



XXVII ENCUENTRO DE ECONOMISTAS DEL BCRP
Noviembre 2009

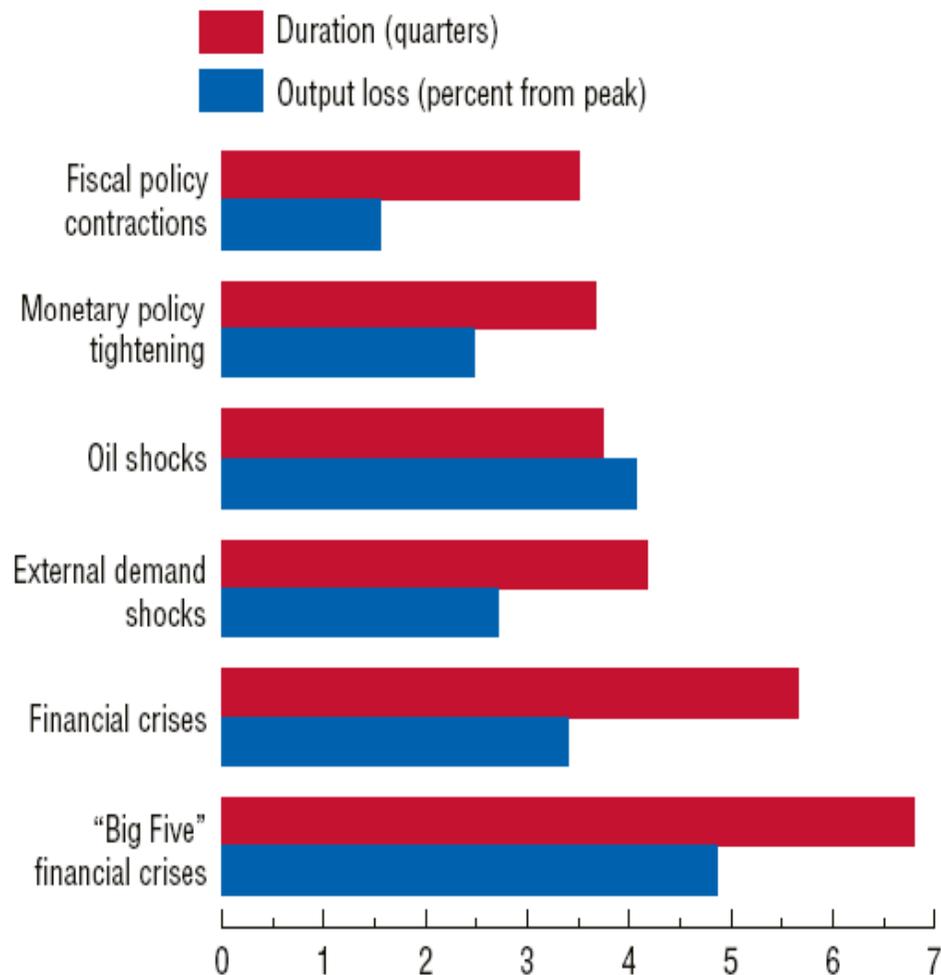
**“Situación y Perspectivas de la
Economía Mundial”**

Gladys Choy
Subgerencia de Economía Internacional
BCRP

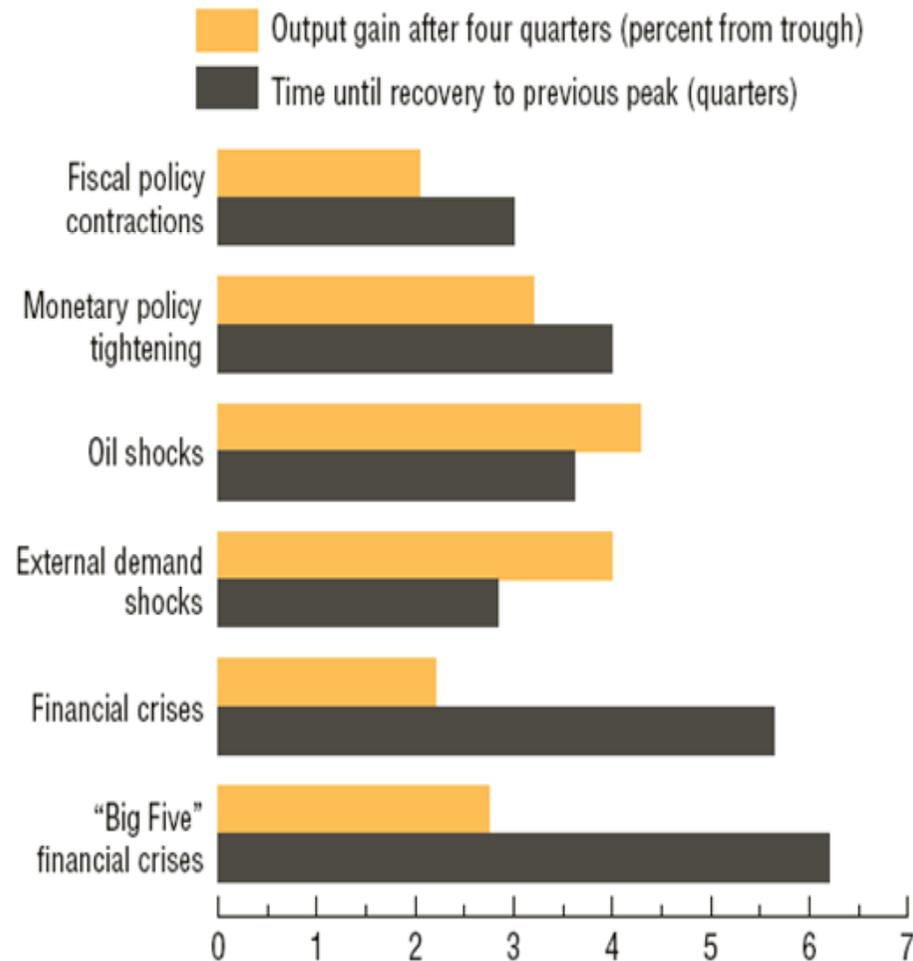
- 
1. **Respuestas de política frente a la crisis.**
 2. Recuperación de los mercados.
 3. Desarrollos recientes y perspectivas.
 4. Balance de riesgos.

Recesiones por crisis financieras: más severas y de mayor duración; las recuperaciones: más lentas y débiles.

Recessions



Recoveries

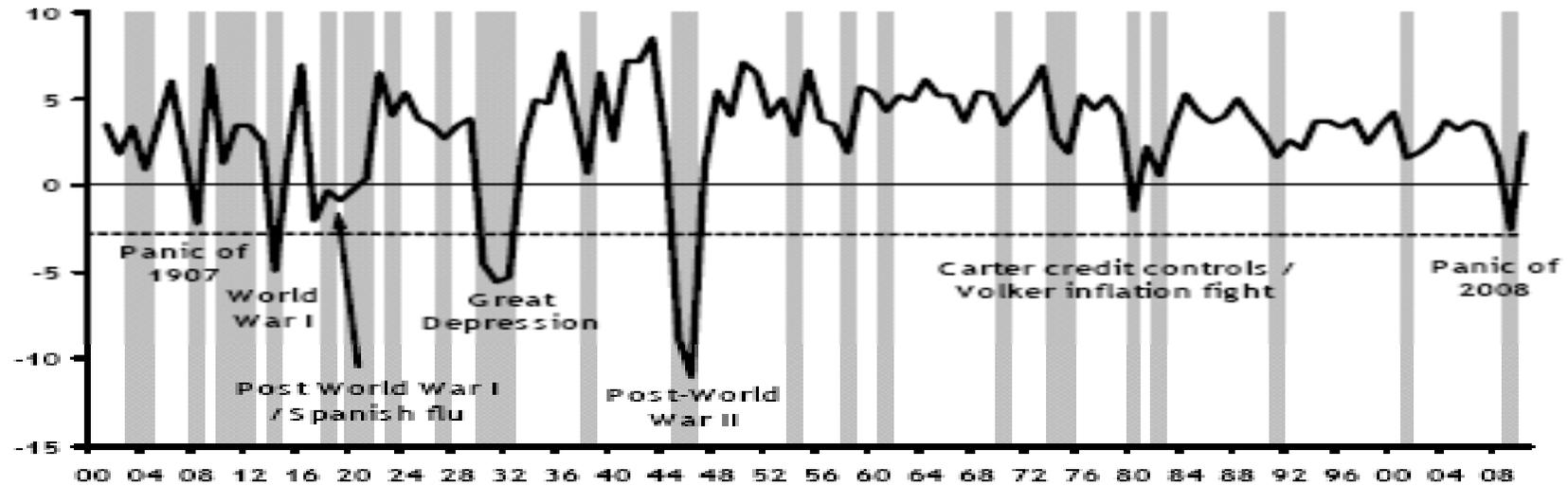


Fuente: *World Economic Outlook*, Abril 2009, FMI.

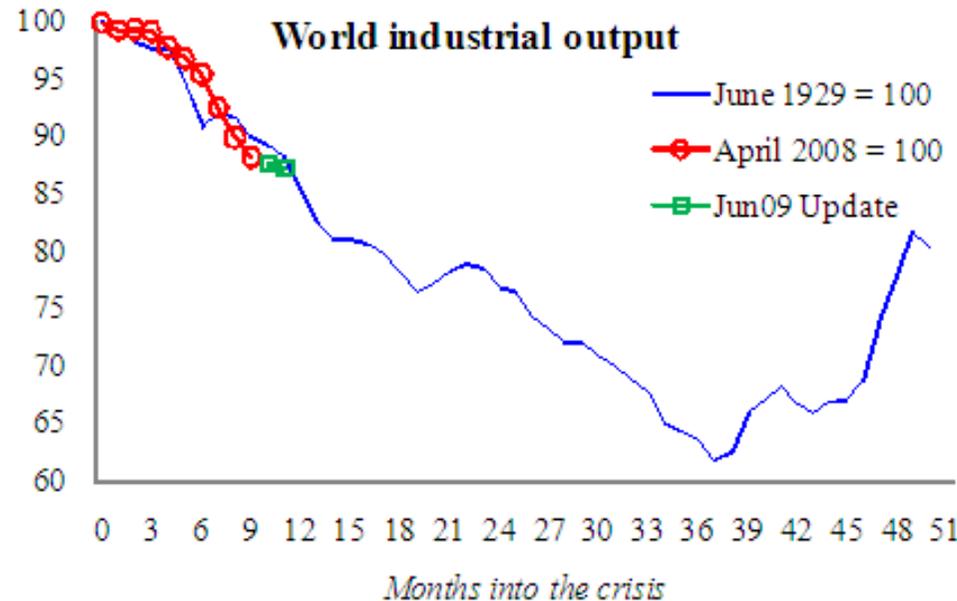
Excluyendo las Guerras Mundiales, la actual es la recesión global más profunda desde la Gran Depresión

Global real GDP: The seven global recessions

% yoy; US recession bars shown in grey (latest 2009), J.P.Morgan fcast 2009-10



Fuente: JPM



Source: "A Tale of two depressions" by B. Eichengreen and K. O'Rourke. Sept. 2009.



Respuesta sincronizada a nivel mundial

- Recorte de tasas de interés a niveles históricamente bajos en el mundo.
- Significativo estímulo fiscal.
- Soporte financiero para restablecer el funcionamiento de los mercados.
- Política monetaria no convencional (QE).

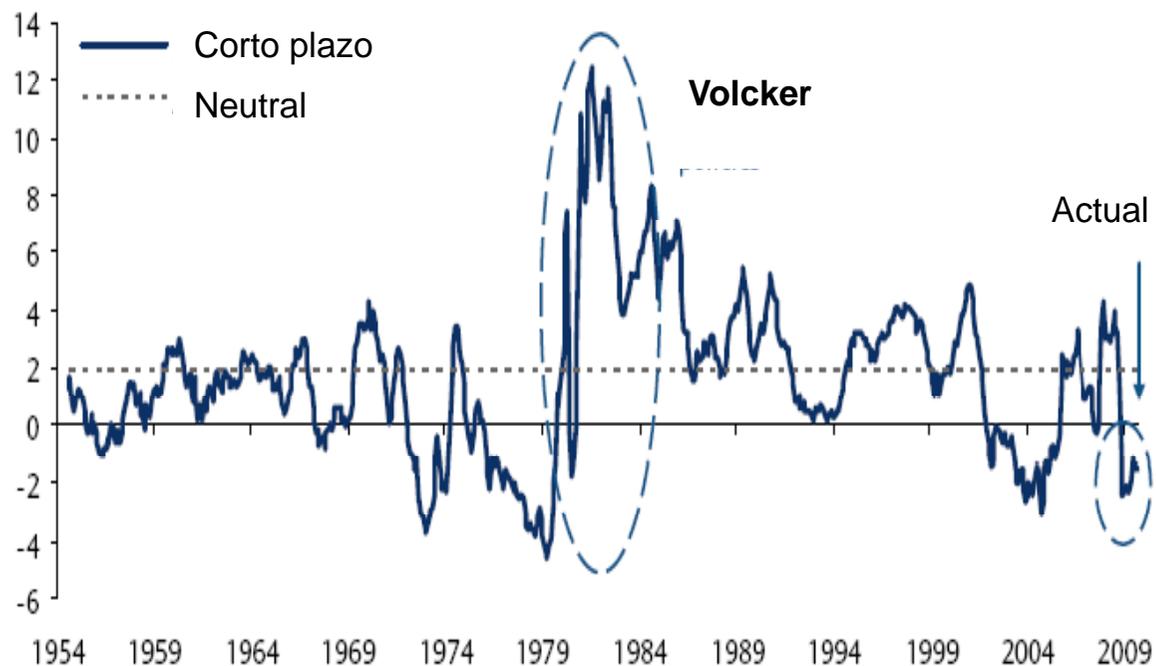
Respuesta sincronizada de las economías: Política Monetaria y Financiera

Medidas Monetarias y Financieras

Ambito		Objetivo
Medidas de Política Monetaria	Préstamista de última instancia	Mejorar provisión de liquidez de corto plazo: (i) Reducción de tasas, (ii) reducción de encajes, (iii) ampliación (montos y plazos) y creación de instrumentos monetarios de inyección (TAF, TSLF y otros), (iii) relajamiento de los colaterales.
	QE (compra de títulos): - Mercados crediticios claves - Reducir las tasas de interés de largo plazo	Mejorar la liquidez en los mercados de papeles comerciales (CPs) y de titulización de activos Favorecer la reducción de tasas y spreads crediticios de largo plazo: títulos hipotecarios y de gobierno.
Solvencia del sist. financiero	Activos tóxicos	Programas para retirar/garantizar el valor de los activos tóxico y los FSD.
	Capitalización del sistema financiero y rescate de firmas.	Elevar el ratio de patrimonio de los bancos y evitar bancarrota y riesgo sistémico.
Medidas cambiarias y RIN	Mercado cambiario y protección de liquidez internacional	Intervención en los mercados spot y forward, cambios en las reglas de intervención, ampliación de bandas. Swaps entre BCs, líneas de multilaterales.

Respuesta sincronizada de las economías: Política Monetaria

EE.UU.: Tasas reales de corto plazo



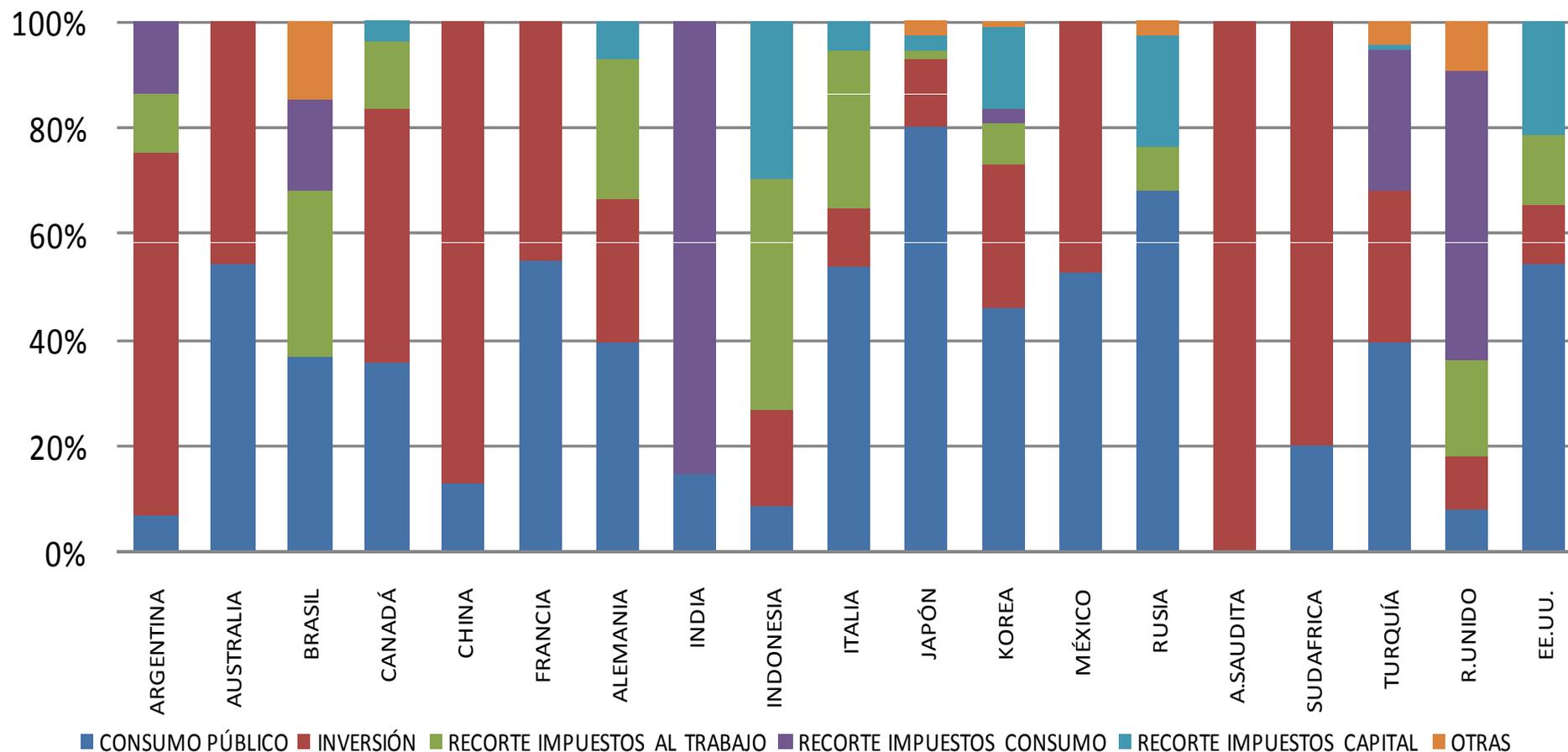
Estímulo monetario recorte de tasas+ QE (en pp)

	Equivalente total	Tasa de política
Reino Unido	-7,60	-4,50
EE.UU.	-6,20	-1,75
Eurozona	-4,10	-3,25
Japón	-1,30	-0,40

Fuente: Barclays Capital

Respuesta sincronizada de las economías: estímulo fiscal equivaldría a 3% del PBI mundial

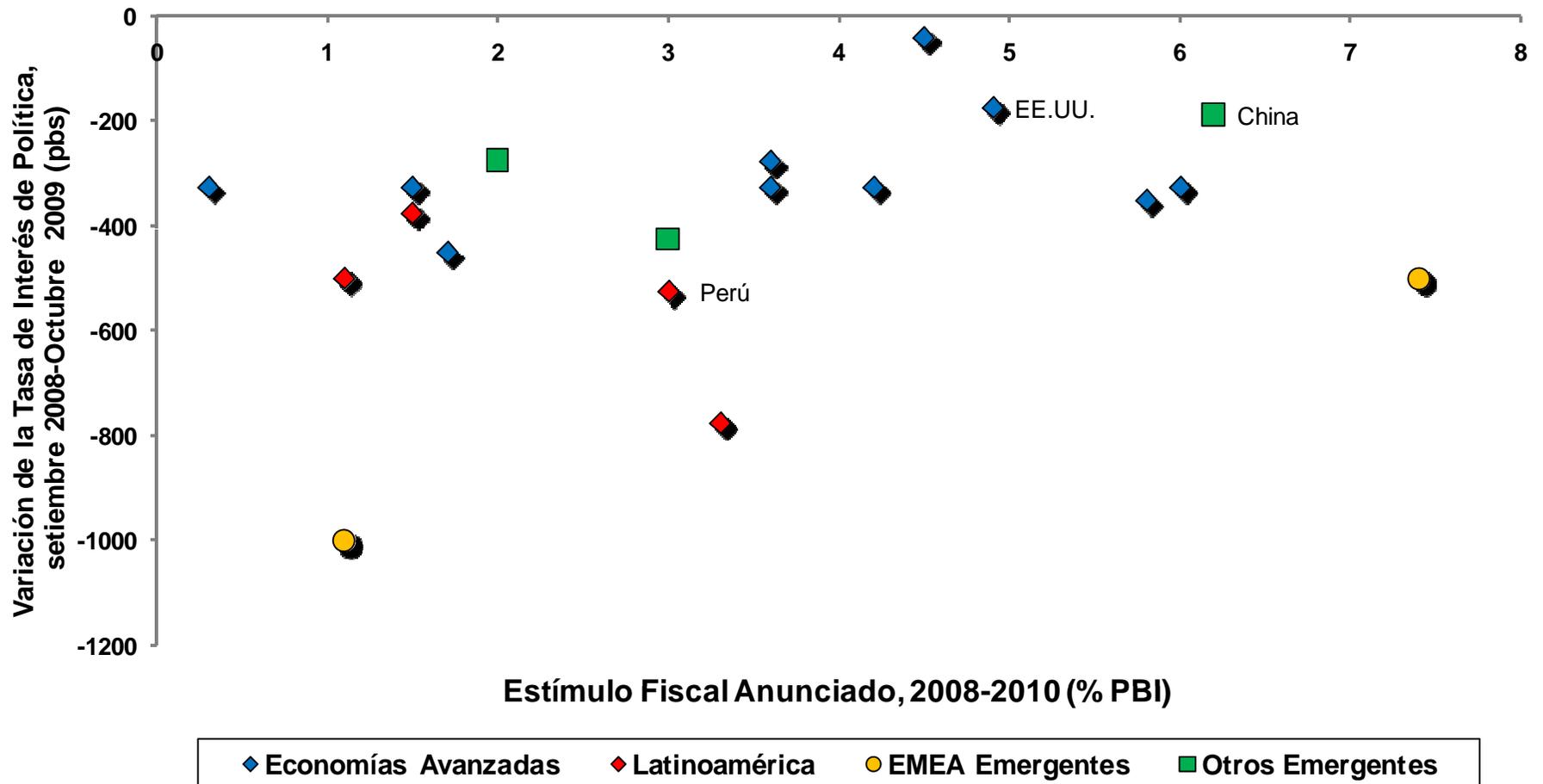
Composición del estímulo fiscal



Fuente: The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor, Nov.09, IMF Staff Position Note

Respuesta sincronizada de las economías: estímulo fiscal y recorte de tasas de interés.

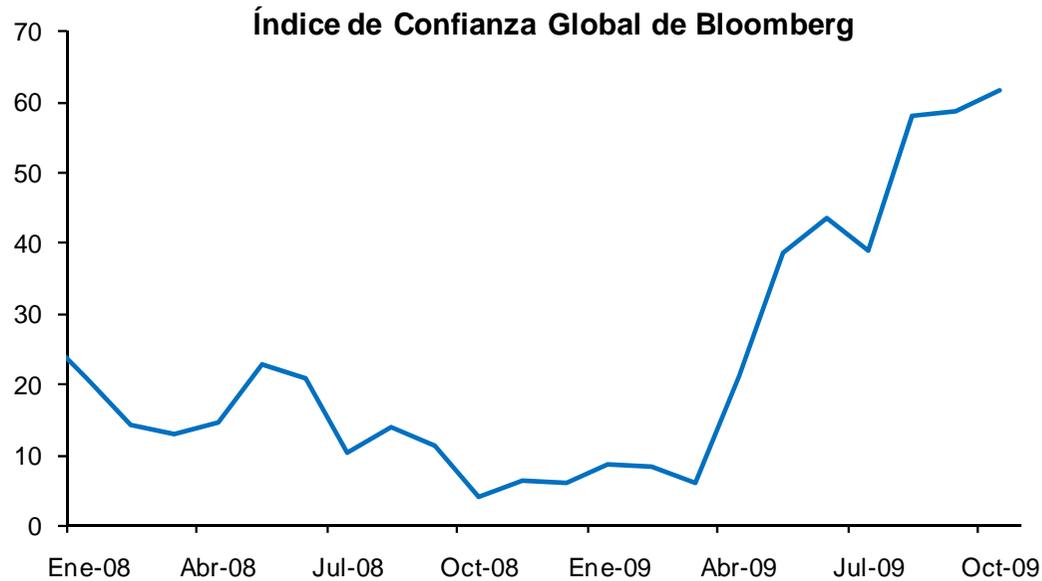
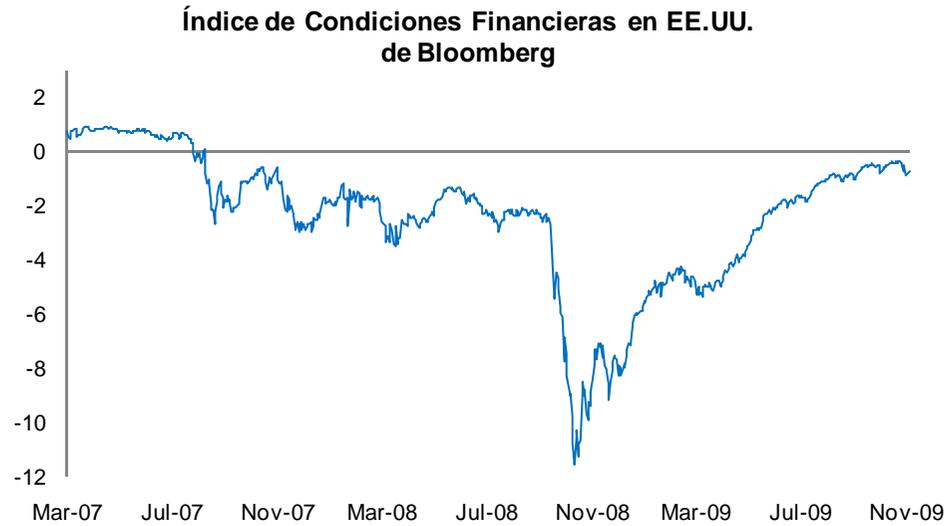
Variación de la Tasa de Interés de Política y
Estímulo Fiscal



Fuente: FMI y BCs

- 
1. Respuestas de política frente a la crisis.
 2. **Recuperación de los mercados.**
 3. Desarrollos recientes y perspectivas.
 4. Balance de riesgos.

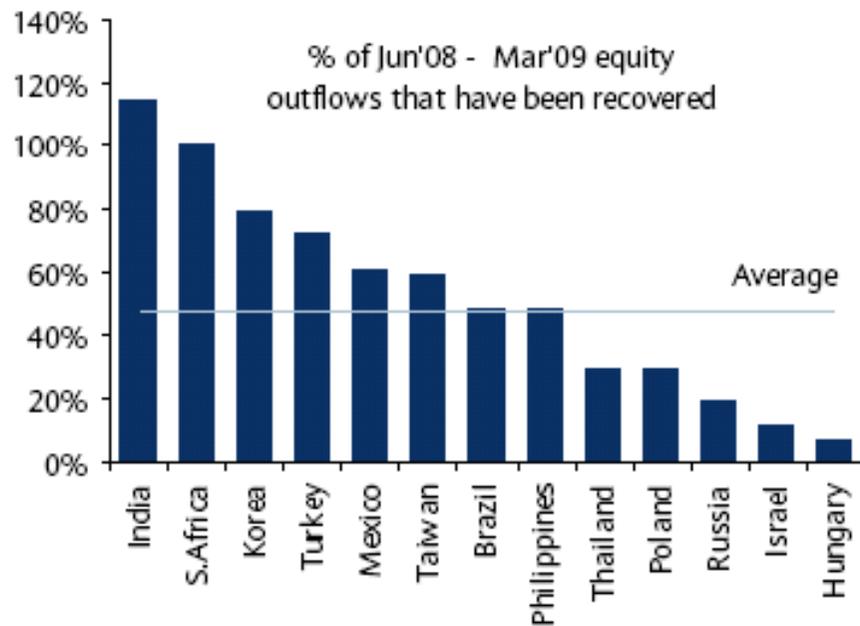
Mejoran condiciones financieras y se reduce la aversión al riesgo, aunque todavía en un contexto de volatilidad



Fuente: Bloomberg

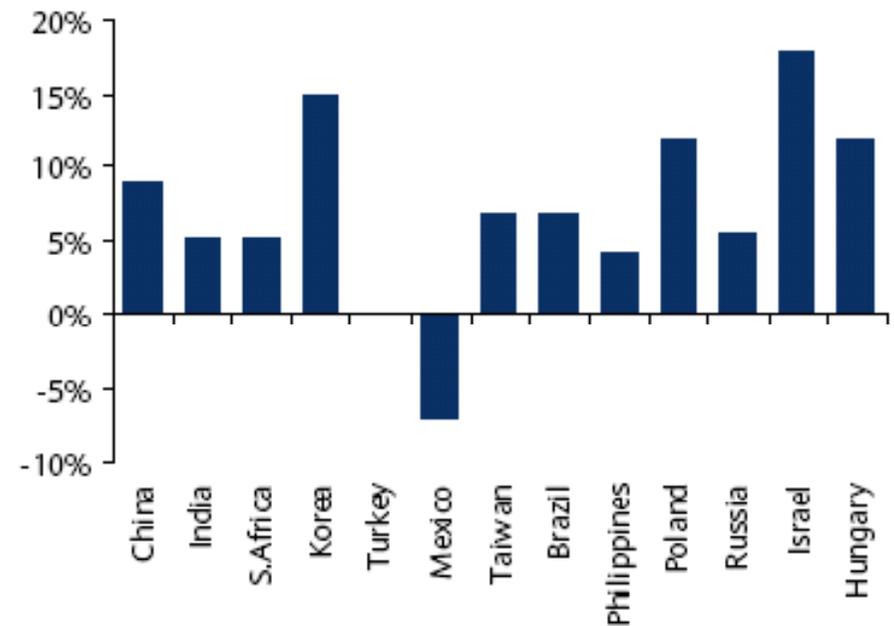
Reversión de flujos de capital a mercados emergentes: bolsas y RIN

Figure 1: A large part of the last year's equity outflows have been reversed ... with some exceptions



Source: National Central Banks, National Statistics Offices, Barclays Capital

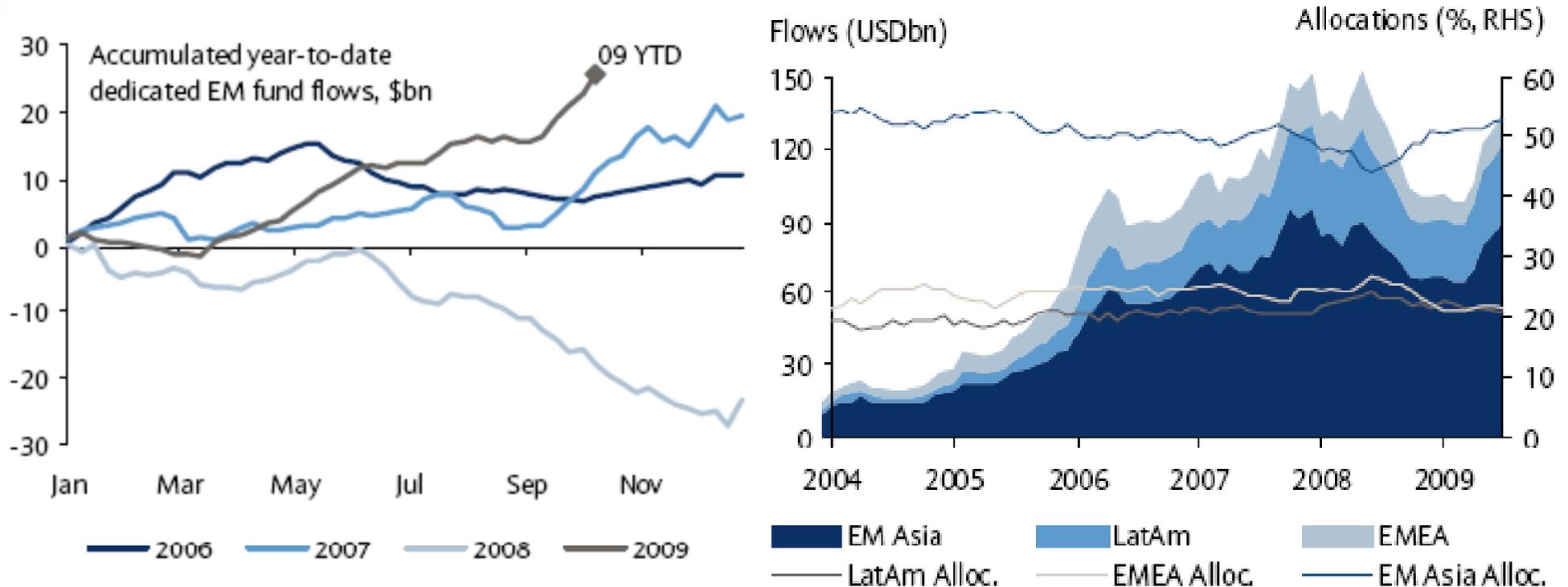
Figure 2: Rising FX reserves as central banks lean more heavily against the wind (change since end-March 2009)*



Note: * The rise will have been supported by Eurobond inflows and valuation shifts.
Source: Barclays Capital

Retorno de flujos de capital a países emergentes

Colocaciones de fondos mutuos se han normalizado. El mayor beneficiado ha sido Asia.

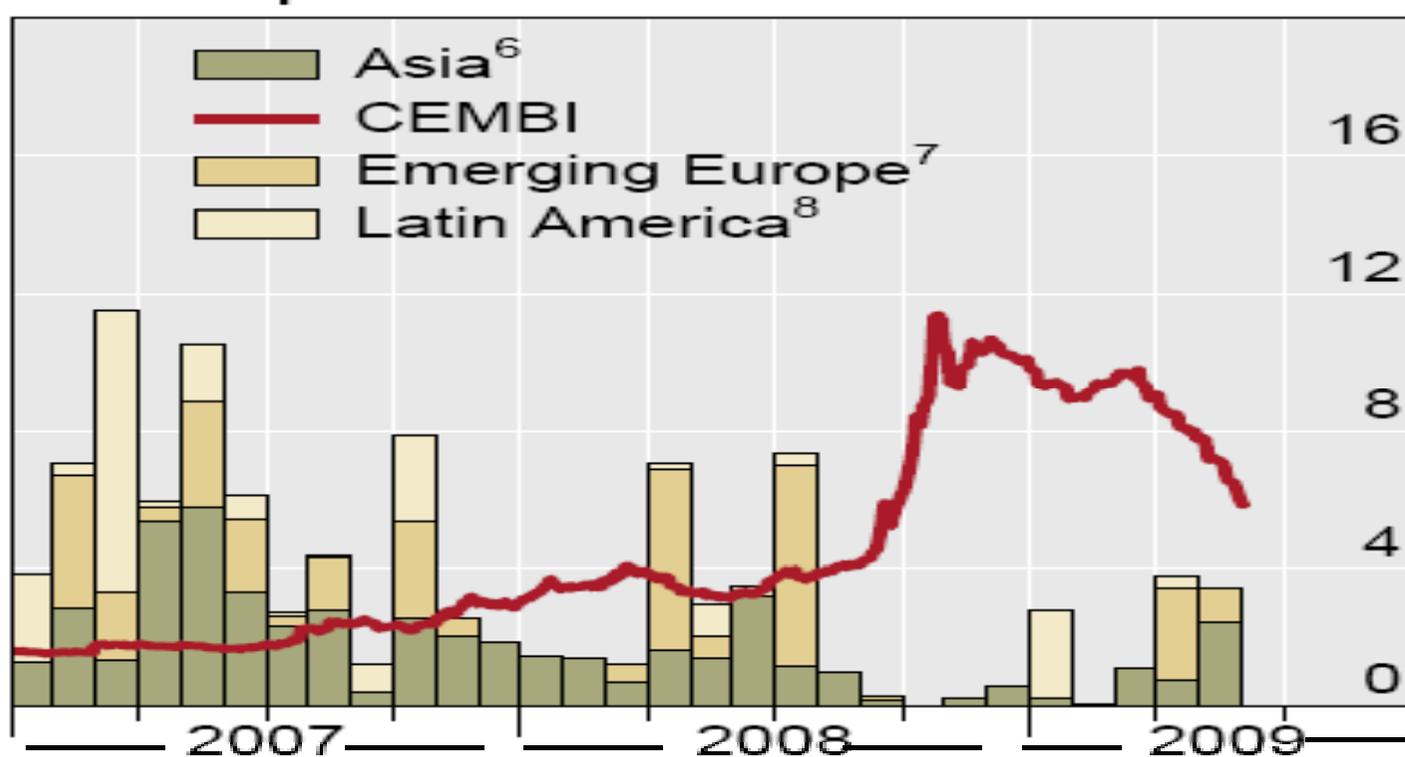


Nota: Incluye acciones y bonos.

Fuente: Barclays Capital

Retorno de flujos de capital a emergentes: mayores emisiones y caída de spreads del sector corporativo

Corporate debt issuance⁴ and bond spreads⁵



4/ International syndicated debt securities (excluding preferred shares); announced issuance by non-financial corporates, in billions of US dollars.

5/ In percent.

6/ China, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines and Singapore.

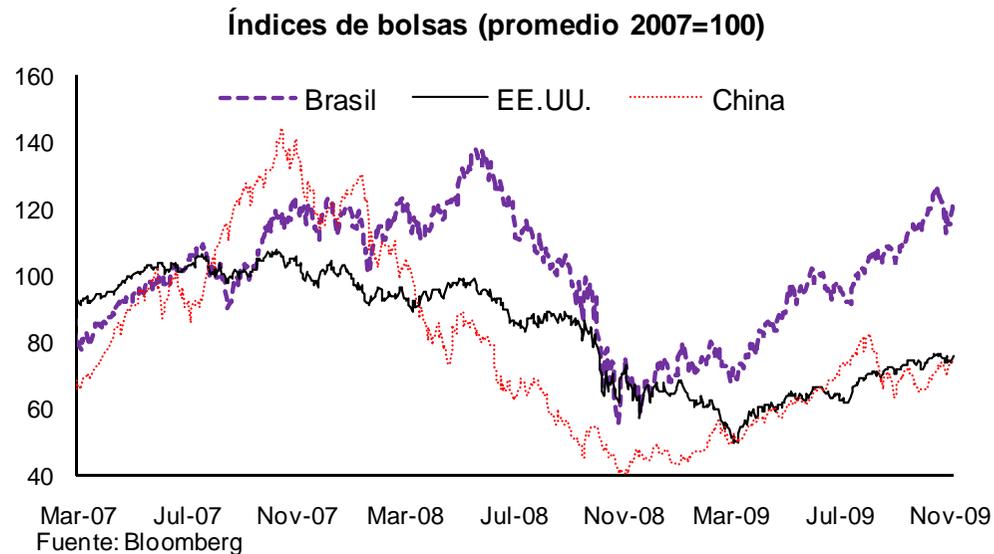
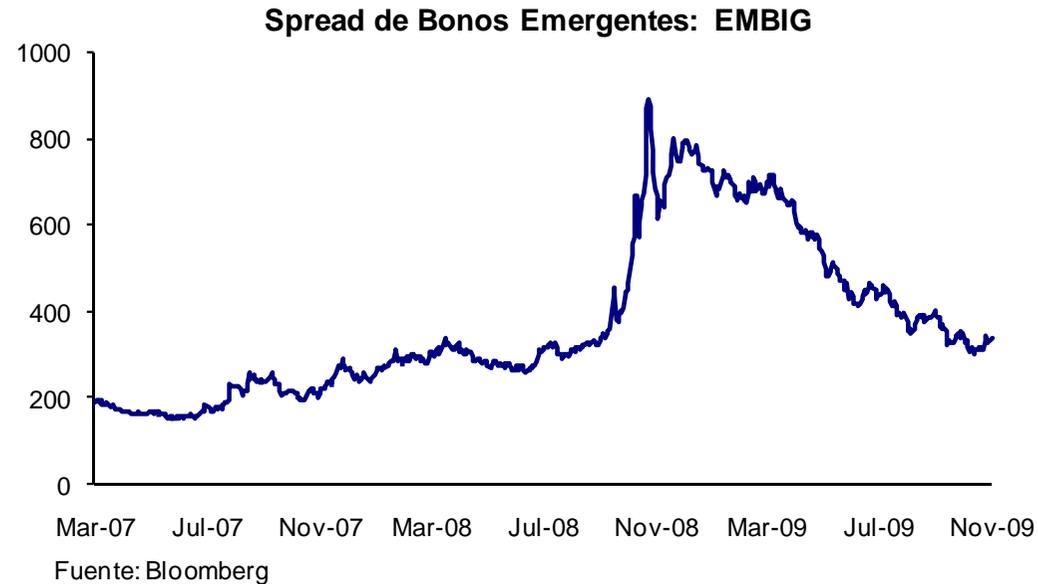
7/ The Czech Republic,

Hungary, Estonia, Poland, Latvia, Lithuania, Russia and Turkey.

8 Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela.

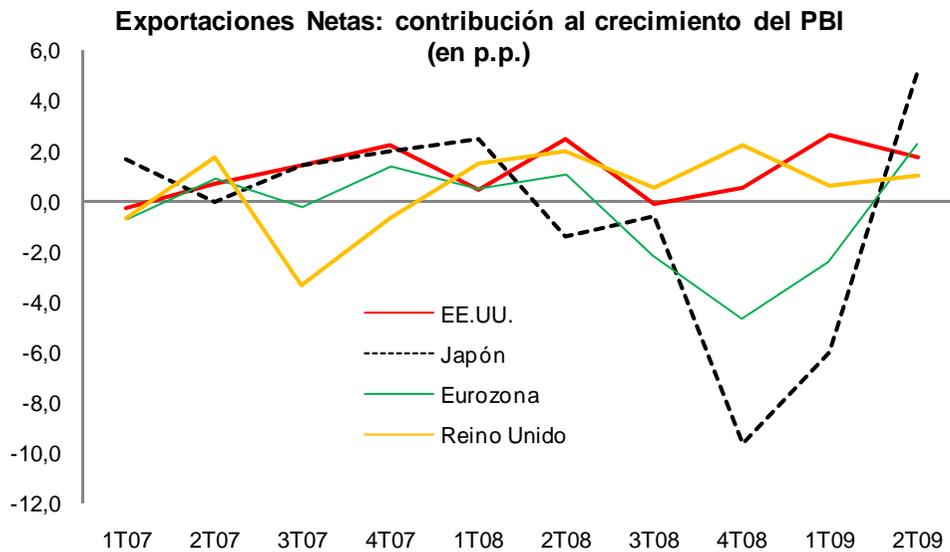
Source: BIS

Apetito por mayor riesgo reduce spreads soberanos y mejora el rendimiento de bolsas.



Fuente: Bloomberg

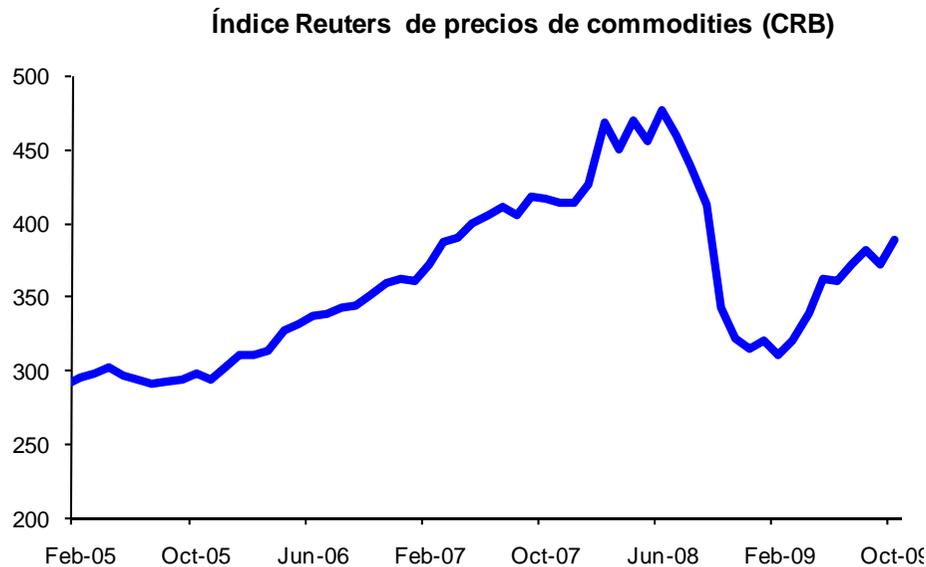
Mejora el Comercio Mundial y el precio de commodities



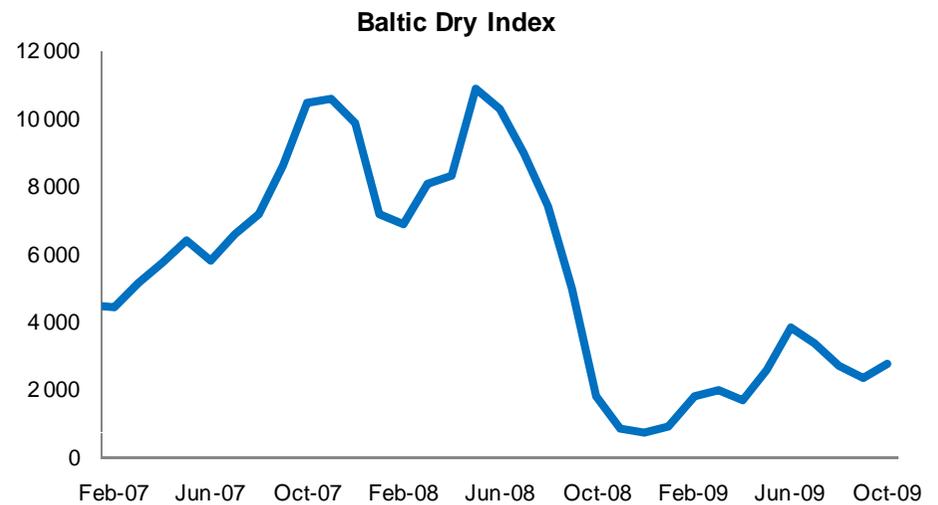
Fuente: JPM



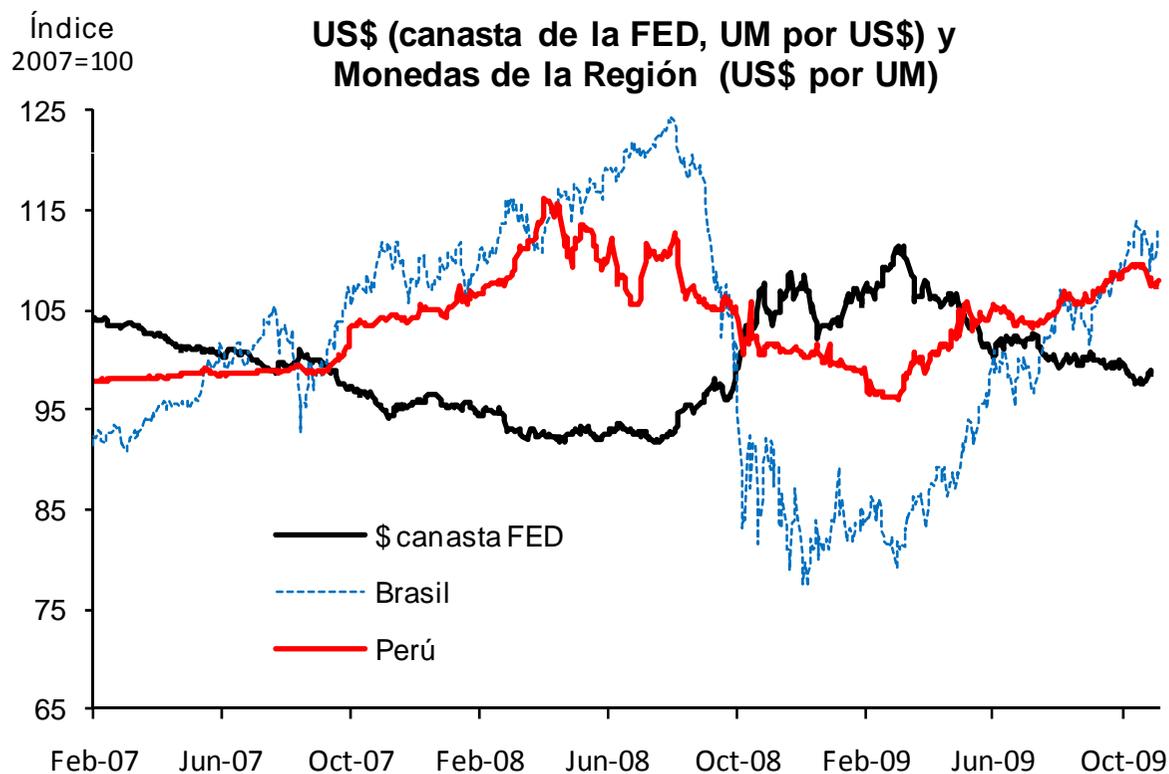
Source: "A Tale of two depressions" by B. Eichengreen and K. O'Rourke. Sept. 2009.



Fuente: Bloomberg



...con la consecuente reversión de las presiones depreciatorias en los mercados emergentes y el fuerte debilitamiento del dólar

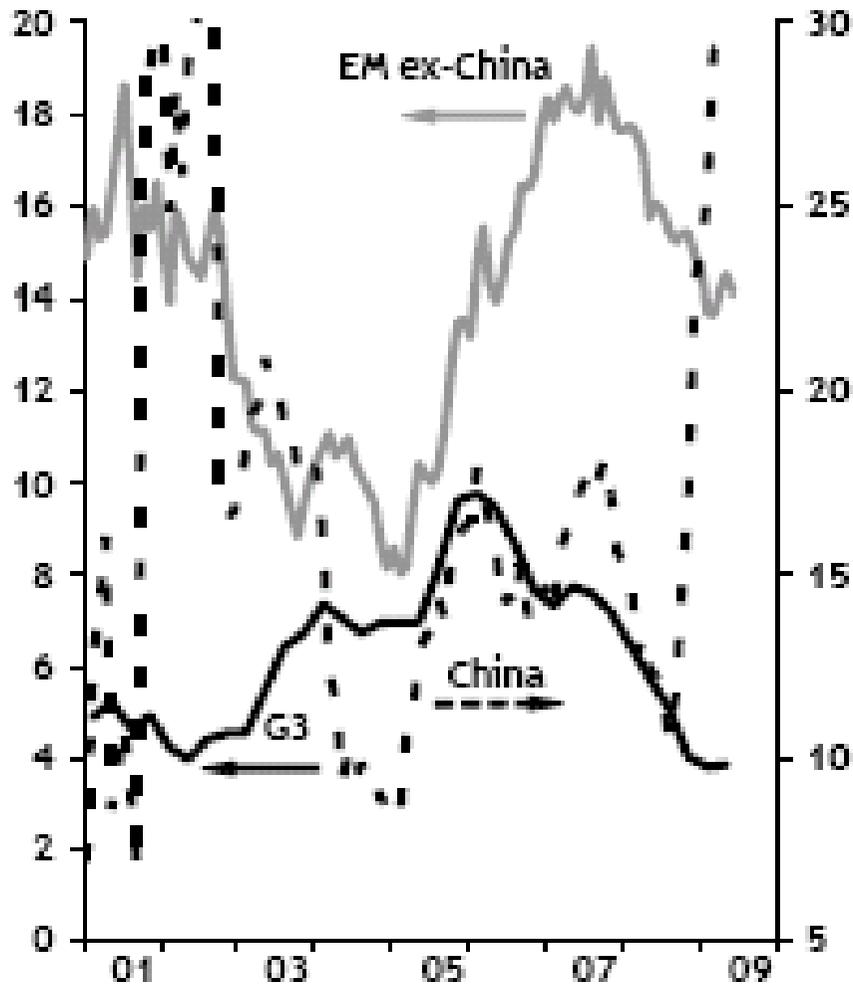


Fuente: Bloomberg y FED

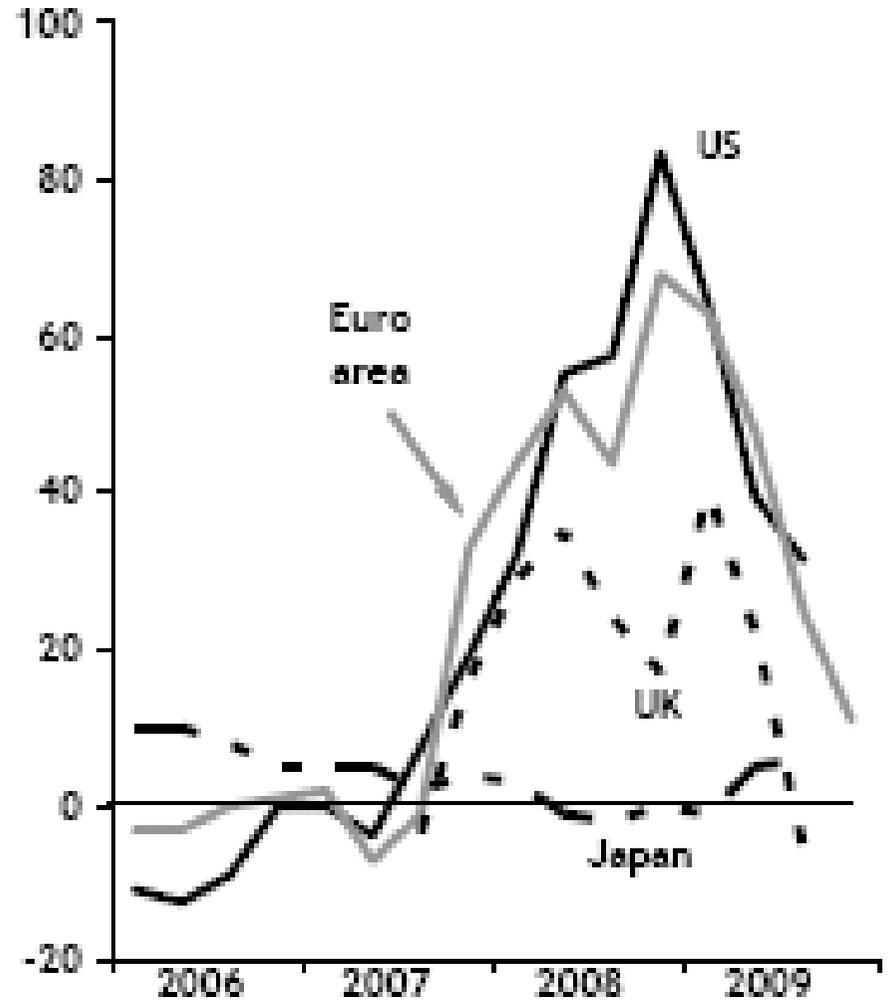


La recuperación del crédito es lento y las condiciones crediticias aún están ajustándose

Crédito doméstico
(Var. % anual)

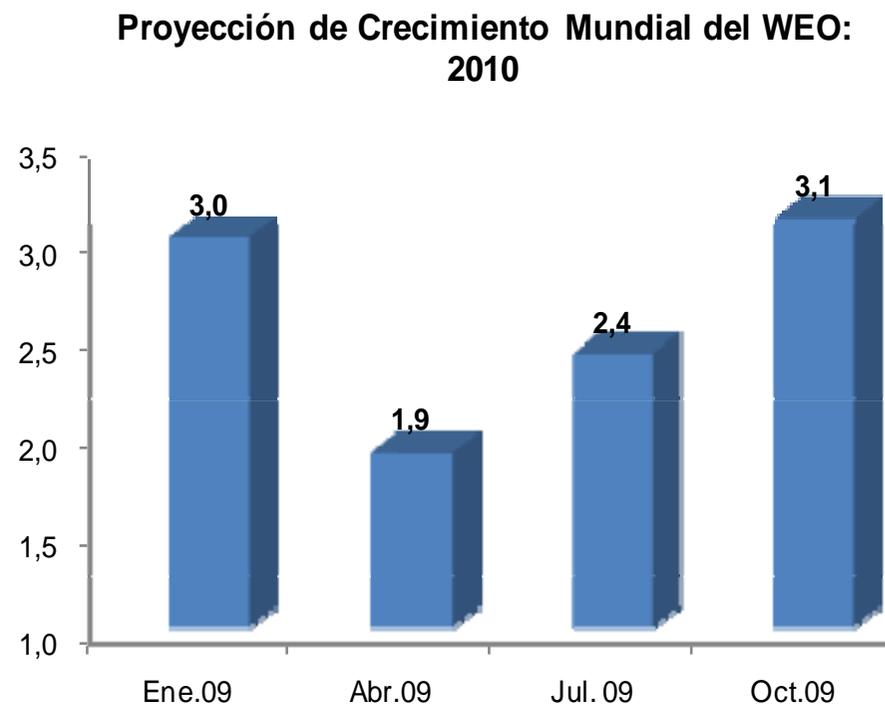
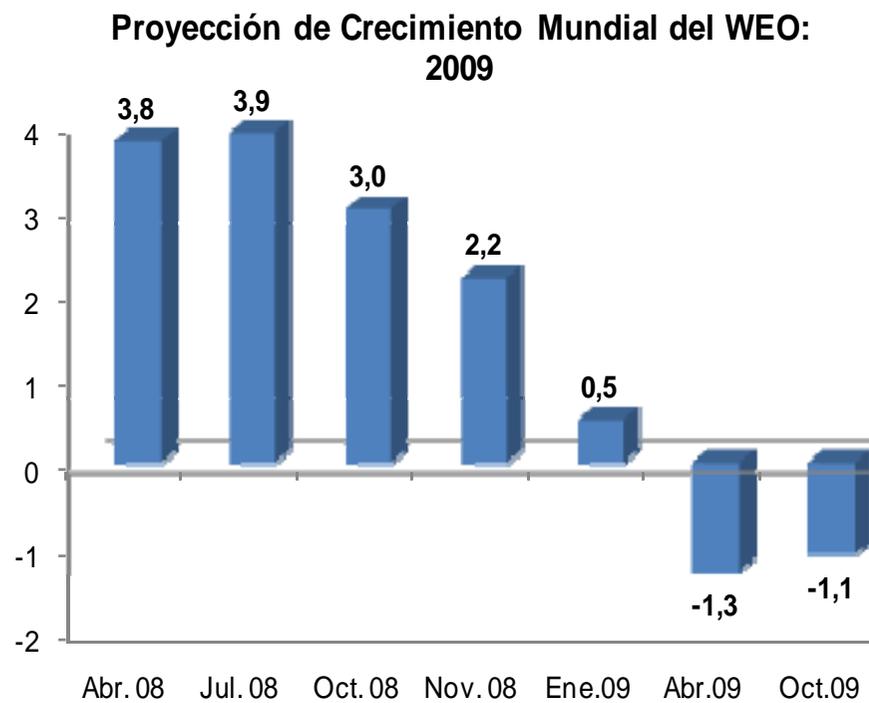


Condiciones de crédito:
empresas grandes



- 
1. Respuestas de política frente a la crisis.
 2. Recuperación de los mercados.
 3. **Desarrollos recientes y perspectivas.**
 4. Balance de riesgos.

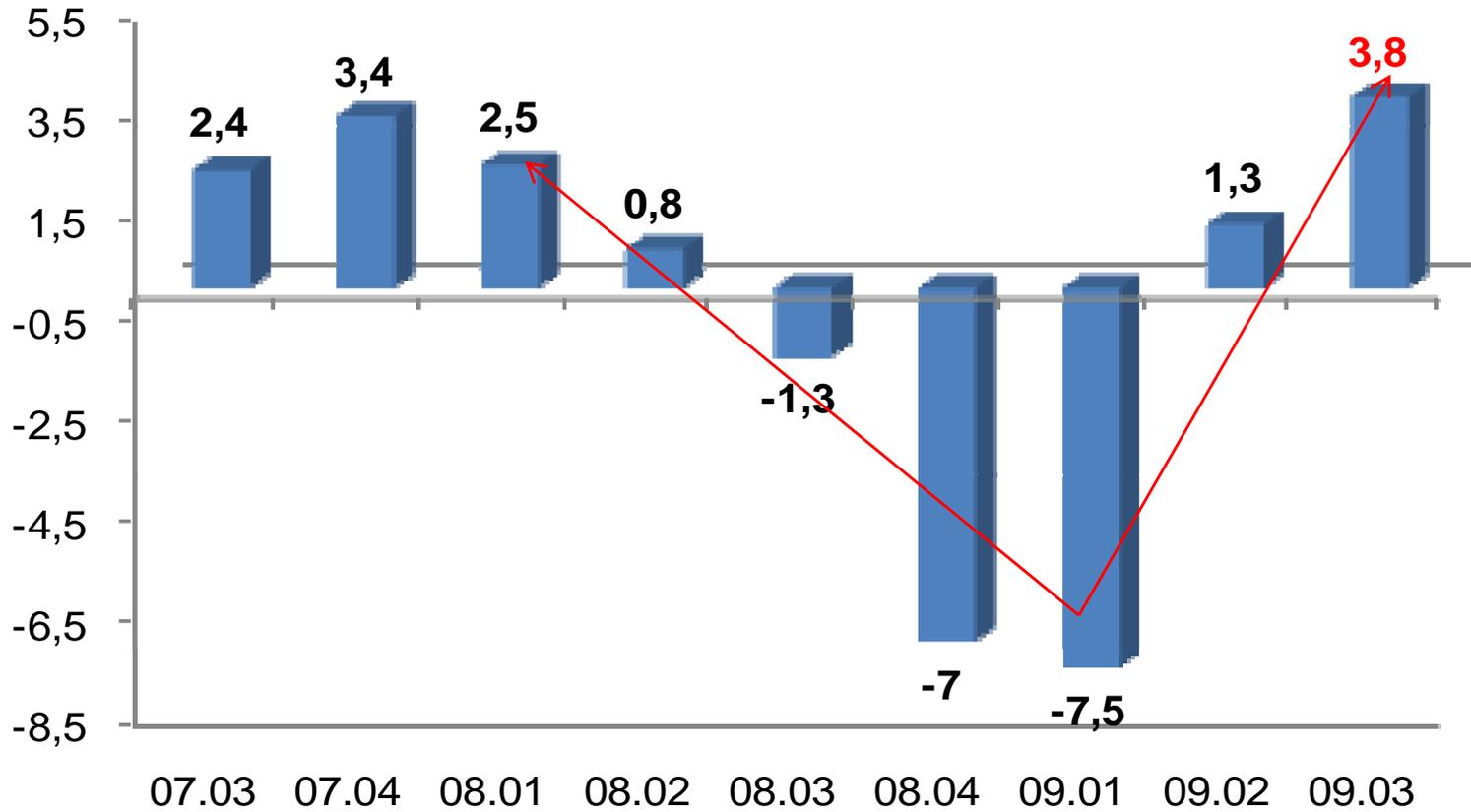
Proyecciones de crecimiento se revisan al alza



Fuente: FMI, WEO (varios reportes)

La recuperación económica toma forma de “V”

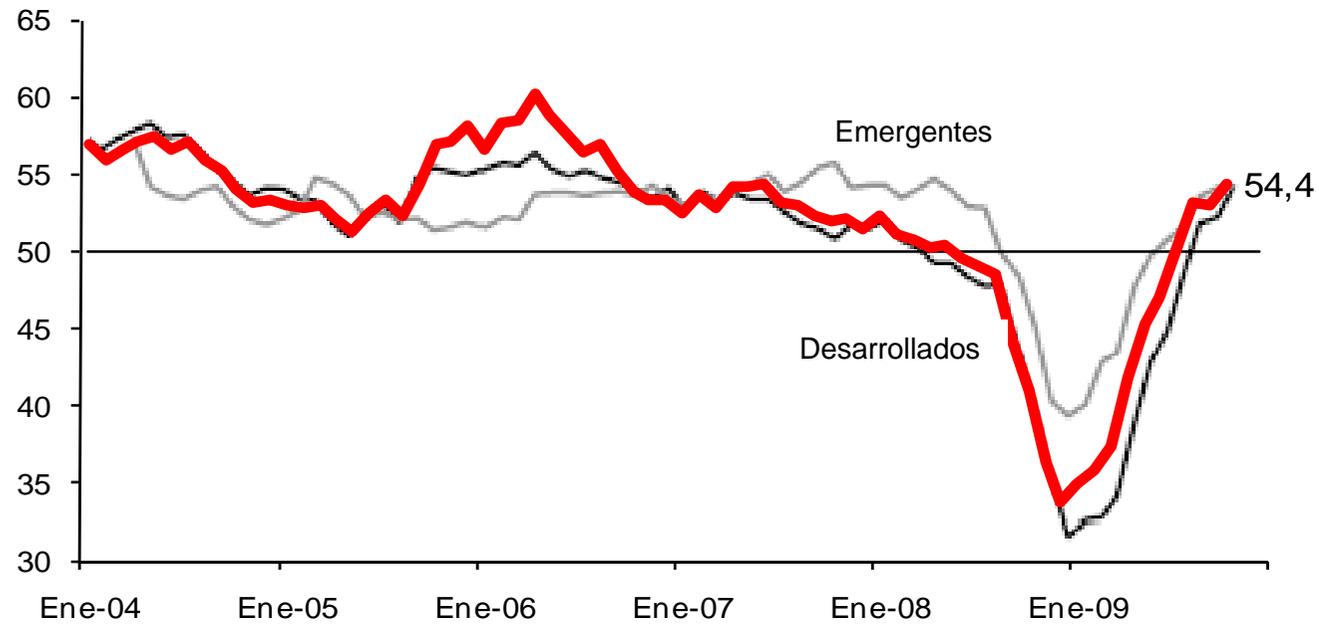
Ejecución del Crecimiento Mundial



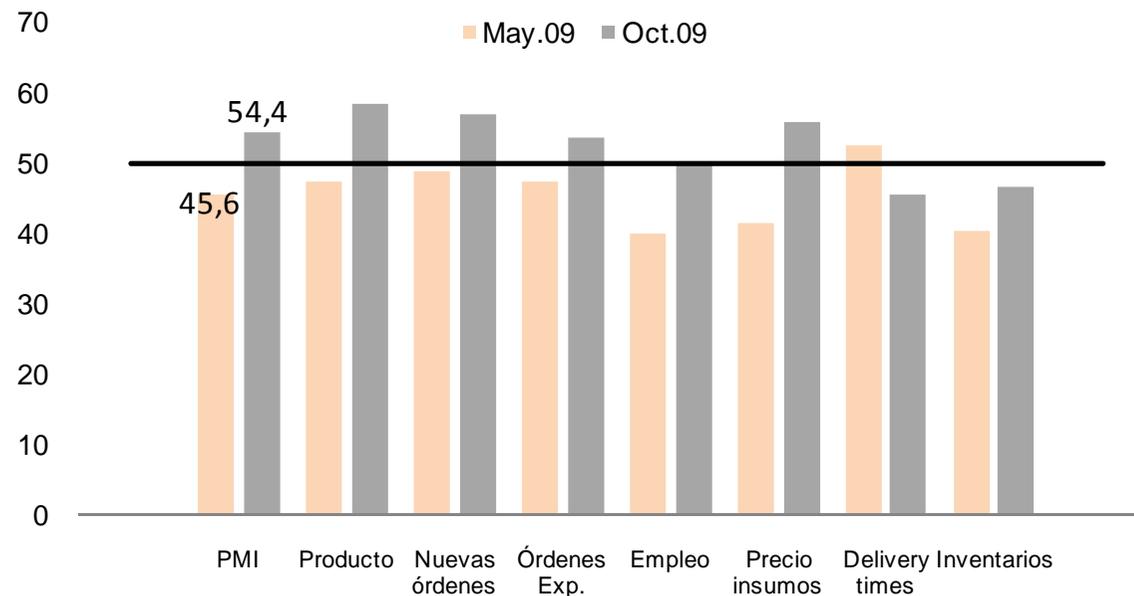
Fuente: JP Morgan

Recuperación se da a nivel de casi todas las economías

JPMorgan: PMI Manufactura Global



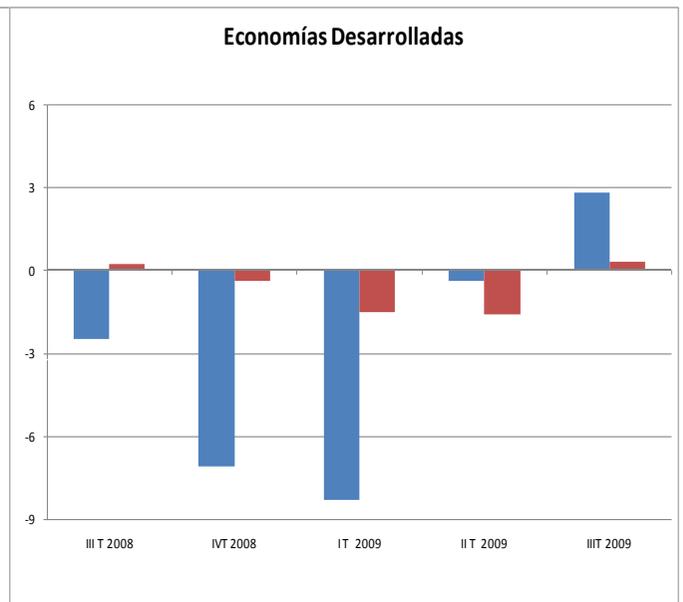
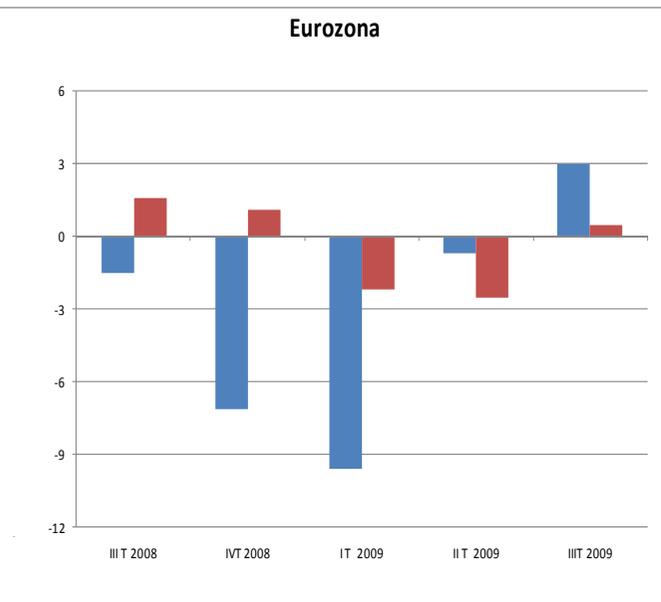
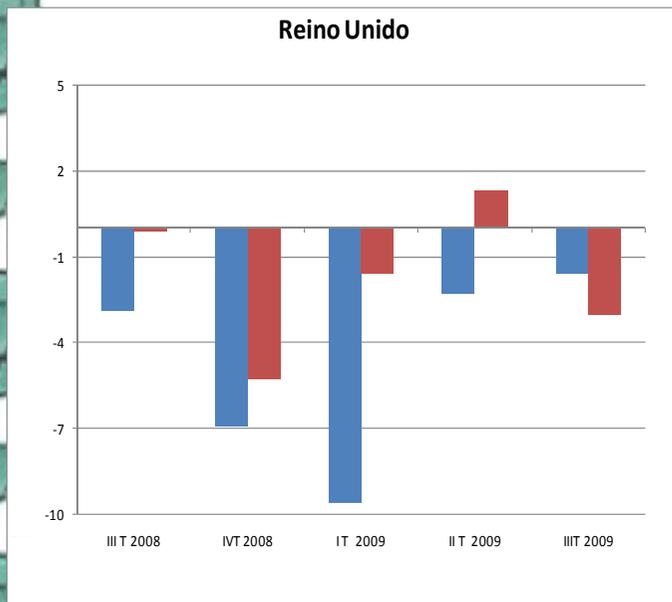
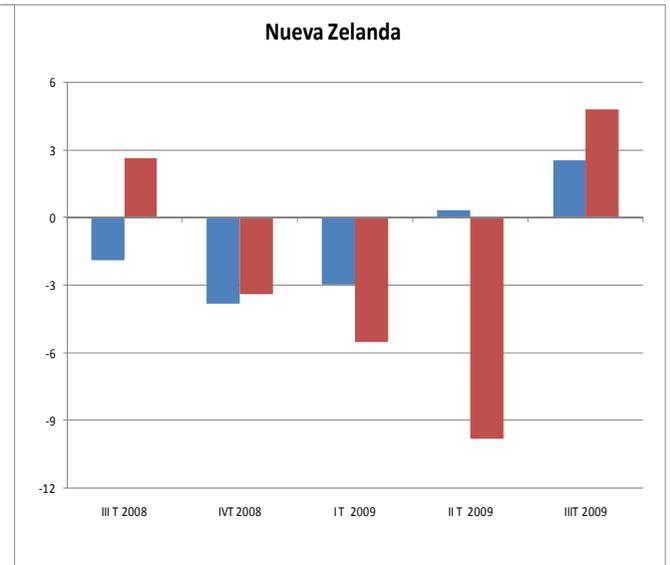
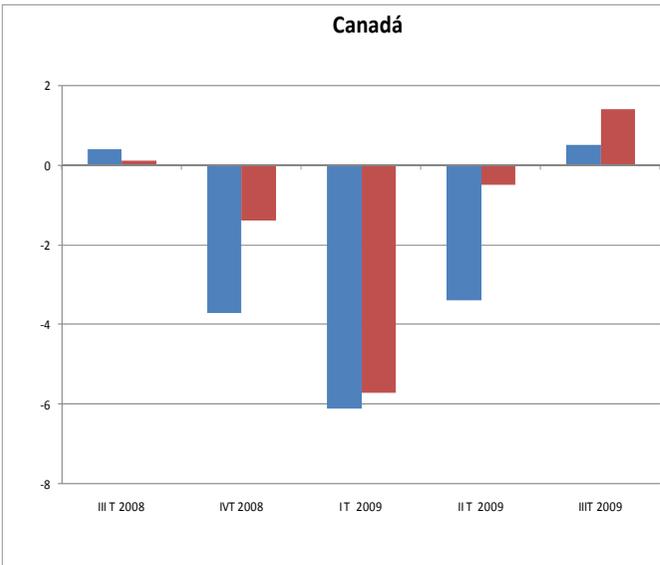
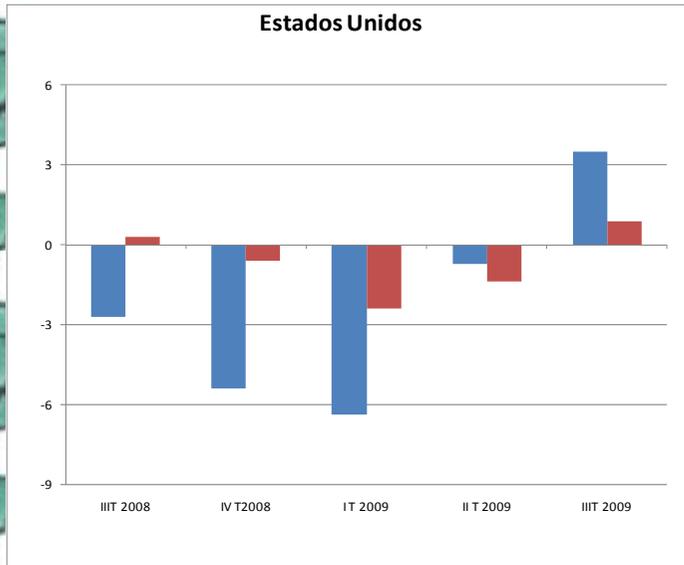
PMI por componentes



Fuente: Bloomberg y JPMorgan.

El efecto del ciclo de inventarios

CONTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DE INVENTARIOS AL CRECIMIENTO DEL PBI (%)



 Contribución de Inventarios

 PBI

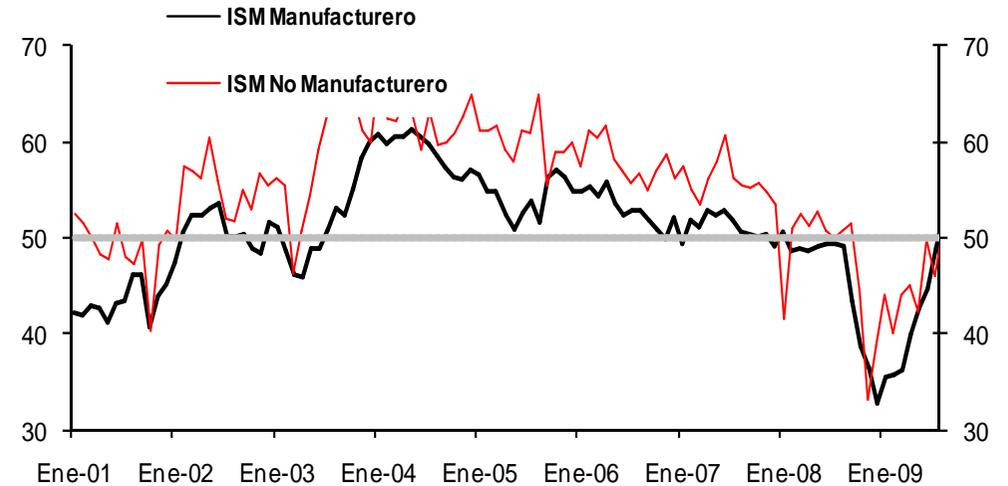
La recuperación económica en EE.UU.

EE.UU.: Contribución al crecimiento

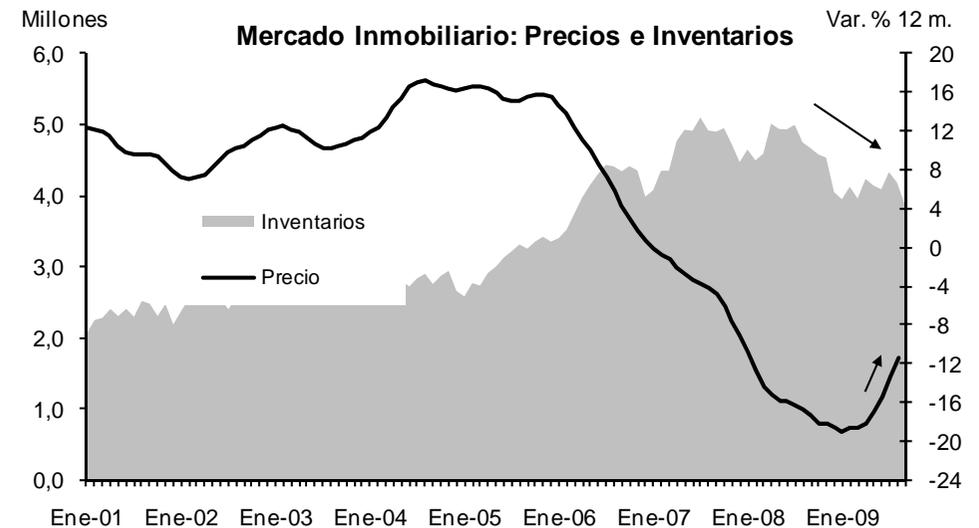
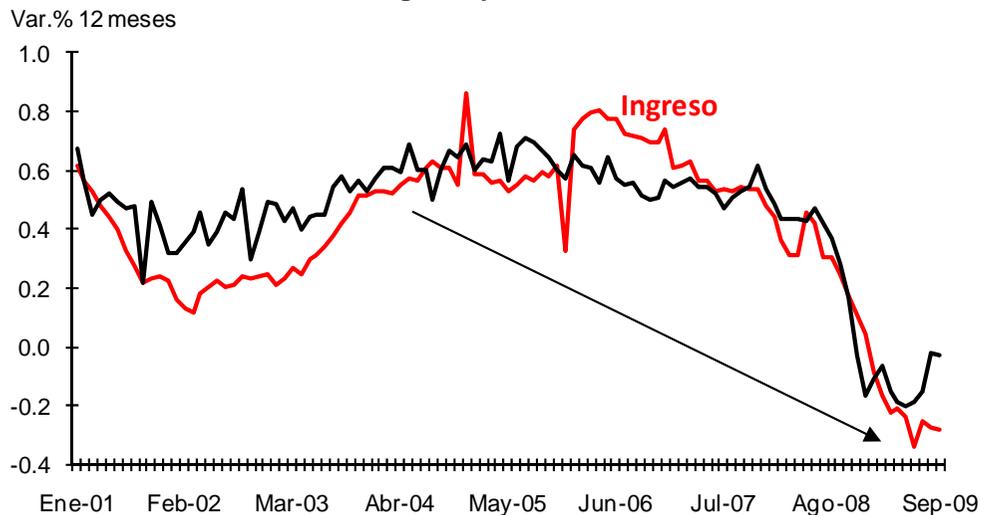
Tasas trimestrales anualizadas

	T108	T208	T308	T408	T109	T209	T309
PBI	-0,7	1,5	-2,7	-5,4	-6,4	-0,7	3,5
Consumo Personal	-0,4	0,1	-2,5	-2,2	0,4	-0,6	2,4
Duradero	-0,8	-0,5	-1,0	-1,6	0,3	-0,4	1,5
No Duradero	-0,5	0,4	-0,9	-0,8	0,3	-0,3	0,3
Servicios	0,9	0,2	-0,6	0,3	-0,1	0,1	0,6
Inversión Bruta	-1,2	-1,7	-1,0	-3,9	-9,0	-3,1	1,2
Inversión Fija	-1,0	-0,4	-1,3	-3,3	-6,6	-1,7	0,3
No Residencial	0,3	0,2	-0,7	-2,5	-5,3	-1,0	-0,2
Residencial	-1,2	-0,6	-0,6	-0,8	-1,3	-0,7	0,5
Inventarios	-0,2	-1,3	0,3	-0,6	-2,4	-1,4	0,9
Exportaciones Netas	0,4	2,4	-0,1	0,5	2,6	1,7	-0,5
Exportaciones	0,0	1,5	-0,5	-2,7	-4,0	-0,5	1,5
Gasto de Gobierno	0,5	0,7	1,0	0,2	-0,5	1,3	0,5

Índices de actividad industrial ISM



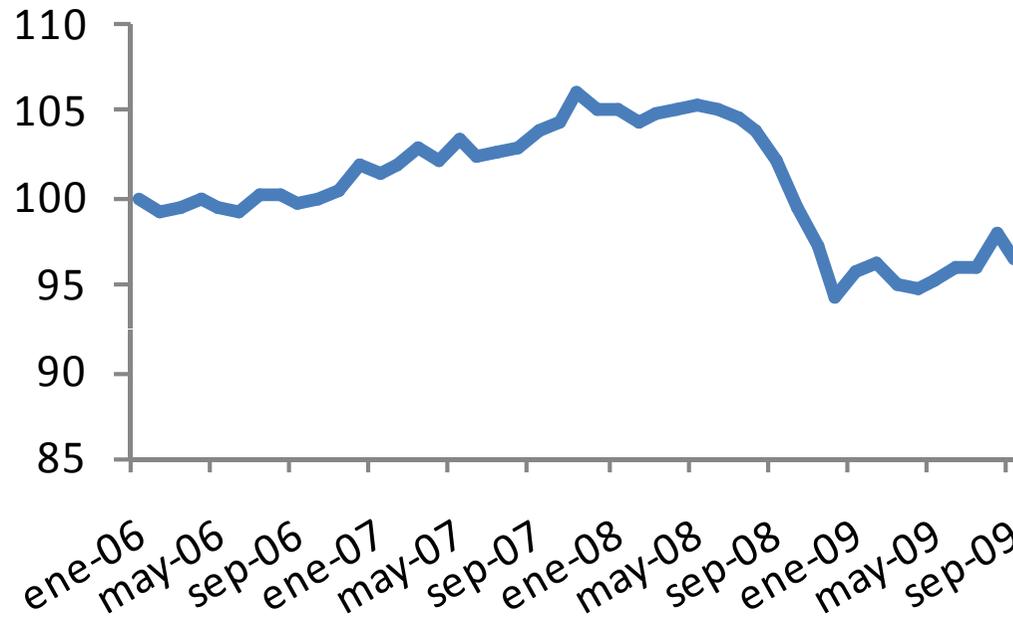
Ingreso y Gasto Personal



Debilidad en el consumo de EE.UU.



Ventas Minoristas (Ene06=100)



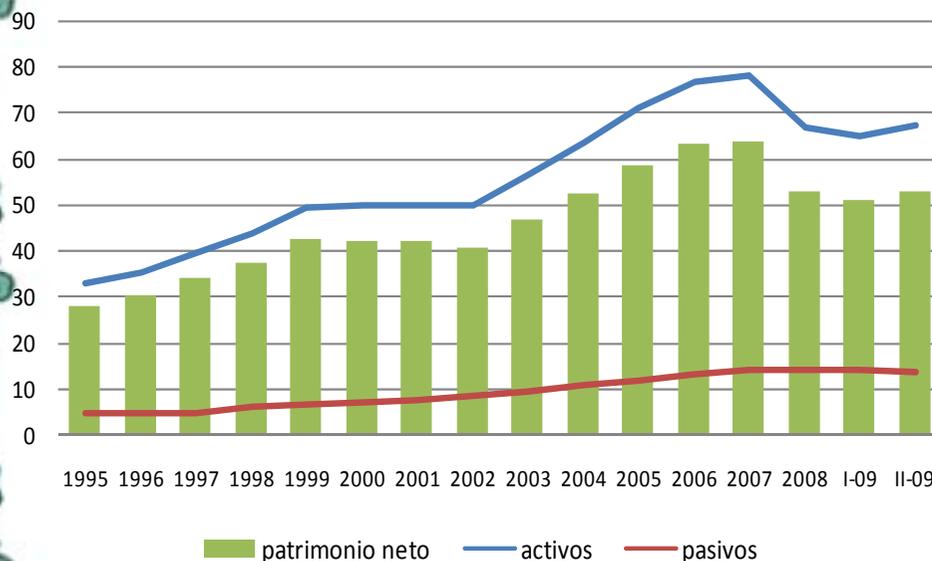
Debilidad en el consumo de EE.UU.

EE.UU.: Riqueza neta de las familias (US\$ billones)

	2007	%	2T.09	%	Var.% 2T.09/2007
Activos	78,2	100	67,2	100	-14
Tangibles	27,5	35	24,8	37	-10
Inmobiliario	22,9	29	20,0	30	-12
Otros	4,6	6	4,8	7	4
Financieros	50,7	65	42,4	63	-16
Depósitos	7,4	9	7,8	12	5
Fondos de Pensiones	13,4	17	10,7	16	-20
Acciones y Fondos Mutuos	23,1	29	17,0	25	-26
Otros	6,9	9	6,9	10	1
Pasivos	14,3	100	14,1	100	-2
Hipotecas	10,5	73	10,4	74	-1
Créditos de consumo	2,6	18	2,5	18	-3
Otros	1,3	9	1,2	8	-7
Patrimonio Neto (PN)	63,9	100	53,1	100	-17
Inmobiliario		36		38	
Bolsa+Fondos Mutuos		36		32	
Fondo de Pensiones		21		20	

Fuente: FED, Flow of Funds Accounts of the USA.

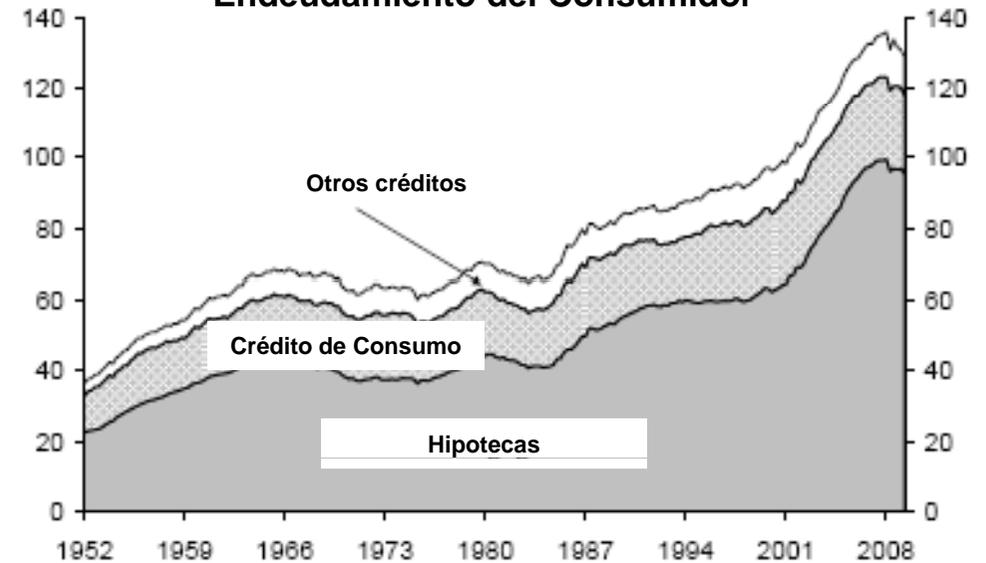
EE.UU: Flujo de fondos de las familias (billones de US\$)



Fuente: FED

% Ing.Disp.

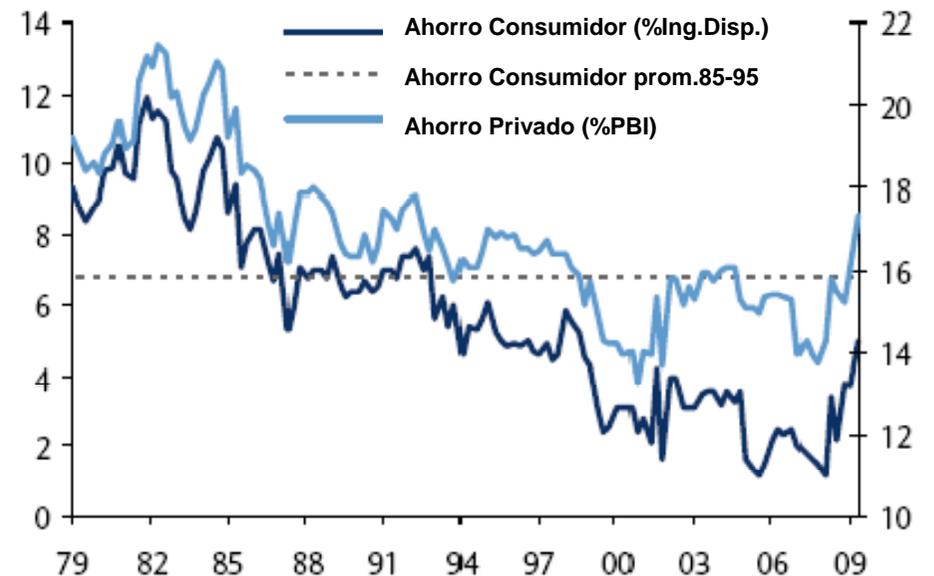
Endeudamiento del Consumidor



Fuente: Deutschebank.

Ahorro del Consumidor

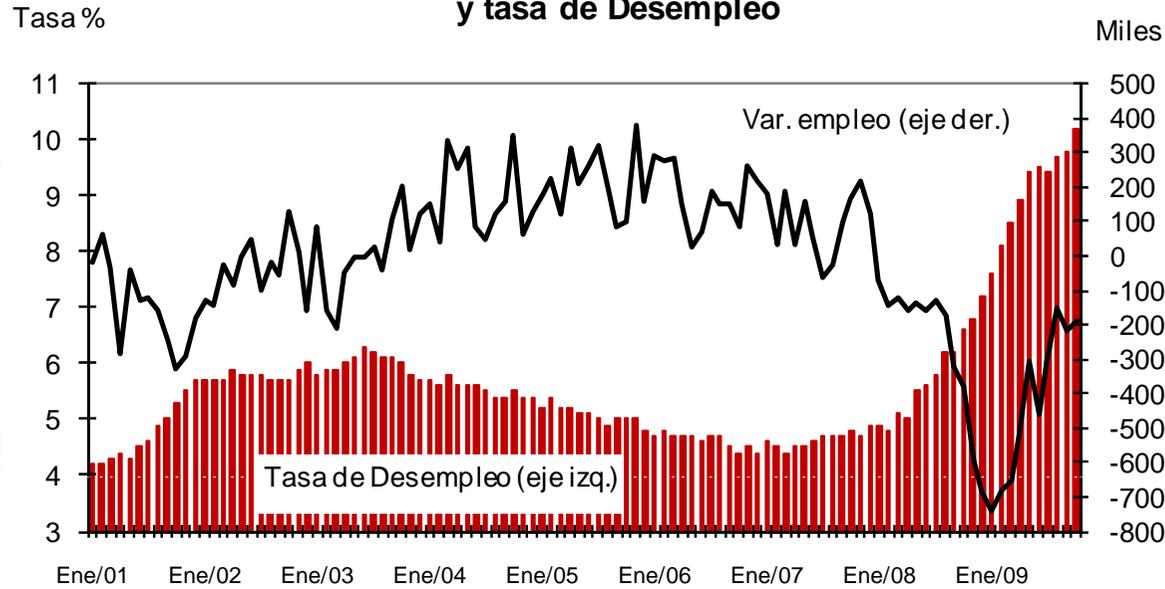
Ahorro Privado



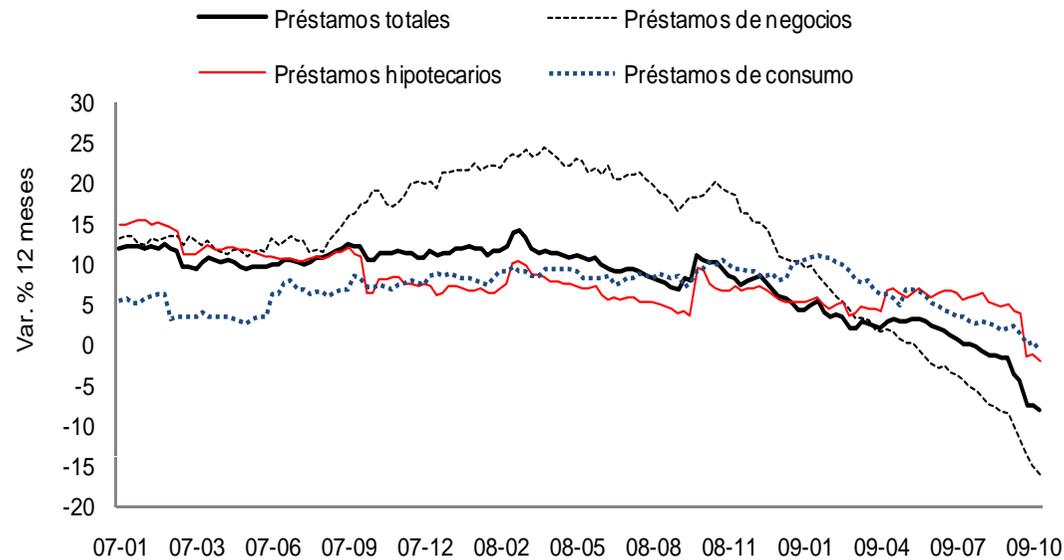
Fuente: Barclays.

Debilidad en el consumo de EE.UU.

EE.UU.: Empleo (cambio en las nóminas no agrícolas) y tasa de Desempleo



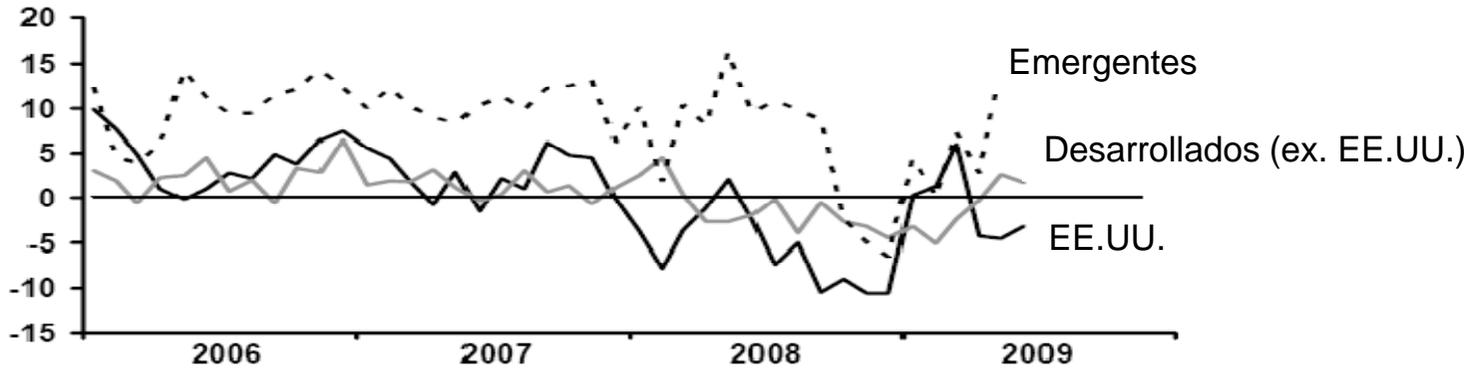
EE.UU.: Saldo de préstamos de la Banca Comercial



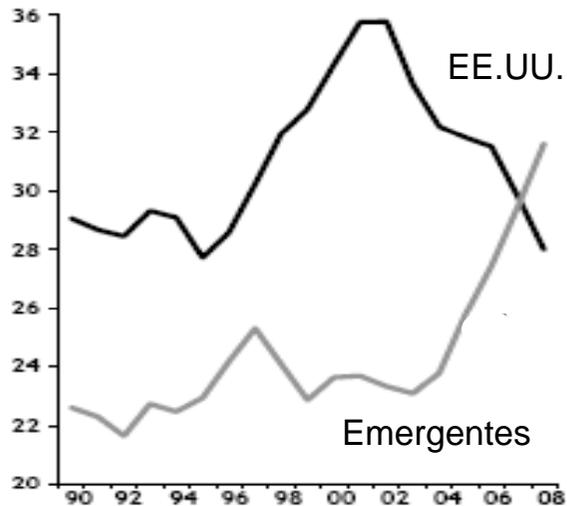
Fuente: Bloomberg

Debilidad en el consumo de EE.UU.

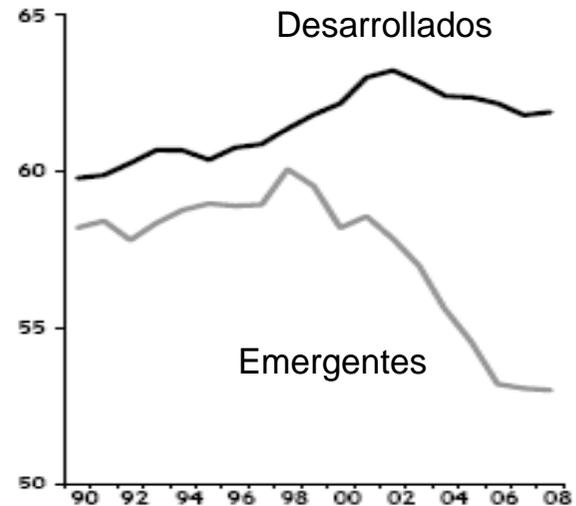
Consumo de Bienes
(Var.% Trim.)



Consumo Global
(% del gasto de consumo)



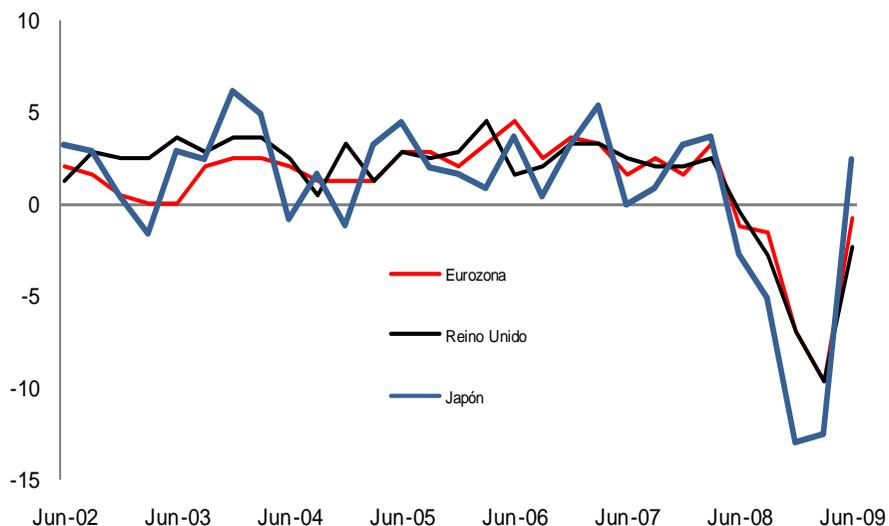
Participación del Consumo
(% del PBI)



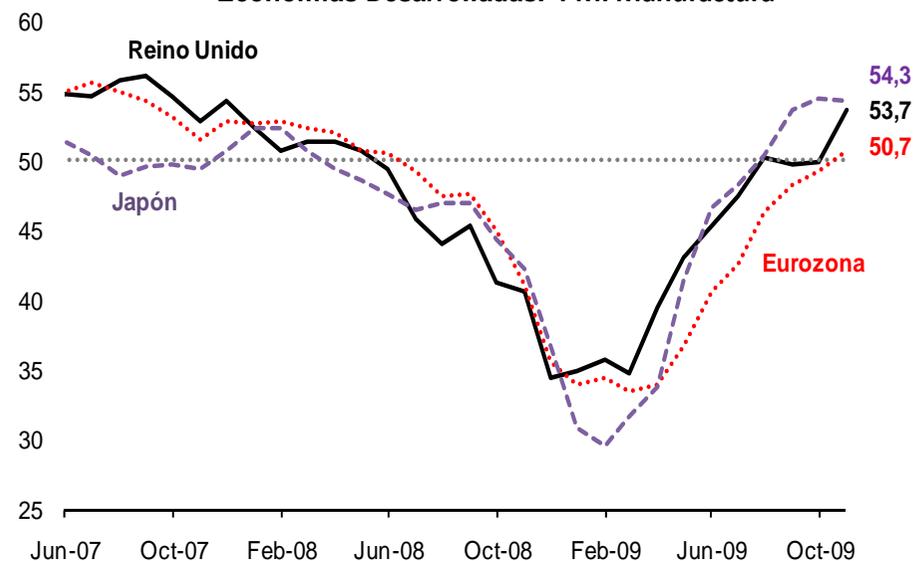
Fuente: JP Morgan

La recuperación económica toma forma de "V": Otros desarrollados

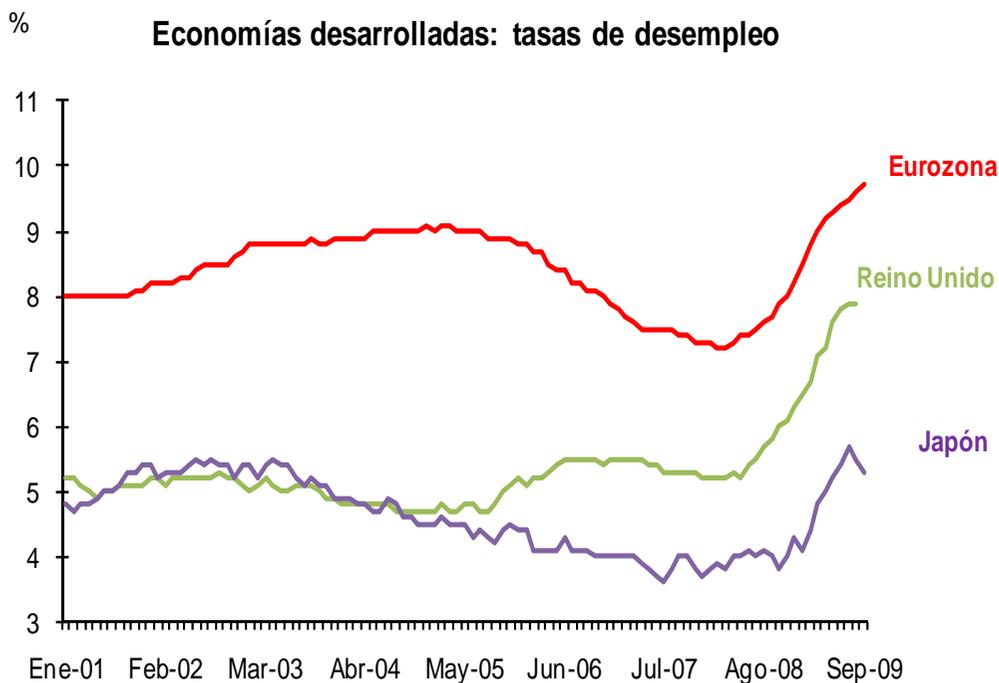
PBI: Crecimiento trimestral anualizado



Economías Desarrolladas: PMI Manufactura



Economías desarrolladas: tasas de desempleo



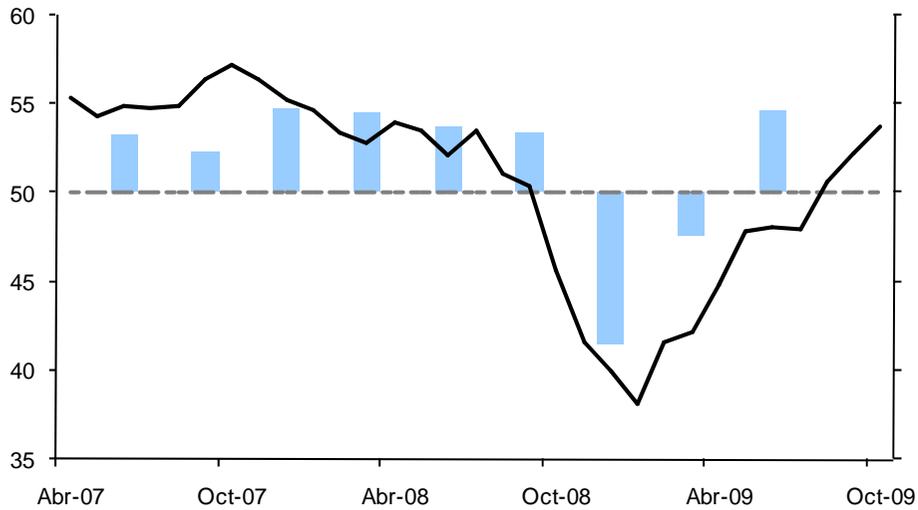
PBI y contribuciones al crecimiento (%)

	2008				2009	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
PBI (var.% trimestral anualizada)						
Japón	3,5	-2,8	-5,1	-12,8	-12,4	2,3
Eurozona	3,1	-1,3	-1,5	-7,1	-9,6	-0,7
Reino Unido	2,4	-0,3	-2,9	-6,9	-9,6	-2,3
Contribución al crecimiento en p.p.)						
X-M						
Japón	2,5	-1,4	-0,6	-9,6	-6,0	5,2
Eurozona	0,5	1,1	-2,2	-4,7	-2,4	2,3
Reino Unido	1,5	2,0	0,5	2,2	0,6	1,0
Consumo						
Japón	5,4	-3,7	0,5	-2,9	-4,6	3,0
Eurozona	0,8	-1,7	0,0	-1,8	-2,1	0,3
Reino Unido	3,3	-0,3	-1,5	-4,7	-6,0	-2,6
Inversión						
Japón	3,4	-7,1	-11,1	-16,6	-22,9	-12,3
Eurozona	2,8	-5,0	-5,7	-13,3	-19,8	-6,0
Reino Unido	-13,6	2,0	-13,8	-8,4	-26,2	-19,3

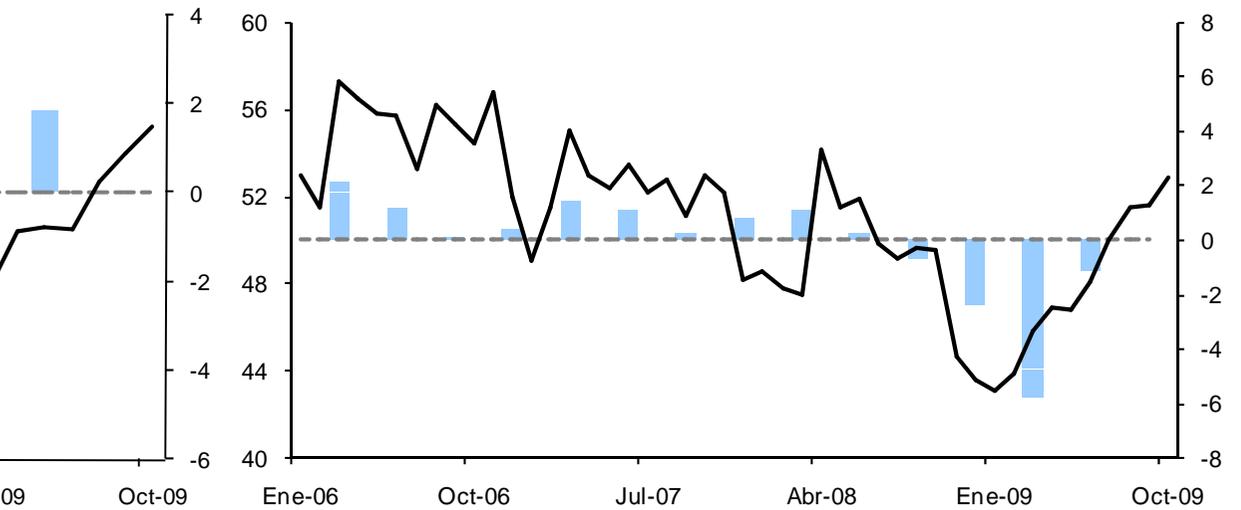
Fuente: Bloomberg y JP Morgan

La recuperación económica toma forma de “V” también en otras regiones industrializadas y emergentes

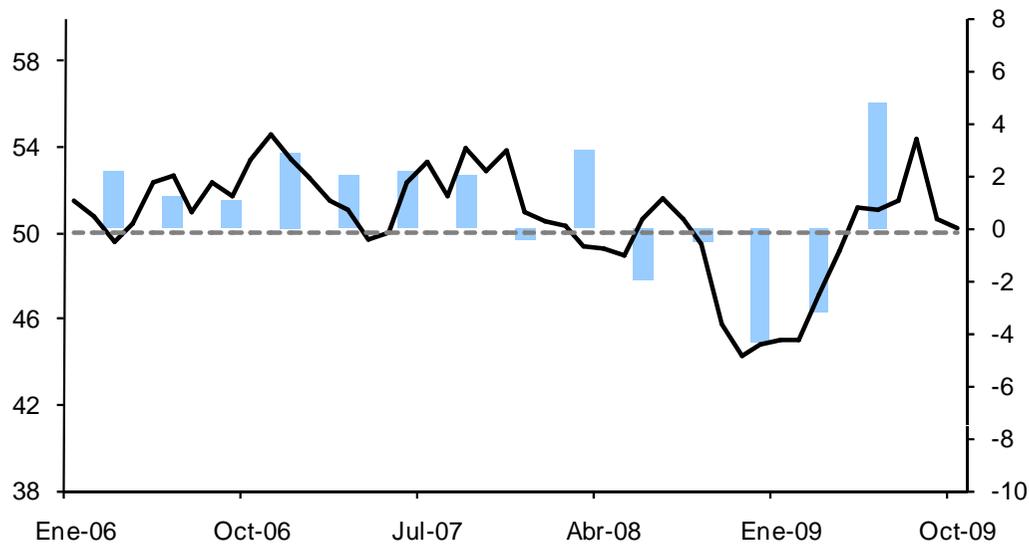
Brasil: PMI Manufactura y PBI



México: PMI Manufactura y PBI

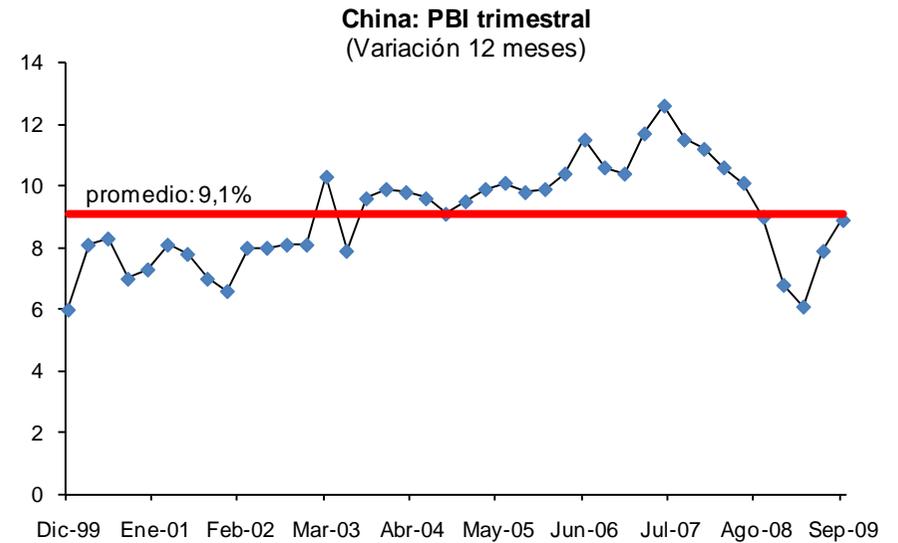
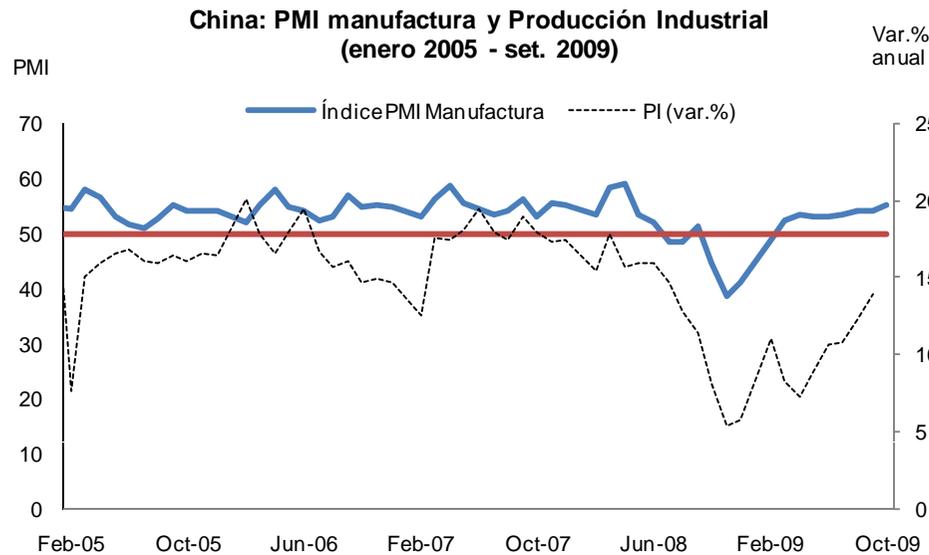


Singapur: PMI Manufactura y PBI



Fuente: Bloomberg y JP Morgan.

La recuperación global descansa fuertemente en el crecimiento de emergentes, China en particular



China: Indicadores de margen de políticas anticíclicas

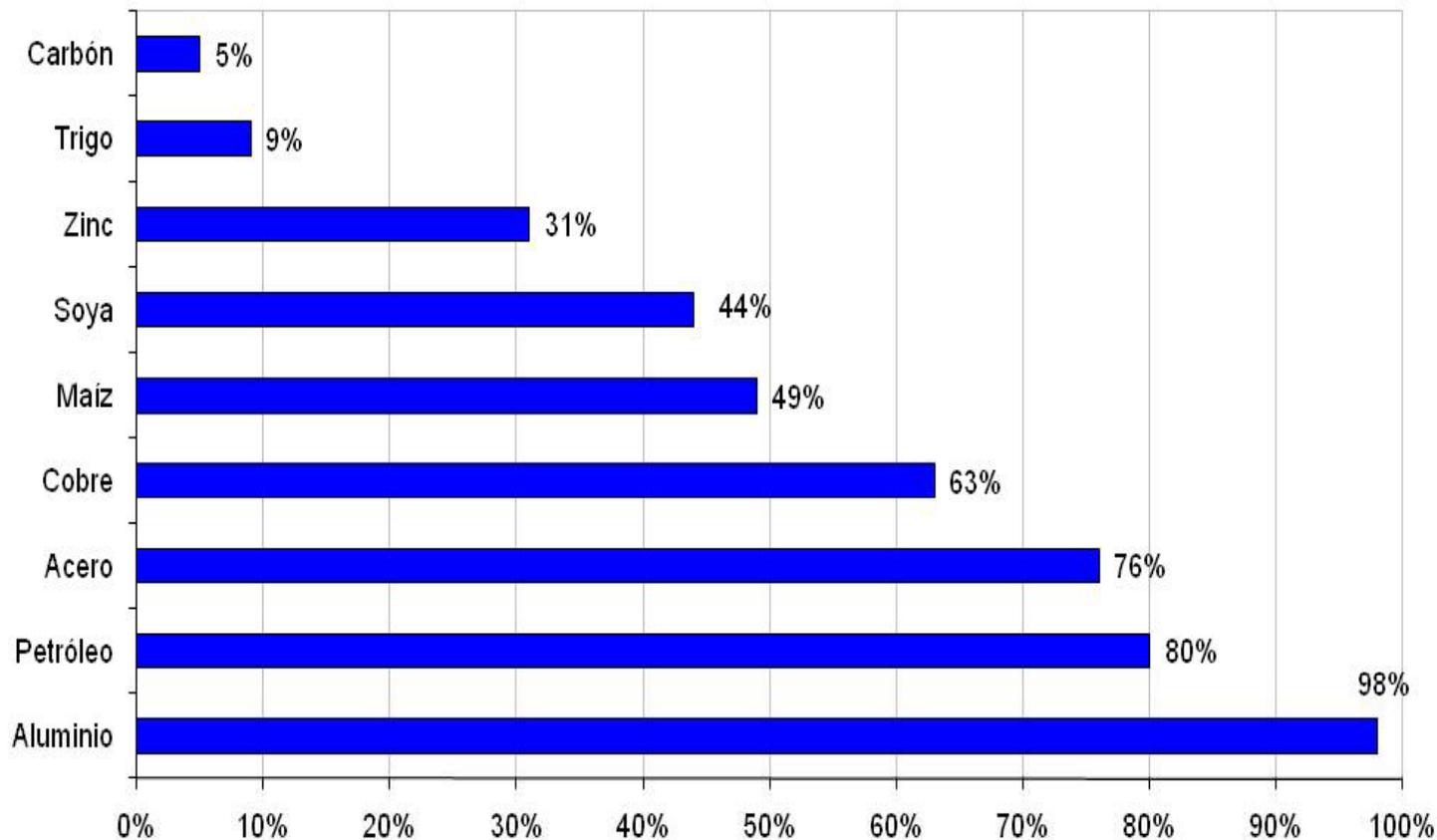
2008 (%PBI)		Inflación (tasas 12meses)		Var% del tipo de cambio
Deuda Pública	Saldo Cuenta Corriente	Dic.2007	Set.2009	dic.08-oct.09
13	8,2	6,5	-0,8	0,1

Fuente: Bloomberg, Moodys y JPMorgan.

Sobre las perspectivas de crecimiento de China

Es indudable su peso en el mercado de commodities

Participación de China en el incremento del consumo de commodities en 2009



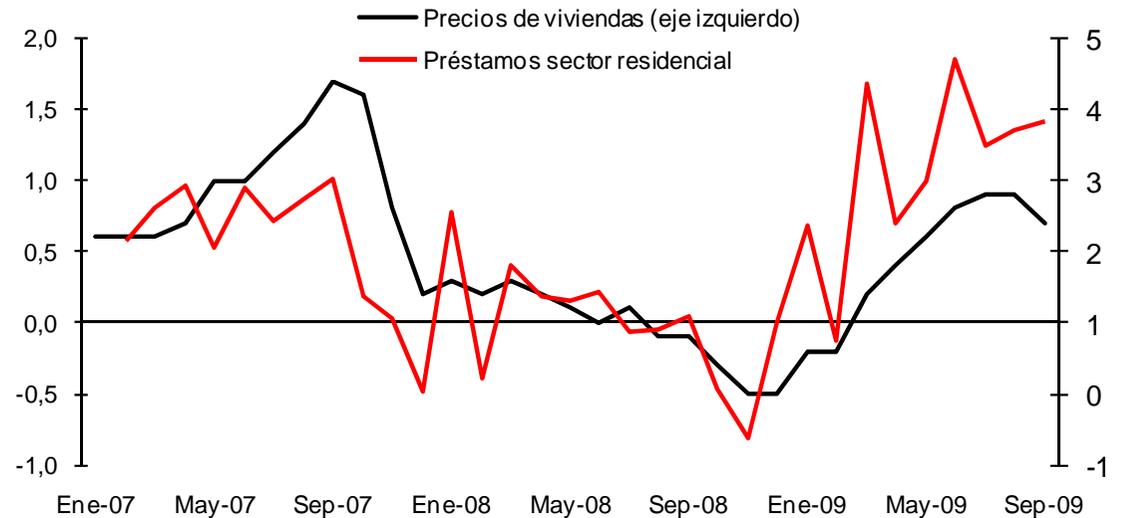
Fuente: Deutsche Bank

¿Es sostenible el crecimiento de China?

PBI CHINA: COMPOSICIÓN

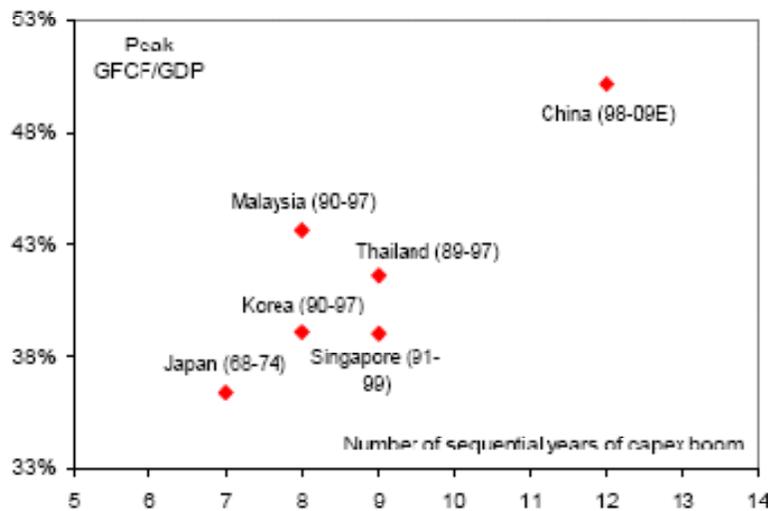
	2007	2008
Consumo	35,9%	32,4%
Inversión	40,9%	40,2%
Gasto Público	13,9%	20,1%
X - M	1,2%	7,3%

Créditos al sector inmobiliario y precios de viviendas (variaciones porcentuales mensuales)



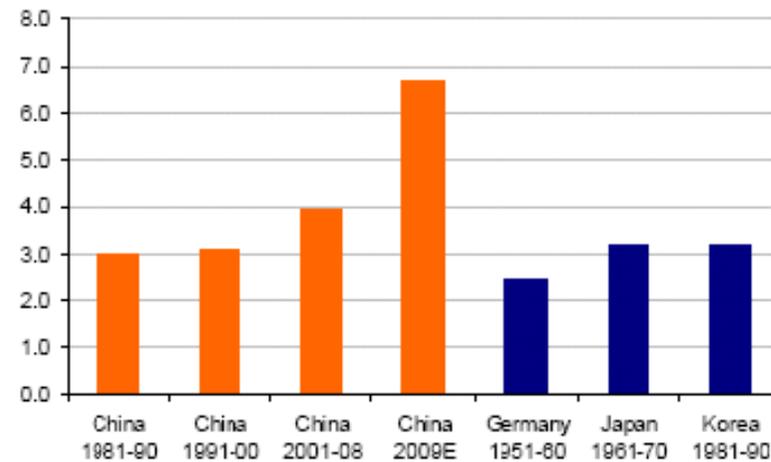
Source: Bloomberg

Intensity and duration of capex booms*



Source: IMF, Pivov

Incremental Capital Output Ratio (ICOR) for China and selected countries

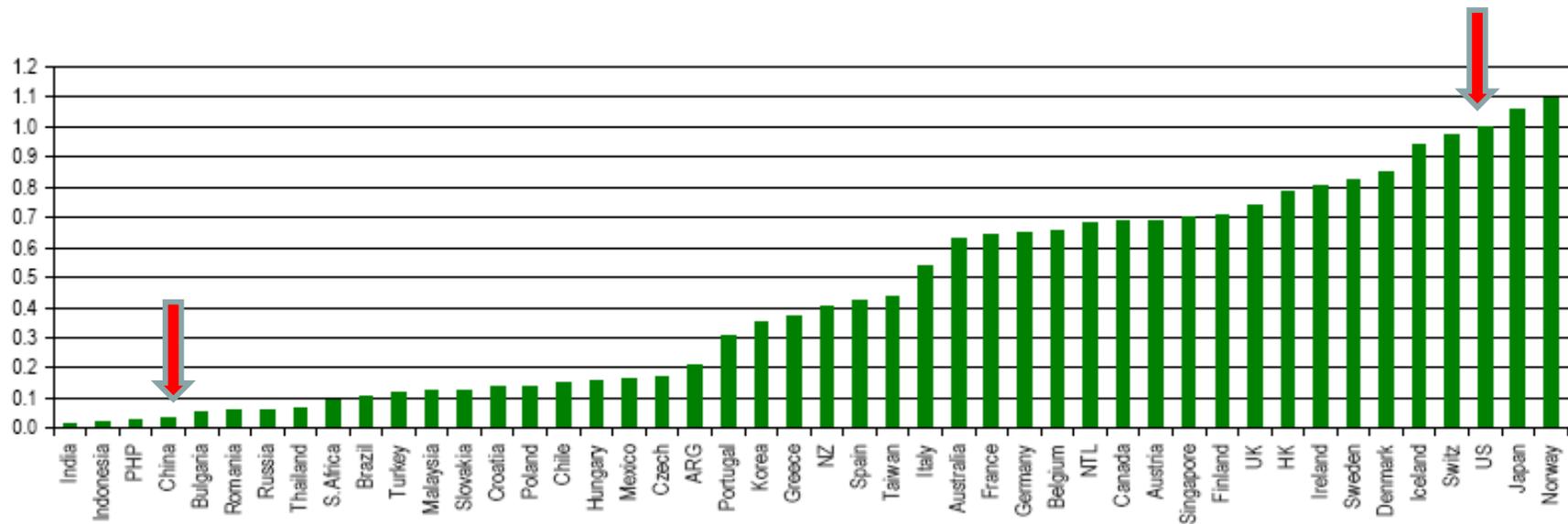


Source: IMF, Pivov

¿China podrá sostener el crecimiento de la economía mundial?

- EE.UU se mantiene como principal socio comercial de las economías emergentes, salvo Asia.
- Consumo de China es seis veces más bajo que el de EE.UU.
- Ingreso percápita es menos de la décima parte de la de EE.UU.

Ingreso percápita, relativo a EE.UU. (2008)



Source: IMF/UBS estimates

¿China podrá sostener el crecimiento de la economía mundial?

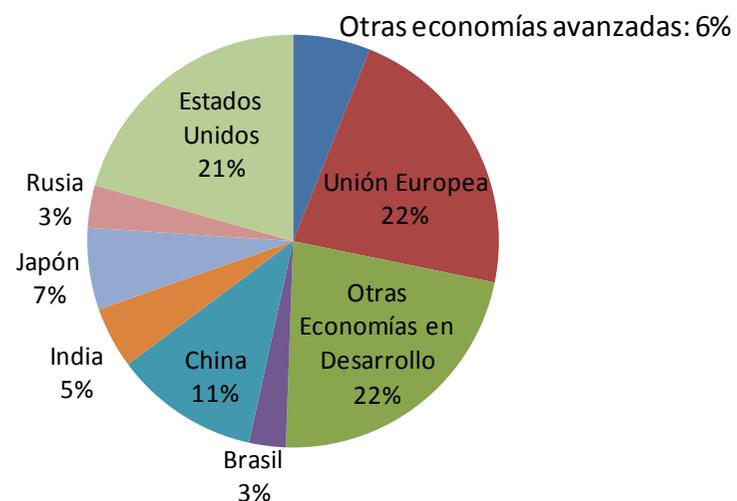
A pesar del importante crecimiento de China, EE.UU sigue siendo la economía más grande.

Participación en el PBI mundial (%)

	1990	2000	2008
PPP			
China	4	7	11
EE.UU	23	24	21
Dólares corrientes			
China	2	4	7
EE.UU	25	31	24

Fuente: FMI

PARTICIPACION PBI PPP-2008



La forma de la recuperación de la economía mundial dependerá de cuán rápido y sostenible sea el crecimiento de EE.UU.

- 
1. Respuestas de política frente a la crisis.
 2. Recuperación de los mercados.
 3. Desarrollos recientes y perspectivas.
 4. **Balance de riesgos.**

The Economic Crisis: What's Next?

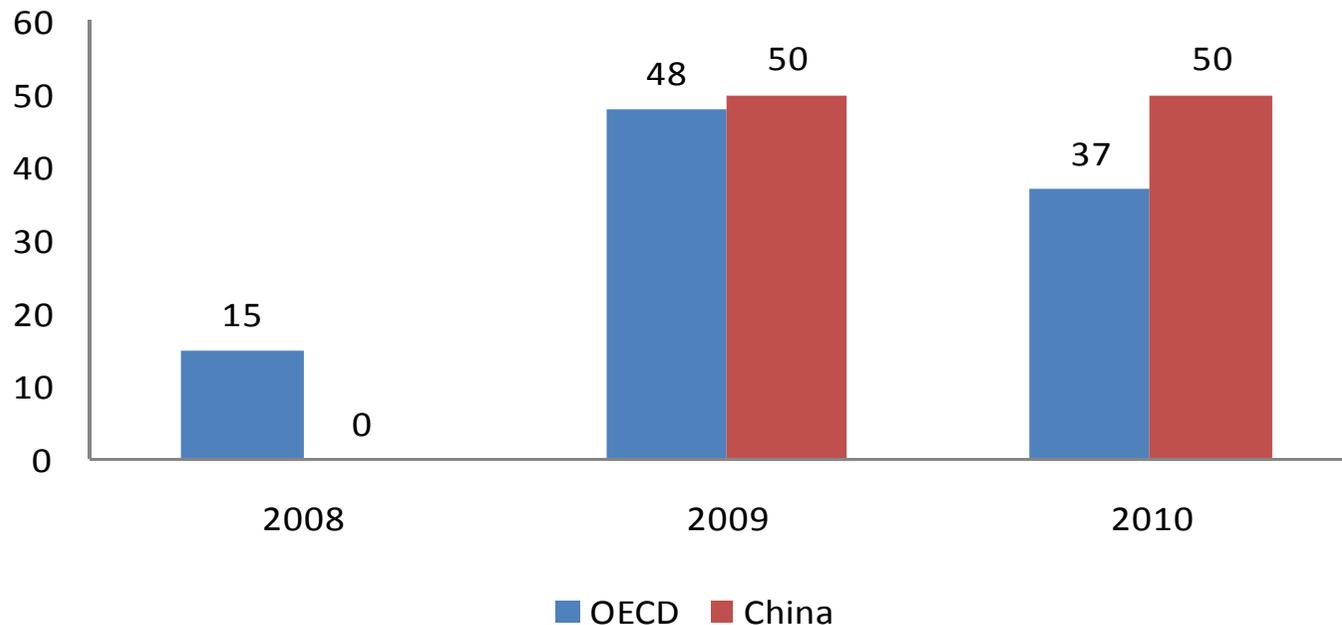


UNIVERSITY OF
DELAWARE

Amplitud de la crisis: después del efecto inventarios

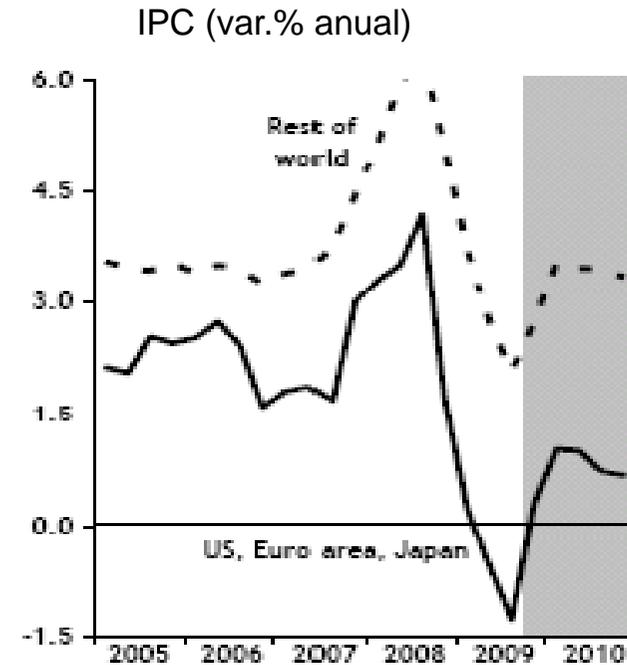
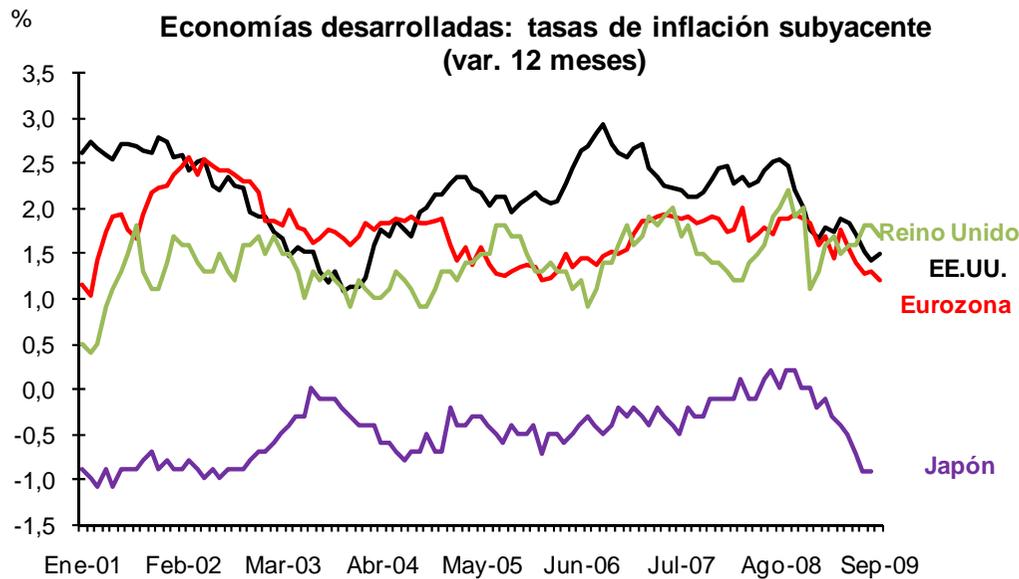
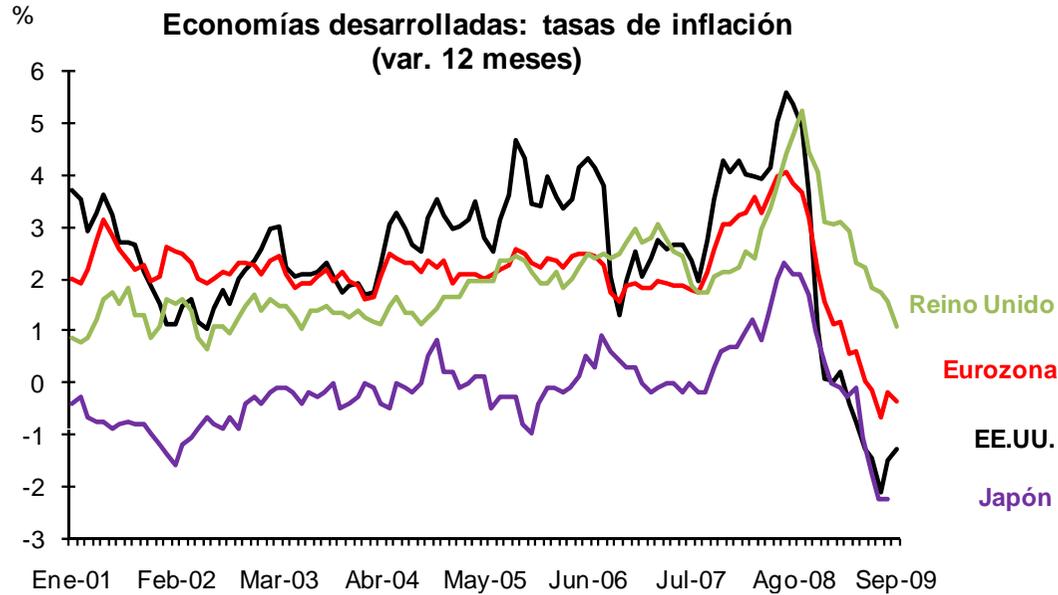
- Impacto de medidas fiscales aún por ejecutar puede coincidir con la recuperación de la demanda privada, generando presiones inflacionarias y presionando por el retiro del estímulo monetario

Distribución del Estímulo Fiscal (%)



OECD incluye sólo países con estímulo positivo
Fuente: Barclays Capital

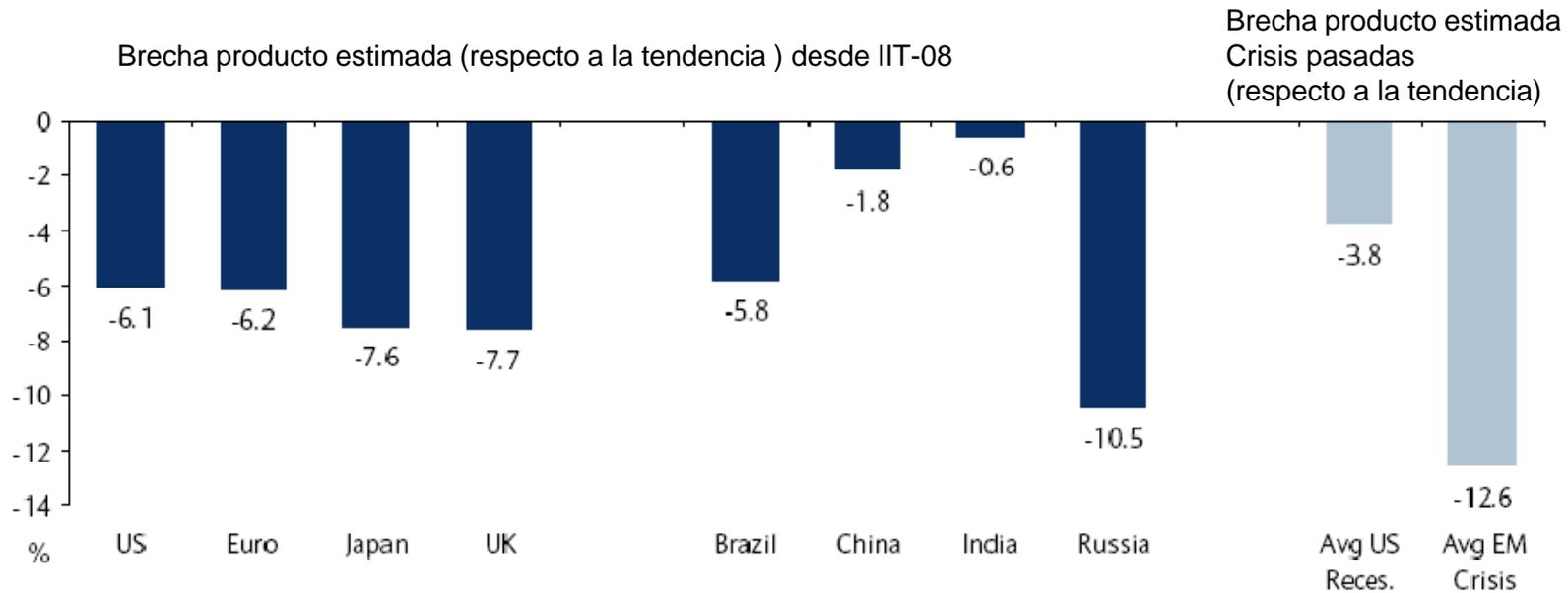
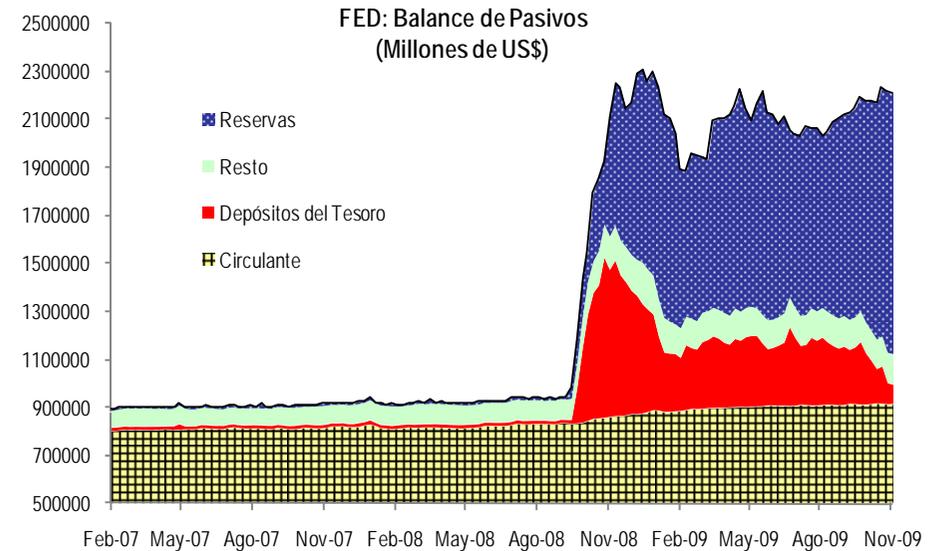
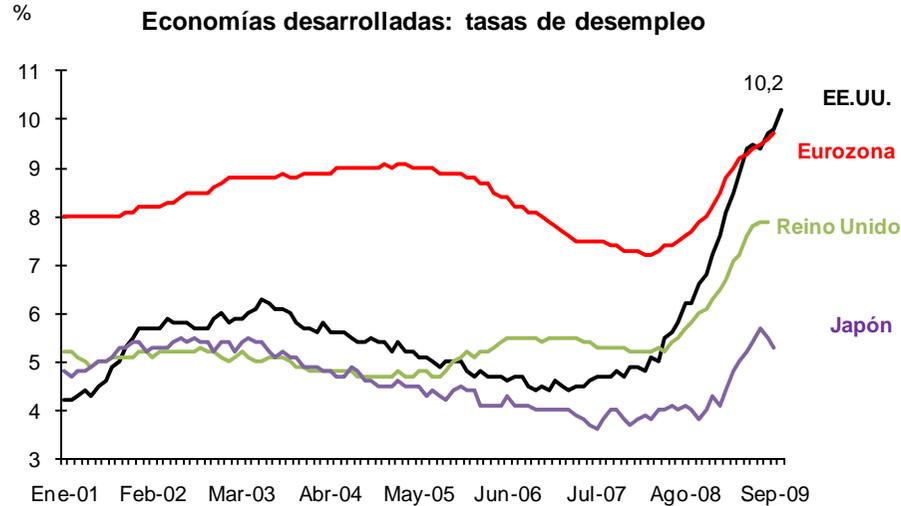
Temores inflacionarios por políticas anticíclicas y aumento de precio de commodities



Fuente: JPMorgan

Fuente: Bloomberg

Frenos a la inflación en el corto plazo: Elevado desempleo y brecha - producto negativa

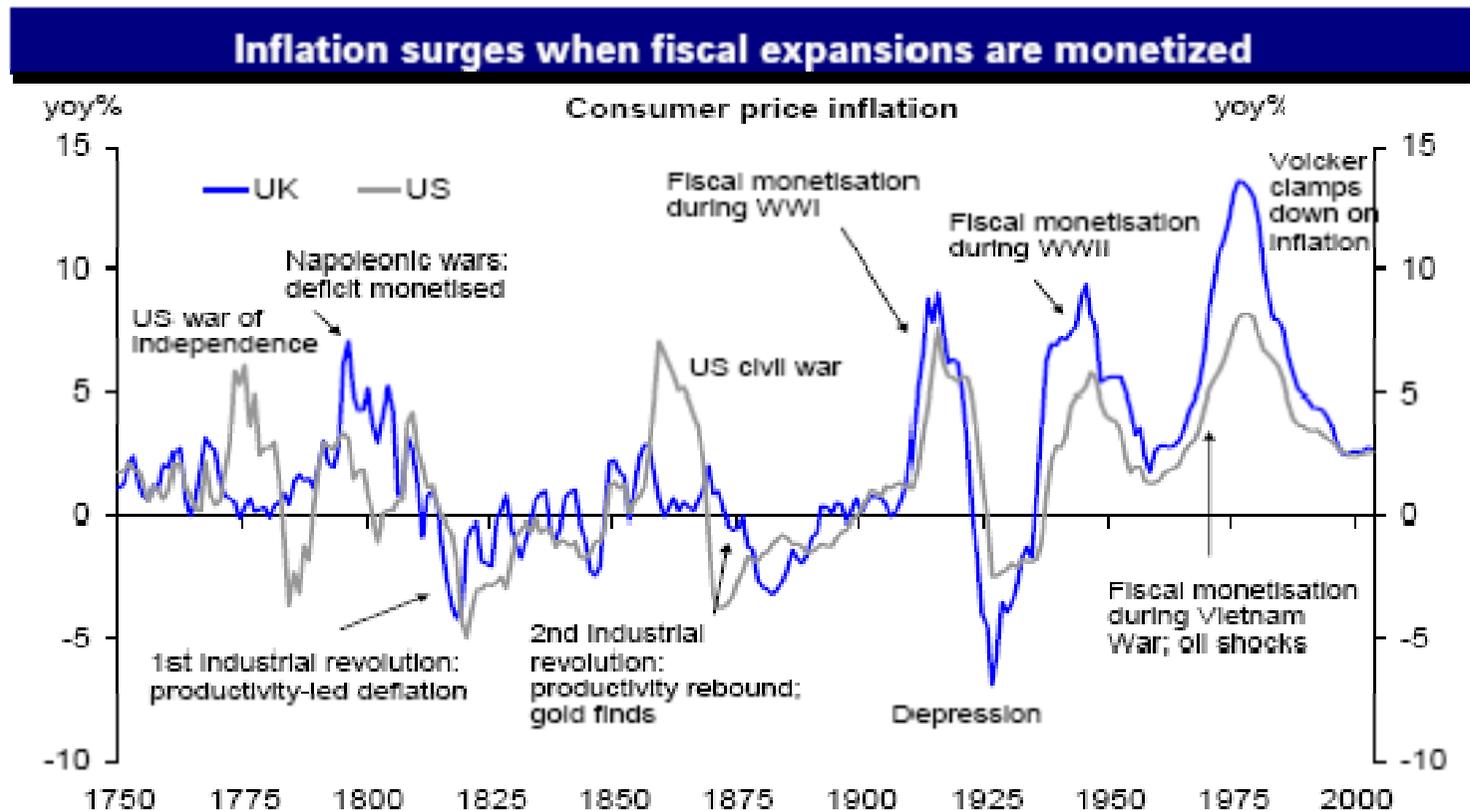


Fuente: Barclays Capital

Estrategia de salida: Not too early, not too fast

Alto endeudamiento genera presión inflacionaria a largo plazo:

- La crisis ha determinado un incremento significativo de los déficits.
- La deuda se puede retroalimentar del aumento esperado de tasas.
- DB: Experiencias pasadas indican que en países desarrollados cuando la deuda/sobre PBI supera el 100% se generan presiones inflacionarias.



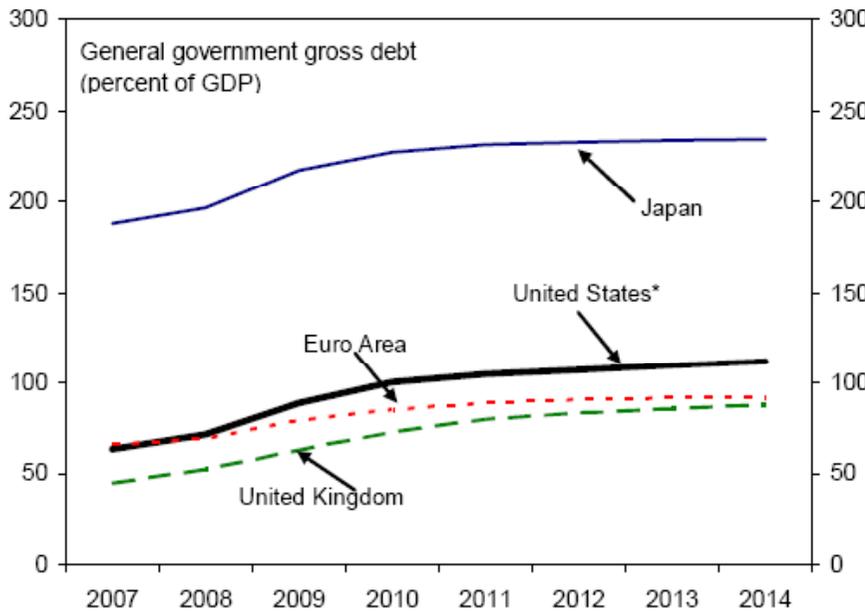
Source: DB Global Markets Research

Estrategia de salida: Not too early, not too fast

Estrategia de salida y sostenibilidad de la deuda pública:

Elevada deuda puede elevar el rendimiento de bonos (impacto negativo en mercado hipotecario)

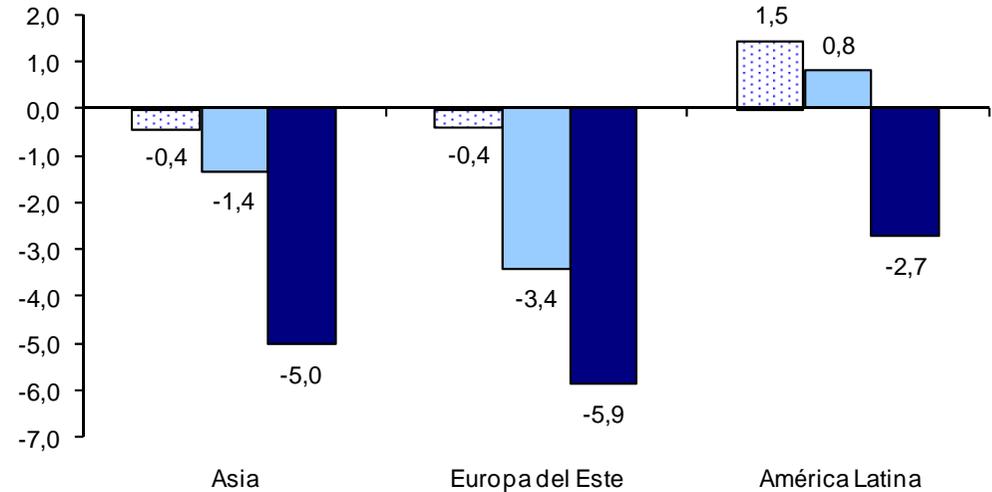
Balance entre la necesidad de un soporte adecuado de la política fiscal y asegurar la sostenibilidad de largo plazo.



Source: IMF

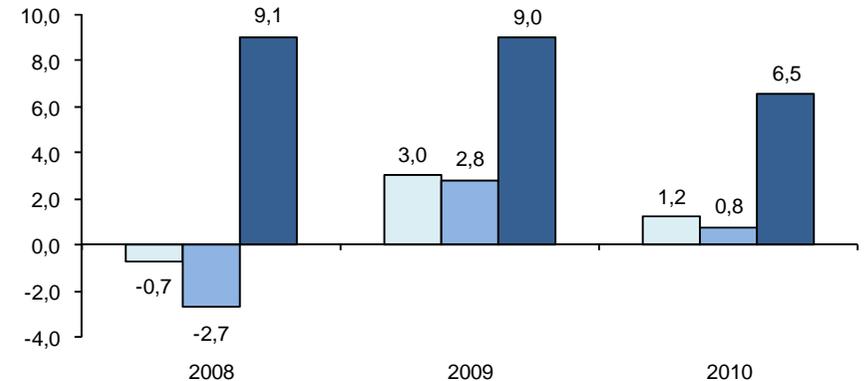
Gobierno General Balance Fiscal/PBI

□ 2007 □ 2008 ■ 2009



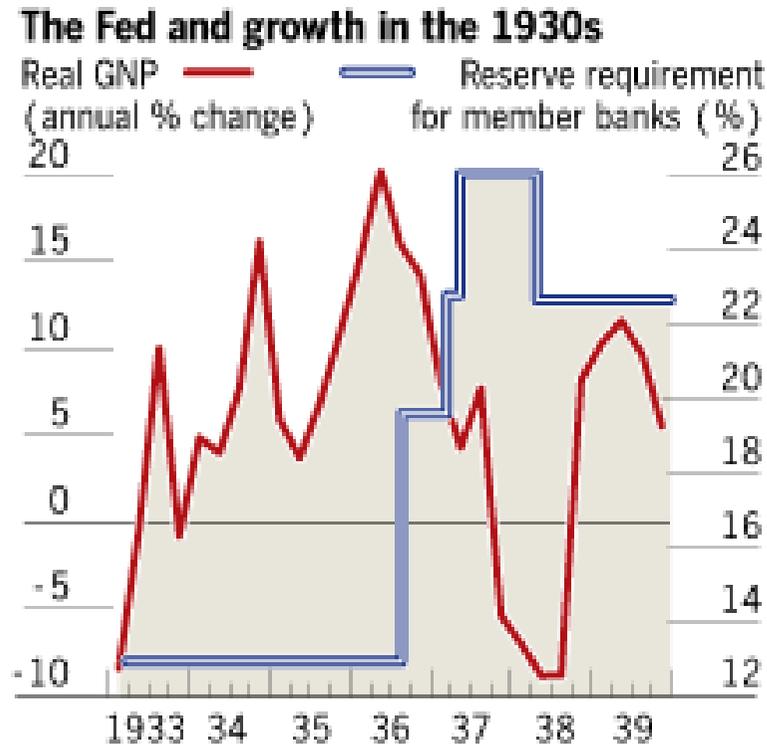
Gobierno General Deuda/PBI (variación % anual)

□ Asia □ América Latina ■ Europa del Este



Fuente: Moodys

Estrategia de salida: *Not too early, not too fast*



Source: Kroszner (2009) "Central Banks must time a good exit"
Financial Times.

El ajuste monetario puede ser relativamente más fácil comparado a una reversión del estímulo fiscal.

“En general será apropiado que este proceso comience por el lado de la política fiscal, antes que por la política monetaria. Retirar el estímulo demasiado pronto acarrearía riesgos, ya que la recuperación mundial aún no está bien afianzada, pero también habría riesgos si se lo retira demasiado lento.”

FMI: Perspectivas Económicas, Las Américas. Se evitó la crisis¿Que sigue ahora?. Oct.2009

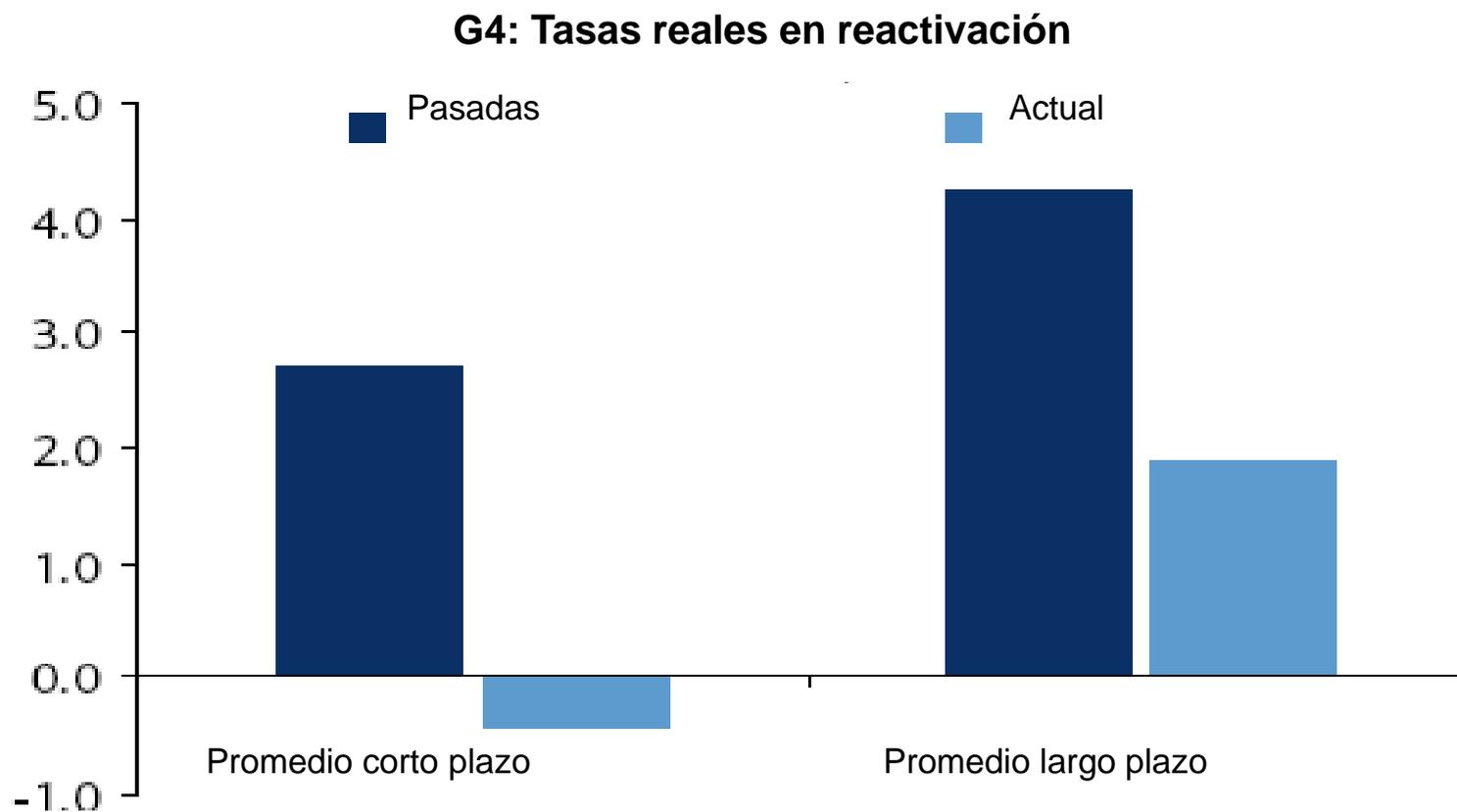
Retiro del estímulo monetario: alza de tasas de interés

Primer ajuste de tasas: Inicio de retiro de estímulo monetario (pbs)

	Oct.09 (%)	3T09	4T09	1T10	2T10	3T10	4T10
Israel	0,75	(+25)					
Australia	3,00		(+25)				
Noruega	1,25		(+25)				
Brasil	8,75			(+50)		(+50)	
India	4,75			(+25)			
				(+50)			
Corea del Sur	2,00			(+25)			
				(+50)			
Malasia	2,00				(+25)		n.d.
México	4,50				(+25)		
					(+25)		
Tailandia	1,25				(+25)		
					(+25)		
Chile	0,50				(+50)		
					(+25)		
República Checa	1,25				(+25)		n.d.
Nueva Zelanda	2,50					(+50)	n.d.
Reino Unido	0,50					(+25)	
						(+50)	
China	5,31					(+27)	
						(+27)	
Polonia	3,50					(+50)	
						(+25)	
Sudáfrica	7,00					(+50)	(+50)
Turquía	6,75					(+100)	
						(+50)	
Taiwán	1,25					n.d.	(+12.5)
Filipinas	4,00					n.d.	(+25)
Colombia	4,00				(+25)		
Indonesia	6,50				(+25)		
Canadá	0,25					(+25)	
Suecia	0,25					(+25)	
Estados Unidos	0,13					(+25)	
Perú	1,25					(+25)	
Eurozona	1,00						
Suiza	0,25						
Japón	0,10						

	Primer ajuste según JPMorgan
	Primer ajuste según Barclays.
	Mantenimiento

Estrategia de salida: Not too early, not too fast



Fuente: Barclays (Oct.09)

Ajuste tardío en las tasas reales históricamente bajas puede generar presiones inflacionarias.

Estrategia de salida: Not too early, not too fast

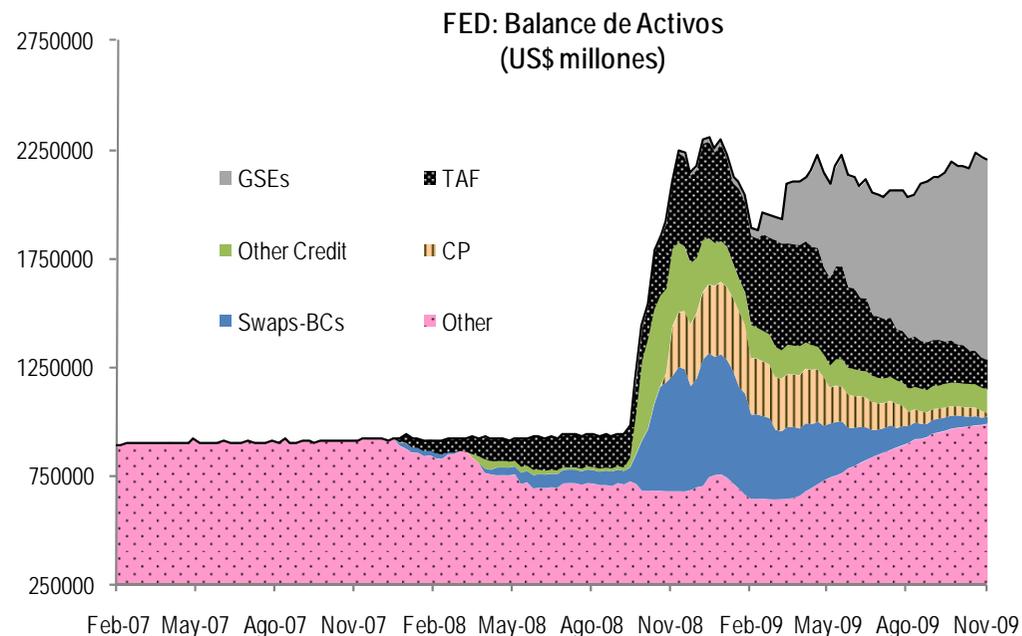
Estímulo monetario recorte de tasas+ QE (en pp)

	Equivalente total	Tasa de política
Reino Unido	-7,60	-4,50
EE.UU.	-6,20	-1,75
Eurozona	-4,10	-3,25
Japón	-1,30	-0,40

Fuente: Barclays Capital



El balance de la FED se ha elevado de US\$ 0,9 a 2,2 billones.



Fuente: FED

Sistema Financiero

- **Pérdidas potenciales en la banca por exposición al sector inmobiliario comercial de EE.UU.**, que se concentra en la banca local/regional.
El total de las hipotecas comerciales suma más de US\$ 1 billón (14 por ciento de todos los préstamos y leasing).
- **Nueva regulación bancaria global** podría presionar la posición de los bancos por la mayor exigencia de ratios de capital/liquidez.
- **Retiro de los Activos Tóxicos** sin estrategia clara. FMI estima que las pérdidas globales serían de US\$ 3,4 billones (US\$ 2,8 billones en la banca), de las que ya se han reconocido US\$ 1,6 billones (US\$ 1,2 billones en la banca).

Pérdidas crediticias y aportes de capital*
(US\$ miles de millones)

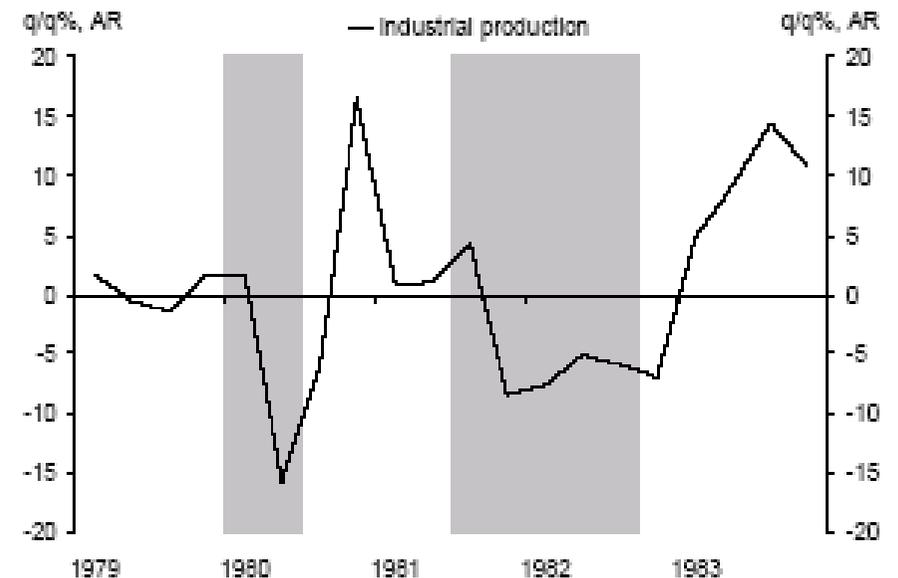
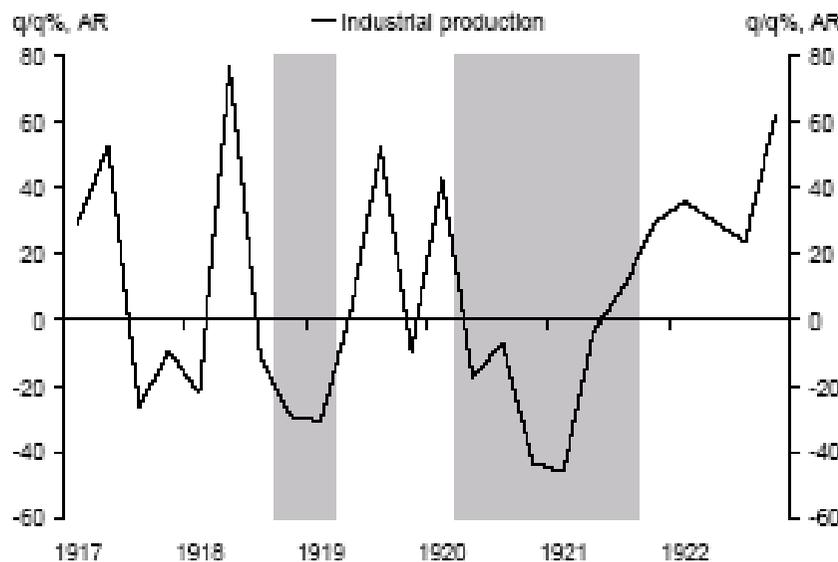
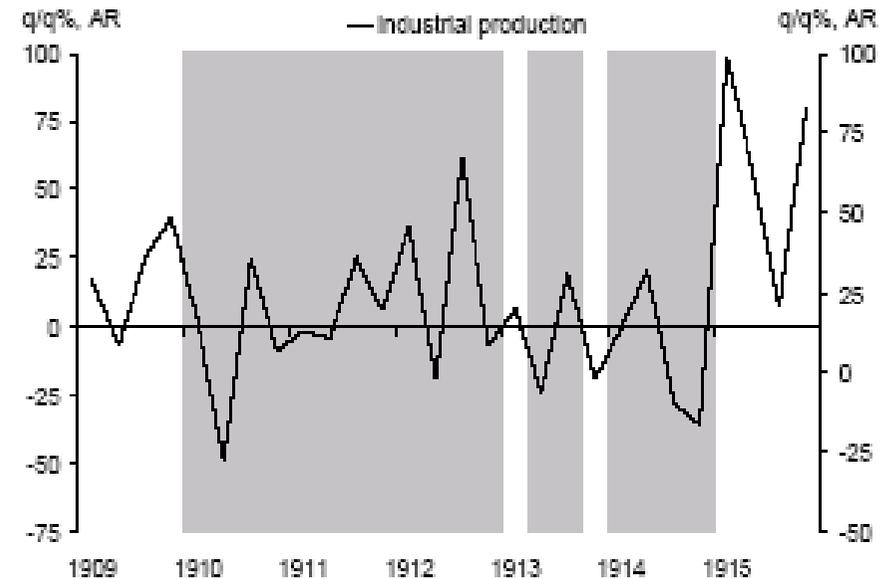
	Pérdidas crediticias	Aporte de capital
Norte America	1111,8	759,4
Europa	506,4	530,6
Asia	42,6	109,1
TOTAL	1660,8	1399,1
Total Banca	1176,4	1139,3

Fuente: Bloomberg

* Datos acumulados al 28 de octubre 2009 desde inicio de la crisis.

Temor de una W

En la historia de EE.UU. Sólo se han dado dos episodios de “W “ (“double dip”) entre 1854 y 1945. Después de 1945 sólo se ha registrado un episodio de W.



Comentarios finales

1. Distintos indicadores muestran que se ha iniciado la recuperación.
2. Una recuperación sincronizada en forma de “V “se presenta como el escenario más probable.
3. La recuperación se refleja en: mejora de las condiciones monetarias, mayor aversión al riesgo, incremento del comercio mundial y de precios de commodities; pero el mercado crediticio aún está débil.
4. El ciclo de inventarios ha sido determinante en la caída del PBI y en su reciente recuperación
5. La recuperación viene descansando en las economías emergentes, principalmente China.
6. Sin embargo, hay diversos riesgos :
 - i. Limitaciones para que el crecimiento de China sea suficiente para sostener el crecimiento global.
 - ii. Debilidad del consumo en EE.UU. para seguir al ciclo de inventarios en el rebote del PBI .
 - iii. Las estrategias de salida de las políticas anticíclicas conllevan riesgos para el crecimiento y la inflación.
 - iv. No existe una salida clara para los activos tóxicos.
 - v. Regulaciones en los mercados financieros pueden profundizar problemas en la banca.



XXVII ENCUENTRO DE ECONOMISTAS DEL BCRP
Noviembre 2009

**“Situación y Perspectivas de la
Economía Mundial”**

Gladys Choy

Subgerencia de Economía Internacional
BCRP