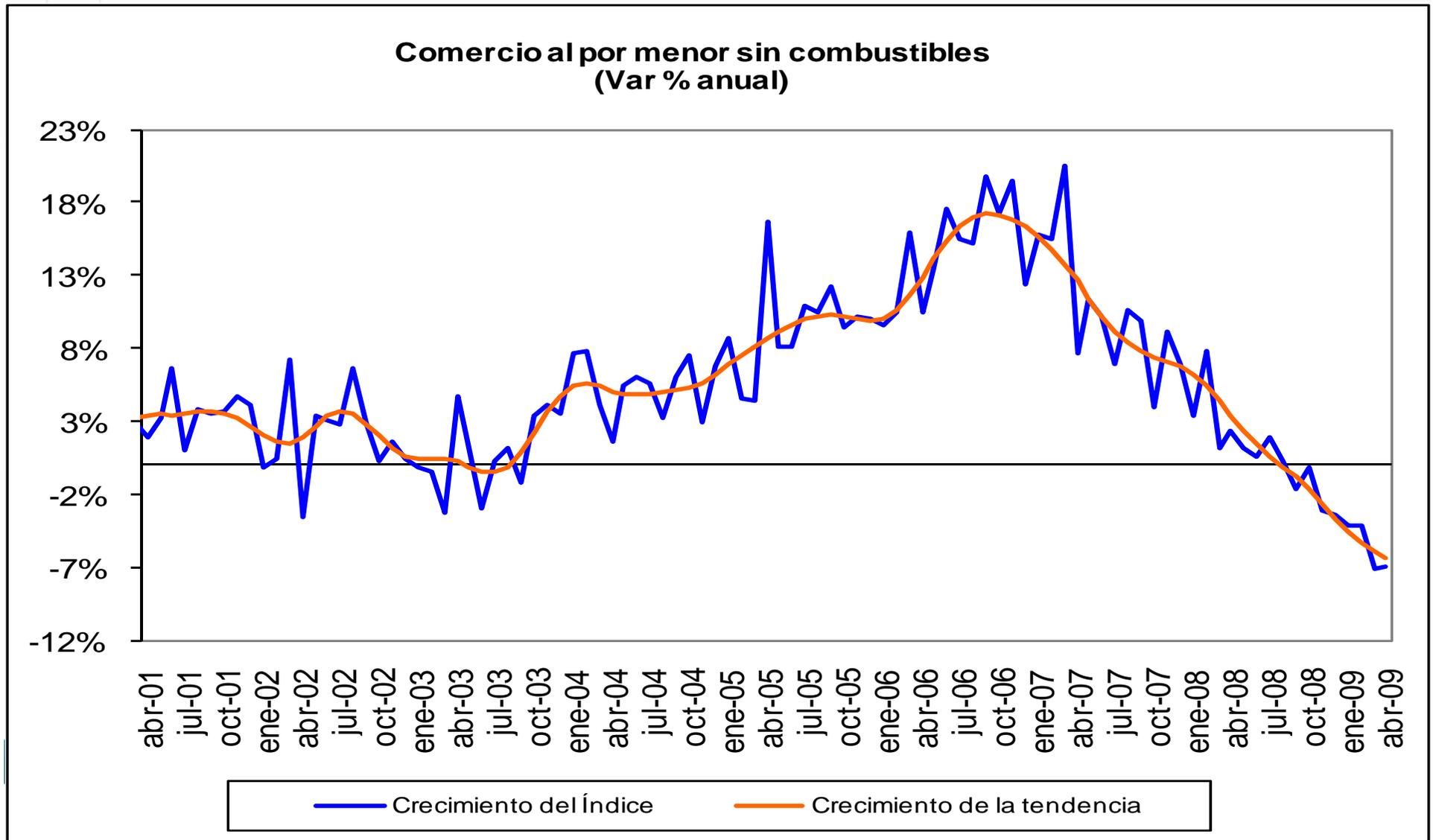
Expectativas a seis meses



En abril la percepción sobre la situación del comercio mejoró ligeramente. Sin embargo, su tendencia sigue decreciente

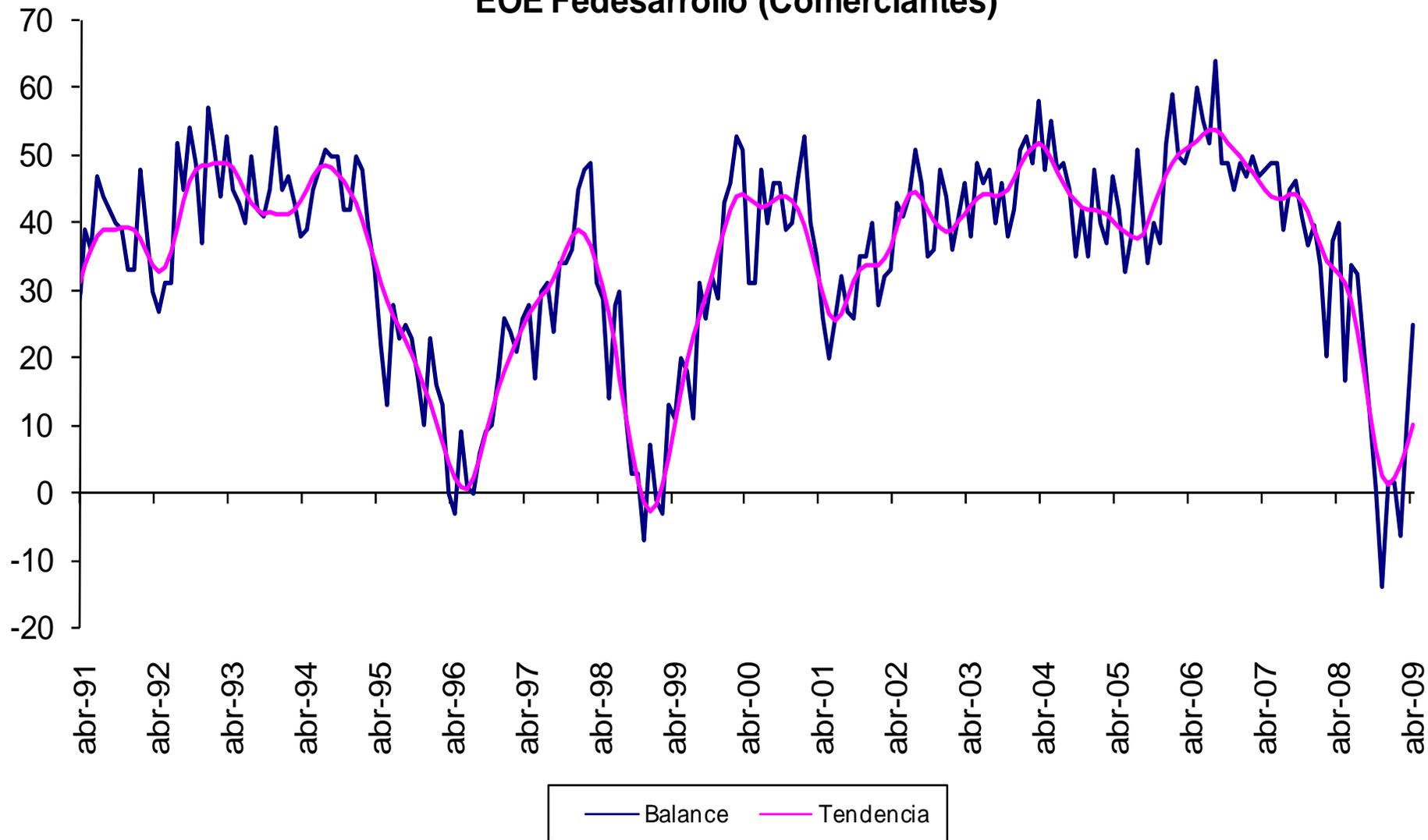


En el mismo mes de abril, según DANE, las ventas del comercio al por menor cayeron -7,05%

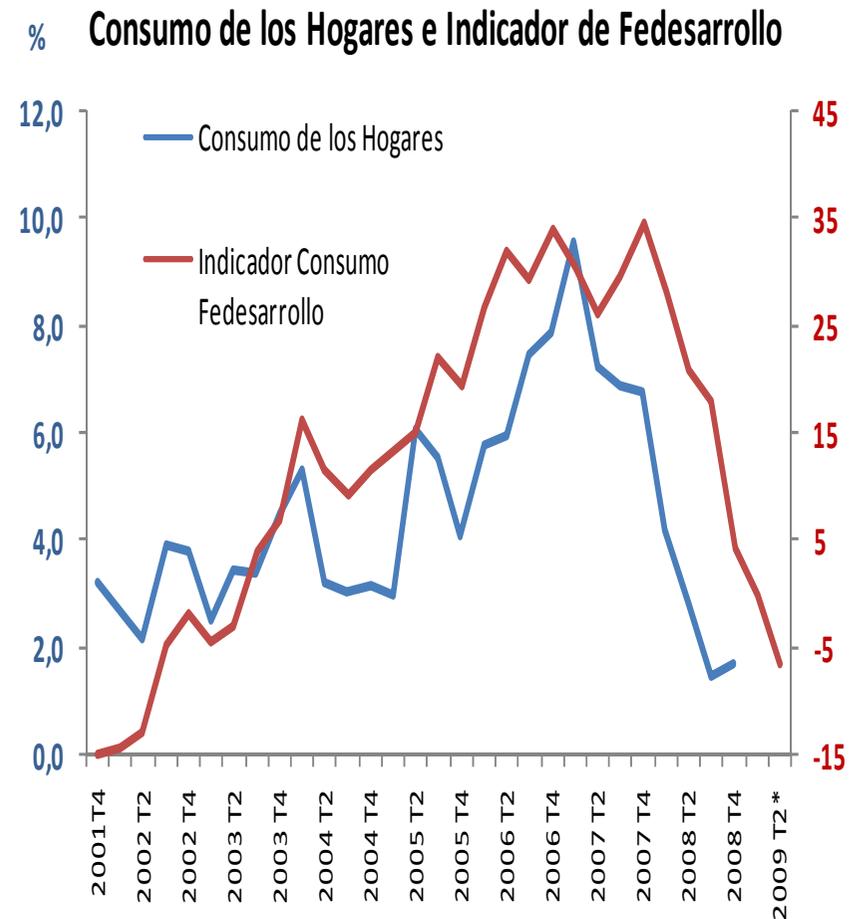
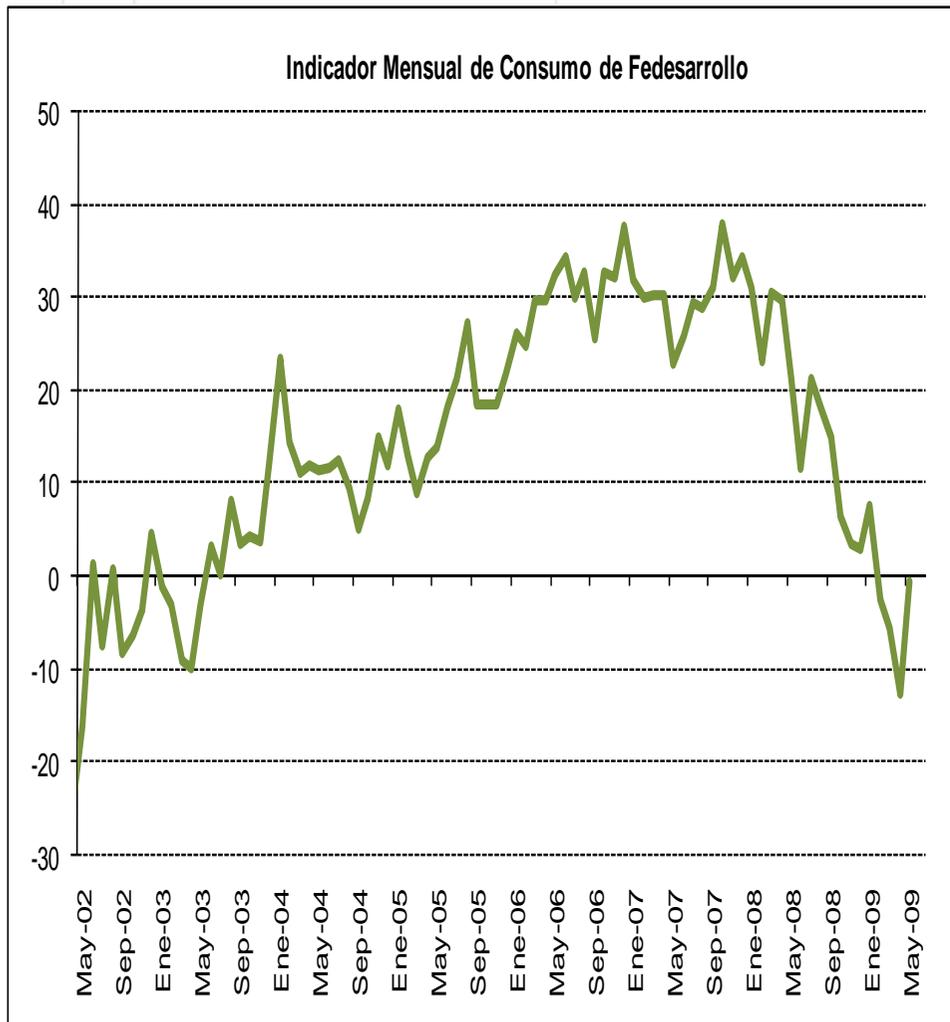


No obstante, en abril las expectativas de los comerciantes mejoraron notablemente

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



Índice de confianza del consumidor: leve recuperación en mayo. El problema no es sólo falta de capacidad de compra, sino también falta de confianza para endeudarse y consumir



En mi opinión, en 2009 el PIB crecería entre -1,5 % y 0%. 2010 entre +2% y +3%. Pero a fin de lograrlo se debe mantener fase expansiva de la p. monetaria, siempre y cuando la inflación y sus expectativas se mantengan dentro de la meta

	Pronóstico Anterior Abril 20 - 09 I Trim	Pronóstico Actual Junio 16 - 09 I Trim	Posible Sesgo	Pronóstico Actual Año 2009
Consumo final	1.2	1.0		1.3
Consumo de los Hogares	0.3	0.2		0.8
Consumo del Gobierno	4.5	4.0		3.2
Formación bruta de capital	-3.8	-4.3		-6.1
Formación bruta de capital fijo	-0.1	0.1		-3.2
Existencias	-25.0	-30.0		-24.8
Exportaciones totales	2.0	0.0		-0.7
Importaciones totales	3.6	1.6		-1.7
Producto interno bruto	-0.7	-0.8		-0.2
Demanda final interna	0.0	-0.3		-0.5

Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República

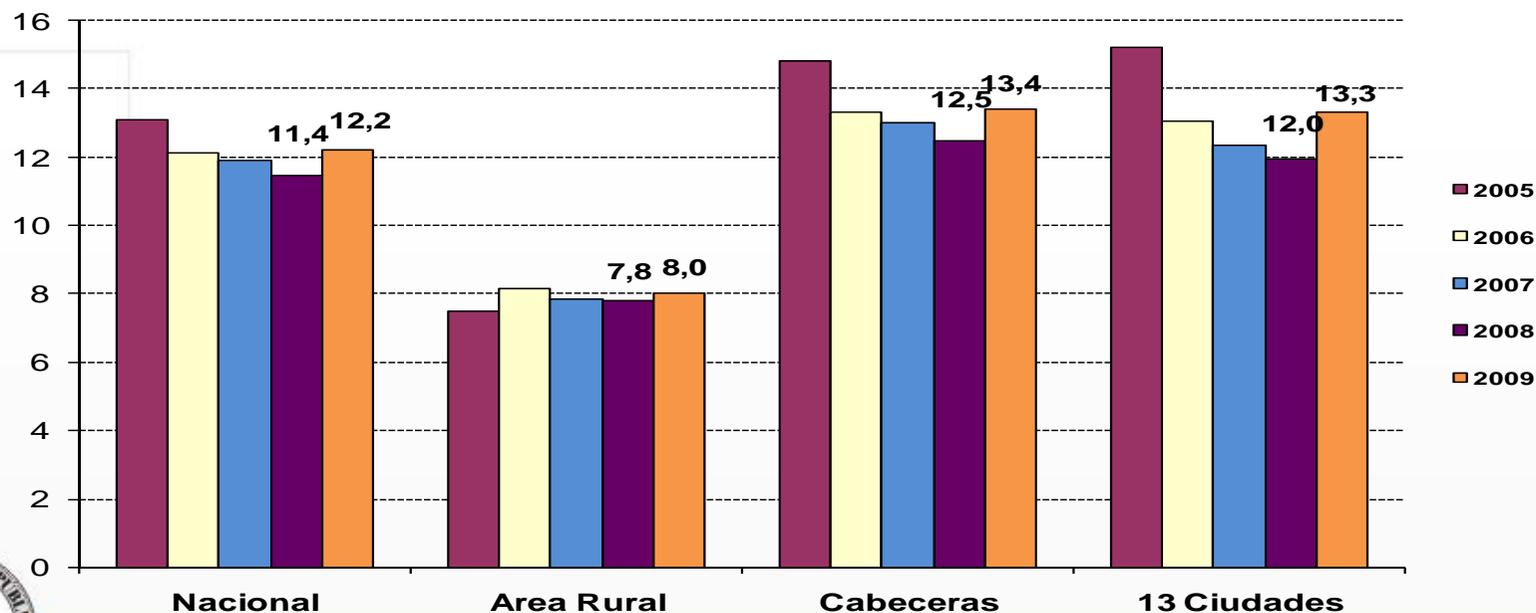
Sesgo a la baja

Sesgo al alza



Tasa de desempleo (TD) en alza desde julio de 2008. La nacional del trim. enero-abril se ubica en 12,2%, y la de las 13 principales ciudades en 13,3%. Sólo Medellín pasó de 14% al 18%, acercándose a Ibagué y Pereira. A lo largo del 2009 veremos TD aún superiores

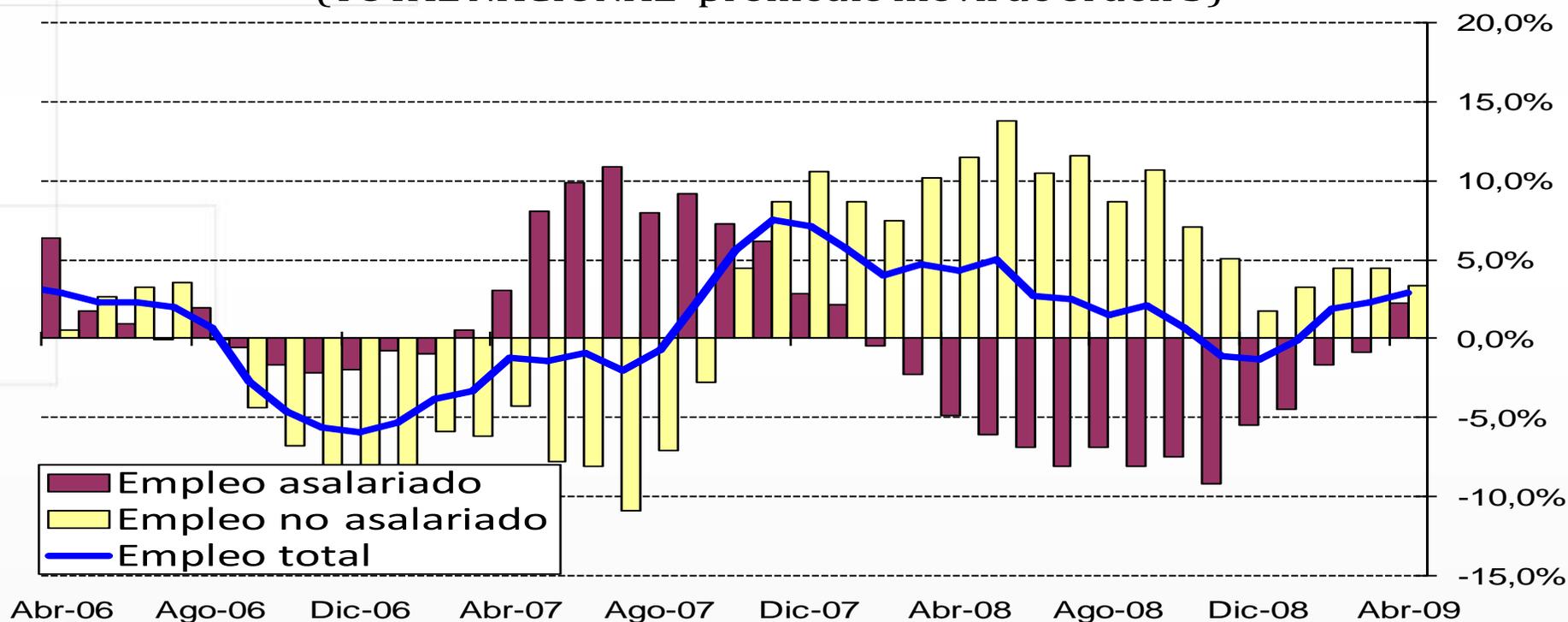
Tasa de desempleo
Febrero - Marzo - Abril



Fuente: GEIH - DANE

La destrucción de empleo asalariado cesó. En el primer trimestre se perdieron 567.000 frente al promedio de 2007. La creación de empleo total sólo se explica por los 'cuenta propia'

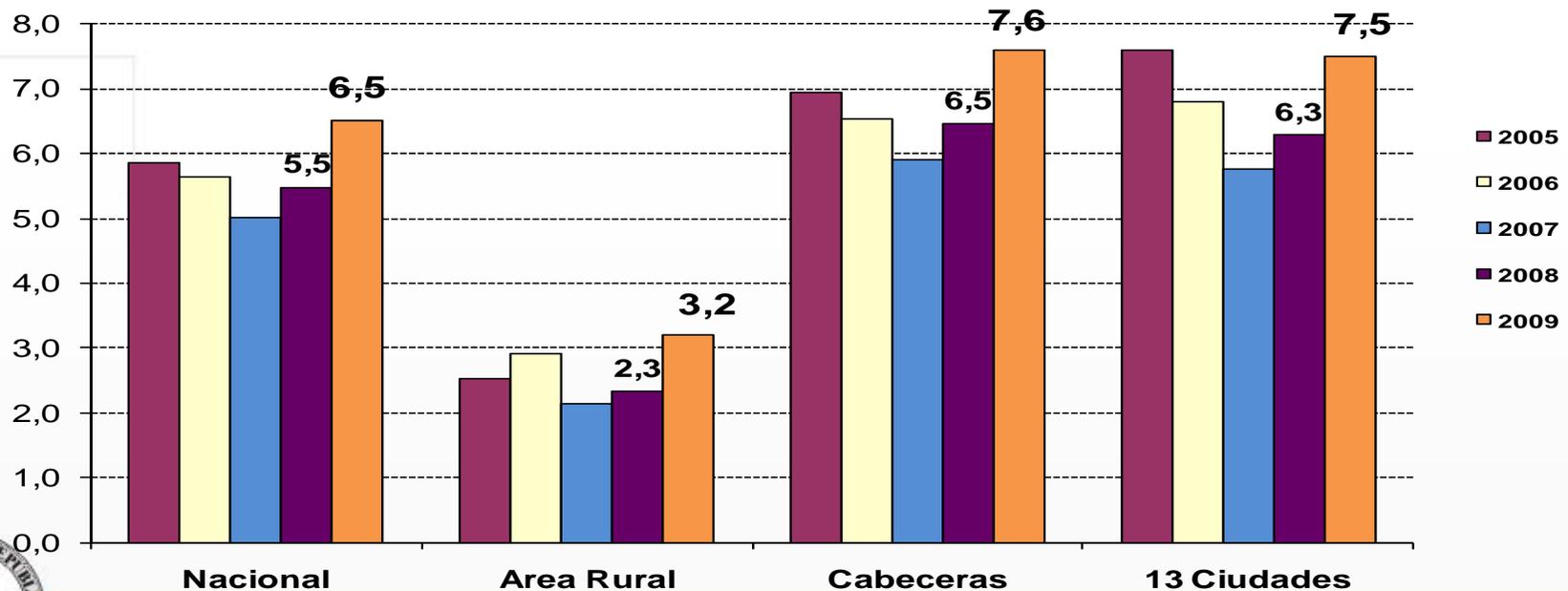
Creación de Empleo
(TOTAL NACIONAL- promedio móvil de orden 3)



Fuente: GEIH – DANE

El desempleo de jefes de hogar aumentando fuertemente en todos los dominios de la encuesta. Donde más creció fue en las 13 ciudades. El consiguiente aumento de la pobreza de los hogares puede explicar el notable incremento en la tasa de participación laboral: *todos en la familia al 'rebusque'*

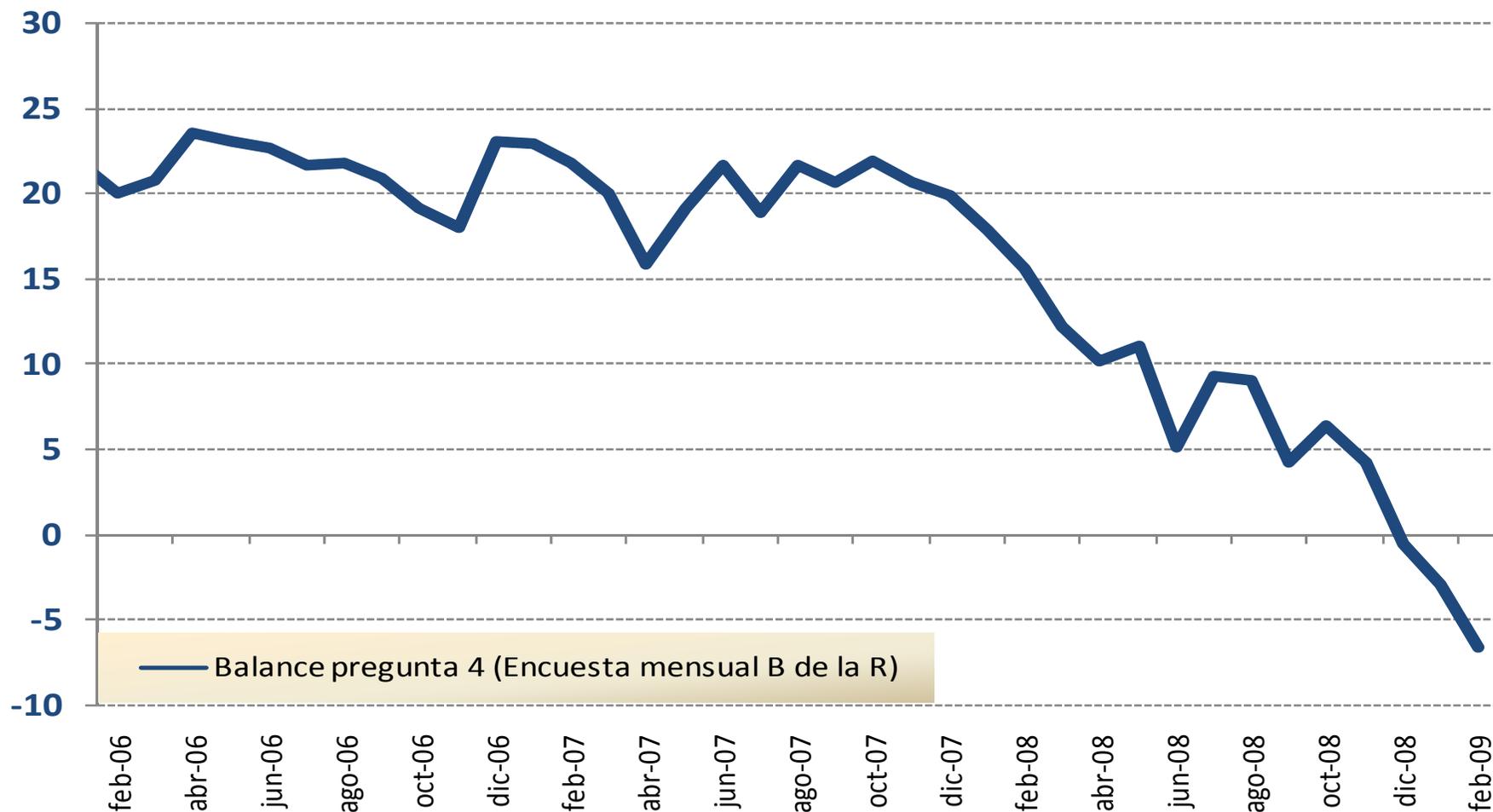
Tasa de desempleo - Jefes de hogar
Febrero - Marzo - Abril



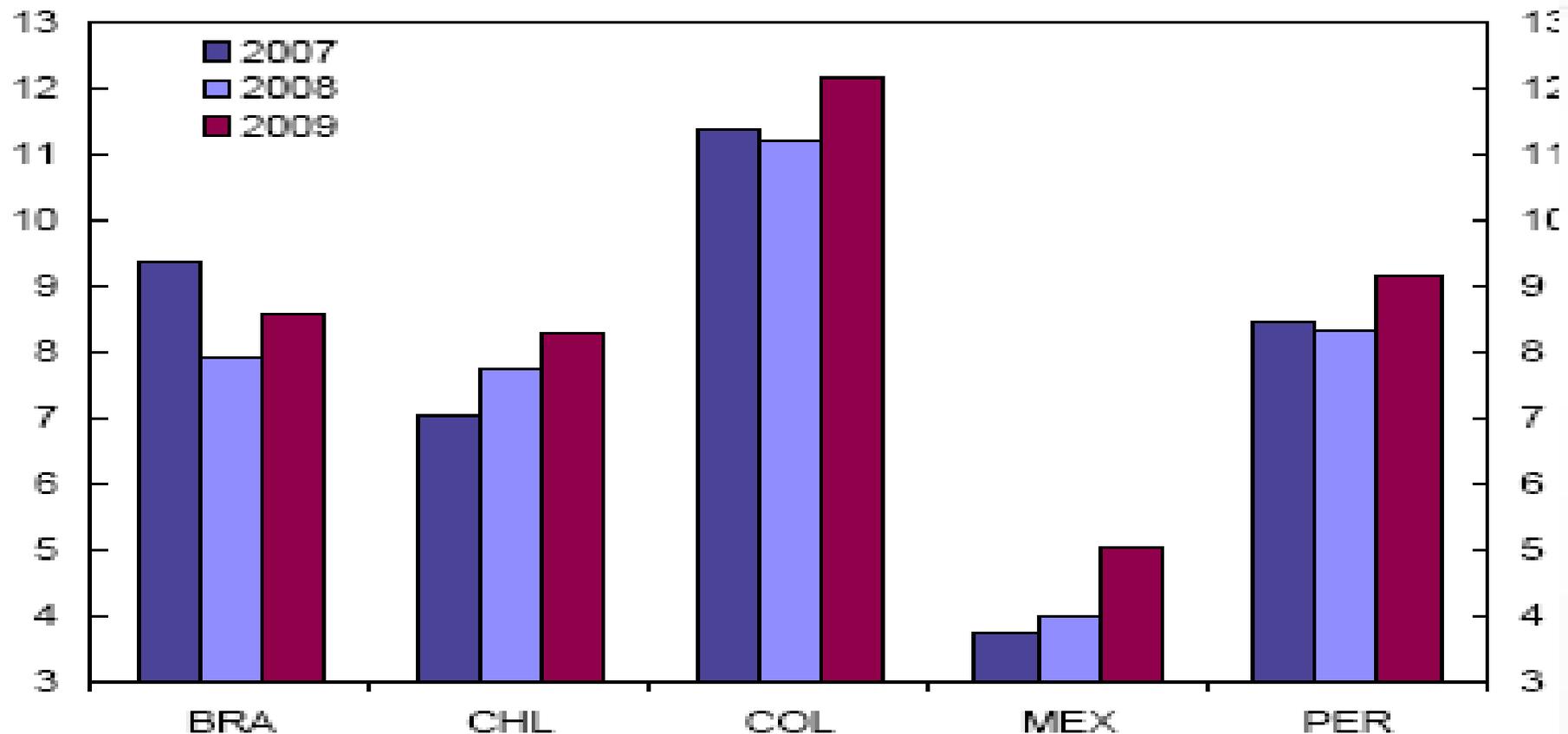
Fuente: GEIH - DANE

"El número de trabajadores de tiempo completo que su empresa piensa emplear en los próximos 12 meses, comparado con el nivel actual es...".
Las respuestas: la TD seguiría en alza

Pregunta 4* Encuesta mensual B de la R
(balance)



La TD de Colombia desde antes de la desaceleración de la economía en 2008 y de los efectos de la crisis mundial en 2009 ya era una de las más altas de la región



Fuente: Emerging Markets Economic Data (EMED).

1/ Las definiciones de desempleo pueden variar considerablemente de un país a otro. Para 2009, corresponde al promedio del período disponible.

Dos grandes lecciones de la 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.
- No basta concentrarse sólo en la inflación. También se requiere mucha más *contraciclicidad* de la política monetaria a través de regulación prudencial bajo la rectoría del banco central, a fin de prevenir los excesos de la innovación financiera y crediticia, y conjurar la formación de burbujas en los mercados de activos.



Gracias

