



LA POLÍTICA MONETARIA FRENTE A LA CRISIS Y LA RECUPERACIÓN

Universidad de Medellín

Medellín, Noviembre 10 de 2009

**Carlos Gustavo Cano
Codirector del Banco de la República**

**Opiniones personales que no necesariamente reflejan los puntos
de vista de otros miembros de la Junta Directiva del Banco**



I. La inflación

II. La recesión global y la recuperación

III. Los pronósticos

IV. Nuestra economía

V. Las lecciones de la crisis 2007/09

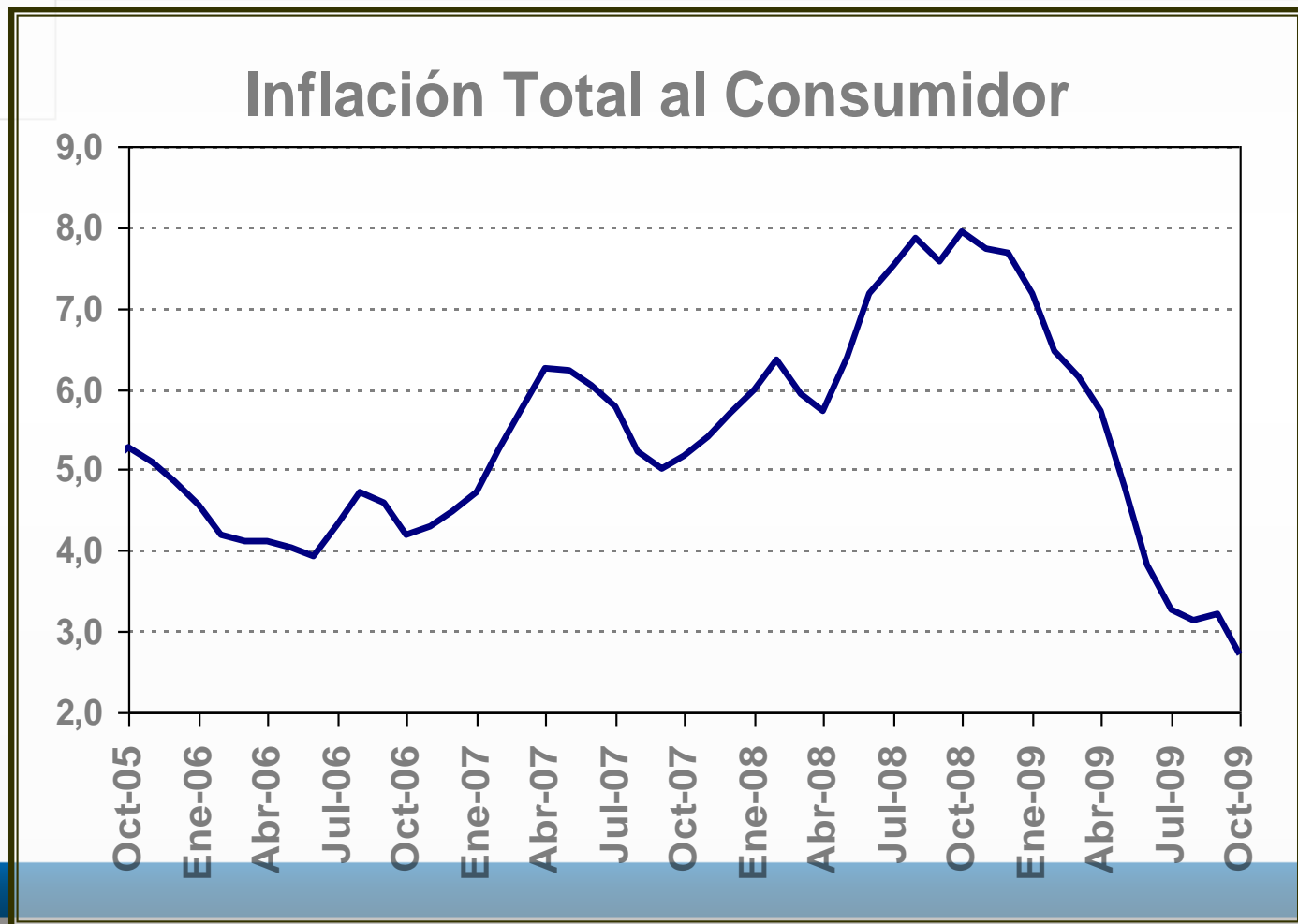


I. LA INFLACIÓN

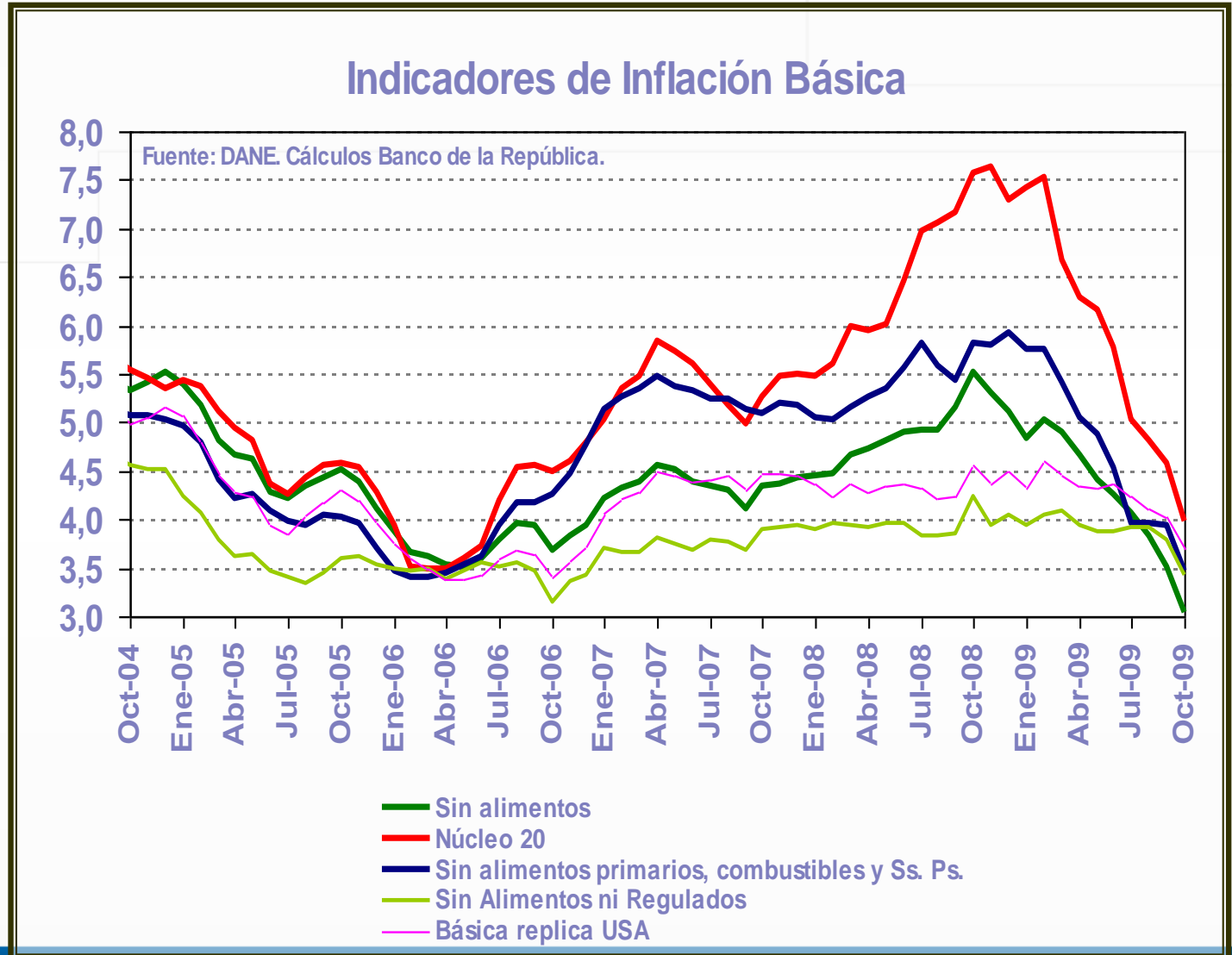


La inflación se ubicará al final del año cerca del 3%, o sea 40% por debajo de la meta. En octubre 31 era 2,72% anual, la más baja en medio siglo

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



Todos los indicadores de la inflación básica han caído



Promedio de 5

Oct .09 = 3.52%

Sep .09 = 3.97%

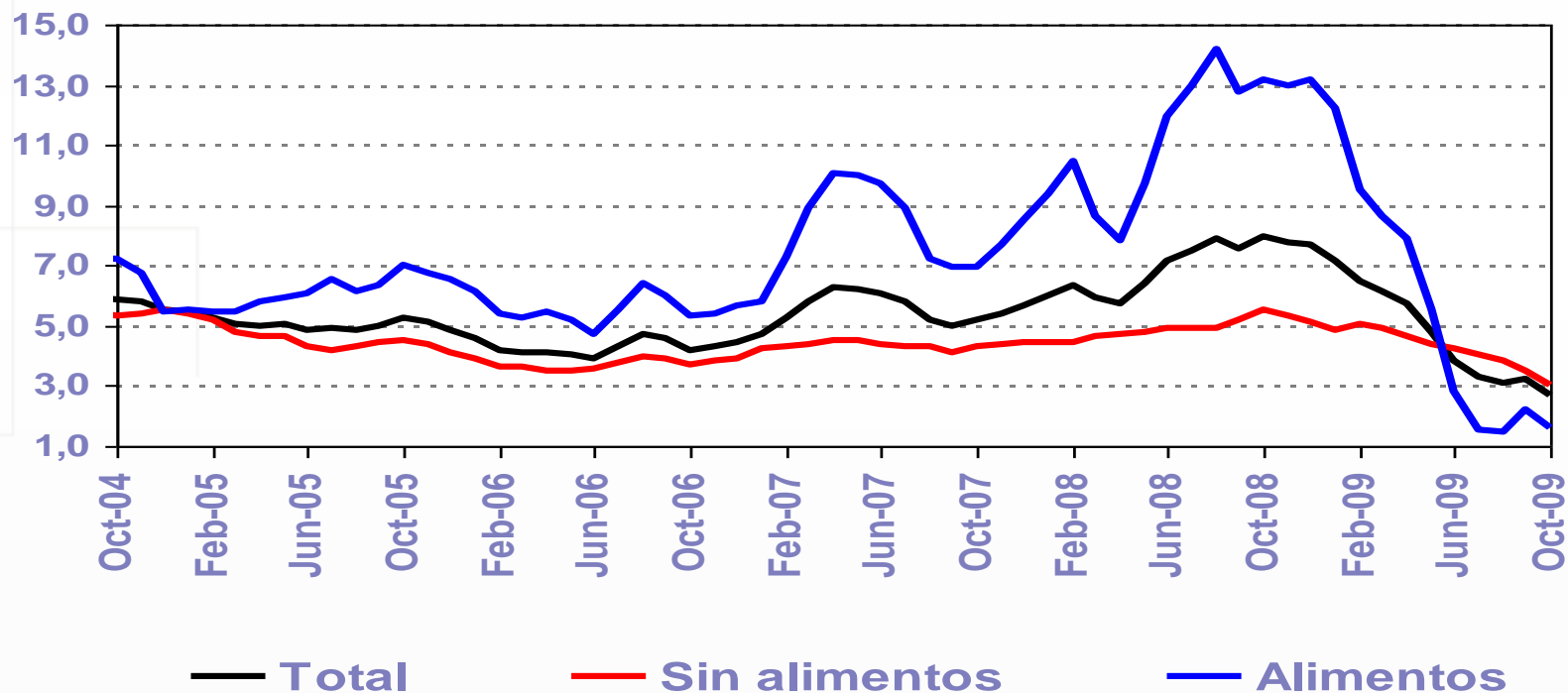
Ago. 09 = 4.13%

Jul. 09 = 4.24%



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

Inflación anual al Consumidor

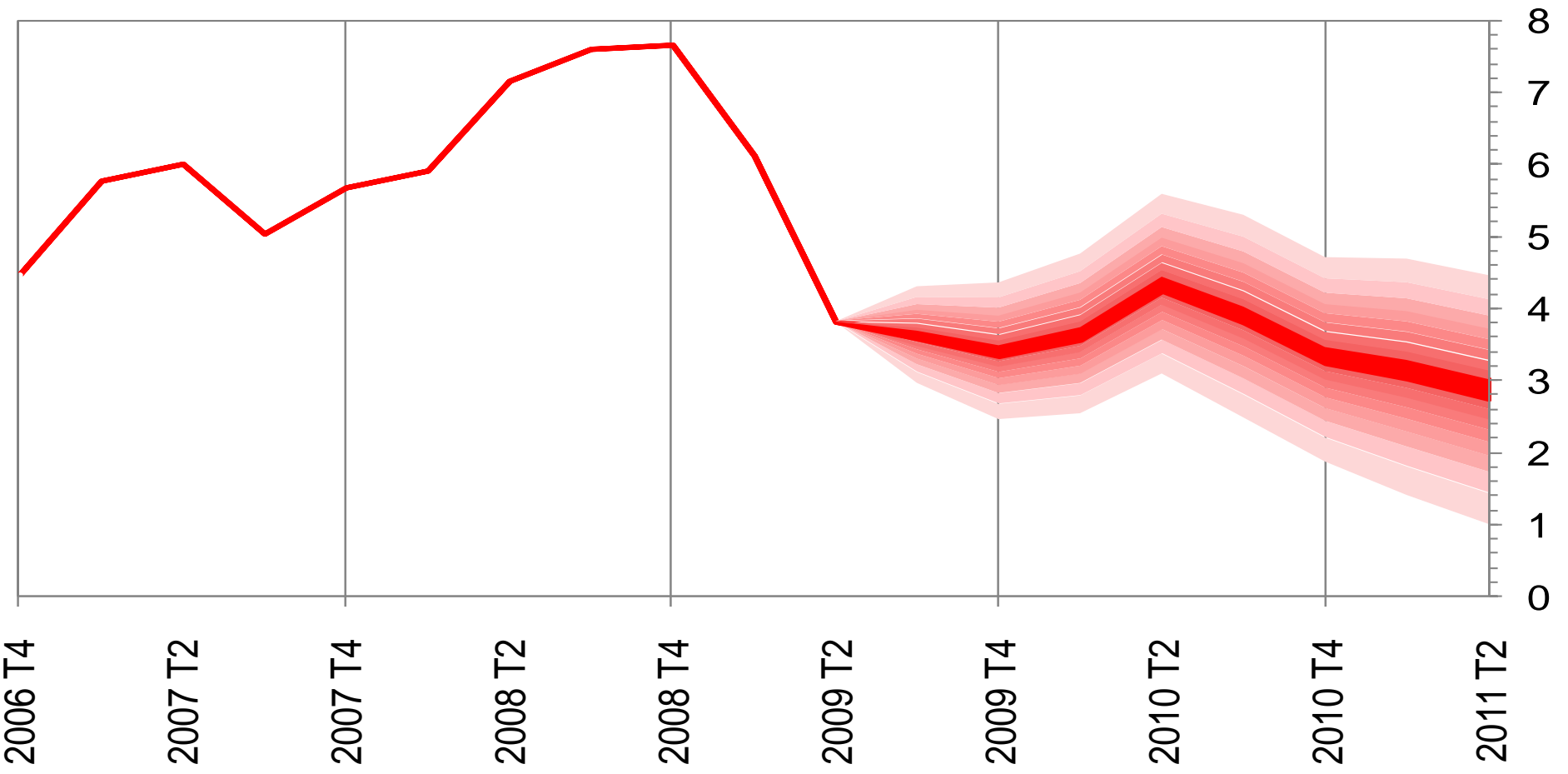


Fuente: DANE.



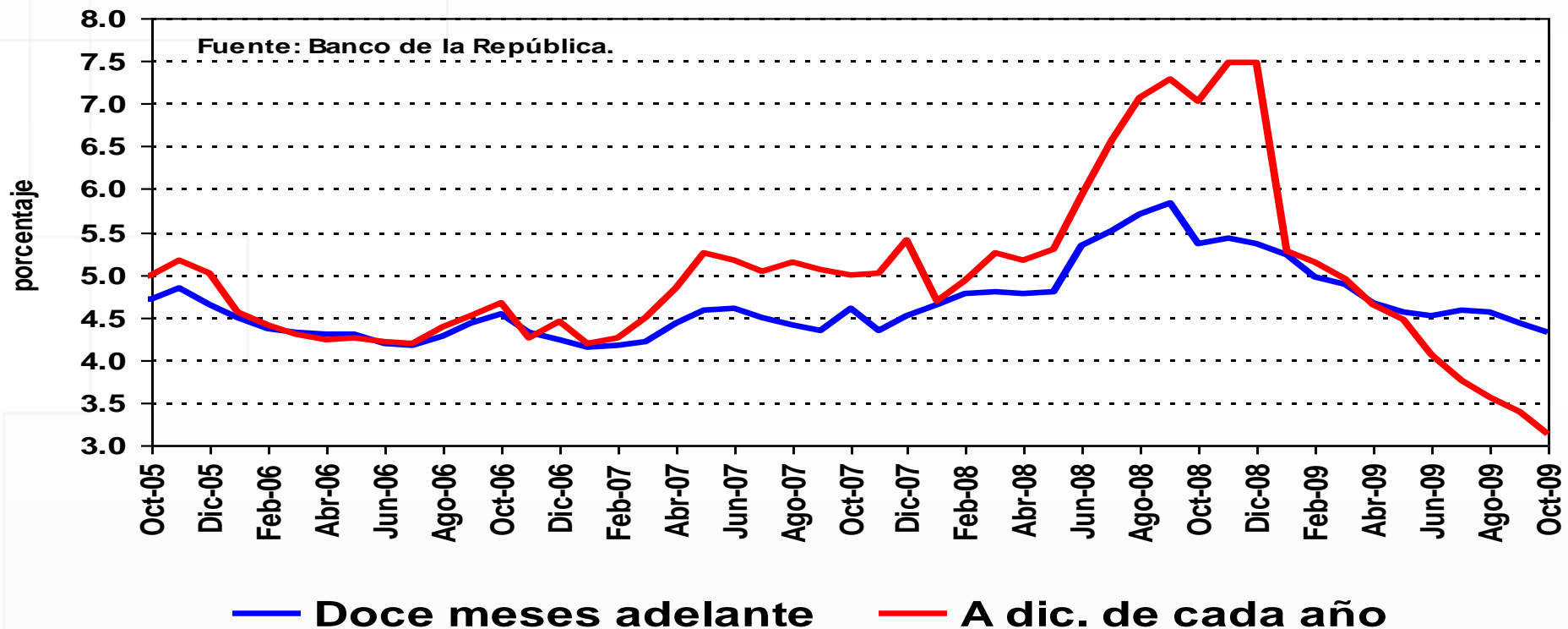
El '*Fan Chart*' de la inflación total: aunque los alimentos dejarán de contribuir a la 'desinflación', la debilidad de la demanda interna hace que la inflación 'núcleo' siga cediendo

"Fan Chart" Inflación Total



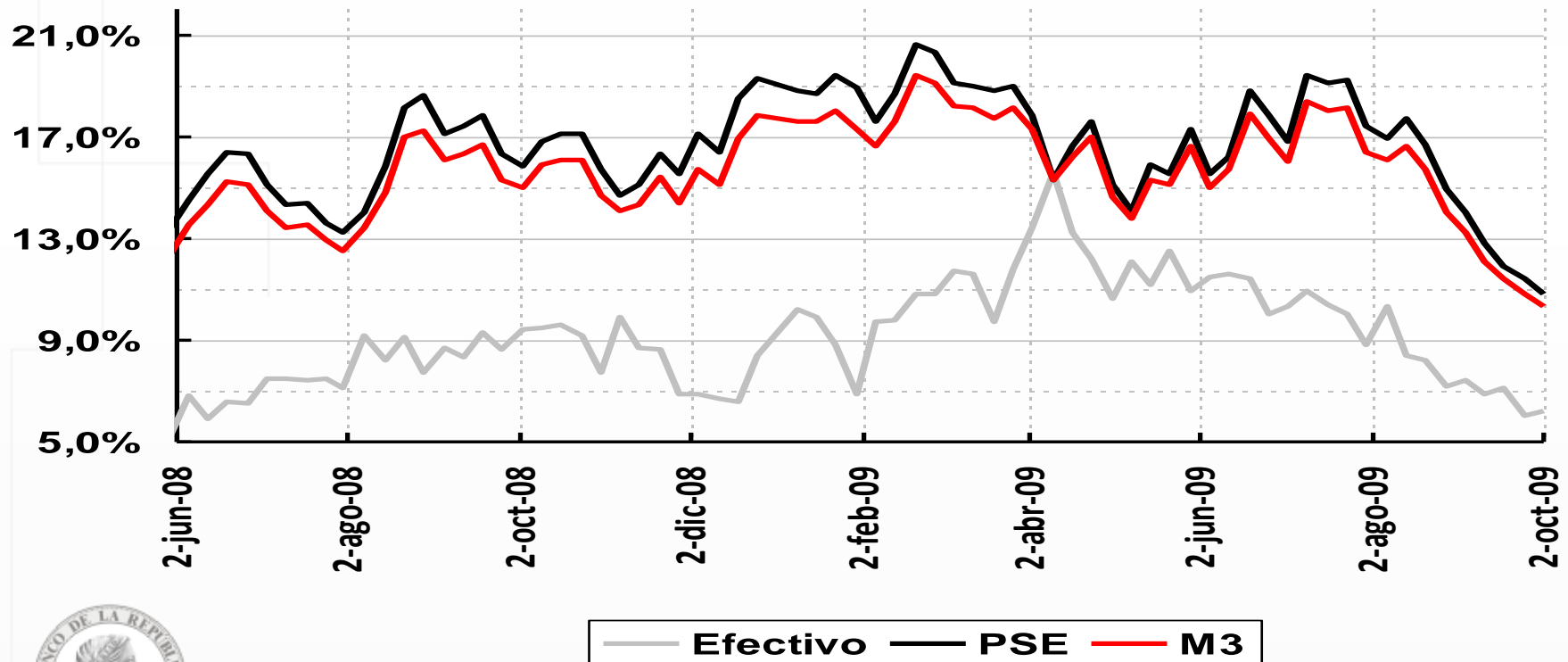
De otra parte, las expectativas de inflación continúan reduciéndose

Pronóstico de inflación bancos y comisionistas de bolsa



El crecimiento de los agregados monetarios se ha desacelerado notablemente debido a menores necesidades de financiamiento de crédito y al aumento de los depósitos del Gobierno en el BR

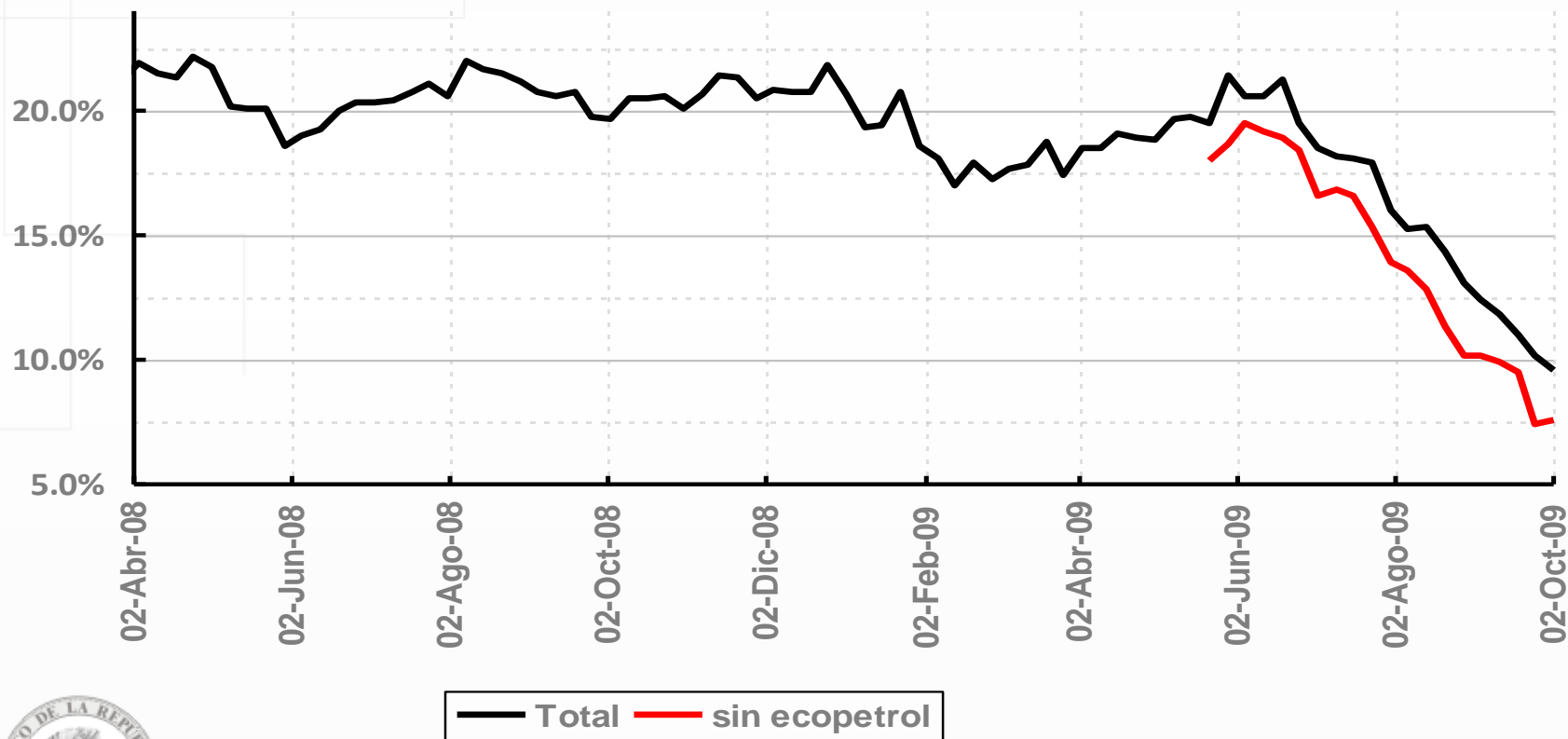
Agregados monetarios variaciones anuales de datos semanales



— Efectivo — PSE — M3

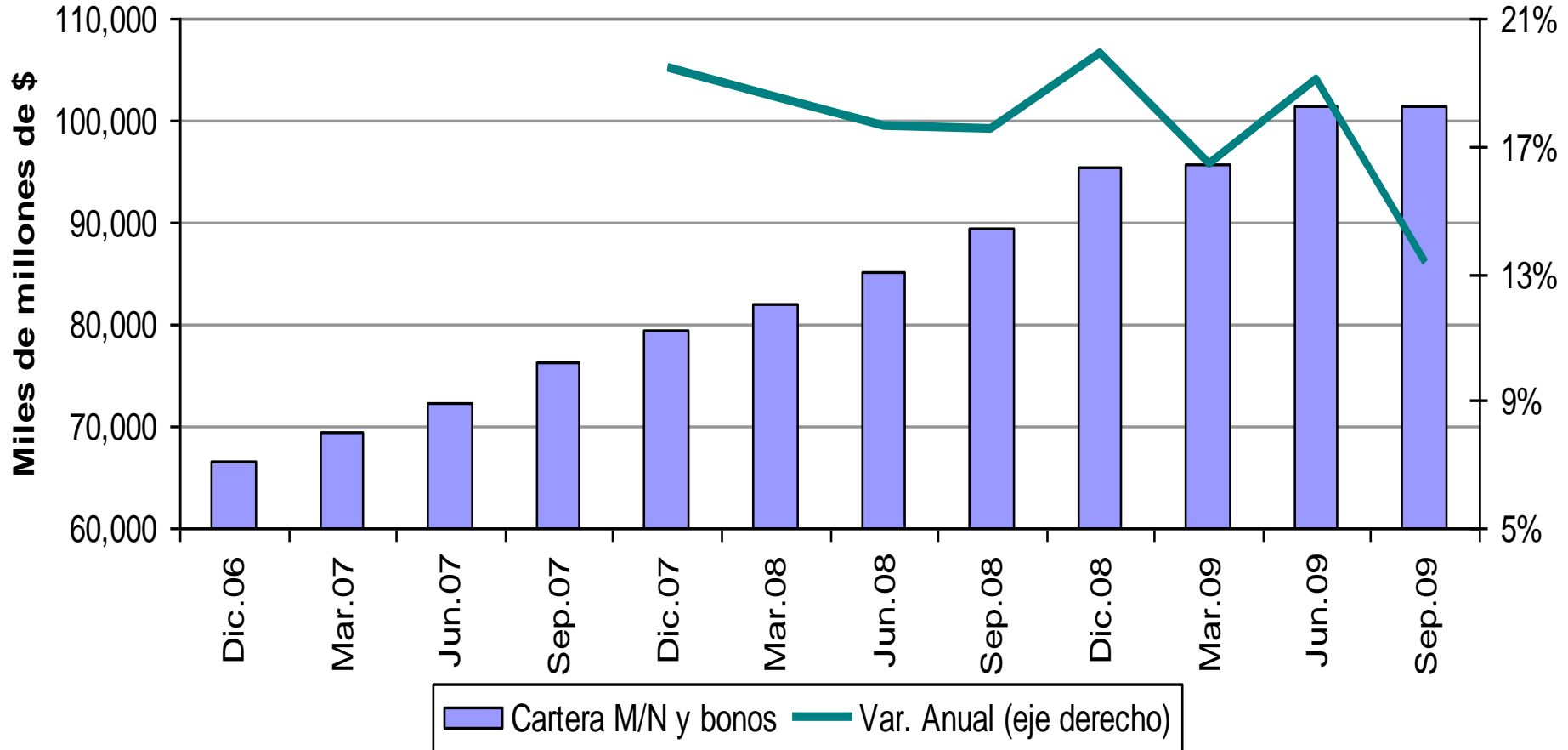
La desaceleración de la cartera se ha concentrado en la comercial: 9,6% anual

Cartera bruta comercial con leasing MN
variaciones anuales de datos semanales



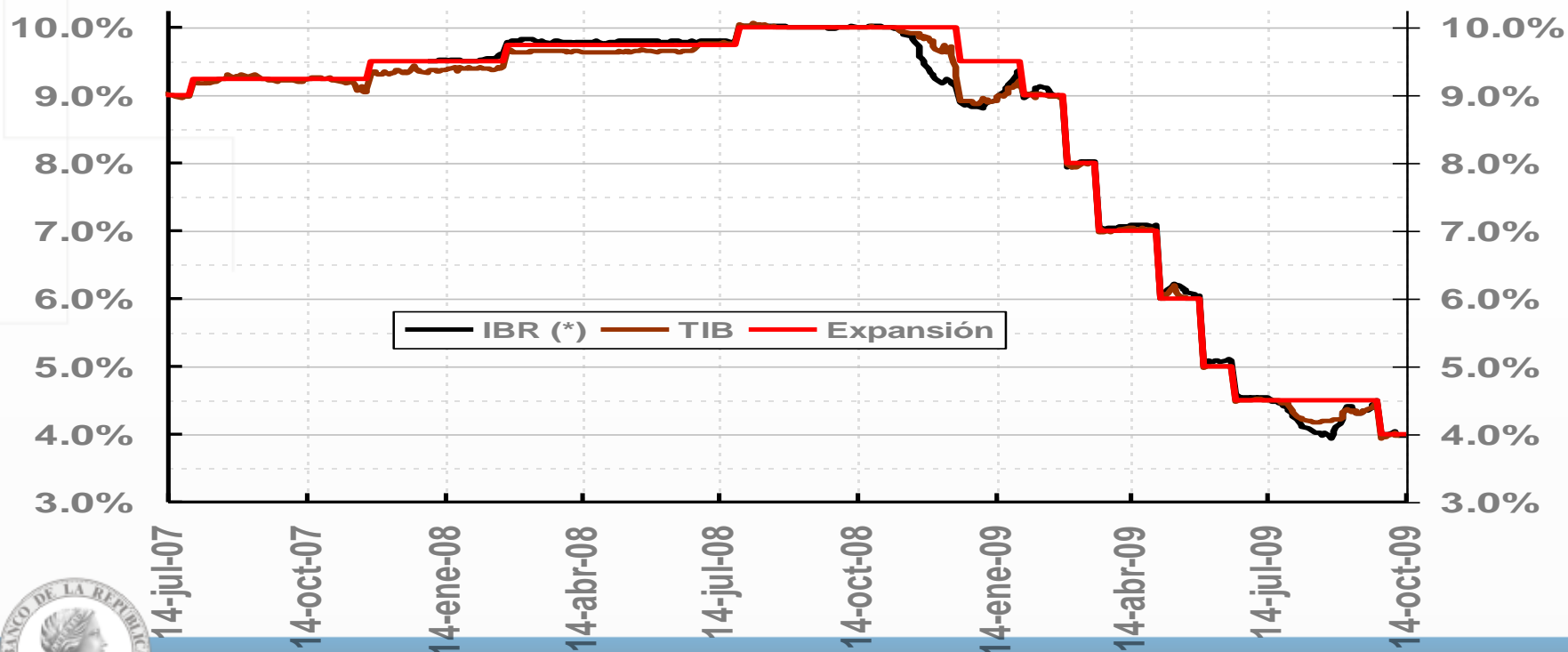
Sin embargo, al incluir las emisiones de bonos corporativos la desaceleración es mucho menor: 13,3% anual

Cartera comercial M/N más bonos corporativos



Como resultado, la JDBR adoptó una postura expansionista de la política monetaria a partir de dic/08, cuyo rezago con relación a sus efectos plenos oscilará entre 18 y 24 meses

Tasa de política, IBR y TIB



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. Kindleberguer



- La principal causa de este tipo de crisis ha sido la excesiva exposición al riesgo financiero, en especial durante los 'buenos tiempos'. Exposición que a partir del nuevo milenio se exacerbó por cuenta de la 'nueva revolución financiera'.
- Su materialización comenzó por el colapso del mercado de la vivienda en EU, el cual ha provocado un efecto riqueza muy negativo (más de USD 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

US house prices

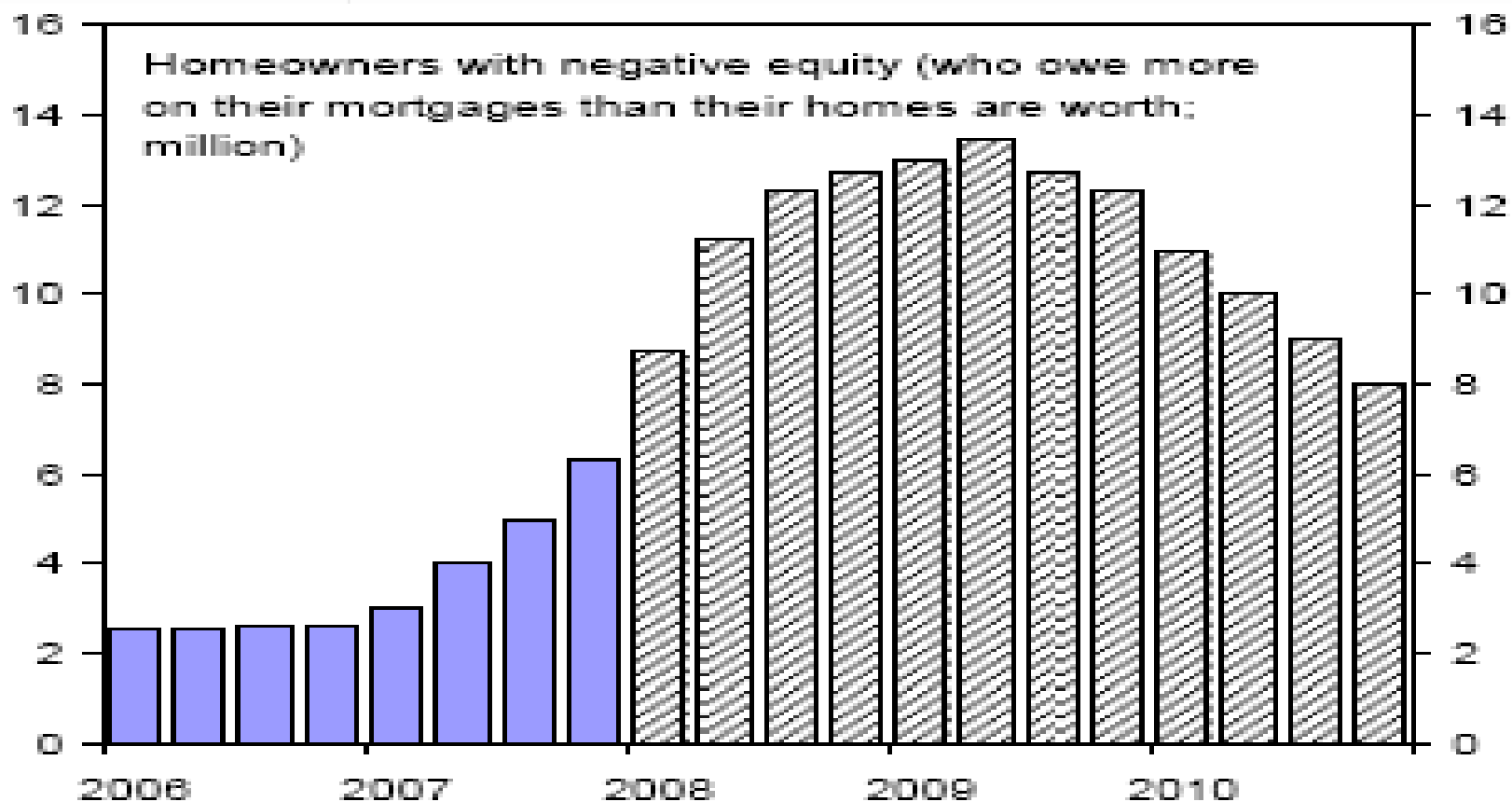
% change on previous year



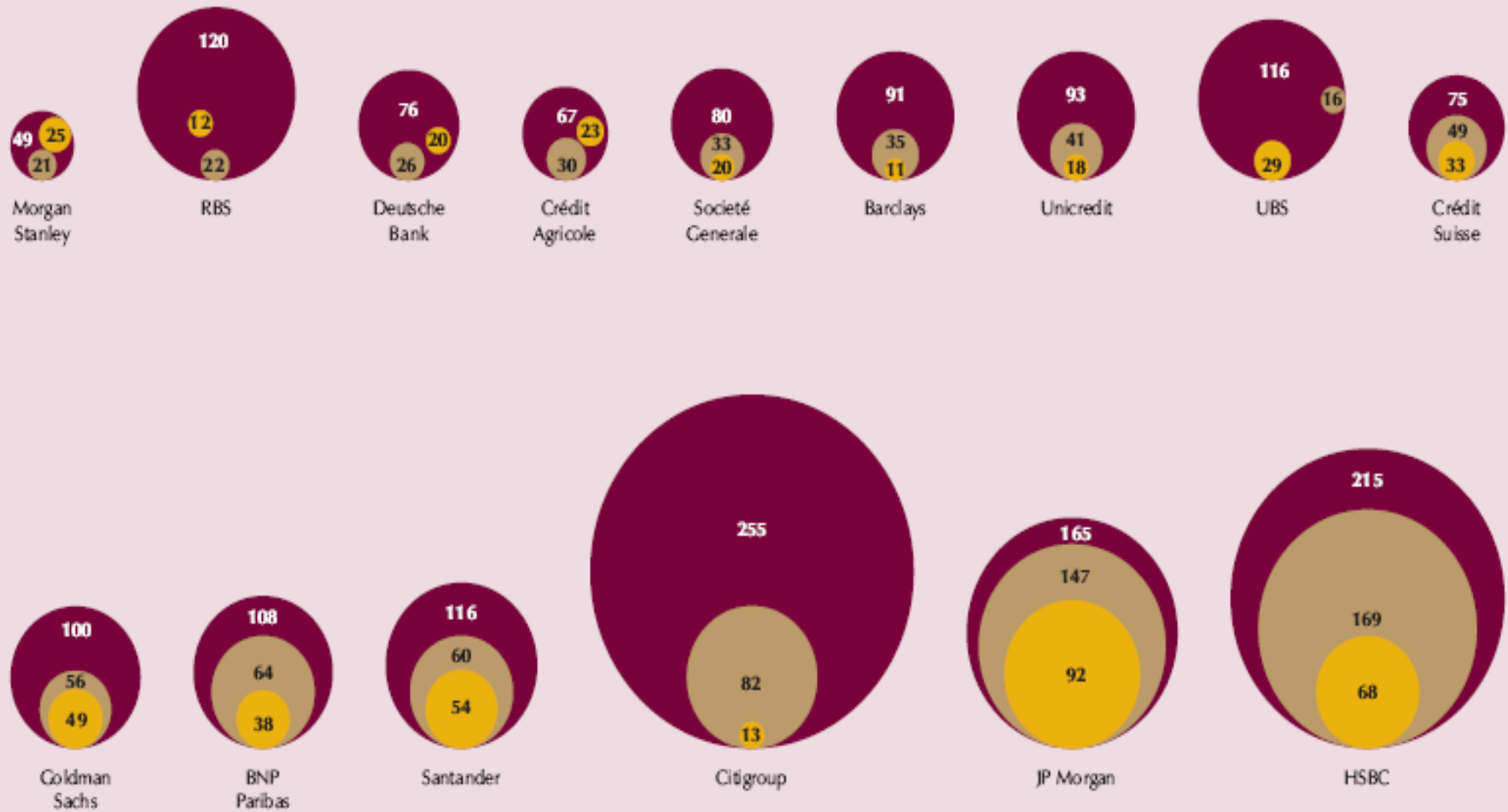
Sources: Robert Shiller; Standard & Poor's *Q1



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



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

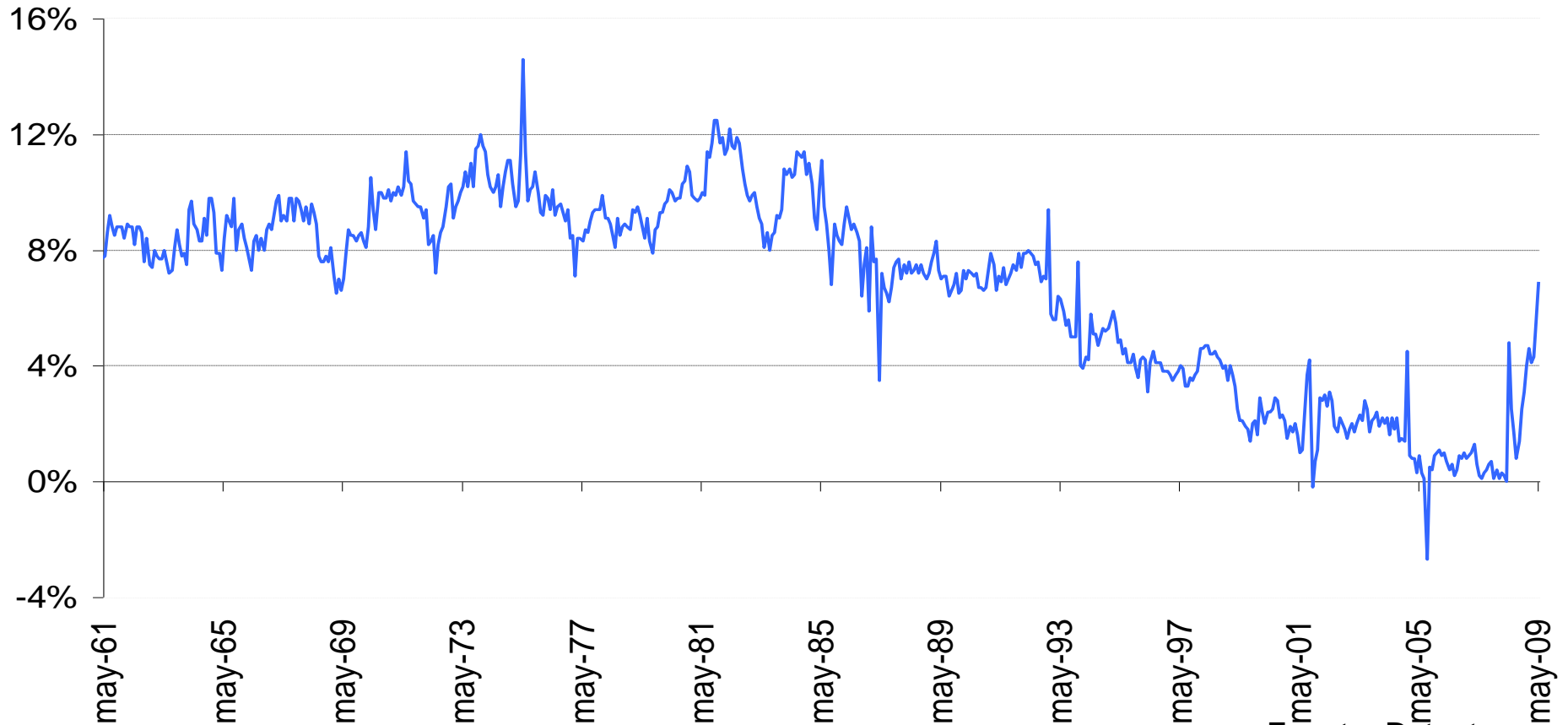


● Valor de mercado a marzo de 2007, en miles de millones de dólares.
 ● Valor de mercado a octubre de 2008, en miles de millones de dólares.
 ● Valor de mercado a marzo de 2009, en miles de millones de dólares.

● Valor de mercado a octubre de 2008, en miles de millones de dólares.

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

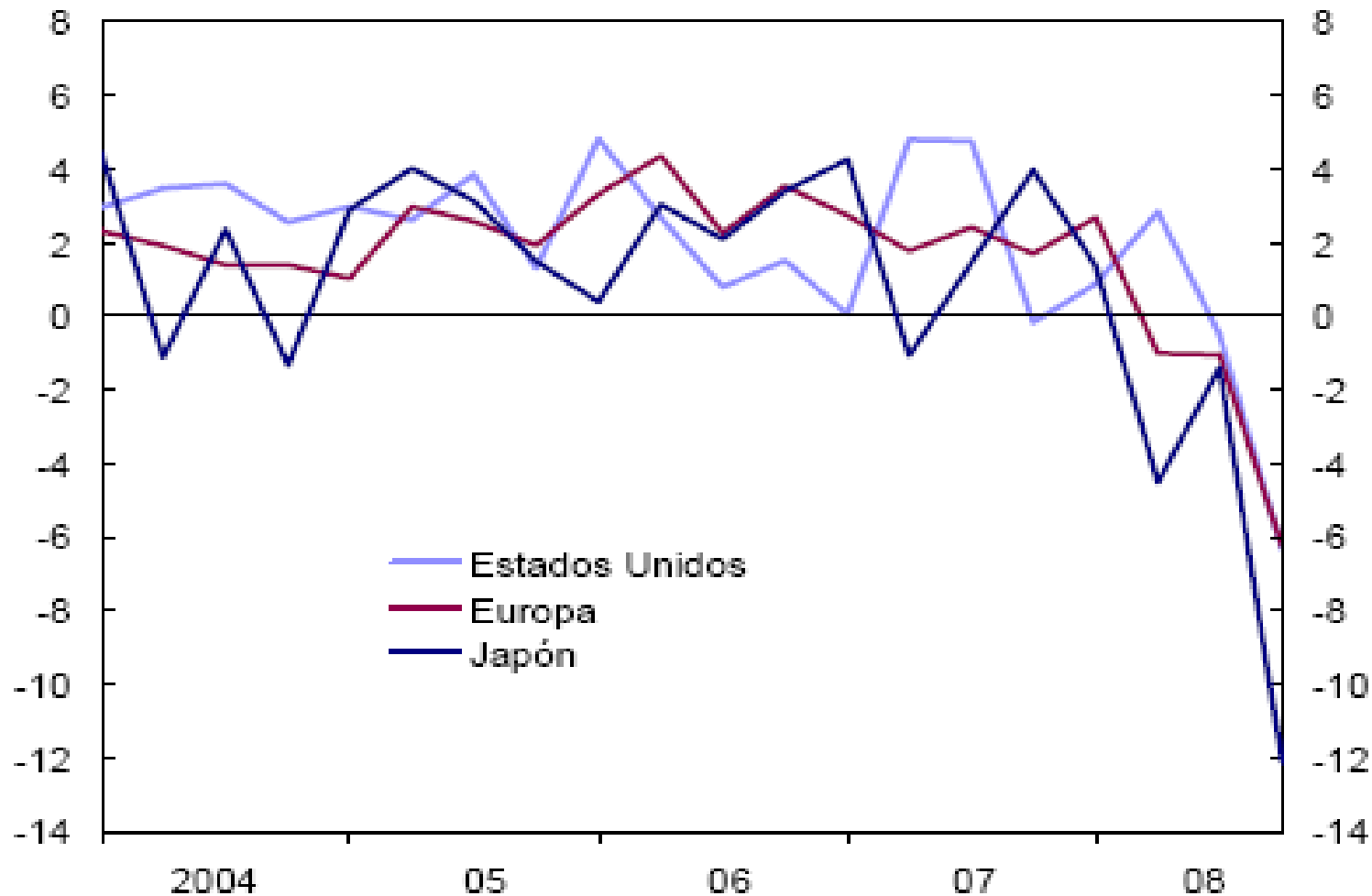
Ahorro personal como porcentaje del ingreso personal disponible en Estados Unidos



Fuente: Datastream

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

(variación porcentual trimestral anualizada y desestacionalizada)

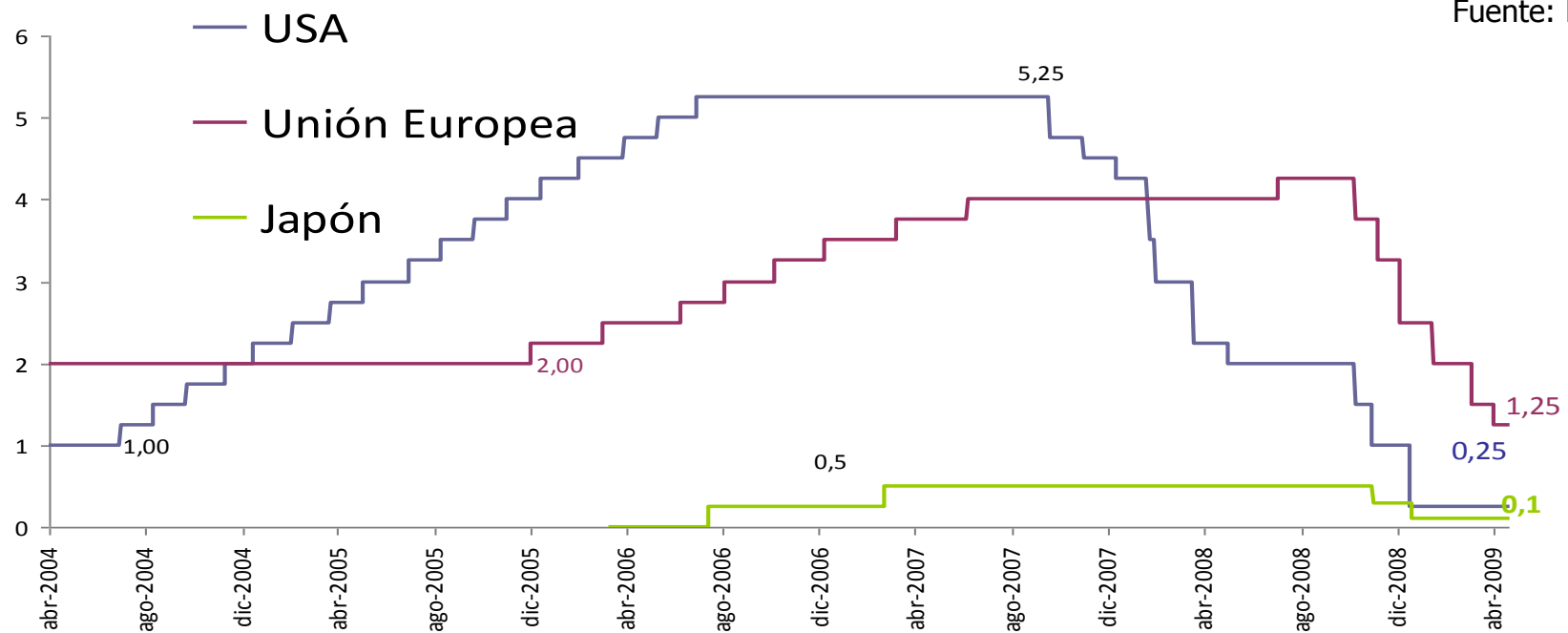


Fuente: Haver Analytics.



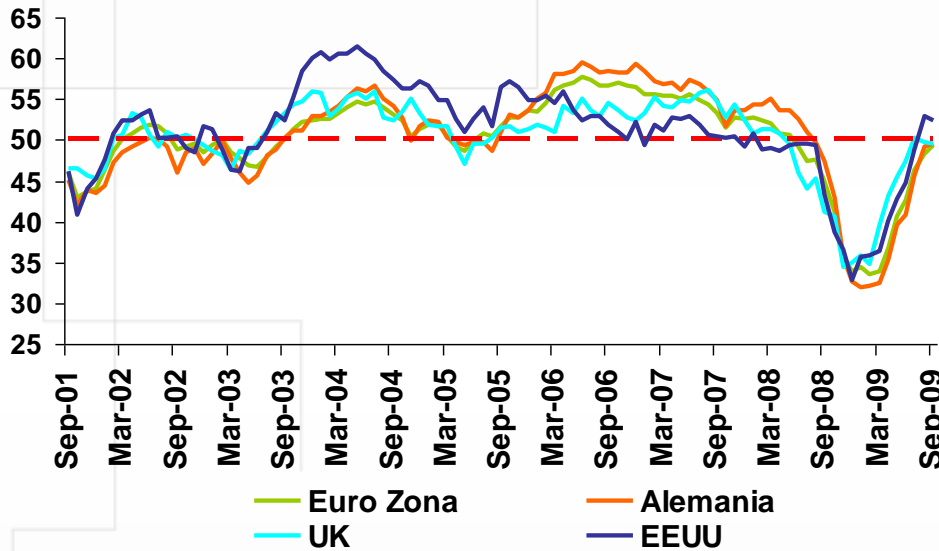
En respuesta, los bancos centrales del mundo rico llevando sus tasas de interés a cerca de cero, e inundando de liquidez sus mercados. Y sus fiscos generando la deuda pública más alta de la historia (según el FMI la de los 10 países más ricos pasará del 78% del PIB en 2007 al 107% en 2010 y al 114% en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

Fuente: Bloomberg

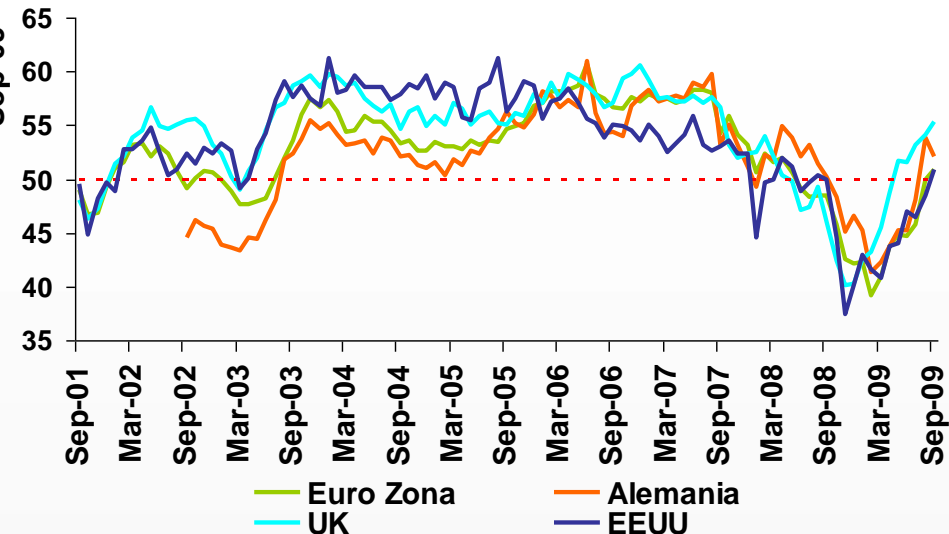


Los indicadores de sentimiento empresarial de las economías más avanzadas siguieron recuperándose

PMI e ISM Manufacturero



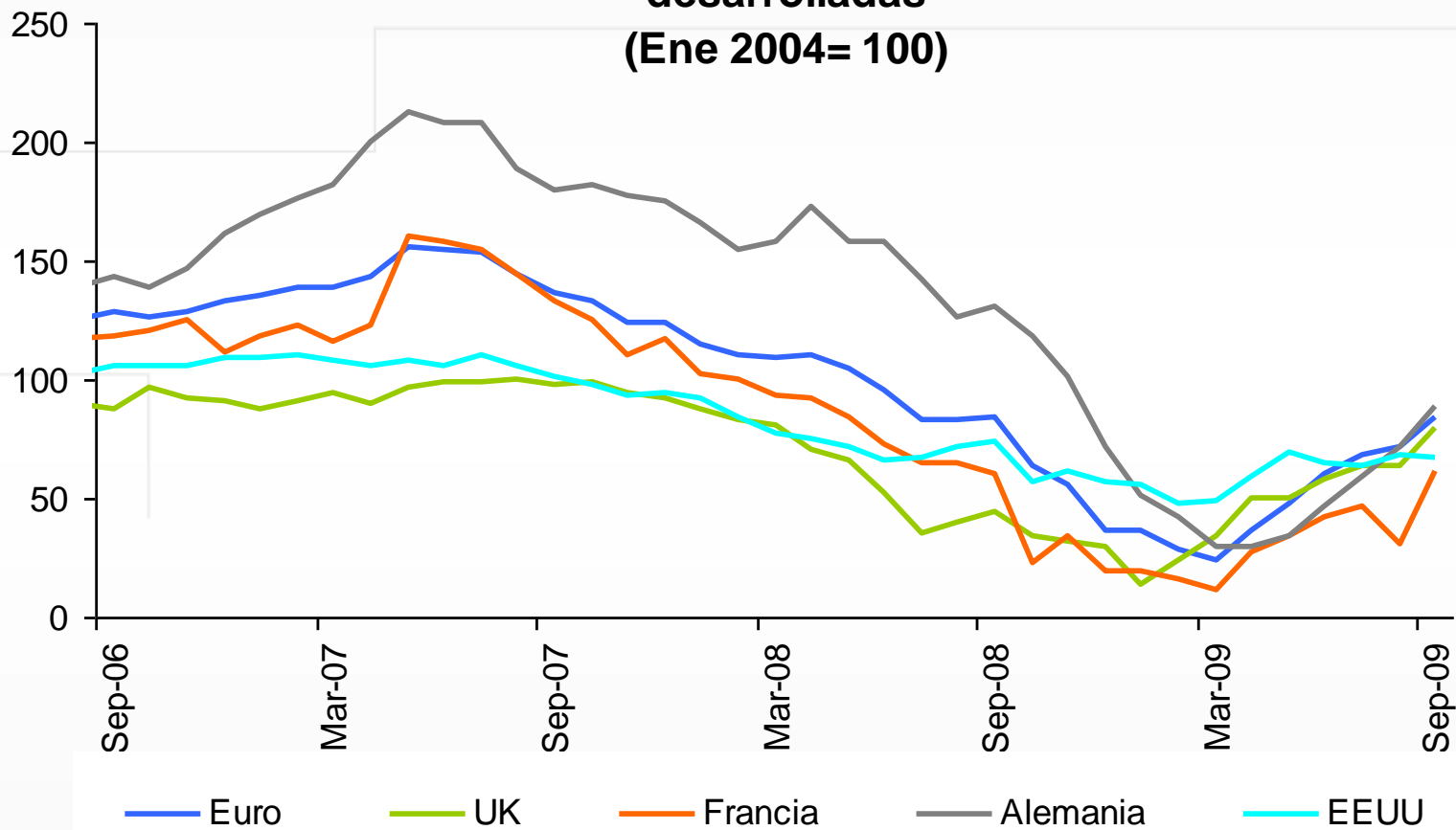
PMI Servicios e ISM no manufacturero



Fuente: Bloomberg

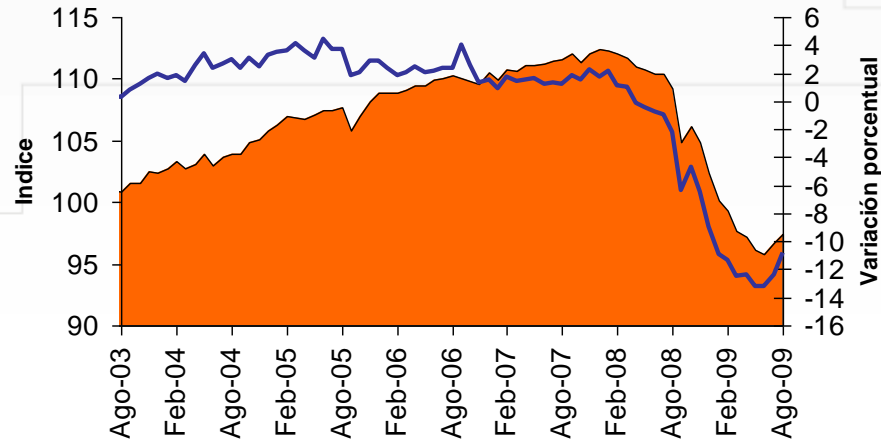
E igualmente la confianza de los consumidores

Indicadores de confianza del consumidor en Economías desarrolladas
(Ene 2004= 100)

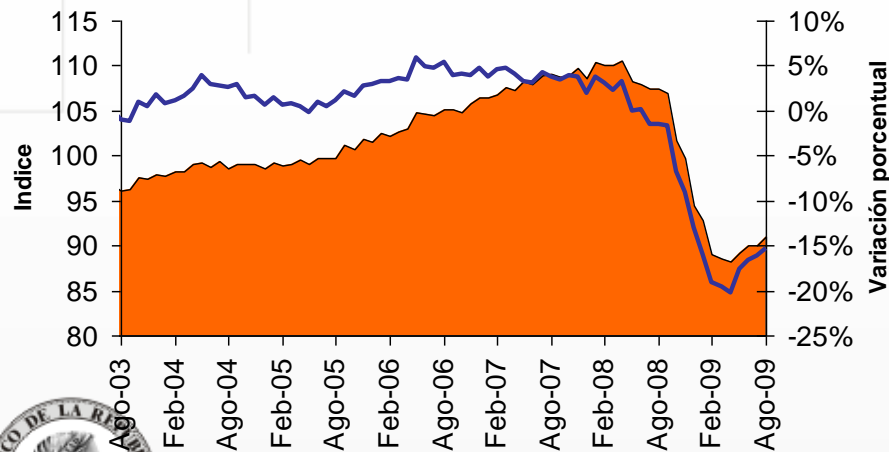


Así mismo su producción industrial ha comenzado a repuntar, sobretodo en Japón

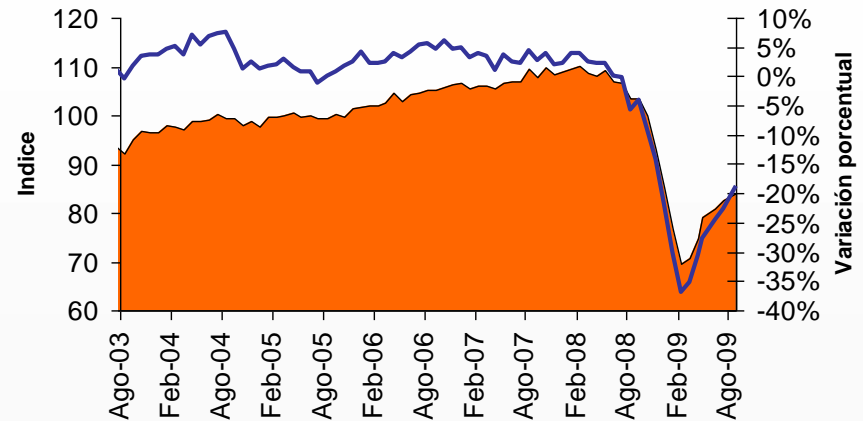
EEUU



Zona Euro



Japón



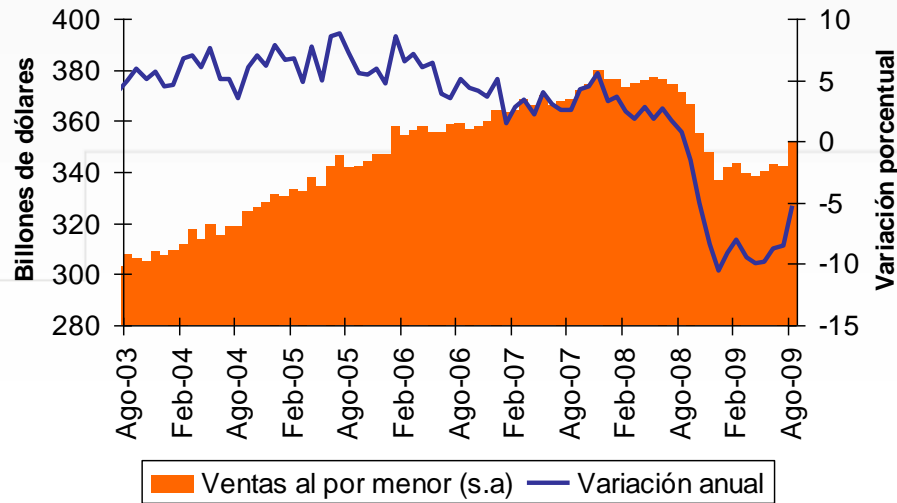
Producción industrial — variación anual

Producción industrial — Variación anual

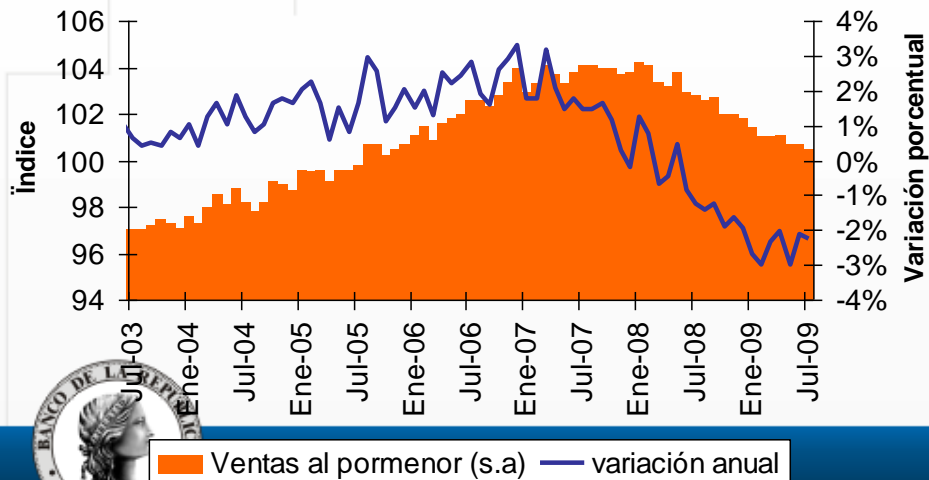


Al igual que sus ventas al por menor

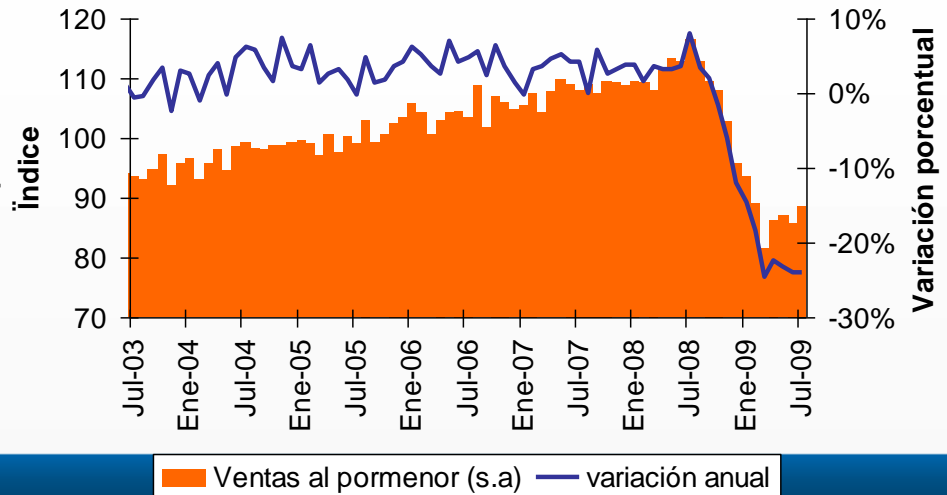
Ventas al por menor en EEUU



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

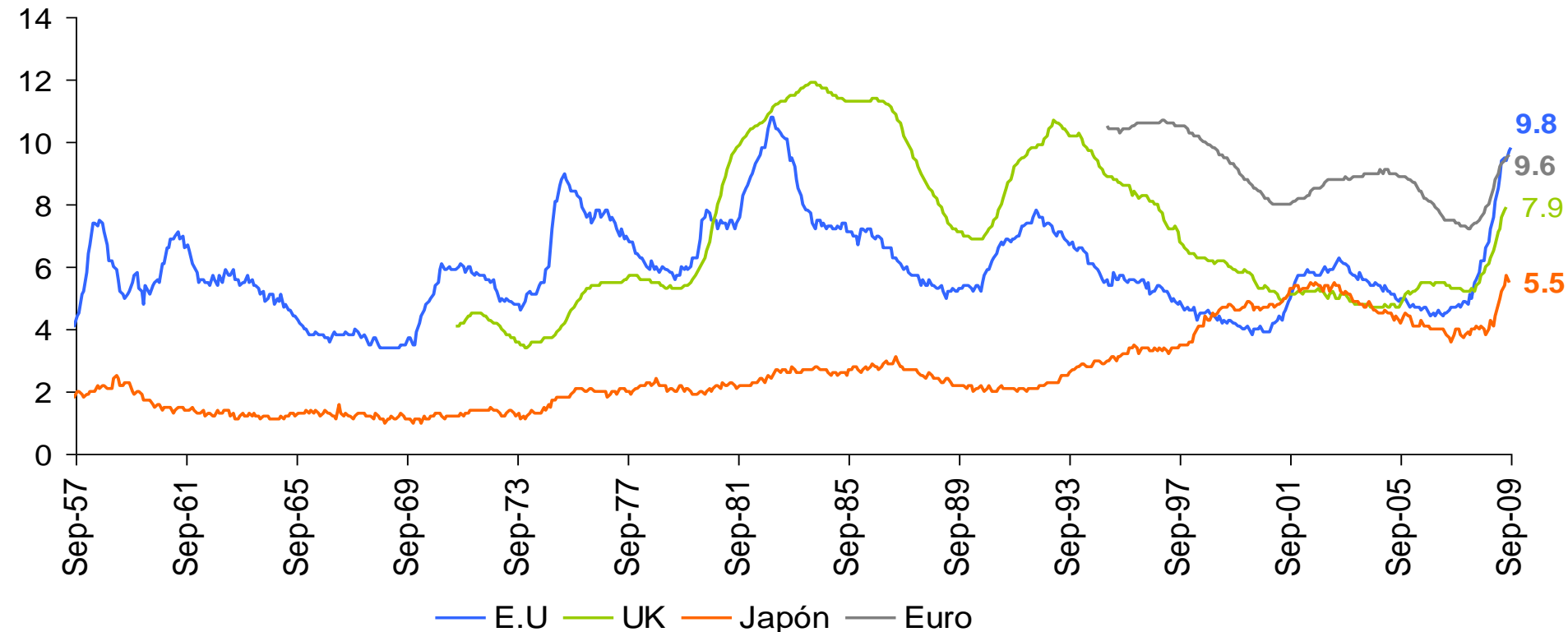


Ventas al por menor en Japón (2005=100)



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

Tasa de desempleo en las Economías desarrolladas



III. LOS PRONÓSTICOS



Pronósticos sobre crecimiento del PIB de EU

Proyecciones de Crecimiento Económico para EEUU (%)

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

Proyecciones para 2010			
Analistas	Mar-09	Jun-09	Sep-09
SwissRe	1,0	1,8	2,2
Merrill Lynch	1,5	1,9	
JP Morgan	2,5	2,7	3,2
UBS		2,2	2,6
HSBC	1,7	1,9	2,9
Goldman Sachs		1,2	2,0
Credit Suisse	3,5	2,5	3,0
BBVA	1,5	1,1	
Barclays	2,3	2,8	3,0
Morgan Stanley	1,8	2,2	2,7
Promedio	2,0	2,0	2,7
RGE		1,0	1,0
Promedio Bloomberg	2,0	1,8	2,4
FMI	0,0	0,8	1,5
DPI	1,2	1,2	1,8



Pronósticos para el resto de nuestros socios comerciales

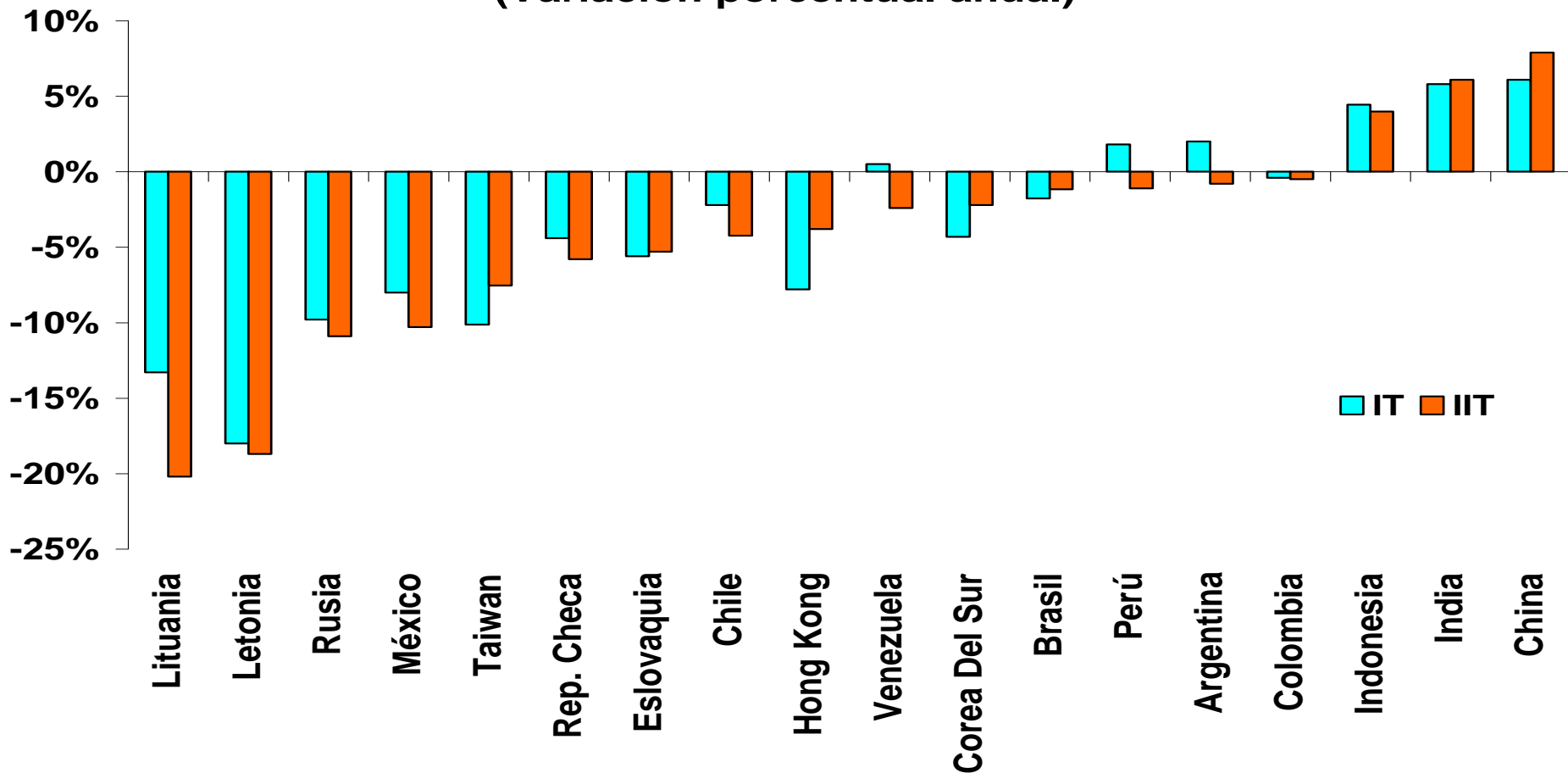
Proyecciones para 2009			
Países	Mar-09	Jun-09	Sep-09
Desarrolladas			
Zona Euro	-3,2	-4,1	-4,1
Japón	-5,5	-6,0	-5,4
Reino Unido	-3,6	-3,8	-4,4
Emergentes			
Venezuela	0,0	0,0	-0,7
Ecuador	0,0	-2,0	-1,0
China	6,5	7,0	8,5
Brasil	-0,6	-0,6	-0,7

Proyecciones para 2010			
Países	Mar-09	Jun-09	Sep-09
Desarrolladas			
Zona del Euro		-0,4	0,5
Japón		1,7	1,7
Reino Unido		-0,2	0,9
Emergentes			
Venezuela		0,5	0,5
Ecuador		1,0	1,5
China		8,5	9,0
Brasil		2,5	3,5



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

PIB Real 2009
(Variación porcentual anual)

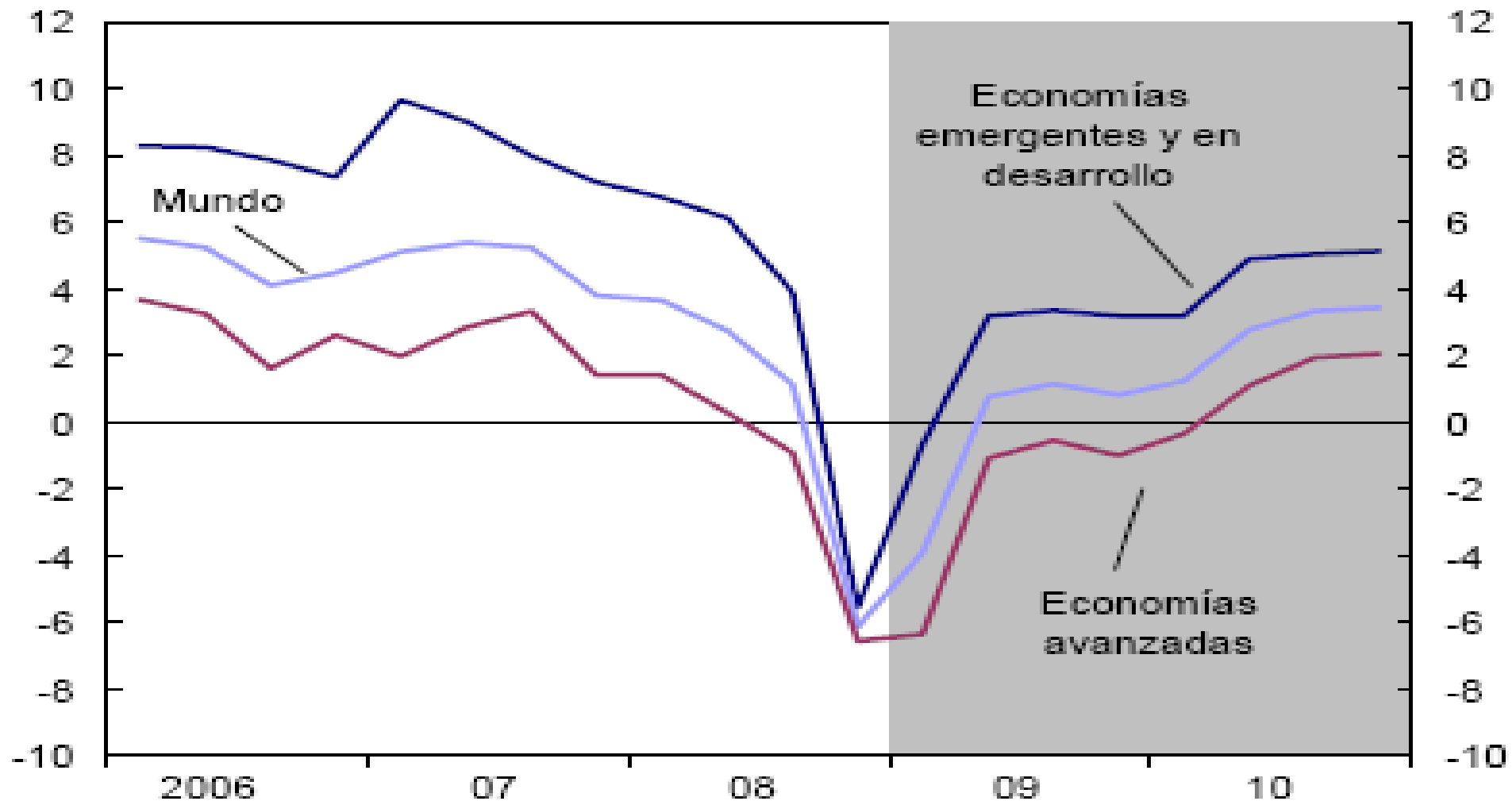


La reactivación de la demanda de materias primas (por China principalmente) ha permitido sostener los precios de los *commodities*

Precios de los commodities
Canasta CRY Index- Bloomberg



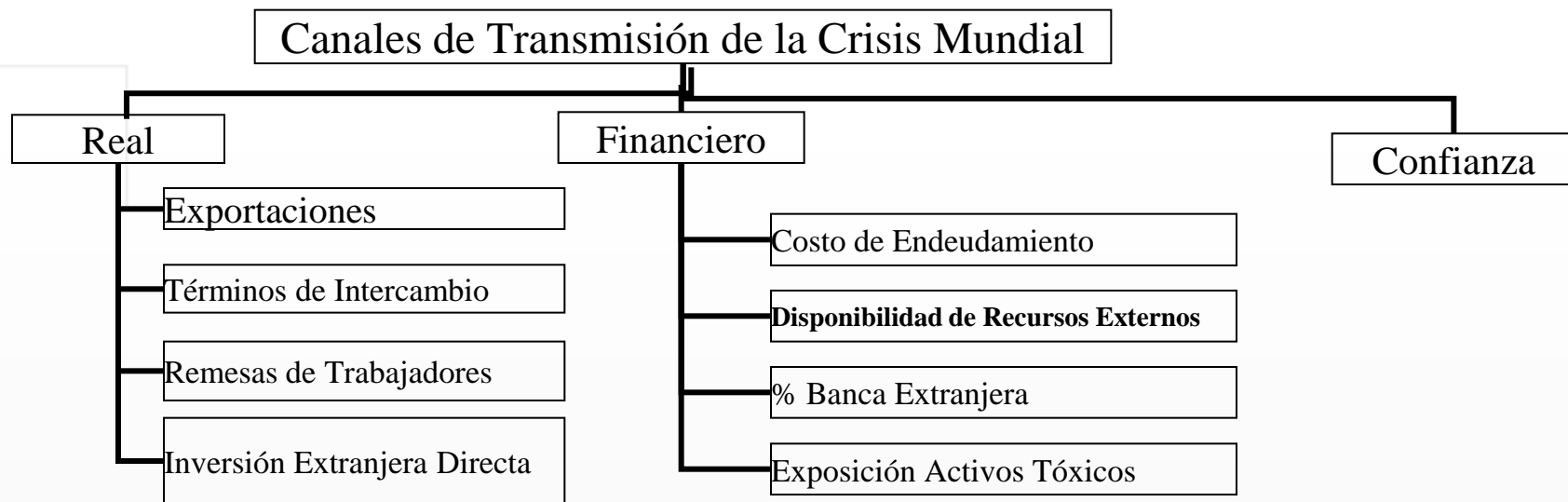
PIB real: del 'Gran Colapso' a una 'Contracción Moderada'. Luego vendrá 'Lenta Recuperación'. En general los ME se hallan mejor posicionados



IV. NUESTRA ECONOMÍA

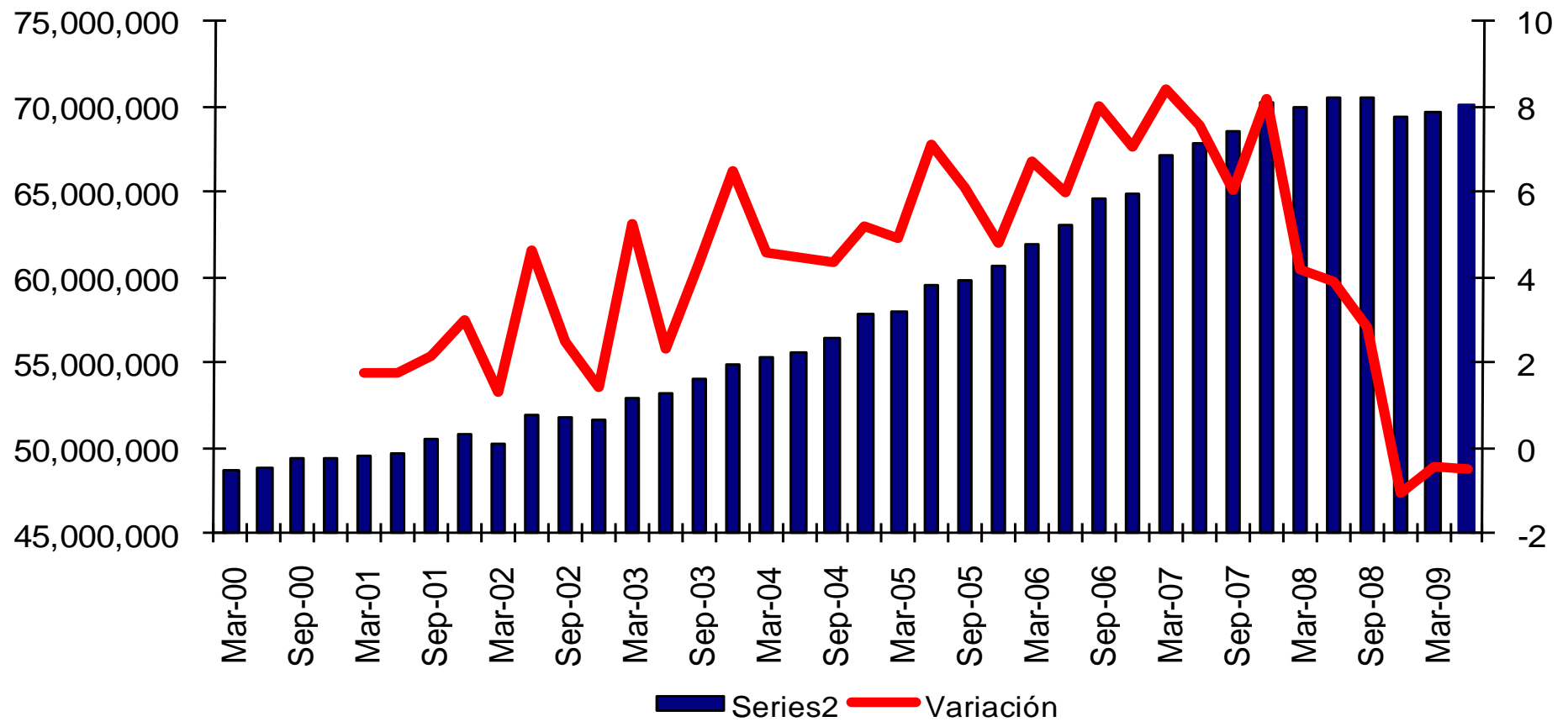


Los canales de transmisión de la crisis internacional a los mercados emergentes (ME)

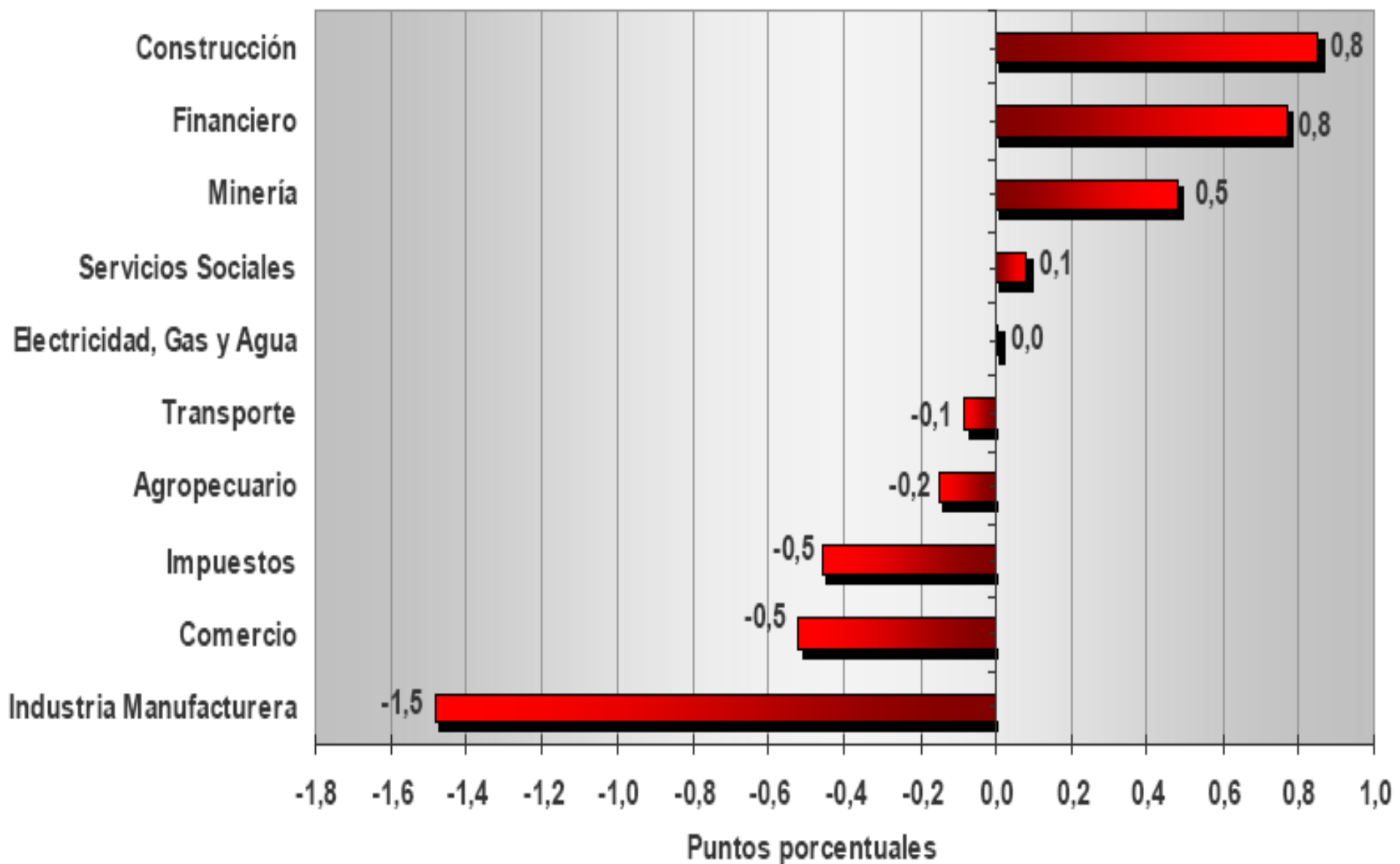


El contagio llegó a Colombia (y al resto de la región) por el sector real. El II trim/09 el PIB cayó -0,5%. El IV/08 y el I/09 habían caído -1,1% y -0,4% respectivamente

Producto Interno Bruto



Contribuciones a la variación anual del PIB por ramas de actividad



Especialmente a través las exportaciones

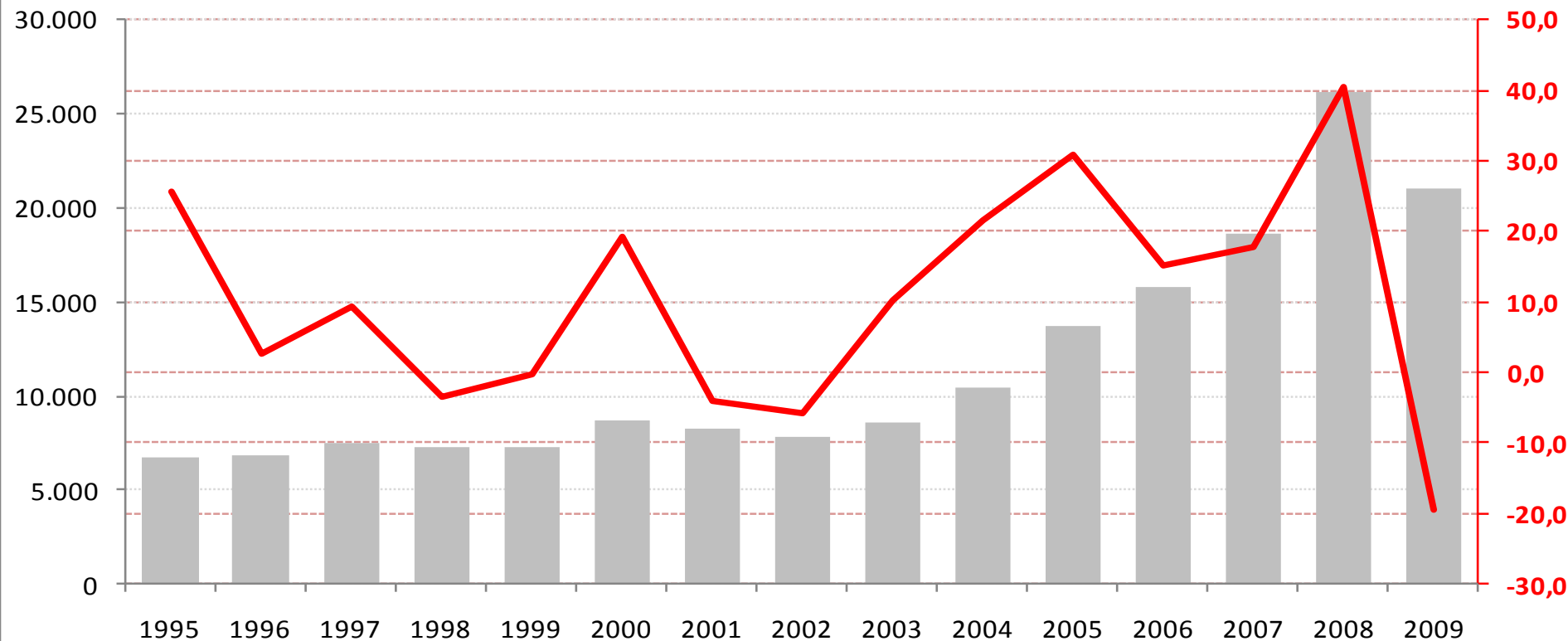
-Enero-Agosto 2009 la exportaciones totales cayeron 19,4%

-A Venezuela cayeron 29% en Julio, 46% Agosto, 49% Sept y 71% Octubre con respecto a los mismos meses de 2008

Exportaciones totales enero-agosto

(Mill. de USD)

(Var. % anual)

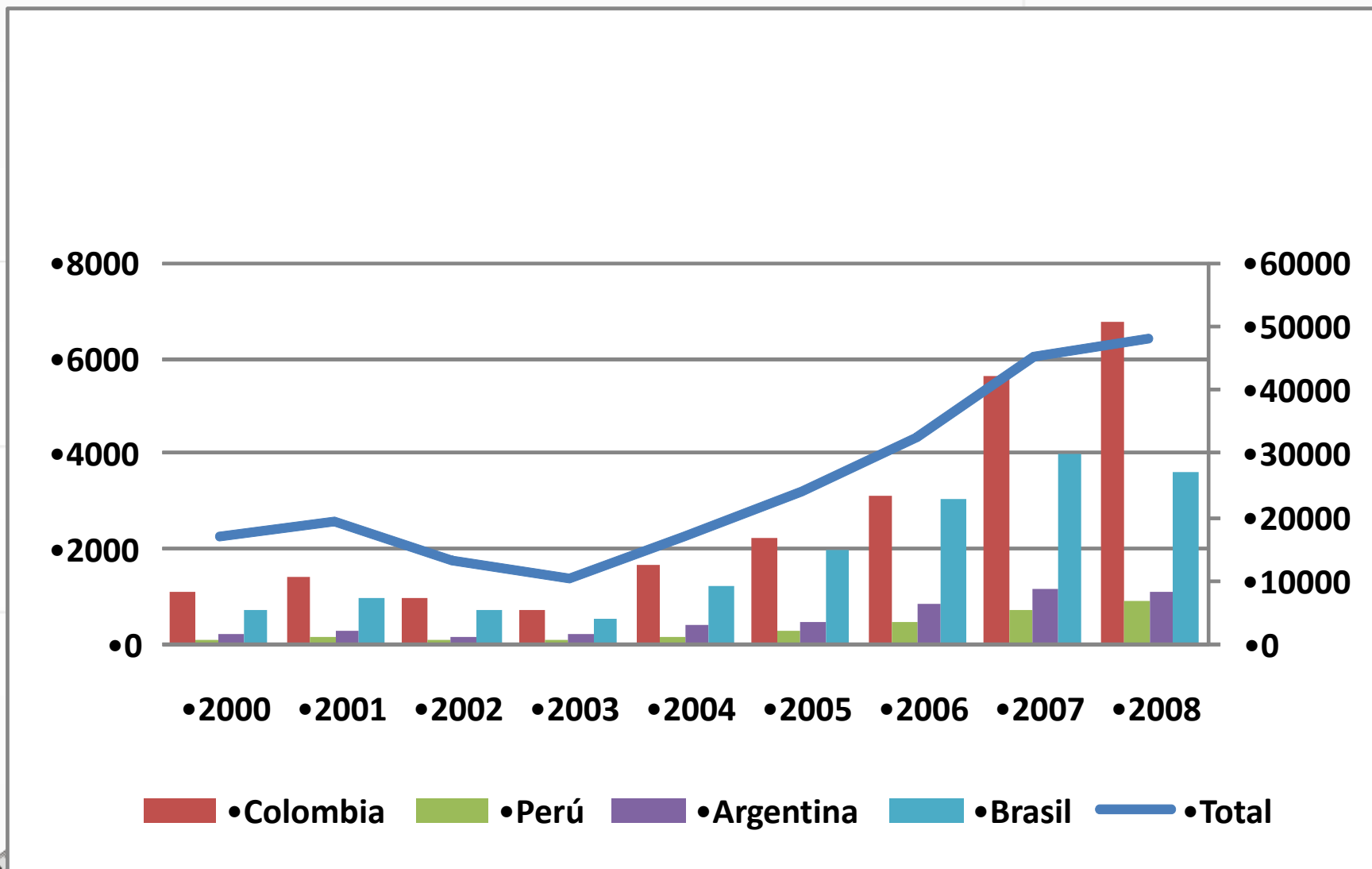


Proyección del crecimiento de las exportaciones 'no tradicionales' 2009-2010. La amenaza más relevante contra la recuperación del resto del 2009 y durante 2010 provendrá de la suerte que corran Venezuela y Ecuador. Y de la del petróleo, del cual dependen. Según el IIF el PIB de Ecuador caería -1,8% en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

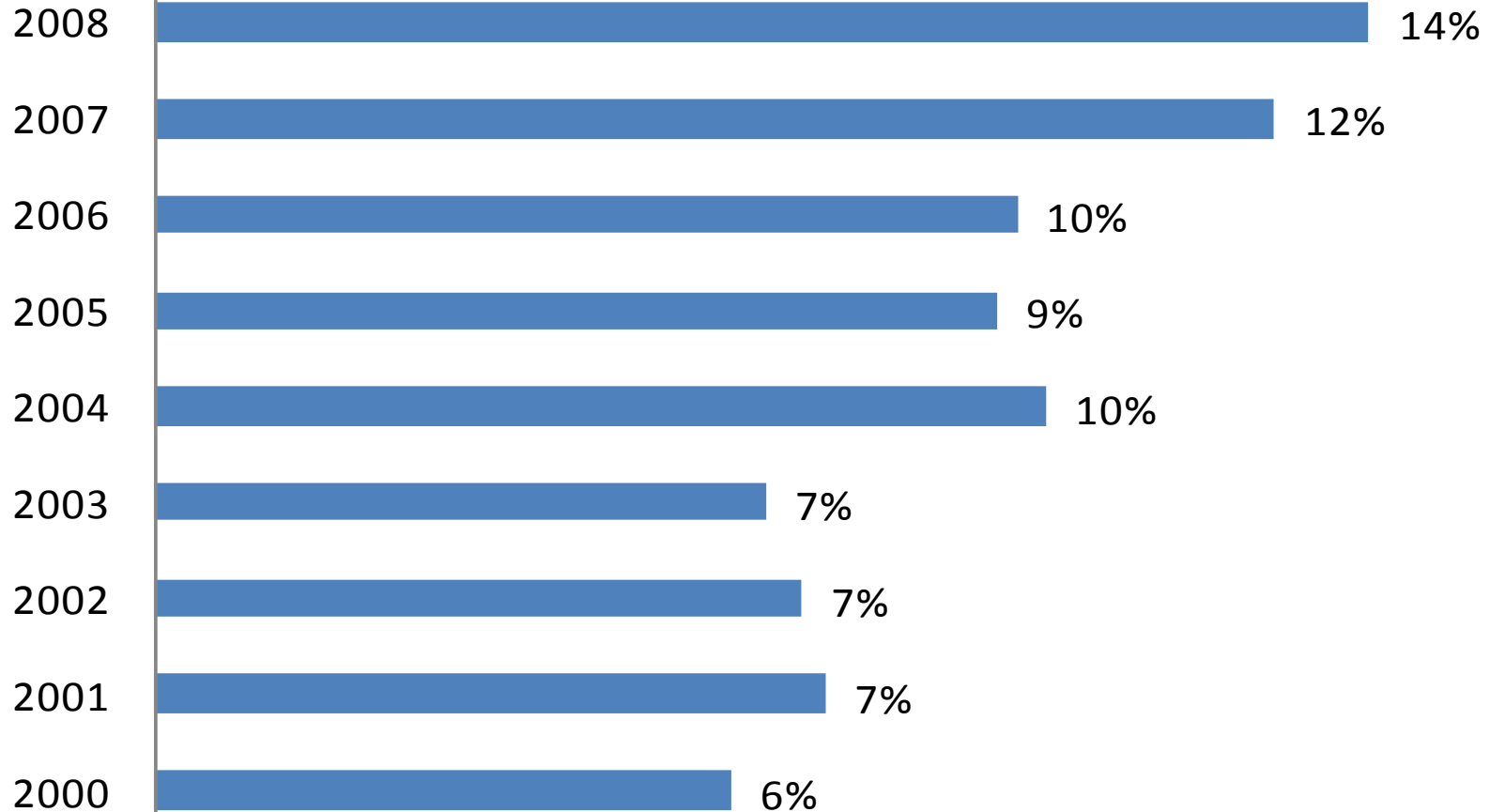
- Proyección exportaciones 2009: -23%. (Importaciones: -20%)
 - **Estados Unidos:** -10.0 %
 - **Venezuela:** -35.0 % _ -40.0%
 - **Ecuador :** -30.0 %
 - **Resto:** -10.0 %
- Exportaciones 2010: 6%



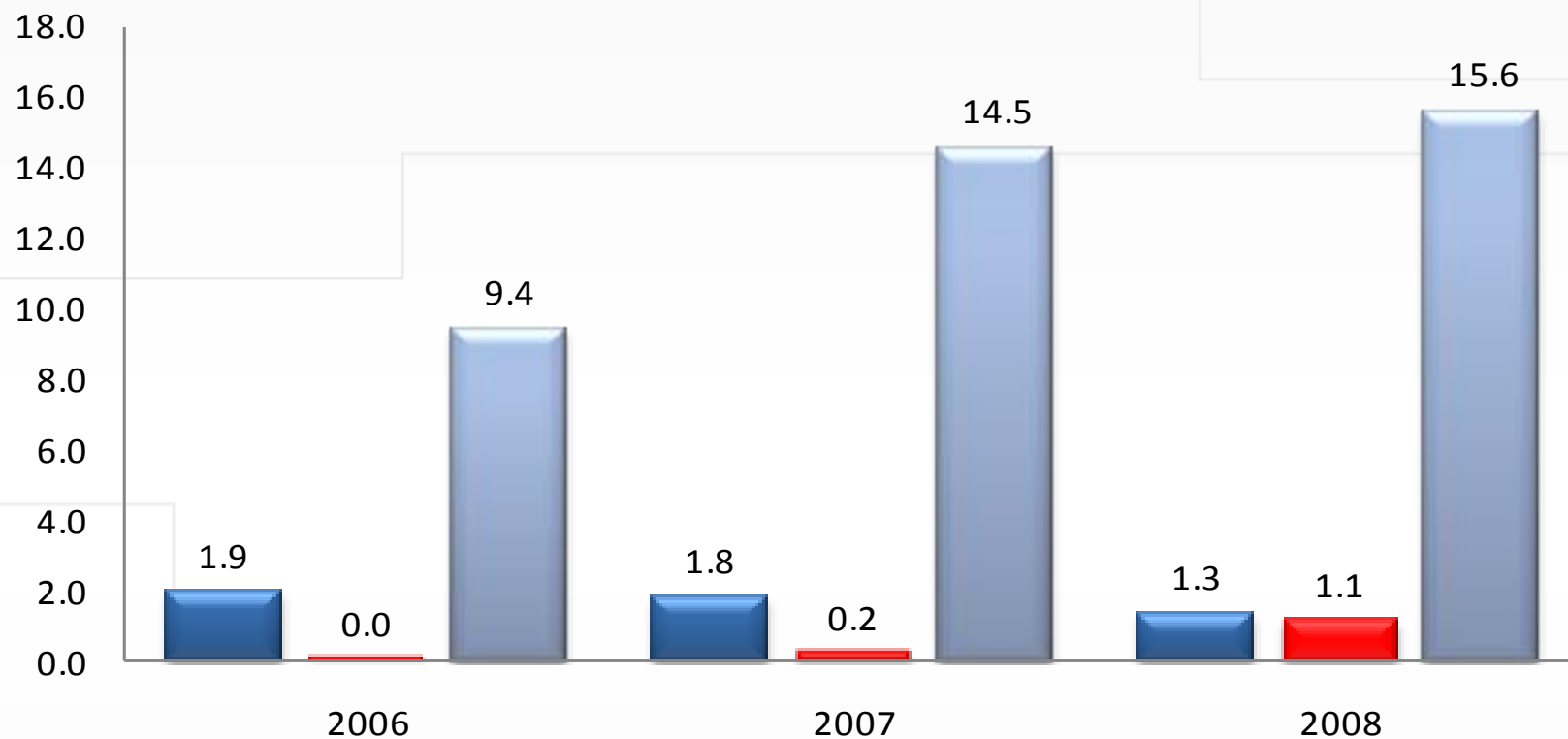
Importaciones de Venezuela 2000-2008



Participación de Colombia en las importaciones de Venezuela



Exportaciones a Venezuela % del PIB sectorial



■ AGROPECUARIO, SILVICULTURA, CAZA Y PESCA

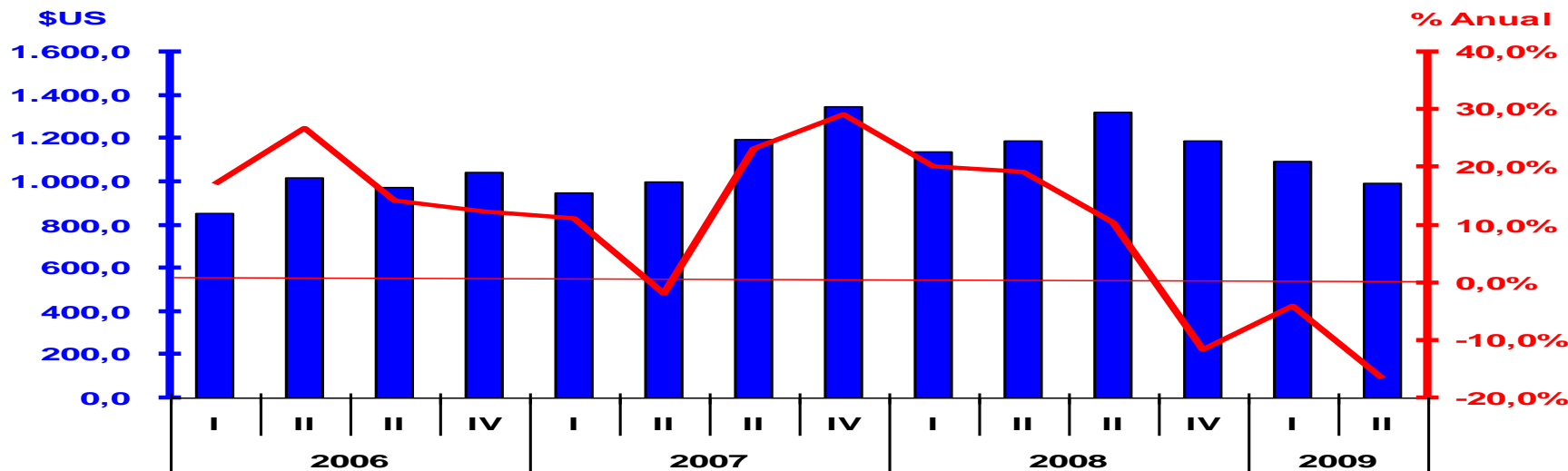
■ EXPLORACIÓN DE MINAS Y CANTERAS

■ INDUSTRIA MANUFACTURERA



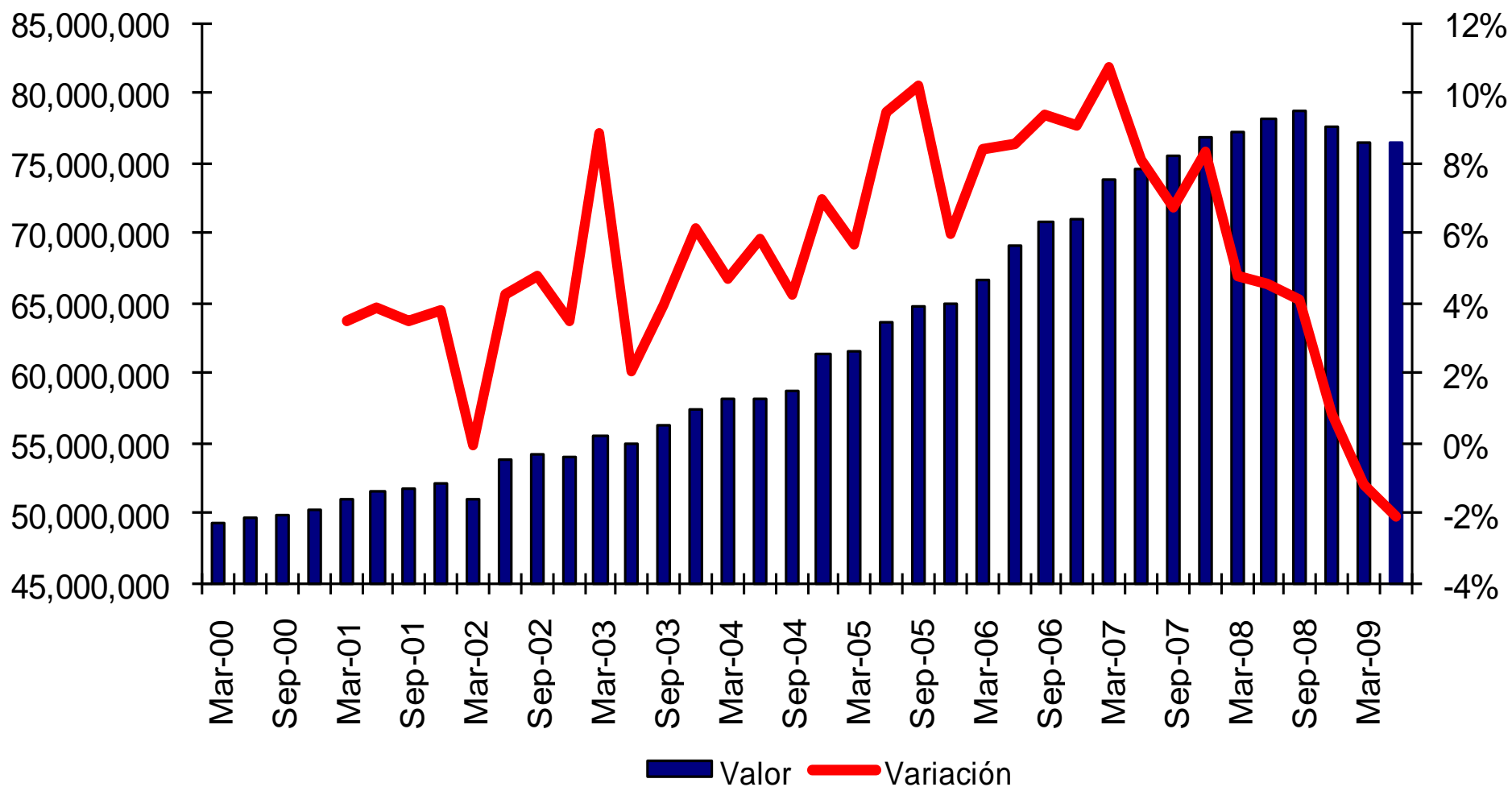
Y a través de las remesas de los residentes en el exterior: en lo corrido a julio/09 van cayendo 14% anual. En tanto que la inversión extranjera directa (IED) caía a septiembre 9%. Y las salidas netas de recursos del sector privado por concepto de inversiones de portafolio y cuentas corrientes aumentaban a septiembre 288% (de USD 916 mill a 3.562)

**Ingresos de Remesas de Trabajadores
Dólares**



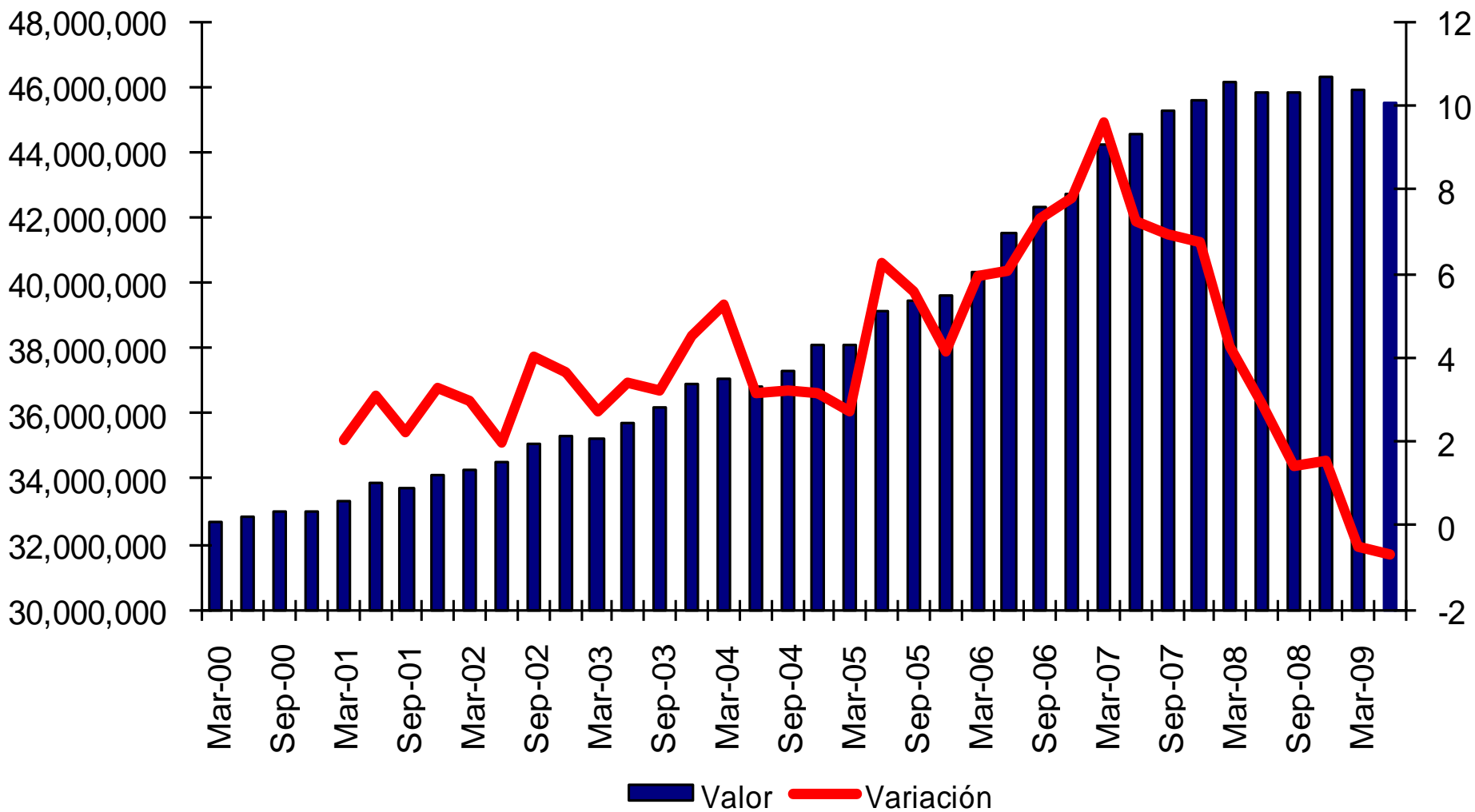
La demanda interna registró una caída de -2.1% en II trimestre/09, la más fuerte desde 1999

Demanda Interna



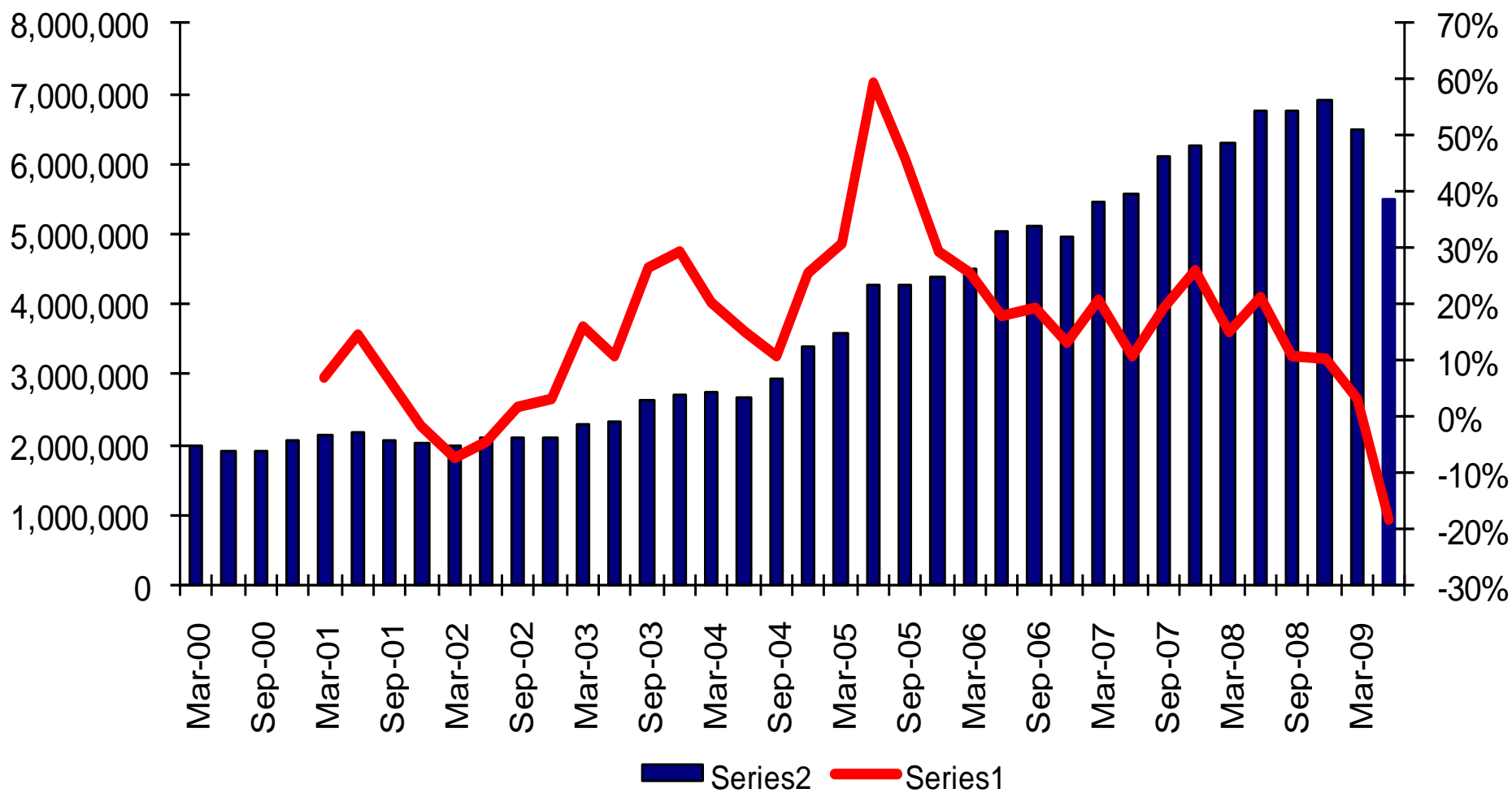
Se destaca la caída del consumo de los hogares: I trimestre – 0,5% y II trimestre -0.7%

Consumo Hogares



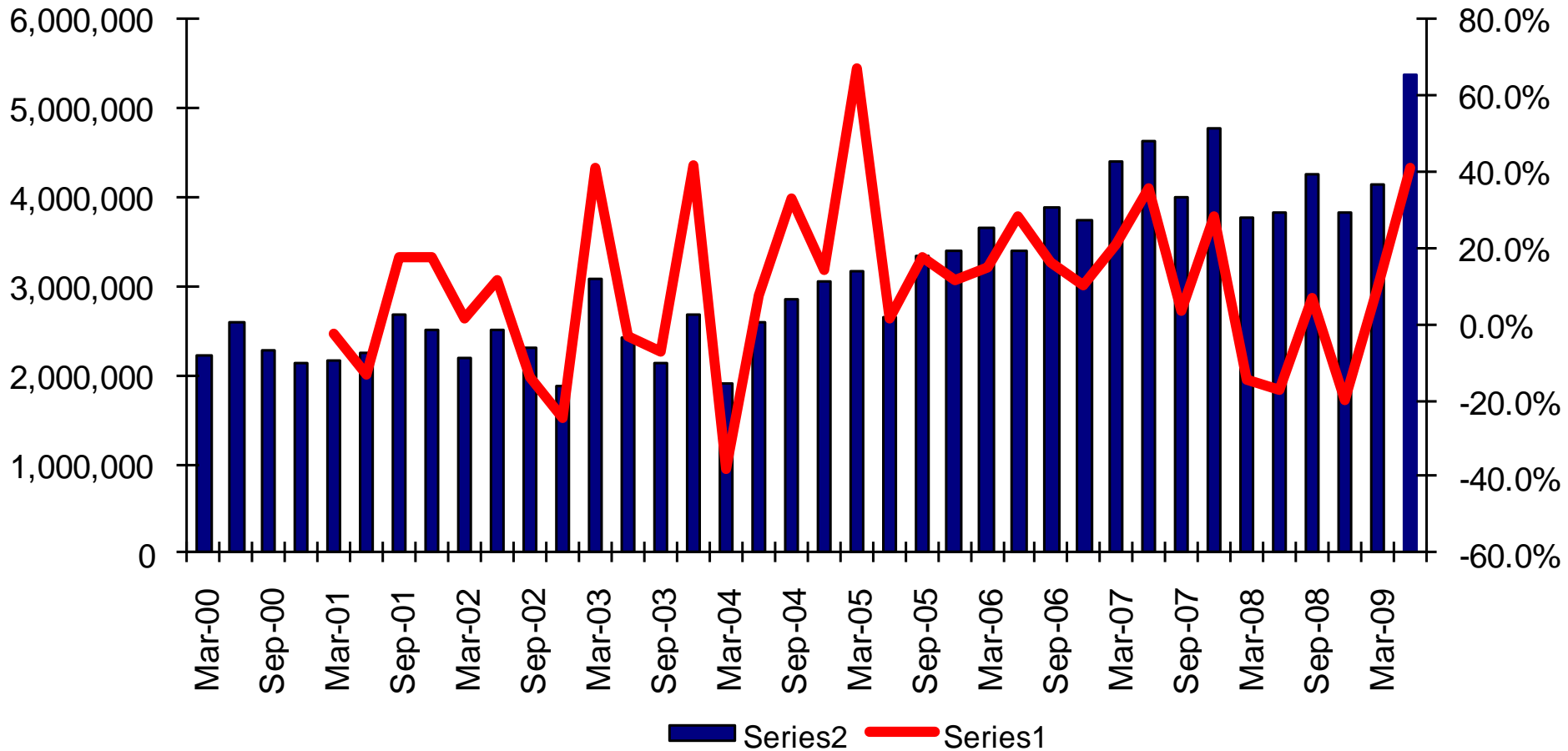
Y la caída de la inversión privada en maquinaria y equipo de -18,4%

FBKF MyE



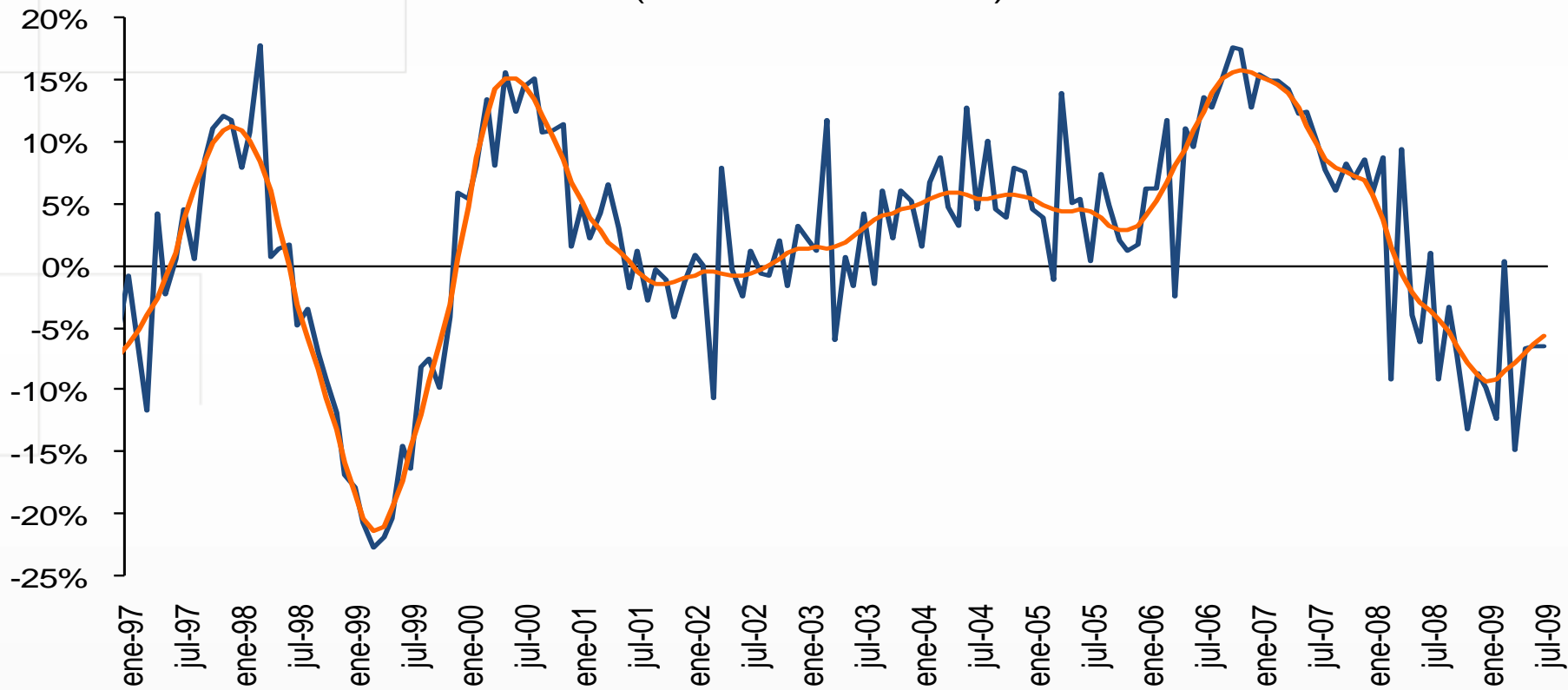
En contraste, la inversión en obras civiles ha observado una recuperación muy importante: 42% en el II trimestre de 2009

FBKF obras civiles



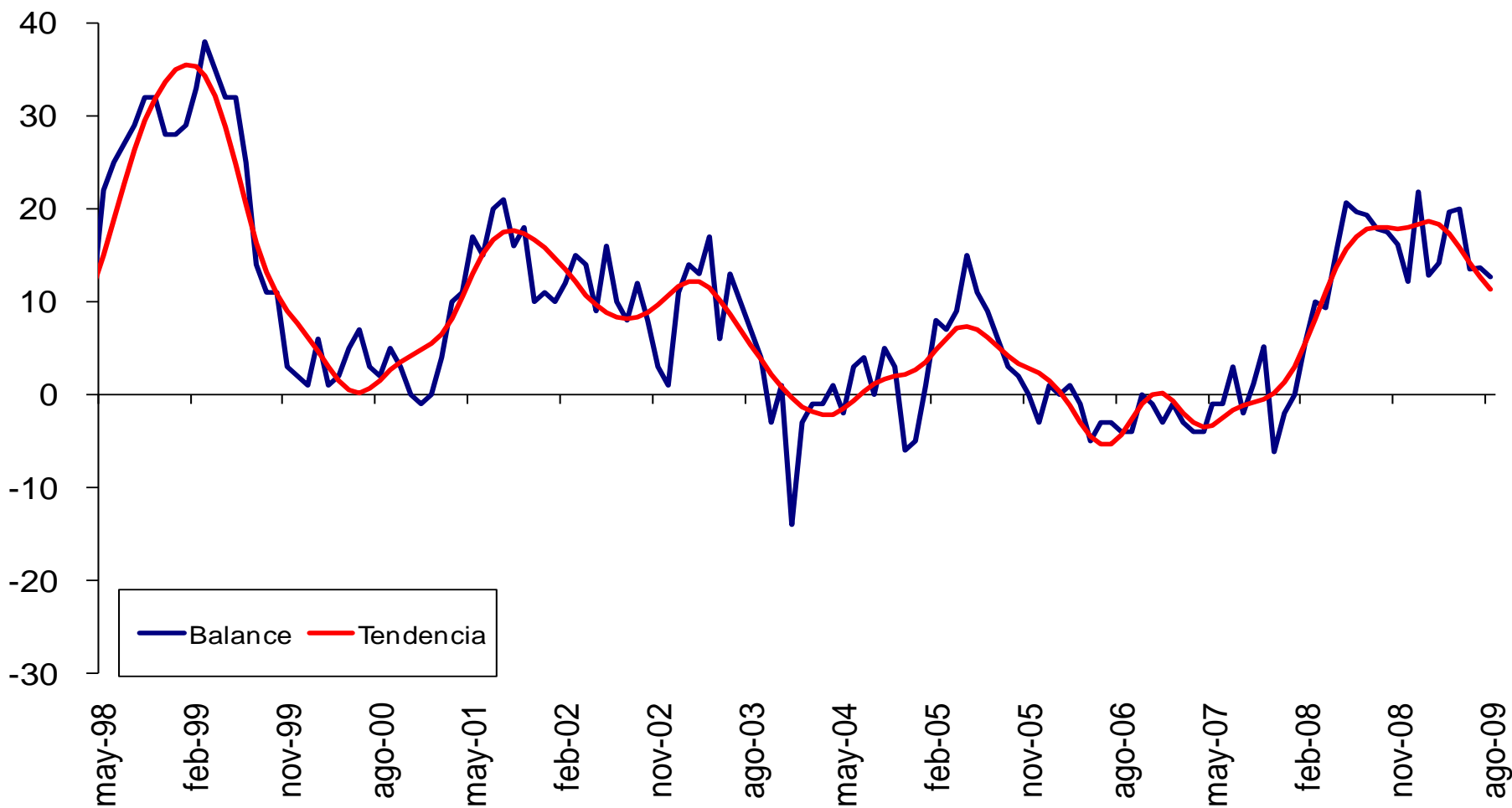
Según el DANE la producción industrial en año corrido a julio cayó 8,2%

IPI sin trilla de café y tendencia (Crecimiento anual)



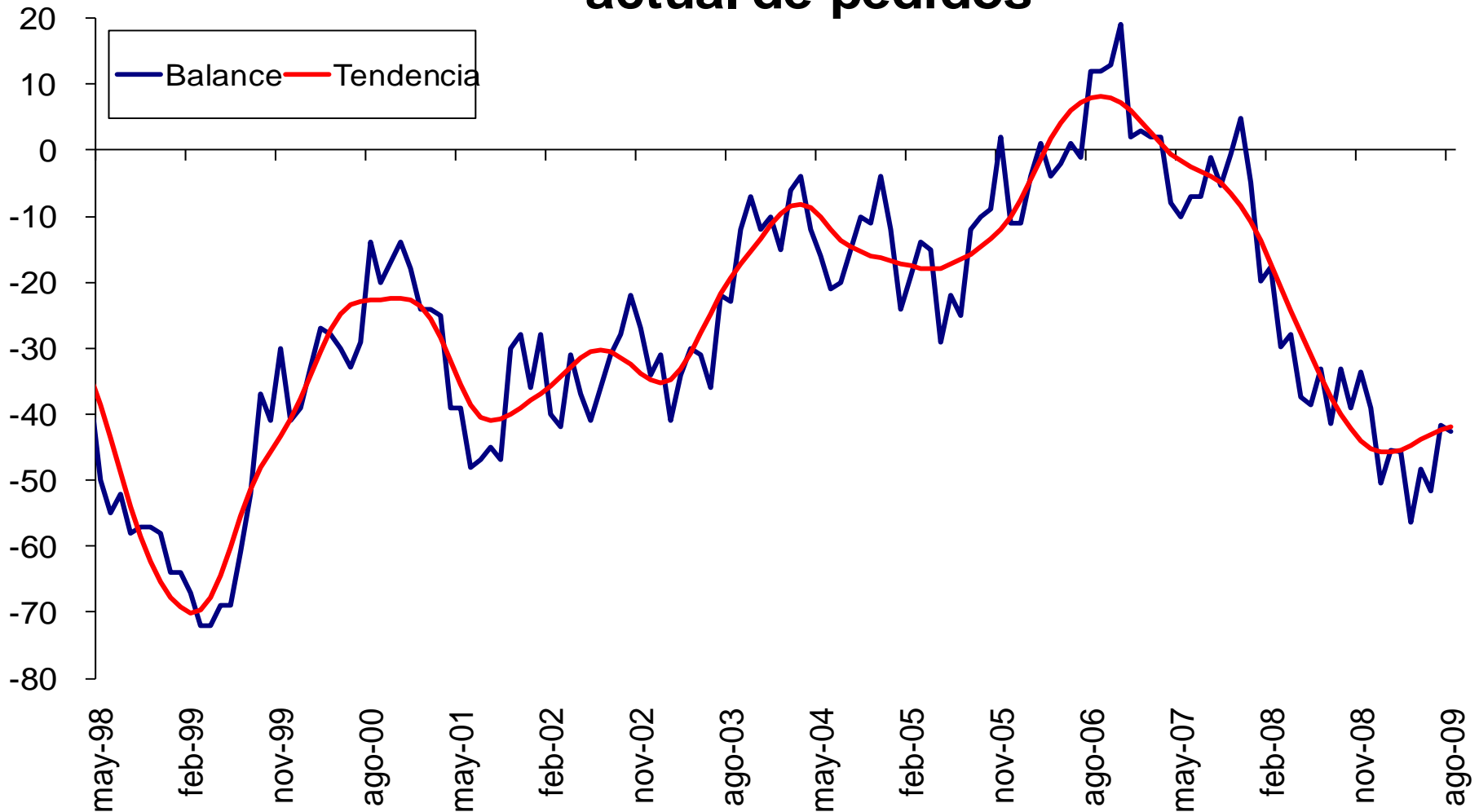
Sin embargo, después de incesante aumento Y luego estancamiento, el nivel de existencias parece mostrar un ligero quiebre

Balance de la pregunta de EOE de existencias



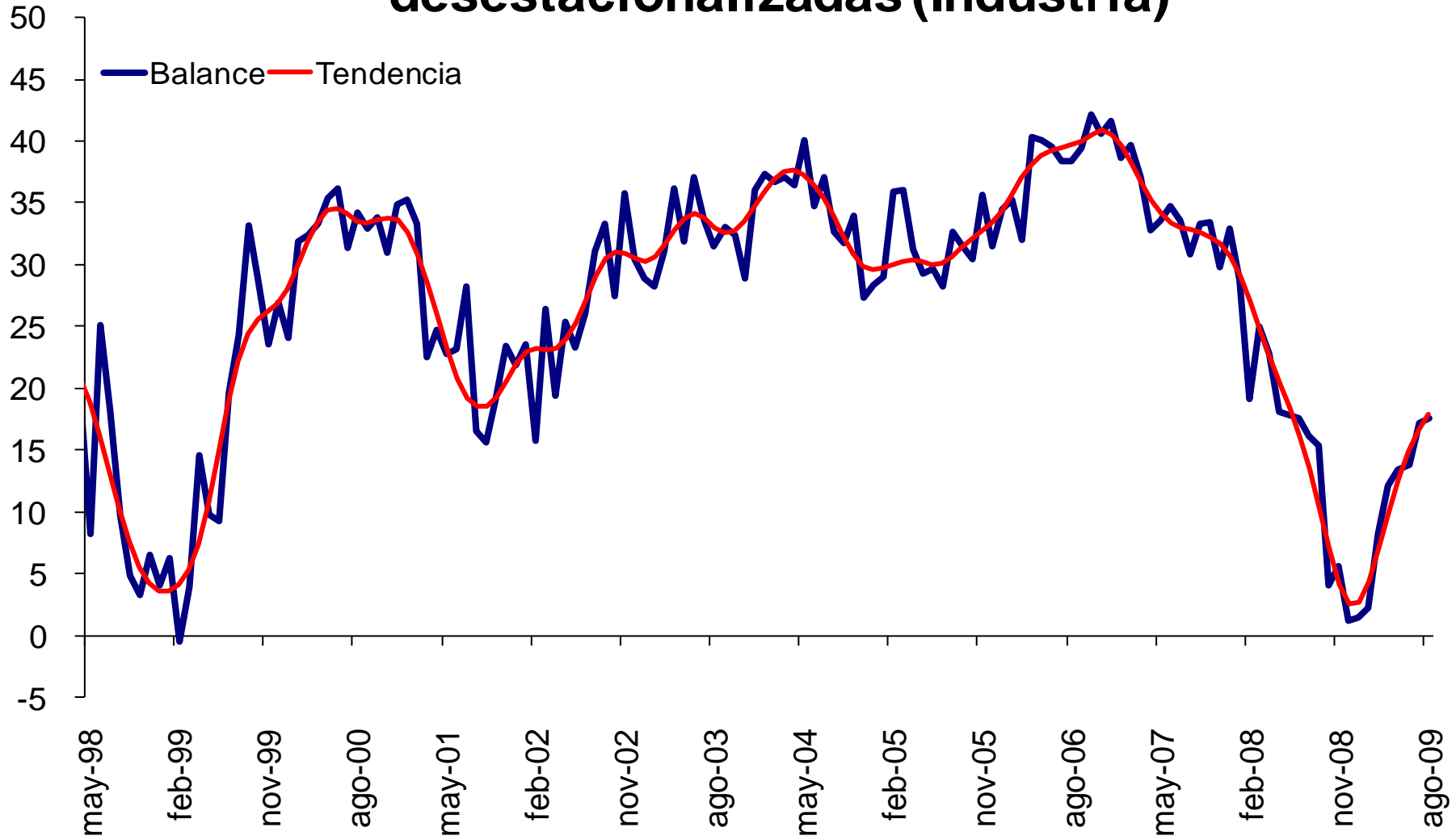
Mientras que la tendencia del nivel de pedidos parece comenzar a recuperarse ligeramente

Balance de la pregunta de EOE de volumen actual de pedidos



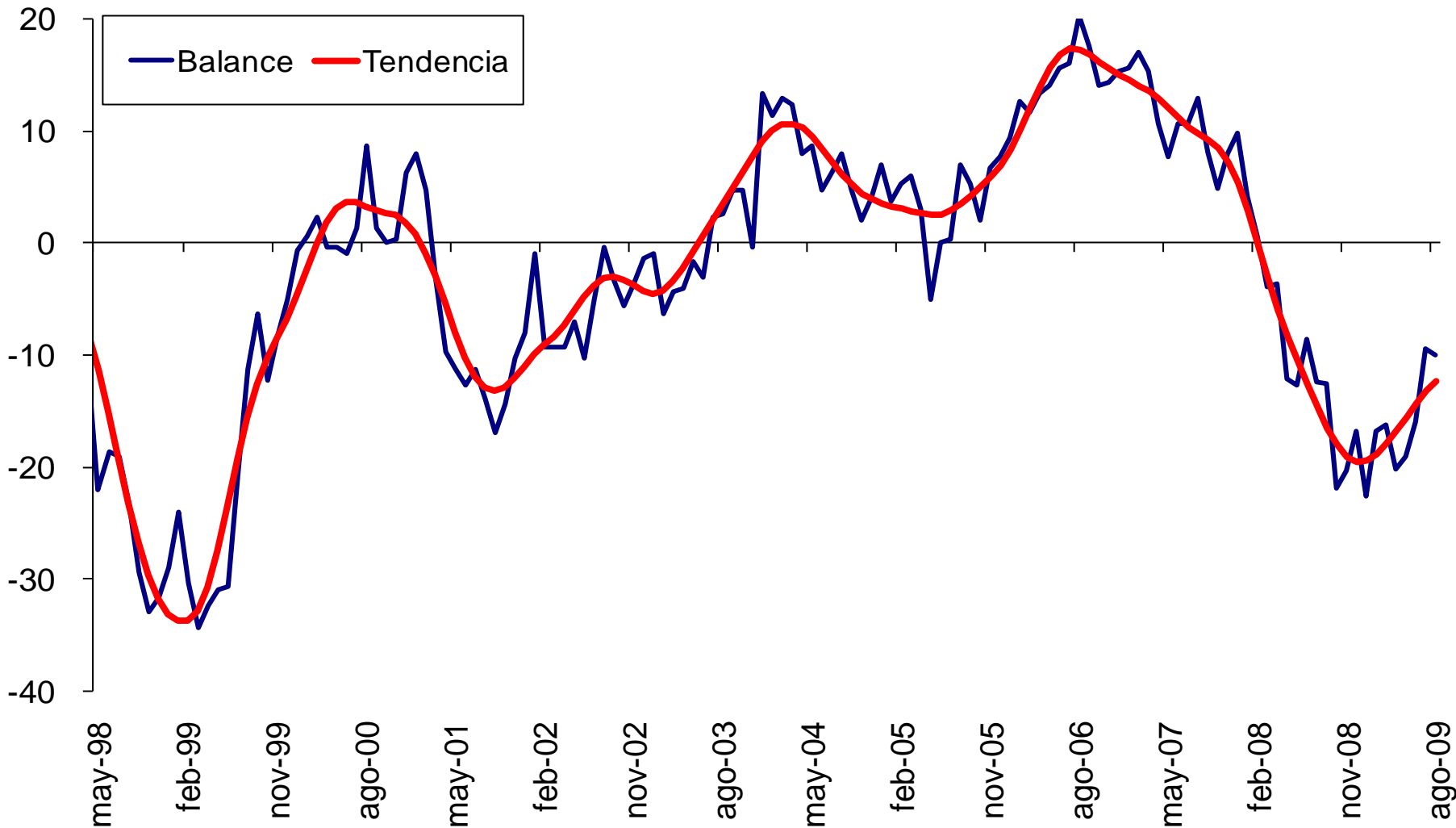
Las expectativas de producción a tres meses de los industriales siguieron recuperándose

Expectativas de producción en tres meses desestacionalizadas (Industria)



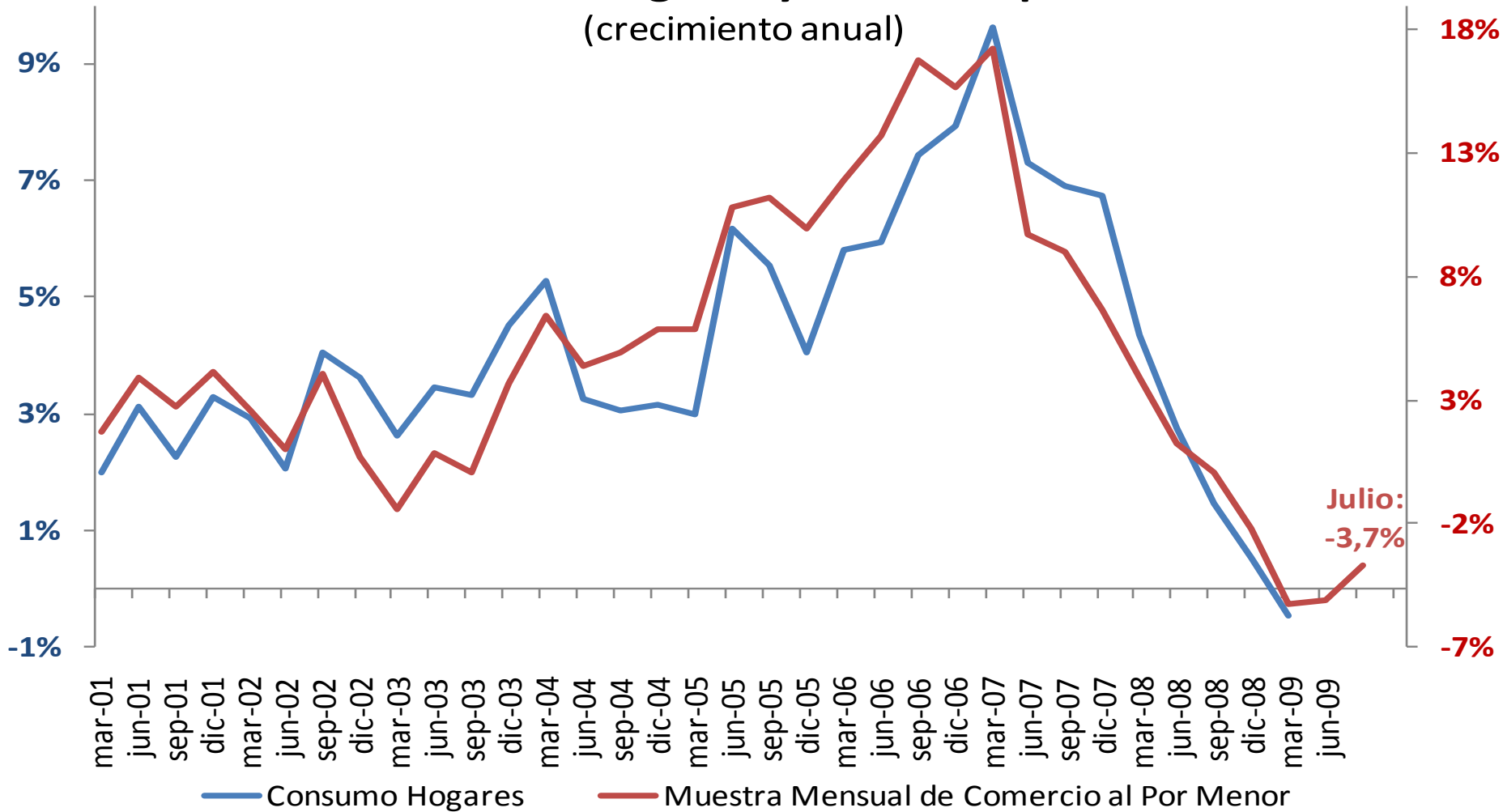
El índice de confianza de los industriales siguió mejorando

Balance del Índice de Confianza de la Industria



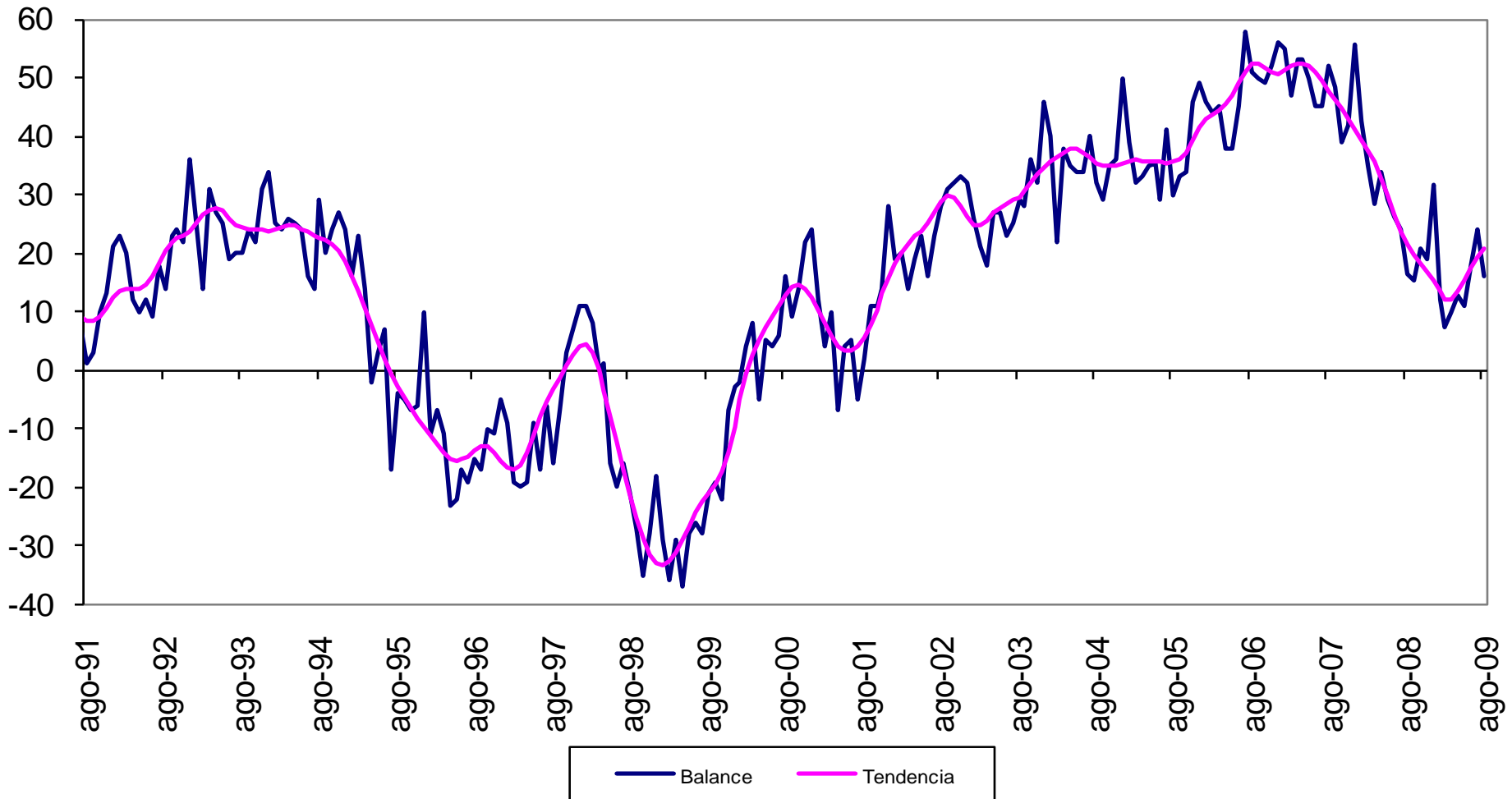
La ventas del comercio al por menor en el I semestre 2009 las ventas cayeron 5,2%

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



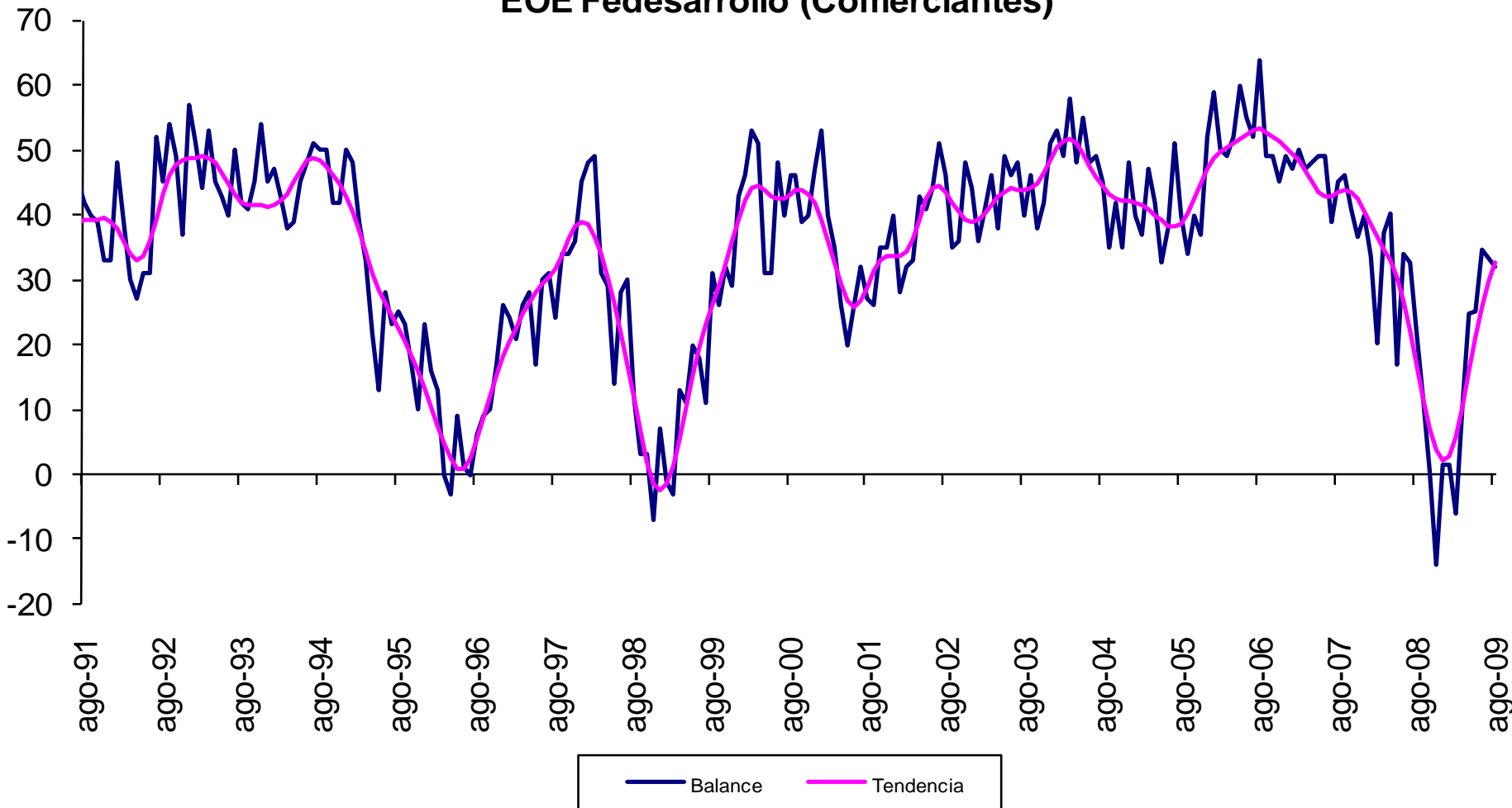
No obstante, el índice de situación económica del comercio ha mejorado. Aunque en agosto cayó (probablemente por Venezuela)

EOEC Situación económica actual



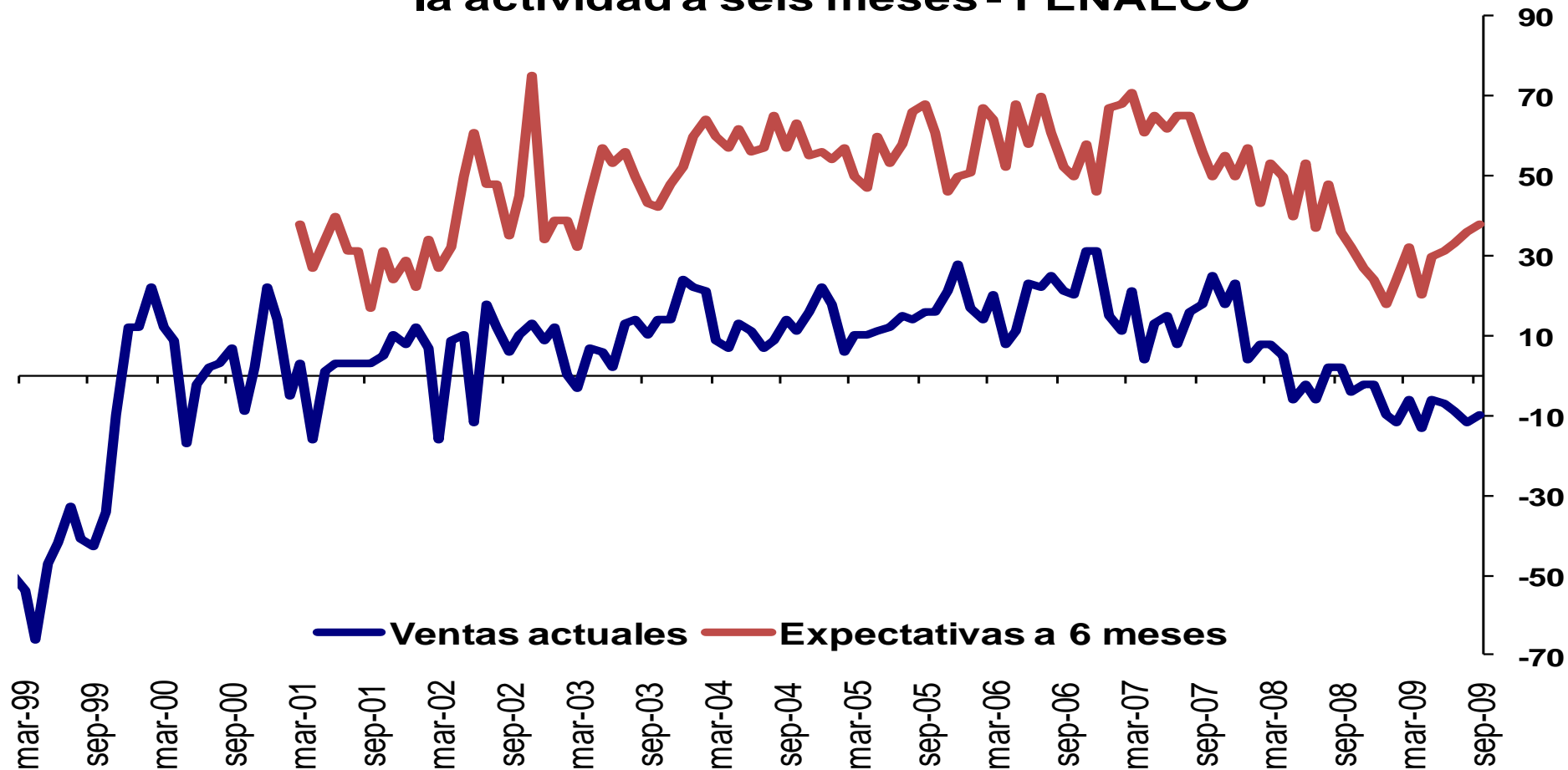
Lo mismo puede decirse del indicador sobre la situación esperada por los comerciantes en los próximos seis meses

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



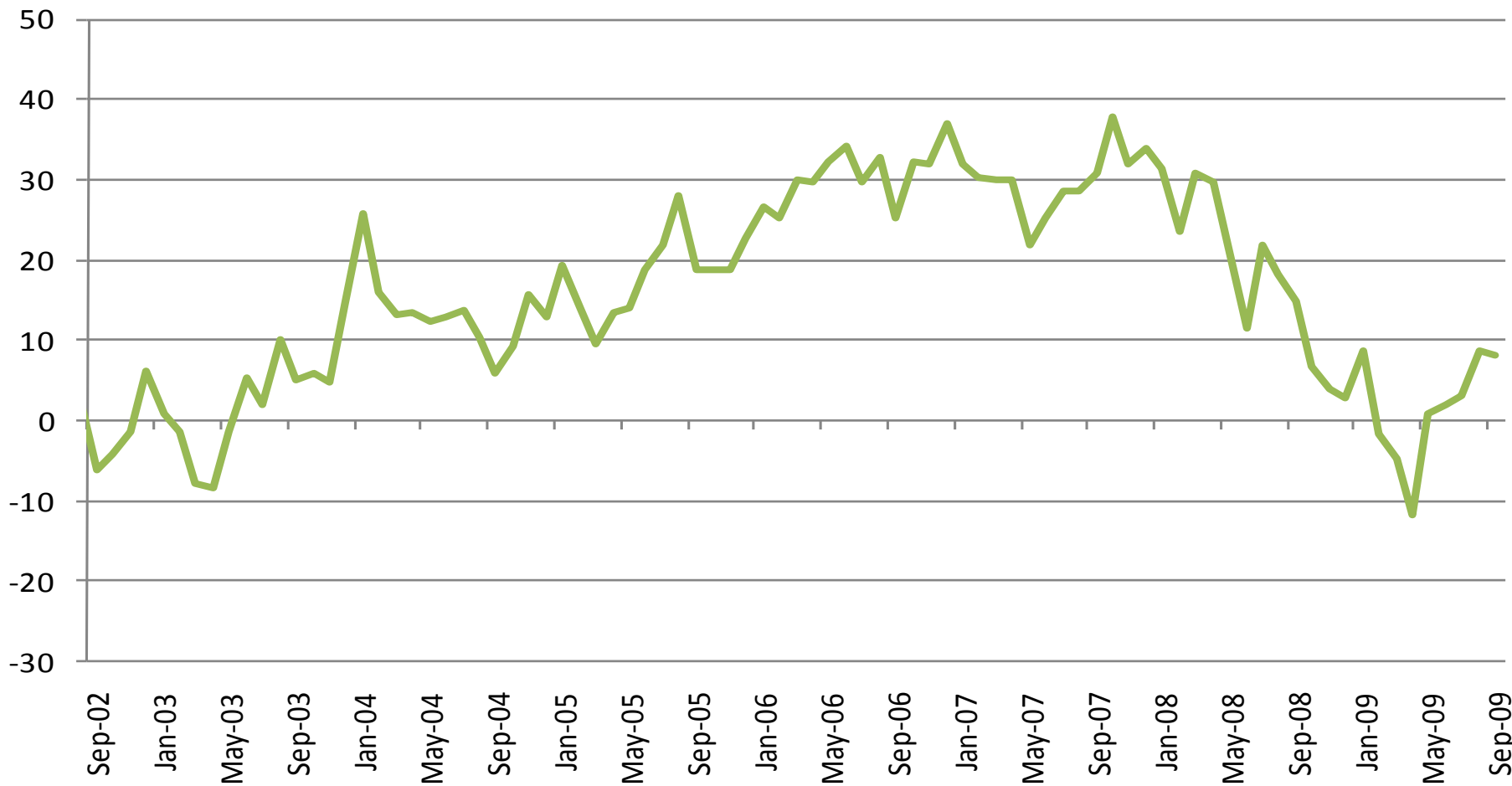
La encuesta de Fenalco sigue mostrando recuperación de las expectativas de ventas a 6 meses, a pesar de que las ventas reales aún no reaccionan

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

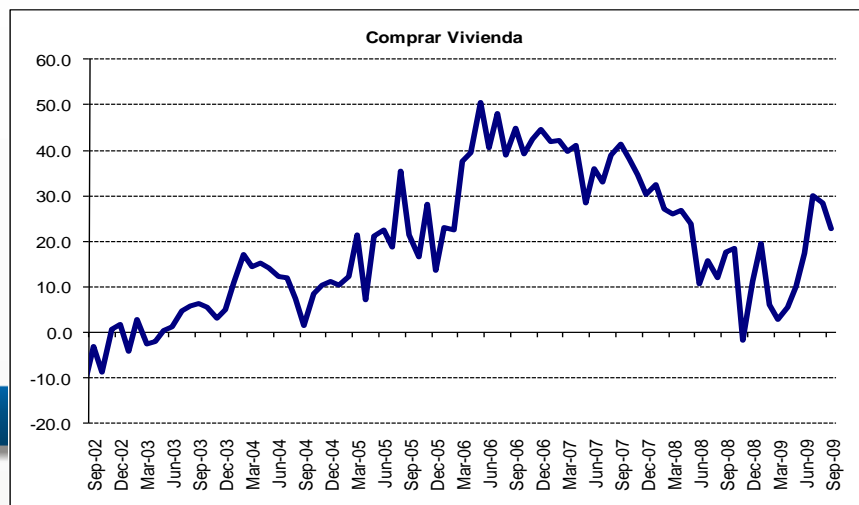
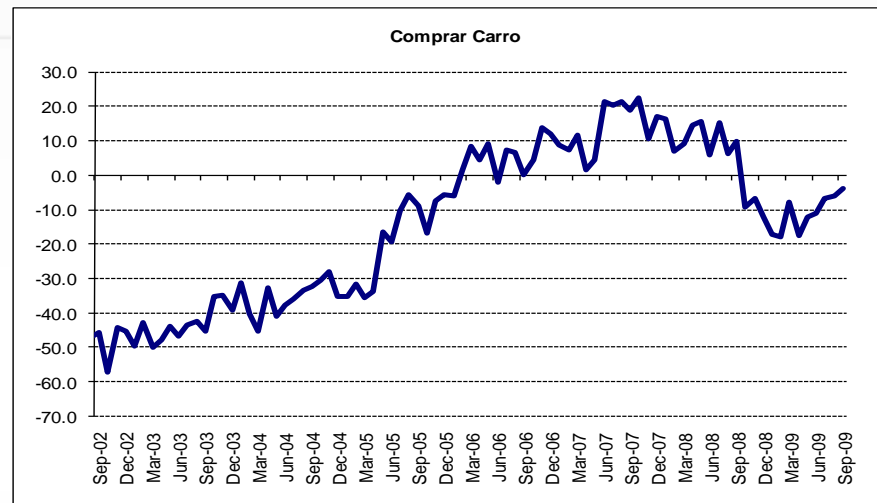
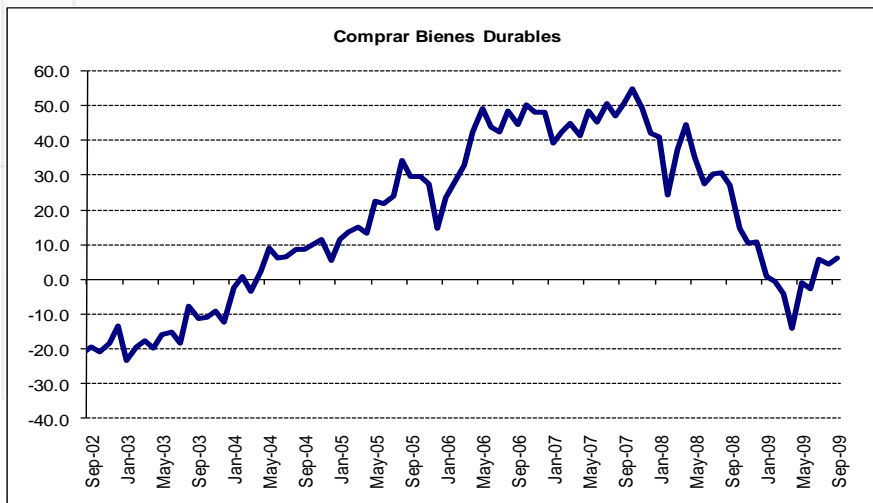


Índice de Confianza del Consumidor recuperándose. Esto sugiere un repunte del consumo de los hogares, aunque en septiembre disminuyó levemente

Indicador mensual de consumo de Fedesarrollo

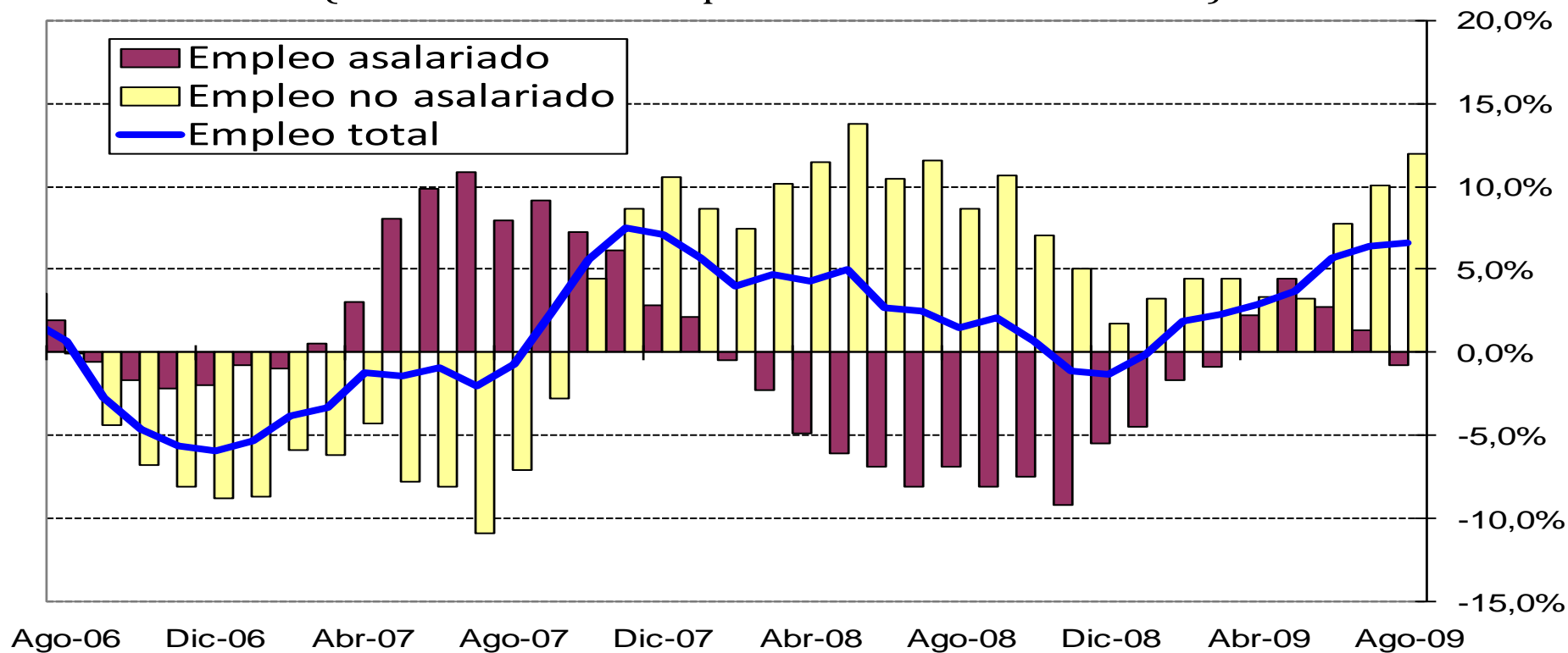


Las preguntas sobre compras de bienes durables, carro y vivienda. Esta última presentó caída por segundo mes consecutivo



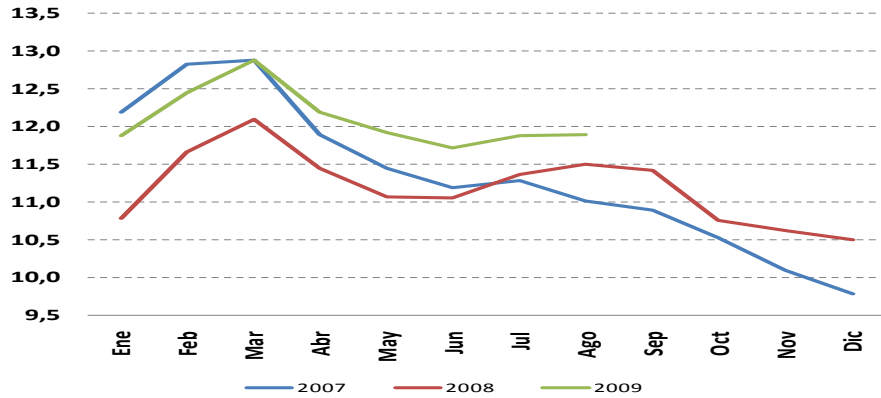
La creación de empleo formal asalariado continuó marchitándose. En tanto que la creación de empleo no asalariado (principalmente 'cuenta propia' o informales) siguió acelerándose. Lo cual implica desmejoramiento de su calidad

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

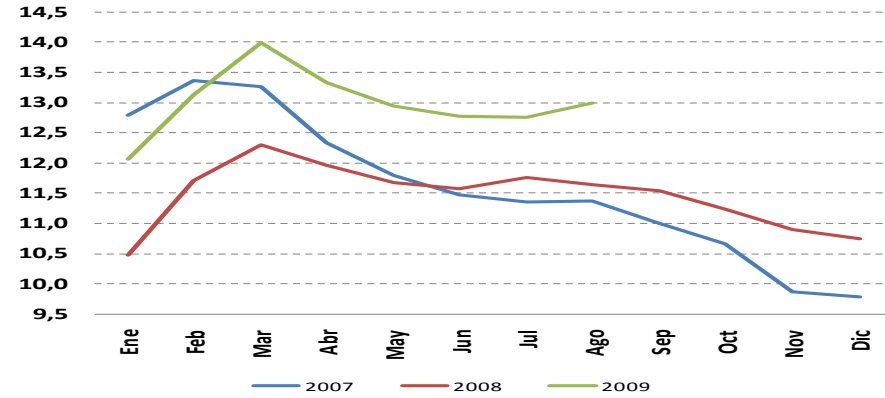


La TD en alza desde julio/08. Empeorando en centros urbanos. El aumento de la pobreza explica incremento de la TGP: *todos en la familia al 'rebusque'*. En las áreas rurales cae: ¿por obras civiles y mayor emigración a centros urbanos?

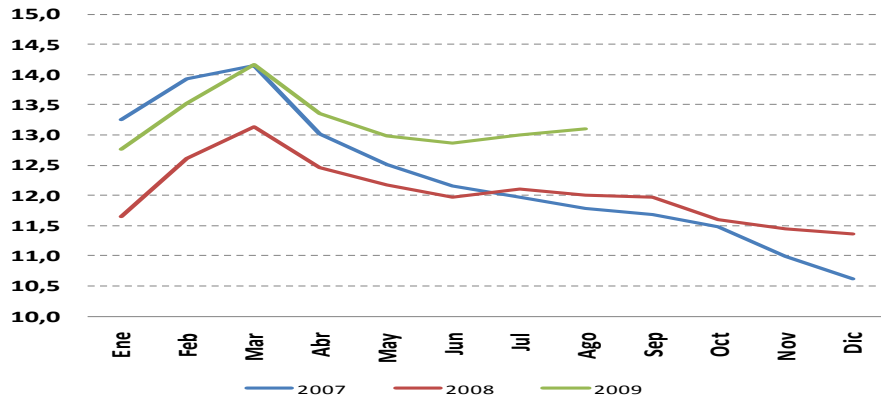
Tasa de Desempleo
(Total Nacional)



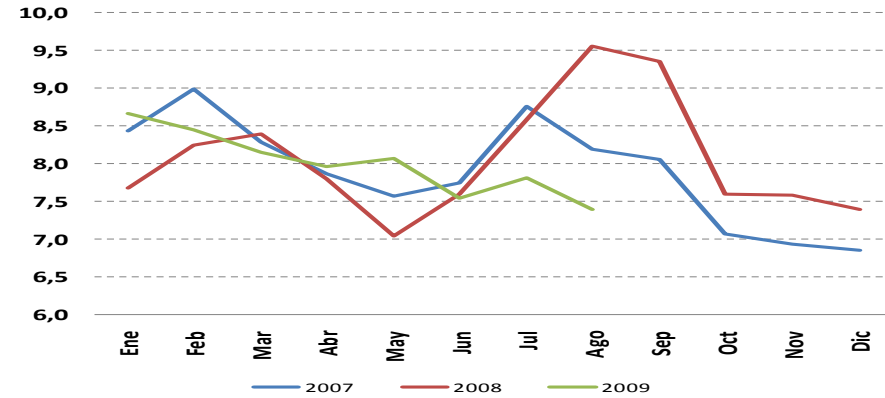
Tasa de Desempleo
(13 Áreas)



Tasa de Desempleo
(Cabeceras)



Tasa de Desempleo
(Área Rural)

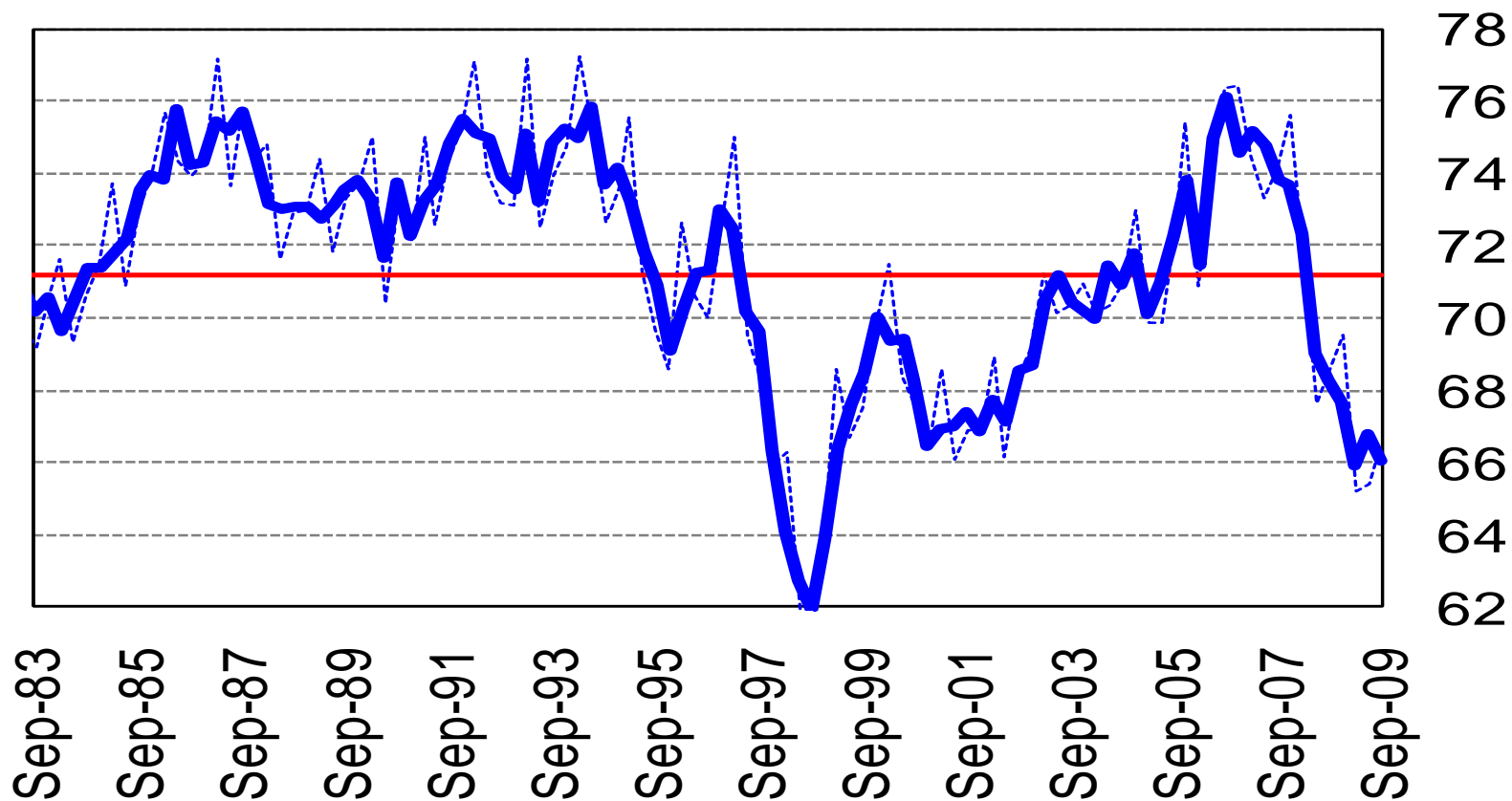


Mi personal pronóstico: en 2009 el crecimiento del PIB entre 0 y -1,5%. En 2010 entre +2% y +3%. Pero a fin de lograrlo se debe mantener la fase expansiva de la política monetaria, pues la brecha del producto sigue negativa y ampliándose aún más

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

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

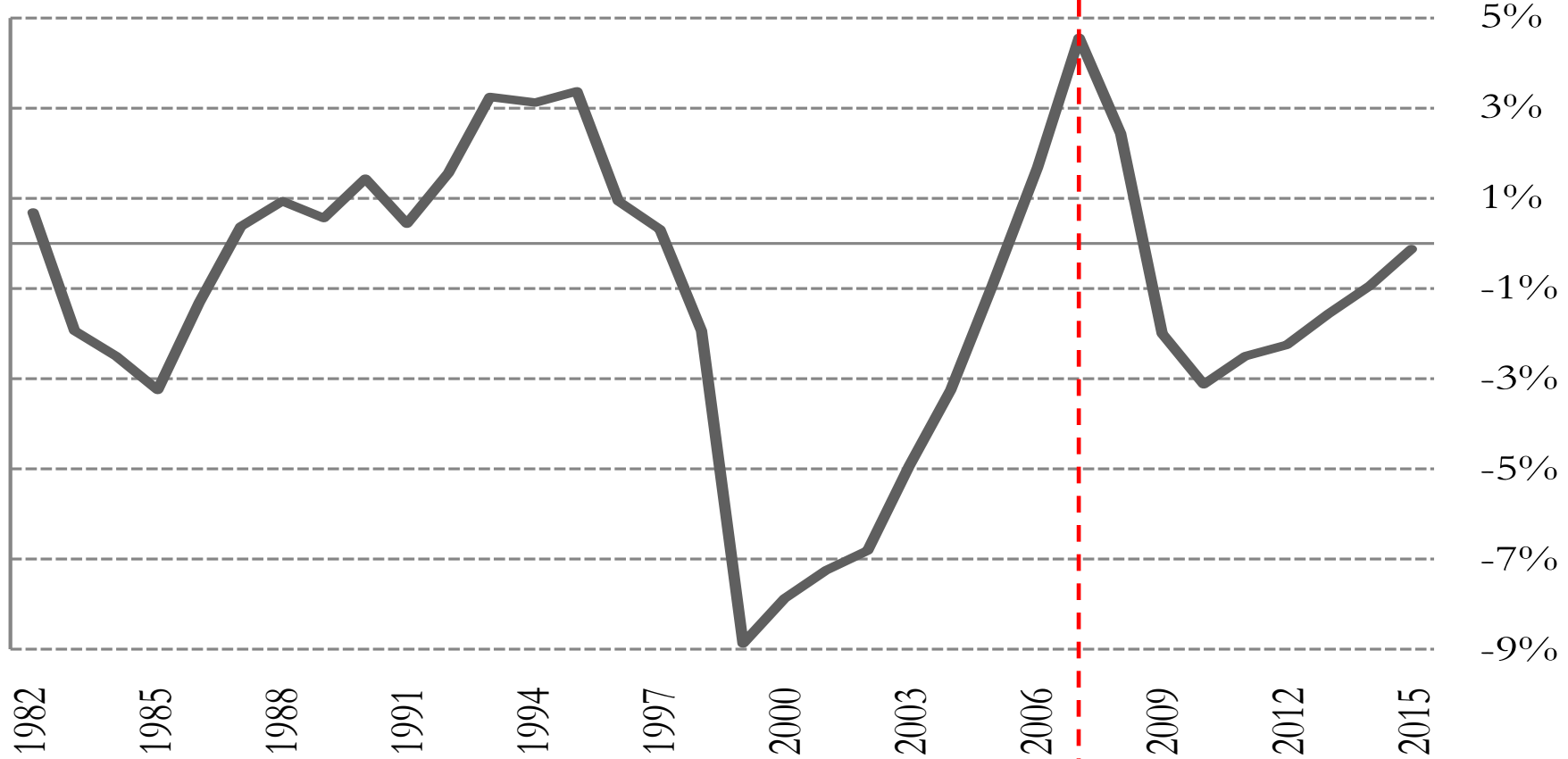
Utilización de Capacidad Instalada



Fuente: Fedesarrollo

El nivel actual y la proyección de la brecha, sugieren la conveniencia de mantener estable la fase expansiva de la política monetaria durante un lapso prolongado

Brecha del Producto



Pronóstico para 2010

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

V. 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

