



# **PERSPECTIVA ECONÓMICA COLOMBIANA**

**CONGRESO COLFECAR**

**Cartagena, Octubre 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. El domino de los alimentos sobre la inflación
- II. La recesión global
- III. Los pronósticos
- IV. Nuestra economía
- V. Las lecciones de la crisis 2007/09

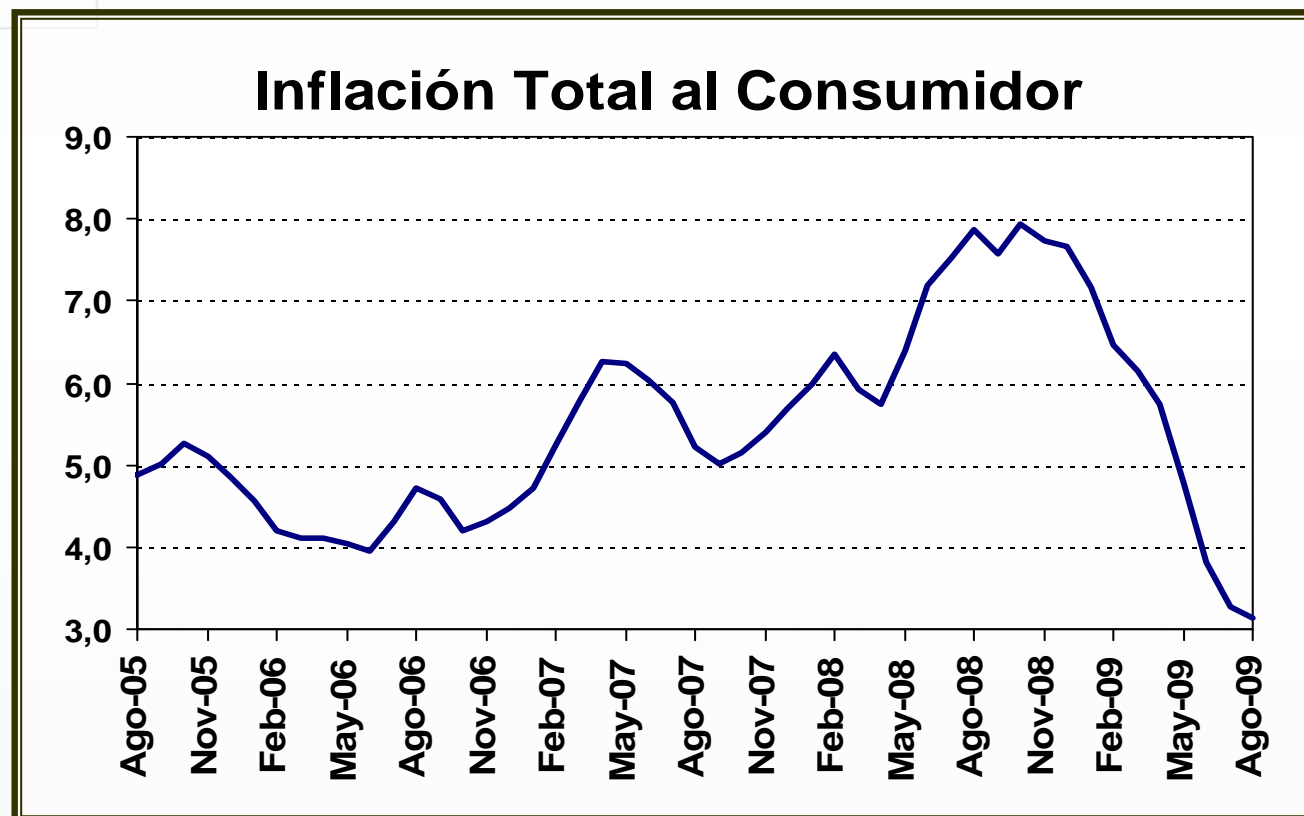


# **I. EL DOMINIO DE LOS ALIMENTOS SOBRE LA INFLACIÓN**



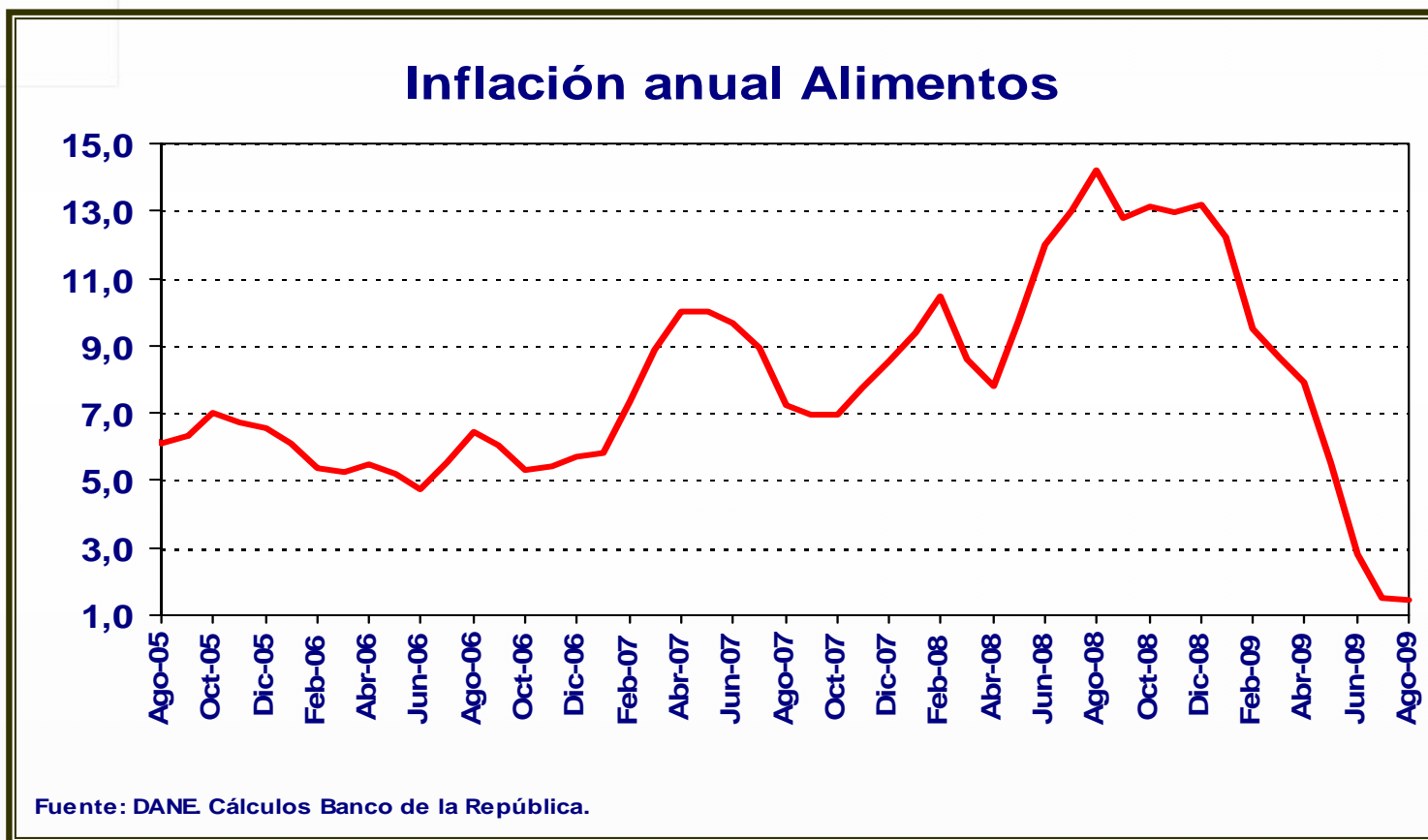
**La inflación cayó en Agosto por 10° mes consecutivo, situándose en 37% por debajo de la meta para Dic/09 (5%). Ha sido desde el mes de Junio la más baja de la historia de los últimos 47 años (3,06% en junio de 1962)**

Ago 09 = 3.13%  
Jul 09 = 3.28%  
Jun 09 = 3.81%  
May 09 = 4.77%  
Abr 09 = 5.73%  
Mar 09 = 6.14%



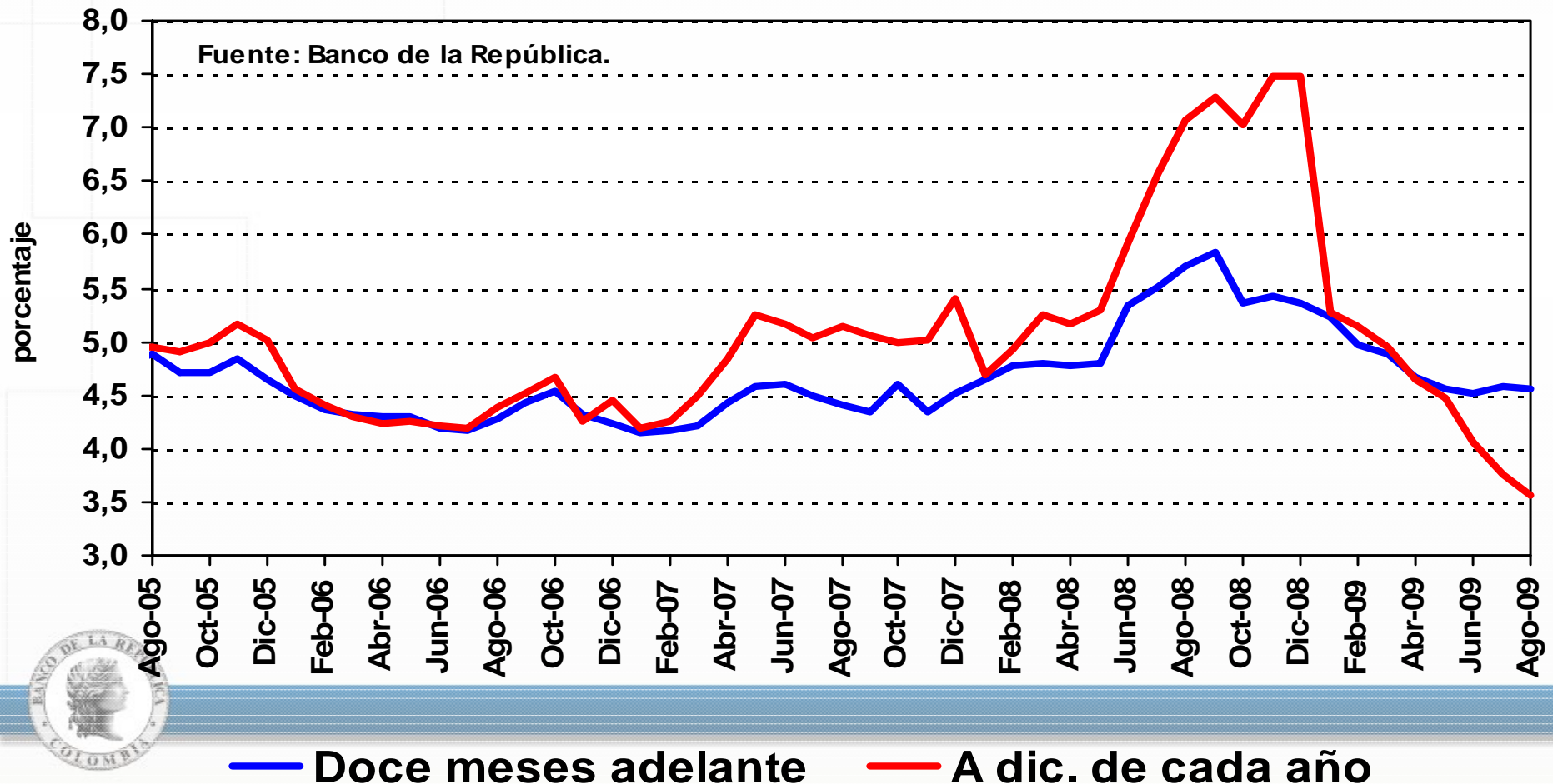
**Alimentos - nó la insuficiencia ni posibles yerros de la política monetaria -, lideraron la inflación durante los años de incumplimiento de la meta (2007 y 2008). Hasta hoy comandaron su caída**

Ago 09 = 1.46%  
Jul 09 = 1.51%  
Jun 09 = 2.81%  
May 09 = 5.51%  
Abr 09 = 7.93%

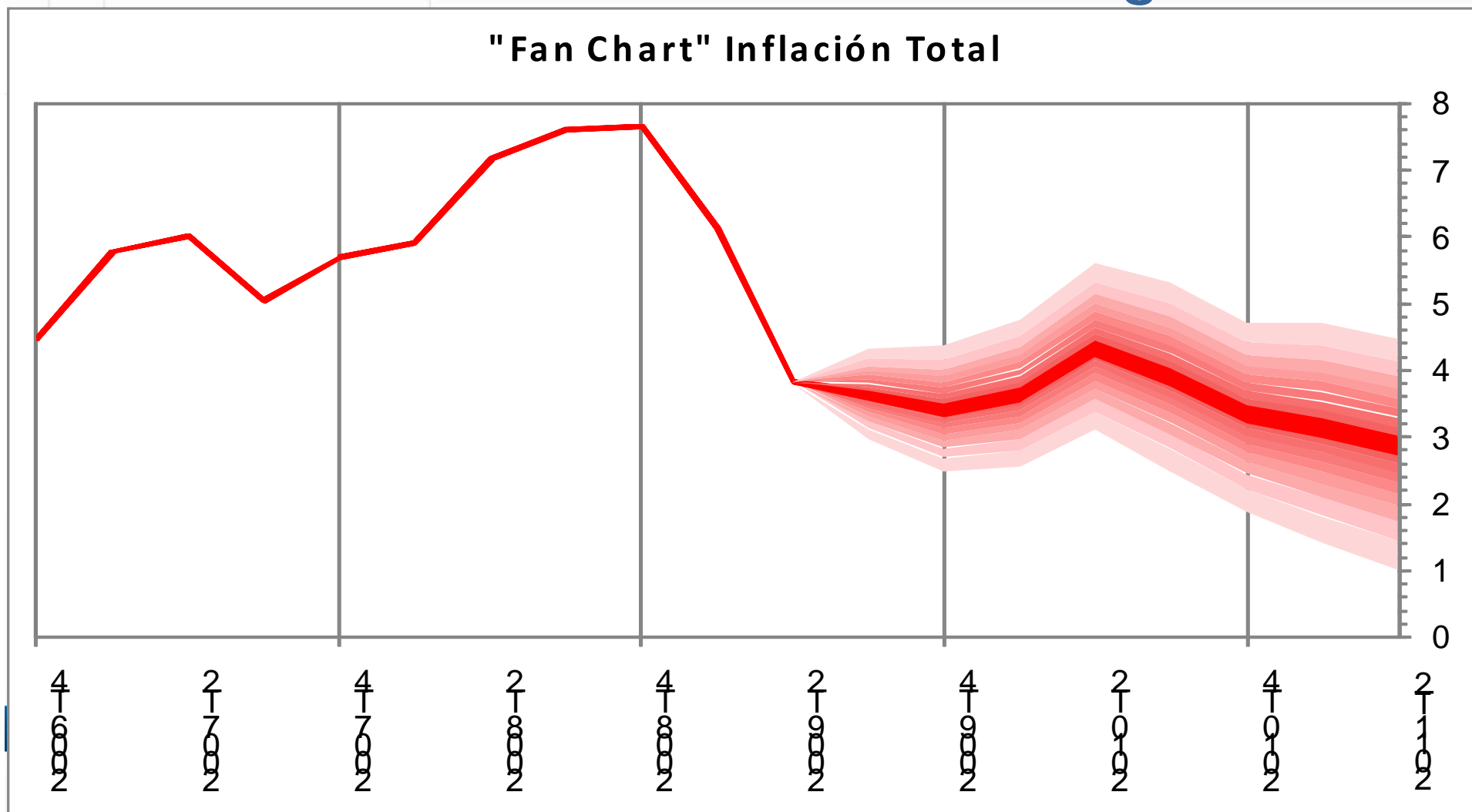


# Las expectativas de inflación: 3,56% para dic 2009 y 4,58% a doce meses

## Pronóstico de inflación bancos y comisionistas de bolsa

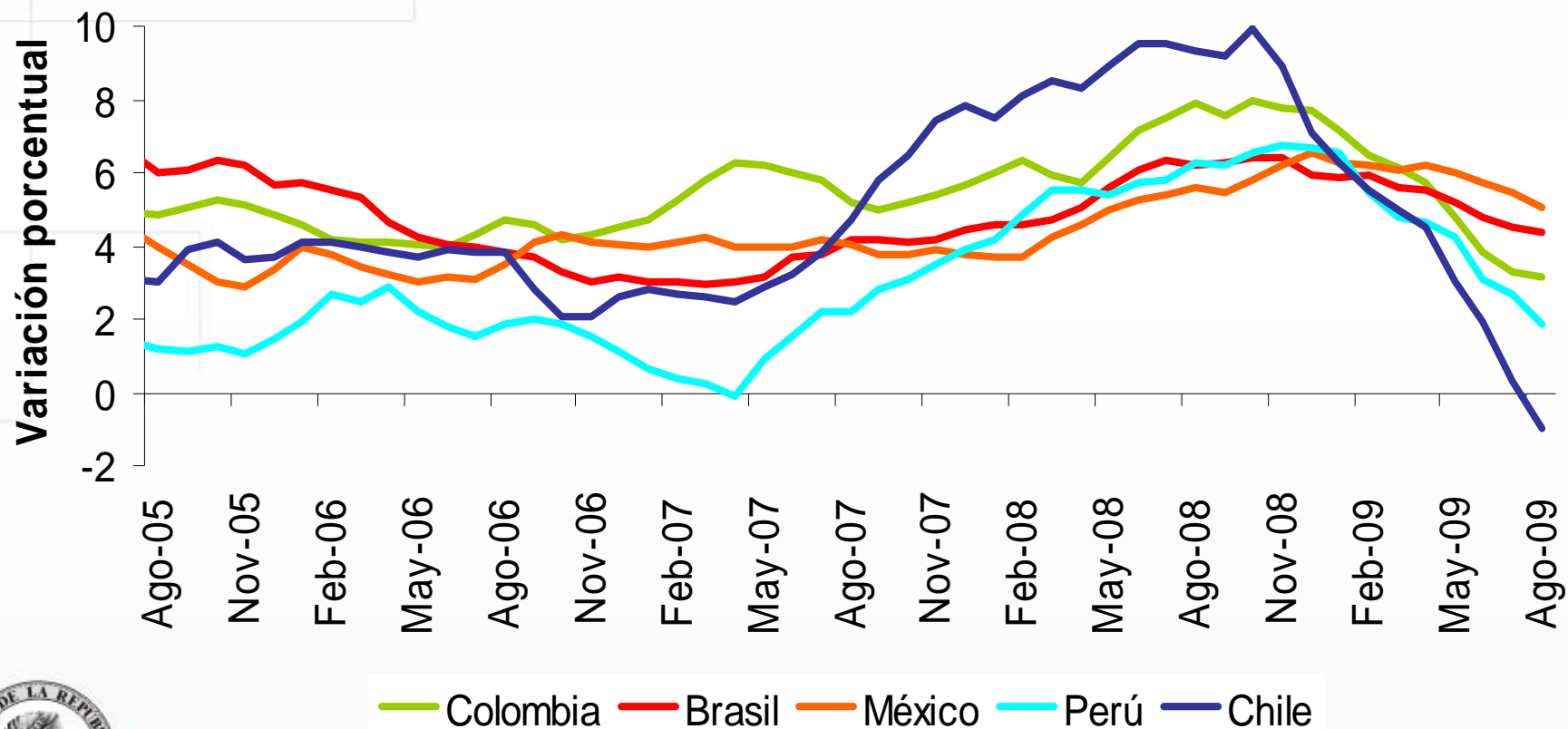


El '*Fan Chart*' de la inflación total: aunque los alimentos dejarán de contribuir a la 'desinflación', la debilidad de la demanda hace que la inflación 'núcleo' siga cediendo



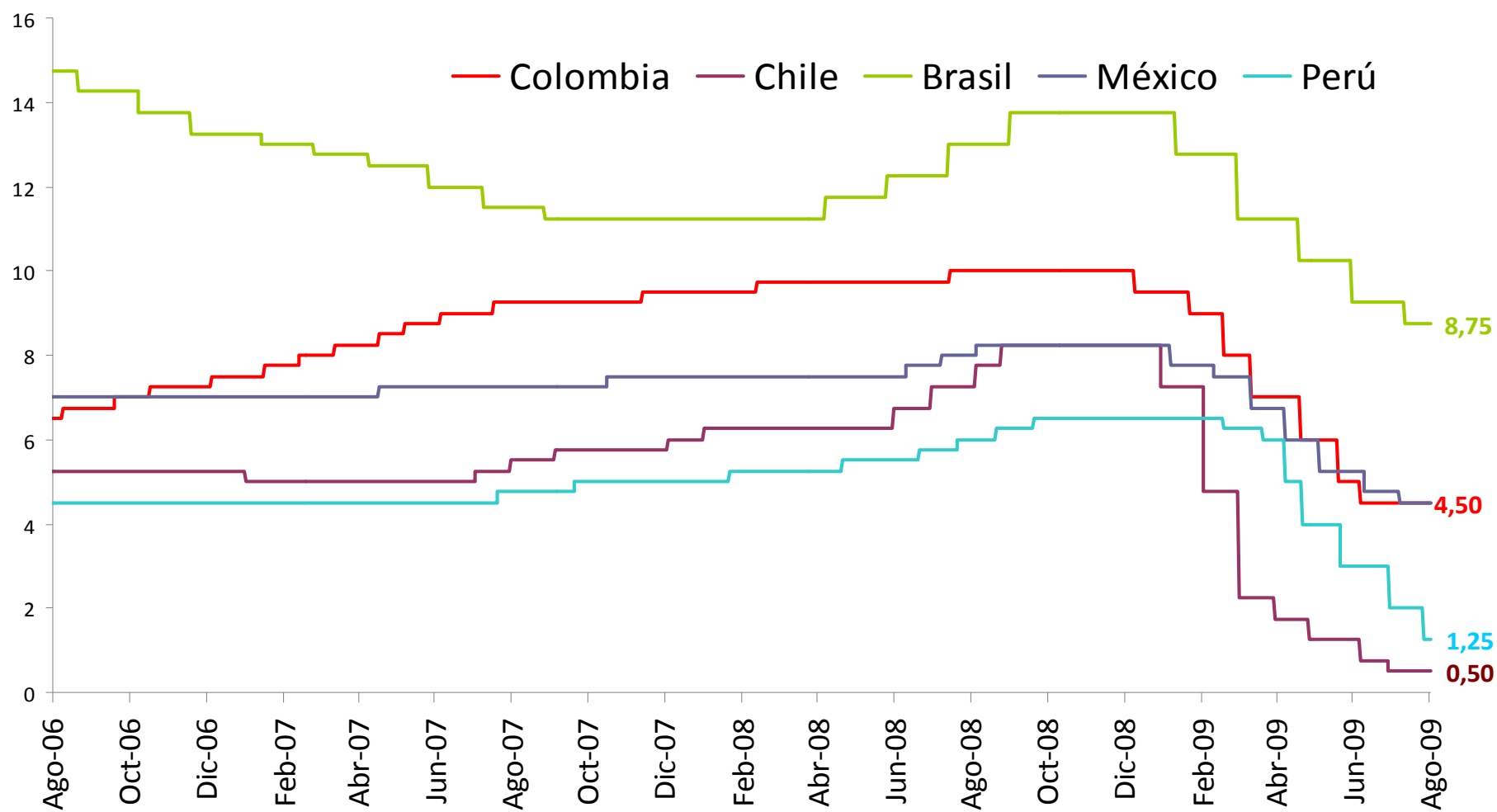
# La reducción de la inflación en América Latina ha sido generalizada

## Inflación total en Latinoamérica





**Por tanto, junto a la mayoría de países hemos reducido las tasa de interés. Entre Dic/08 y hoy pasamos de 10% a 4%**



## II. LA RECESIÓN GLOBAL

“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. Kindelberguer



## El ciclo de la crisis, según Hyman Minsky

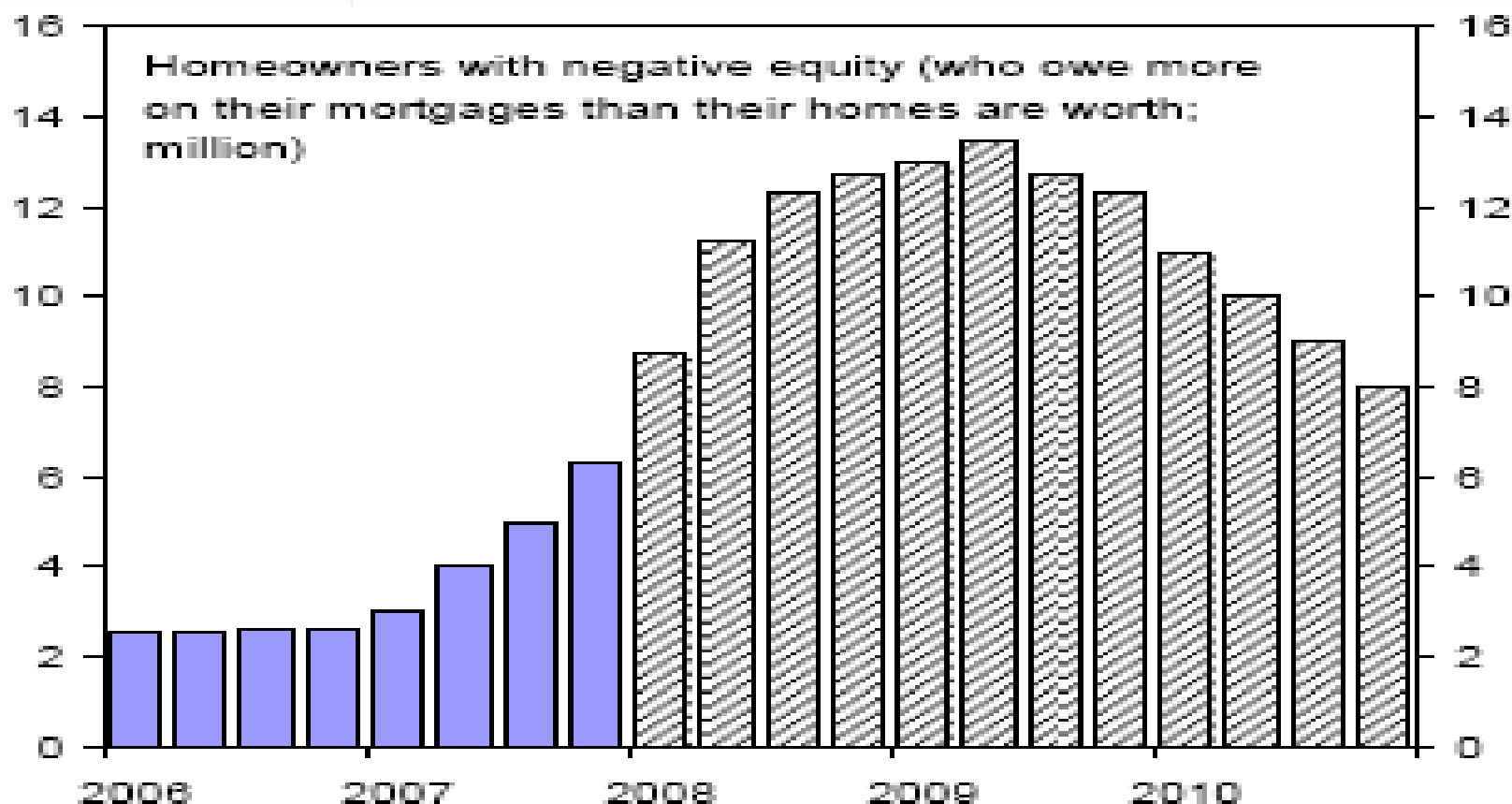
- En el auge, la gente se sobreendeuda para invertir. Cuanto más duren el *boom* y la euforia, los prestamistas asumen más riesgos, hasta que los ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas.
- Y los acreedores tienden entonces 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 '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 13 trillones - en inglés - en riqueza hipotecaria destruida hasta finales del 2008), y el consiguiente recorte del consumo de los hogares.

# Las burbujas del mercado de la vivienda en EU

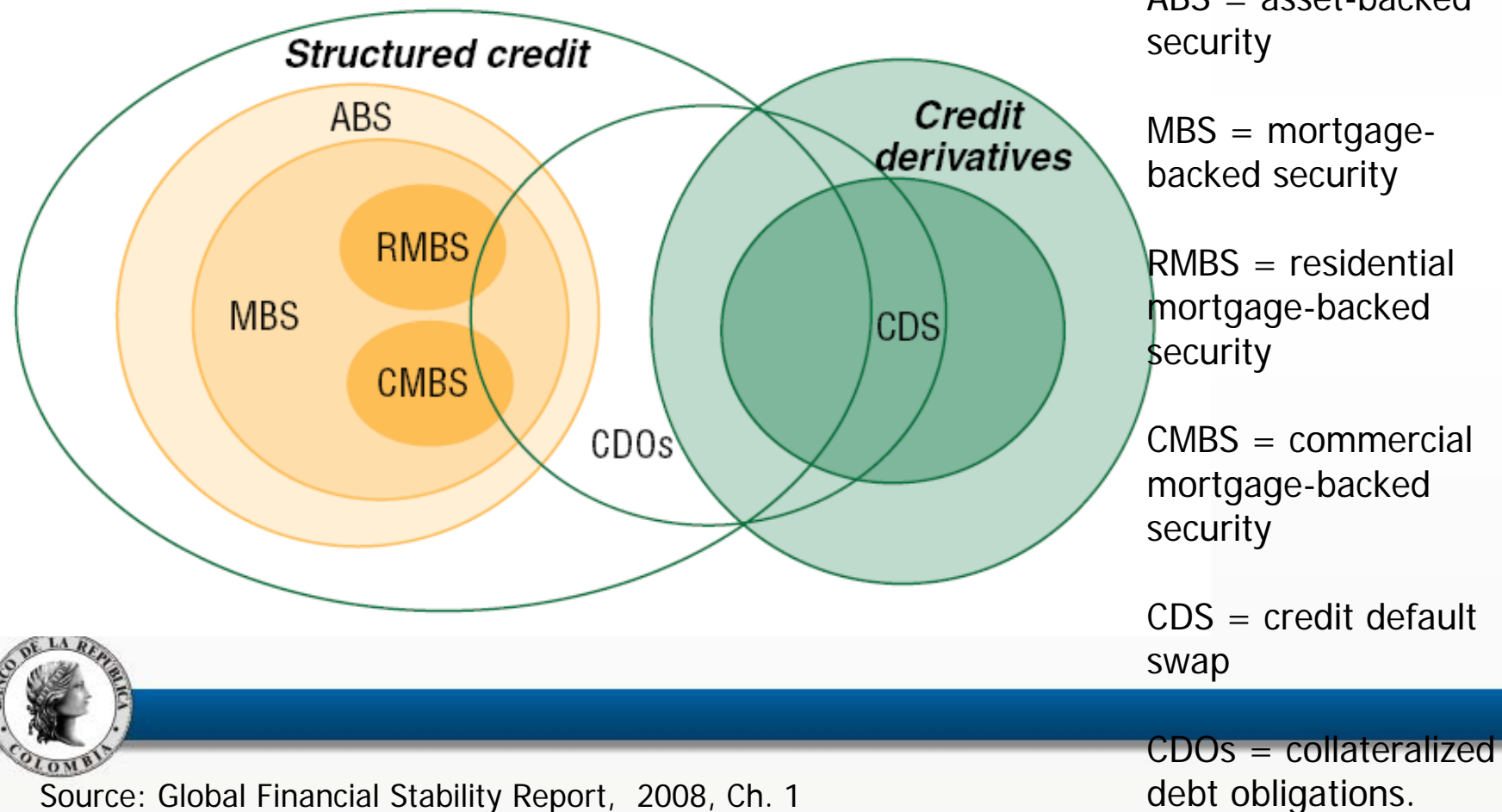


De 57 millones de deudores hipotecarios, 8 millones tenían en 2008 el valor de su vivienda por debajo de su deuda, y en 2009 serán 14 millones. No obstante los precios de la vivienda ya han empezado a reaccionar

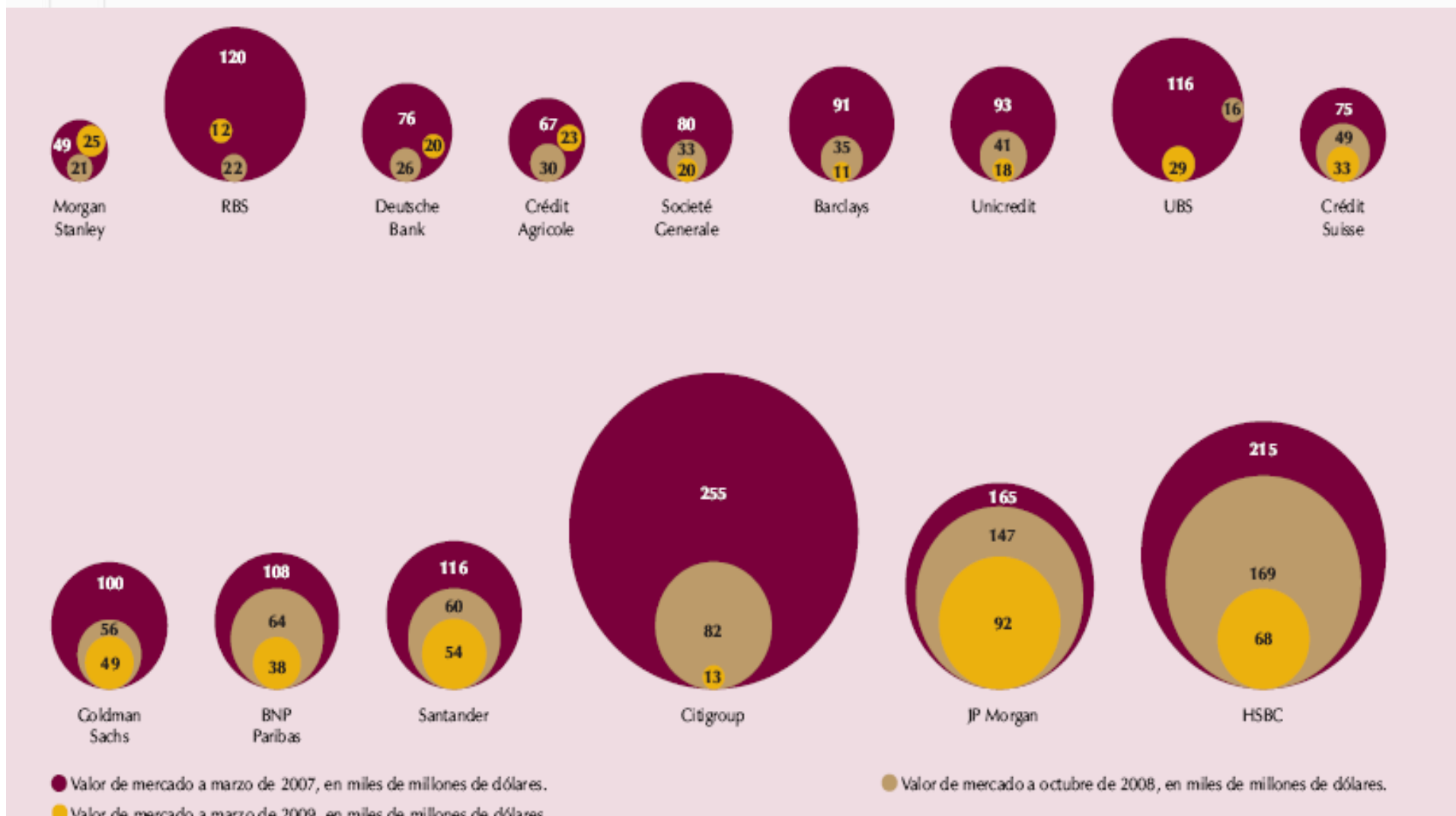


# Los 'duendes': modalidades opacas de crédito estructurado que, sin regulación ni supervisión (pero 'bien calificadas'), desataron la crisis. USD 600 trillones (en inglés), 10 veces el PIB mundial

## Universo de Activos Titularizados



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

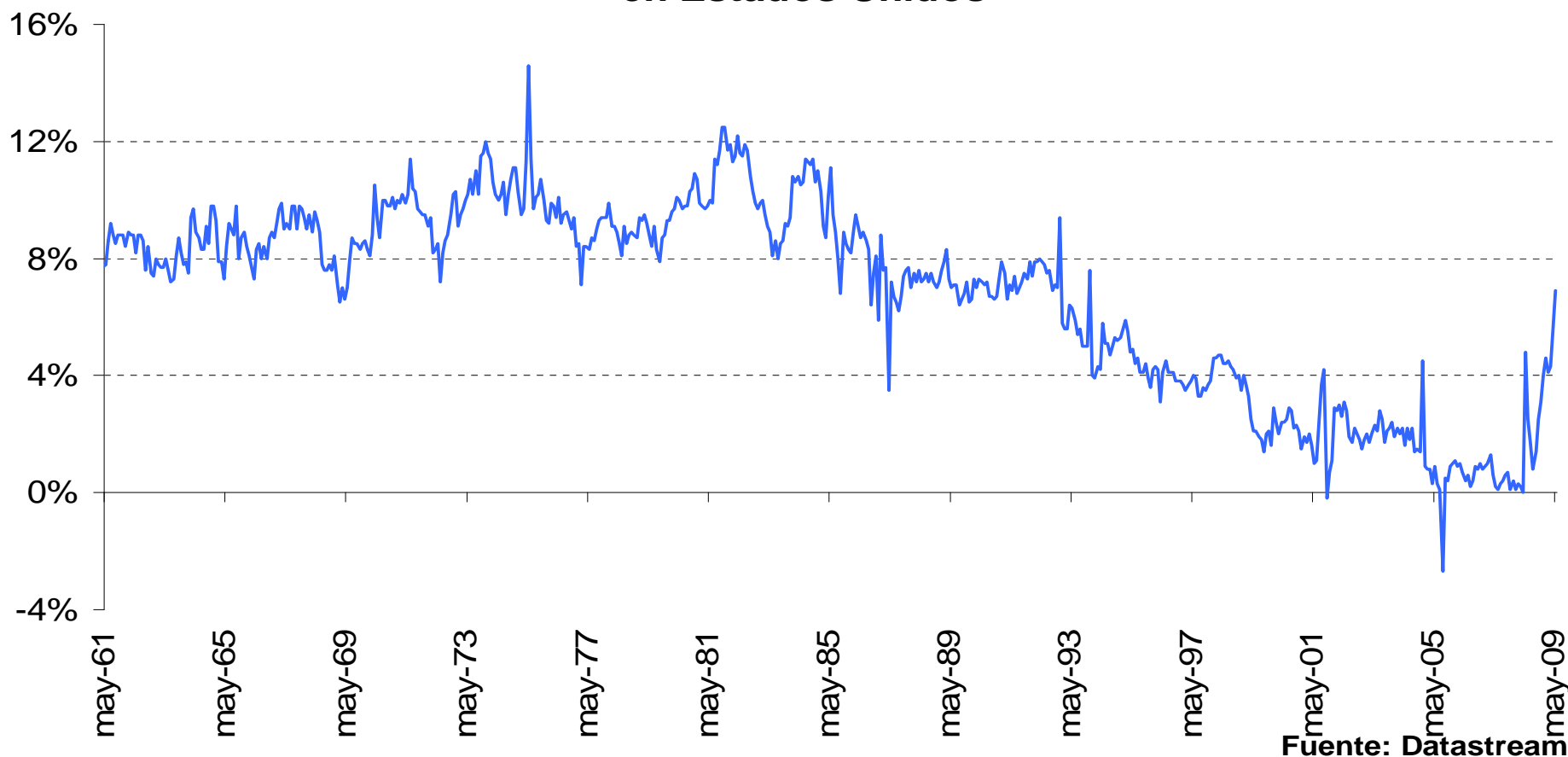


Fuente: Banco de la República



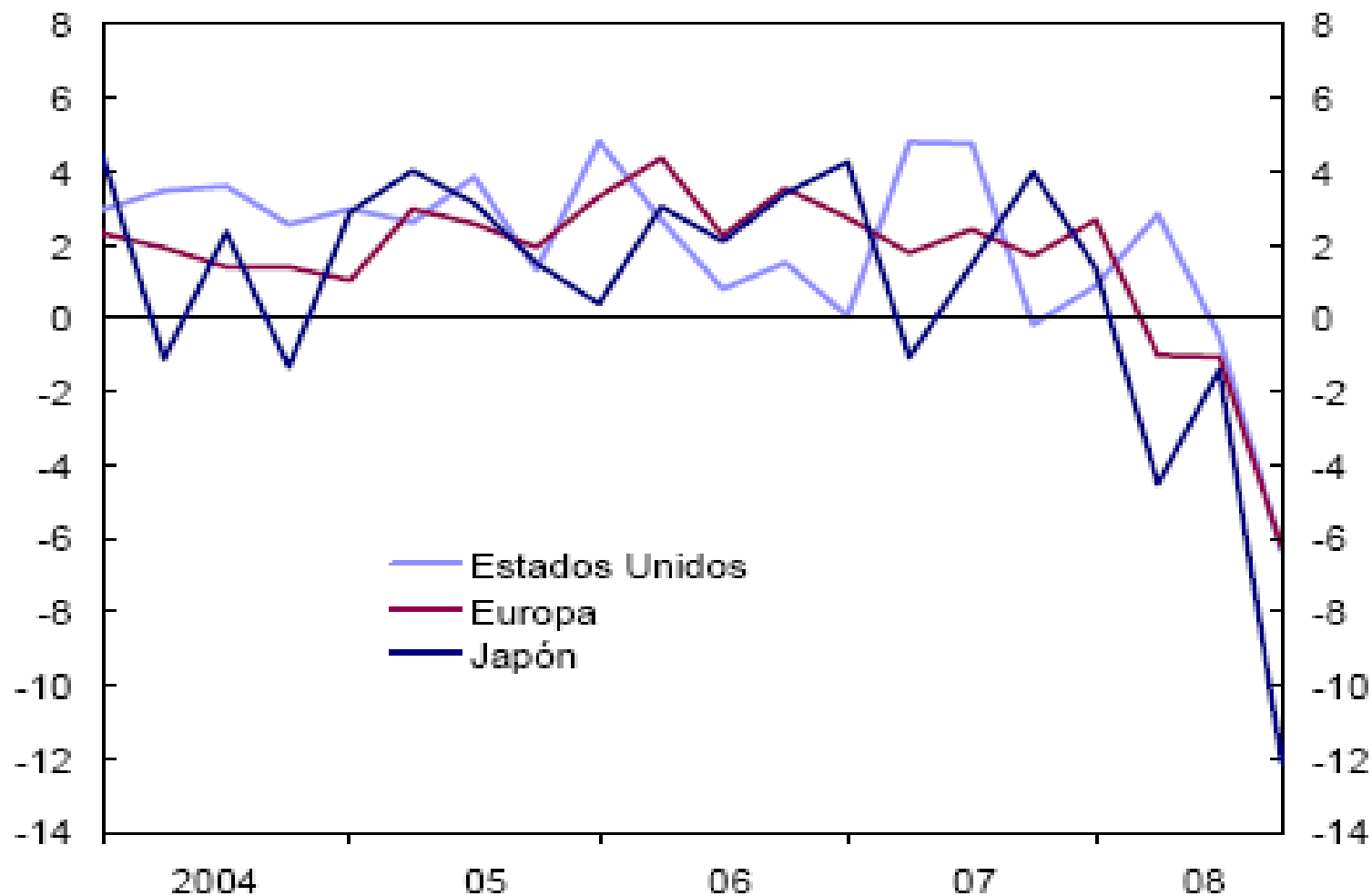
Como previó Feldstein, la caída de la confianza hizo que los hogares volvieran a ahorrar y, por tanto, que también se desplomara el consumo. La tasa de ahorro en 7%. En 2005 era negativa

Ahorro personal como porcentaje del ingreso personal disponible en Estados Unidos



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

(variación porcentual trimestral anualizada y desestacionalizada)

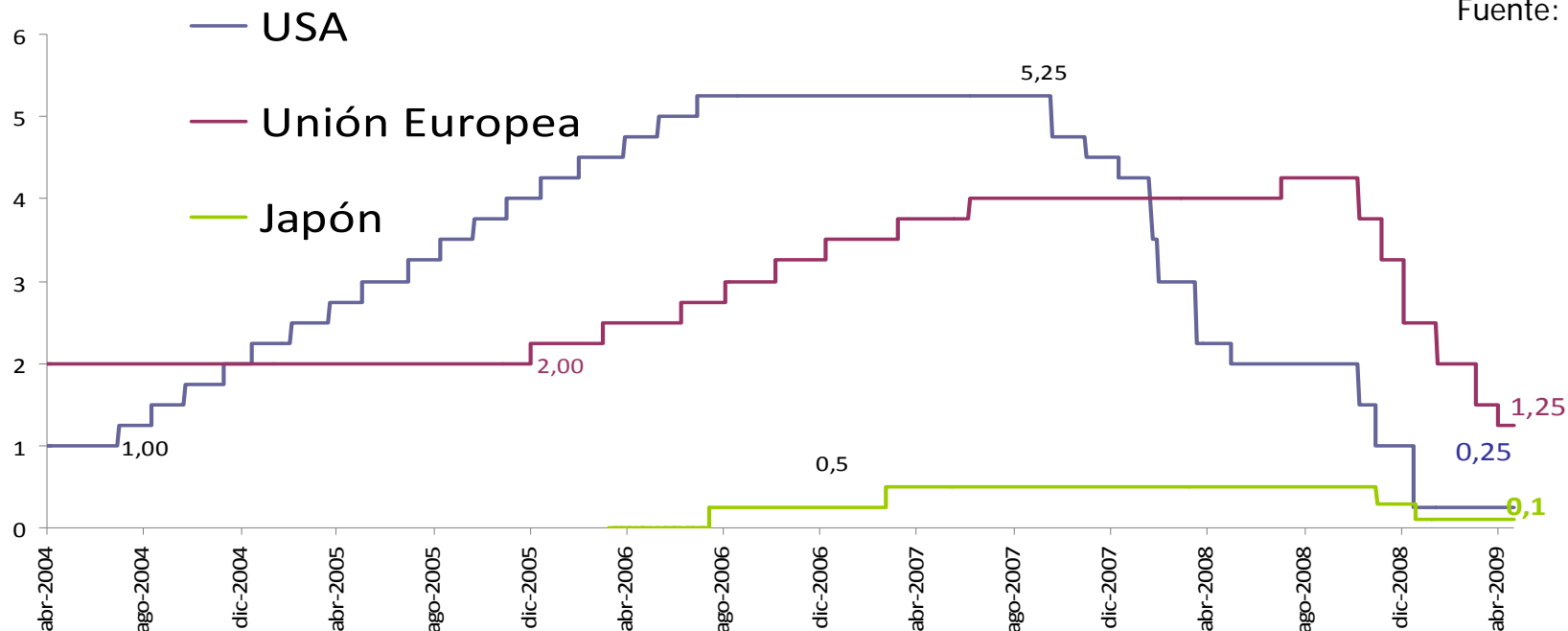


Fuente: Haver Analytics.



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

Fuente: Bloomberg

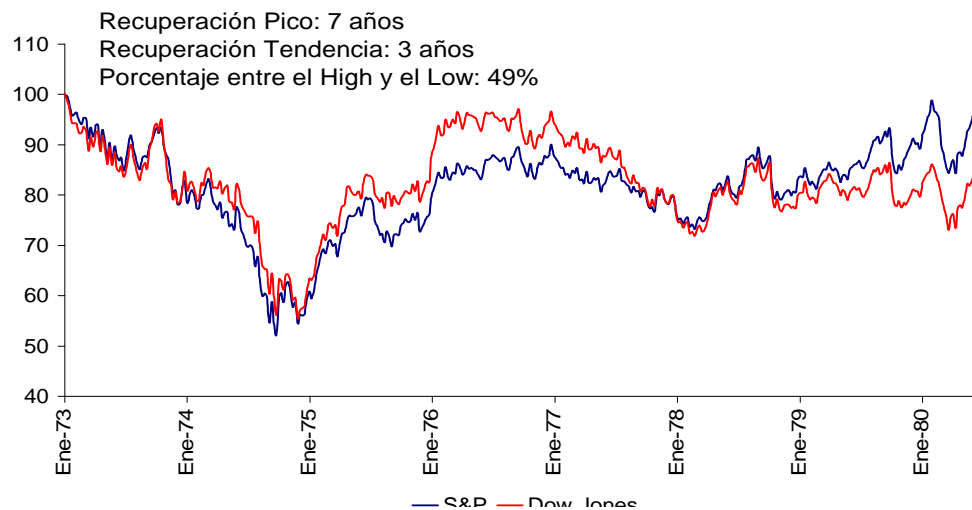


# La duración promedio de las últimas siete recesiones de EU (recuperación del apetito por el riesgo) desde 1960 alcanzó 32 meses

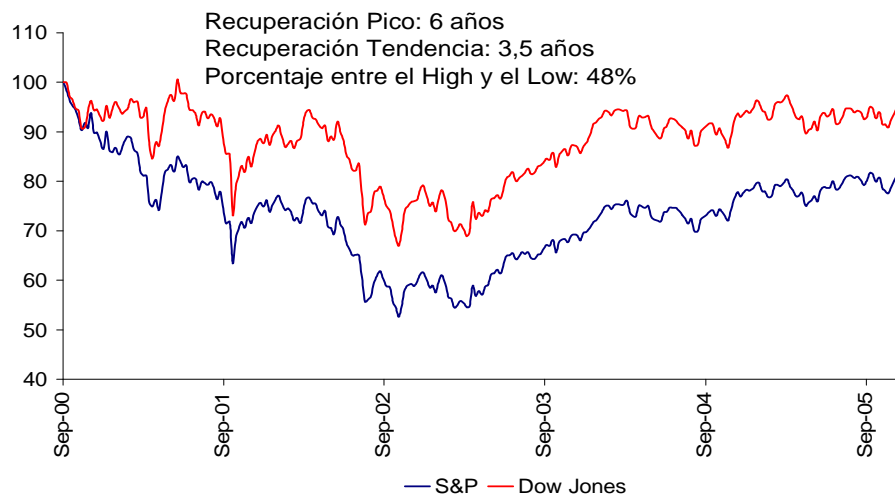
**Crisis del 29**



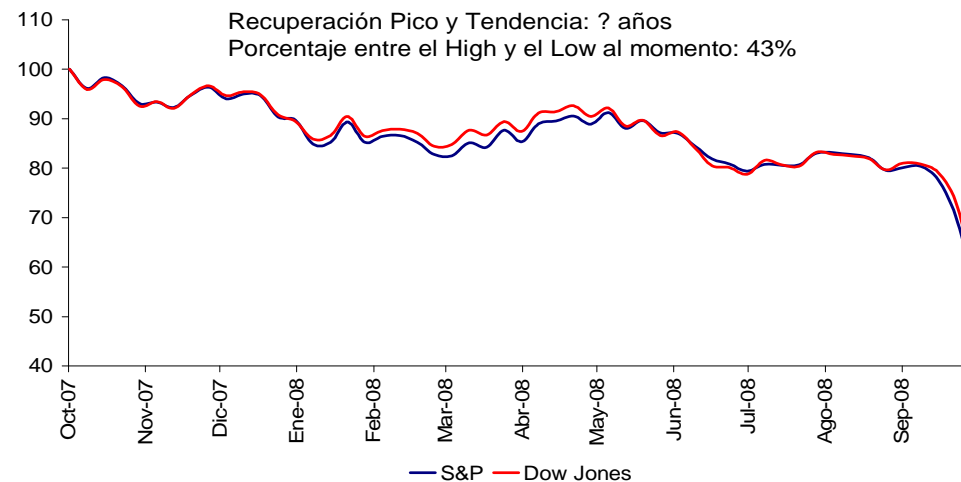
**Crisis Petrolera del 73**



**Crisis 2001**

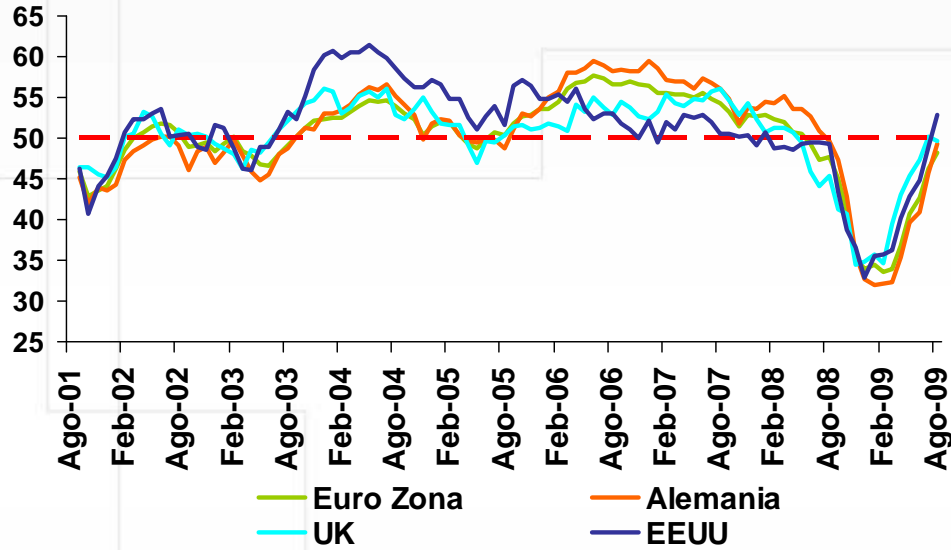


**Crisis Subprime**

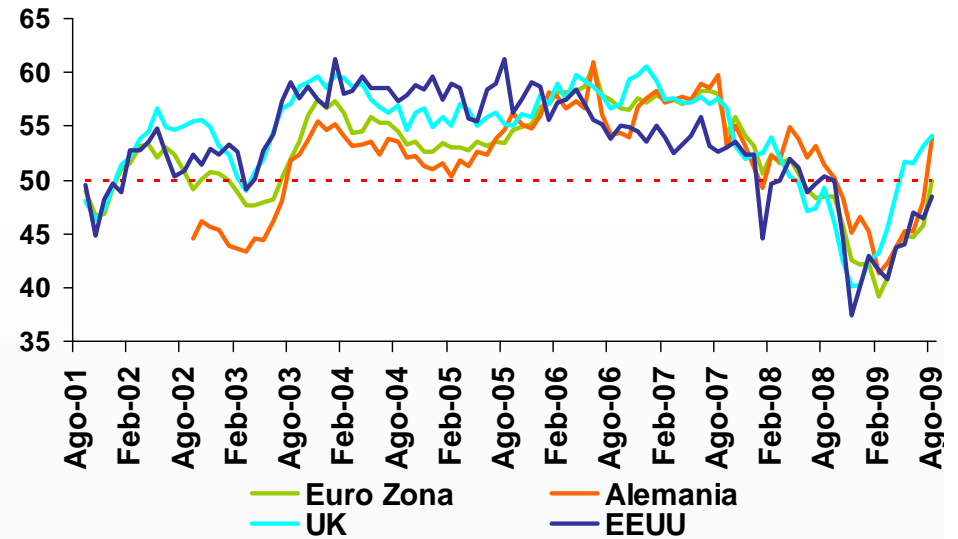


# Los indicadores de sentimiento empresarial de las economías más avanzadas han comenzado a recuperarse

PMI e ISM Manufacturero



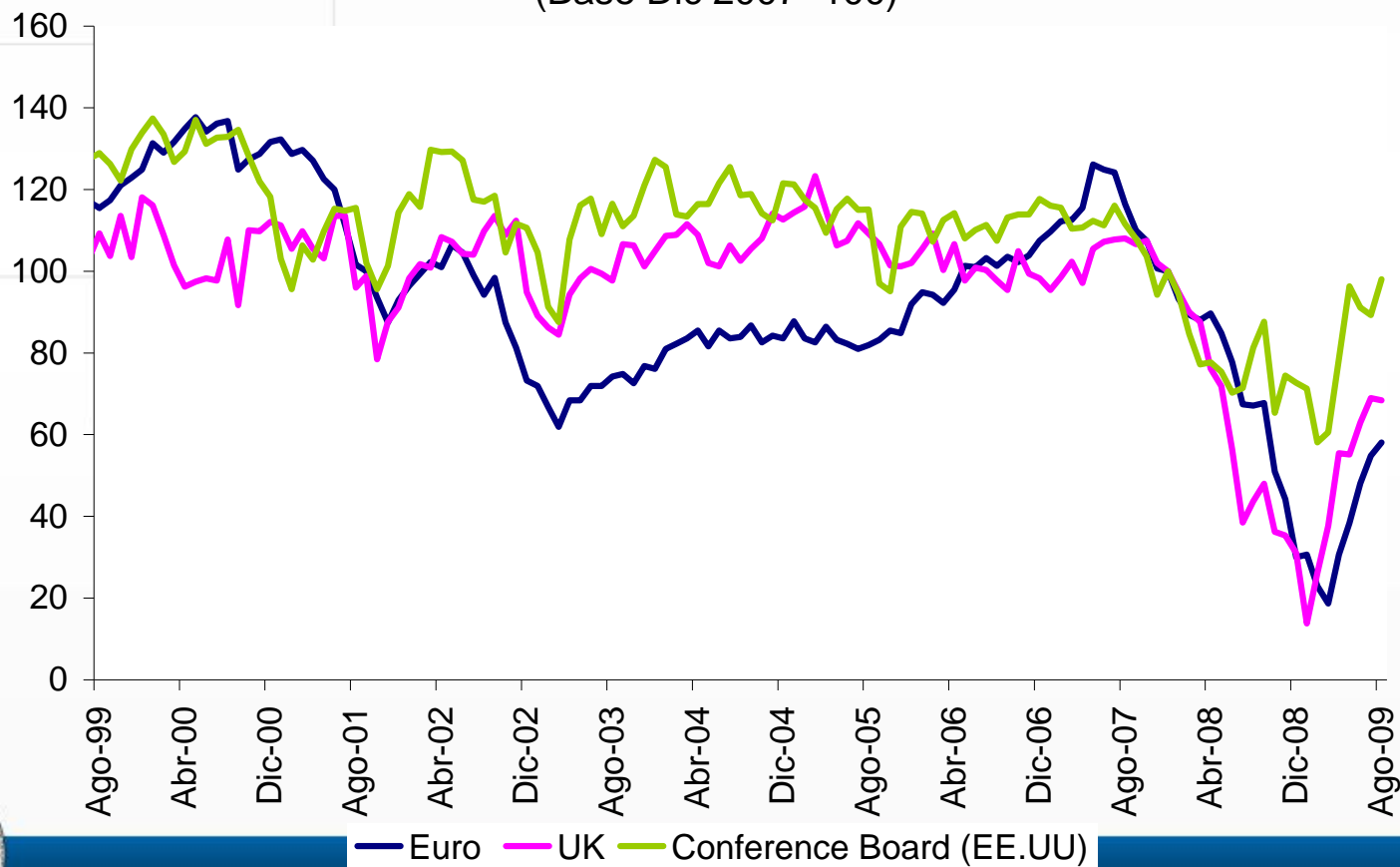
PMI Servicios e ISM no manufacturero



Fuente: Bloomberg

# E igualmente la confianza de los consumidores

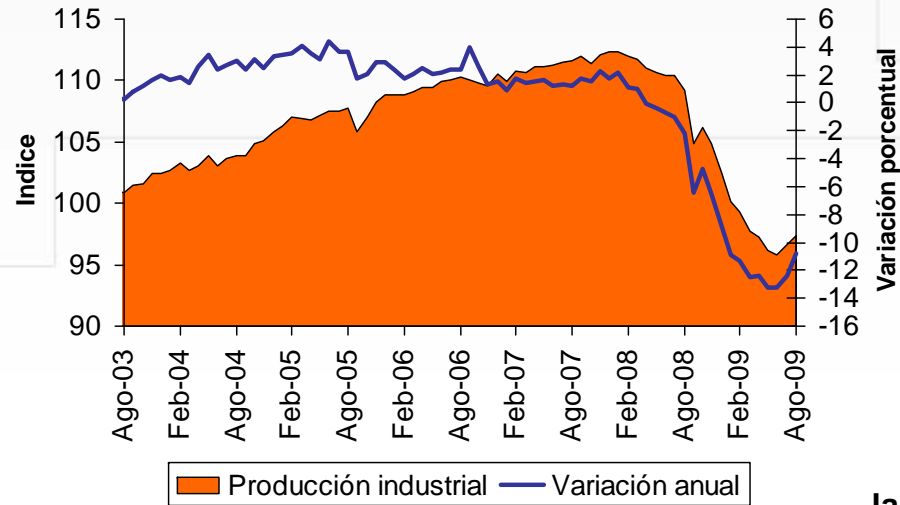
Indicador de confianza del consumidor  
(Base Dic 2007=100)



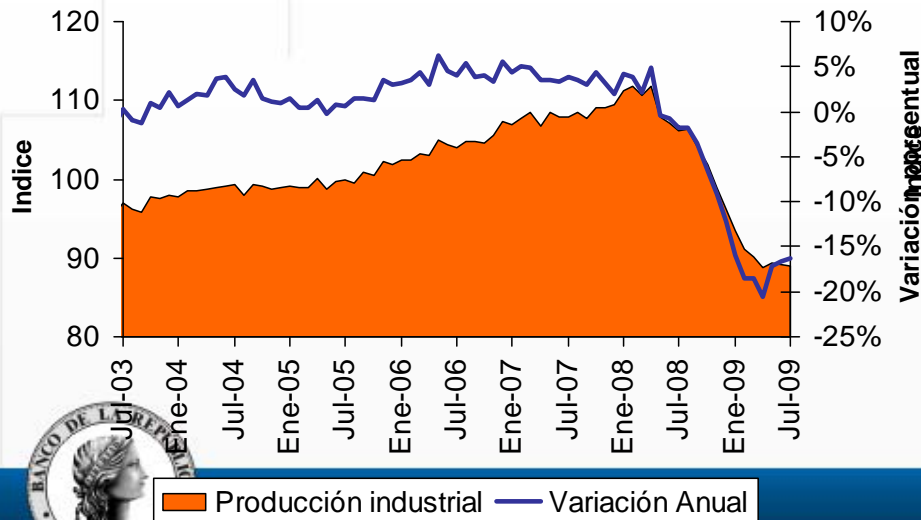
Fuente: Bloomberg

# Así mismo su producción industrial ha comenzado a repuntar

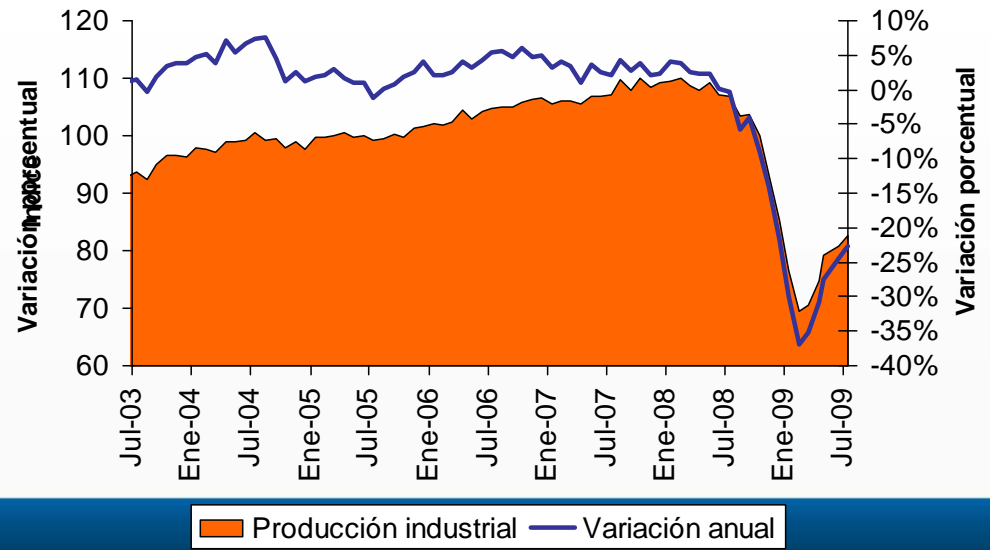
EEUU



Zona Euro

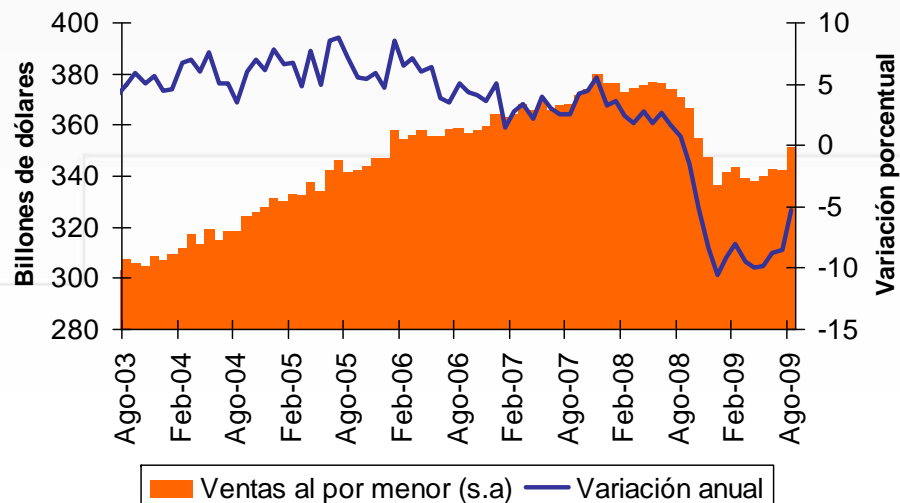


Japón

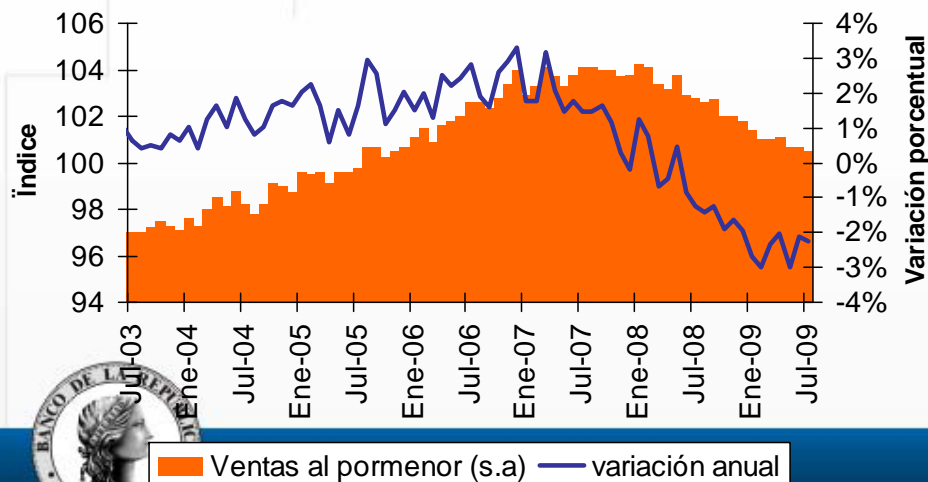


# Al igual que sus ventas al por menor

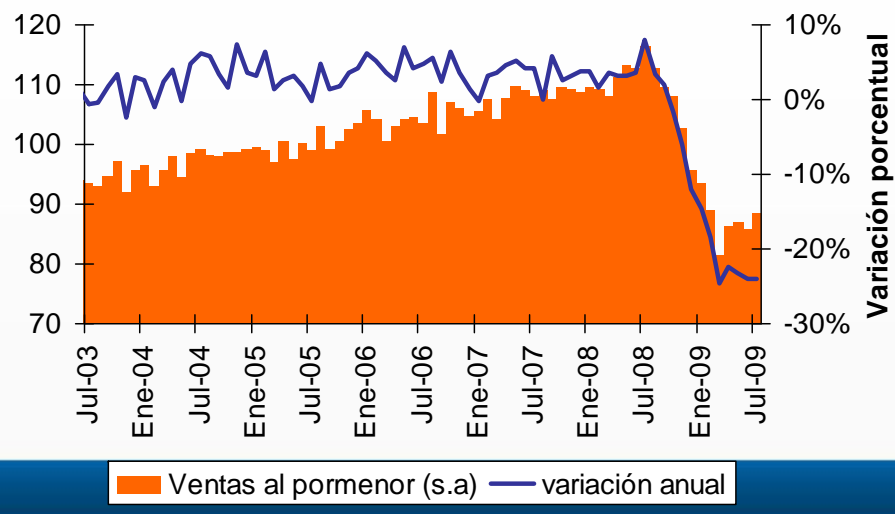
## Ventas al por menor en EEUU



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



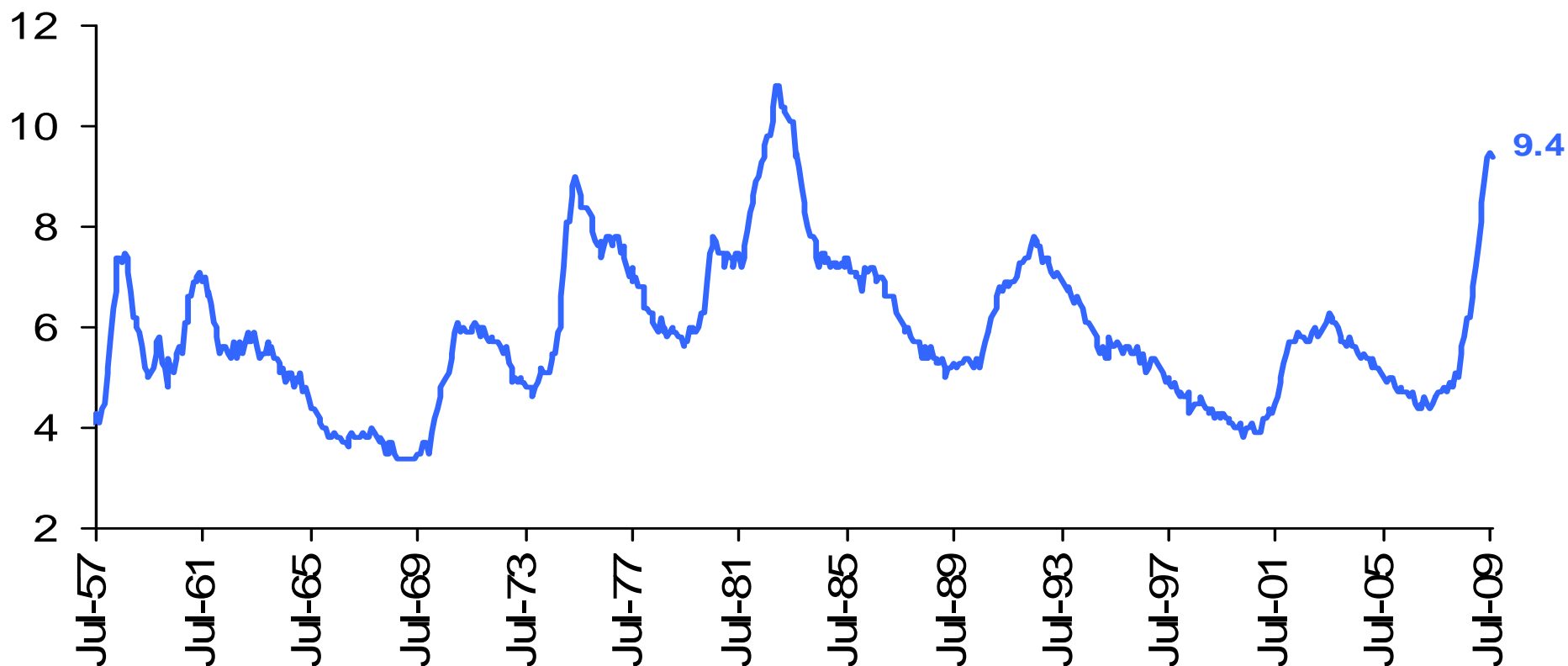
## Ventas al por menor en Japón (2005=100)





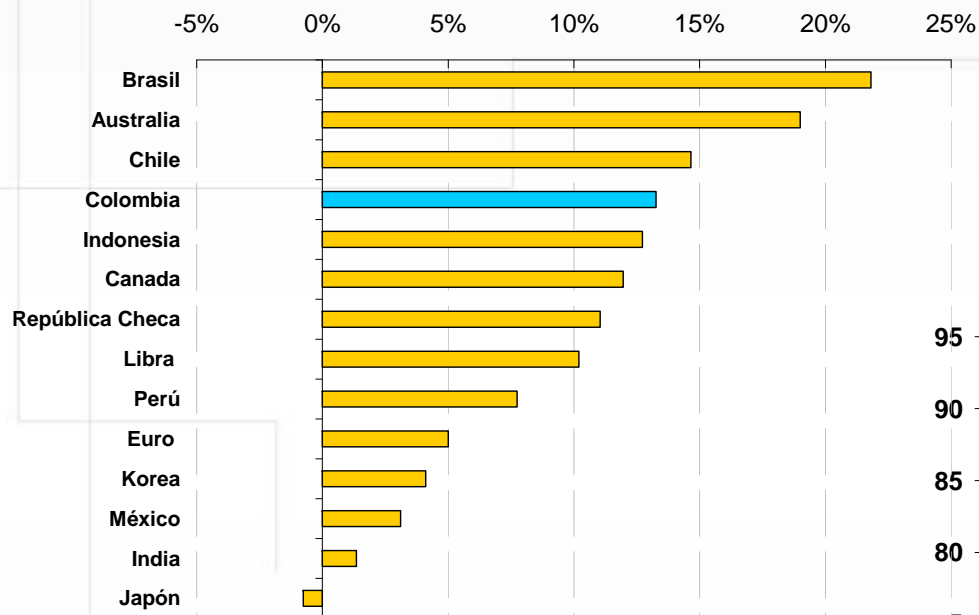
**Sin embargo, aunque la recesión tocó fondo, el desempleo seguirá aumentando. En EU desde Dic/07 se han destruido 7 millones de puestos de trabajo, llegando a 15 millones de desempleados. En Agosto la TD era 9,7% y va hacia 10%**

**Tasa de desempleo en EEUU**

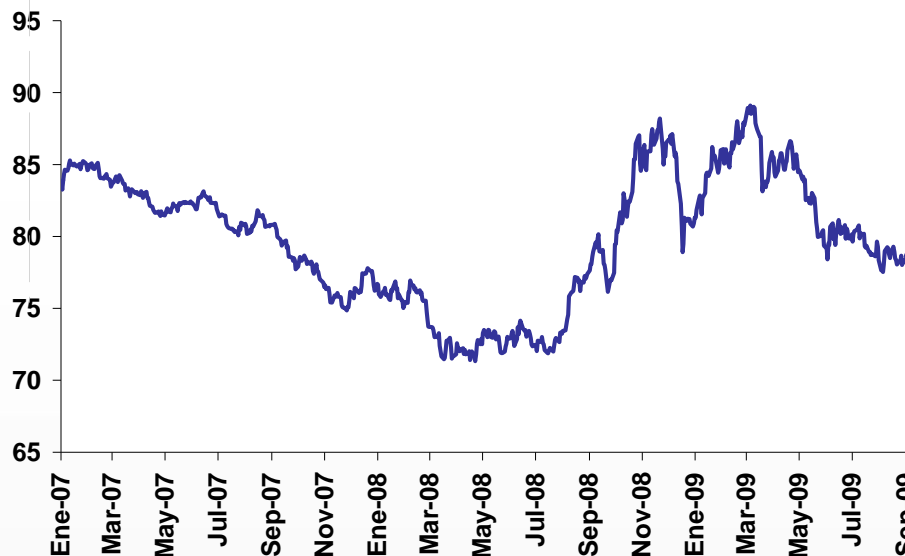


# En los últimos meses el dólar se ha debilitado de manera notable

### Depreciación del dólar año corrido

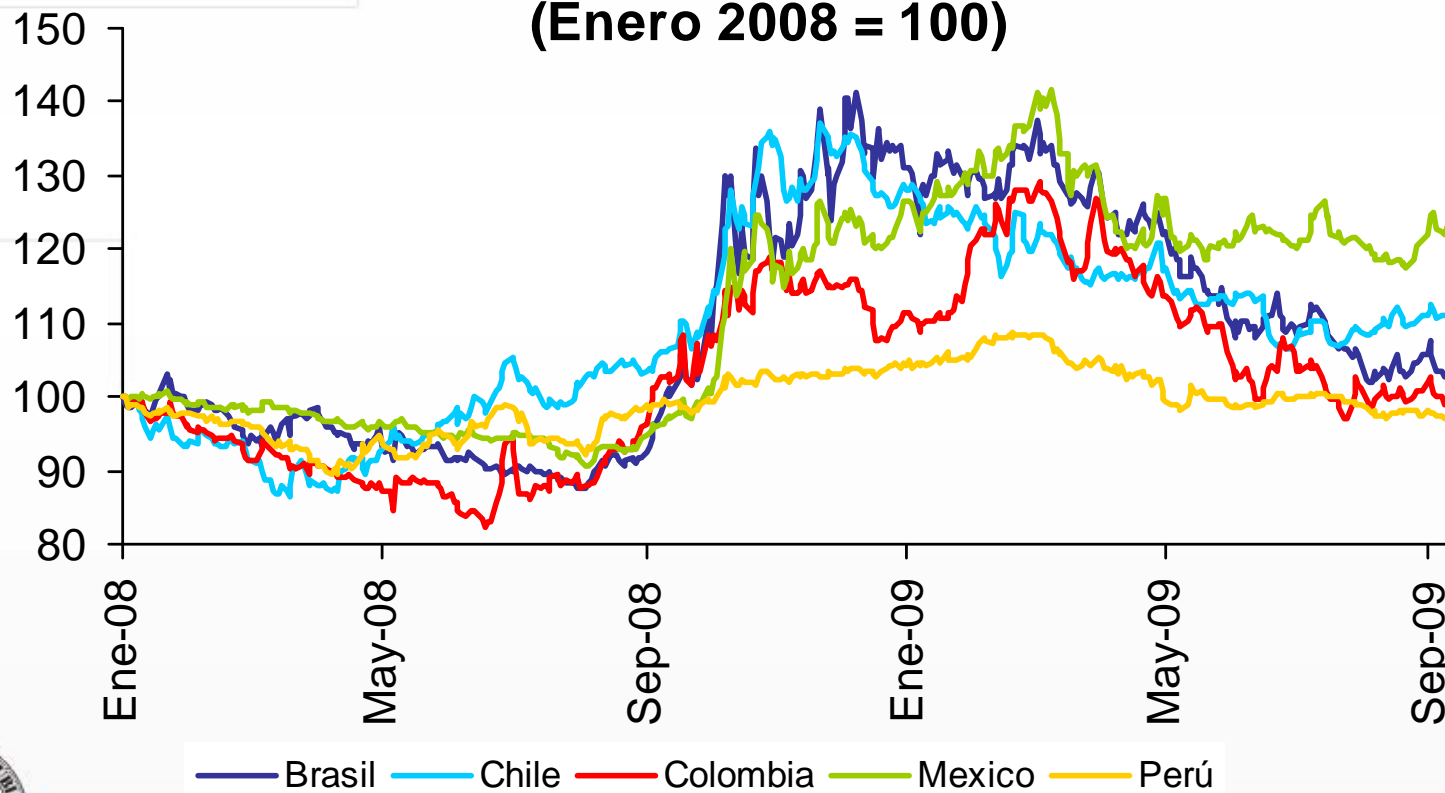


### Comportamiento del dólar frente a una canasta de monedas fuertes



**Pese a la incertidumbre, los mercados de capitales mantienen un buen dinamismo, y las monedas de la región continúan con tendencia hacia la apreciación. Colombia entre los líderes**

**Índice de tasa de cambio- Latinoamérica  
(Enero 2008 = 100)**



# III. LOS PRONÓSTICOS



# Pronósticos sobre crecimiento del PIB de EU

## Proyecciones de Crecimiento Económico para EEUU (%)

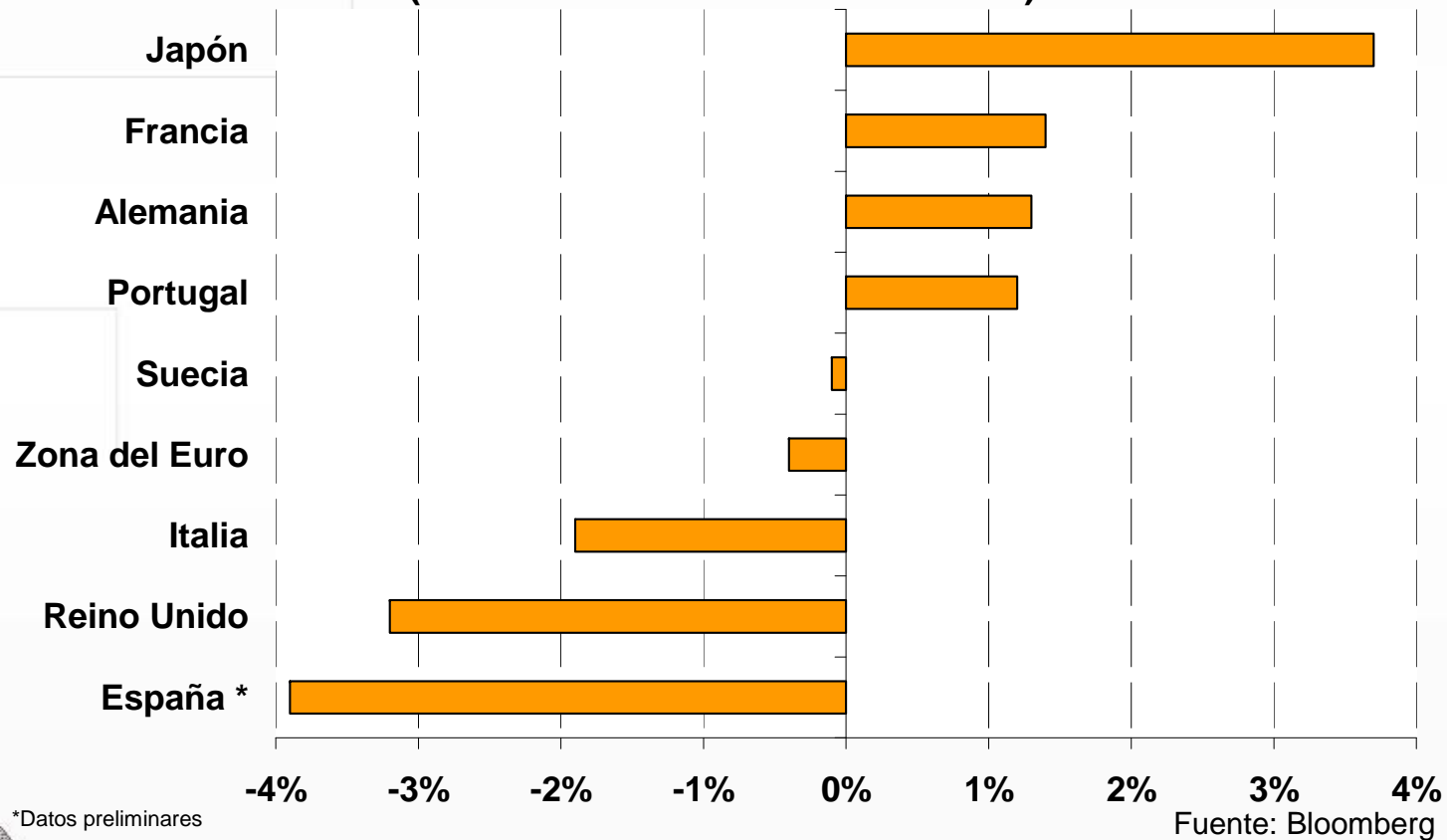
Proyecciones para 2009		
Analistas	Jul-09	Ago-09
SwissRe	-2,8	-2,9
Merrill Lynch	-2,1	
JP Morgan	-2,4	-2,6
UBS	-2,5	-2,6
HSBC	-1,9	
Goldman Sachs	-2,9	-2,6
Credit Suisse	-2,5	-2,7
BBVA	-2,0	-2,5
Barclays	-2,4	-2,5
Morgan Stanley	-2,6	-2,6
RGE	-3,1	-2,8
Promedio	-2,5	-2,6
Promedio Bloomberg	-2,5	-2,4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

Proyecciones para 2010		
Analistas	Jul-09	Ago-09
SwissRe	1,8	1,9
Merrill Lynch	2,6	
JP Morgan	2,8	3
UBS	2,2	2,6
HSBC	1,9	
Goldman Sachs	1,2	2
Credit Suisse	2,5	2,8
BBVA	1,1	1,1
Barclays	2,8	3
Morgan Stanley	2,2	2,6
RGE	1,0	
Promedio	2,0	2,4
Promedio Bloomberg	2,0	2,3
FMI	0,8	0,8
DPI	1,2	1,2



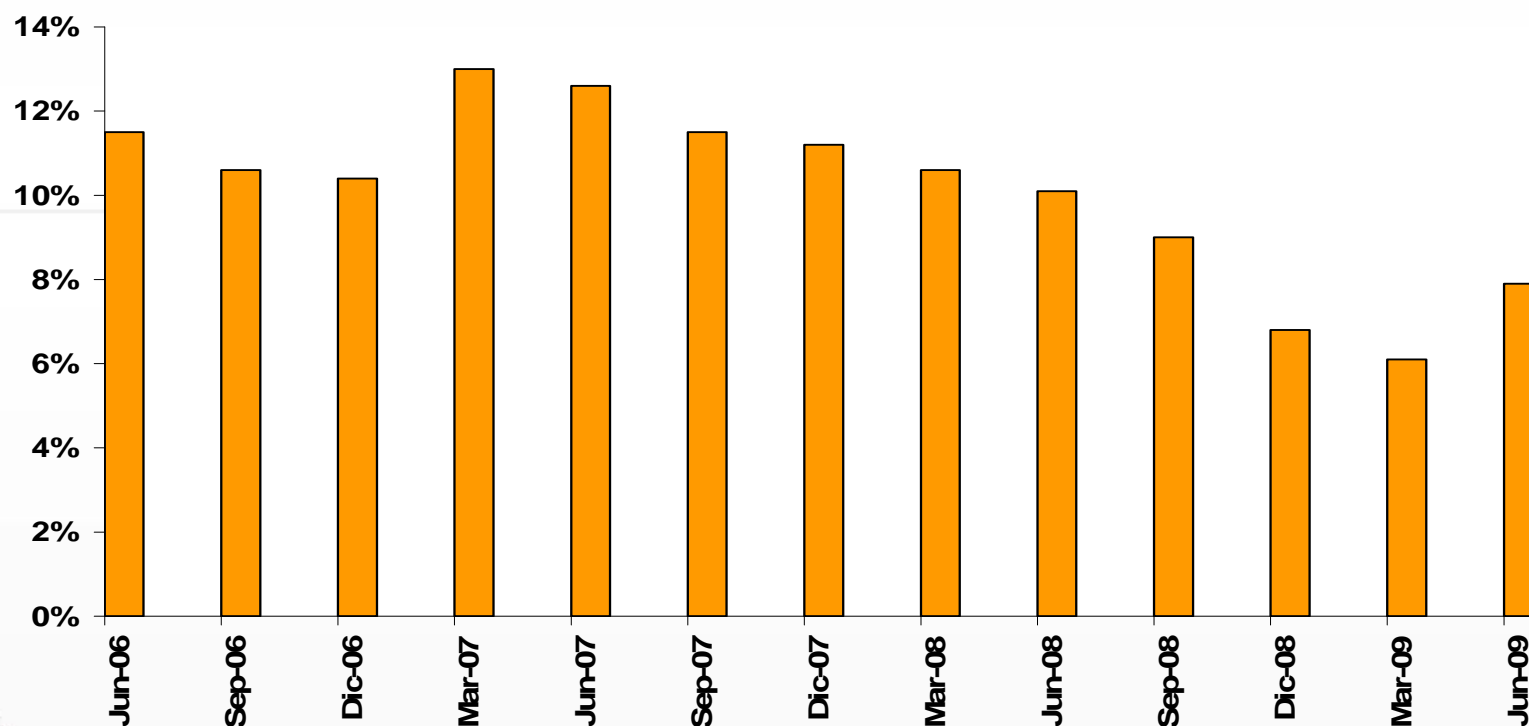
# En algunas otras economías desarrolladas las cosas también parecen mejorar

PIB Economías desarrolladas  
Segundo Trimestre 2009  
(Variación Trimestral anualizada)



# China, tras signos de desaceleración en 2007-2008, en proceso de repunte impulsado fundamentalmente por inversión pública en infraestructura e innovación

PIB Trimestral de China  
(Variación % anual)



Fuente: Bloomberg



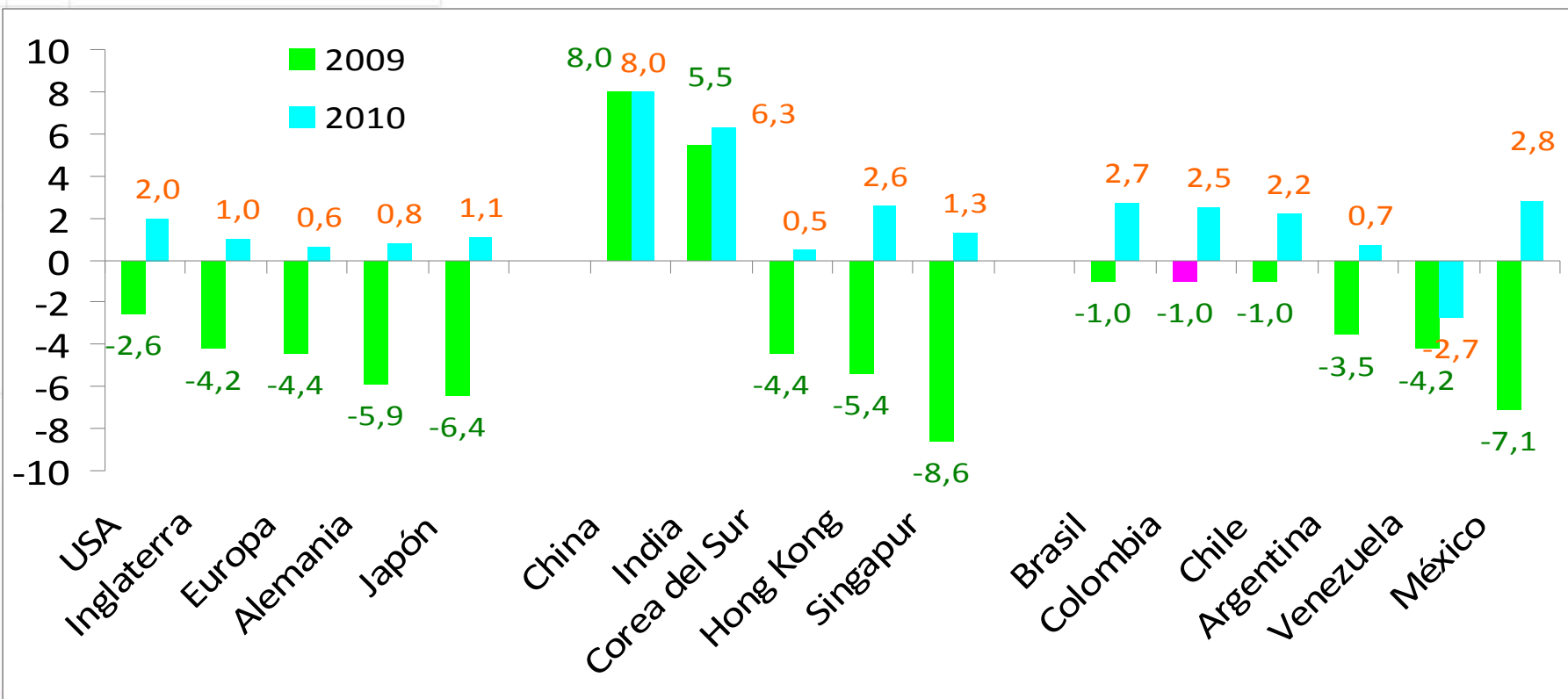
# La reactivación de la demanda de materias primas (por China principalmente) ha permitido sostener los precios de los *commodities*

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



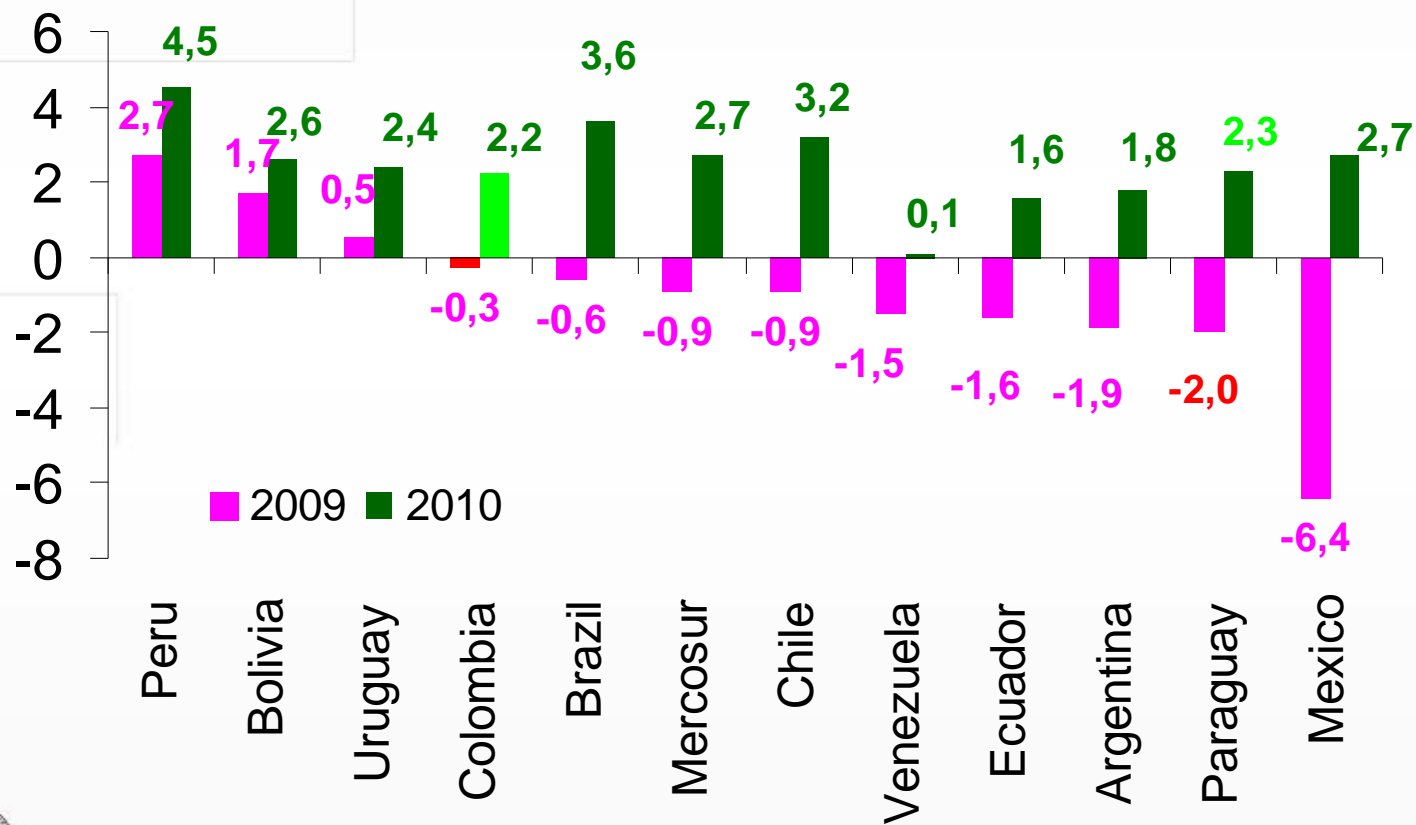


En 2009-2010 China e India, las estrellas. Y a juzgar por II trimestre 2009, el despertar del Asia emergente (sume Indonesia, Corea, Singapur) luce espectacular. 2009 probable crecimiento de 5%: lideran con recuperación tipo V



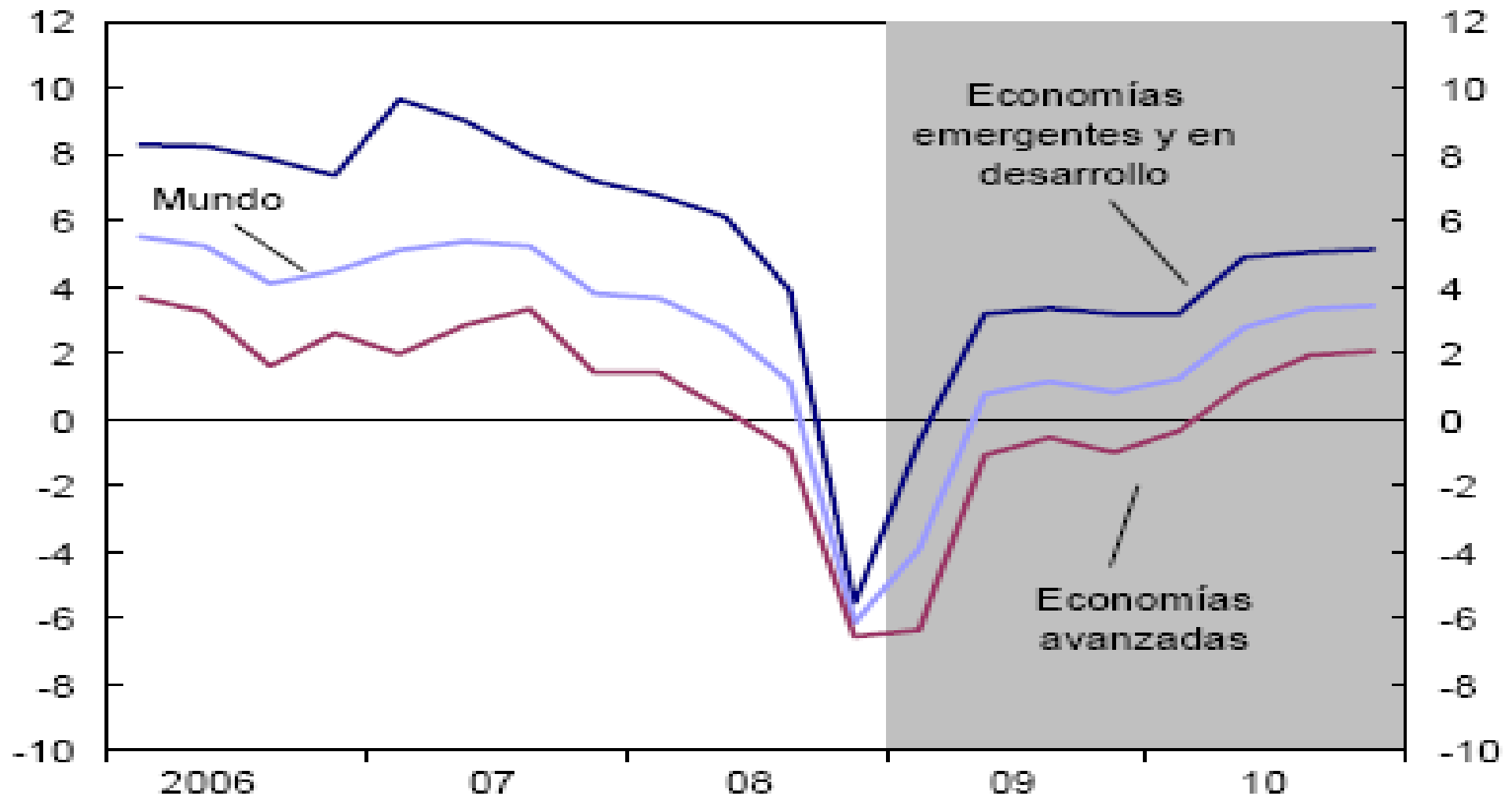
# Pronósticos sobre el crecimiento del PIB en América Latina 2009-2010

(Latin American Consensus Forecast)



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

# 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.

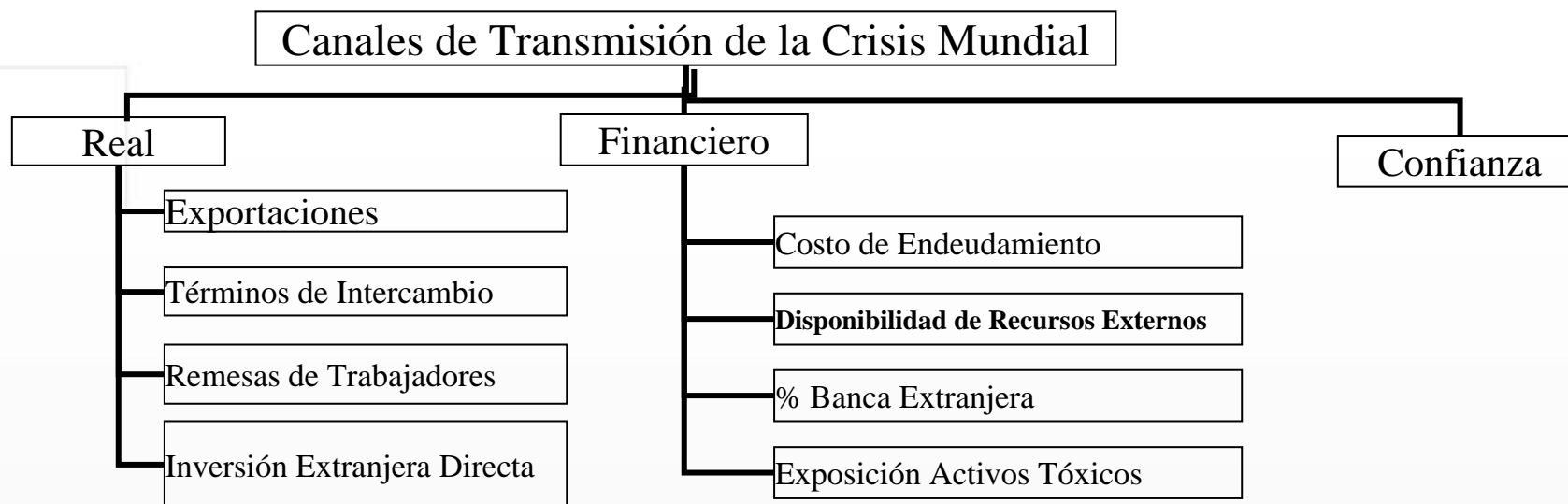
# IV. NUESTRA ECONOMÍA



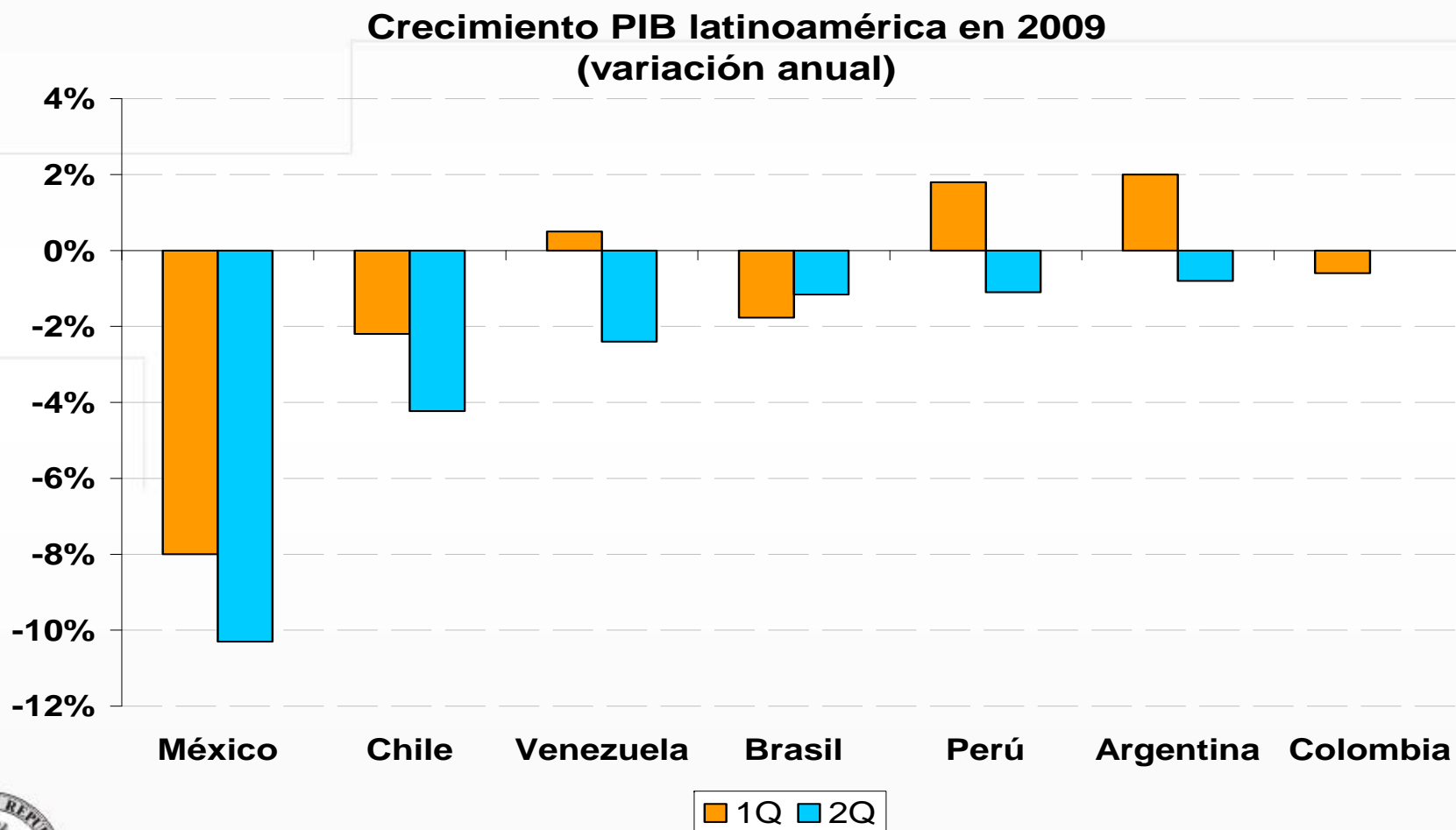
## La consecuencia para los ME en proféticas palabras de Feldstein hace tres años

*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)*

# Los canales de transmisión de la crisis internacional a los mercados emergentes (ME). El contagio llegó a América Latina por la puerta del sector real. Nó por la del financiero



# El contagio llegó a América Latina por la puerta del sector real. Nó por la del financiero. El PIB de Colombia cayó 0,5% el II trimestre de 2009



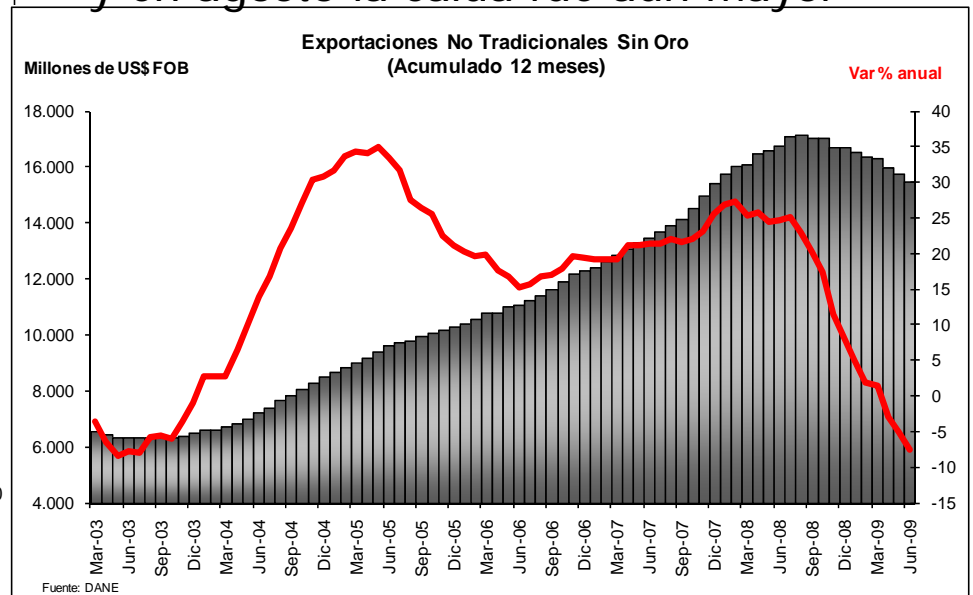
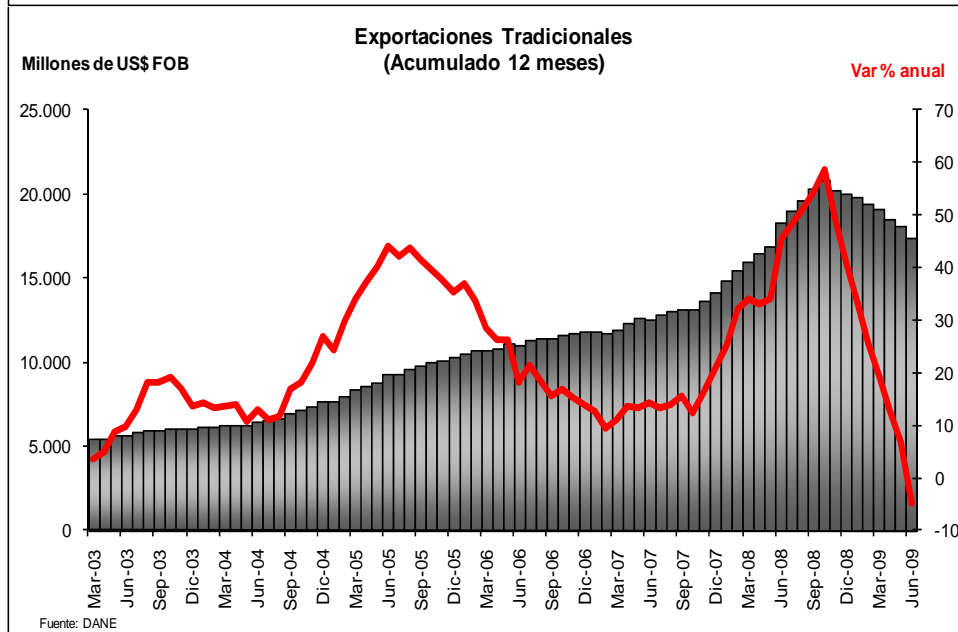
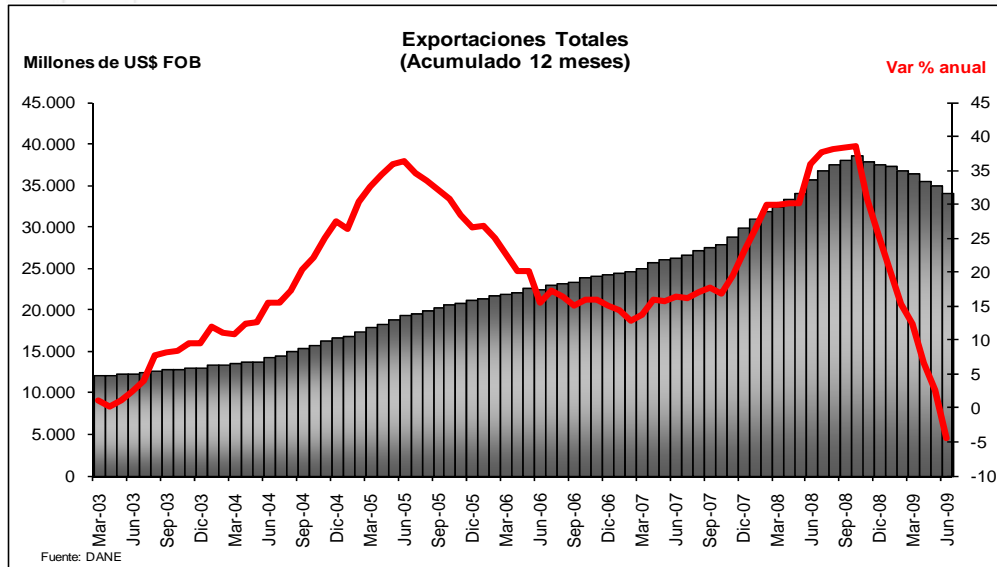
# Especialmente a través las exportaciones

Enero-Junio 2009:

-Las totales cayeron 19,1%, las tradicionales 23,2% y las no tradicionales 15%

-Dentro de la no tradicionales, las industriales a Venezuela cayeron 14,7%. Sólo las agropecuarias repuntaron (por la carne) 28,7%

-En Julio a Venezuela y Ecuador cayeron 29% y 35% respectivamente y en agosto la caída fue aún mayor





**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**

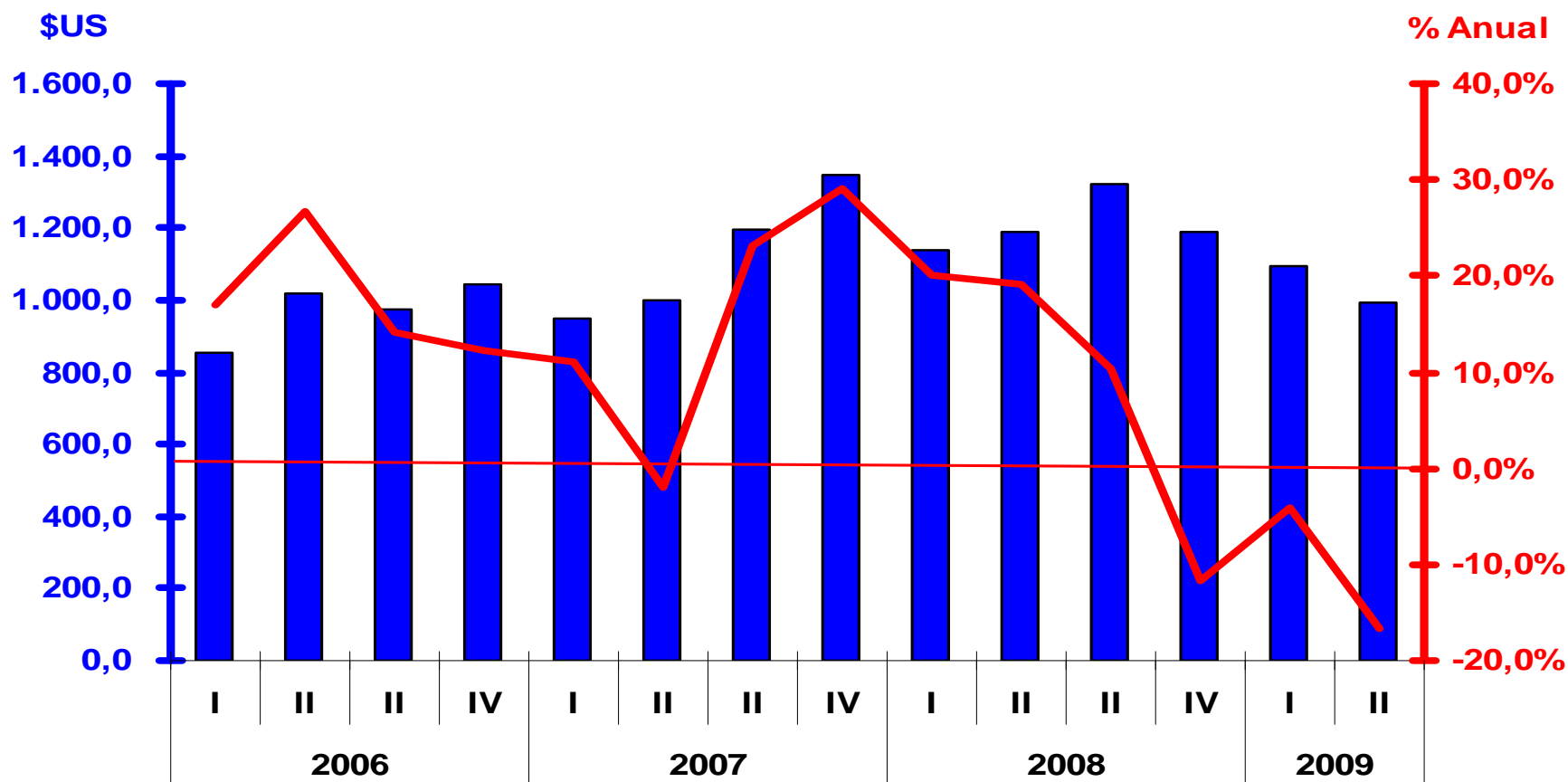
- 2009: -15.3%
  - Estados Unidos: -10.0 %
  - Venezuela: -20.0 %
  - Ecuador : -30.0%
  - Resto: -10.0 %

- 2010: 0.2%



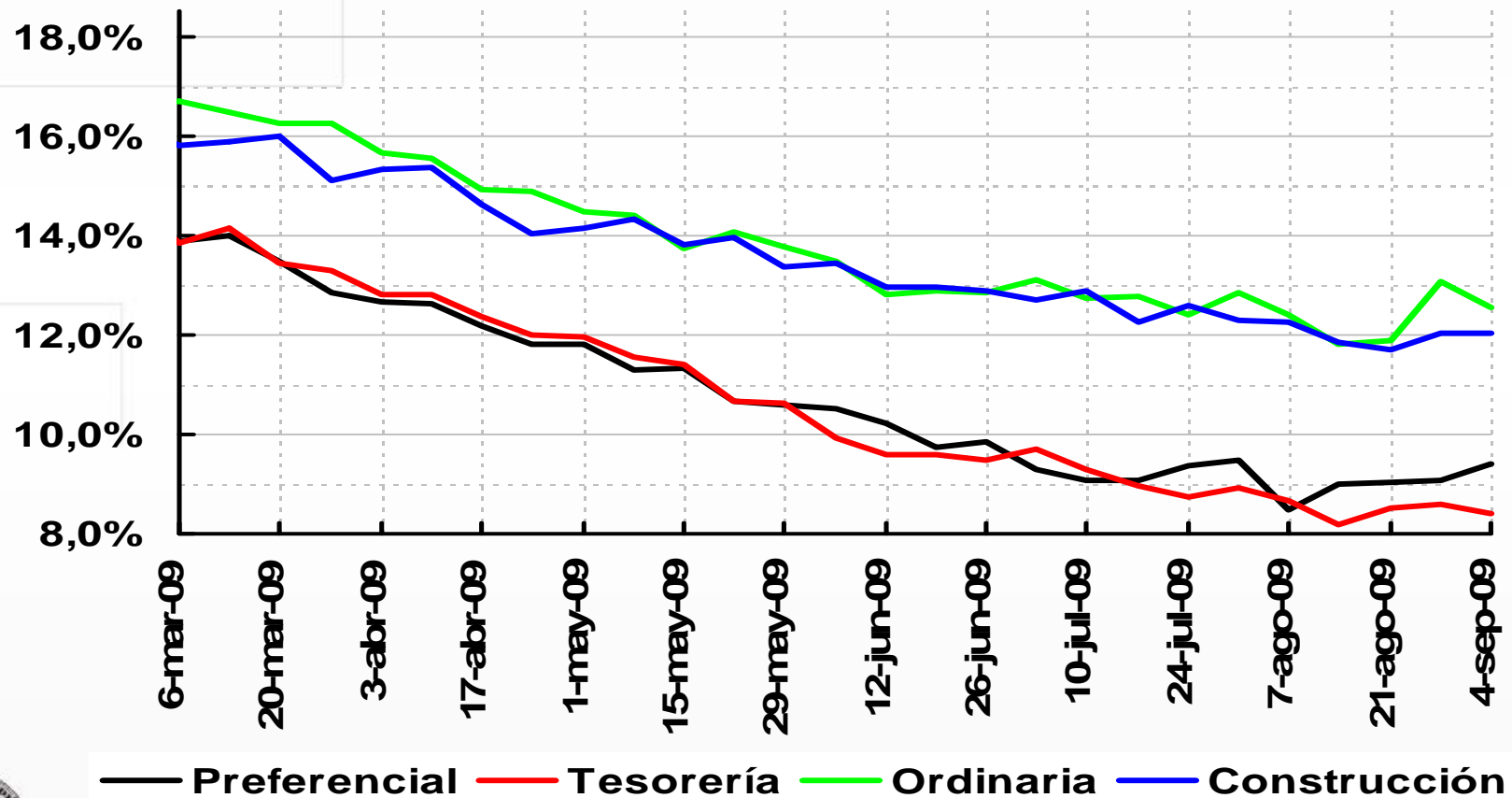
Y a través de las remesas de los residentes en el exterior: en el I semestre de 2009 cayeron 10% anual y se proyecta un descenso de 15% en todo el año

**Ingresos de Remesas de Trabajadores  
Dólares**



# Al tiempo que las tasas activas comerciales dejaron de reducirse

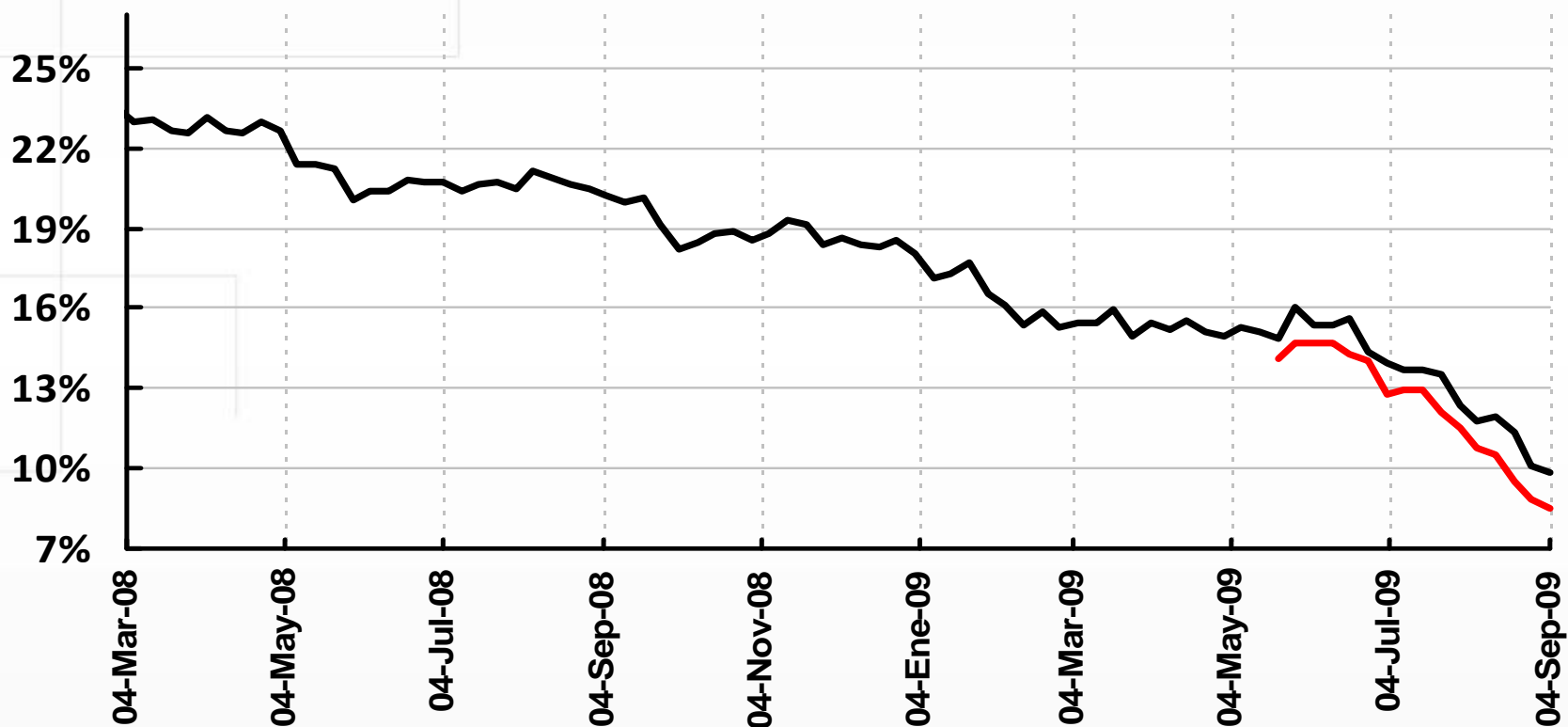
## Tasas de interés comerciales semanales



# Se acentúa la desaceleración del crecimiento de la cartera en moneda nacional

## Cartera bruta con leasing MN

variaciones anuales de datos semanales

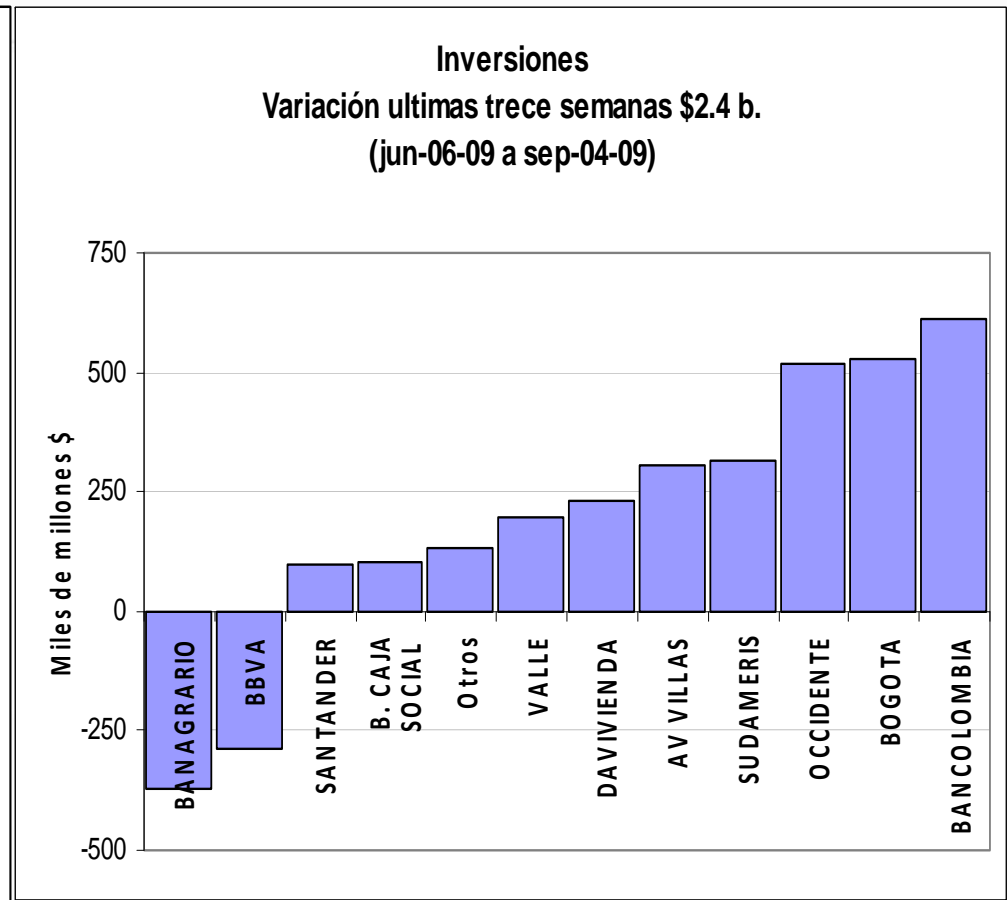
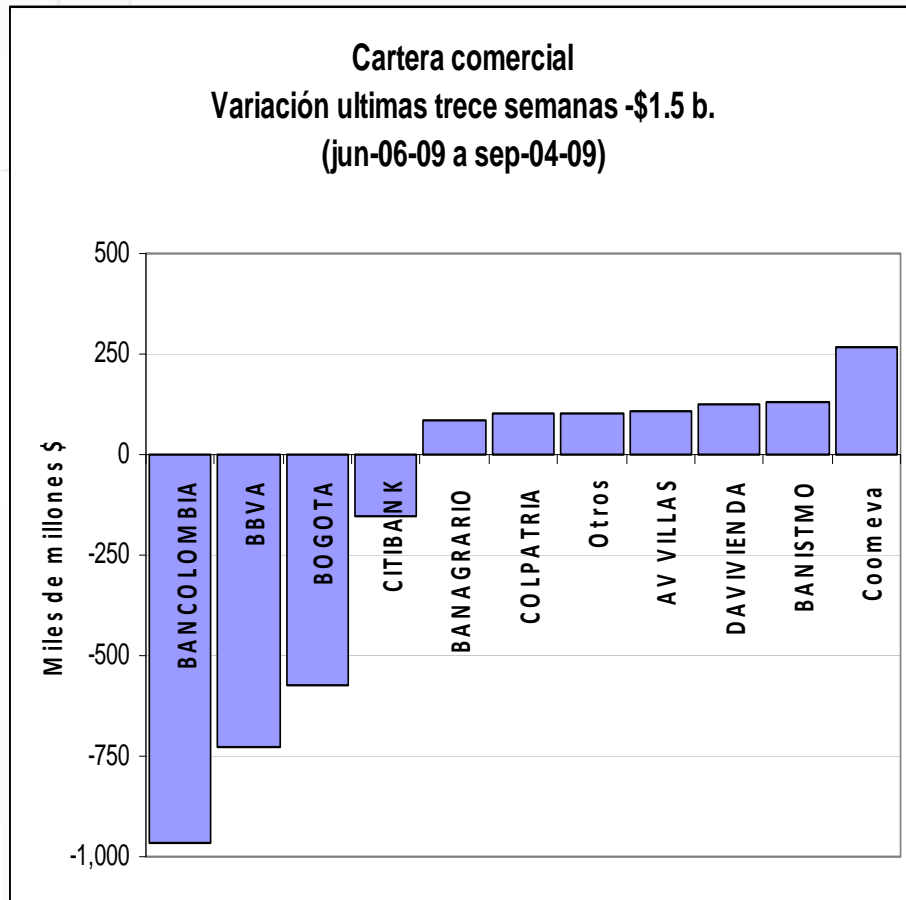


— Total

— sin ecopetrol



# Últimamente se ha producido una sustitución de cartera por inversiones en bonos (corporativos y TES) por parte de la banca comercial



**En lo corrido del año hasta julio el saldo de bonos corporativos aumentó \$1,8 b. En sólo agosto y septiembre el sector real colocó más de \$2,3 b. ¿Cómo incentivar o privilegiar las emisiones de acciones sobre las de bonos?**

### Saldo de deuda corporativa

Sector Real			
	dic-08	jul-09	Variación
Bonos Ordinarios	9,108.6	11,029.0	1,920.3
Bonos de garantía general			
Bonos Sub-ordinados			
Papeles Comerciales	826.4	602.9	-223.5
Titularizaciones	1,816.6	1,941.9	125.3
<b>Sub-total</b>	<b>11,751.6</b>	<b>13,573.7</b>	<b>1,822.1</b>

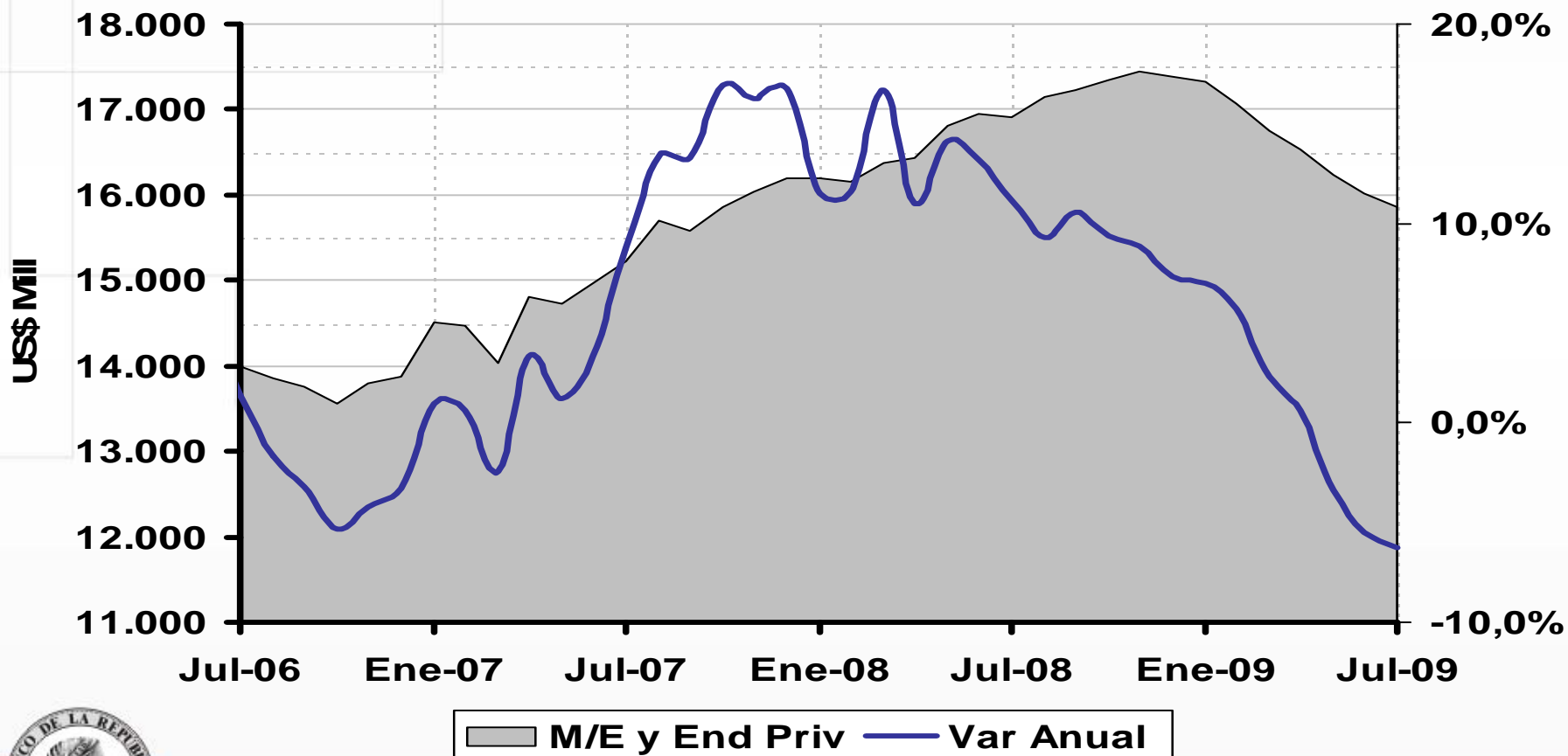
### Bolsa de Valores de Colombia Emisiones de Deuda Corporativa en Colombia

Monto Colocado \$MM			
	Sector		
	Sector Real	Financiero	Total
ene-09	250.0	9.4	259.4
feb-09	525.0	839.8	1,364.8
mar-09	230.0	1,292.4	1,522.4
abr-09	1,199.5	539.5	1,739.0
may-09	233.0	129.6	362.5
jun-09	263.2	200.7	463.9
jul-09	556.0	1,248.1	1,804.1
ago-09	1,570.0	1,051.1	2,621.1
sep-09	811.9	200.0	1,011.9
<b>Total</b>	<b>5,638.5</b>	<b>5,510.5</b>	<b>11,149.0</b>

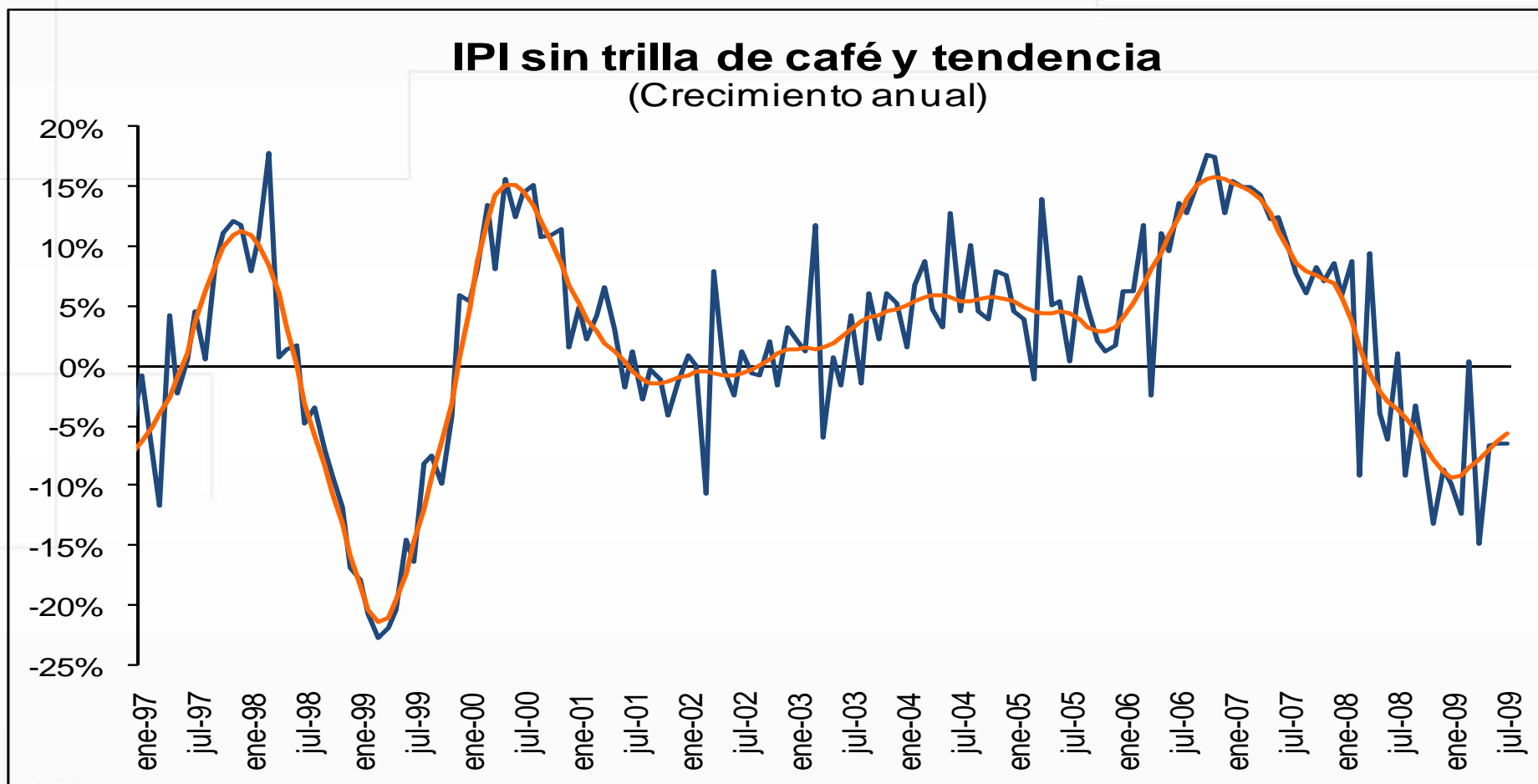


# Por otra parte el sector real reduce su deuda externa

## Agregado cartera M/E y endeudamiento del sector privado no financiero

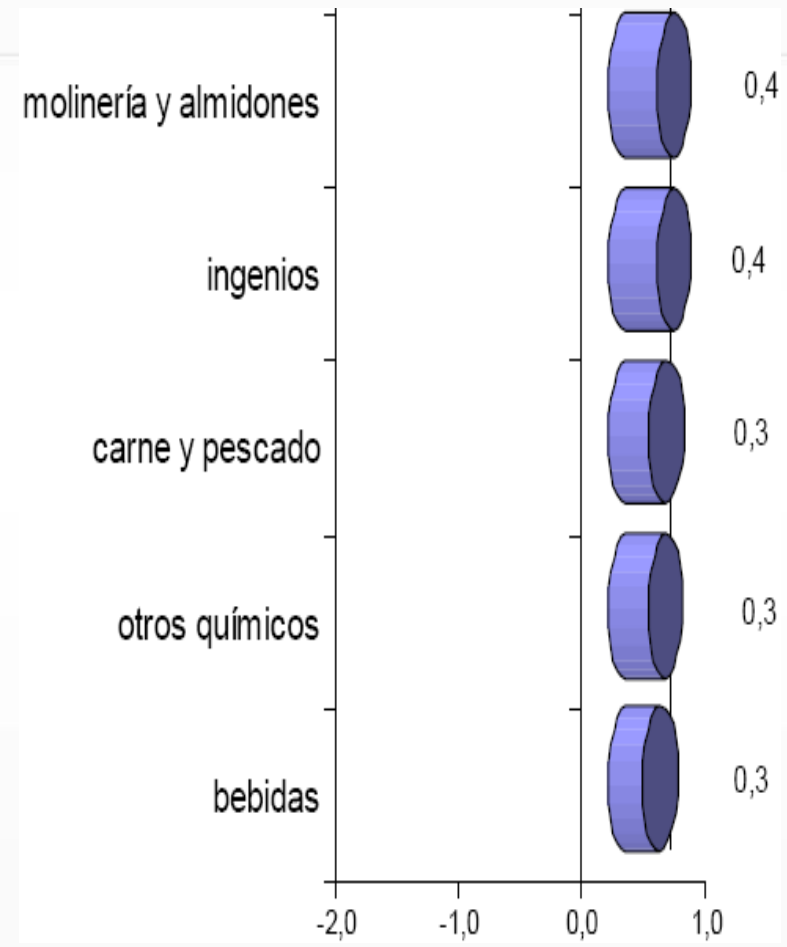
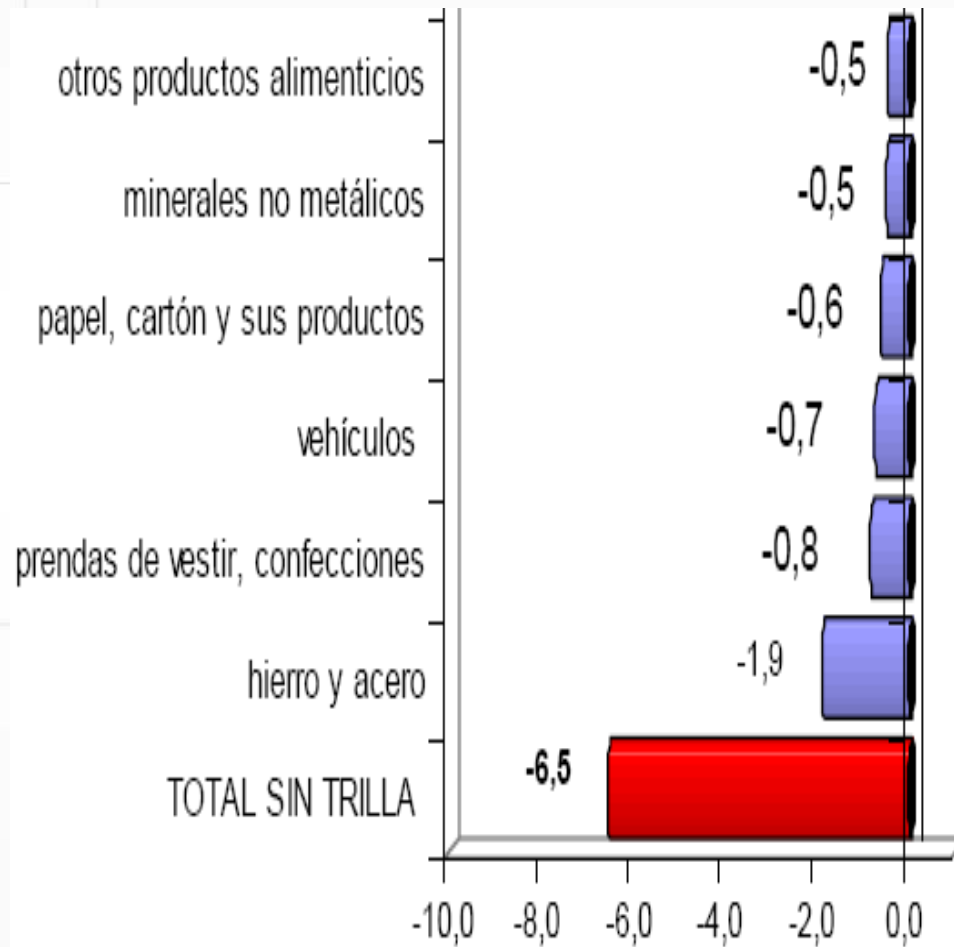


# Según el DANE la producción industrial en año corrido a julio cayó 8,2%



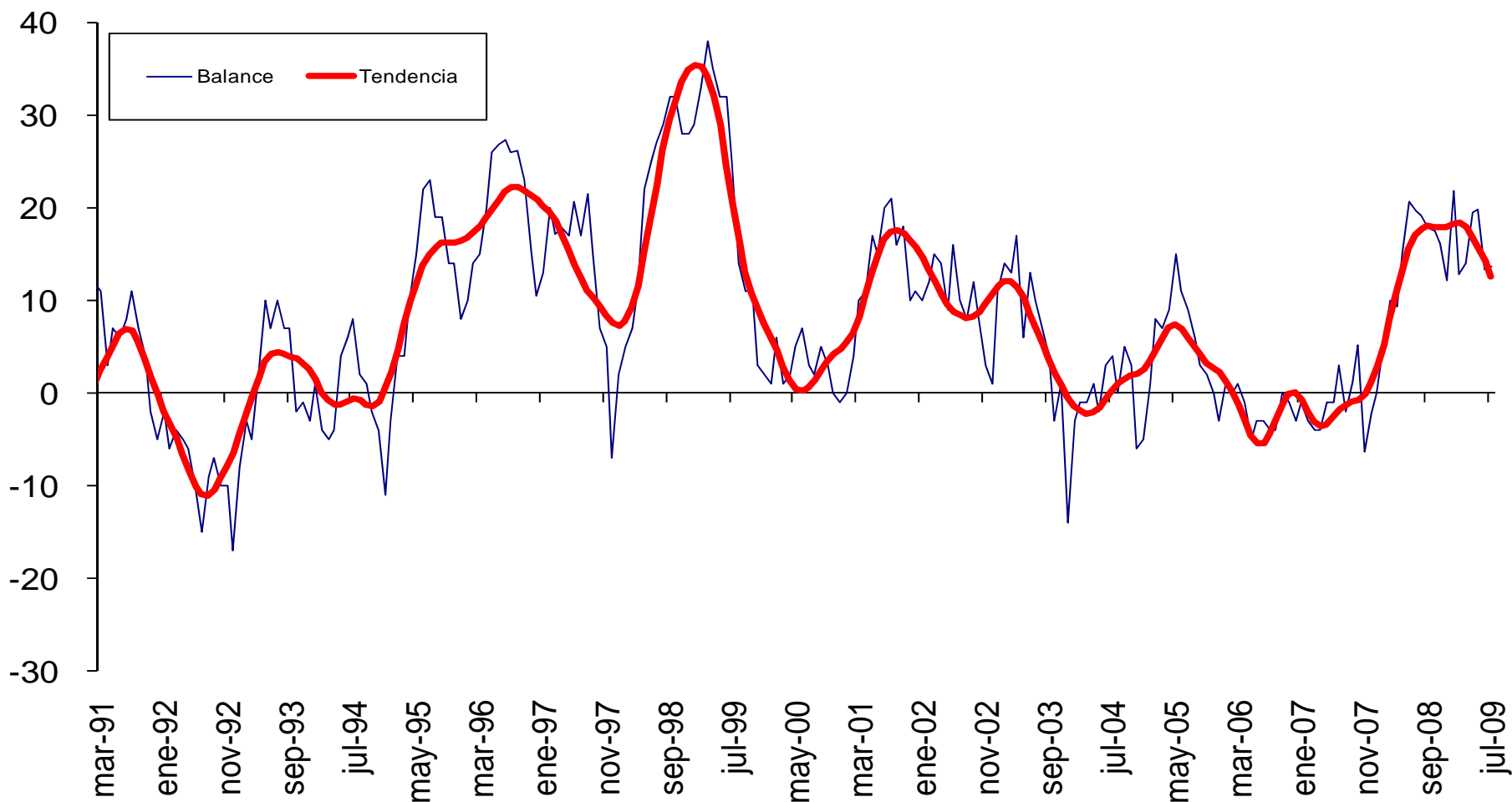


# Contribuciones a la variación anual de la industria



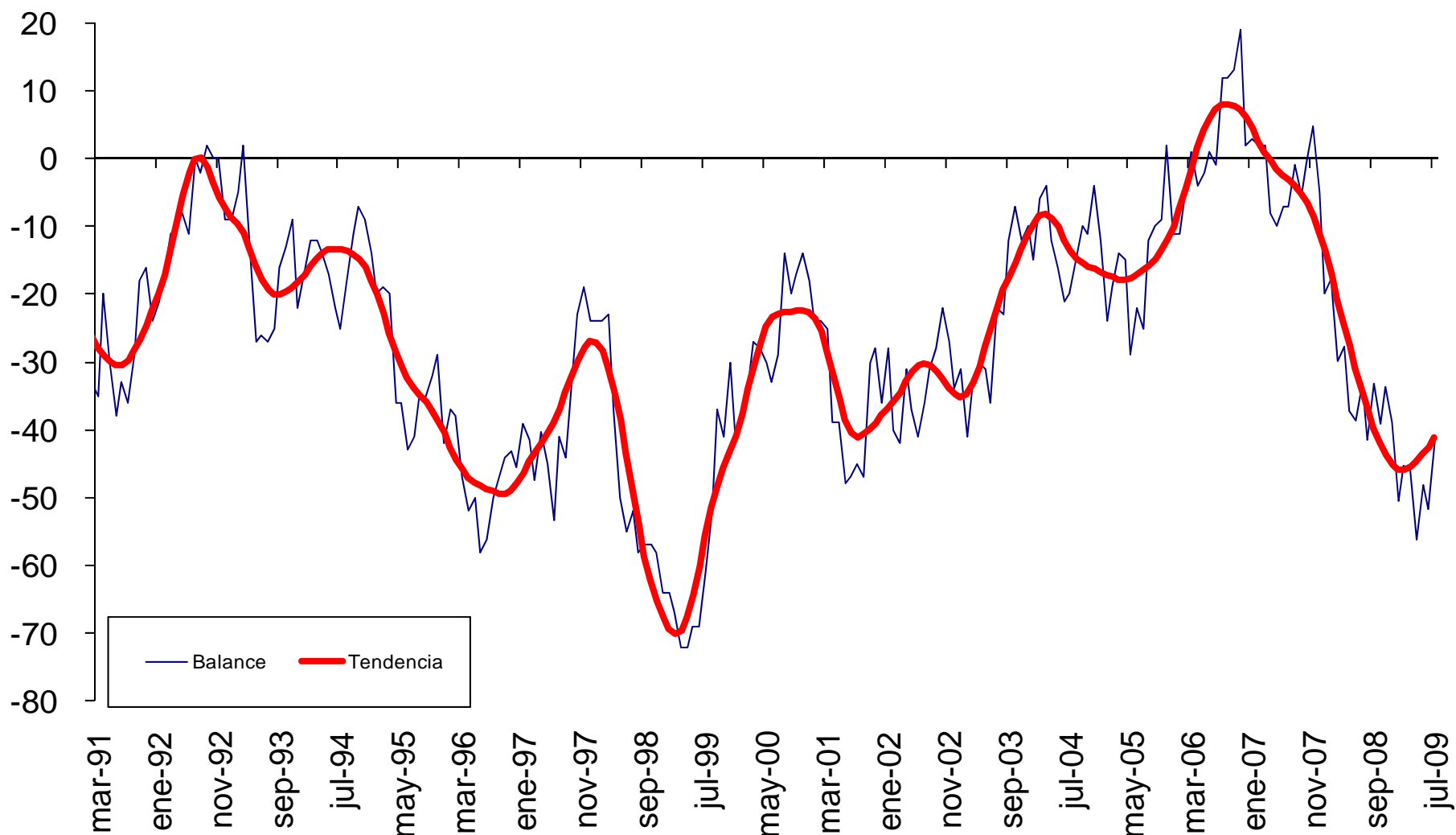
**Sin embargo, después de incesante aumento Y luego estancamiento, el nivel de existencias en Julio ya muestra un quiebre hacia el descenso**

**Balance de la pregunta de EOE de existencias**



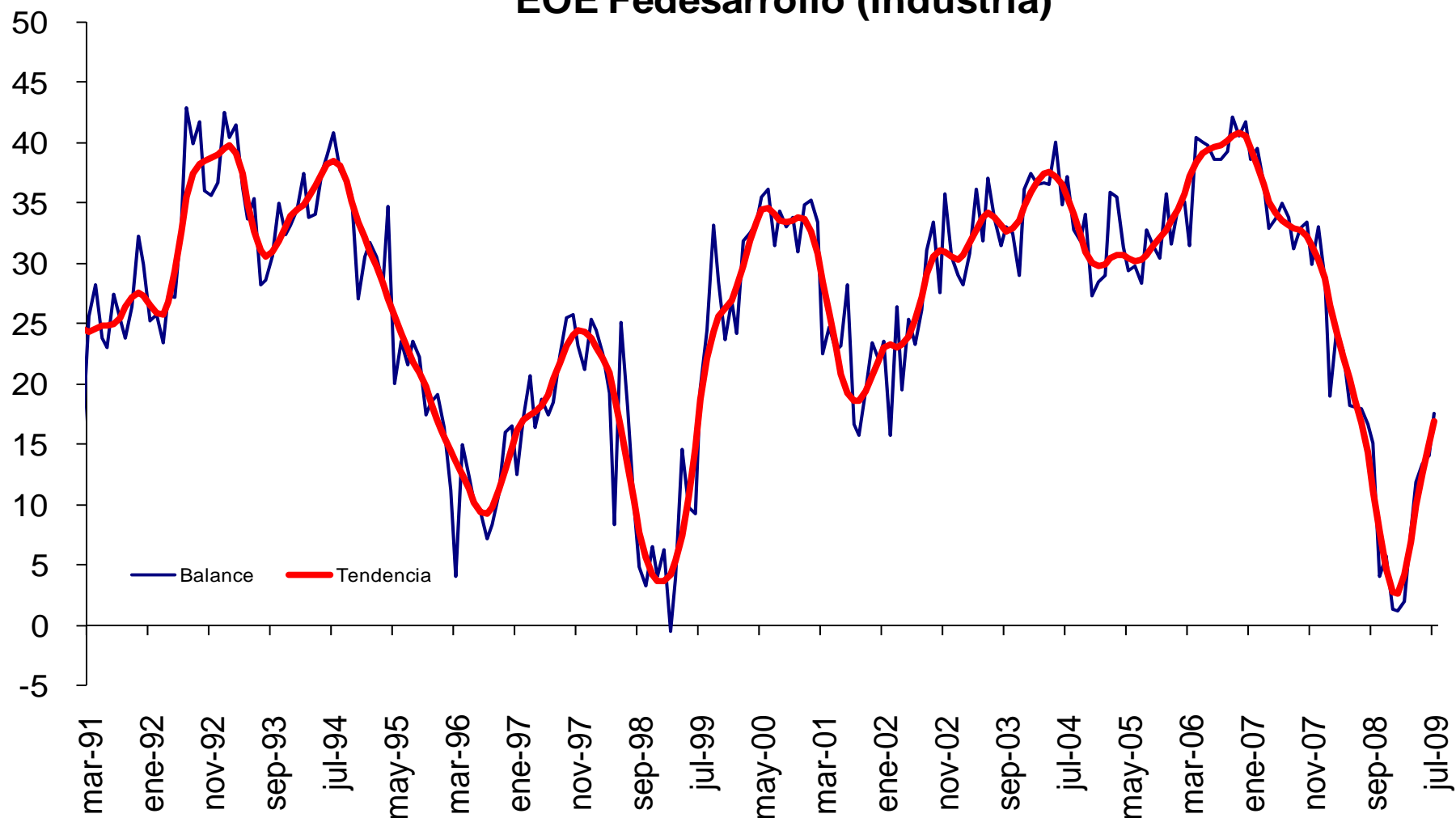
# Mientras que la tendencia del nivel de pedidos parece comenzar a recuperarse

**Balance de la pregunta de EOE de volumen actual de pedidos**



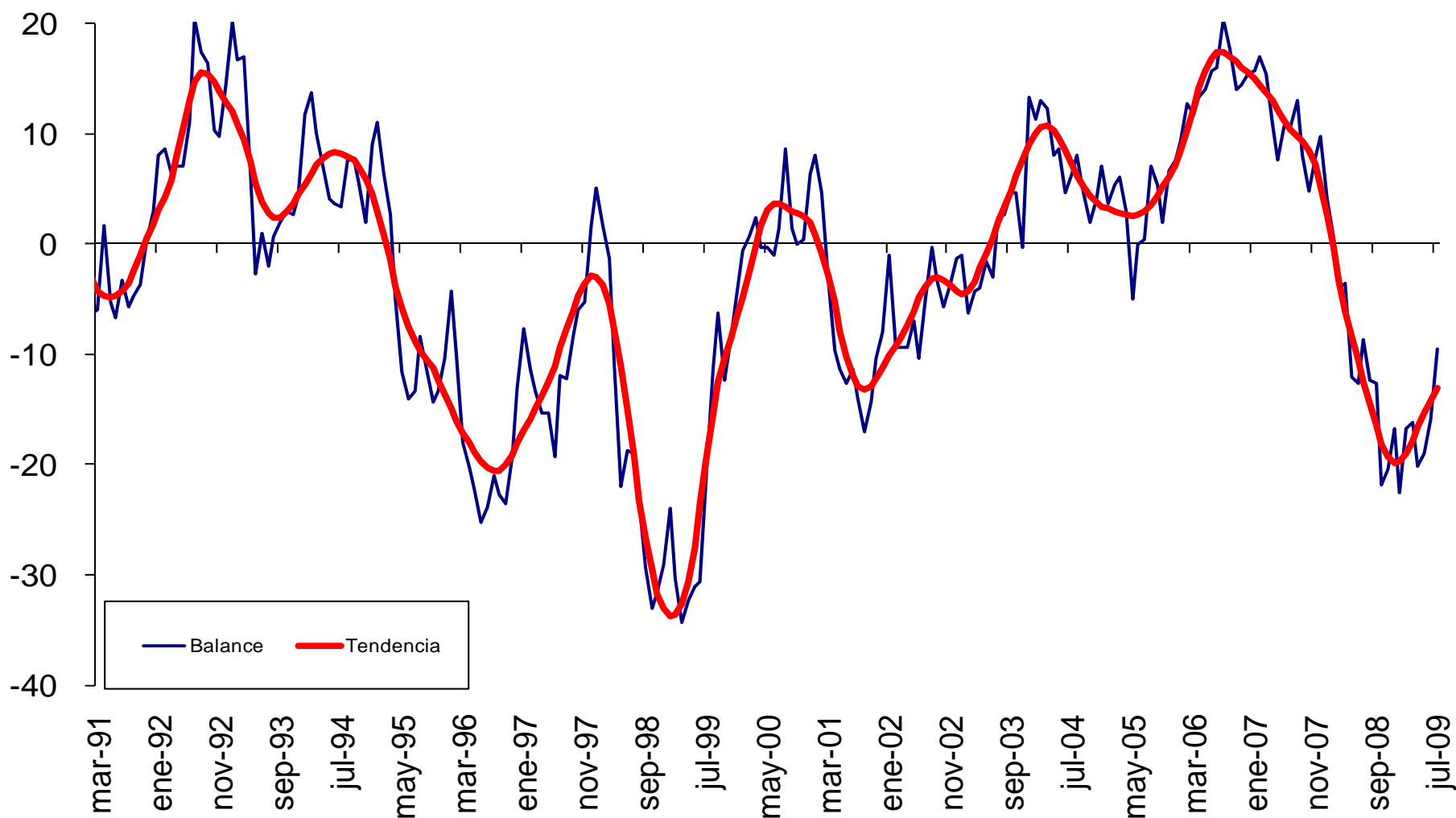
# Las expectativas de producción a tres meses de los industriales siguieron recuperándose

Expectativas de producción en tres meses desestacionalizadas  
EOE Fedesarrollo (Industria)



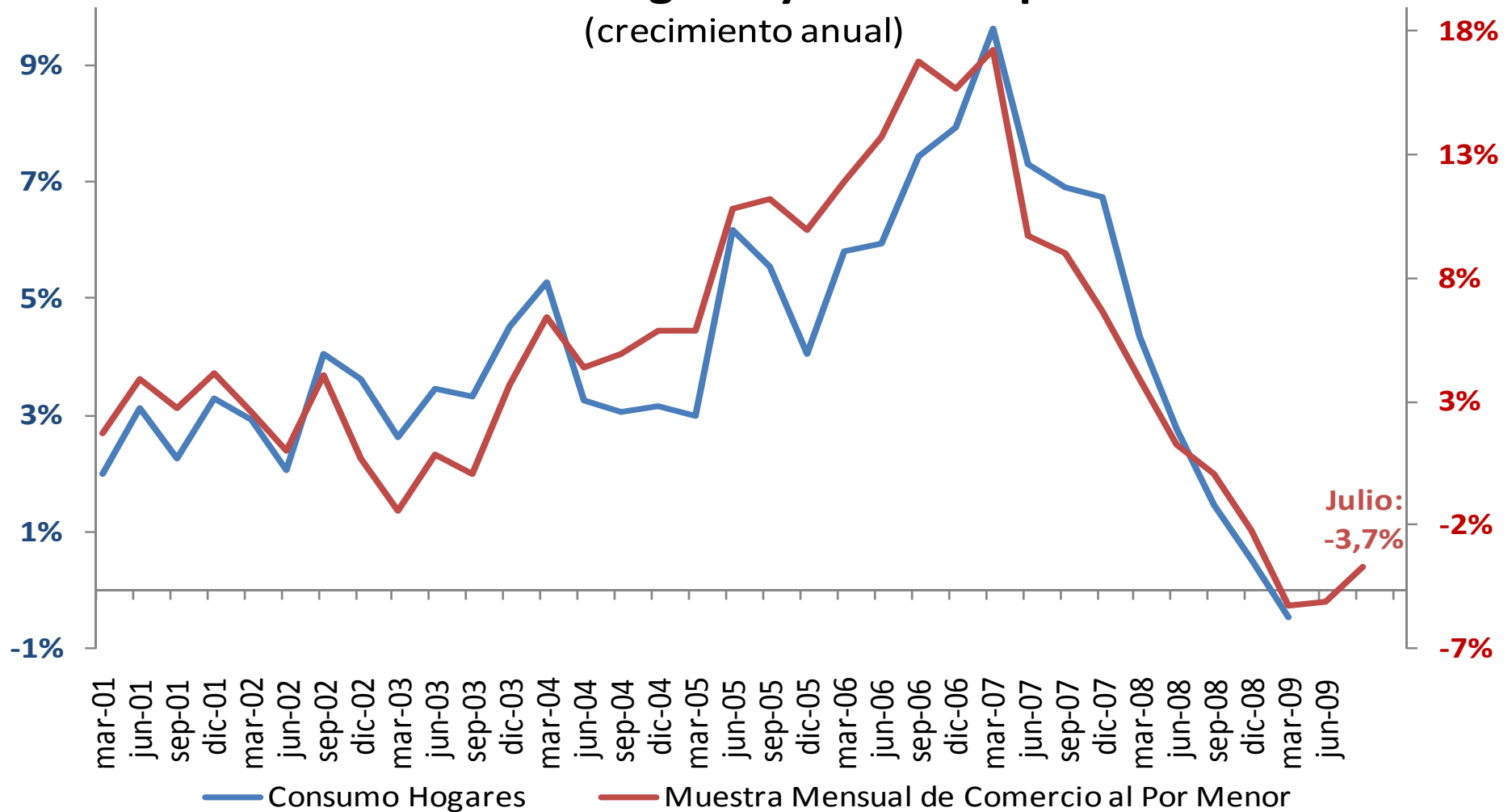
# El índice de confianza de los industriales (que reúne los tres anteriores) siguió mejorando

## Balance del Índice de Confianza de la Industria



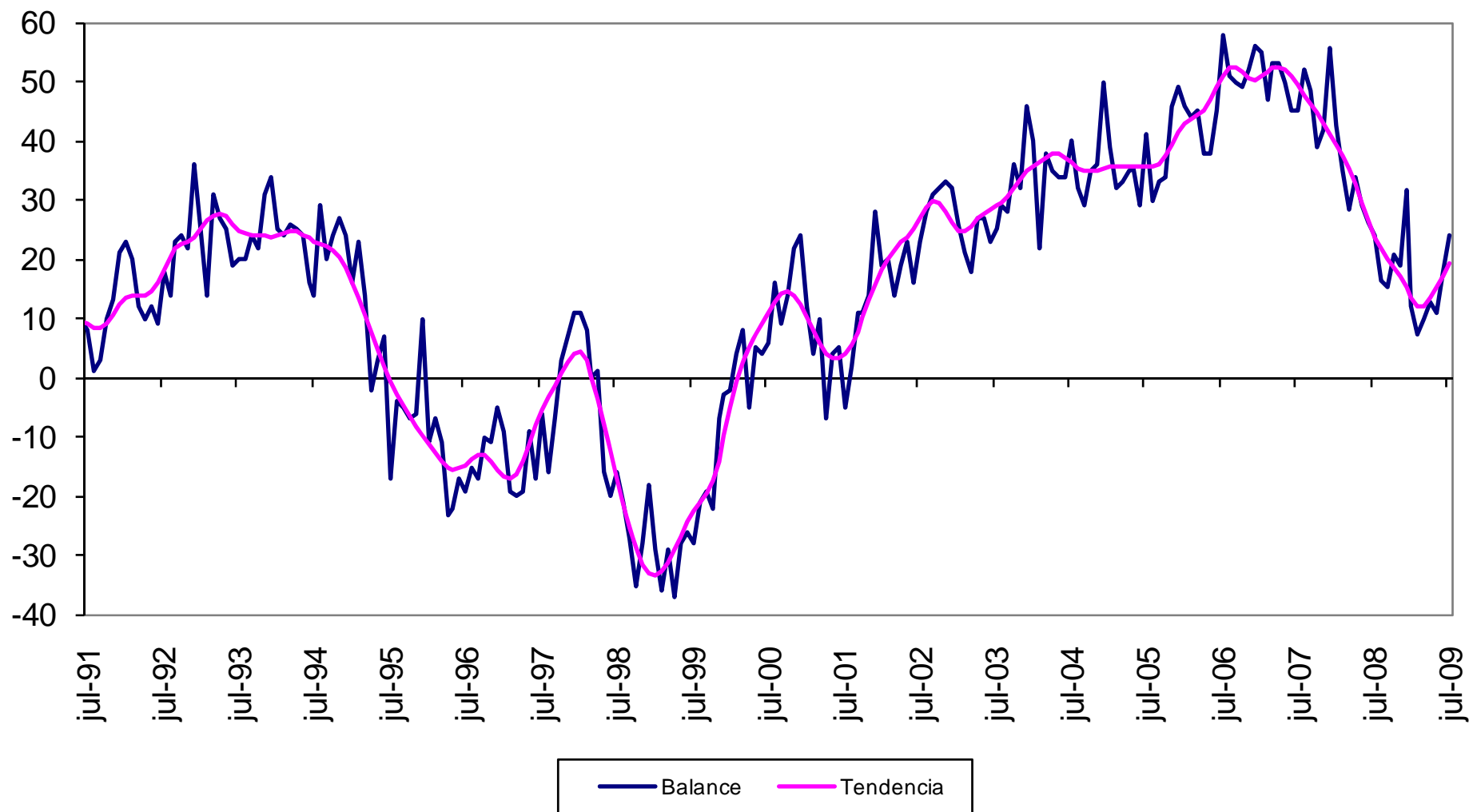
# La ventas del comercio al por menor en el I semestre 2009 las ventas cayeron 5,2%. Pero la caída en julio fue menor (3,7%)

## Consumo de los hogares y ventas al por menor (crecimiento anual)



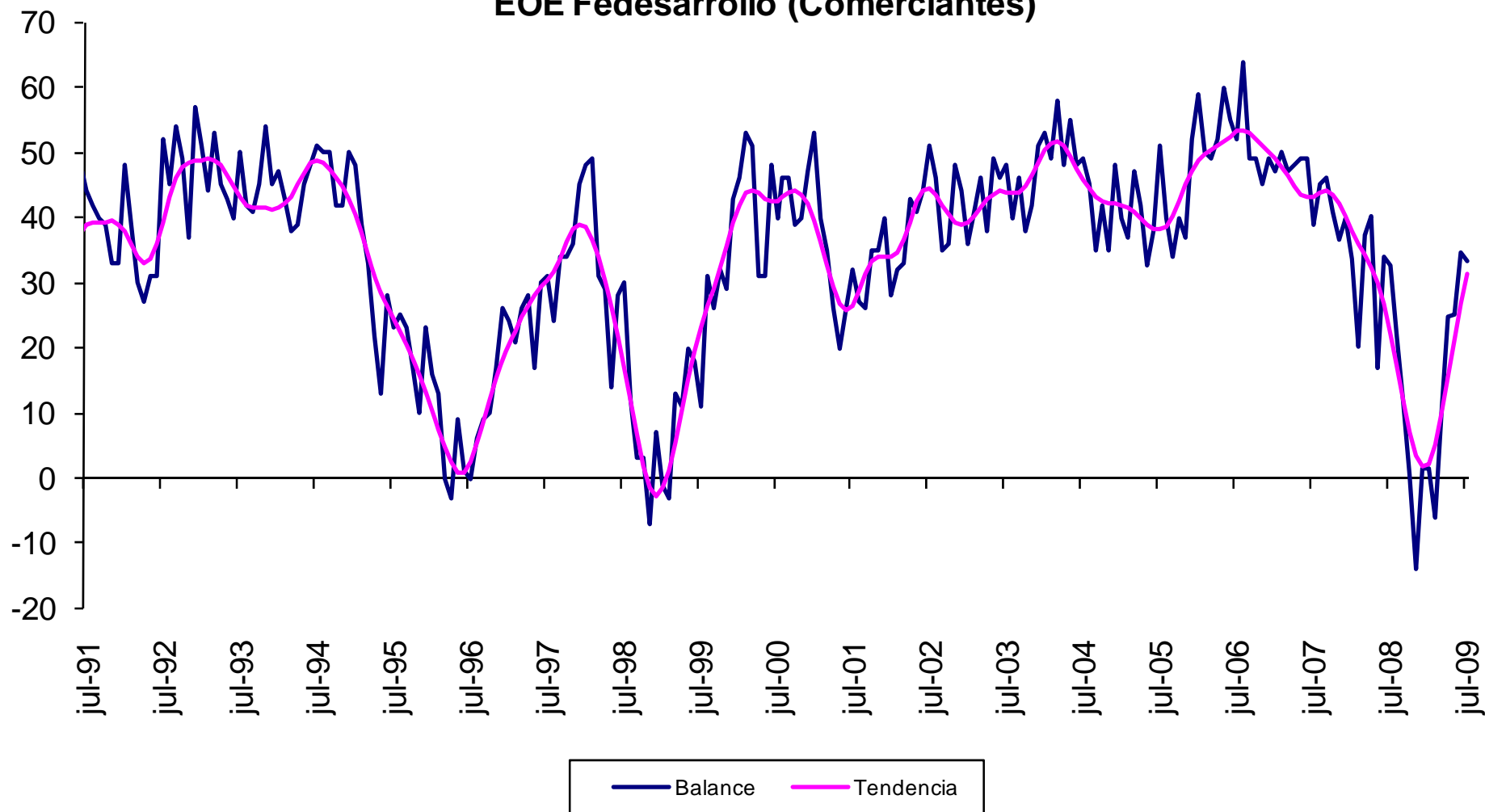
# No obstante, el índice de situación económica del comercio reflejado en la Encuesta de Opinión Empresarial continuó mejorando

EOEC Situación económica actual



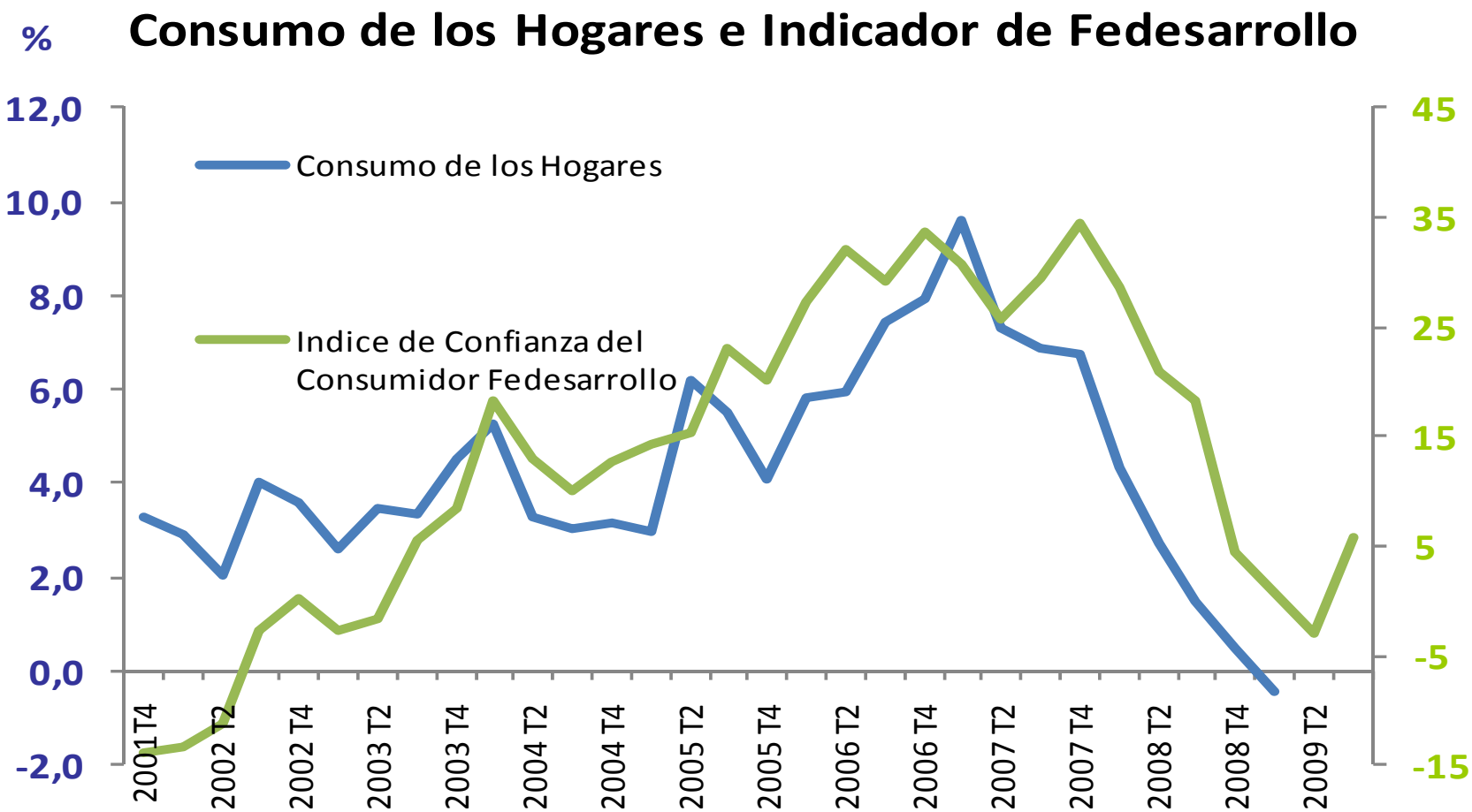
# Y el indicador sobre la situación esperada por los comerciantes en los próximos seis meses se mantuvo estable con relación al mes anterior

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

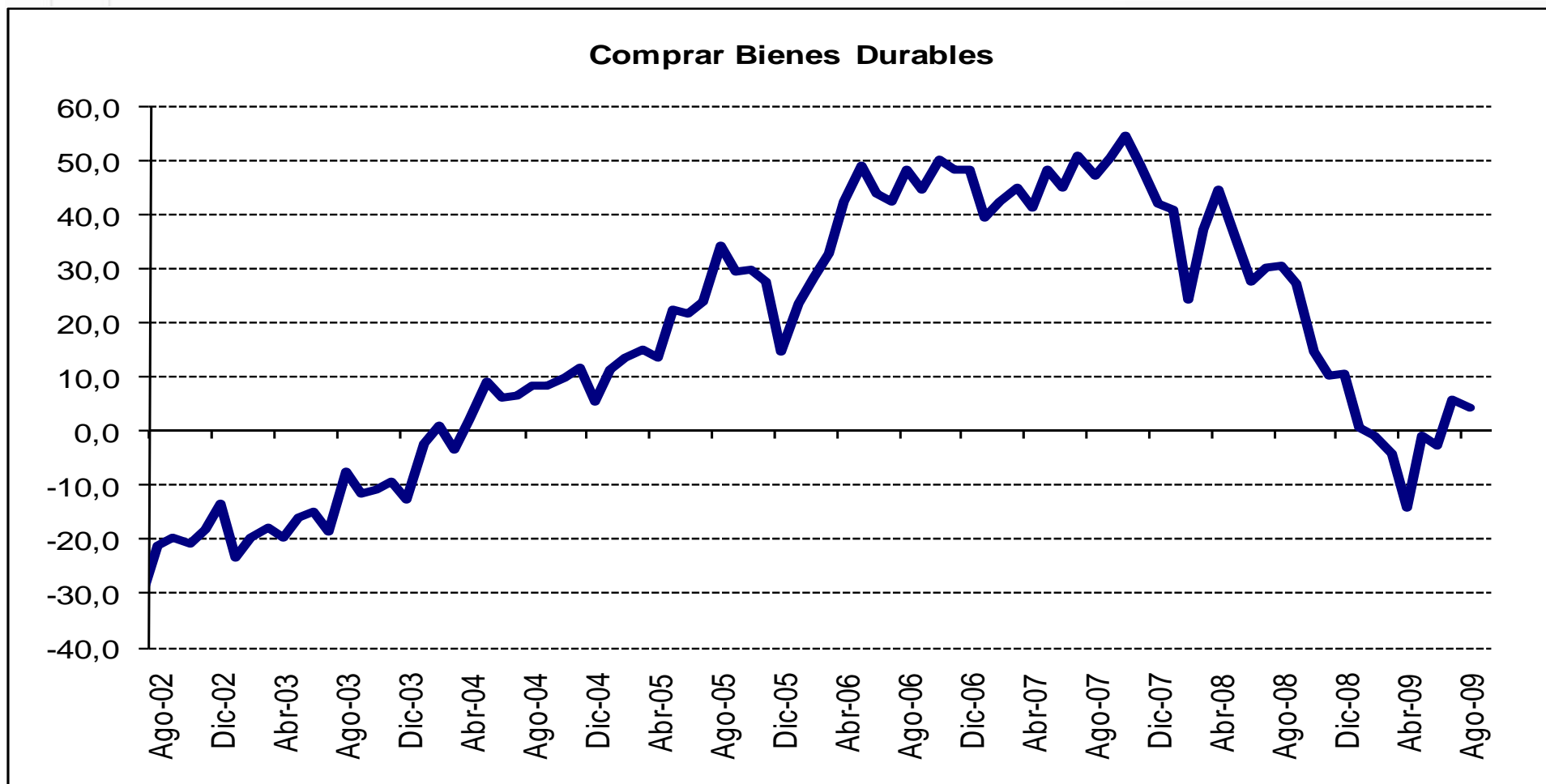




# El índice de confianza del consumidor aumentando desde mayo, insinuando que la recuperación del consumo de los hogares habría comenzado a partir del III trimestre

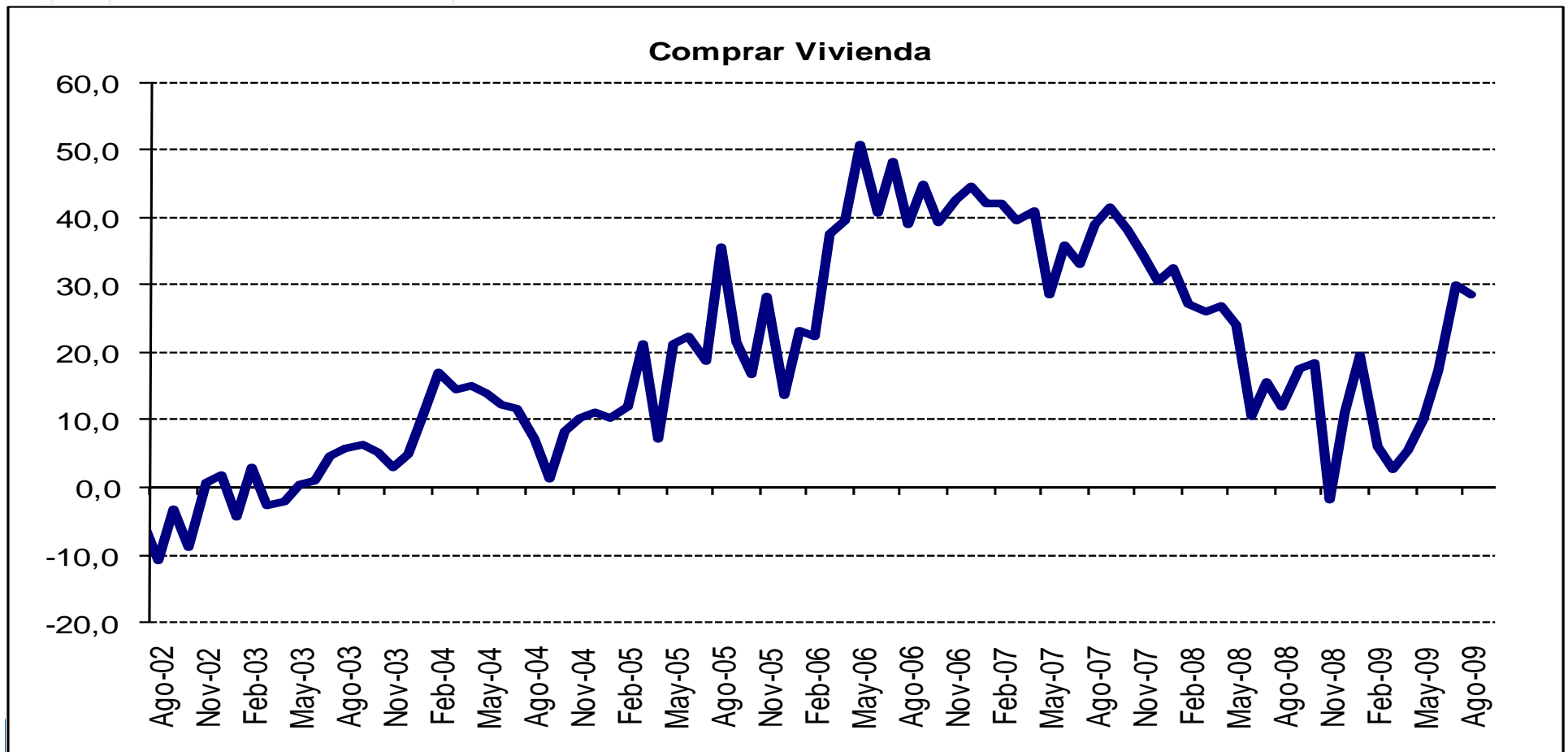


# El indicador de compra de bienes durables cayó levemente en agosto pero se mantiene en terreno positivo



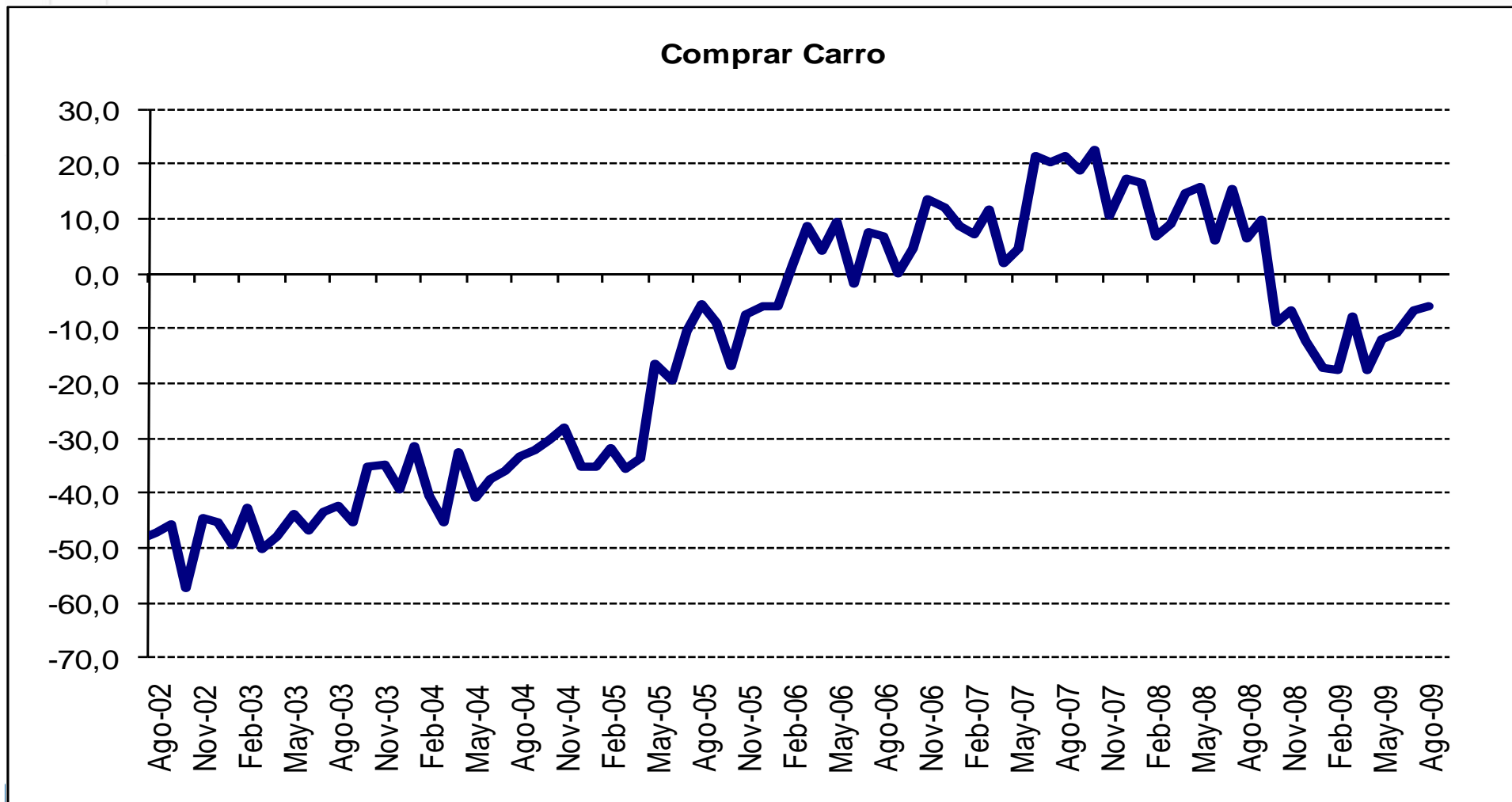
¿Cree ud. que este es un buen momento para comprar cosas grandes como muebles o electrodomésticos? (balance)

**El indicador de compra de vivienda ha registrado aumentos fuertes en los últimos tres meses. La política del gobierno para incentivar la compra de vivienda dando resultados**



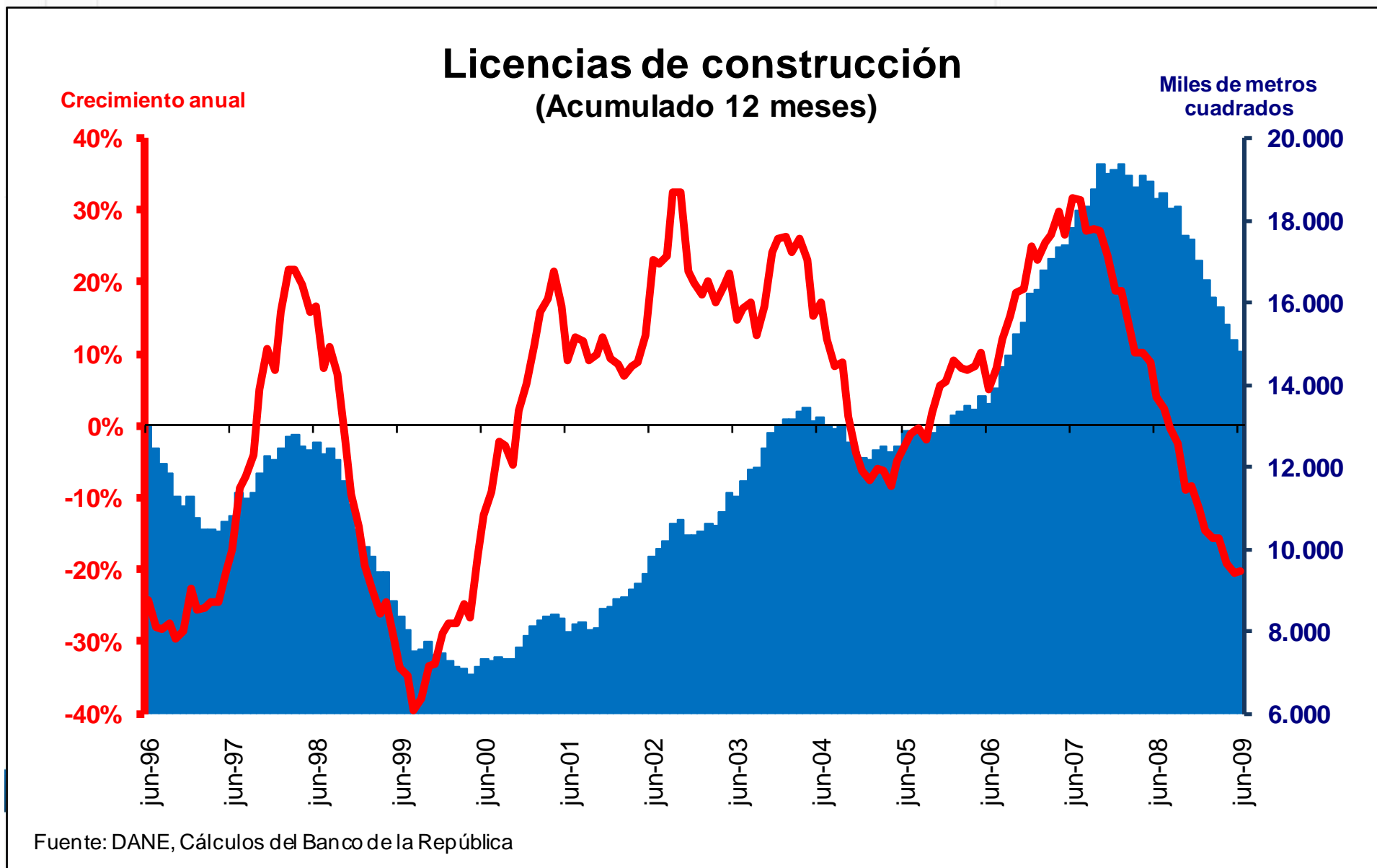
¿Cree ud. que este es un buen momento para comprar vivienda?

**En julio el indicador de compra de carro se recuperó levemente por cuarto mes consecutivo. Aunque sigue en terreno negativo**

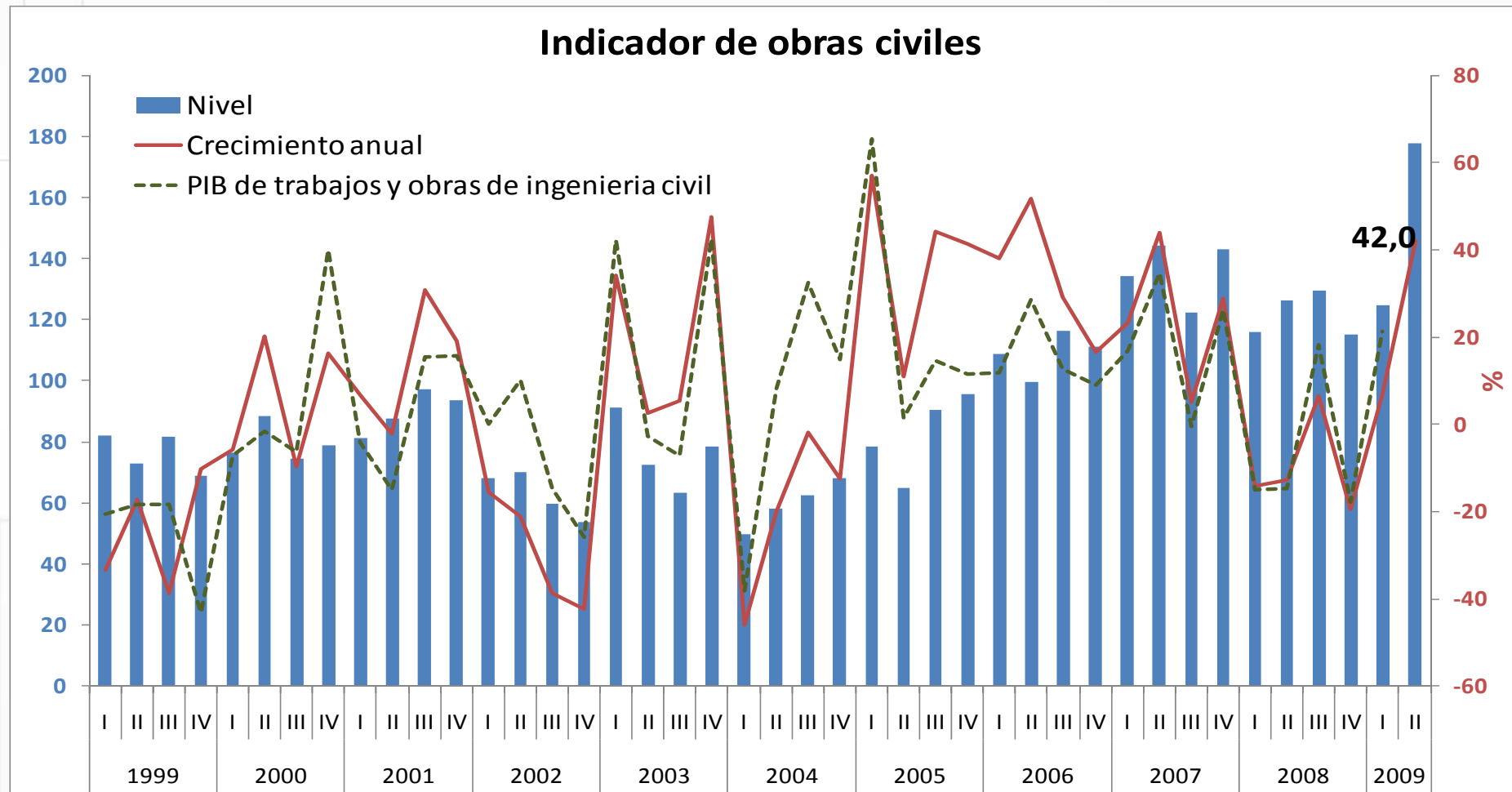


¿Cree ud. que este es un buen momento para comprar carro?

# Sin embargo, las licencias de construcción (para nuevas edificaciones) caen 20% anual

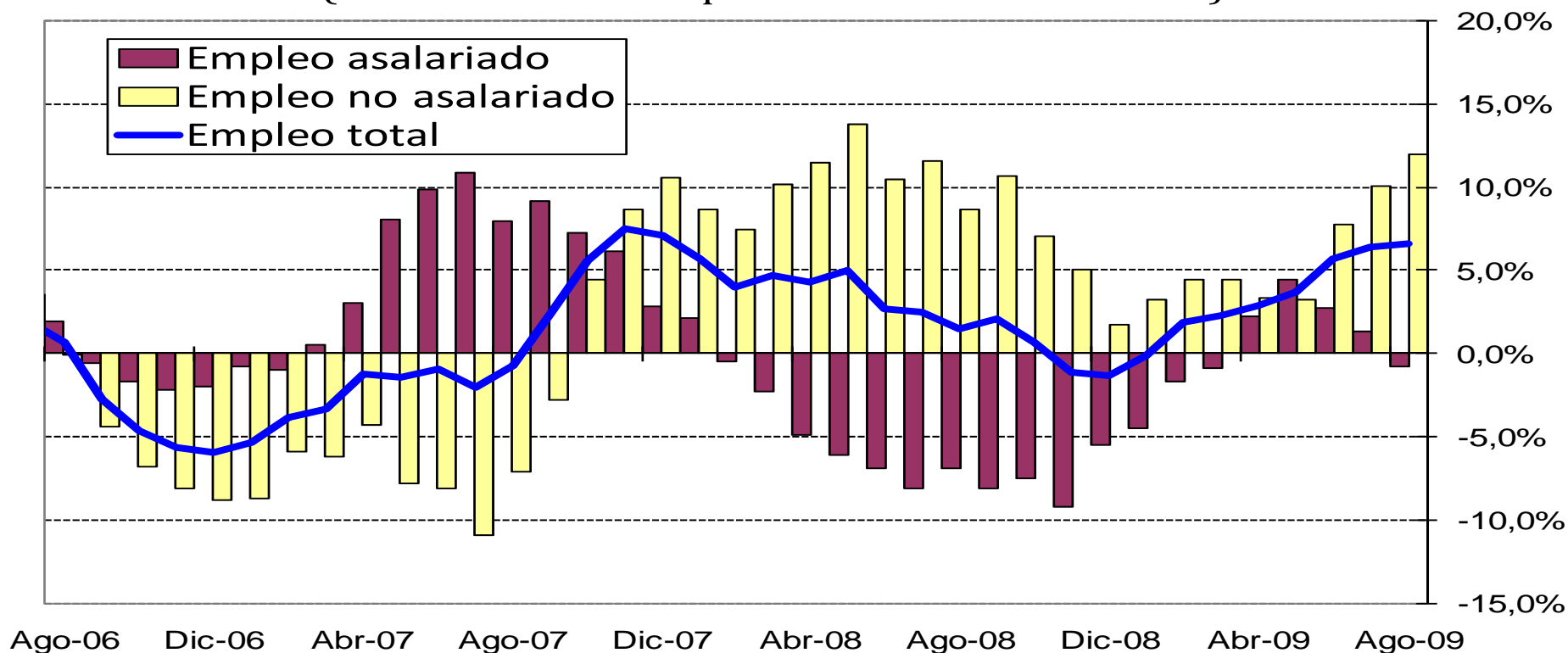


# No obstante, la inversión en obras civiles ha observado una recuperación muy importante: 42% en el II trimestre de 2009



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

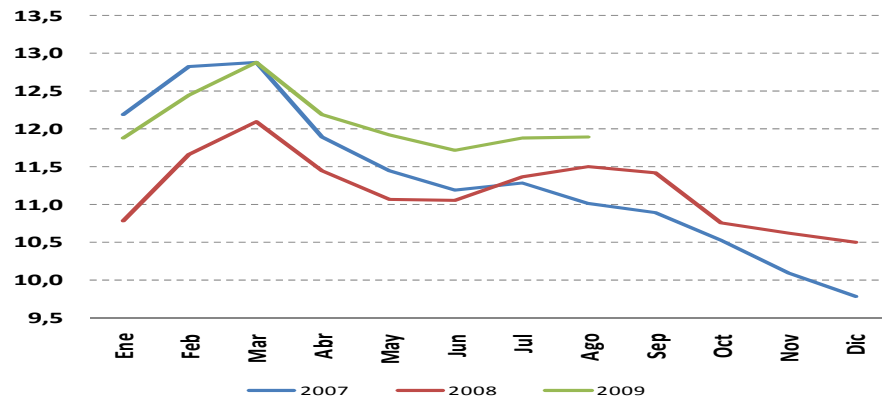
**Creación de Empleo**  
(TOTAL NACIONAL- promedio móvil de orden 3)



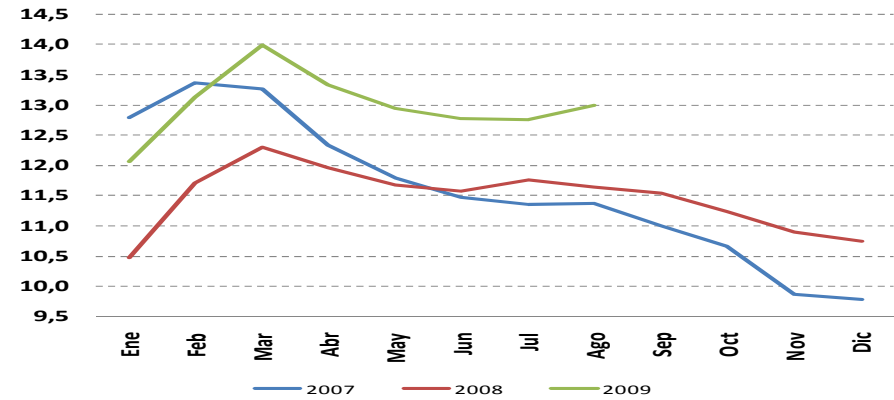
Fuente: GEIH - DANE

# La TD en alza desde julio/08. Acelerándose en centros urbanos. El aumento de la pobreza explica incremento de la TGP: *todos en la familia al 'rebusque'*. En las áreas rurales cae: ¿por obras civiles y mayor emigración a centros urbanos?

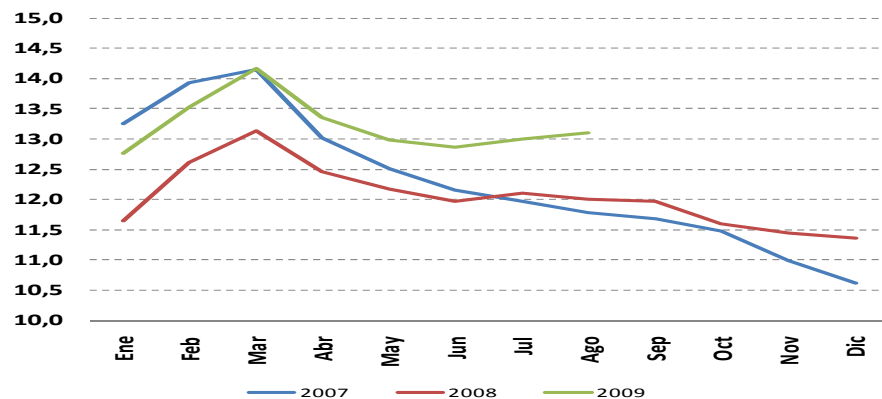
**Tasa de Desempleo**  
(Total Nacional)



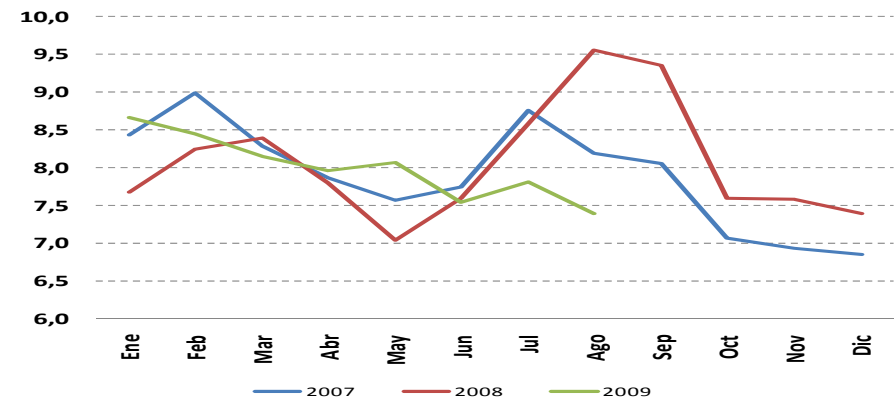
**Tasa de Desempleo**  
(13 Áreas)



**Tasa de Desempleo**  
(Cabeceras)



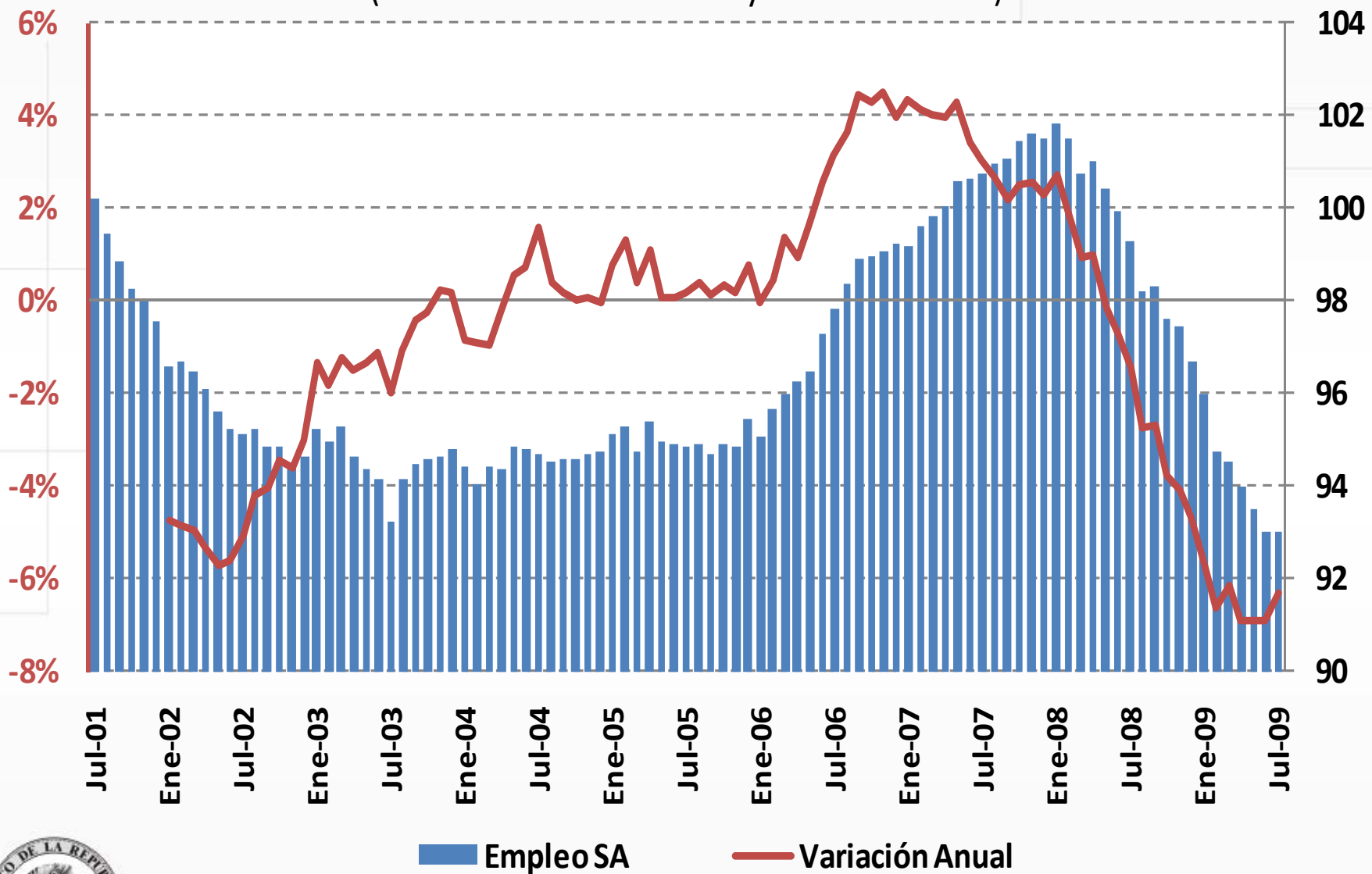
**Tasa de Desempleo**  
(Área Rural)





# Empleo en la Industria

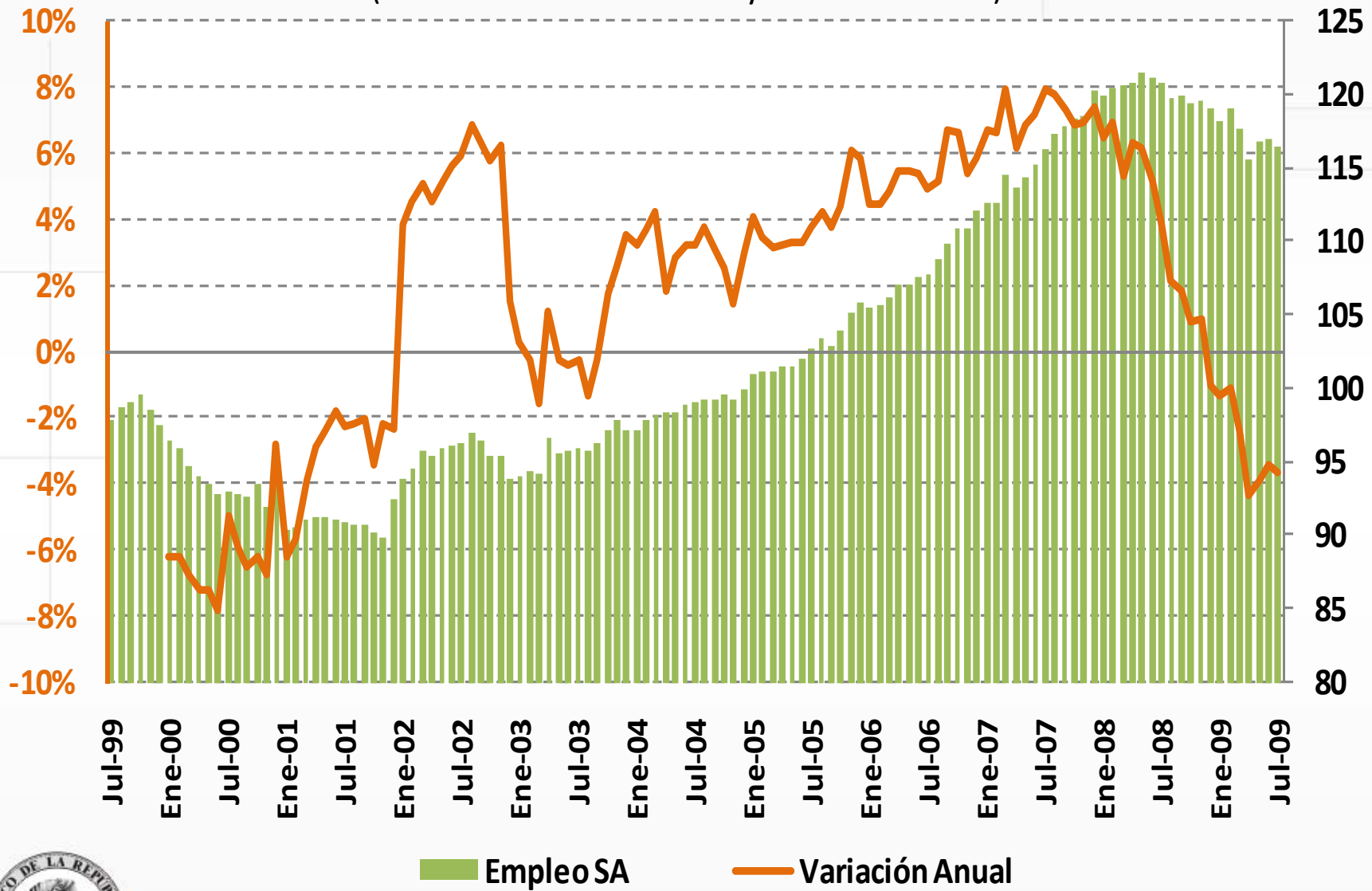
(Nivel Desestacionalizado y Variación Anual)



Fuente: DANE- MMM

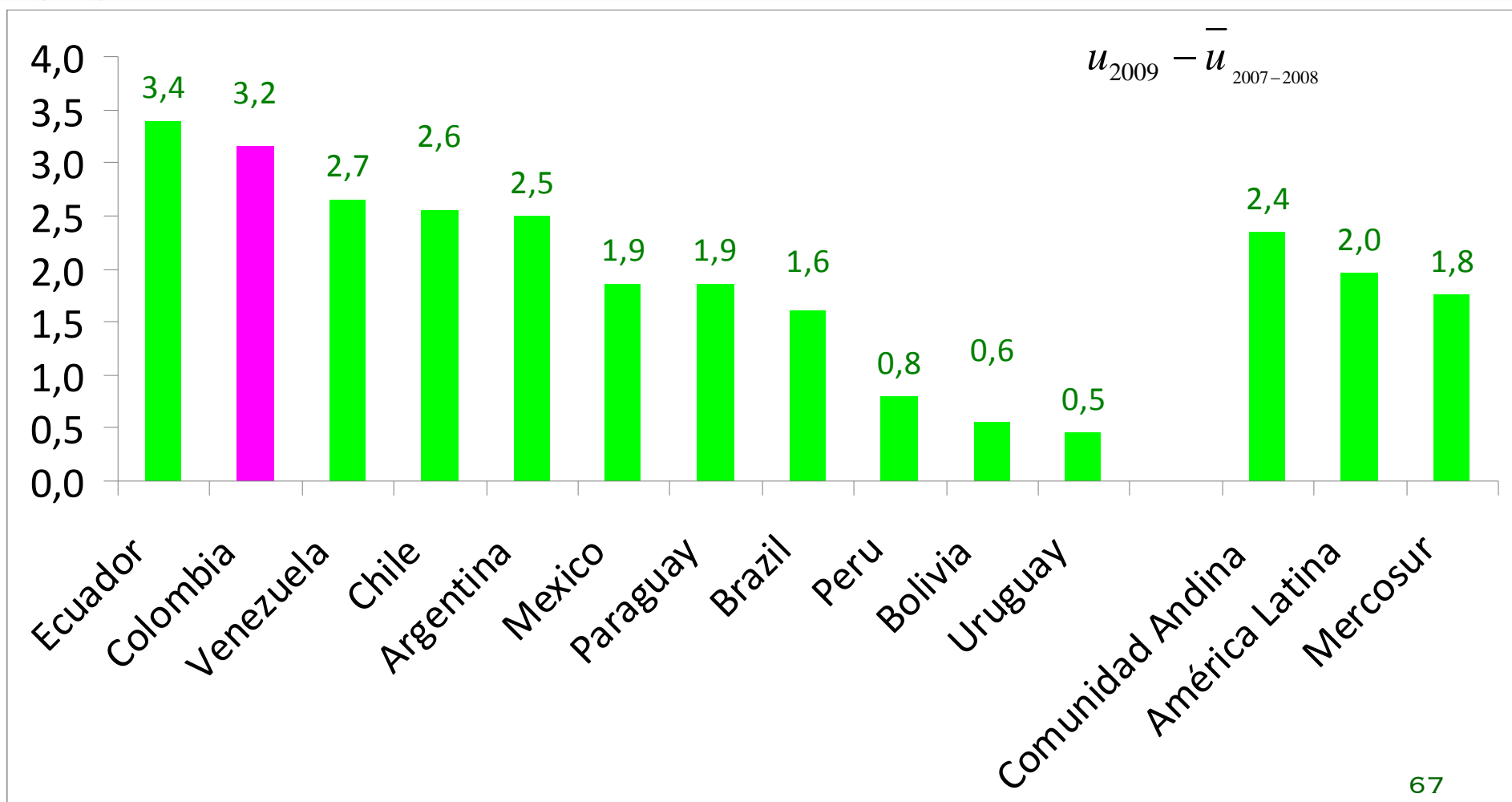
## Empleo en el Comercio

(Nivel Desestacionalizado y Variación Anual)



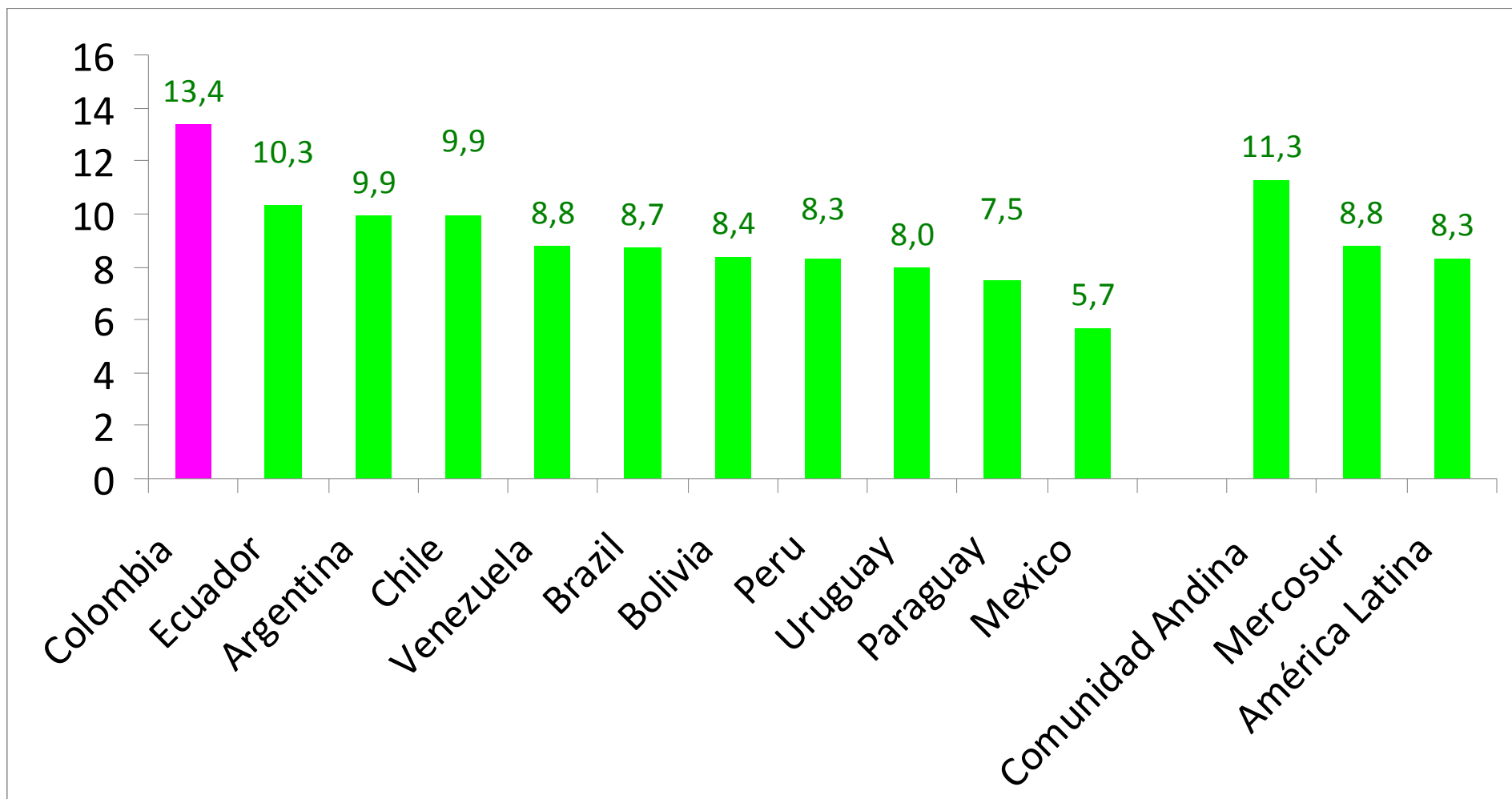
Fuente: DANE- MMM

# Aumento del desempleo en las Américas durante la recesión 2007-2009



Fuente: Latinamerican Consensus Forcast y cálculos de JJ Echavarría

# Hoy la tasa de desempleo de Colombia es una de las más altas de todo el continente americano



Fuente: Latinamerican Consensus Forcast

**En 2009 el crecimiento del podría estar cerca de cero. En 2010 entre +2% y +3%. Pero a fin de lograrlo se debe mantener la fase expansiva de la política monetaria, pues la brecha del producto sigue negativa y ampliándose aún más**

	2007	2008	2009
Consumo final	6.9	2.1	0.5
Consumo de los Hogares	7.6	2.3	0.3
Consumo del Gobierno	4.5	1.3	1.3
FORMACION BRUTA DE CAPITAL	13.7	8.8	-6.0
Formación Bruta de Capital Fijo	15.2	3.2	-3.1
Variación de Existencias (VE)	2.0	58.4	-22.6
Demanda final interna	8.5	3.6	-1.1
Demanda final interna sin VE	8.6	2.3	-0.3
Exportaciones totales	11.4	7.0	-4.0
Importaciones totales	13.9	9.8	-5.9
<b>Producto interno bruto</b>	<b>7.5</b>	<b>2.5</b>	<b>-0.2</b>

# V. LAS LECCIONES 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 dinámica de 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**

