



PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA

Bogotá, Julio 30 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 Junio por octavo mes consecutivo, situándose por debajo del rango-meta (4,5%-5,5%). La más baja en 47 años

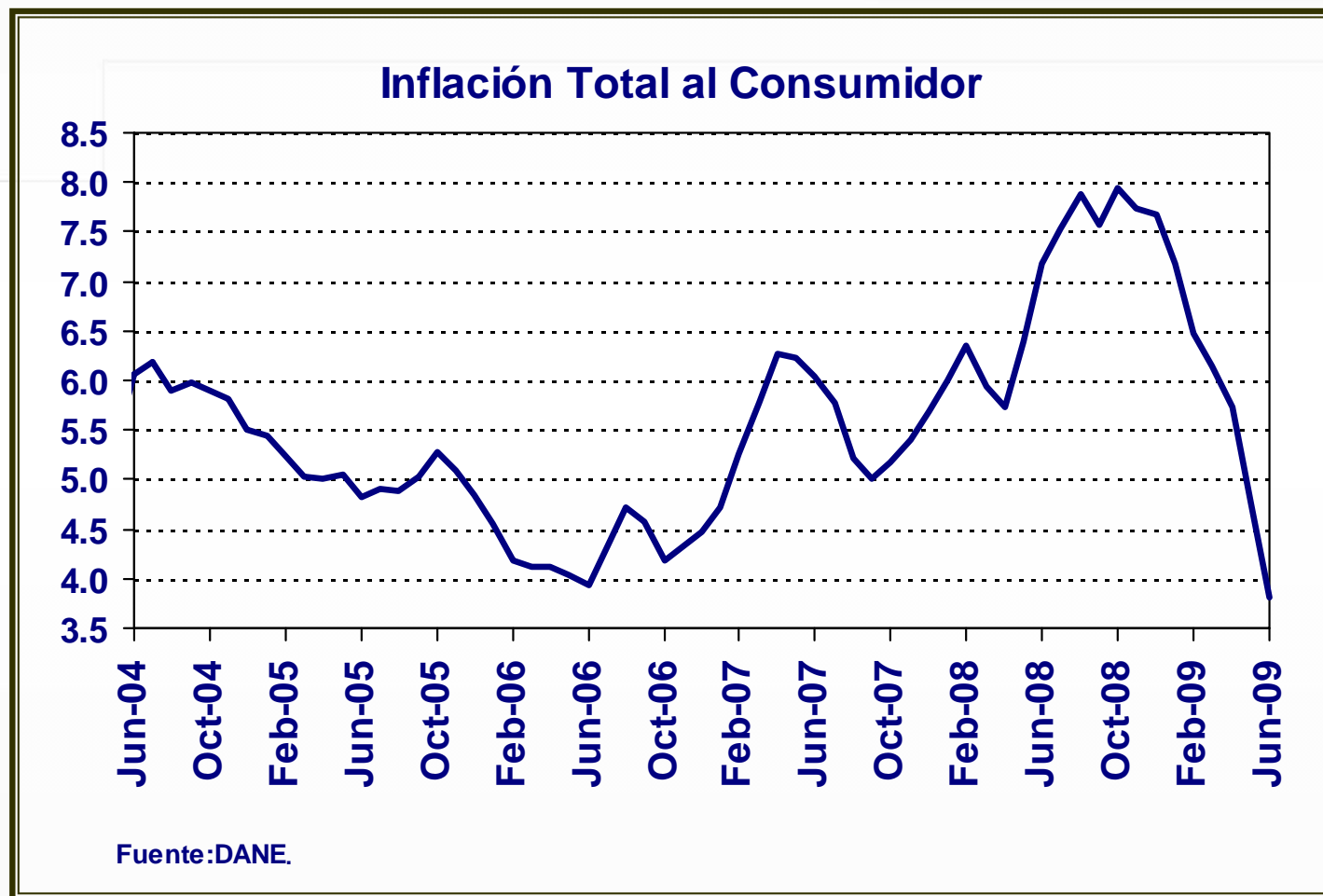
Jun 09 = 3.81%

May 09 = .77%

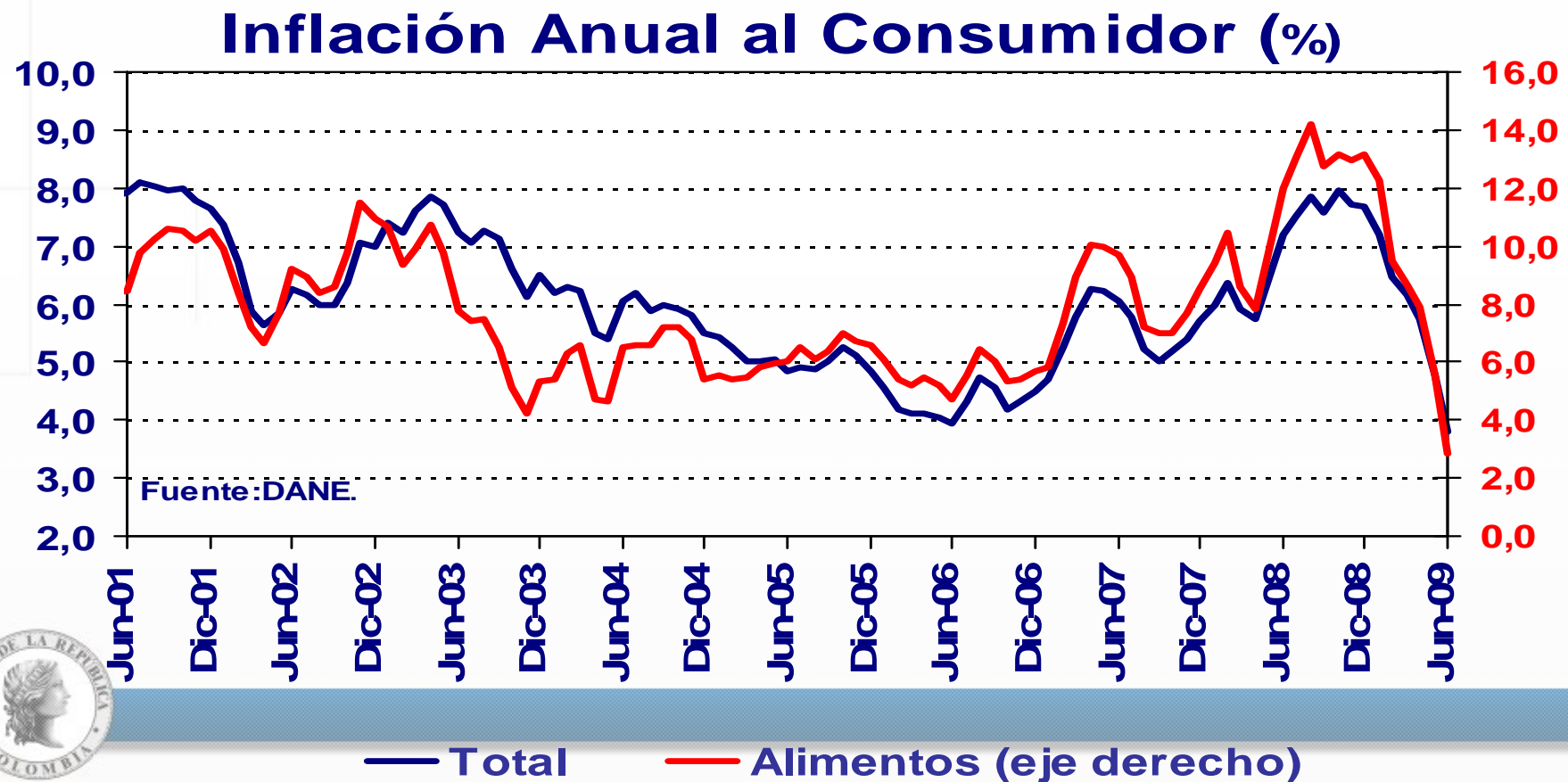
Abr 09 = 5.73%

Mar 09 = 6.14%

Feb 09 = 6.47%



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



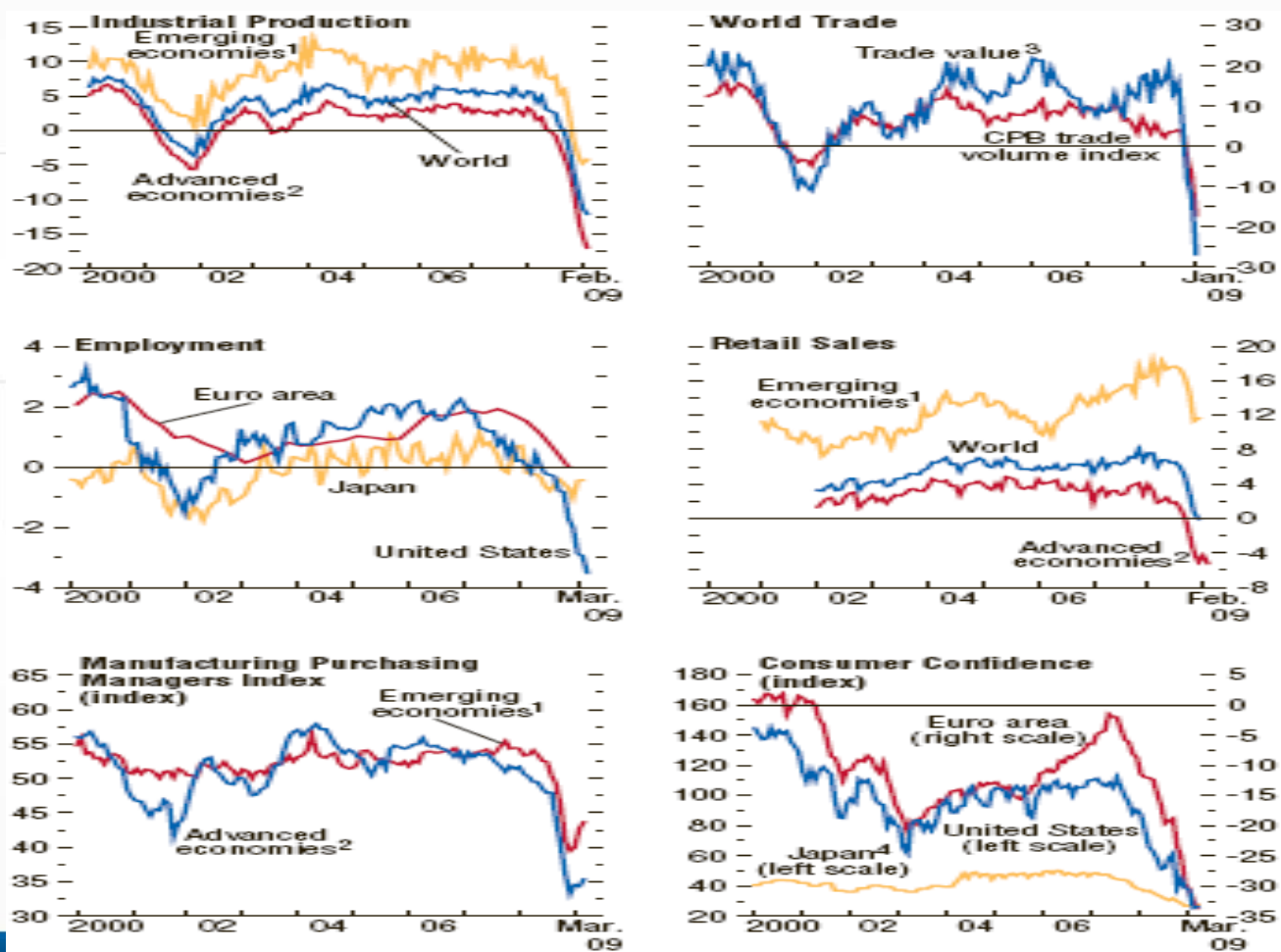
Alimentos - y regulados - (línea azul) explican casi en su totalidad la desviación de la inflación frente a las metas. En contraste, al excluirlas la variación resulta siendo mínima (línea roja)



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

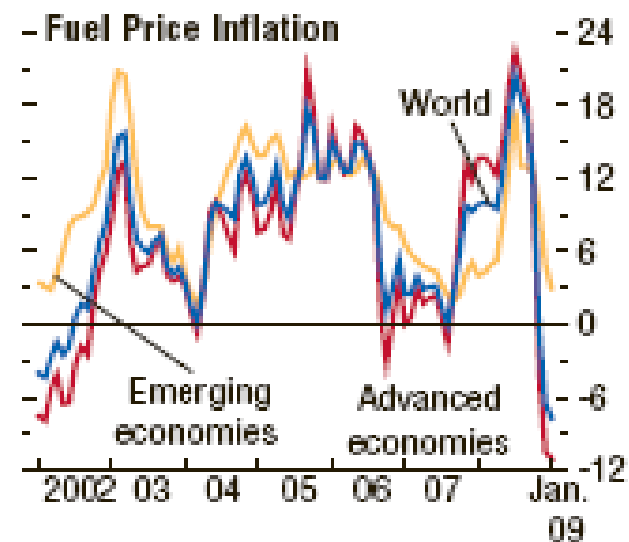
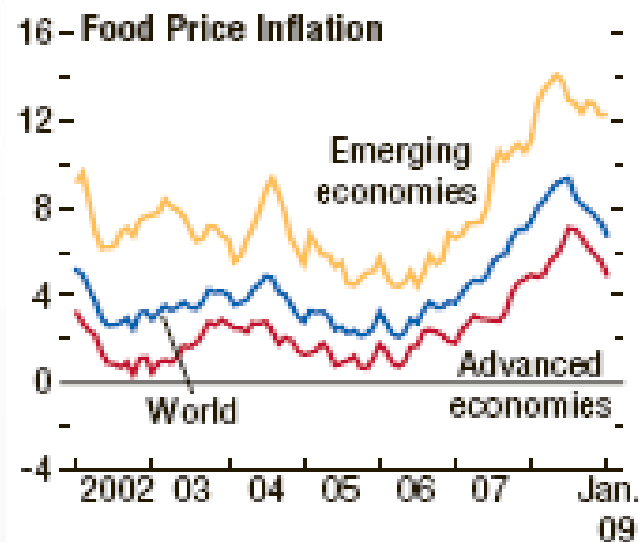
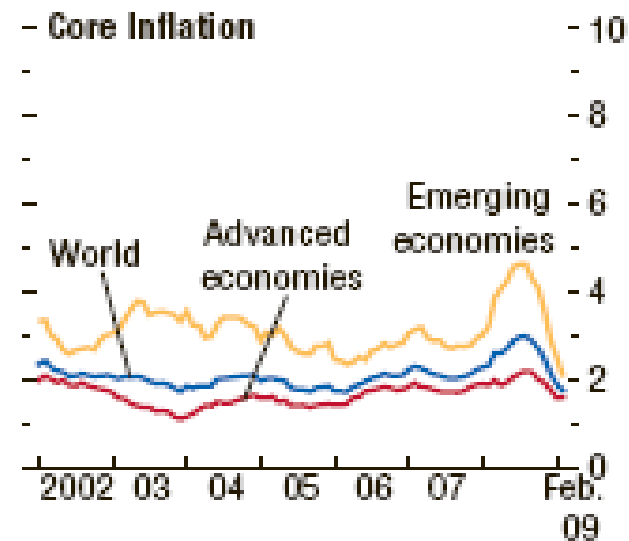
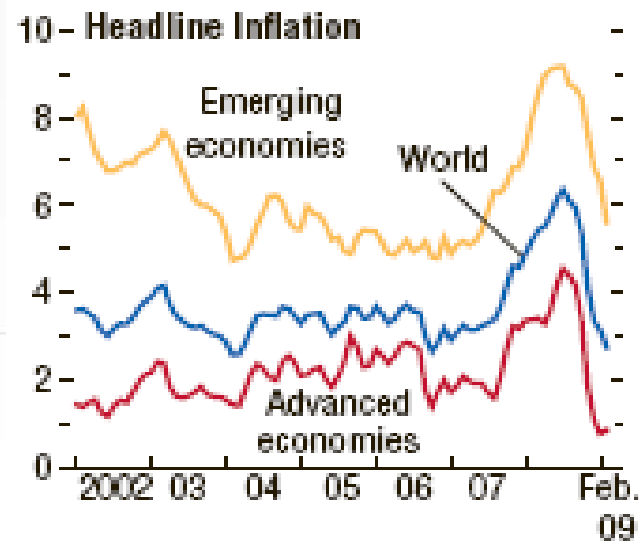


Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis for CPB trade volume index; for all others, NTC Economics and Haver Analytics.



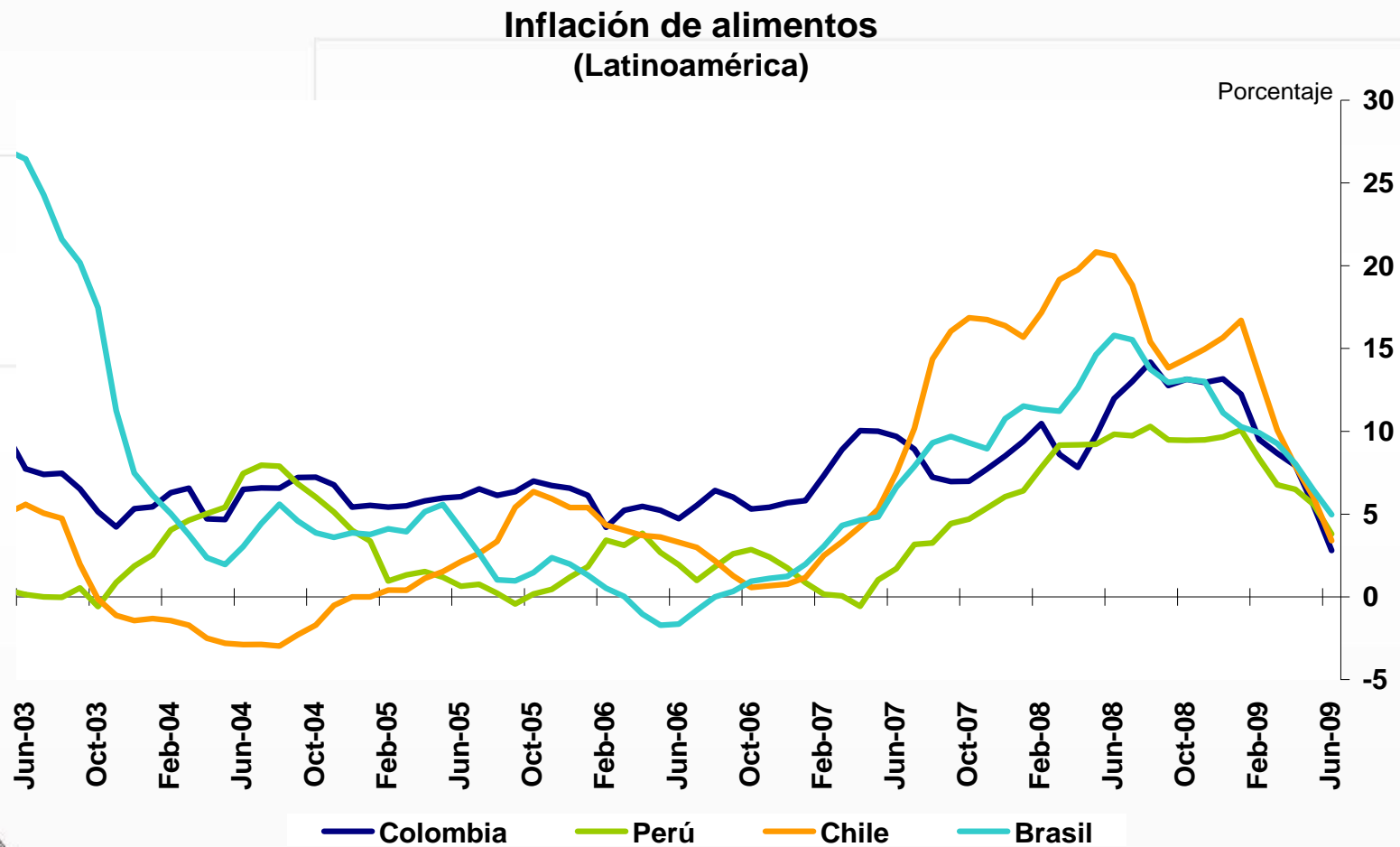
Lo cual arrastró hacia abajo a la inflación global

Fuente: WEO. Cambios porcentuales anuales

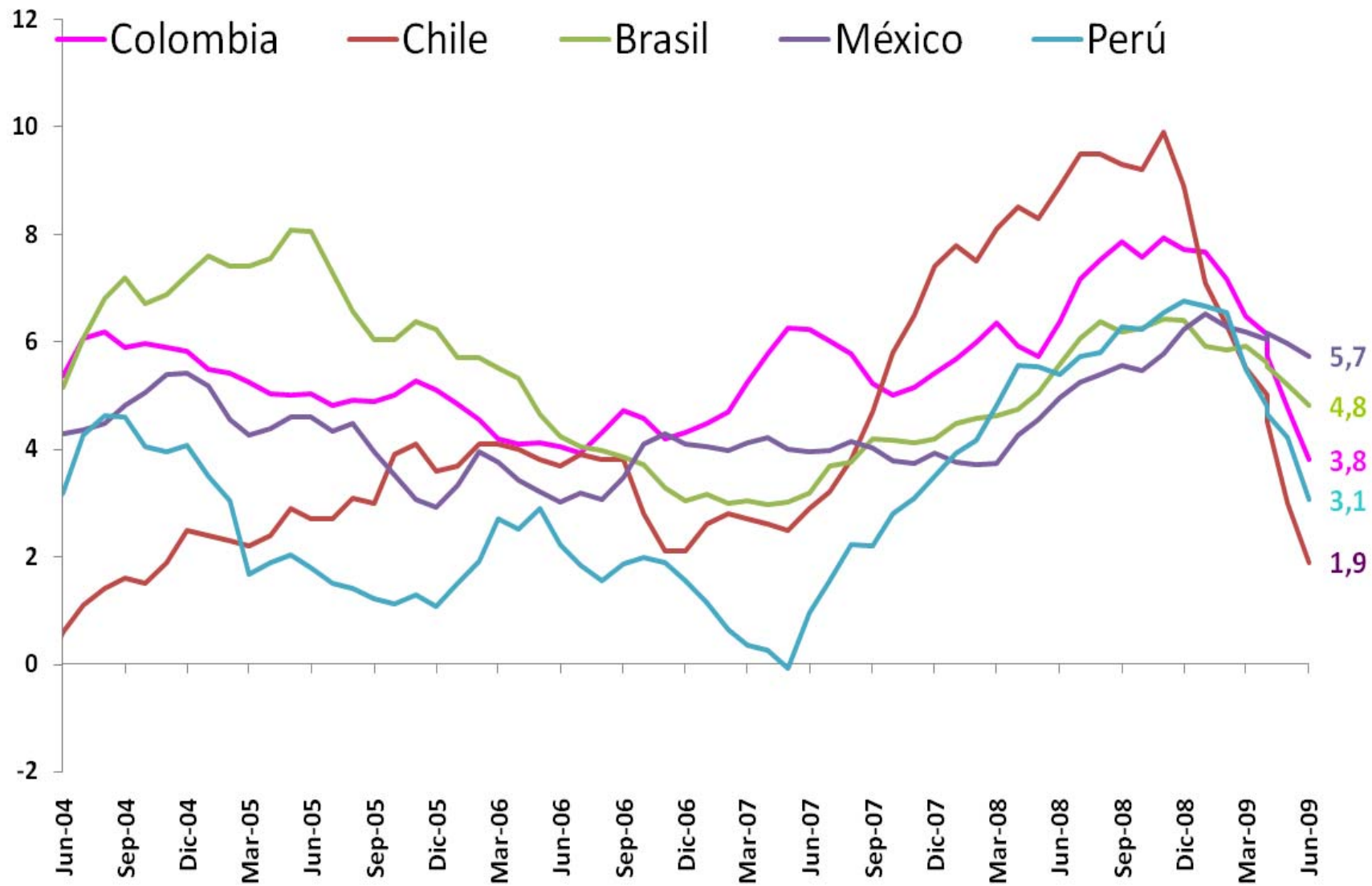


Sources: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; and IMF staff calculations

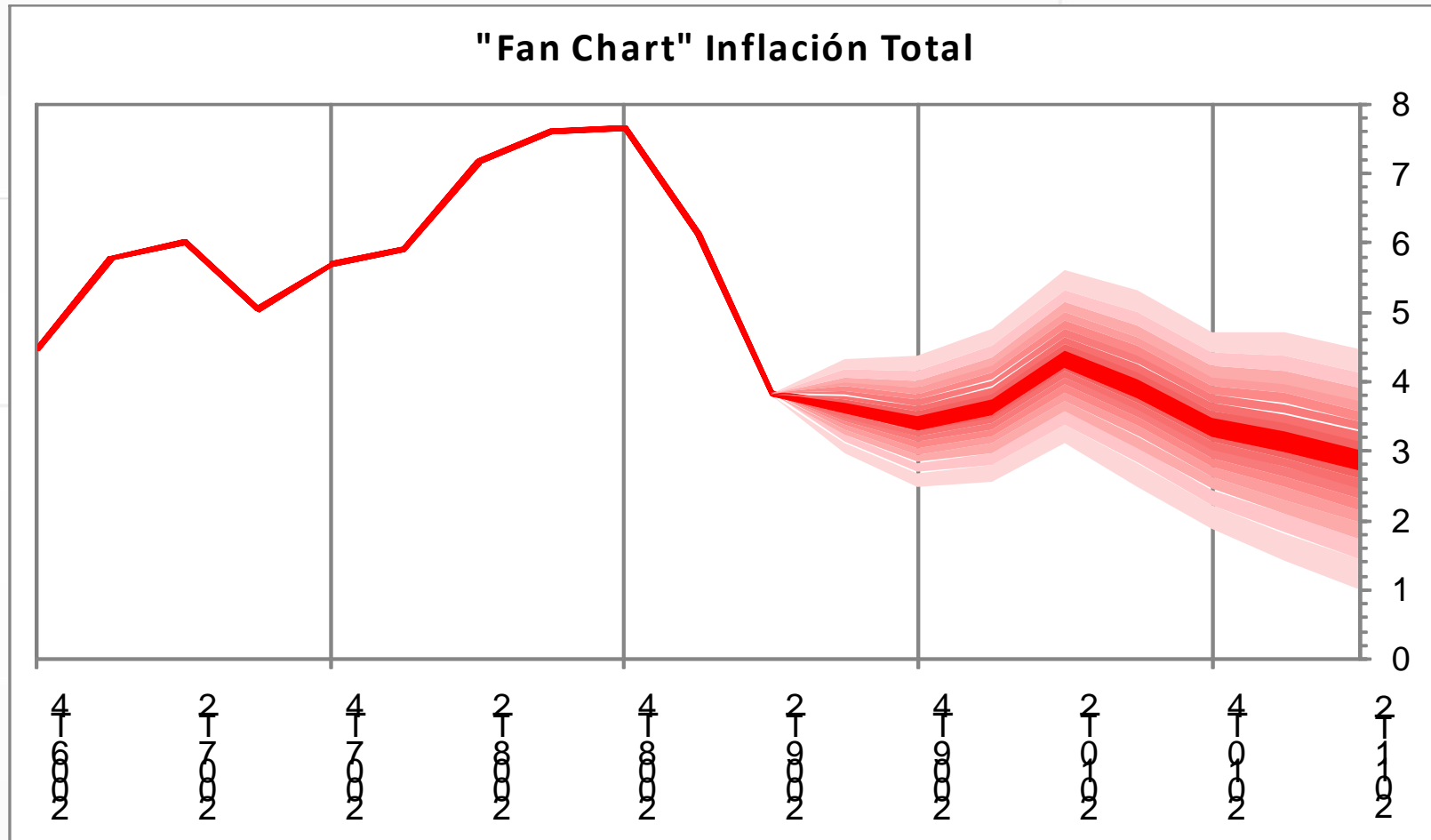
La inflación de alimentos en algunos países de América Latina en comparación con Colombia



Como en Colombia, evolución de la inflación total casi idéntica a la de la inflación de alimentos

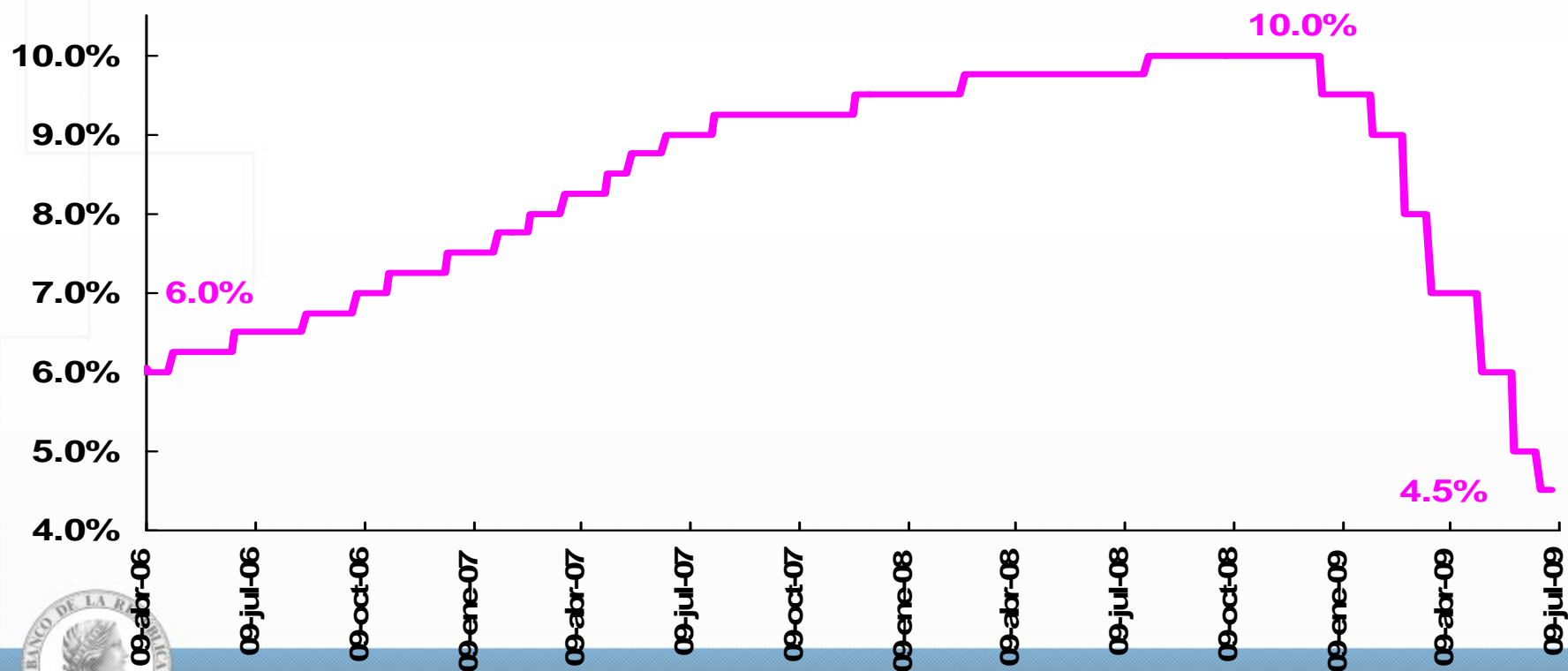


El 'Fan Chart' de la inflación total



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

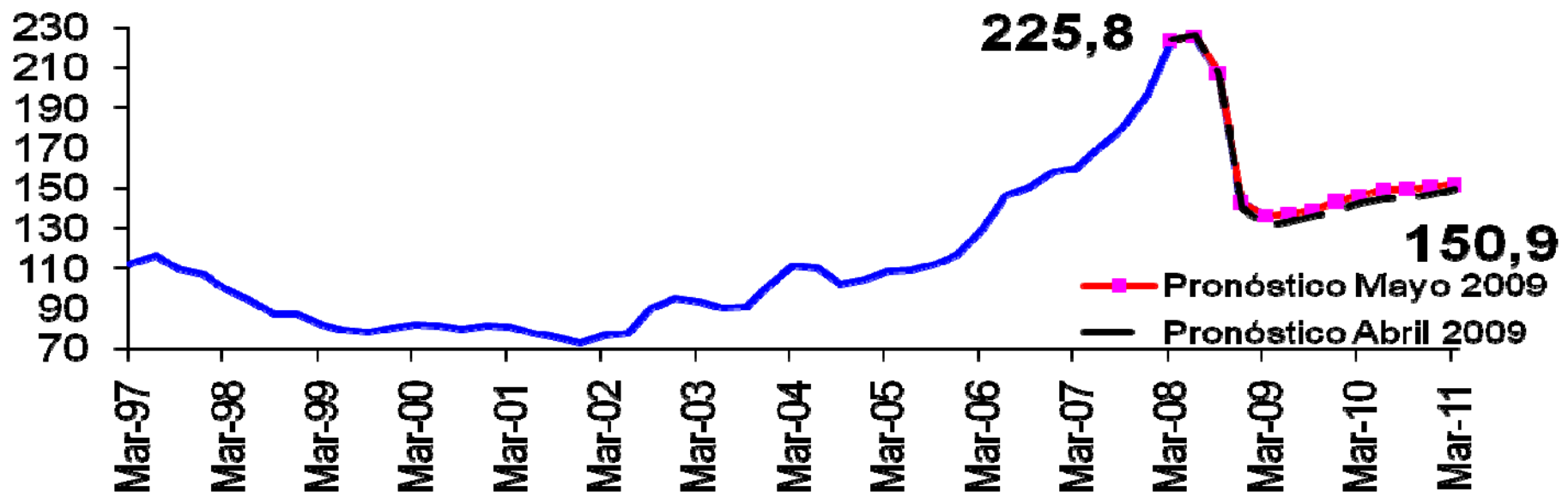
Tasa Repo Expansión



Sin embargo, una vez los ME se recuperen, la
inflación por commodities, en especial alimentos,
podría regresar

Precios en US % base 2202=100

Índice de Precios del Total de Commodities Sin Petróleo (WCF)



Fuente: The Economist Intelligence Unit (EIU)

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

1

Bioteología de baja intensidad en GEI: menos agroquímicos; resistencia a sequía, erosión, salinidad y acidez de los suelos; y ampliación frontera agrícola

2

Biocombustibles a partir de biomasa. Bioetanol celulósico. Y jatropha y microlagas para Biodiesel.

3

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

4

Desarrollo de motores eléctricos e híbridos y utilización masiva del hidrógeno en vez de gasolina

5

Apertura de nuevas fronteras agrícolas ambientalmente sostenibles: por ejemplo la Orinoquia en Colombia, 6 ml de has.



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.



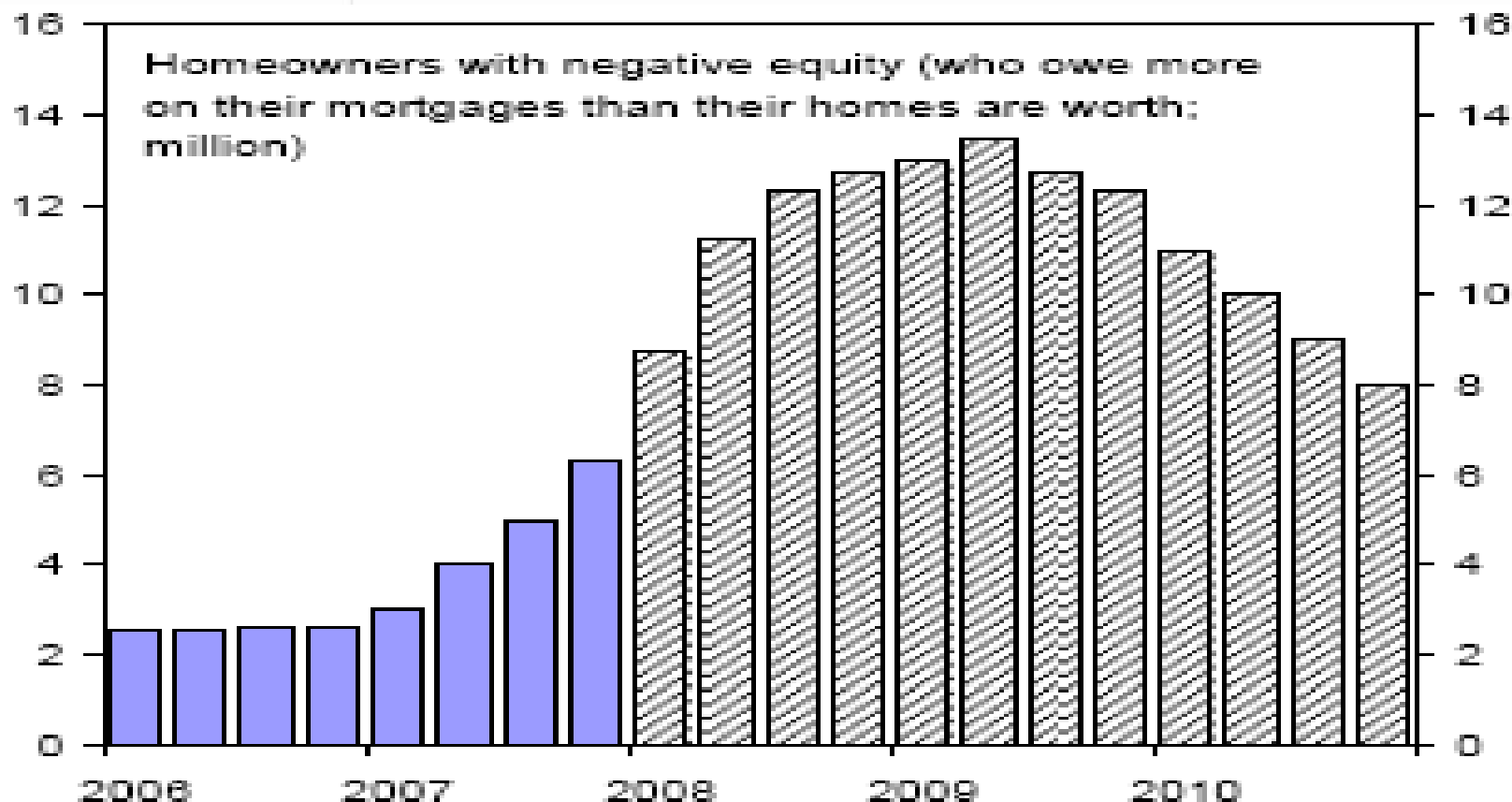
La consecuencia para los ME en proféticas palabras de Martin Feldstein hace tres años

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

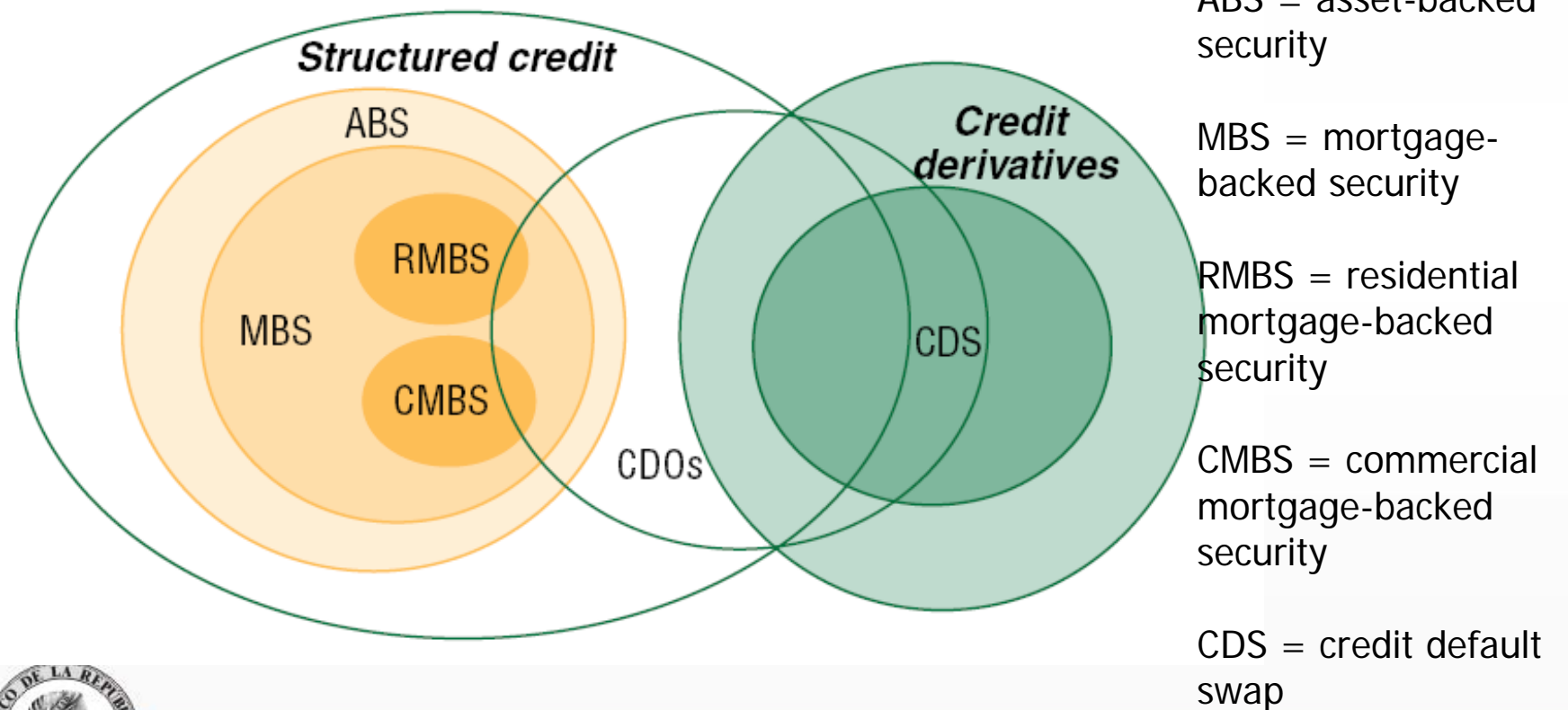


De un total de 57 millones de deudores hipotecarios, 8 millones tenían en 2008 el valor de su vivienda por debajo de su deuda, cifra que aumentará a 14 millones en 2009. Luego el problema aún no ha cesado



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

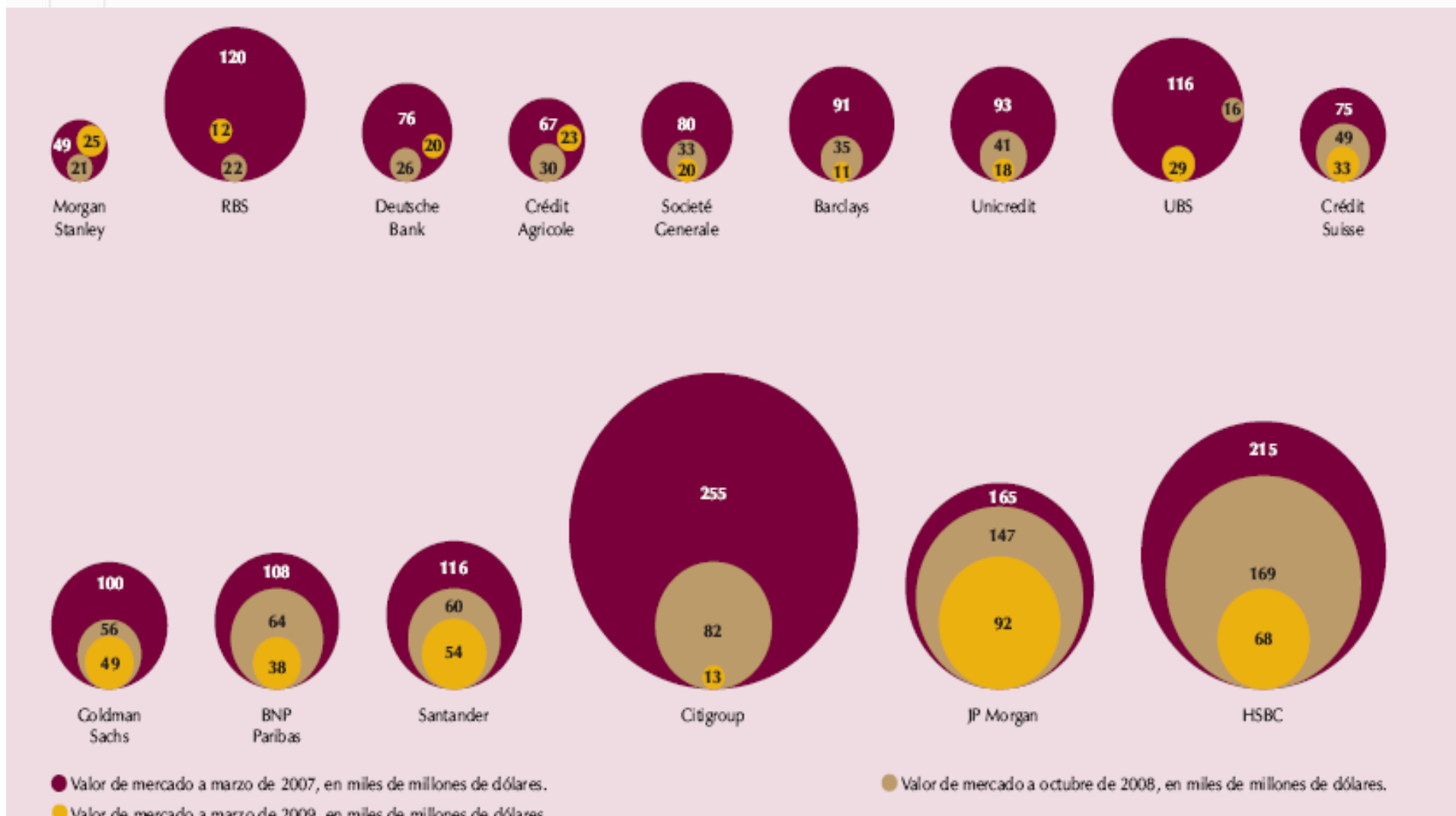
Universo de Activos Titularizados



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

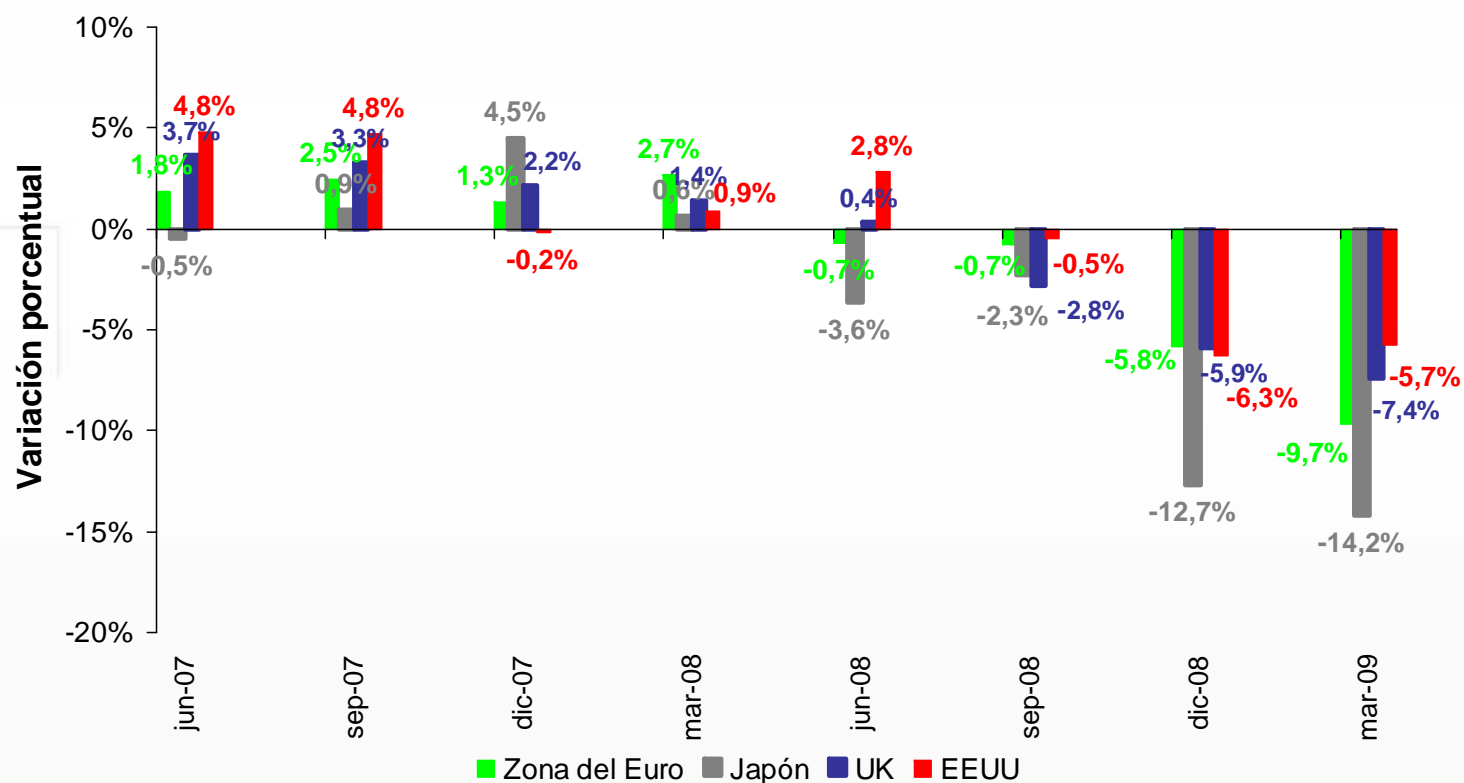
(mayo, 2009)

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



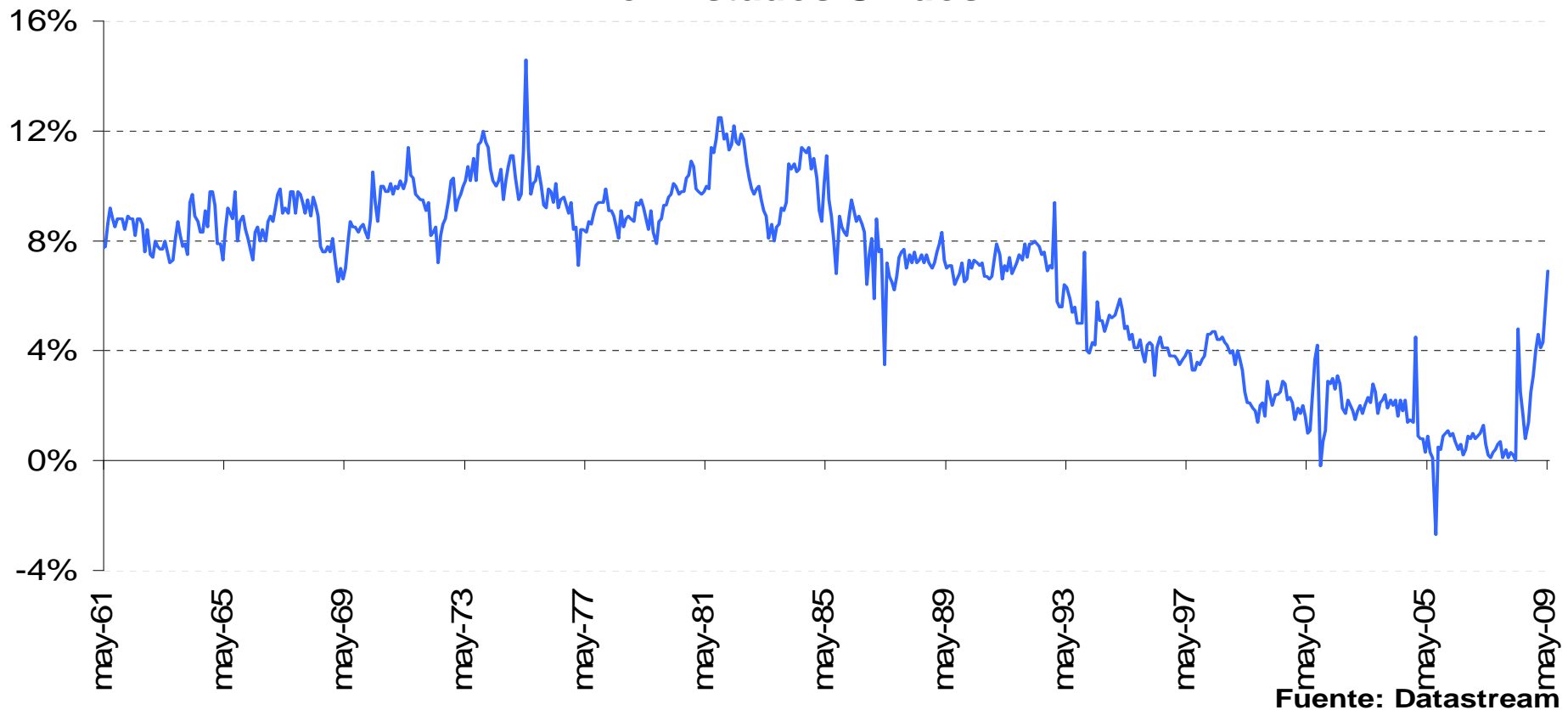
La crisis financiera contagió al sector real del mundo rico: su PIB se contrajo fuertemente en el primer trimestre de 2009

PIB de economías desarrolladas
(trimestre anualizado)



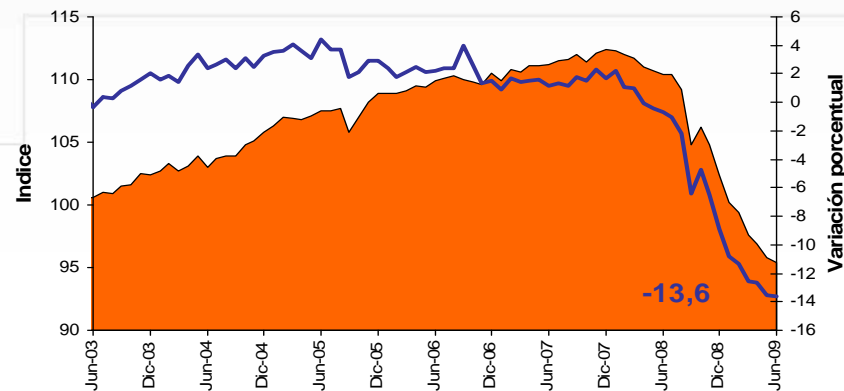
Como previó Feldstein, la caída de la confianza hizo que los hogares volvieran a ahorrar y, por tanto, que también se desplomara su consumo. Su tasa en 7%. En 2005 era negativa

Ahorro personal como porcentaje del ingreso personal disponible en Estados Unidos

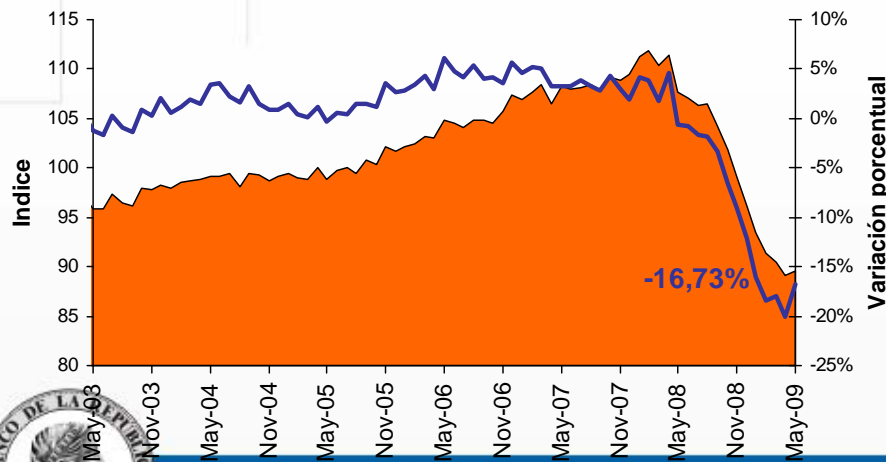


A junio la industria sin señales de recuperación en EU. En Zona Euro caída se detuvo y en Japón alguna recuperación. Tasas aún muy negativas

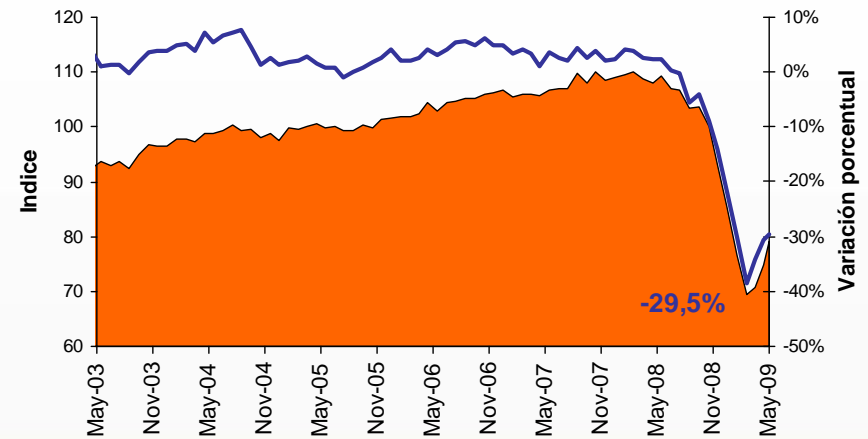
EEUU



Zona Euro



Japón



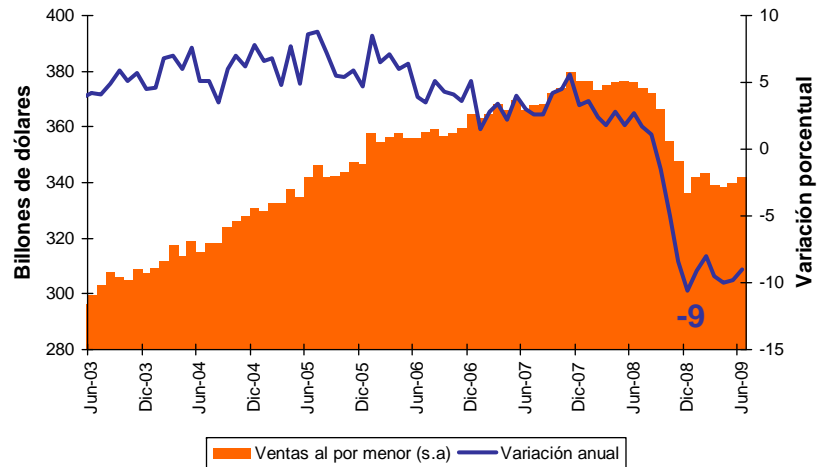
Producción industrial Variación Anual

Producción industrial Variación anual

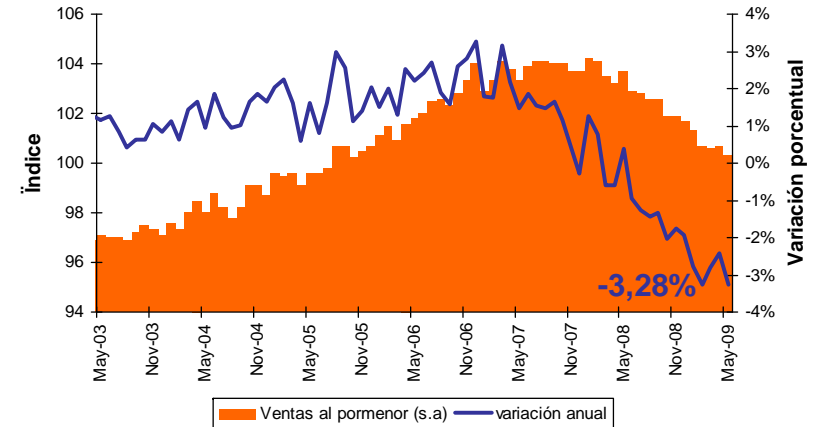
Fuente: Datastream

Ventas al por menor: en EU estabilizadas por lo bajo. En Japón alguna recuperación. en Europa siguen cayendo

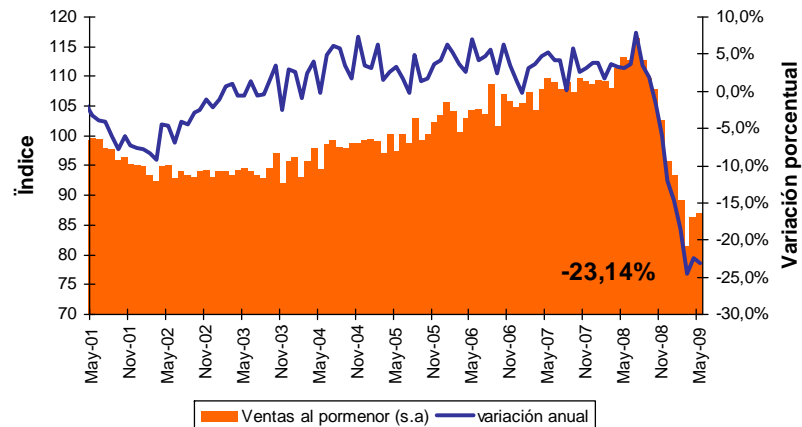
Ventas al por menor en EEUU



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

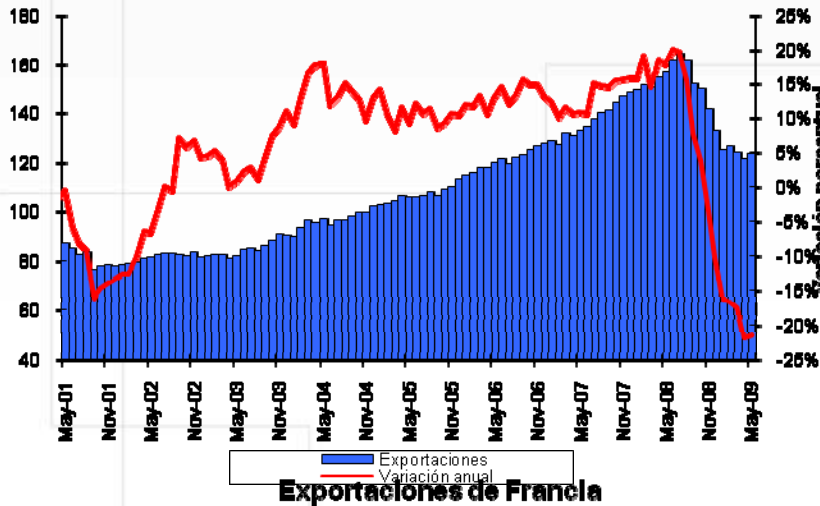


Ventas al por menor en Japón (2005=100)

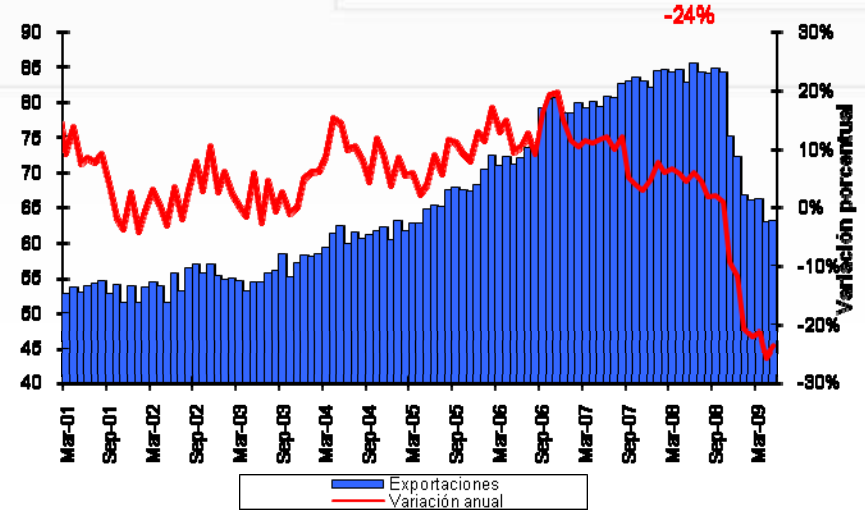


El desplome de las exportaciones: ¿habrán tocado fondo?

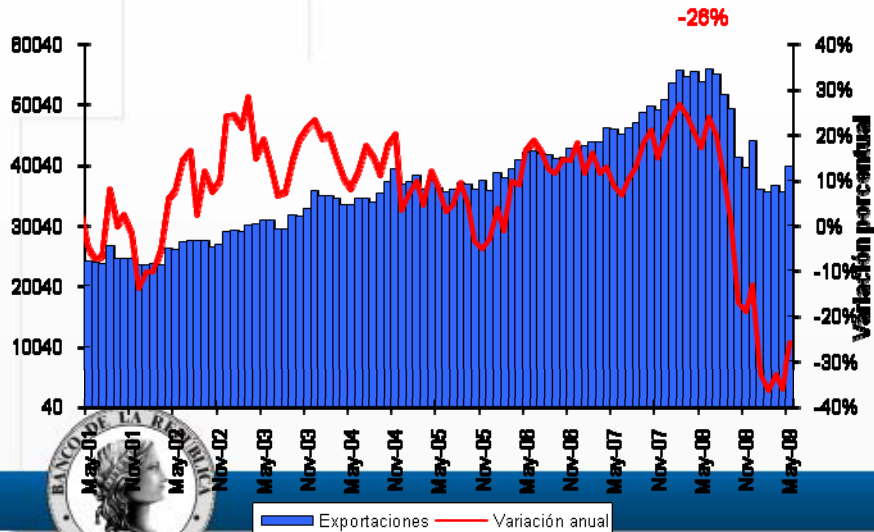
Exportaciones de EEUU



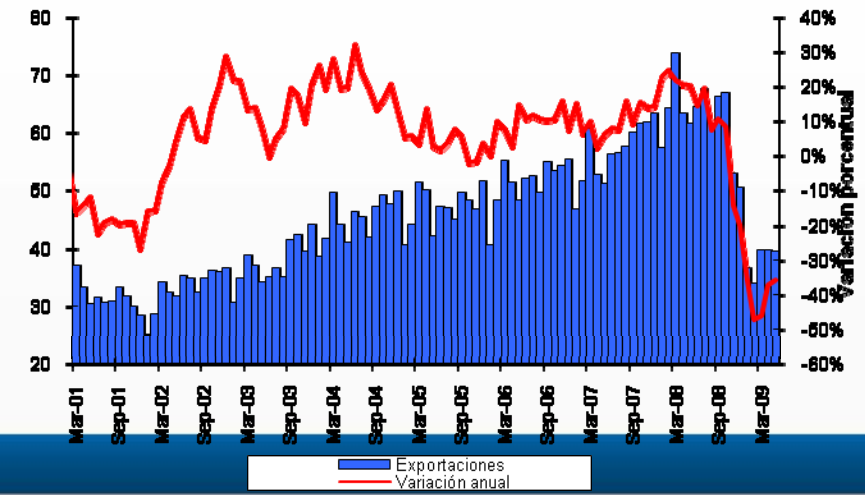
Exportaciones de Alemania



Exportaciones de Francia

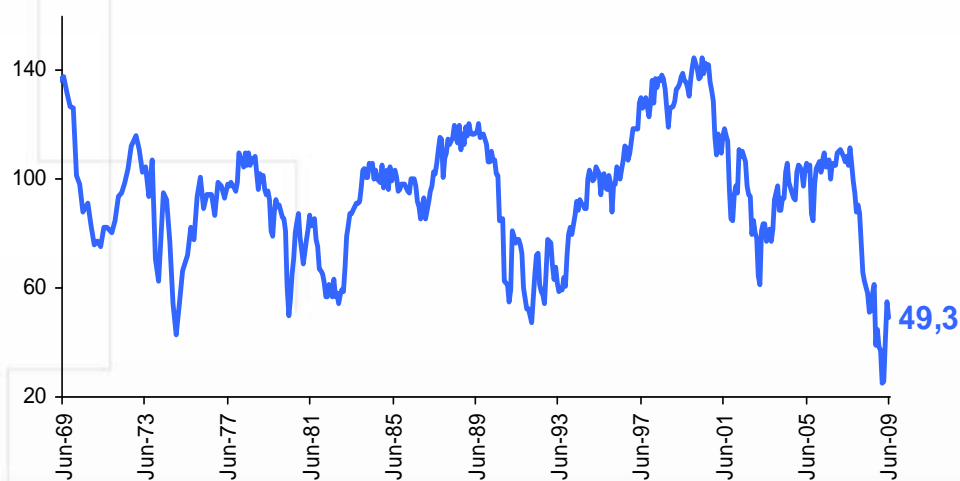


Exportaciones de Japón



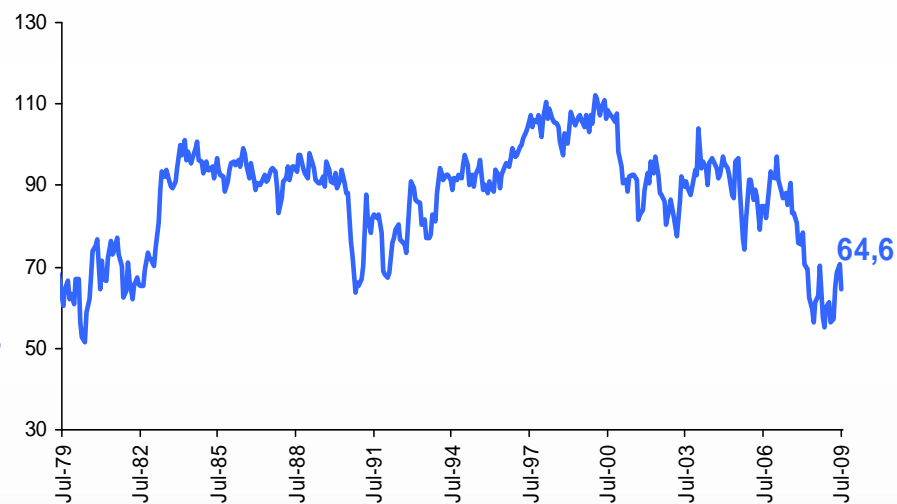
Sin embargo, en EU los indicadores de confianza de los consumidores han mostrado alguna mejoría, aunque incipiente y volátil

Indice de confianza del consumidor EEUU
(Conference Board)



— Indice de confianza del consumidor EEUU

Indice de sentimiento del consumidor
(U. de Michigan)

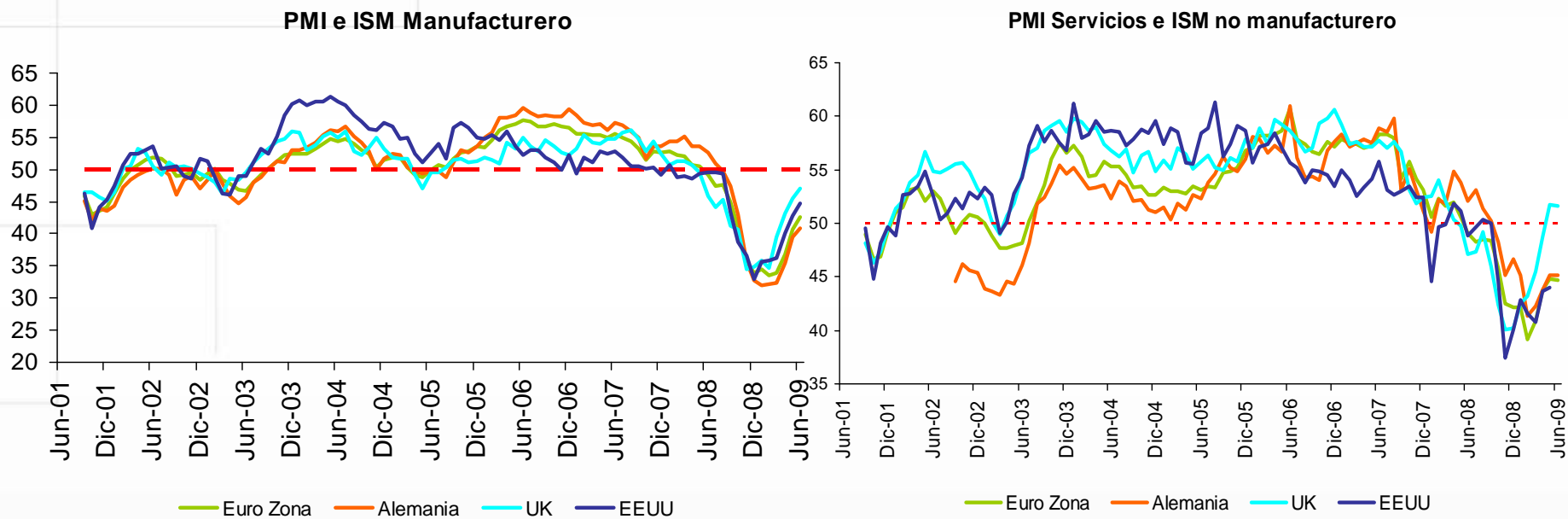


— Indice de sentimiento del consumidor EEUU



Fuente: Bloomberg

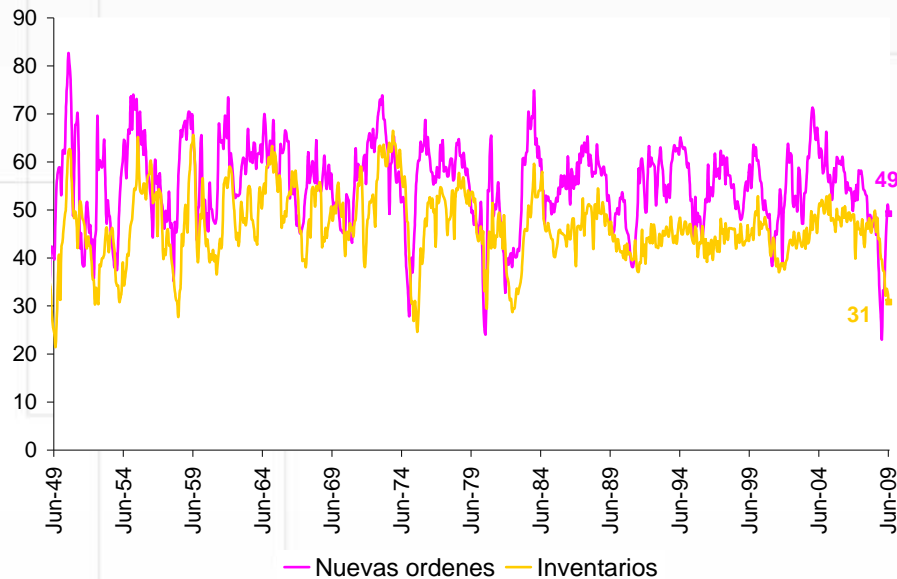
En tanto que en EU y Europa los índices de sentimiento empresarial mejoran aún más



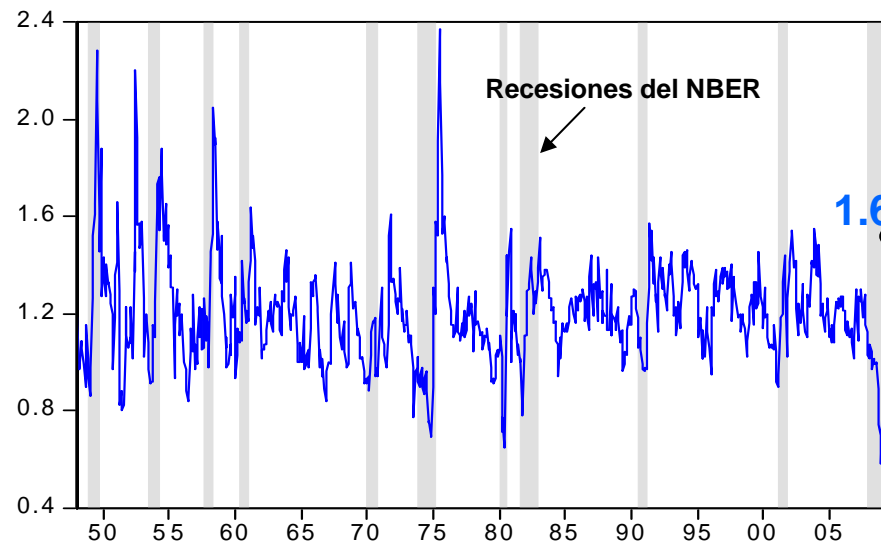
Fuente: Bloomberg

Otro signo de recuperación en EU: en la industria caen los inventarios y aumentan los pedidos

Industria Manufacturera en EEUU



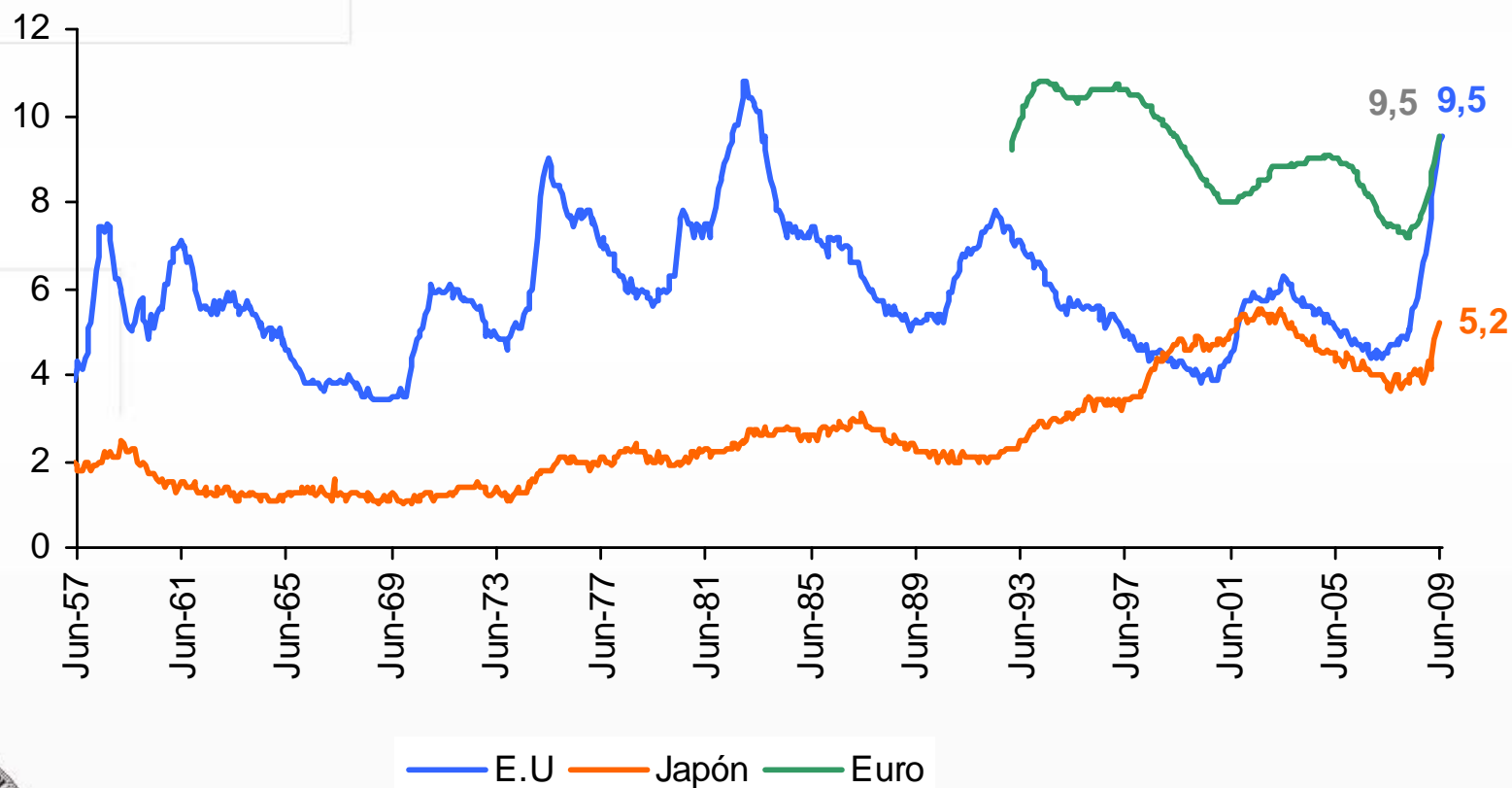
Nuevas Ordenes / Inventarios en EEUU



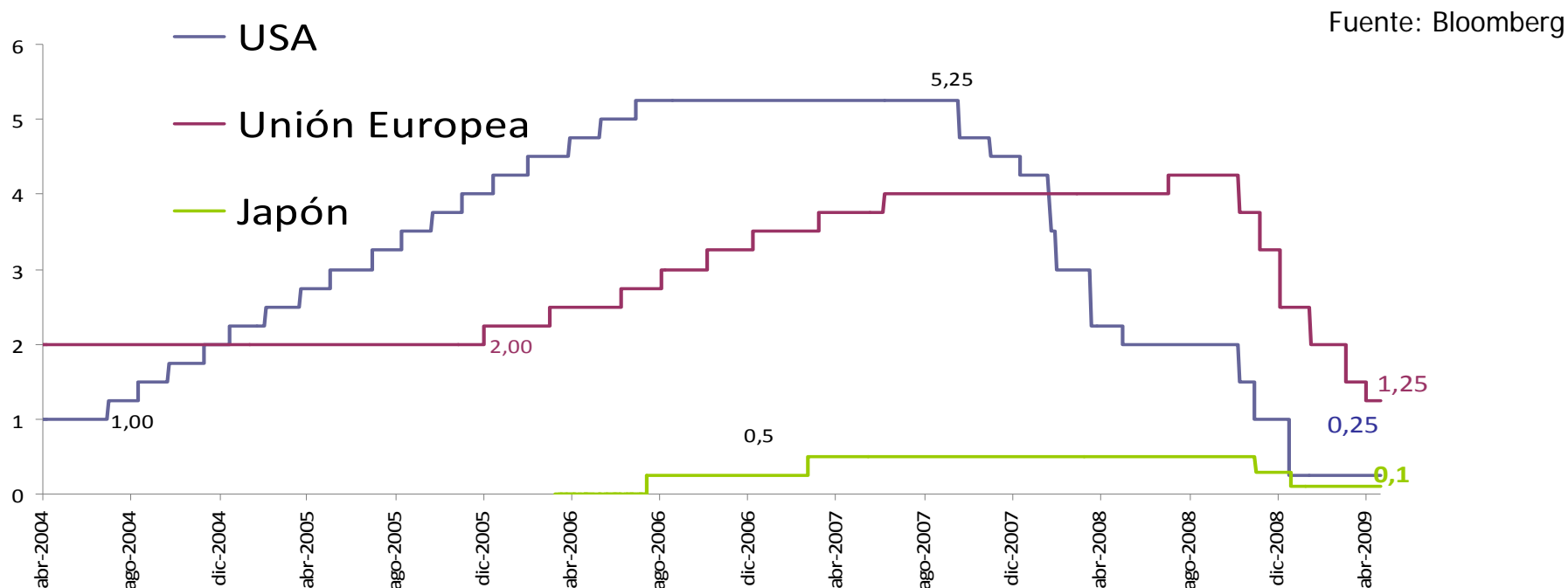
Fuente: ISM de EEUU

No obstante los signos de llegada al fondo, el desempleo seguirá aumentando. En EU hasta ahora se han destruido más del 6 millones de puestos de trabajo, y pronto superará el 10%

Tasa de desempleo en las Economías desarrolladas



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



III. LOS PRONÓSTICOS



Pronósticos sobre crecimiento del PIB de EU

Proyecciones de Crecimiento Económico para EEUU (%)

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

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



Pronósticos sobre crecimiento del PIB de nuestros principales comerciales

Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales para el año 2009

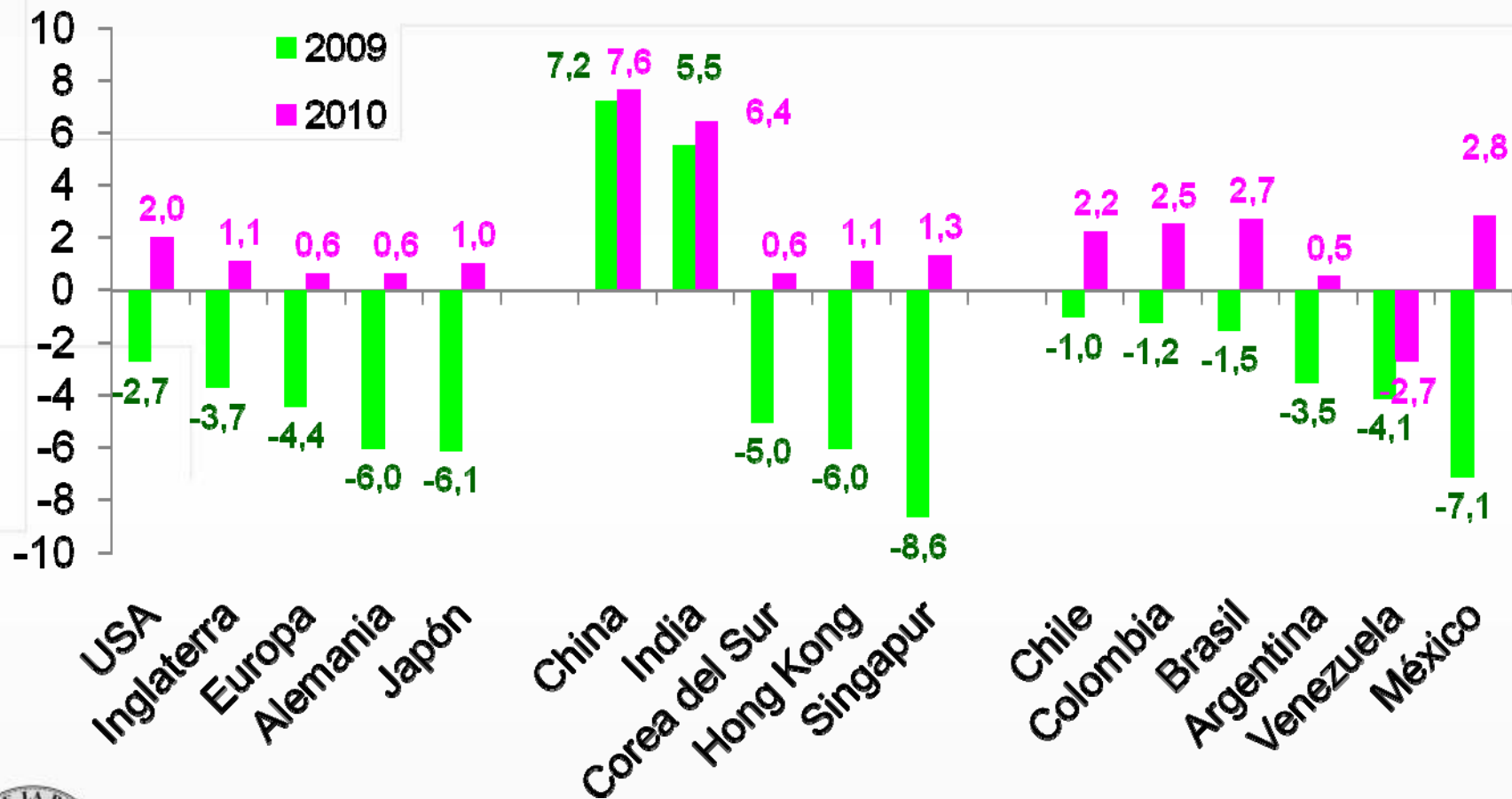
	Sep-08	Dic-08	Mar-09	Actual
Principales socios				
Estados Unidos	(-0,2 y -1,4)	(-1,6 y -2,5)	(-2,5 y -3,5)	-2,75
Zona del euro	(0,0 y -1,0)	(-1,3 y -2,3)	(-2,0 y -3,3)	-4,1
Venezuela	(3,0 y 0,0)	(0 y 2,5)	(1,5 y -2,2)	0,0
Ecuador	(0 y 1,9)	(0 y 1,9)	(1,0 y -1,0)	-2,0
Otros socios				
Japón	0,5	-1,6	-5,5	-6,2
China	9,3	7,5	(7,2 y 6,0)	7,5
Perú	6,5	5,4	(4,2 y 3,0)	3,5
México	2,0	-0,3	-3,9	-3,7
Chile	3,6	2,1	-0,4	0,1
Argentina	3,8	0,7	-1,3	-1,5
Brasil	3,5	2,8	(1 y -0,3)	-1,3
Bolivia	5,0	4,1	2,3	1,7
Países desarrollados	0,5	-2,0	-3,3	-3,8
Países en desarrollo	6,1	3,3	2,0	1,5
Total socios comerciales	3,0	0,5	-0,8	-1,0

*El rango de pronóstico viene dado por un escenario optimista (techo del intervalo) y un escenario pesimista (piso del intervalo).

Fuentes: Bloomberg, Latin Focus Concesus Forecast, Datastream, FMI y Banco de la República.

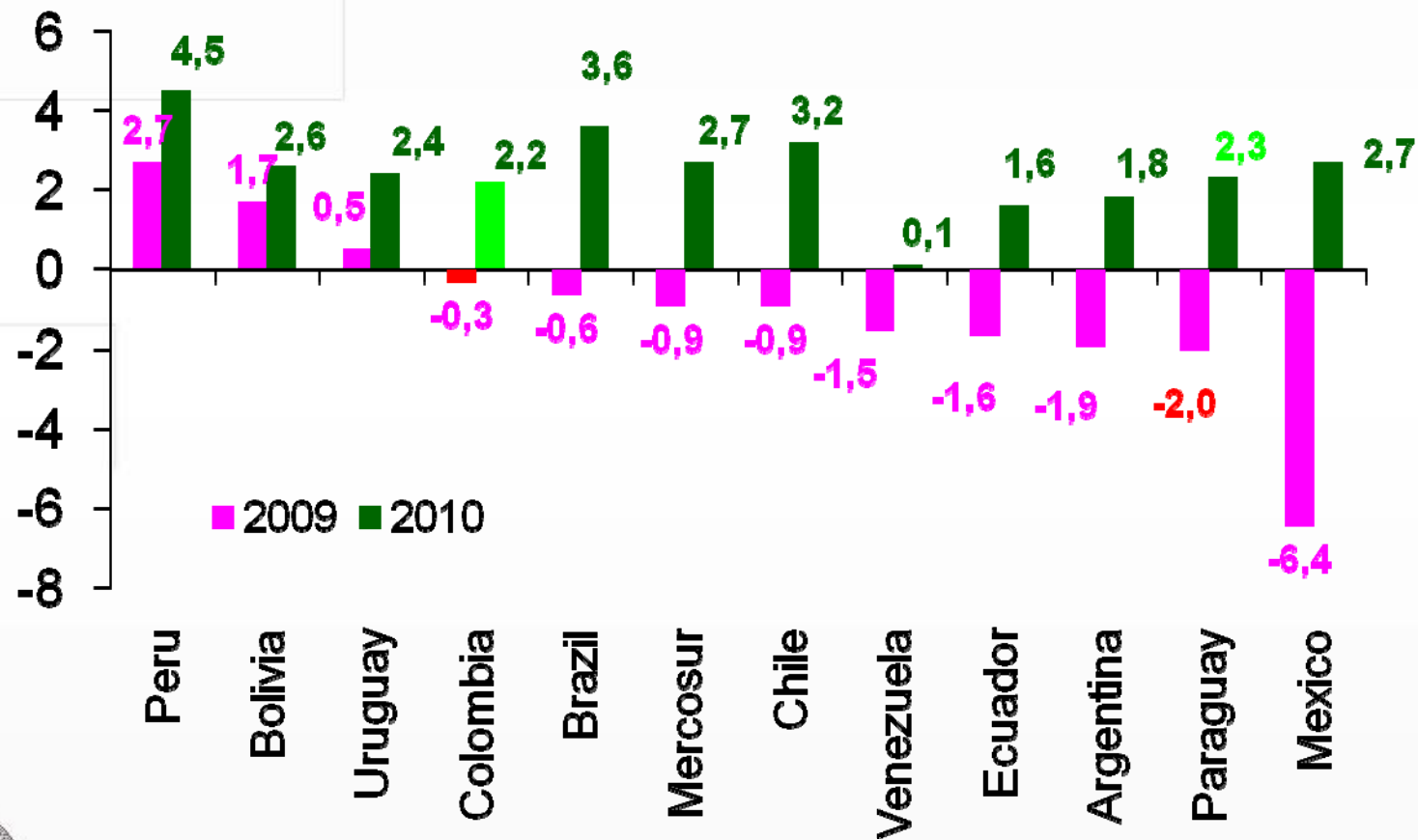


Pronósticos de *The Economist* sobre crecimiento del PIB en 2009 y 2010 (%)



Pronósticos sobre el crecimiento del en América Latina 2009-2010

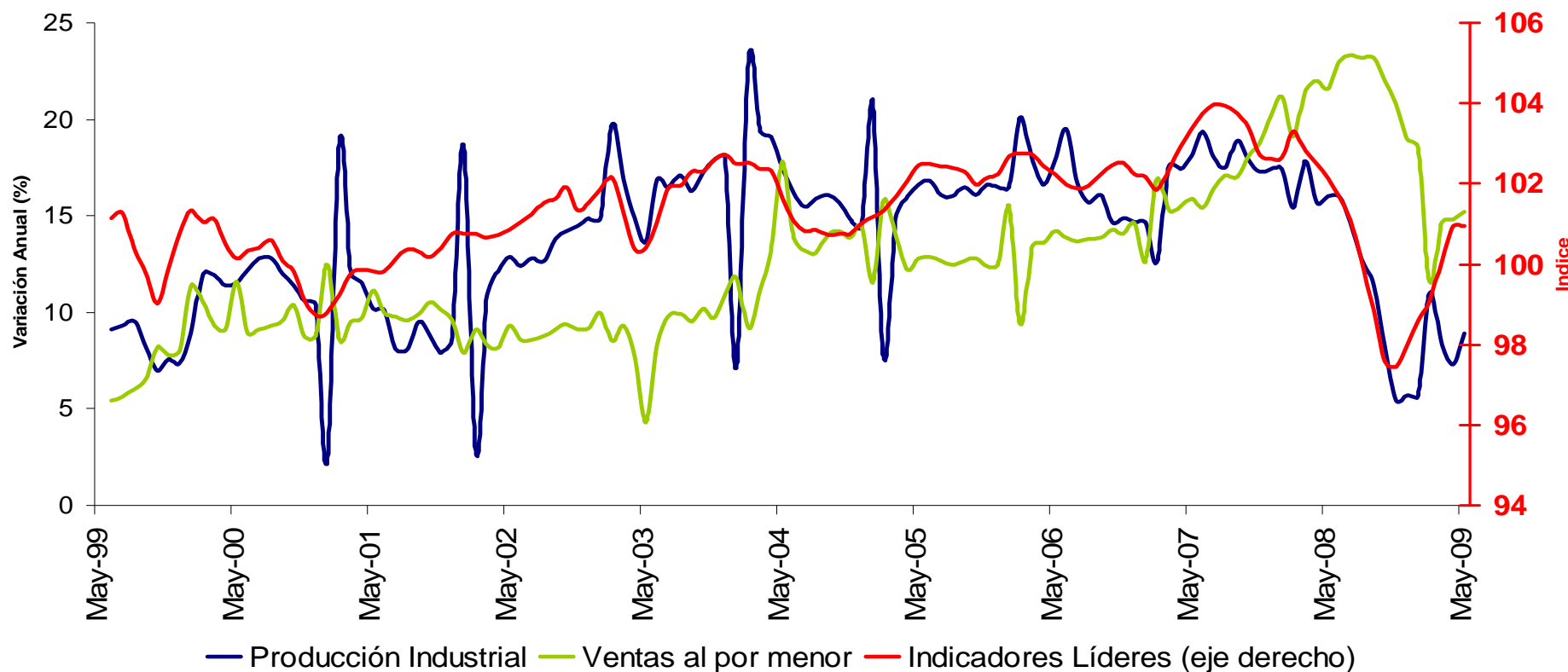
(Latin American Consensus Forecast)



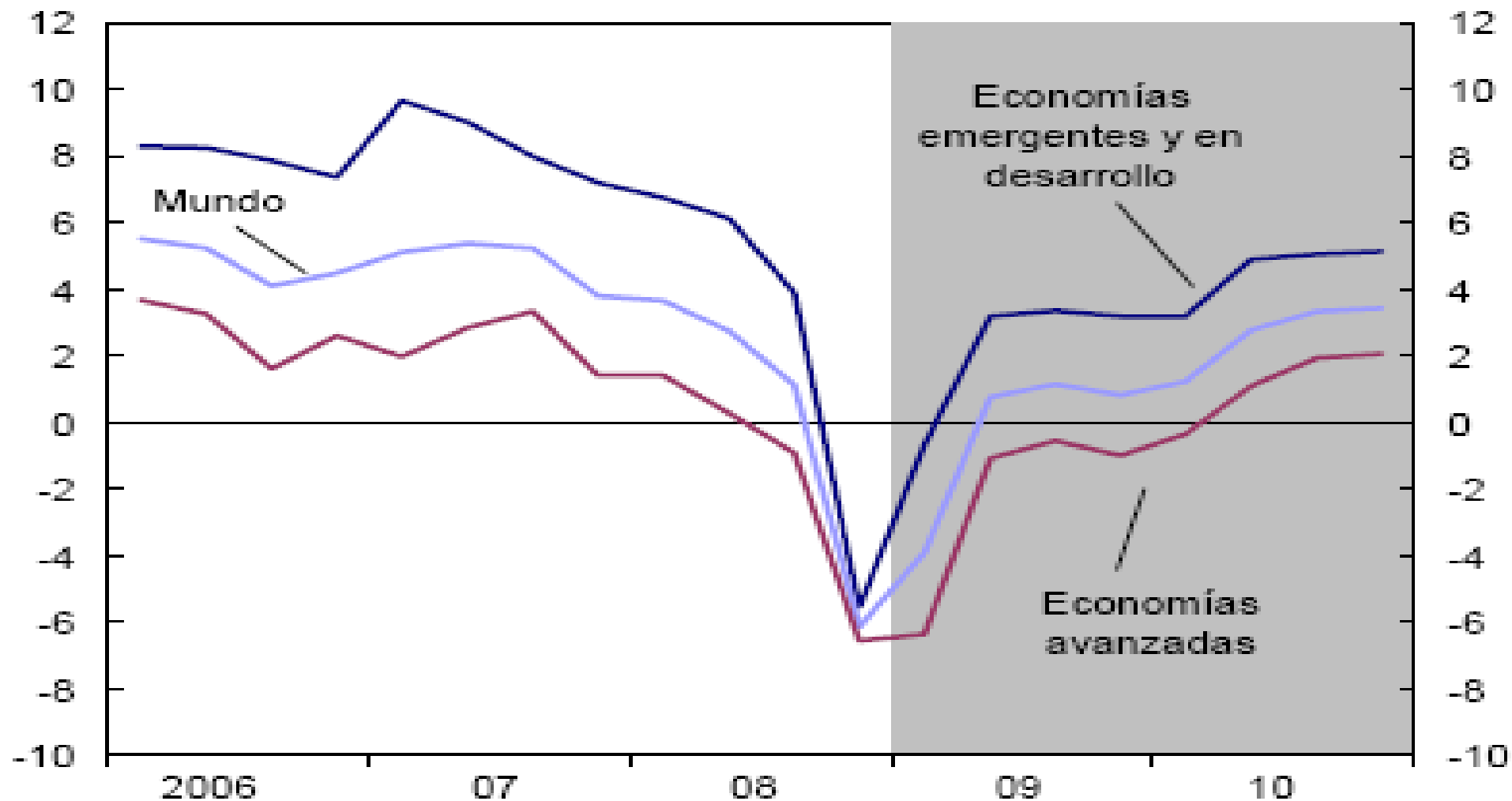
Fuente: Latin American Consensus Forecast; Julio 2009, ordenado según cifras en 2008

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



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

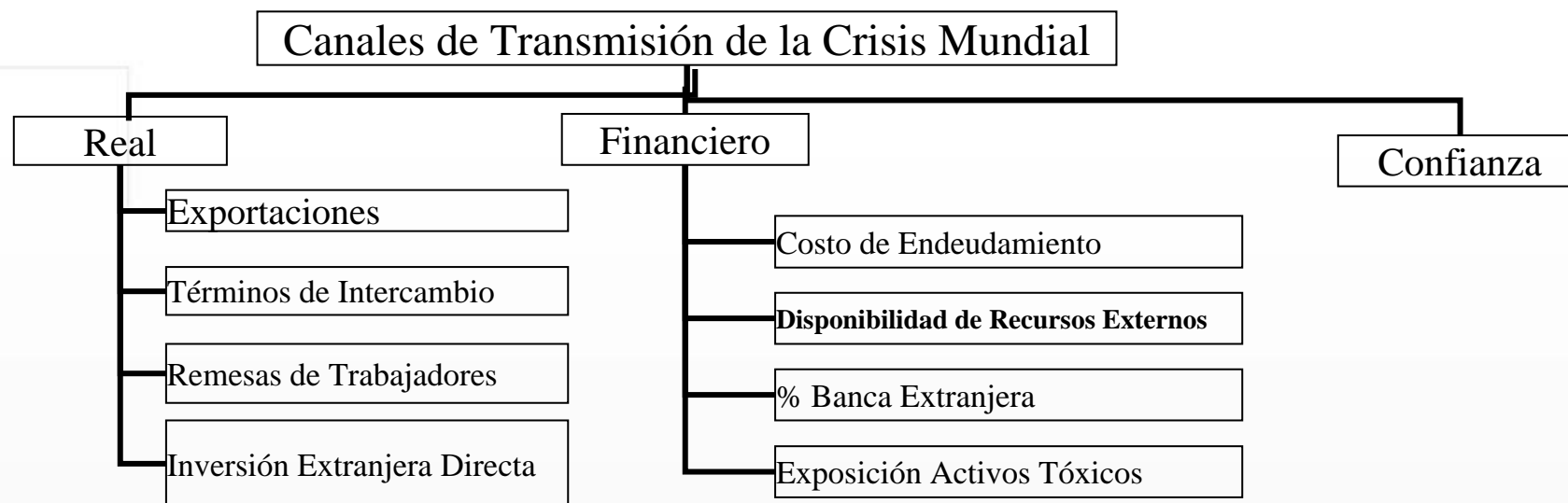


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

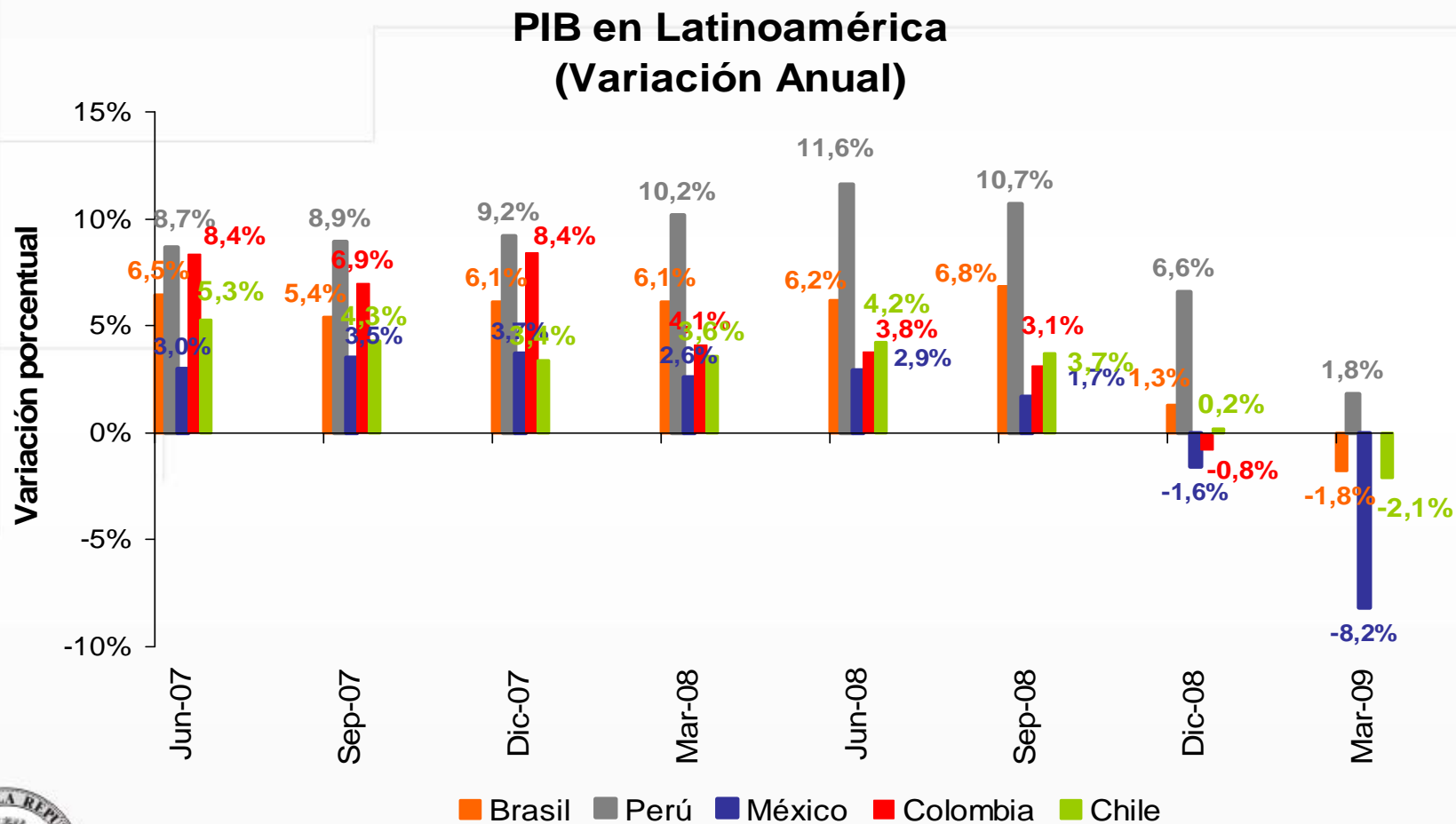
IV. NUESTRA ECONOMÍA



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



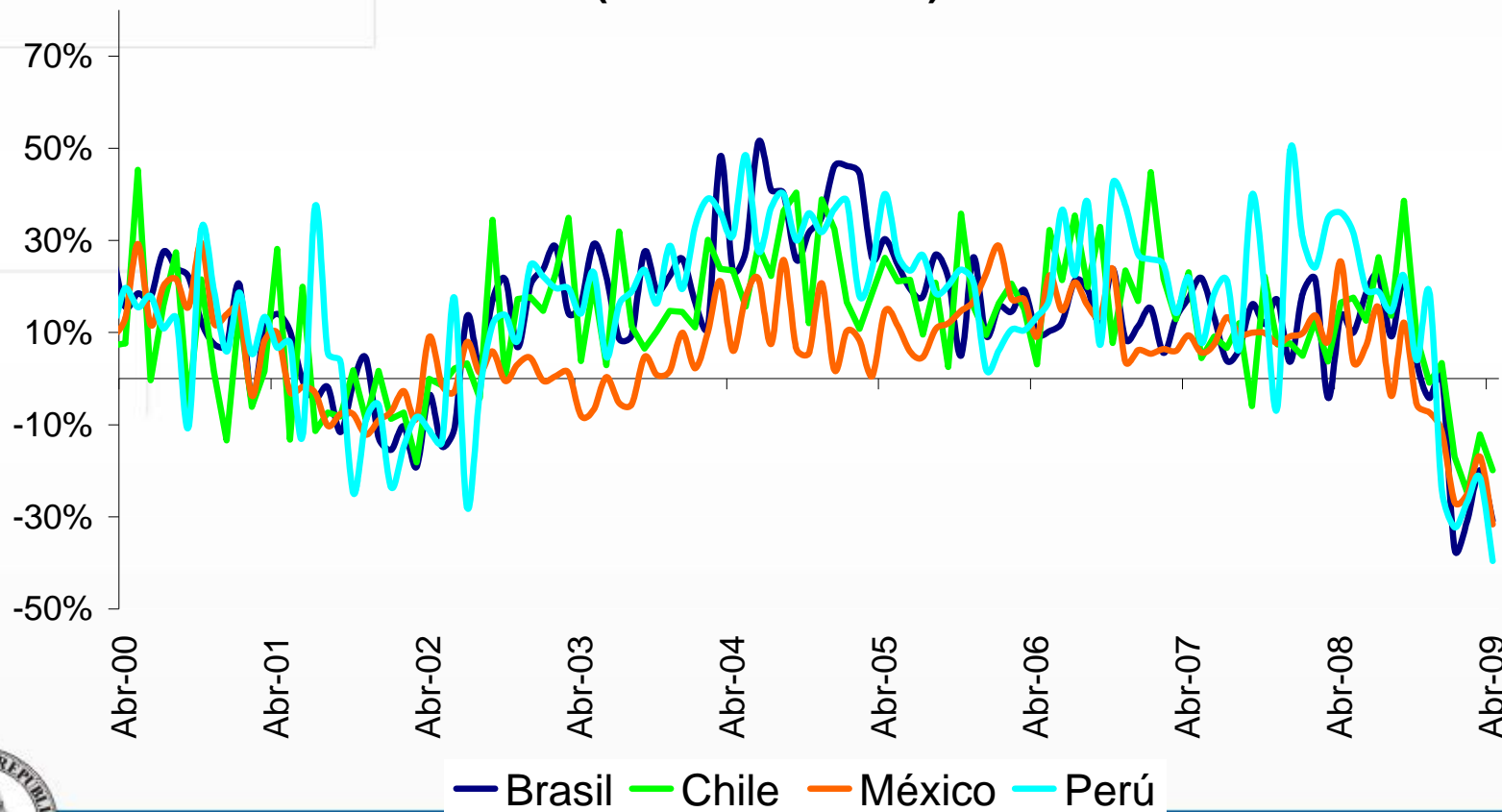
El contagio llegó a América Latina por la puerta del sector real. Nó por la del financiero



Fuente: Bloomberg

Especialmente a través de las exportaciones industriales, pues la caída de precios de algunos *commodities* ya tocó fondo

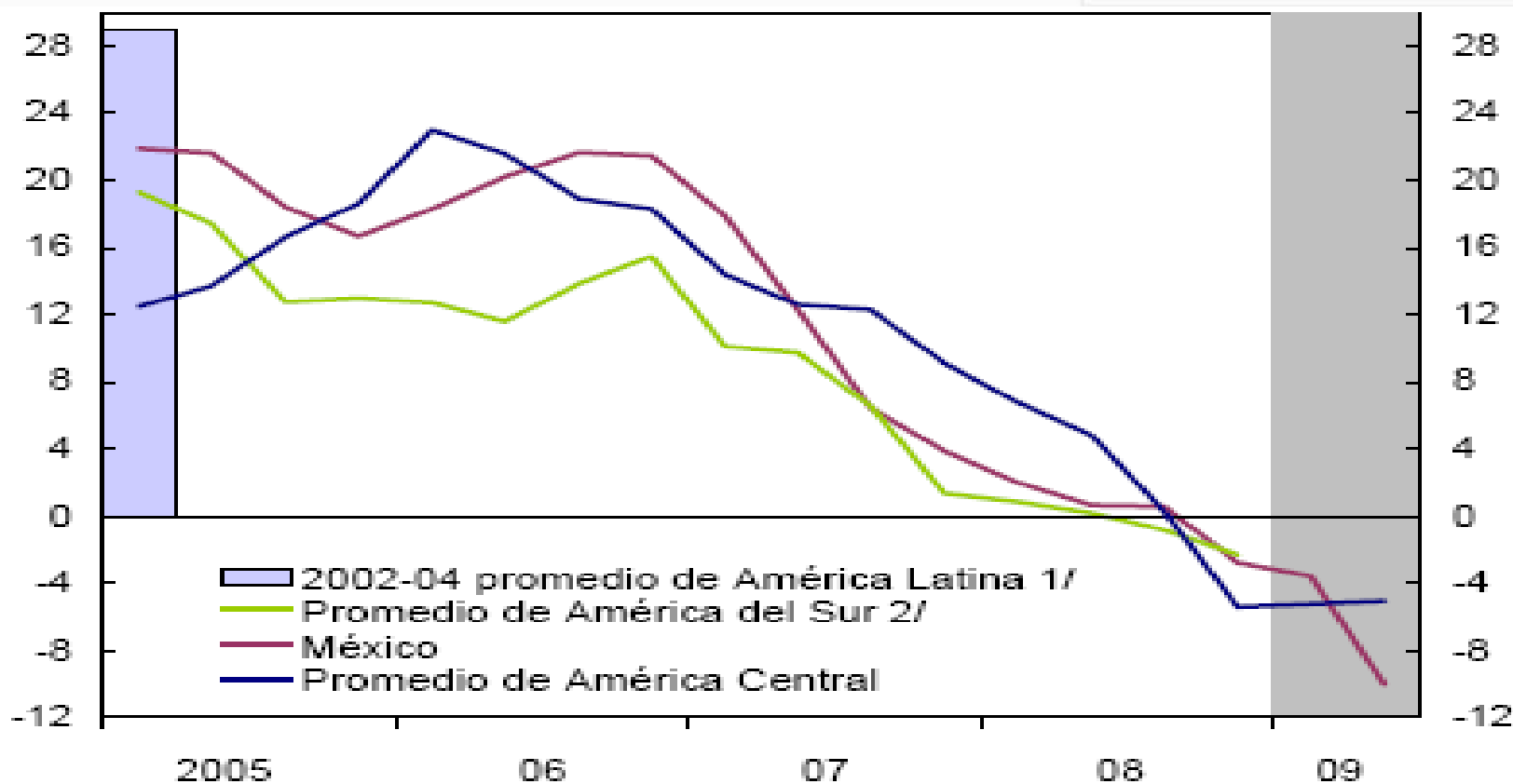
Exportaciones de manufacturas e industriales en LAC (Variación anual)



Fuente: Bloomberg

...y de 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.

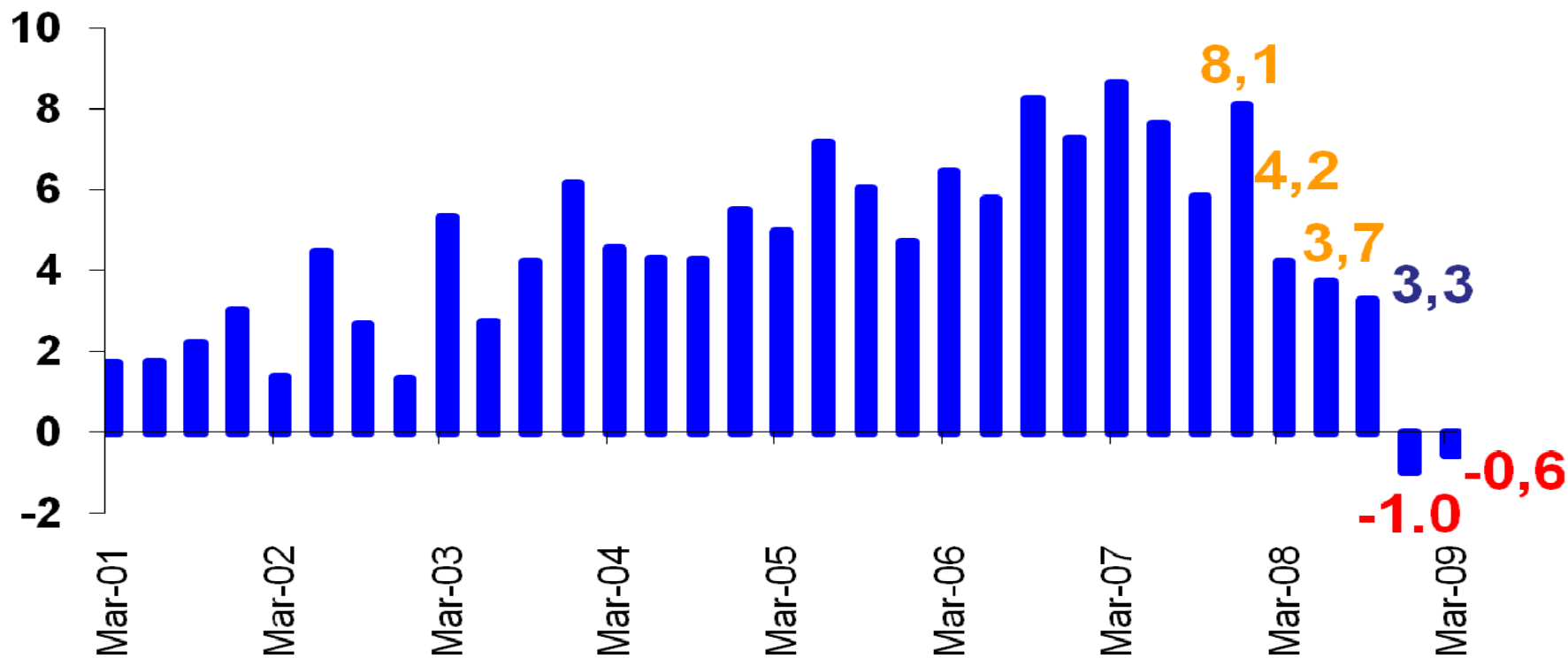
1/ Incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, y República Dominicana.

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



El PIB empezó a estancarse desde IV trim 2007, mucho antes del impacto de la recesión global a partir del IV trim 2008 (-1%). I trim 2009 siguió cayendo (-0,6%)

Variación % anual del PIB



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

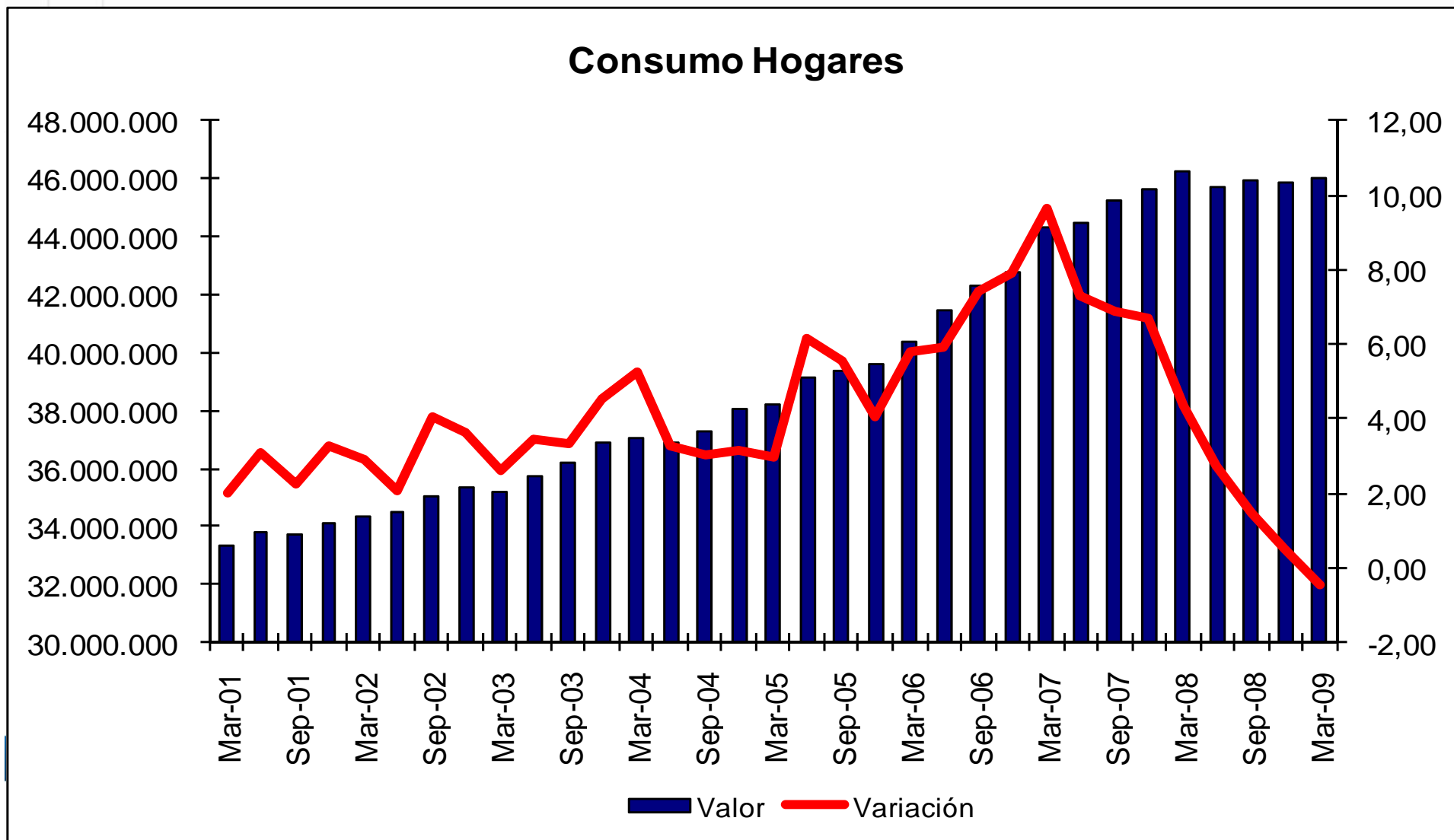
Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República

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:

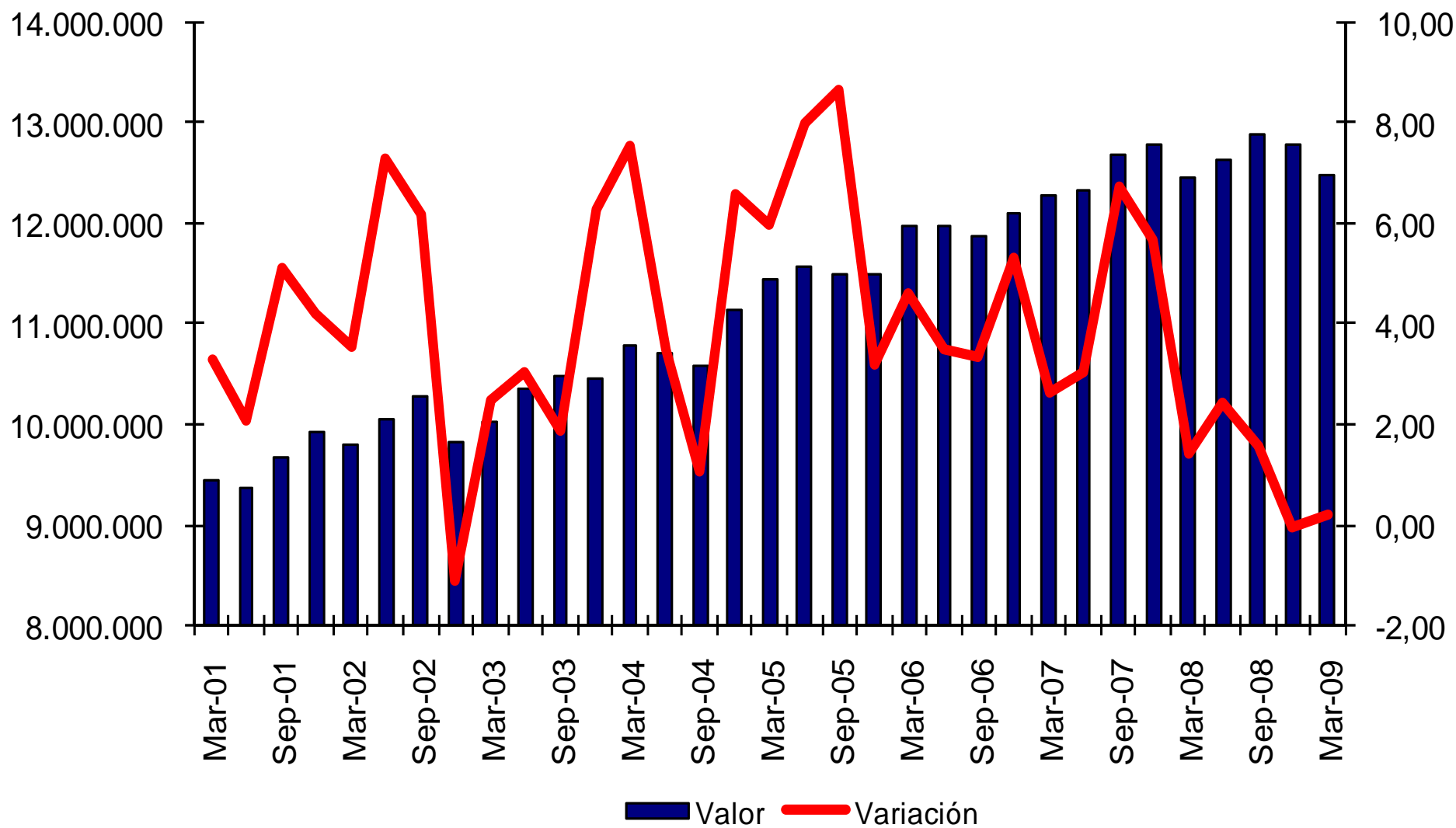
1. La política monetaria
2. Lenta ejecución de obras civiles
3. Efectos de la fuerte apreciación del peso
4. Choques externos de oferta de alimentos que mermaron el ingreso disponible de los hogares y redujeron su consumo de bienes durables

El crecimiento anual del consumo de los hogares ha seguido cayendo el I trim 2009 y por primera vez se tornó negativo desde la crisis del 99

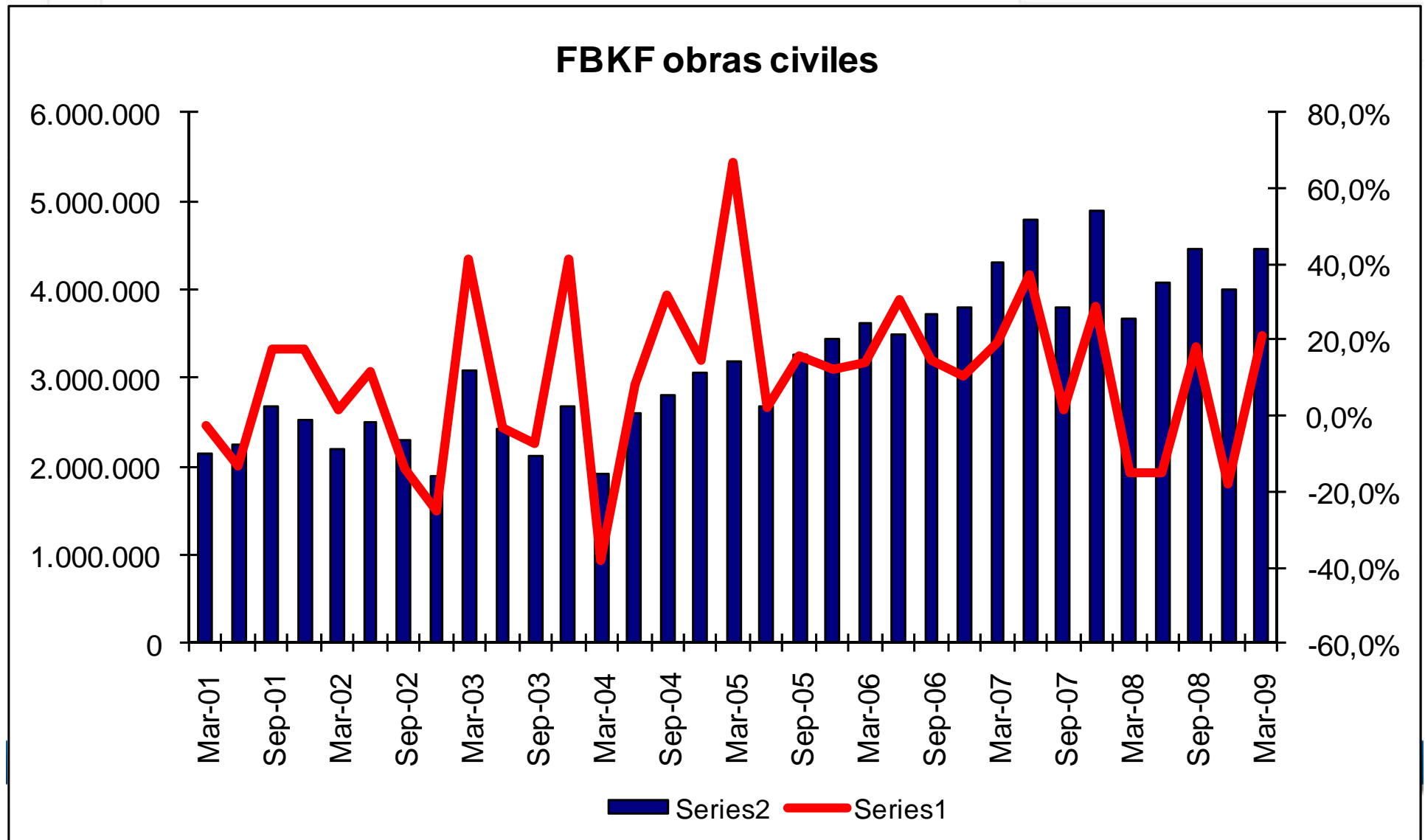


En cambio, el consumo del gobierno parece haber dejado de caer

Consumo Gobierno

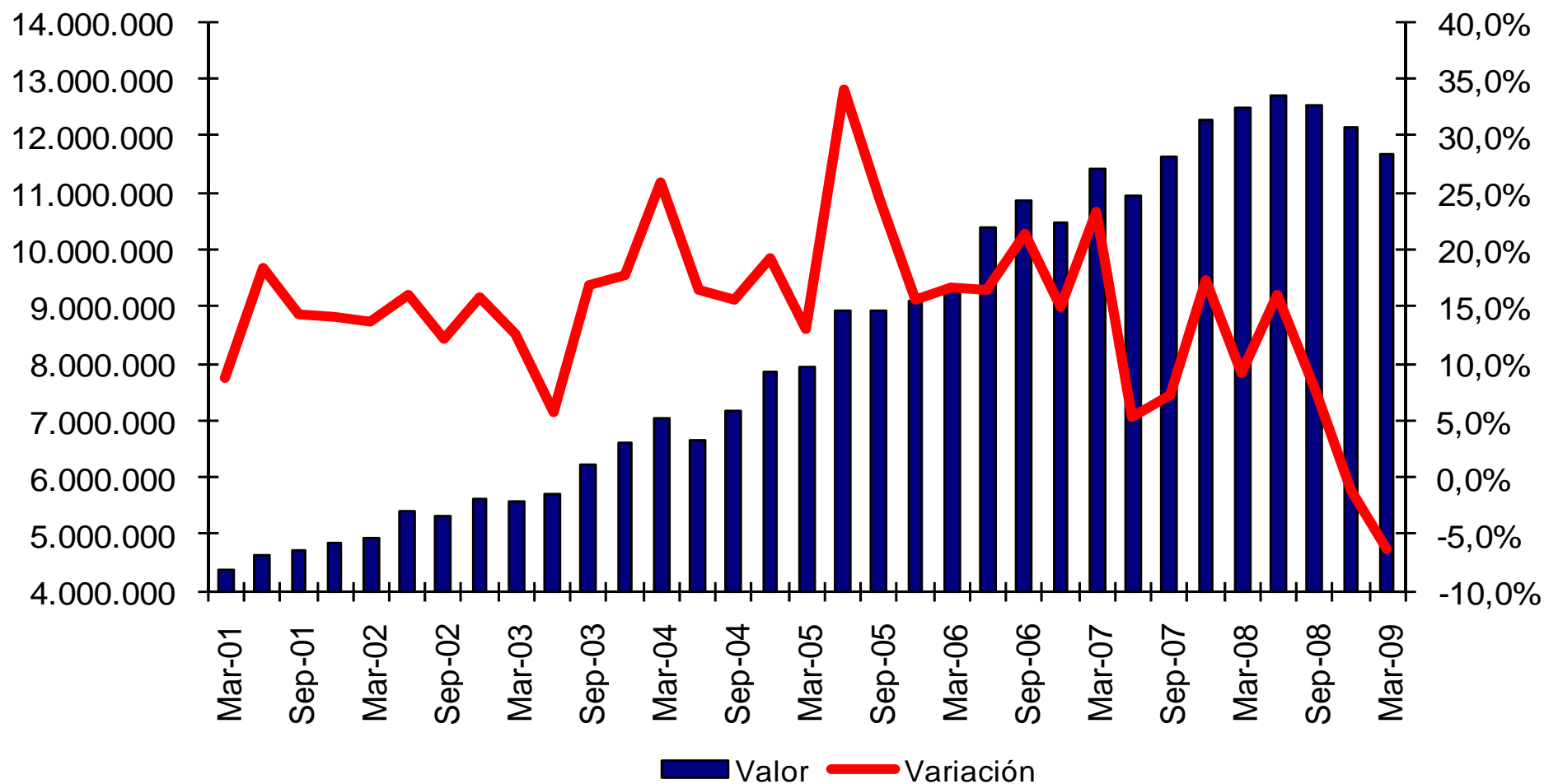


Y la inversión en obras civiles tuvo una recuperación importante (+22%)

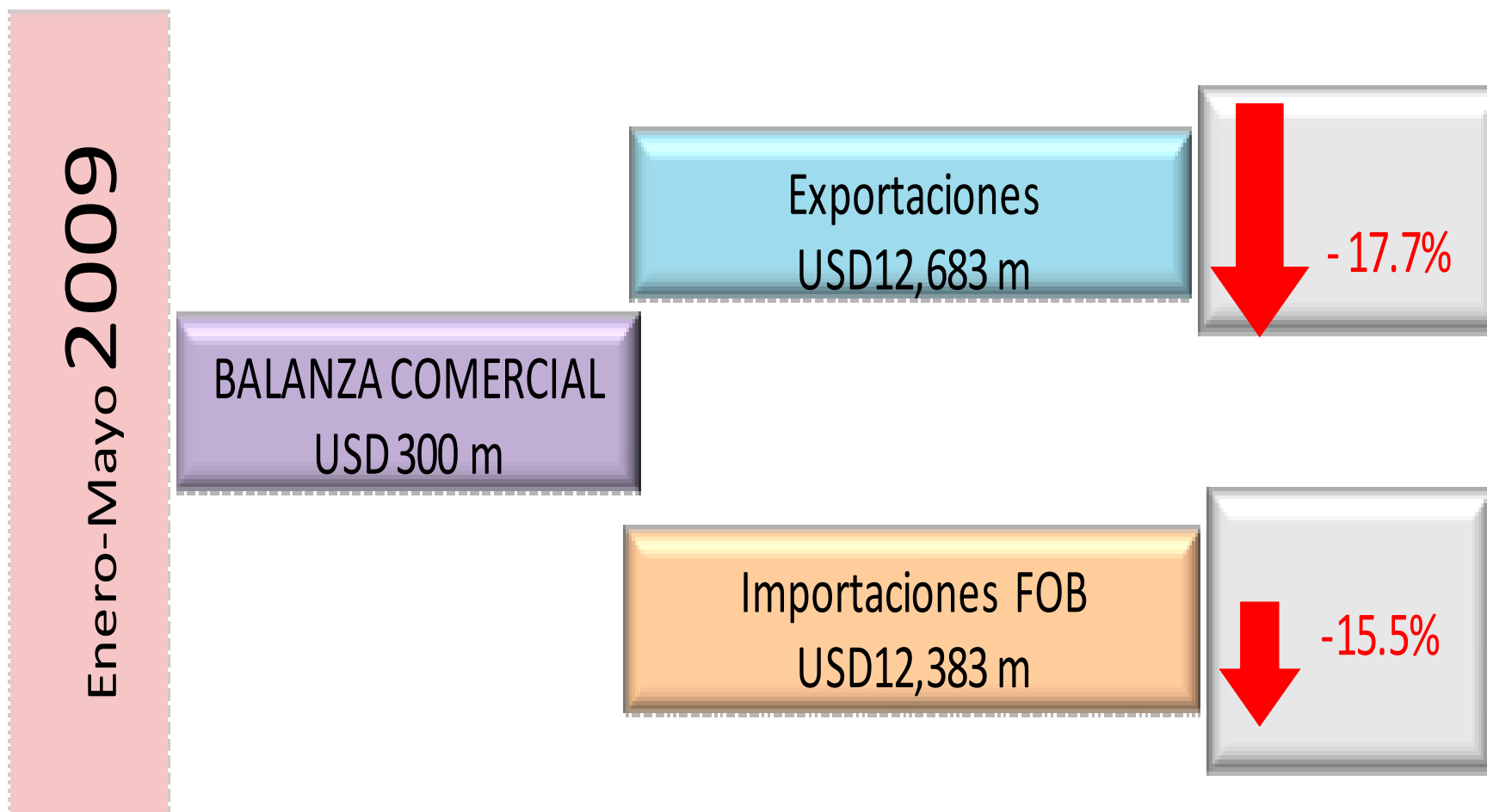


La FBKF privada siguió contrayéndose (la suma de equipo de transporte, construcción de edificaciones, y maquinaria y equipo)

Formación Bruta de Capital Fijo Privada



La recesión reflejada en la balanza comercial enero-mayo 2009: superávit con Venezuela y Ecuador, y déficit con EU



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

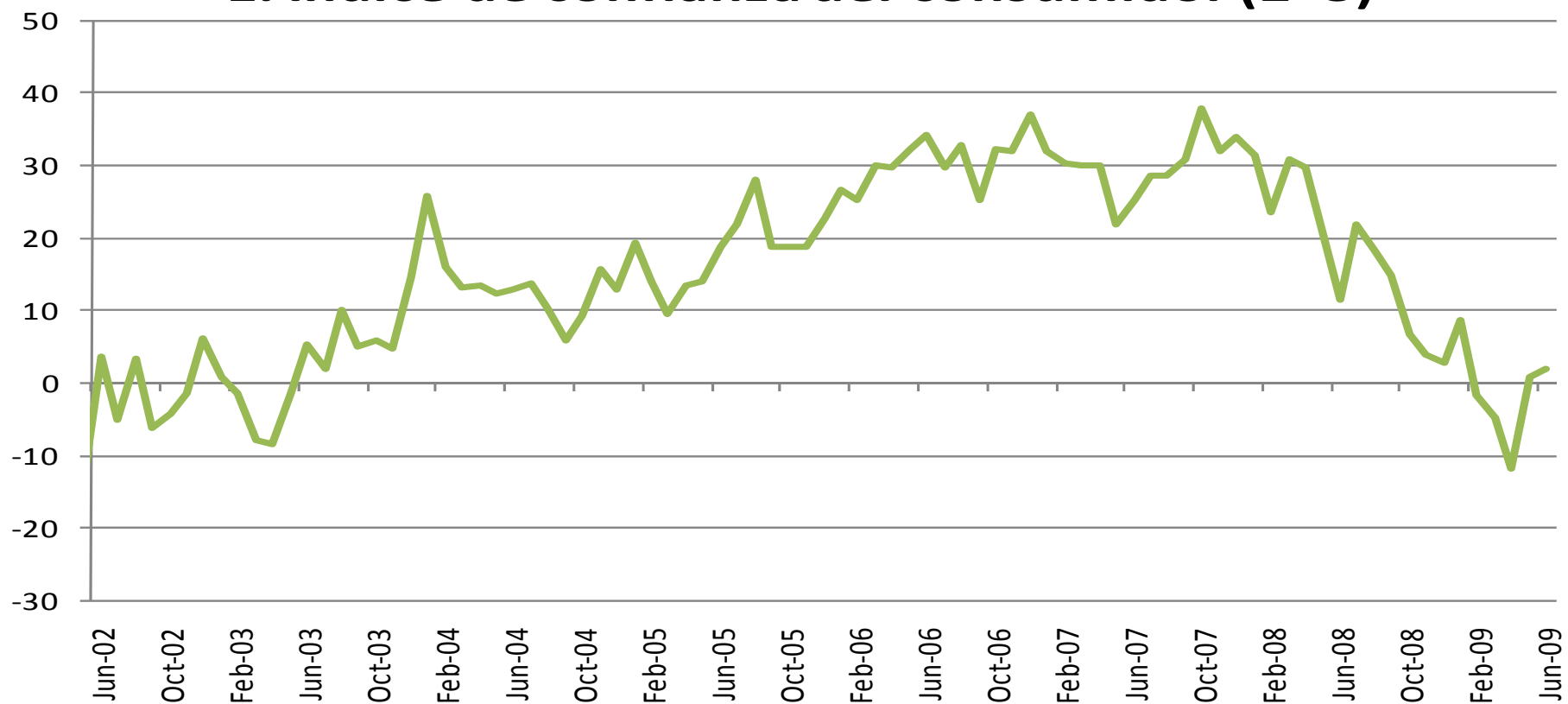
- 2009: -15.3%
 - Estados Unidos: -10.0 %
 - Venezuela: -20.0 %
 - Ecuador : -30.0%
 - Resto: -10.0 %

- 2010: 0.2%

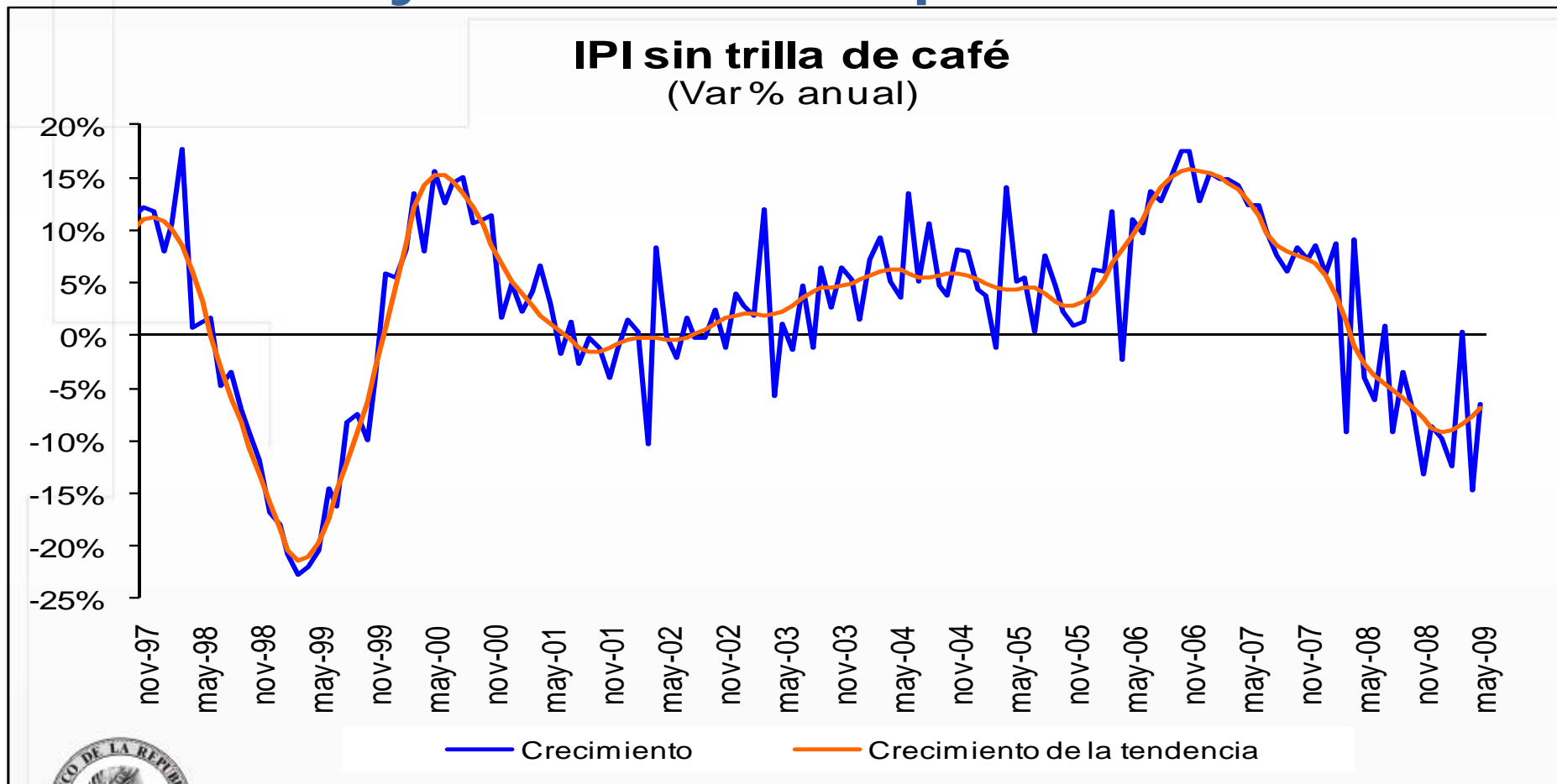


El indicador de confianza del consumidor volvió a incrementarse en junio, aunque desde un nivel muy bajo. El problema no es sólo falta de capacidad de compra, sino también falta de confianza para endeudarse y consumir

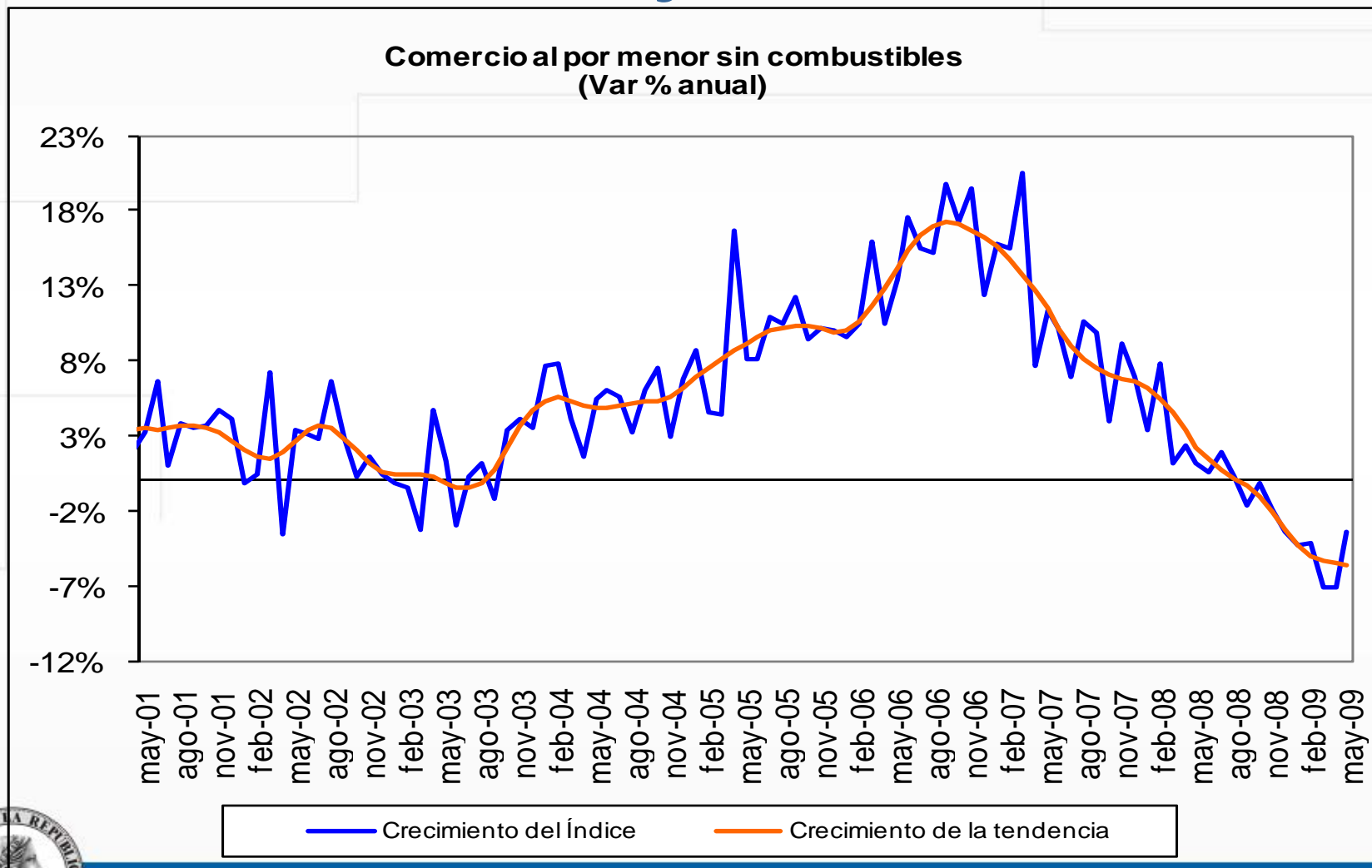
1. Índice de confianza del consumidor (2+3)



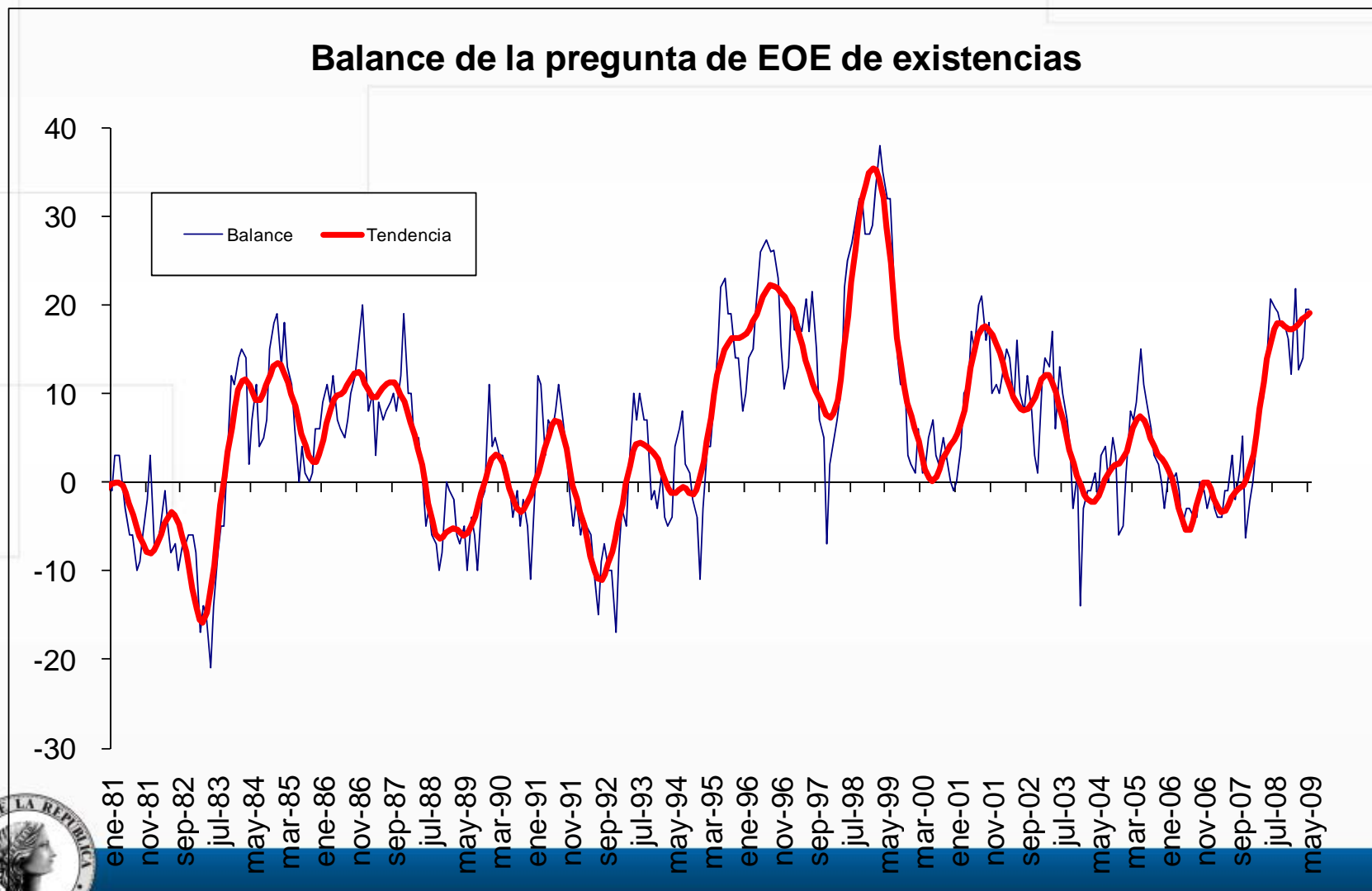
En lo corrido del año a mayo la producción industrial decreció -8,8% anual, y el empleo industrial se ha reducido en -6,5%. En el mes de mayo la caída de la producción fue -6,5%



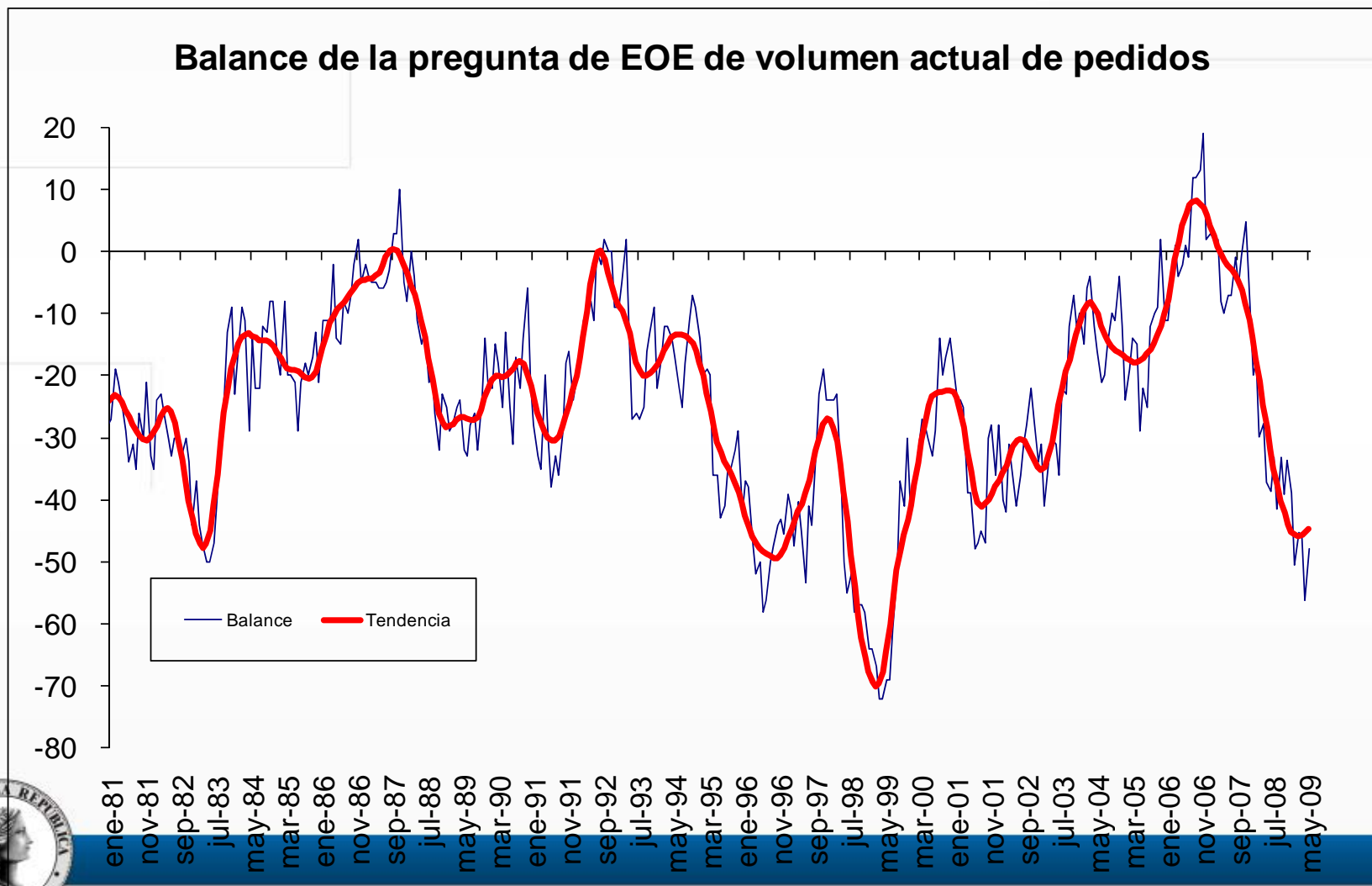
En lo corrido del año a mayo las ventas al por menor decrecieron -5,2% anual, y el empleo sectorial -2,6. En mayo del comercio fue -3,5%



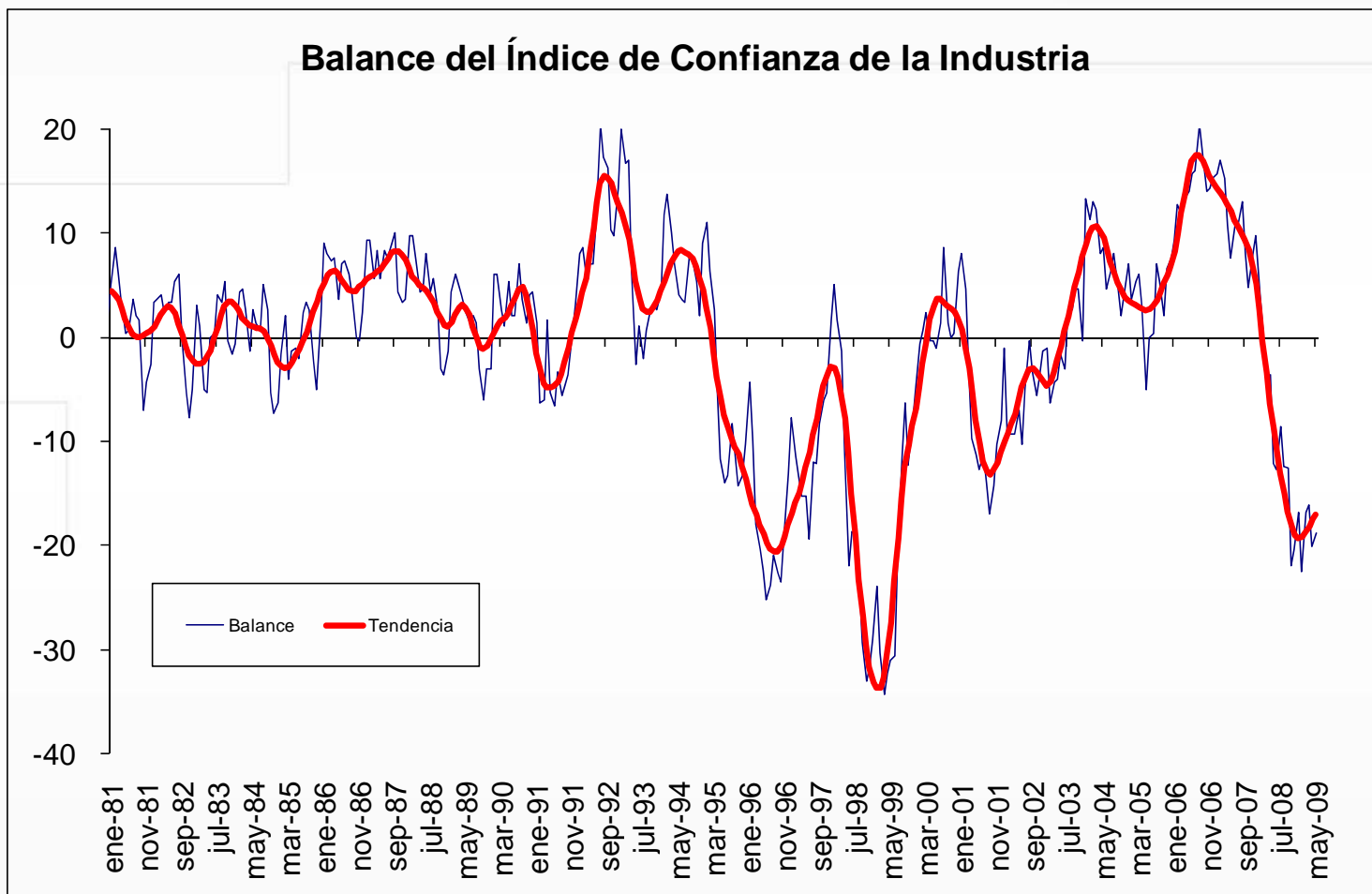
En mayo, tras aumentos incesantes, el nivel de existencias tuvo un muy ligero repunte



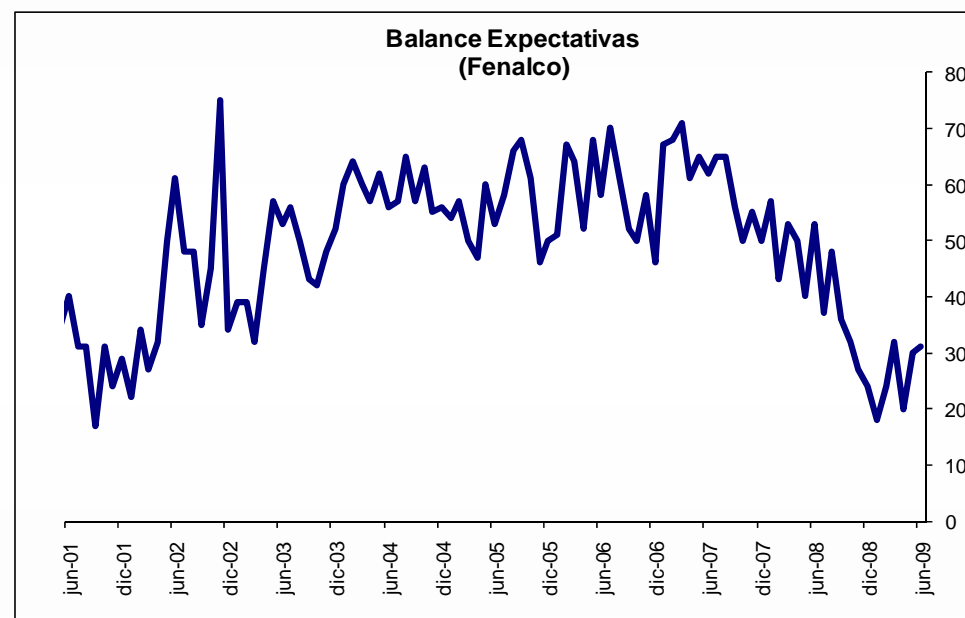
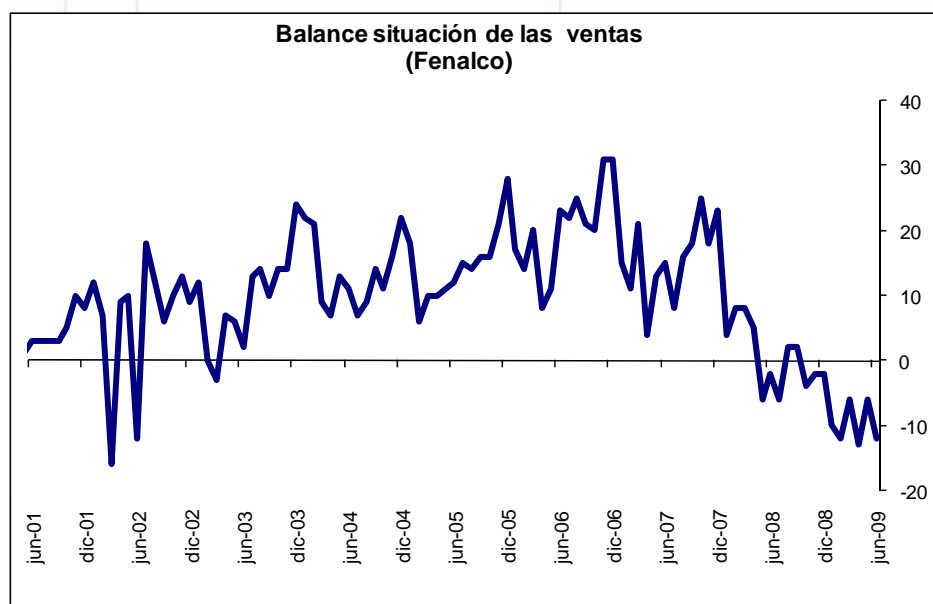
Lo mismo sucedió con los pedidos



El índice de confianza de la industria: ¿cambio de tendencia?



Los indicadores de FENALCO sobre ventas y expectativas de la actividad comercial últimamente insinúan cierta estabilidad

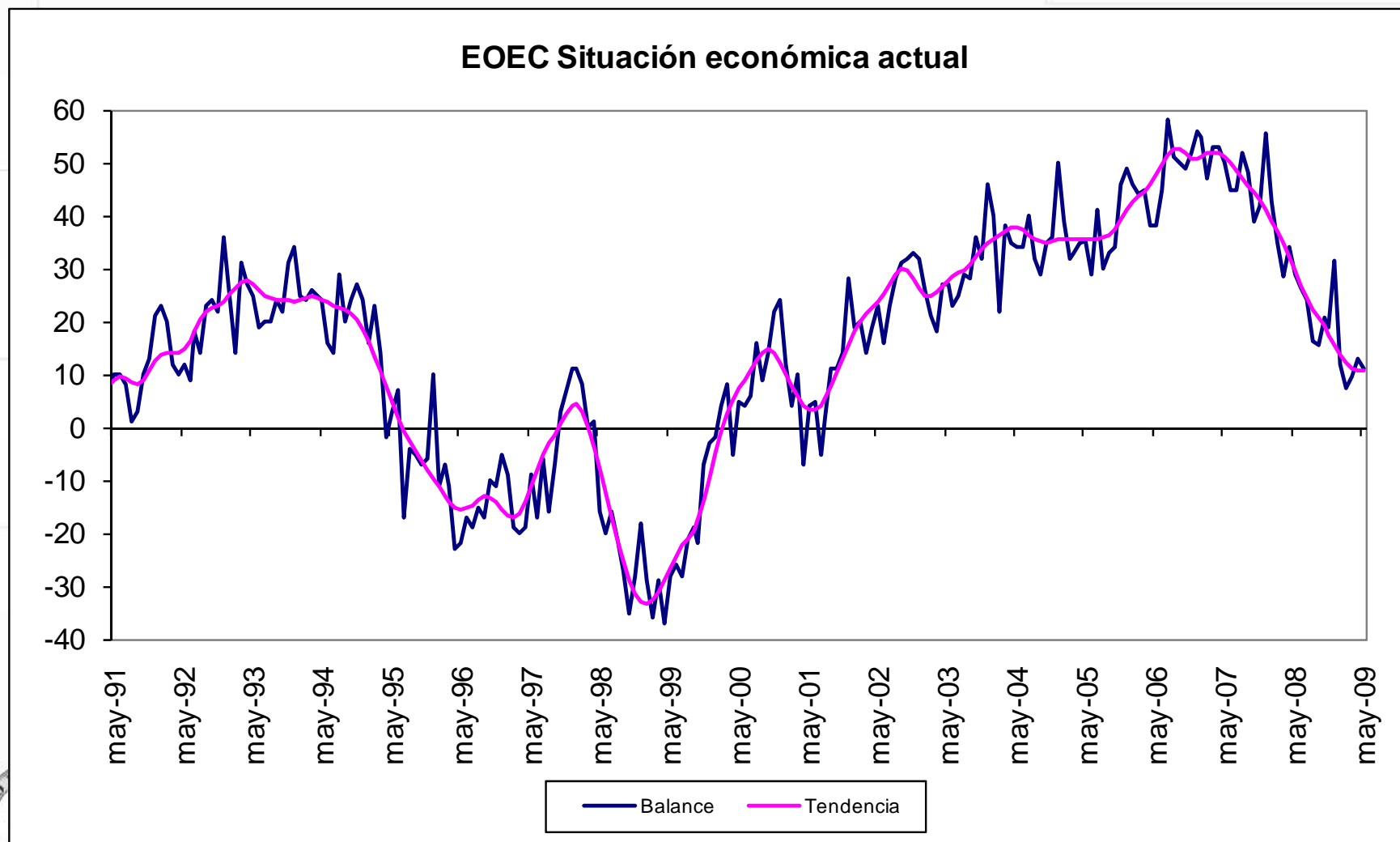


Ventas actuales

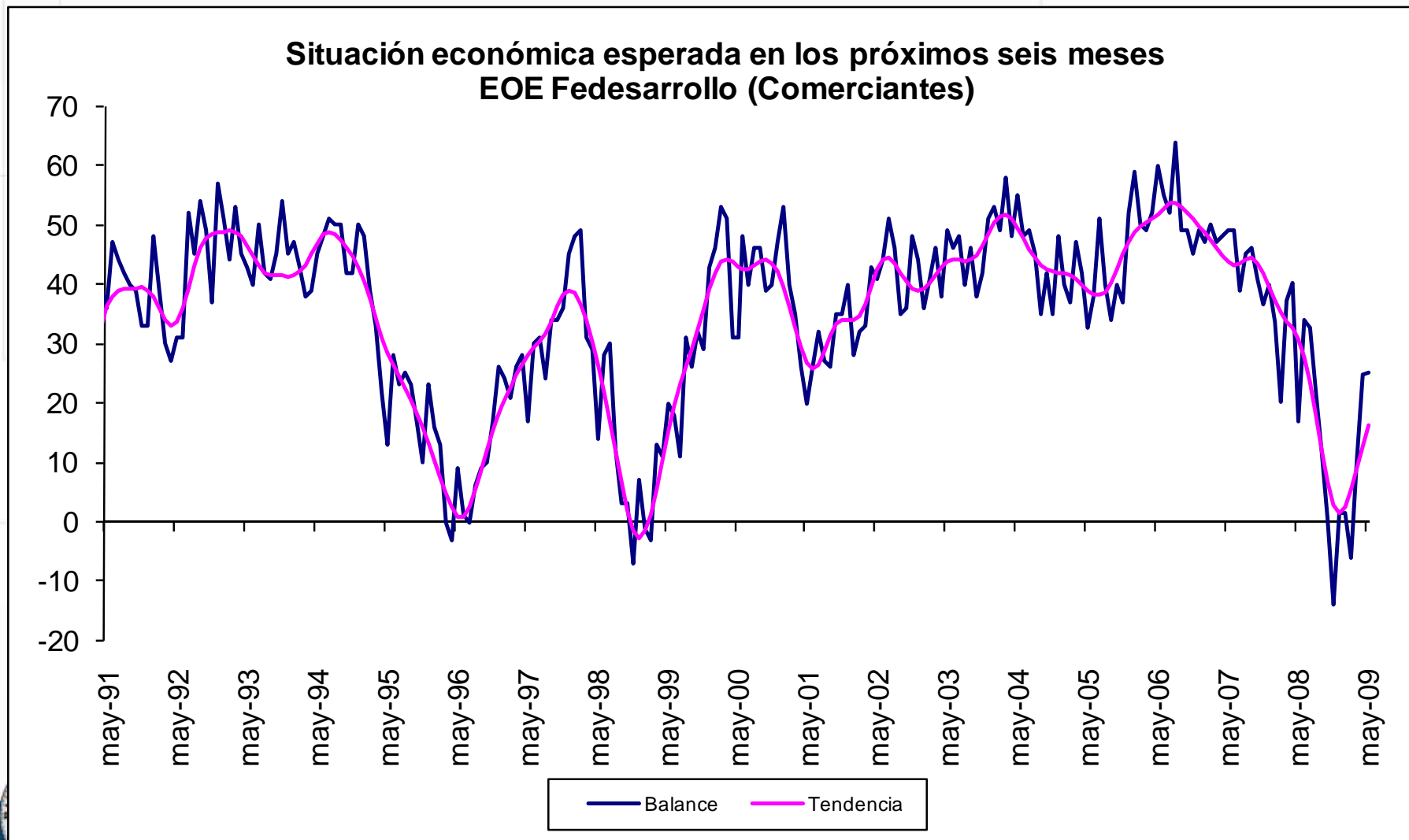
Expectativas a seis meses



En mayo la tendencia de la percepción sobre la situación del comercio: ¿tocando fondo?



No obstante, las expectativas de los comerciantes a seis meses 'vista' ha mejorado

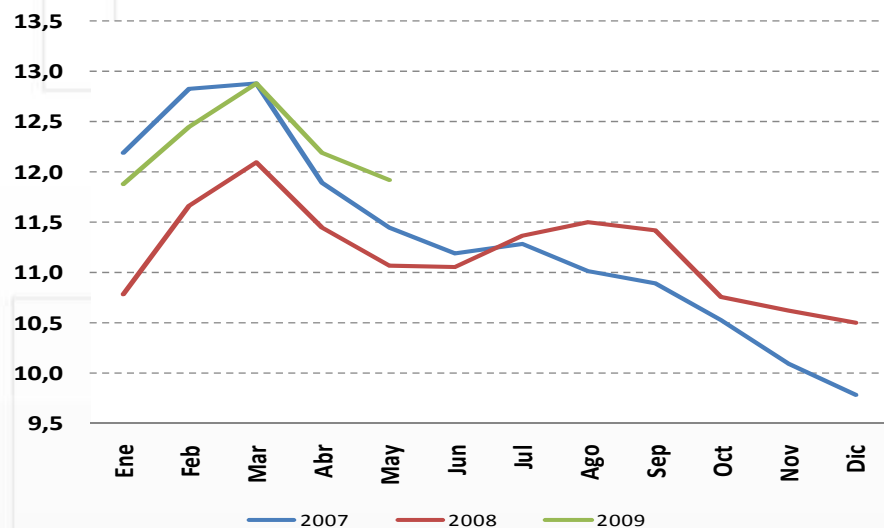


En mi opinión, en 2009 el PIB crecería entre -1,5 % y 0%. 2010 entre +2% y +3%. Pero a fin de lograrlo se debe mantener fase expansiva de la p. monetaria, siempre y cuando la inflación y sus expectativas se mantengan dentro de la meta

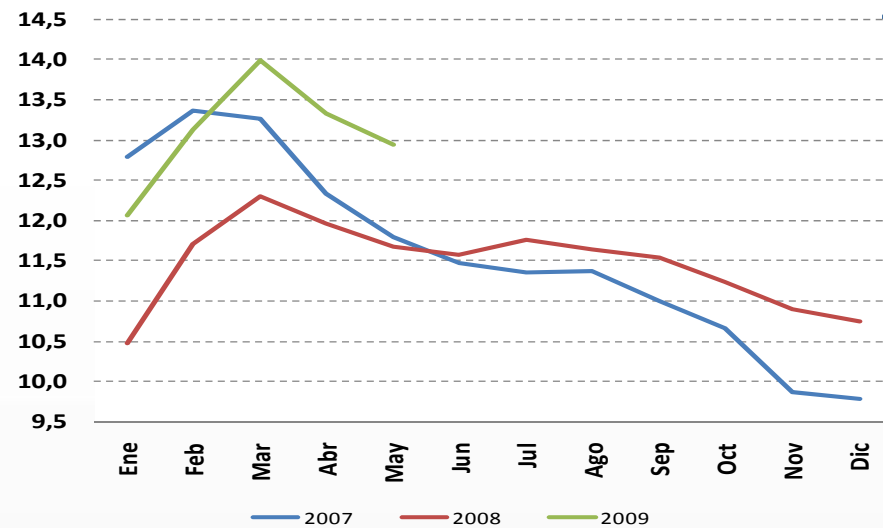
	2007	2008	2009
Consumo final	6.9	2.1	0.5
Consumo de los Hogares	7.6	2.3	0.3
Consumo del Gobierno	4.5	1.3	1.3
FORMACION BRUTA DE CAPITAL	13.7	8.8	-6.0
Formación Bruta de Capital Fijo	15.2	3.2	-3.1
Variación de Existencias (VE)	2.0	58.4	-22.6
Demanda final interna	8.5	3.6	-1.1
Demanda final interna sin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

Tasa de desempleo (TD) en alza desde julio de 2008. A lo largo del 2009 veremos TD aún superiores. El aumento de la pobreza de los hogares explica el notable incremento en la tasa de participación laboral: *todos en la familia al 'rebusque'*

Tasa de Desempleo
(Total Nacional)



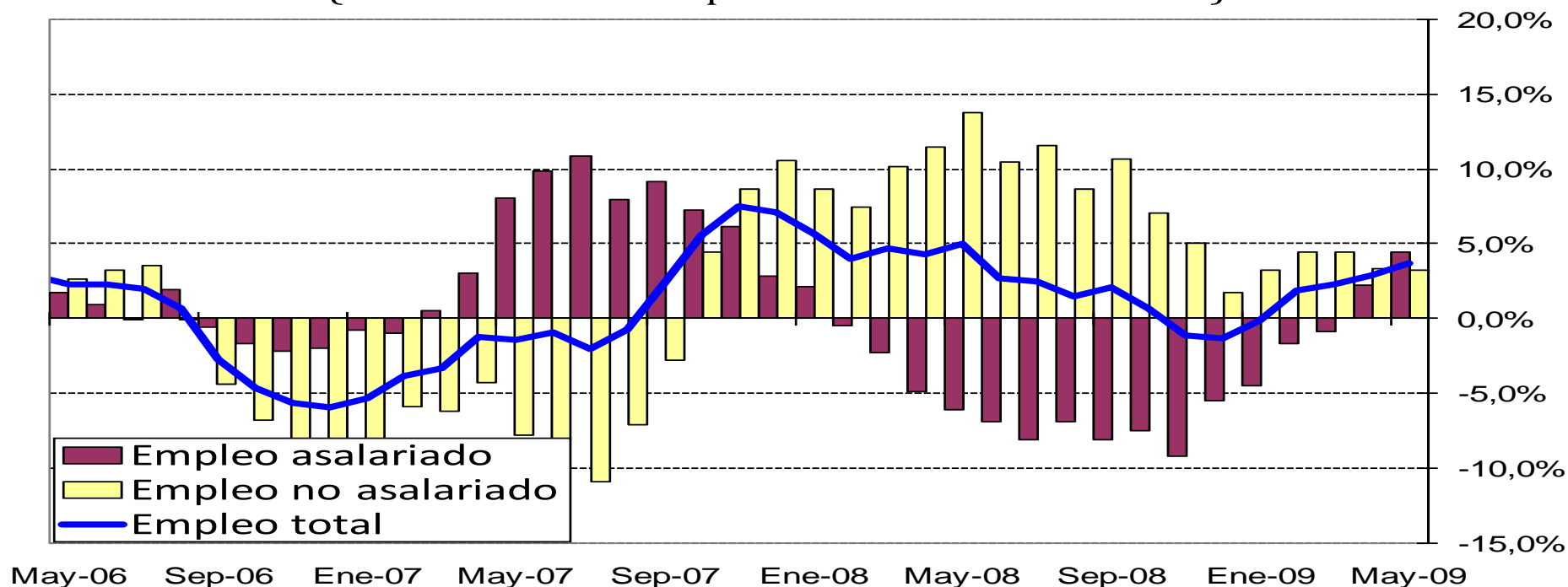
Tasa de Desempleo
(13 Áreas)



Fuente: GEIH - DANE

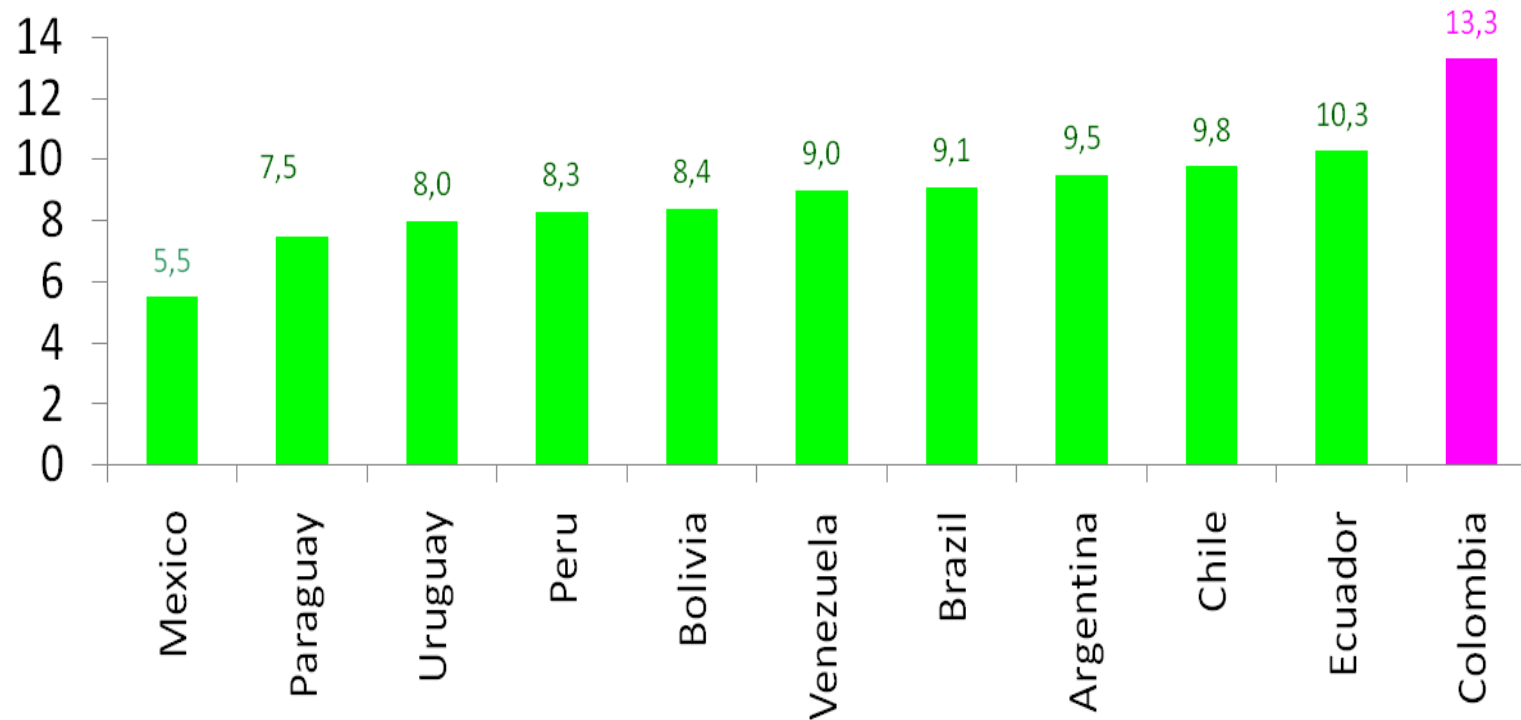
La destrucción de empleo formal asalariado continuó en las tres más grandes ciudades. En el resto (intermedias y zona rural) la creación de empleo se explica principalmente por los 'cuenta propia' o informales, lo cual implica el desmejoramiento de su calidad

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



Fuente: GEIH - DANE

La TD de Colombia desde antes de la desaceleración y la recesión ya era una de las más altas de la región. En 2009 probablemente será el primero



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast Julio 09

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.

Lección 2

- Dentro del esquema 'inflación objetivo', las metas que fije el banco central se deben formular en términos de la denominada inflación básica o '*core inflation*'. Es decir sin los precios de los alimentos y los combustibles.
- Ello con el fin de evitar: (a) que la política monetaria se desvíe de su función reaccionando ante choques externos de precios no controlables y ajenos a la dinámica de la demanda interna; y (b) que termine lesionando la estabilidad de los sectores reales de la economía y colocando en peligro el empleo.

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

Gracias

