



# **POLÍTICA MONETARIA EN UN CONTEXTO DE ALTA VOLATILIDAD INTERNACIONAL**

**Foro ANIF**

**Barranquilla, octubre 15 de 2015**

**Carlos Gustavo Cano  
Codirector**



**Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva**

# Contenido

1. El contexto externo: señales mixtas
2. Comercio exterior: la lección de la ‘enfermedad holandesa’
3. Crecimiento: ostensible pero esperada desaceleración
4. La respuesta de política ante la persistencia del aumento de la inflación y el riesgo sobre la credibilidad de la autoridad monetaria



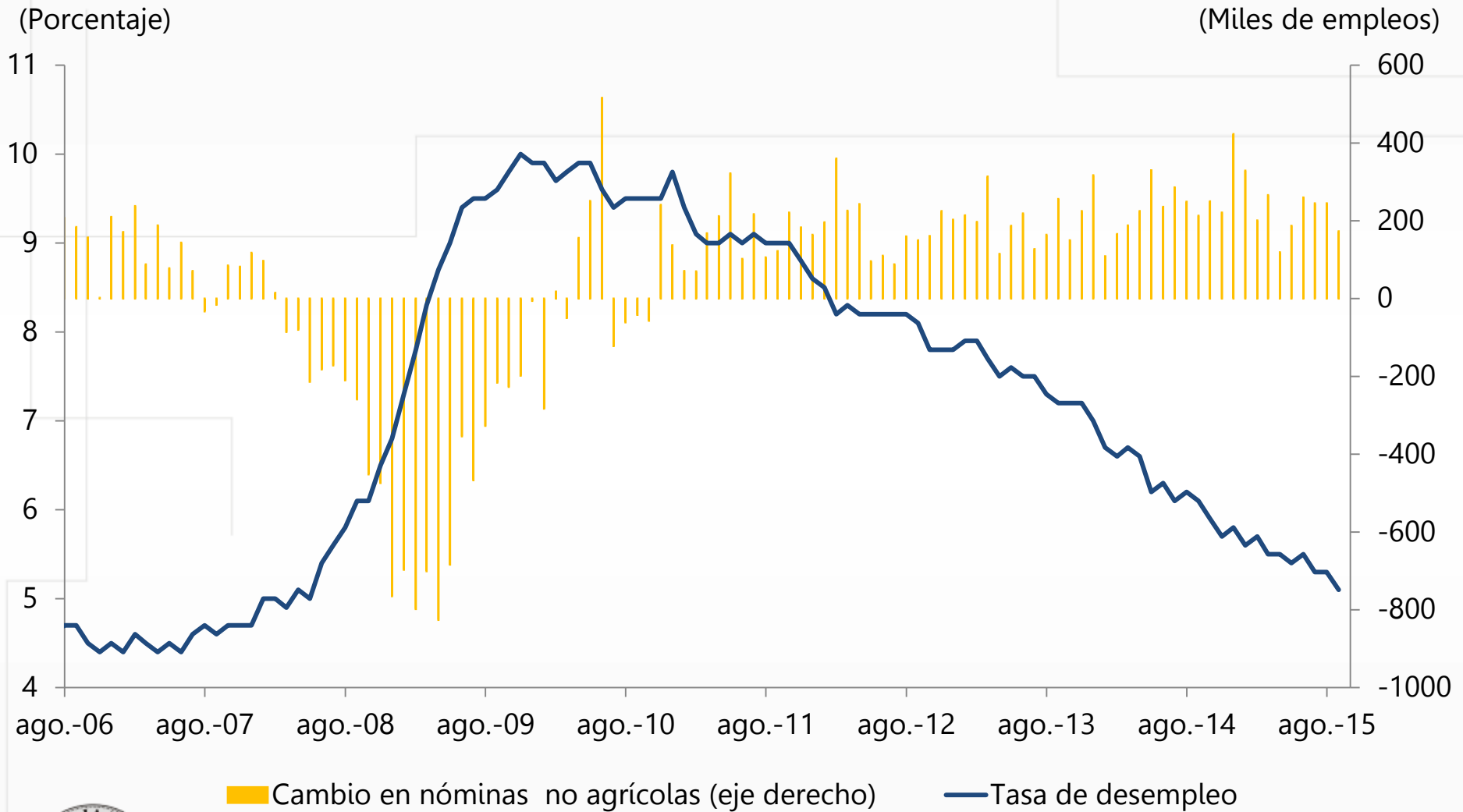
# **1. El contexto externo: señales mixtas**



- Notable crecimiento del 3,9% en segundo trimestre, por encima del de su potencial, impulsado por el consumo y el efecto riqueza debido al repunte de precios de la vivienda.
- Pero con inflación aún muy por debajo de su meta del 2%, por combustibles y revaluación.
- Su tasa de desempleo (10,8% en octubre de 2008) en 5,1%, cerca de la 'NAIRU', o del nivel de pleno empleo.
- ¿Reajuste de la tasa de interés de la FED en diciembre?



# EU: tasa de desempleo en 5,1%



- El desempleo ha bajado de 11,5% a 10%.
- En 2014 su PIB creció sólo +0,9% y los pronósticos para 2015 y 2016 son +1,3% y +1,4% respectivamente.
- La tasa de interés del BCE se mantiene en 0,05%.
- Y continúan sus programas de relajamiento monetario ('quantitative easing').



# El acoso de la deflación

- Inflación de la Zona Euro 0,2%.
- Japón volvió a experimentar deflación, por primera vez desde abril de 2013, igualmente en buena parte debido a combustibles.
- GB también en deflación.



Crecimiento en 2014 fue +7,4%. En 2015 estaría en +6,7%, luego encaminándose gradualmente hacia su estabilización alrededor del 5%. Creciente preocupación por:

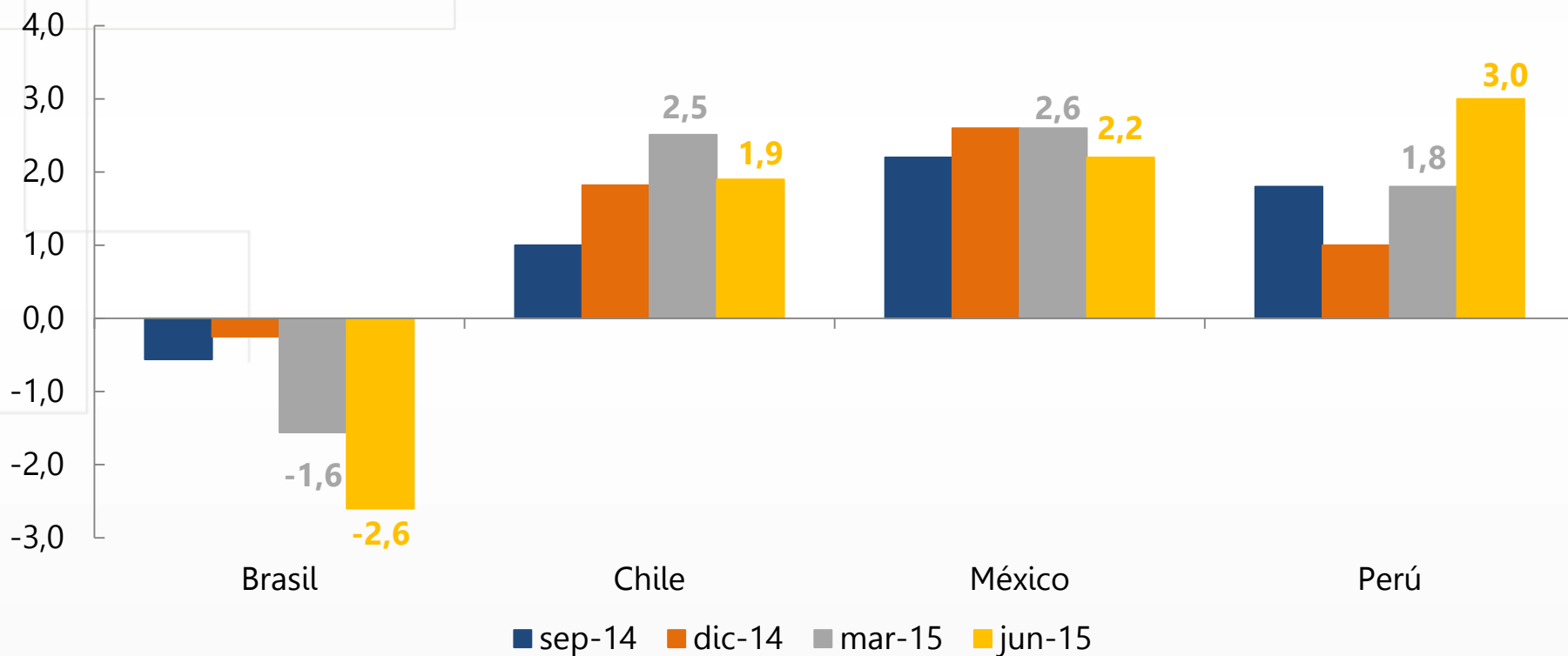
- Crecimiento desbordado del crédito y el endeudamiento de gobierno, empresas y hogares (250% sobre PIB)
- Caída de los precios de la vivienda nueva y usada
- Debilitamiento de la demanda interna
- Caídas de la Bolsa de Shanghái



# A. Latina: crecimientos trimestrales. En 2015 se contraería en -0.3%. Venezuela en el extremo: su PIB caería -10% con una inflación superior al 100%

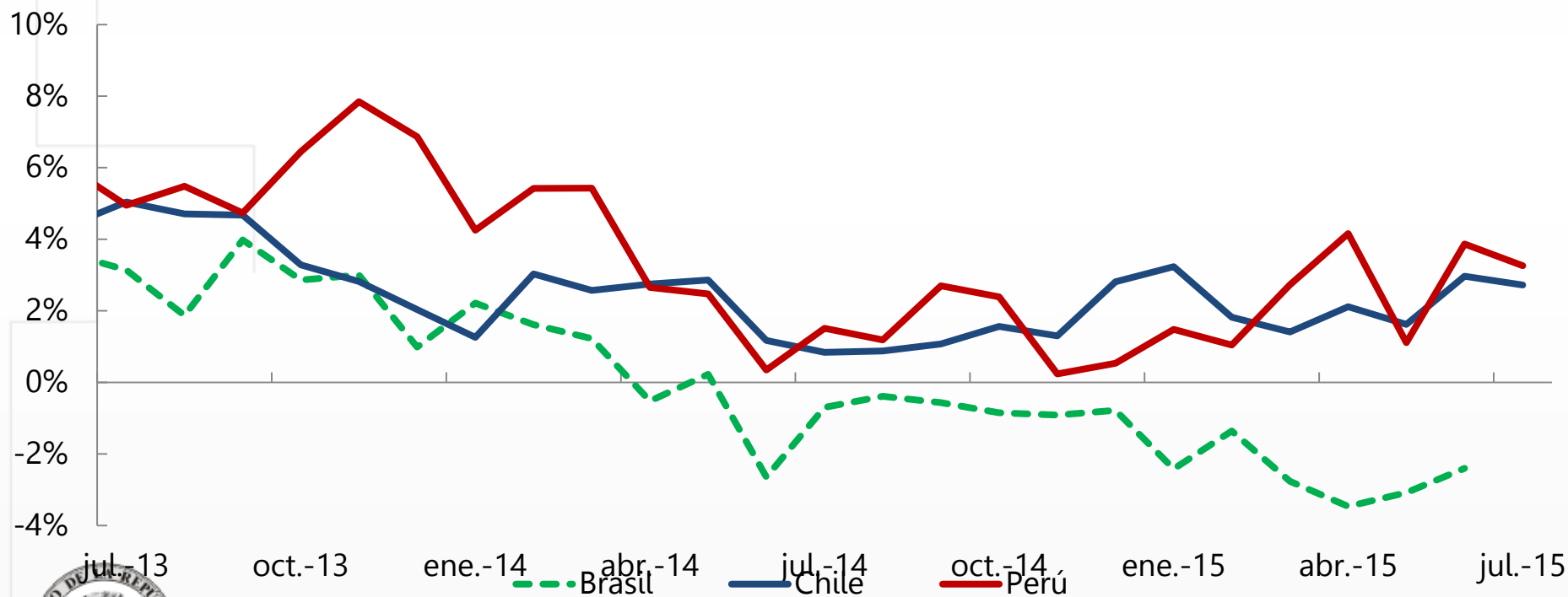
(Porcentaje)

## Crecimiento anual del PIB para algunos países de América Latina



Fuente: Bloomberg

**A. Latina: en 2015 el PIB de Brasil, en medio de alta inflación (10%), contrayéndose (-3%). Y los PIB de Chile (+2,2%), México (+2,3%) y Perú (+3%) creciendo por debajo de su potencial. Colombia, tras haber crecido +4,6% en 2014, en 2015 lo haría en +2,8%**



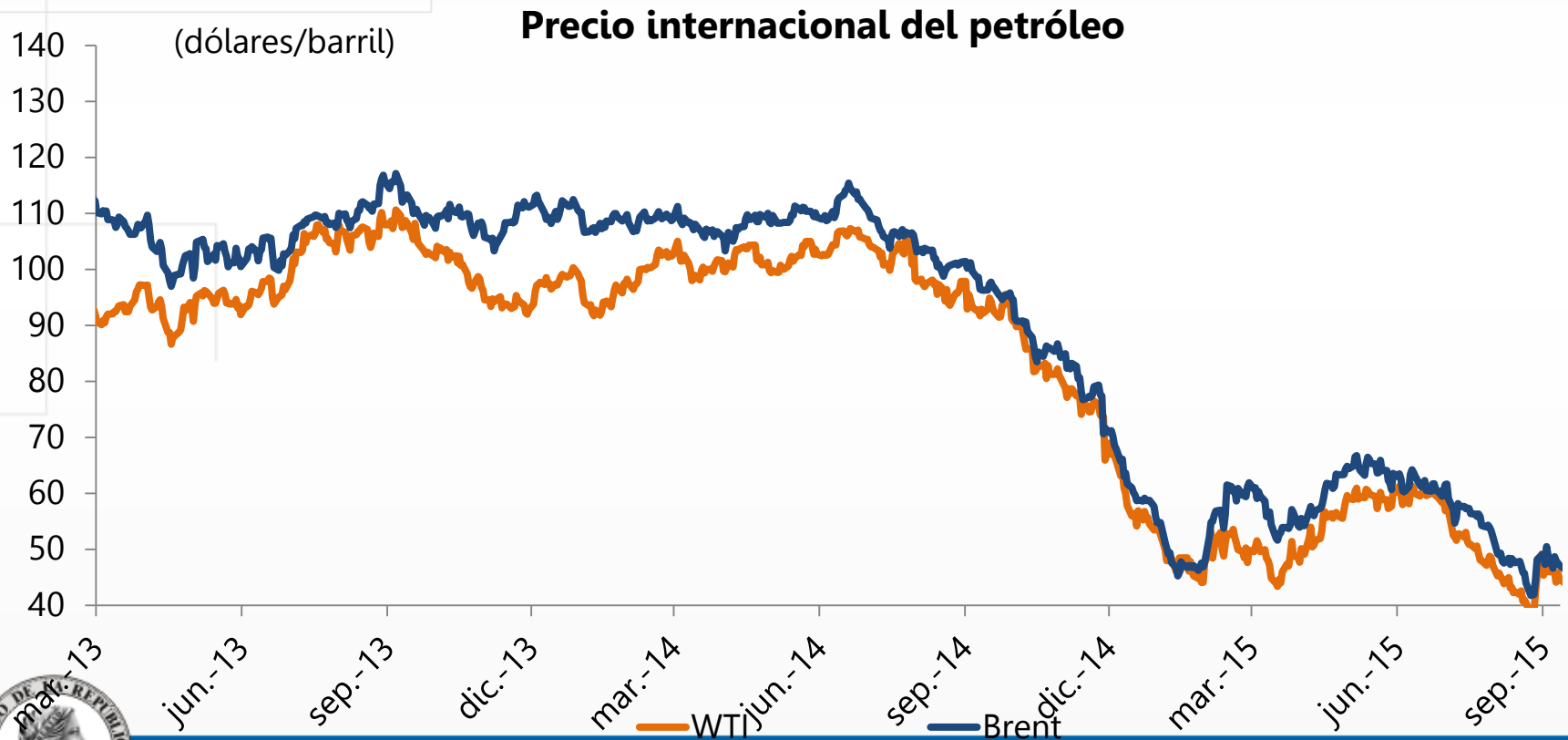
## **2. COMERCIO EXTERIOR: LA LECCIÓN DE LA 'ENFERMEDAD HOLANDESA'**



# Fugaz *boom* minero-energético y ‘enfermedad holandesa’

- En sólo una década el sector minero-energético sorprendió al haber pasado de menos de 2% a 8% del PIB, superando al agro, y al haber llegado a generar 70% de las exportaciones
- Alcanzó el 85 % de la inversión extranjera directa de la balanza cambiaria, y un tercio de la de la balanza de pagos
- Es la principal fuente del mercado de divisas
- Llegó a aportar cerca de 1/5 del recaudo de impuestos del Gobierno, incluyendo los dividendos de Ecopetrol
- Resultado: fuertes presiones revaluacionistas y el consiguiente debilitamiento de los sectores transables (agro e industria), acompañado de la ampliación del déficit de la cta. cte., en especial a partir de 2005. Esto es la enfermedad holandesa

# Fin del *boom* y derrumbe de los términos de intercambio y de la renta fiscal petrolera. Leve repunte reciente de precios del petróleo por reducción de inventarios e inversión en perforaciones en EU



# Otros bienes exportados por Colombia: también cayendo

(dólares/tonelada)

## Carbón



(dólares/tonelada)

## Níquel



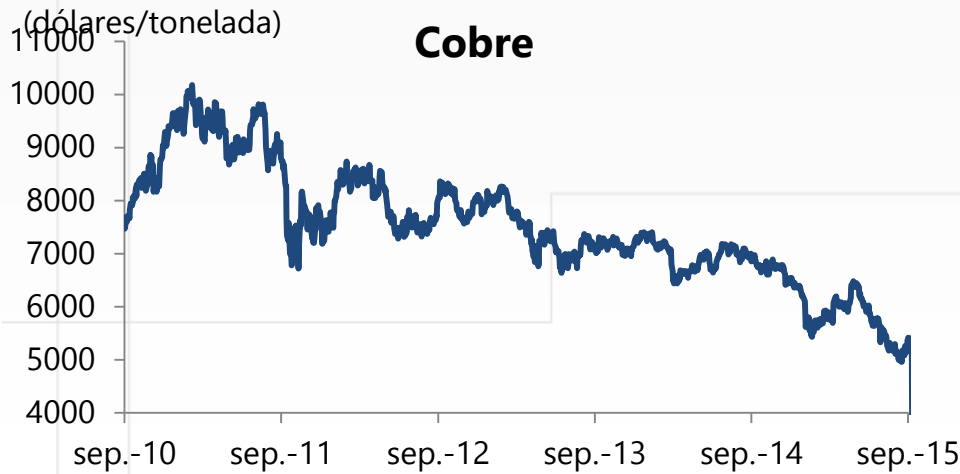
(centavos de dólar/libra)

## Café

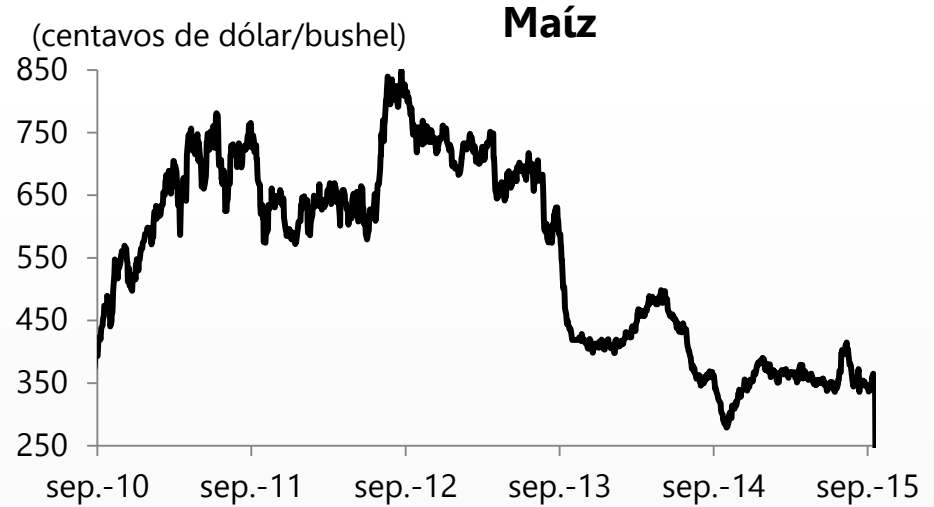
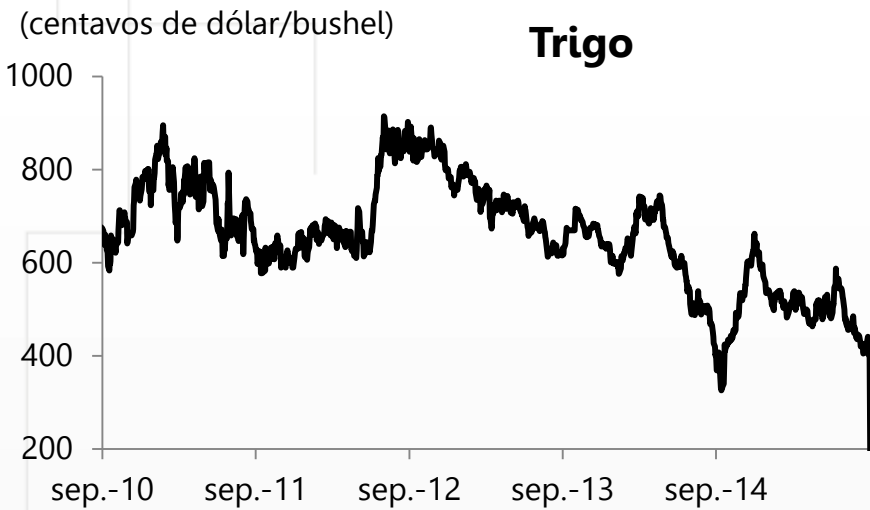
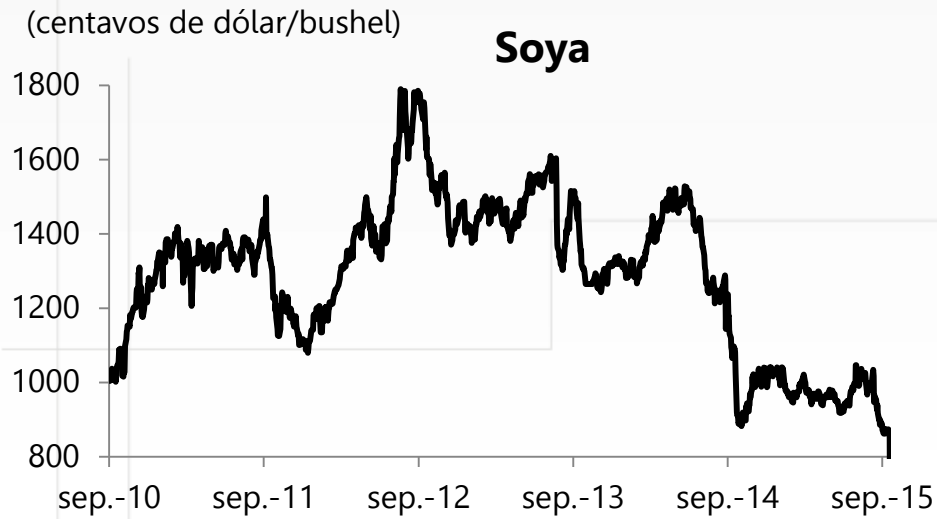


Fuente: Bloomberg, Datastream

# Otros minerales: también fuerte efecto para Perú y Chile

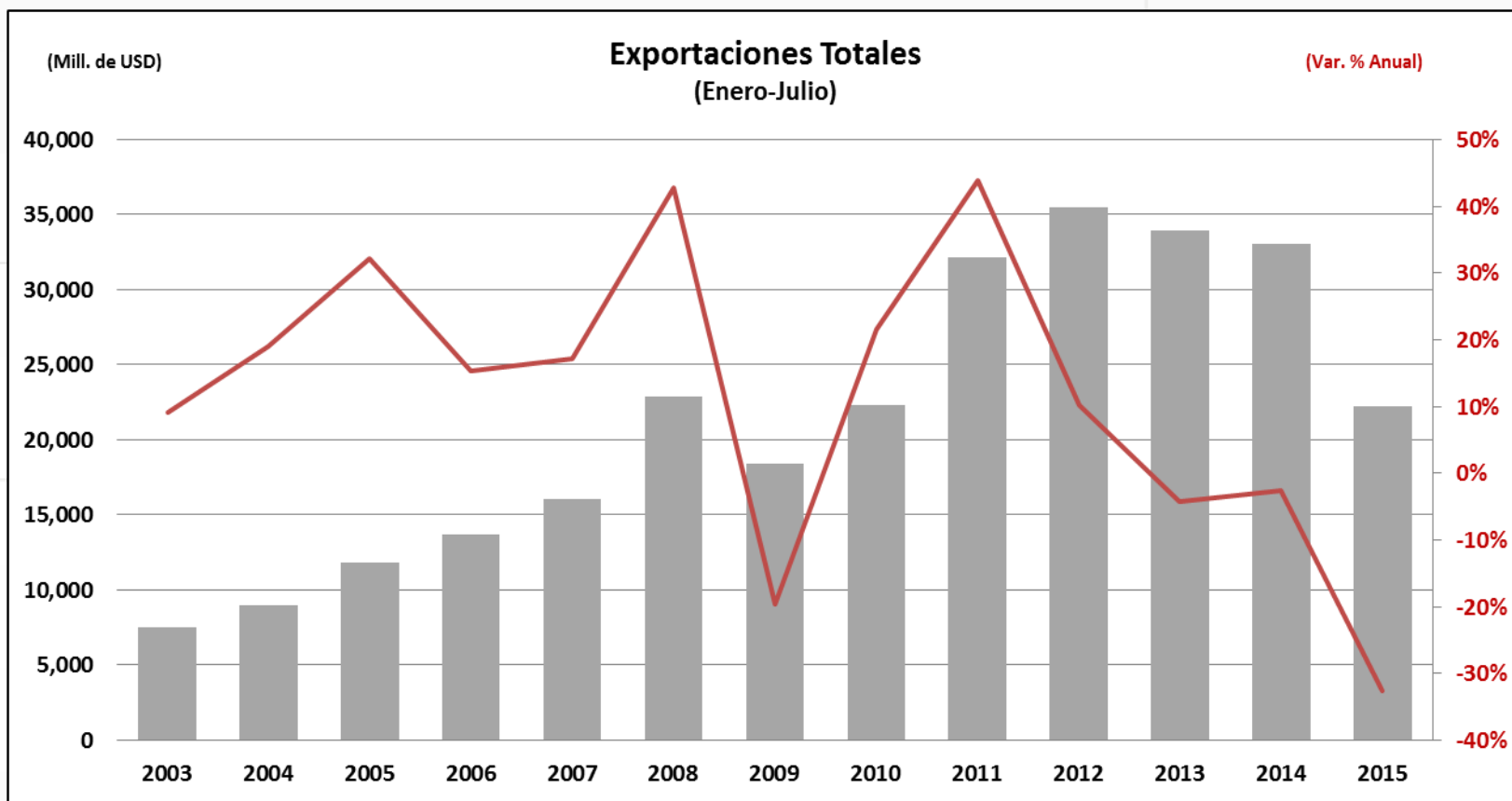


# Alimentos: ¿tocando fondo?





# En lo corrido del año a agosto las exportaciones totales caían 34% con relación al mismo período de 2014



Ene-Jul 2014 = US\$ 33.048 mill

- var. % anual = -2,6%

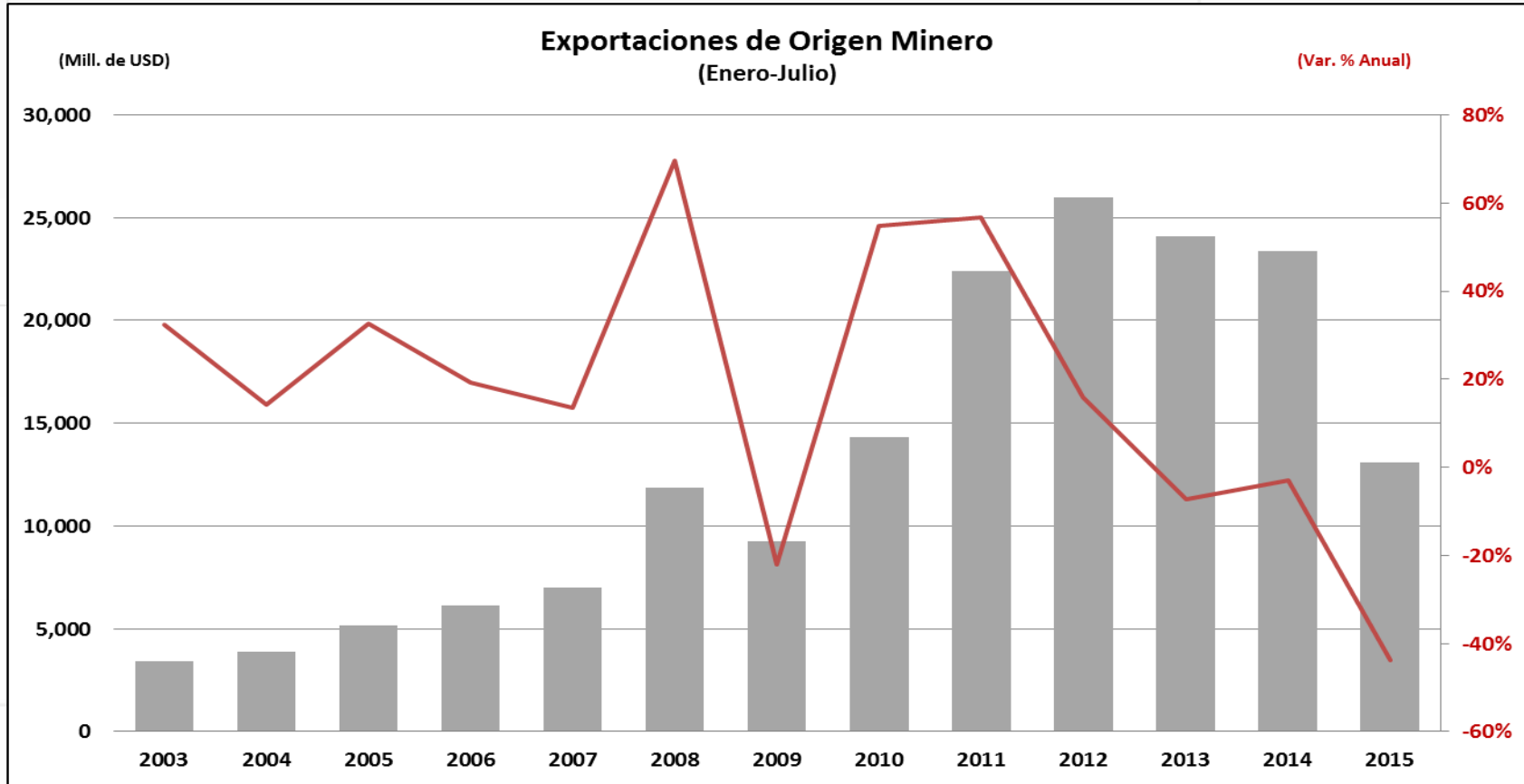
Ene-Jul 2015 = US\$ 22.261 mill

- var. % anual = -32,6%



Fuente: DANE-DIAN.

# A julio las minero-energéticas lideraban la caída con 44%



Ene-Jul 2014 = US\$ 23.377 mill

- var. % anual = -2,9%

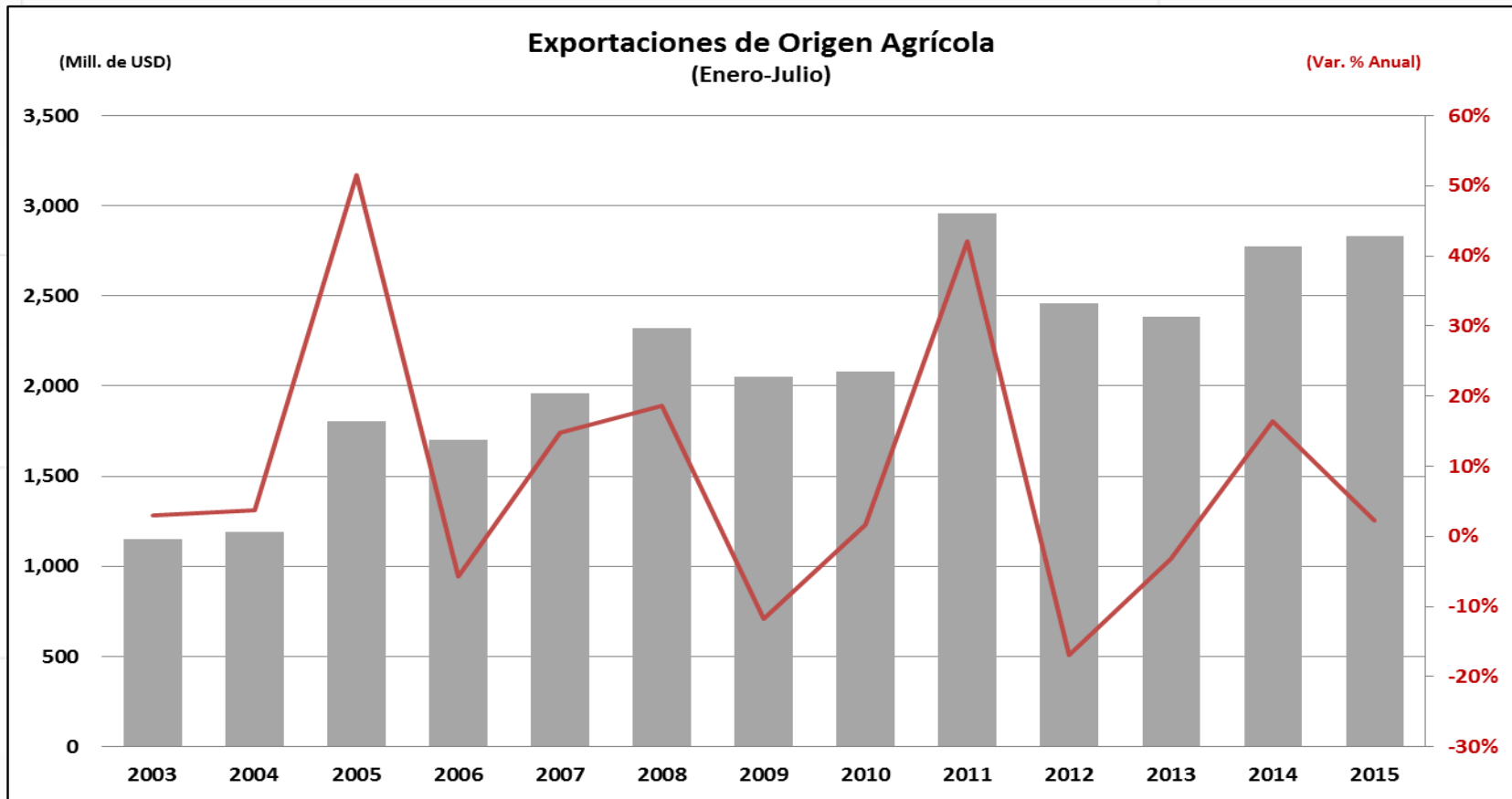
Ene-Jul 2015 = US\$ 13.118 mill

- var. % anual = -43,9%



Fuente: DANE-DIAN.

# Las agrícolas (café, banano, flores) apenas crecían 2,2%, gracias al café

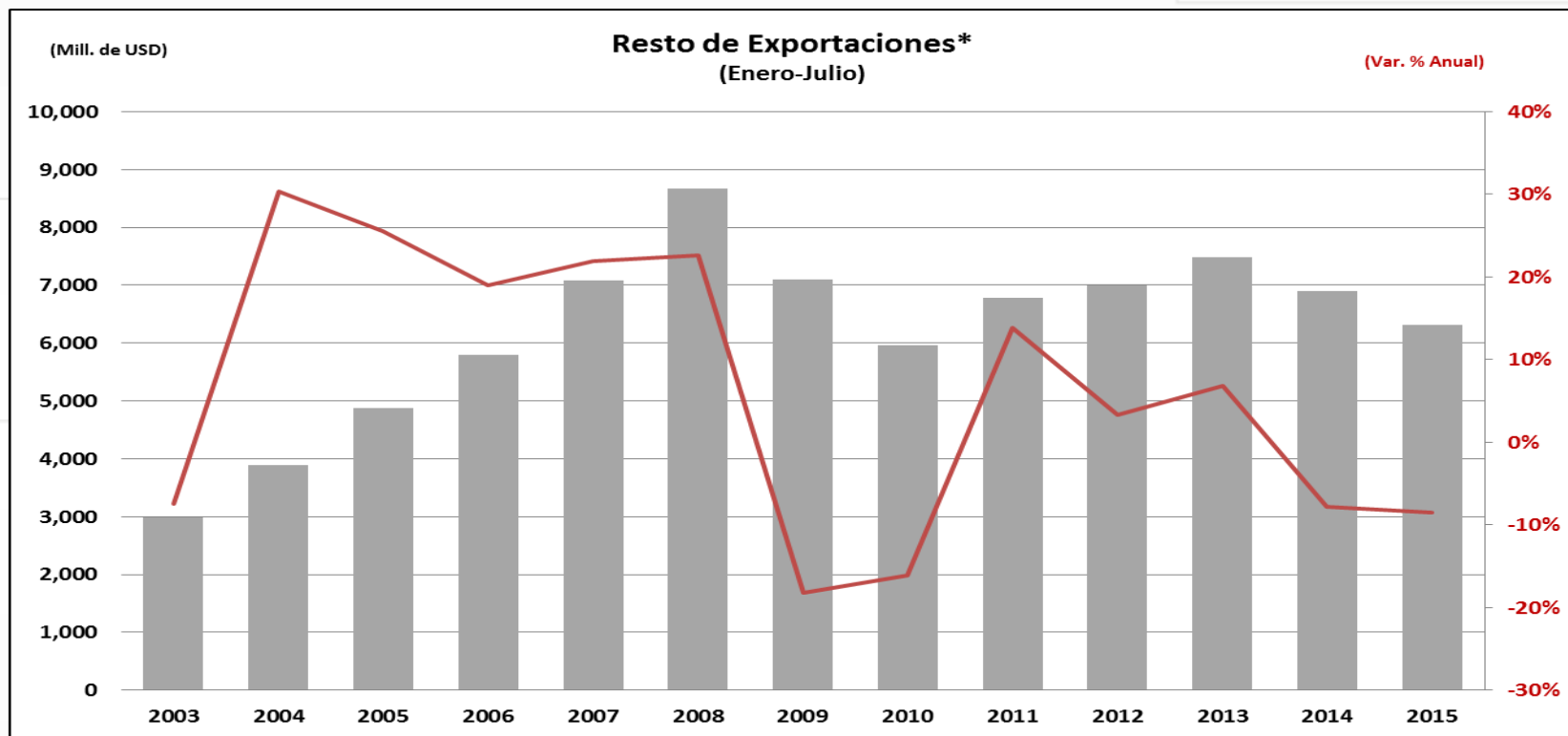


Ene-Jul 2014 = US\$ 2.772 mill - var. % anual = 16,4%  
Ene-Jul 2015 = US\$ 2.834 mill - var. % anual = 2,2%



Fuente: DANE-DIAN.

# Y las industriales caían 8,5%, fundamentalmente por Venezuela y Ecuador, cuya participación es de una cuarta parte del total, seguidos por EU con 16%



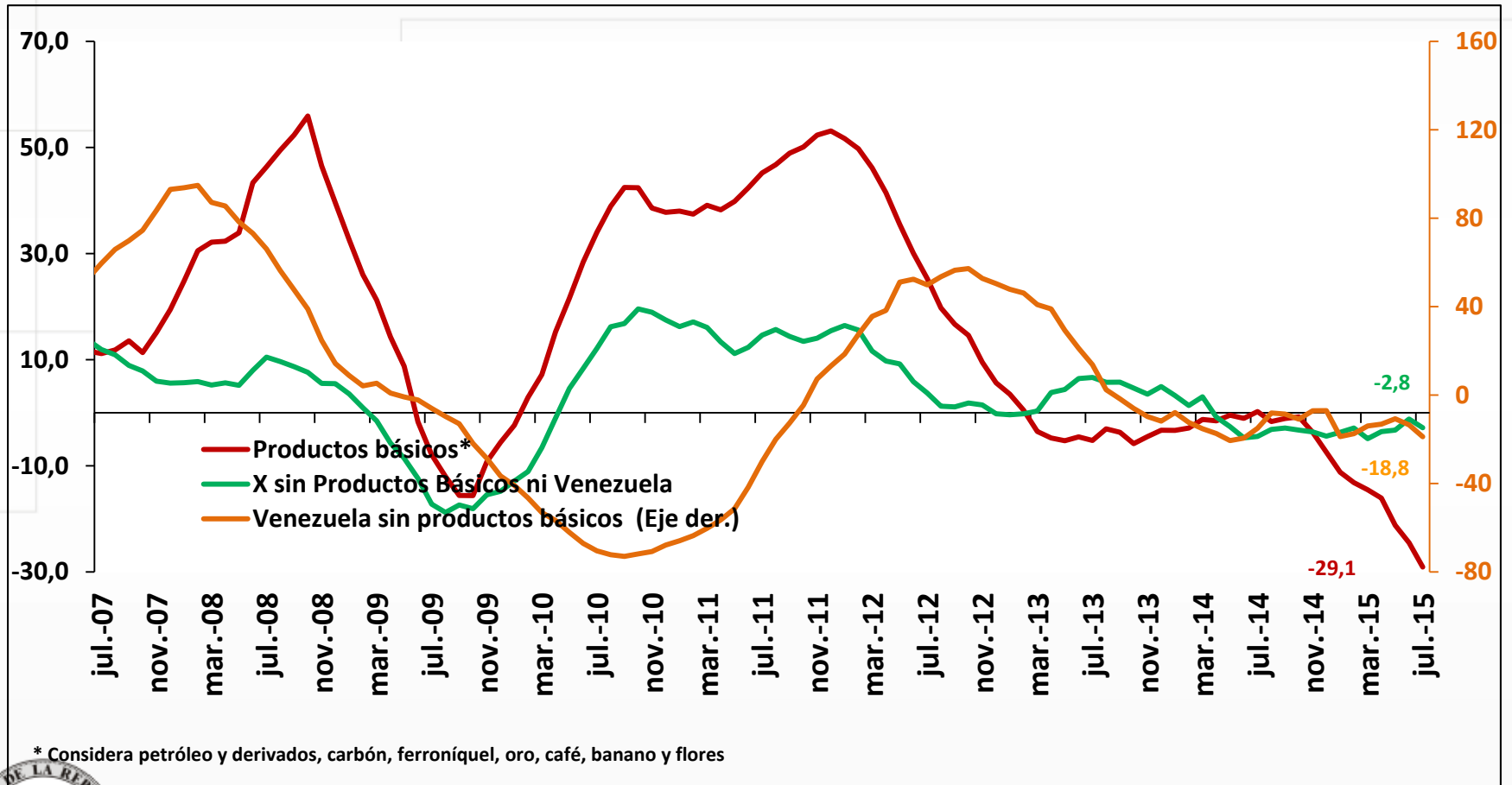
Ene-Jul 2014 = US\$ 6.899 mill - var. % anual = -7,8%

Ene-Jul 2015 = US\$ 6.310 mill - var. % anual = -8,5%



Fuente: DANE-DIAN.

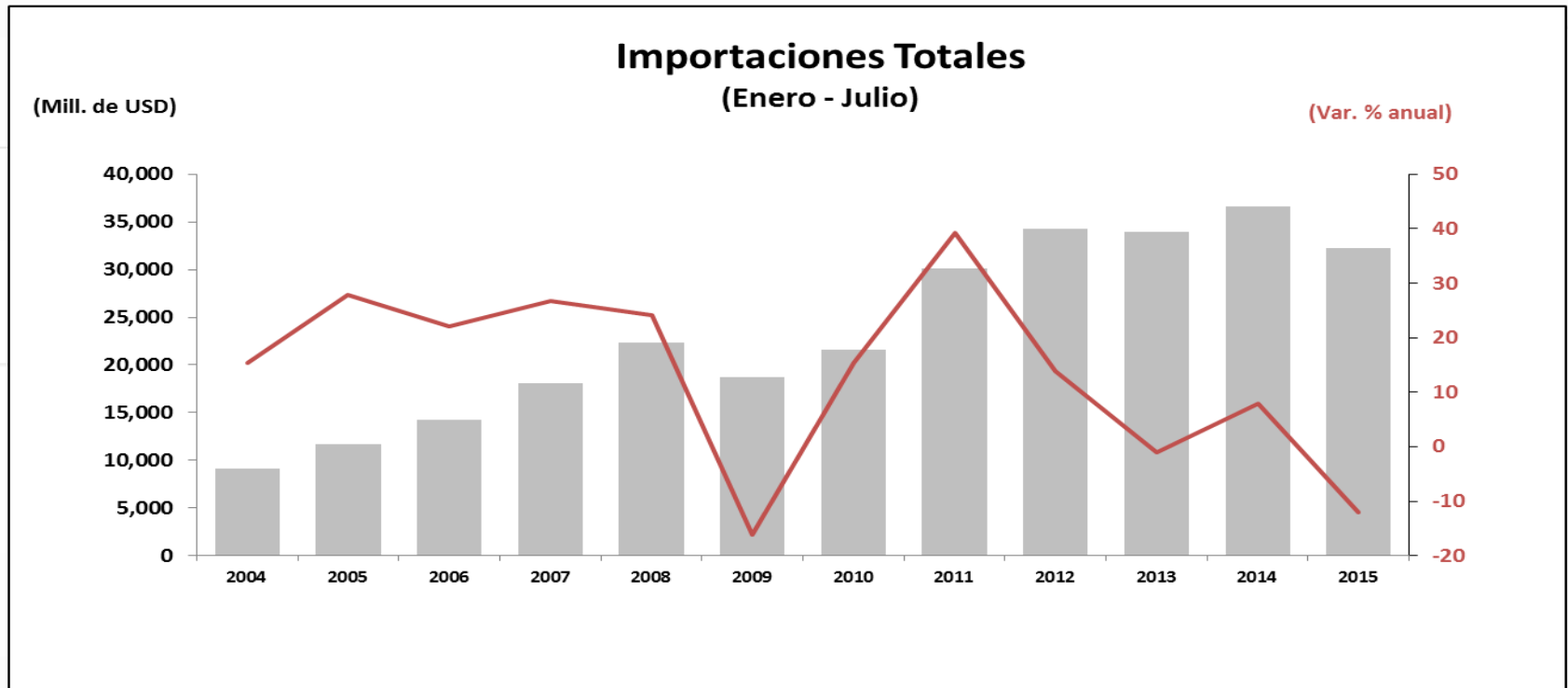
# En resumen: desplome de las exportaciones minero-energéticas y postración del resto. Las ‘bonanzas’ no necesariamente son ‘bendiciones’



\* Considera petróleo y derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano y flores



# En contraste, caída porcentual de las importaciones de 12%, pero sólo un tercio de la de las exportaciones



Ene-Jul 2014 = US\$ 36.645 mill

- var. % anual = 8%

Ene-Jul 2015 = US\$ 32.203 mill

- var. % anual = -12,1%



Fuente: DIAN.

# Resultante ampliación del déficit de la cuenta corriente, el Talón de Aquiles de la economía

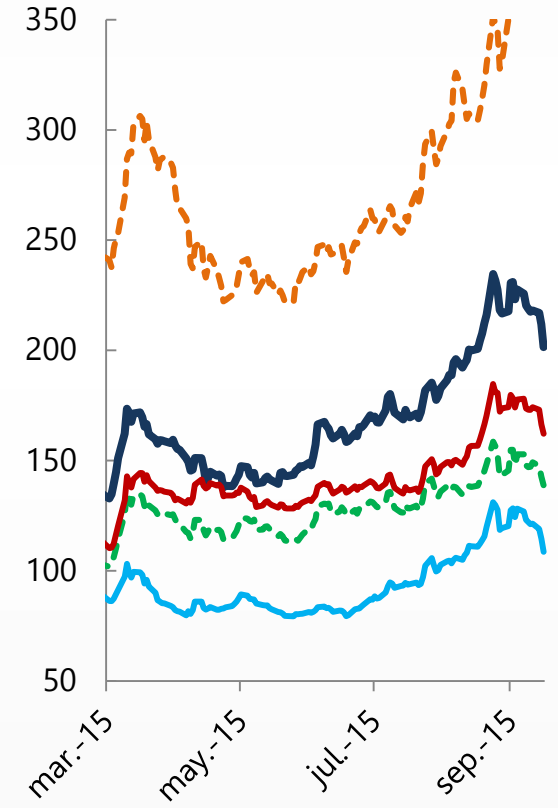
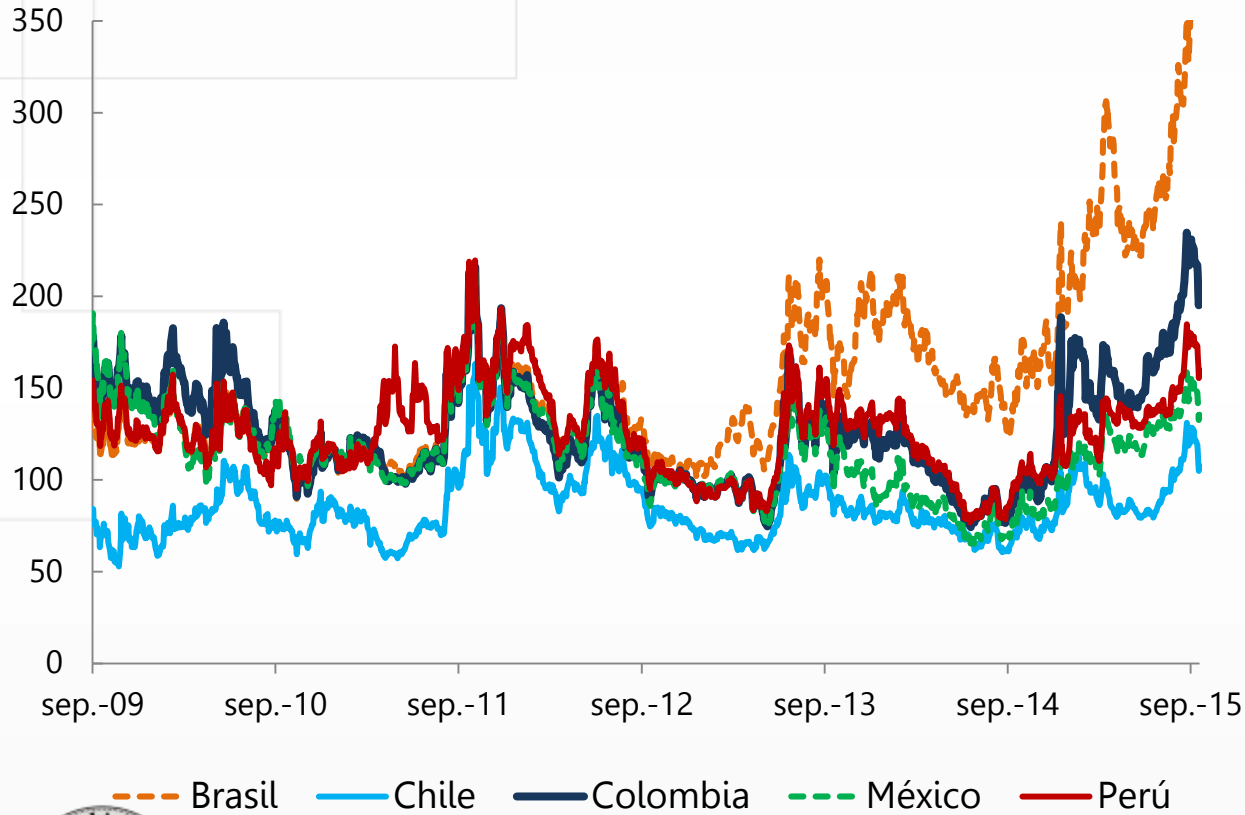
- El primer trimestre del año el déficit terminó en 7%.
- Es de esperar su gradual reducción hacia el 6% a diciembre por cuenta del menor crecimiento de la demanda y de la libre flotación cambiaria.
- Sin embargo, aún así seguiría siendo el más alto entre las economías de tamaño similar o superior en el mundo.



# Las primas de riesgo de América Latina se han incrementado en las últimas semanas. Para Colombia y Brasil se registran los valores más altos desde 2009

(Puntos básicos)

## Credit Default Swaps a cinco años para algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg



**En años corrido y completo, la moneda más devaluada de la región es el real. Le sigue el peso. Pero en el último mes este ha sido una de las más revaluadas del mundo. Hay que preservar el régimen de flotación cambiaria, clave para absorber los choques externos**

Devaluación

Tipos de

14-oct-15

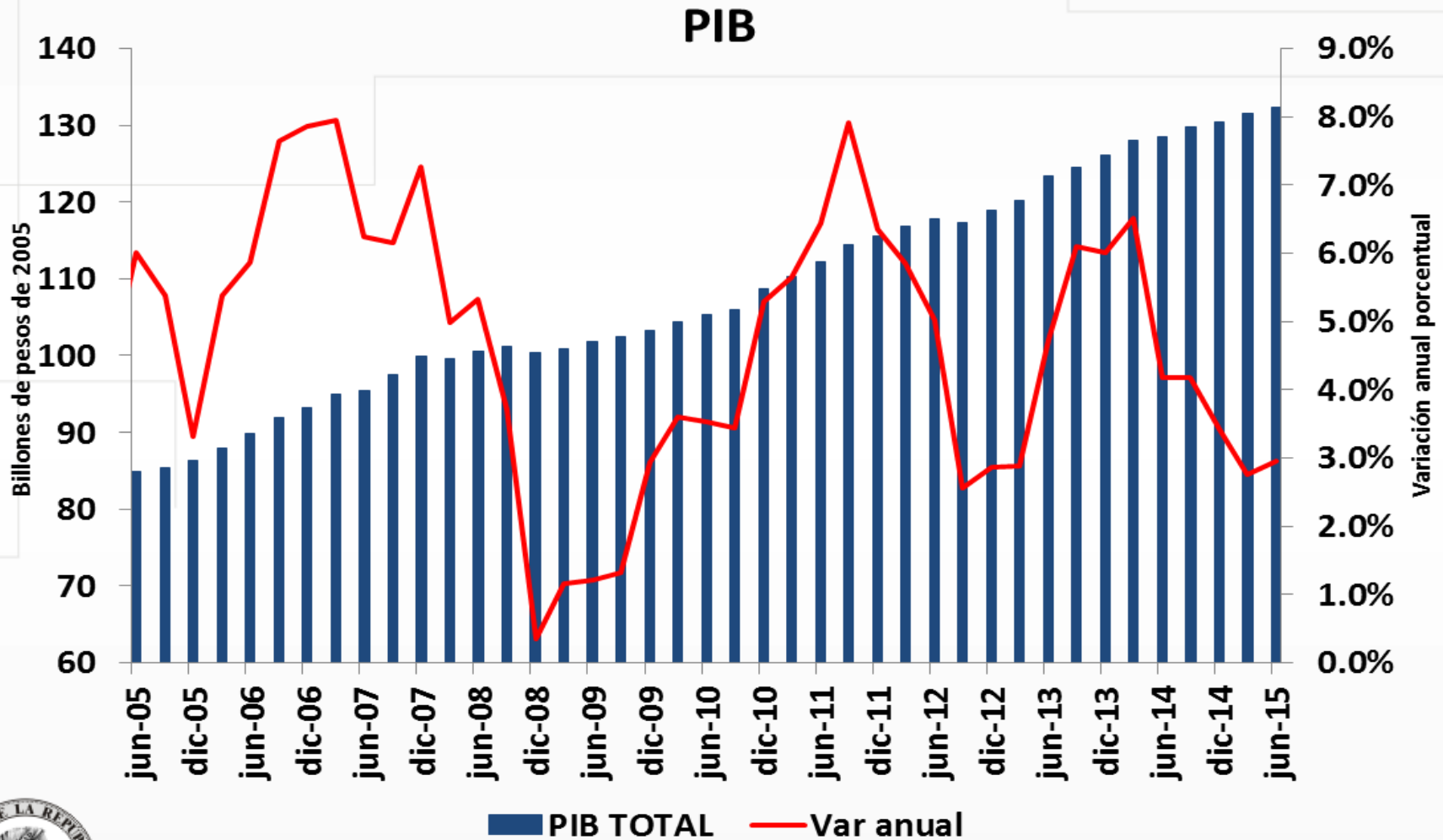
LATAM	Devaluaciones							
	dia	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia Tasa Promedio a las 13:00:00	0,58%	1,00%	-3,15%	23,14%	17,98%	41,61%	55,56%	62,78%
Colombia Tasa Ultima a las 13:00:00	0,51%	0,94%	-3,22%	23,05%	17,90%	41,52%	55,45%	62,67%
Brasil	-1,18%	-0,99%	-0,38%	44,78%	27,38%	60,29%	76,28%	89,47%
México	-0,69%	-0,67%	-0,88%	12,25%	9,03%	23,03%	27,30%	26,32%
Argentina	0,07%	0,25%	1,21%	10,84%	6,91%	11,87%	62,52%	98,86%
Peru	0,05%	0,57%	0,95%	8,32%	3,77%	11,64%	17,08%	24,90%
Uruguay	0,20%	0,94%	1,91%	20,80%	10,88%	20,70%	35,73%	48,78%
Chile	-0,24%	0,32%	-0,54%	12,45%	11,38%	15,91%	36,51%	41,69%



### **3. Crecimiento: ostensible pero esperada desaceleración**

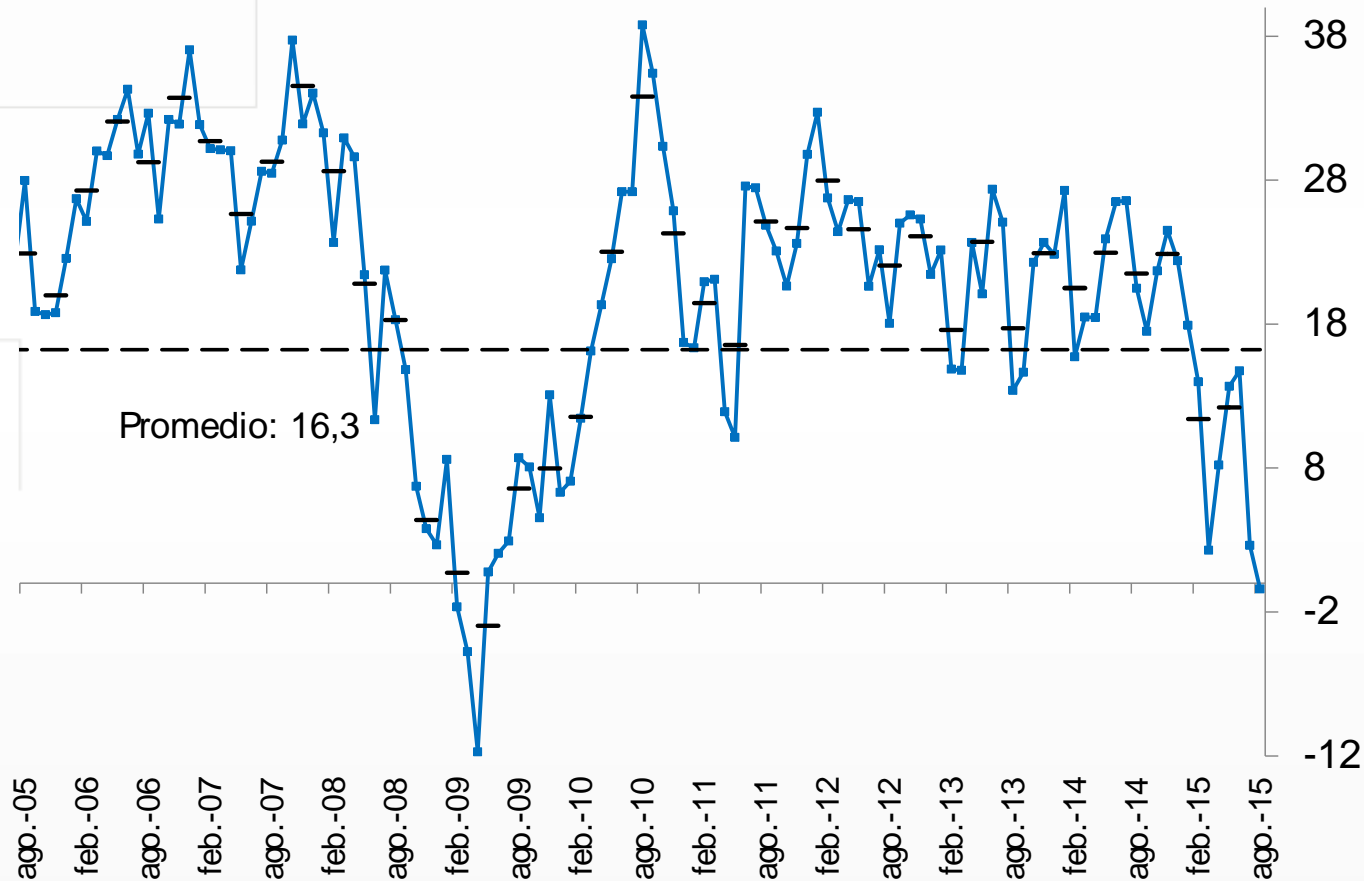


# En el segundo trimestre de 2015 el PIB se expandió 3%, por encima de lo esperado



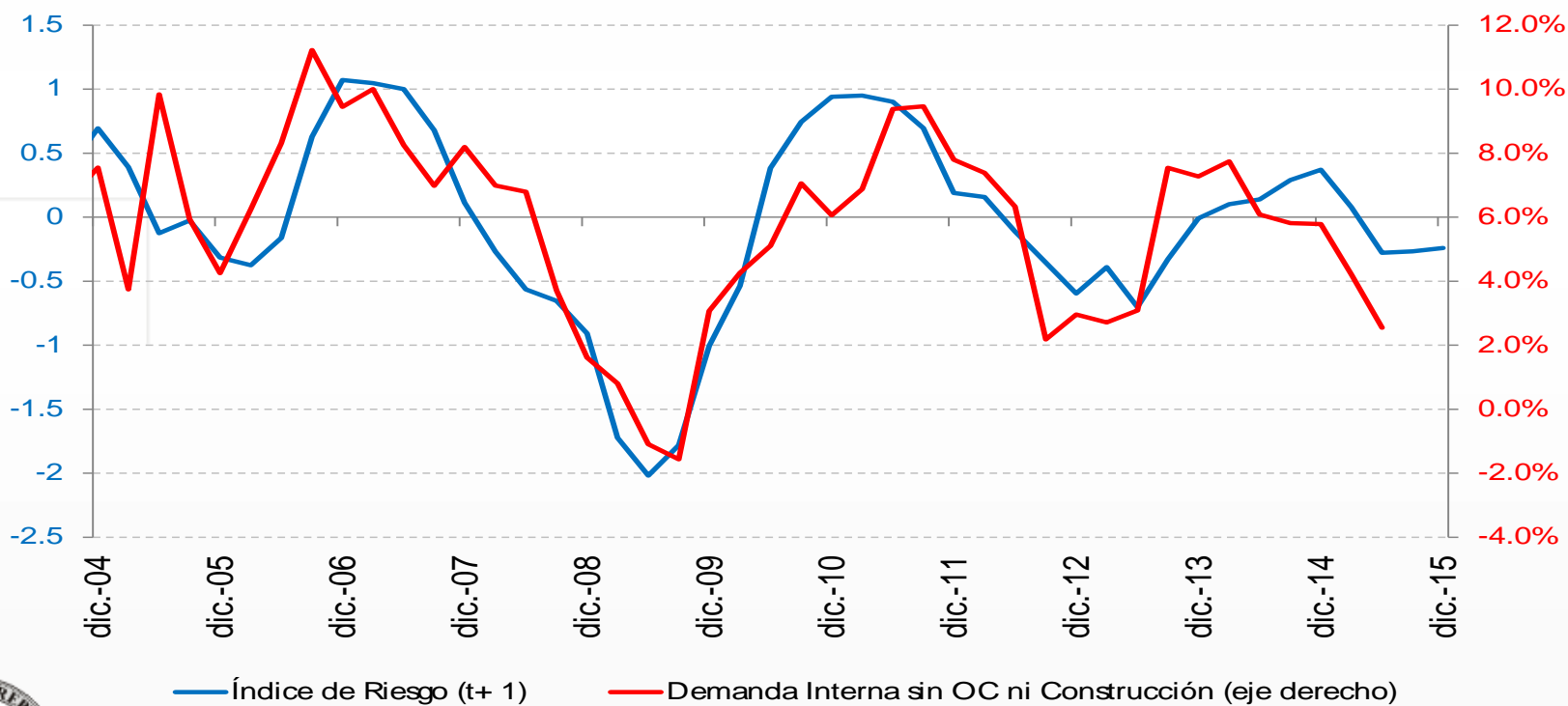
# Sin embargo, en agosto el Índice de Confianza del Consumidor observó una fuerte caída

Índice de Confianza del Consumidor (Fedesarrollo)



**No obstante, durante el segundo semestre de 2015 la demanda interna crecería a un ritmo similar al del segundo trimestre. El equipo técnico del Banco mantiene el pronóstico de 2,8% para 2015**

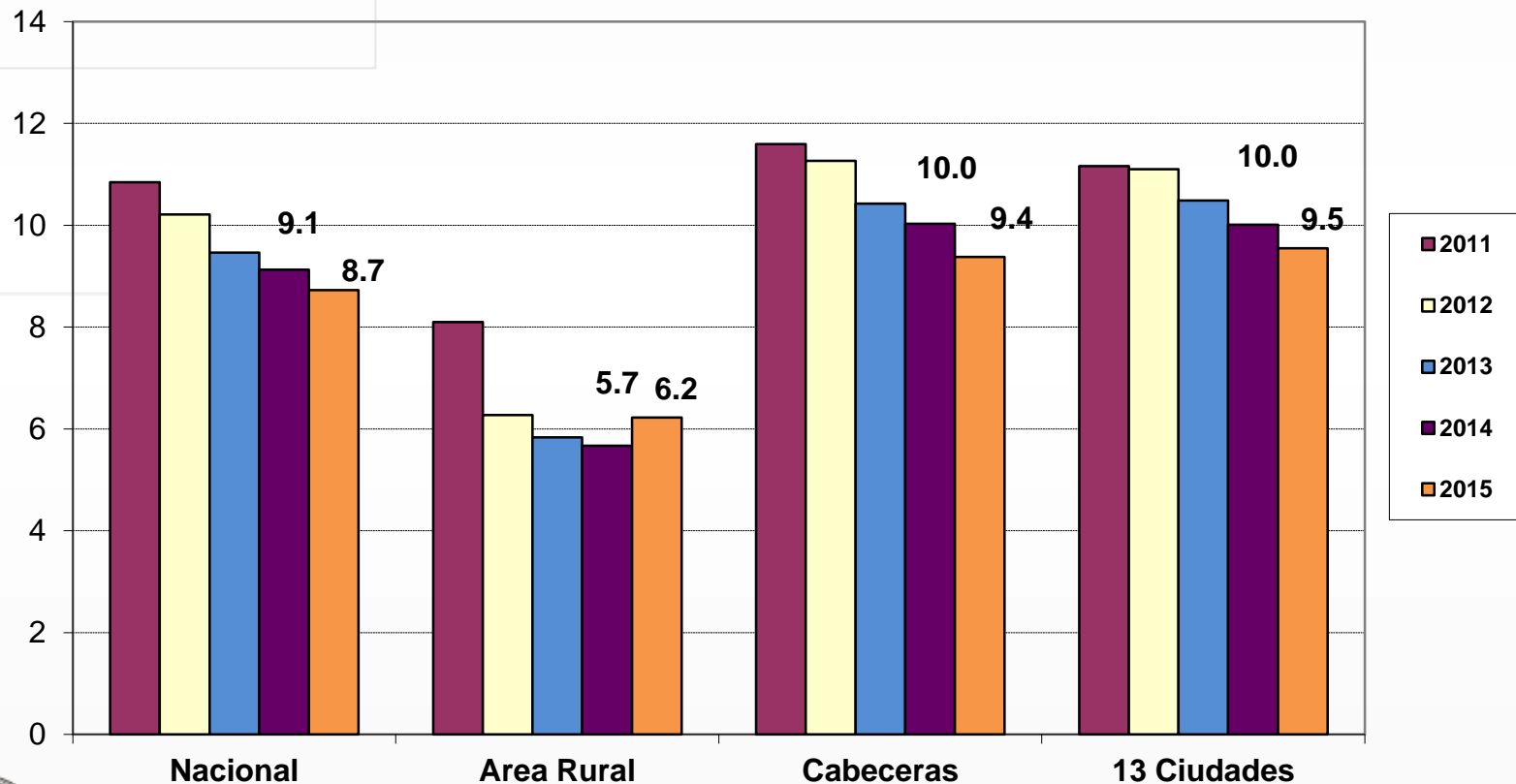
**Índice de Riesgo (t+ 1) y Crecimiento de la Demanda interna**



Fuente: Banco de la República - DODM, cálculos DPI.

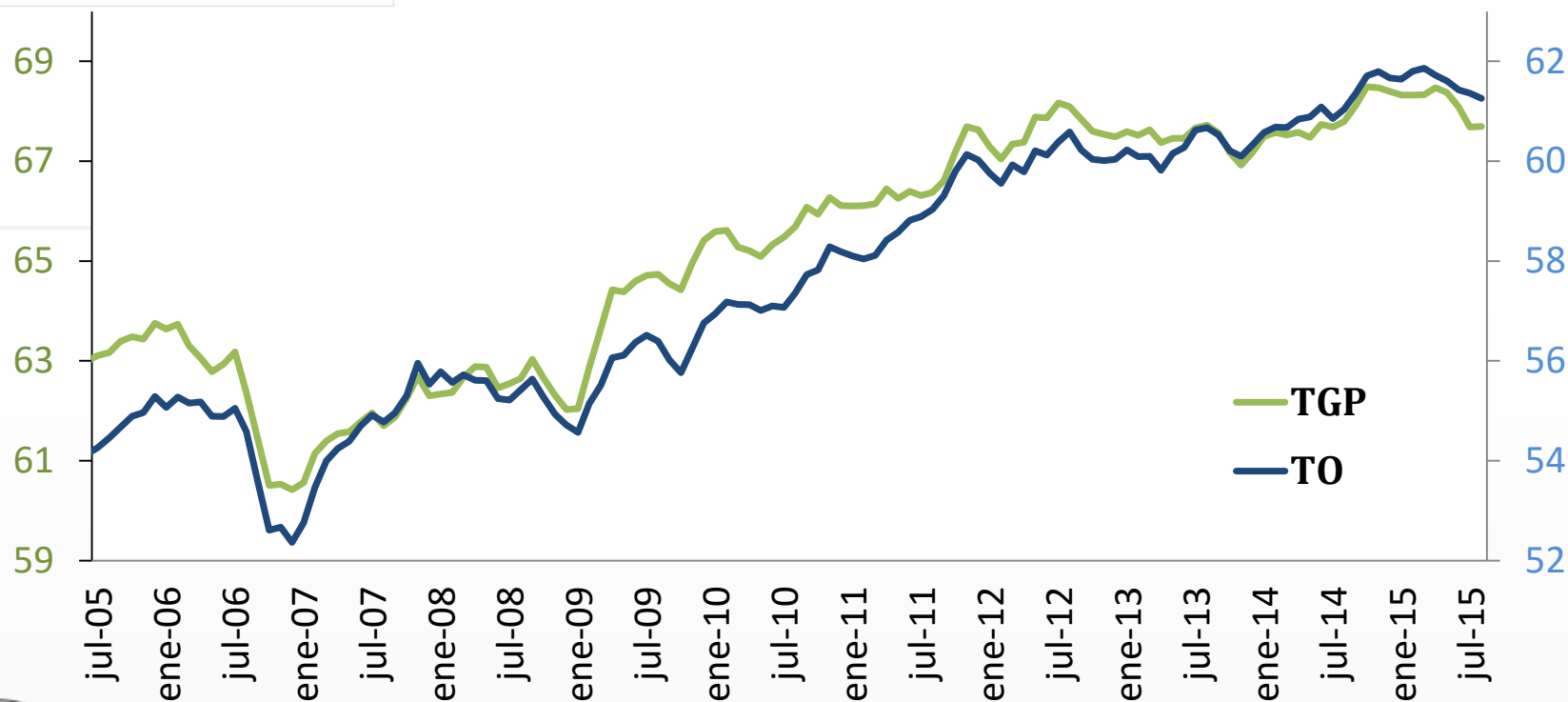
# En el trimestre móvil junio – agosto se observaron reducciones de la TD en todos los dominios geográficos, con excepción del área rural

Tasa de desempleo  
(Junio-Julio-Agosto)



# La reducción de la TD no se explica por el aumento de la tasa de ocupación, sino por la caída de la TGP

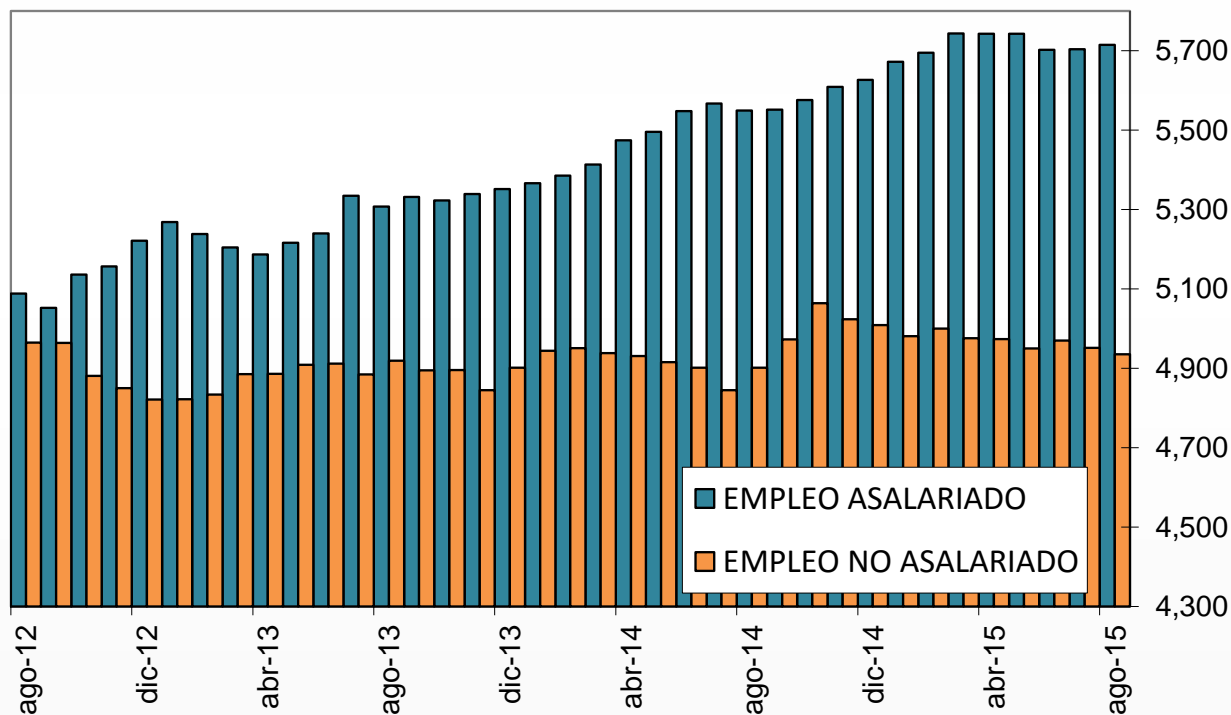
Tasa Global de Participación y Tasa de Ocupación  
(Desestacionalizada, 13 áreas)



Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República

# El empleo asalariado acusa signos de desaceleración y el no asalariado de estancamiento. O sea que todo indica que la TD ha tocado fondo

**Empleo por Tipo de Ocupación**  
(13 Áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.

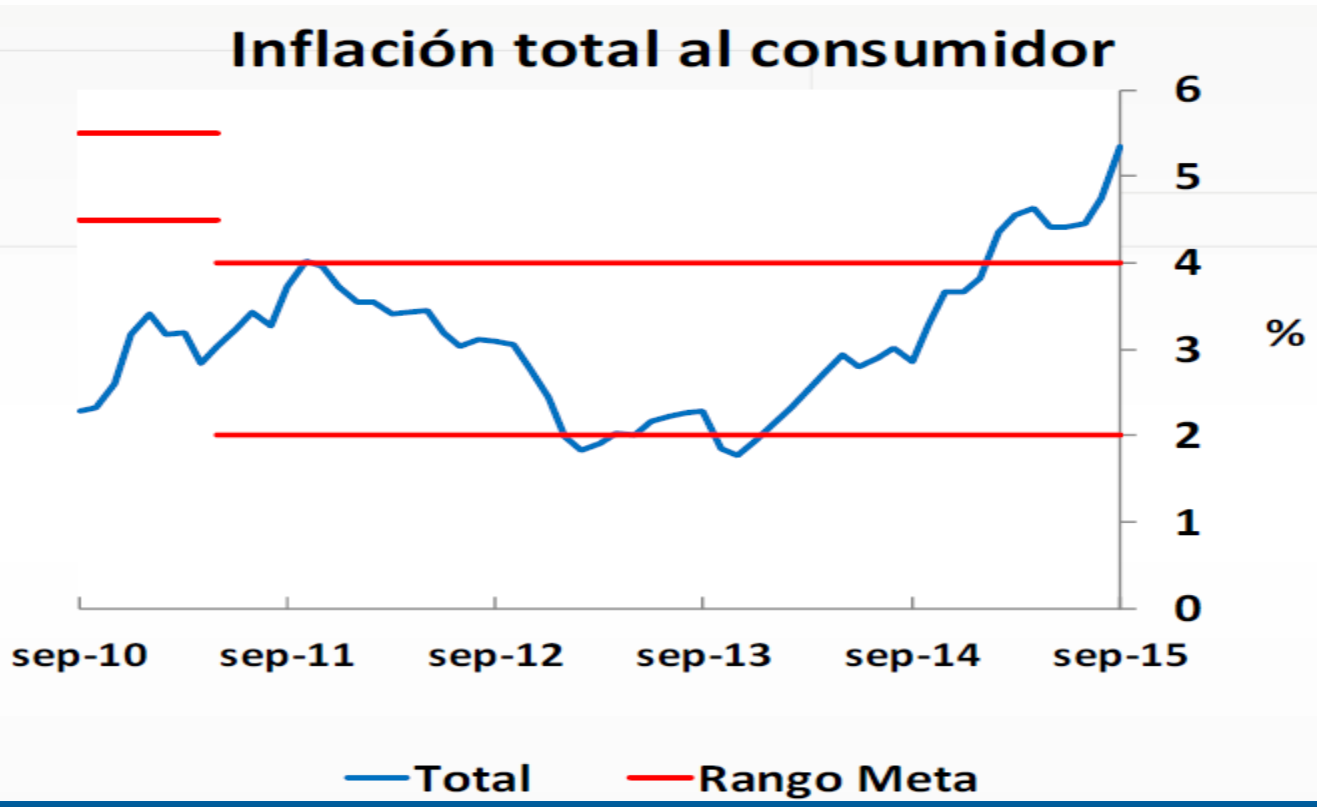


## **4. La respuesta de política ante la persistencia del aumento de la inflación y el riesgo sobre la credibilidad de la autoridad monetaria**



**Inflación a septiembre - 5,35% anual -, la más alta en seis años y por octavo mes consecutivo por encima del límite superior del rango meta (2% - 4%), y muy distante de la meta puntual del 3%. Una desviación de más de tres cuartas partes**

sep-15	5.35%
ago-15	4.74%
jul-15	4.46%
jun-15	4.42%
may-15	4.41%



**La prolongada persistencia del aumento de todos los indicadores relevantes de la inflación anual – el IPC, la inflación sin alimentos ni regulados, la de no transables y el promedio de las básicas - podría estar sugiriendo la existencia de presiones de demanda**

- Ya no es sólo por causa de la de alimentos, que suele corresponder a un choque de oferta transitorio.
- Aún la inflación excluyendo la de alimentos, que hace un año era del 2,7%, sigue subiendo, y se ha trepado al 4,6%.
- Si además se excluyen regulados, pasó de 2,5% al 4,9%.
- En tanto que la de no transables pasó del 3,9% al 4,7%.



**El promedio de las básicas aumentó en septiembre por doceavo mes consecutivo, arrancando en 2,6% hace un año, hasta situarse en 4,9%, igualmente muy por encima del límite superior del rango meta**

**Indicadores de inflación básica**



sep-15	4.89%
ago-15	4.46%
jul-15	4.27%
jun-15	4.14%
may-15	3.99%

— Promedio de 4

Entretanto, la tasa de interés real de intervención del Banco se mantuvo alrededor de cero desde principios del año hasta julio, y ahora se halla en terreno negativo desde agosto.



# El 'des-anclaje' de las expectativas de inflación

- Como resultado, tanto las encuestas como los modelos probabilísticos del Banco arrojan evidencia de que las expectativas de mediano plazo se están desanclando del objetivo fijado por la Junta.
- Por tanto, de no actuar, la credibilidad de la autoridad monetaria ante el público estaría en serio riesgo.



# Decisiones de política

- Tras haber mantenido por unanimidad la tasa la tasa nominal de interés de intervención en 4,5% desde agosto del año pasado, en julio de 2015 dicha unanimidad cesó y comenzó la discusión sobre el cambio de postura de la política monetaria.
- La Junta, en su reunión del 25 de septiembre, tomó la determinación de elevarla en 25 puntos básicos.
- Reajustes adicionales serán objeto de discusión en el seno de la Junta en sus próximas reuniones.



**GRACIAS**

