

Seminario Prospectiva Económica y Financiera
La República y Javier Fernández Riva Asociados

POLÍTICA MONETARIA Y COYUNTURA CAMBIARIA

Leonardo Villar Gómez*

Bogotá, septiembre 14 de 2005

*** Opiniones personales. No comprometen a la Junta Directiva del
Banco de la República**



Plan de Temas

- + Inflación: Comportamiento reciente y perspectivas**
- + La estrategia de política monetaria**
- + Evolución de la tasa de cambio y política de intervención cambiaria.**



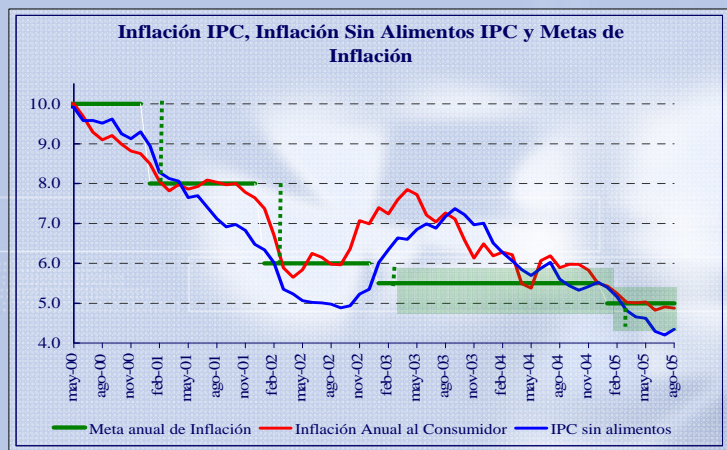
Plan de Temas

Inflación: Comportamiento reciente y perspectivas

Banco de la República
Colombia



Los índices de inflación total y básica se han ubicado dentro de los rangos-meta establecidos por el Banco de la República...

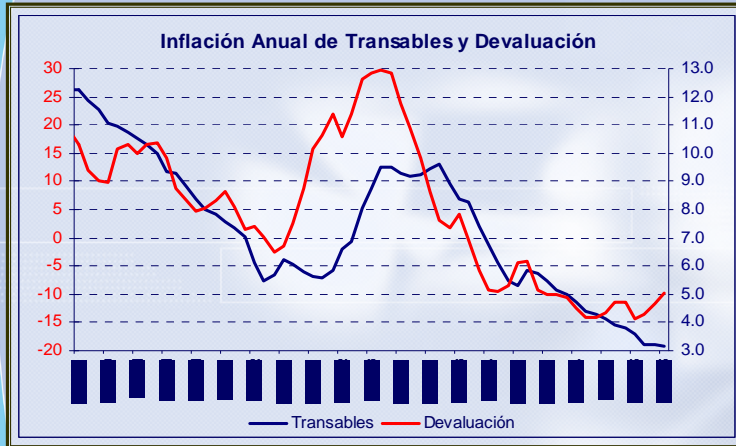


Banco de la República
Colombia

...y en contra de los pronósticos más pesimistas que hacía JFR en el Seminario e Prospectiva de 2004



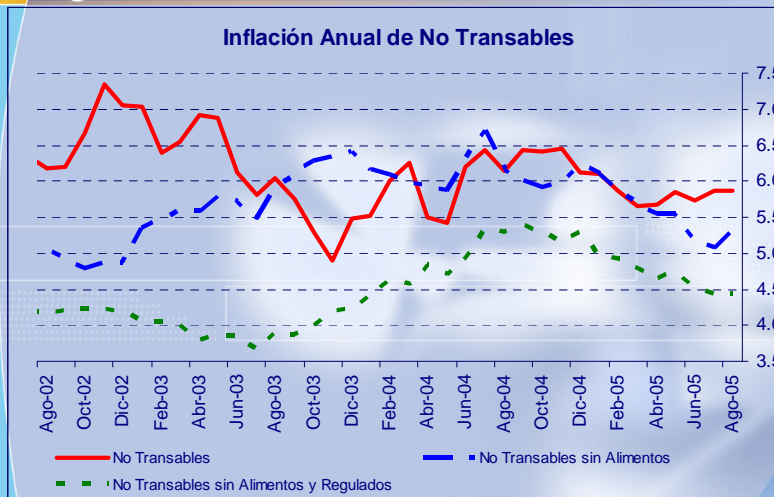
En parte, la reducción de la inflación ha sido facilitada por un proceso de apreciación que ha sido más fuerte de lo previsto....



Banco de la República
Colombia



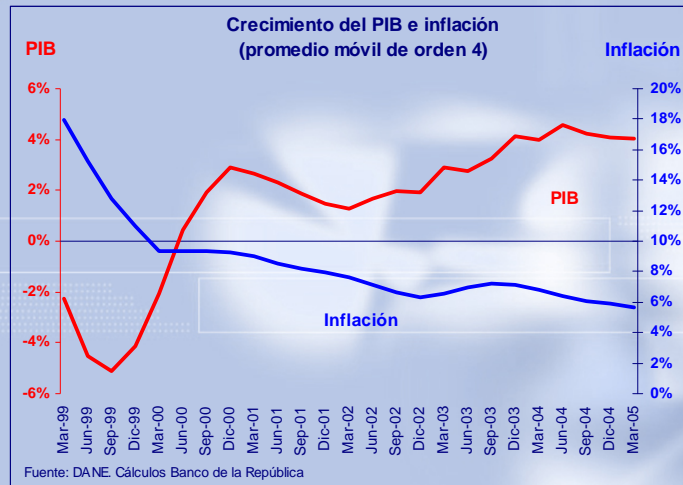
...Sin embargo, el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes no transables también ha bajado, en especial cuando se excluyen alimentos y precios regulados



Banco de la República
Colombia



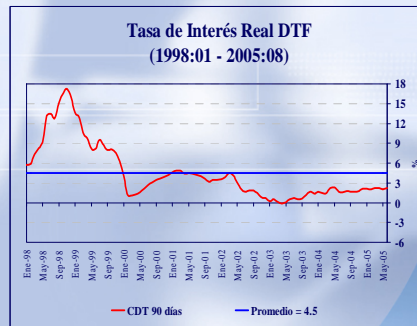
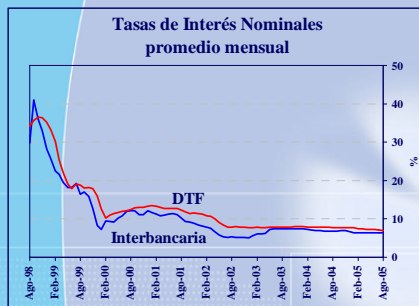
La caída en la inflación en el período reciente coincide con una importante recuperación del crecimiento económico...



...Se contradice así el mito de que la inflación en Colombia volvería a sus altos niveles tradicionales si se recuperaba el crecimiento



En alto grado, la recuperación del crecimiento ha sido posible por la tendencia descendente de la inflación, la cual ha permitido al BR adelantar una política monetaria expansiva y mantener tasas de interés extraordinariamente bajas





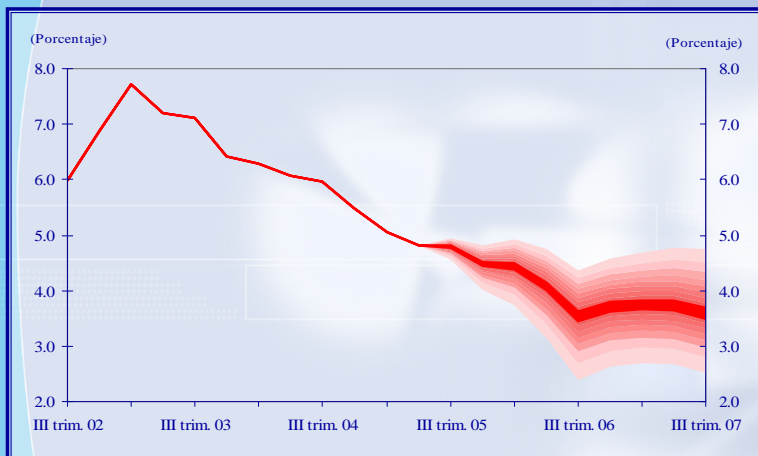
Un factor esencial en el proceso de reducción de la inflación, -que es minimizado por JFR- es el comportamiento de las expectativas y la credibilidad en las metas del BR



Banco de la República
Colombia



Los pronósticos de inflación realizados con el modelo del Banco de la República de mecanismos de transición de la política monetaria apuntan hacia el cumplimiento de las metas de 2005 y hacia la continuación del proceso de reducción de la inflación en los próximos años...



Fuente: Informe de Precios – Junio de 2005

Banco de la República
Colombia



El pronóstico de JFR para 2005 (4.6%) es ligeramente inferior al del modelo básico del BR (4.7%) y se ubica en la parte inferior del rango meta oficial (4.5% - 5.5%), lo cual contrasta con las proyecciones pesimistas que tenía hace un año.

Para 2006, la proyección de JFR (5.1%) es superior a la del modelo básico del BR (4.1%). Argumento central de JFR para esto es la **"expansión monetaria desbordada"**.

*Banco de la República
Colombia*



Comentarios sobre el calificativo de "expansión monetaria desbordada":

- ✓ Desproporcionado para la magnitud del aumento en la inflación que supone el propio JFR.
- ✓ Totalmente fuera de lugar si se cumple la proyección del BR, de acuerdo con la cual la inflación seguiría reduciéndose en 2006.
- ✓ Inconsistente con la proyección de JFR sobre una caída en el ritmo de crecimiento de la demanda interna en 2006. No es claro el mecanismo de transmisión de la política monetaria que utiliza.

*Banco de la República
Colombia*

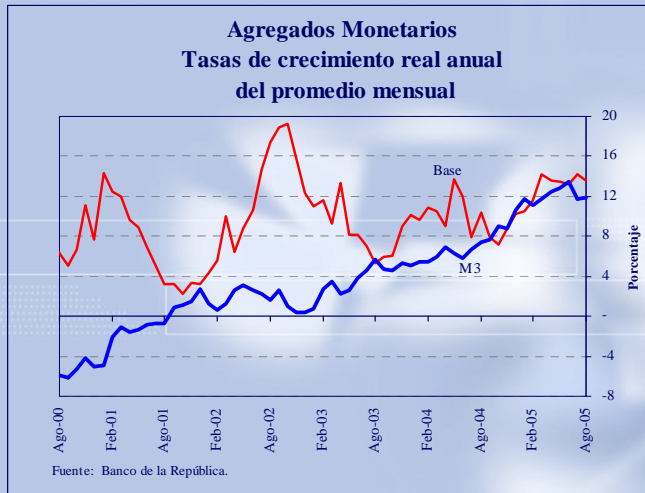


Plan de Temas

- + Inflación: Comportamiento reciente y perspectivas
- + La estrategia de política monetaria



Las tasas de crecimiento de los agregados ciertamente han sido altas en términos reales. En particular, el agregado amplio, M3, ha manifestado una fuerte aceleración en los dos últimos años.





La gran pregunta es si esa aceleración del crecimiento monetario implica excesos de oferta de dinero con respecto a la demanda.

Sólo en ese caso, podría pensarse en presiones inflacionarias asociadas con una supuesta "expansión monetaria desbordada"



Confusión sobre la política del Banco de la República:

- El BR no predefine un ritmo específico de crecimiento de los agregados monetarios.
- El BR define mensualmente una tasa de interés de corto plazo que considera consistente con el cumplimiento de las metas de inflación.
- Esa tasa de interés es definida con base en un análisis del comportamiento de muchas variables económicas, incluida la tasa de cambio, la producción y el grado de utilización de la capacidad productiva.
- Una vez definida esa tasa de interés, el BR suministra la liquidez que le demanda la economía.



Lo anterior significa que:

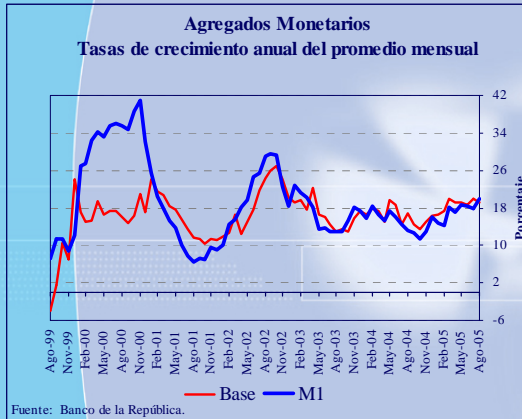
- i. La cantidad de dinero que observamos es la que los hogares y empresas colombianos quieren tener en su poder, dadas las tasas de interés de corto plazo definidas por el BR.
- ii. Dada la demanda de dinero que hay en la economía, una menor expansión monetaria sólo sería consistente con tasas de interés más altas.
- iii. En esta lógica, cuando JFR plantea que hay una "expansión monetaria desbordada", estaría sugiriendo que la tasa de interés es demasiado baja.
- iv. Al menos hasta ahora, esa no ha sido la interpretación sobre la situación económica que ha hecho el Banco de la República. Por eso se han podido mantener muy bajas las tasas de interés.



La pregunta relevante es entonces por qué ha crecido tanto la demanda de dinero en el período reciente.



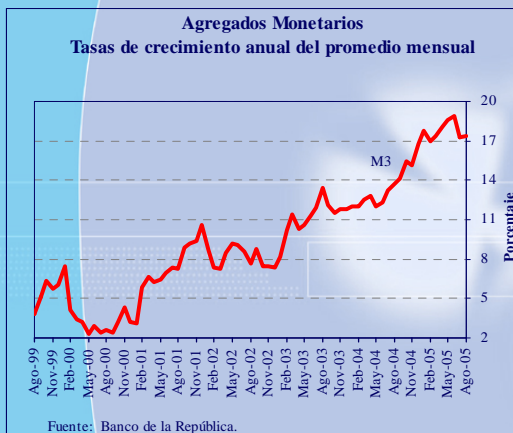
En el caso de la base monetaria y los medios de pago (M1), el ritmo de crecimiento ha sido alto desde hace varios años debido a:



- Impuesto a las transacciones financieras, que aumenta la demanda de efectivo.
- Fuerte reducción en el costo de oportunidad de tener dinero, gracias a:
 - i. Reducción en inflación.
 - ii. Caída en tasas de interés nominales



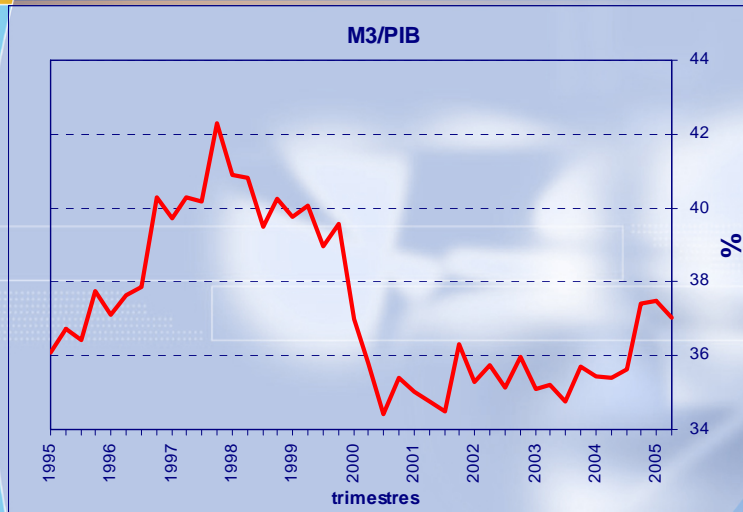
En el caso de M3, que incluye todos los depósitos en el sistema financiero, el ritmo de crecimiento se ha acelerado en los dos últimos años, debido a recomposición de portafolios de hogares y empresas:



- Menor rentabilidad de activos en el exterior.
- Menores expectativas de devaluación del peso.
- Mayor confianza en el sistema financiero nacional.



Pese al rápido crecimiento reciente de M3, su nivel como porcentaje del PIB continúa muy por debajo de lo que estuvo antes de la crisis



Banco de la República
Colombia



En resumen, el rápido crecimiento del agregado monetario ampliado (M3) **no es** consecuencia de una política de **"expansión desbordada"** sino el reflejo de una recomposición de portafolios a favor del peso colombiano.

Ese proceso está íntimamente vinculado con la reversión del proceso de salida de capitales del país que había tenido lugar en el período de la crisis

Banco de la República
Colombia



En el siglo pasado, el Banco tenía una estrategia de política monetaria basada en ubicar el ritmo de crecimiento de los agregados en niveles predefinidos, que se consideraba reflejaban el comportamiento de la demanda de dinero.

Actualmente, la política de **inflación objetivo** consiste en suministrar la liquidez que se demanda a la tasa de interés establecida por el BR con el propósito de cumplir con las metas de inflación.



Si el BR estuviera de acuerdo con JFR en que la cantidad de dinero está creciendo en forma excesiva y en que ello puede generar presiones inflacionarias, la política recomendada sería subir las tasas de interés.

Sin embargo, la evaluación que ha hecho el BR en los últimos meses no coincide con la de JFR. No se han visto riesgos en el logro de las metas de inflación, razón por la cual el Banco no ha aumentado las tasas de interés.



Plan de Temas

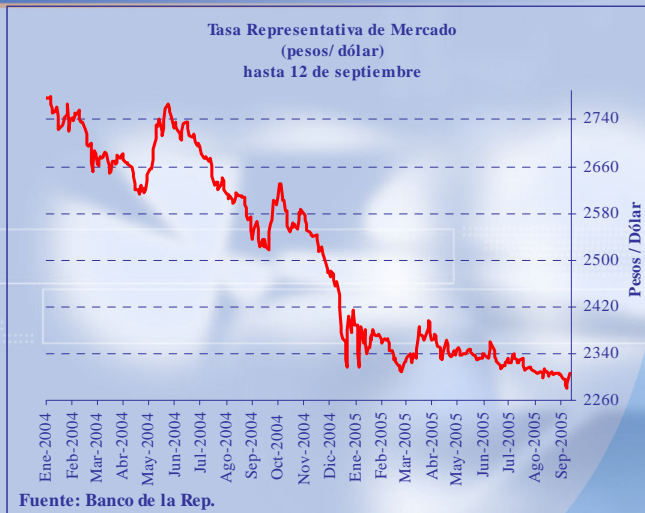
- ✚ Inflación: Comportamiento reciente y perspectivas
- ✚ La estrategia de política monetaria
- ✚ Evolución de la tasa de cambio y política de intervención cambiaria.

Banco de la República
Colombia



El exceso de divisas en el mercado cambiario ha sido grande, generando fuertes presiones hacia la revaluación.

Desde fines de 2004, la intervención masiva del Banco de la República ha logrado moderar la tendencia a la caída en la tasa de cambio nominal.

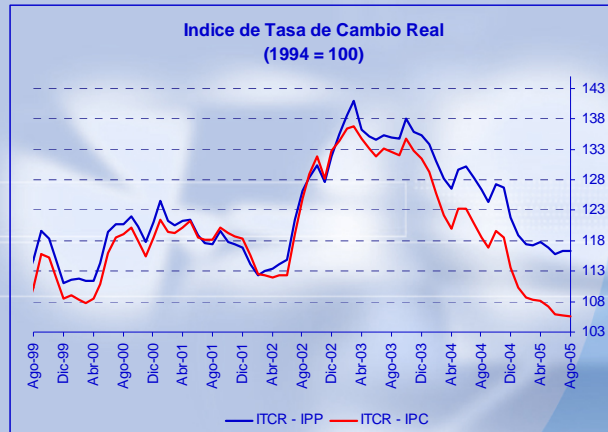


Banco de la República
Colombia

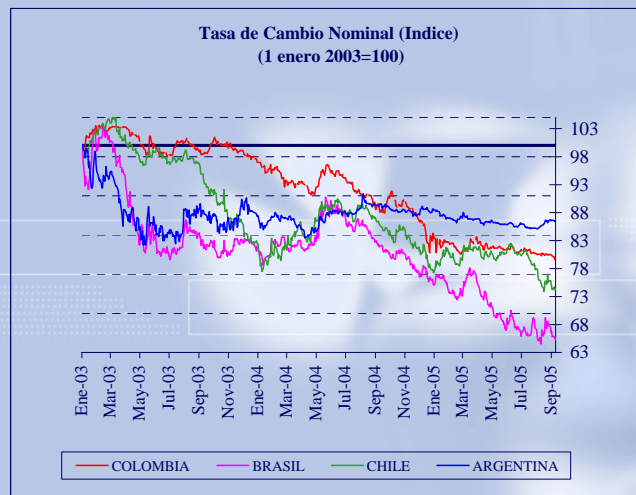


Sin embargo, la tasa de cambio real se ha apreciado a un ritmo preocupante

Medido tanto con el IPP como con el IPC, el índice de la tasa de cambio real ya se encuentra en niveles inferiores a los de septiembre de 1999, cuando se desmontó la banda cambiaria

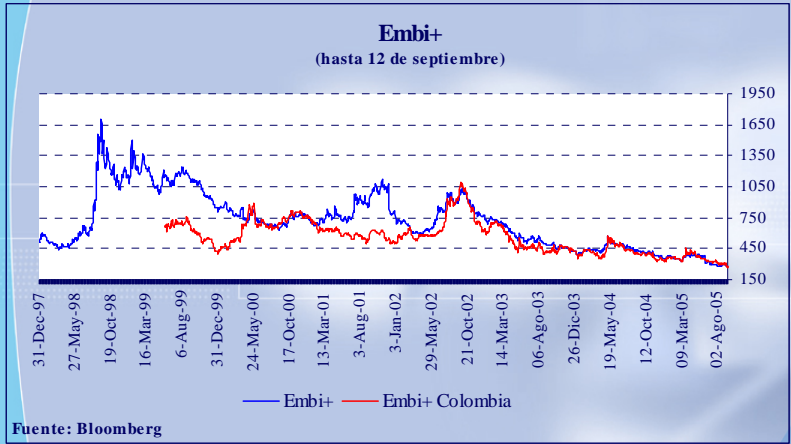


El exceso de divisas y la revaluación del peso son fenómenos vinculados a factores internacionales, lo cual explica la correlación con lo que sucede con otras monedas de la región

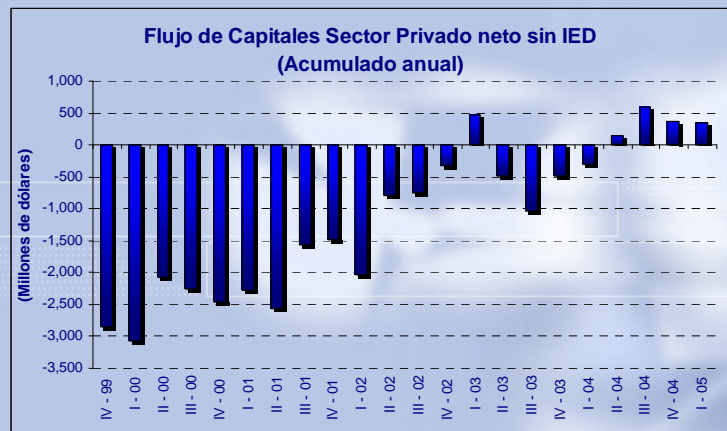




La tendencia en las tasas de cambio coincide con el comportamiento de los márgenes de riesgo país y con la percepción de liquidez de los mercados internacionales

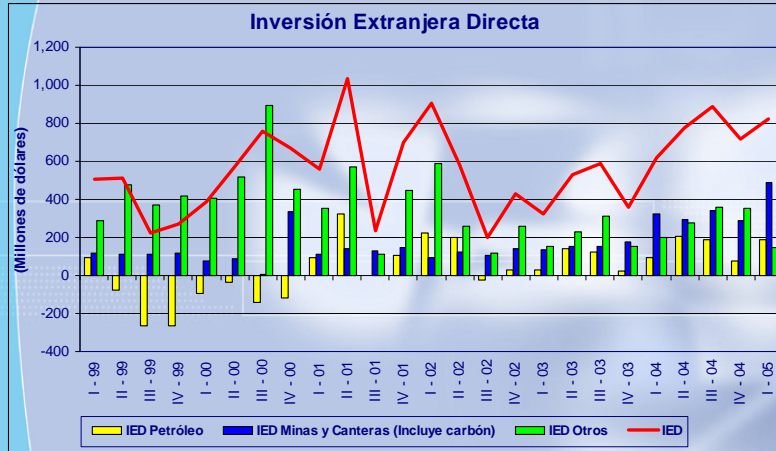


En este contexto, se ha frenado la salida de capitales privados diferentes a la inversión extranjera directa, que caracterizaron el período de la crisis





La Inversión Extranjera Directa ha aumentado fuertemente, especialmente en el sector minero, y tiene perspectivas de aumentar mucho más (Bavaria, Telecom, Granhorrar, etc.)...

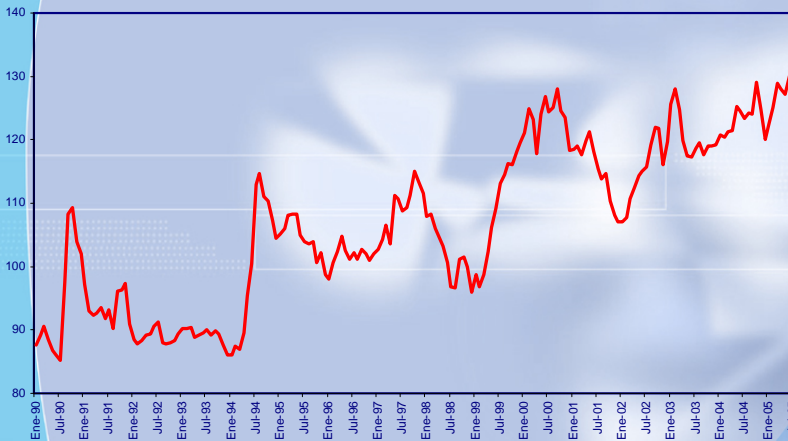


Banco de la República
Colombia



Además, los términos de intercambio han sido particularmente favorables

TERMINOS DE INTERCAMBIO CON PONDERACIONES MÓVILES
PROMEDIO DE 1994=100- Agosto de 2005



Banco de la República
Colombia



En particular por el comportamiento de los precios de nuestras principales exportaciones

| Precios Internacionales | | | | | | | |
|---------------------------------|------------------------------------|-------|-------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| Precios Internacionales | Promedios | | | Proyección Actual | Proyección Anterior | Proyección Actual | Proyección Actual |
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 1/ | 2005 2/ | 2006 1/ | 2006 2/ |
| | Café (Ex-Dock) (Dólares por libra) | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 1,15 | 1,15 | 1,12 |
| Petróleo (Dólares por barril) | 24,2 | 29,0 | 37,3 | 47,9 | 43,9 | 54,4 | 43,9 |
| Carbón (Dólares por tonelada) | 30,8 | 28,2 | 36,1 | 47,9 | 44,5 | 47,9 | 44,5 |
| Ferróniquel (Dólares por libra) | 1,1 | 1,4 | 2,3 | 2,6 | 2,6 | 2,3 | 2,3 |
| Oro (Dólares por onza Troy) | 310,2 | 362,5 | 409,3 | 433,8 | 423,1 | 452,7 | 423,6 |

1/ Balanza de pagos estimada en Septiembre de 2005
2/ Balanza de pagos estimada en Julio de 2005

Banco de la República
Colombia



La demanda externa ha sido muy dinámica por el buen comportamiento de nuestros principales socios comerciales, en particular el de Venezuela, en 2004 y 2005

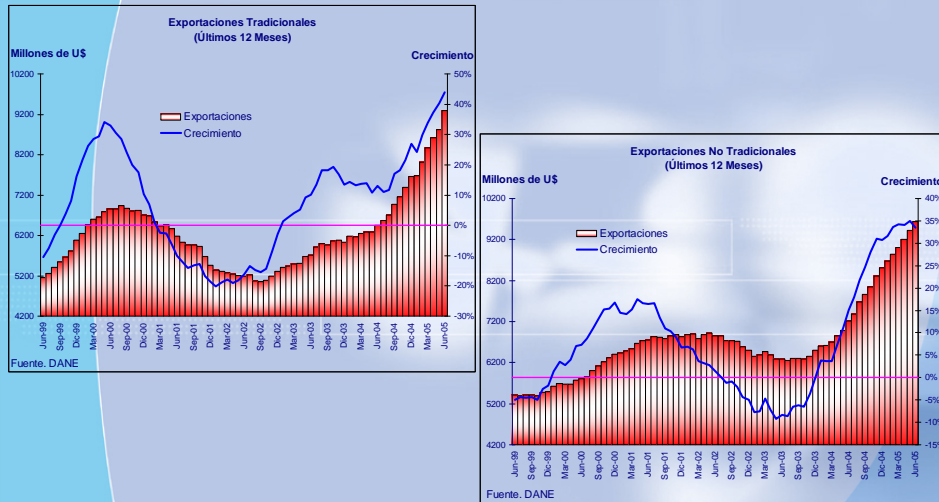


Fuente: Analistas. Cálculos Banco República

Banco de la República
Colombia



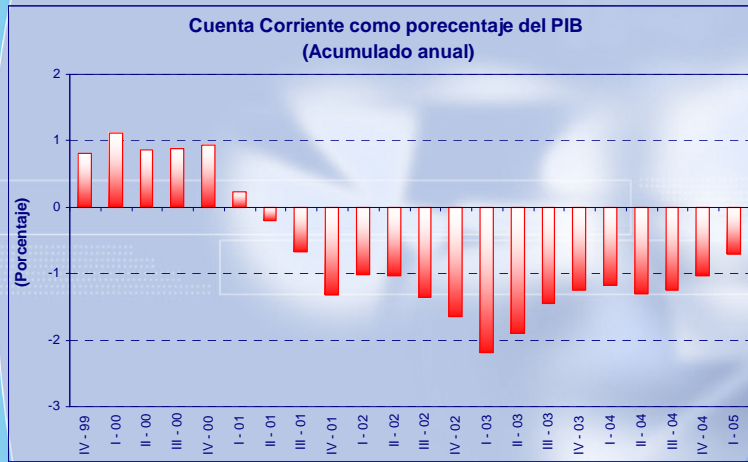
Todo lo anterior ha facilitado el crecimiento de las exportaciones, tanto tradicionales como no tradicionales



Banco de la República
Colombia



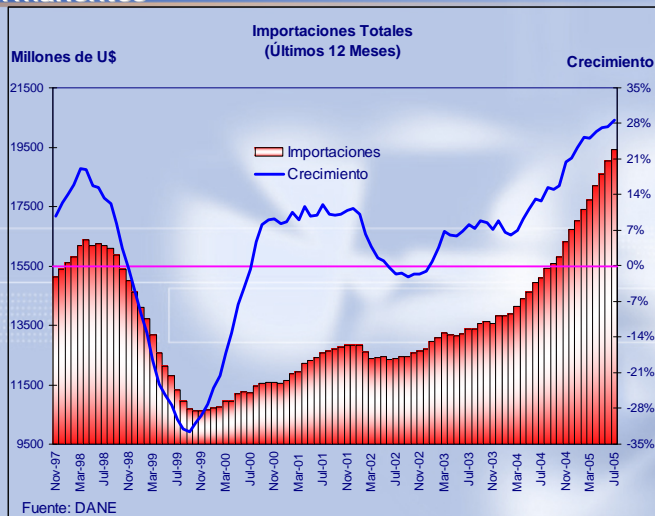
El comportamiento de las exportaciones, unido al de las remesas de trabajadores del exterior, ha permitido mantener niveles bajos de déficit para la cuenta corriente de la balanza de pagos



Banco de la República
Colombia



A pesar de todos los indicadores positivos mencionados, la situación puede ser preocupante en el mediano plazo por cuanto se está financiando un acelerado crecimiento de las importaciones con recursos que no son necesariamente permanentes



Fuente: DANE

Banco de la República
Colombia



Por esta razón, el BR ha estado preocupado por tratar de minimizar el proceso de apreciación real del peso, manteniendo siempre el criterio de que su objetivo primordial es el control de la inflación.

Banco de la República
Colombia



La intervención en el mercado cambiario desde septiembre de 2004 hasta el presente ha sido la más grande en la historia del país

Operaciones de Compra - Venta de Divisas del Banco de la República
(Millones de Dólares)

| | 2004 | 2005 | | | | Acumulado Ene-Ago |
|--|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
| | | I Trimestre | II Trimestre | Julio | Agosto | |
| Compras | 2,904.9 | 773.8 | 841.3 | 225.5 | 999.6 | 2,840.1 |
| Opciones Put | 1,579.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Para Acumulación de Reservas Internacionales | 1,399.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Para el Control de la Volatilidad | 179.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Intervención Discrecional | 1,325.3 | 773.8 | 841.3 | 225.5 | 999.6 | 2,840.1 |
| Ventas | 500.0 | 1,250.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1,250.0 |
| Gobierno Nacional | 500.0 | 1,250.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1,250.0 |
| Compras Netas | 2,404.9 | -476.2 | 841.3 | 225.5 | 999.6 | 1,590.1 |

Banco de la República
Colombia



Venta de Reservas al Gobierno

- Después de las compras de reservas internacionales de 2004, se consideró que el nivel de las mismas era holgado. Actualmente se ubican por encima de US\$15.600 millones.
- El Gobierno estimó que era conveniente sustituir fuentes de endeudamiento externo o prepagar créditos externos costosos
- Por las anteriores razones se le han vendido al Gobierno divisas de las reservas internacionales (US\$500 millones en 2004 y US\$ 1.250 m a comienzos de 2005) para ese efecto y se planea hacer más operaciones de ese tipo en el futuro cercano.
- Esas operaciones no solo son convenientes para reducir la exposición a la deuda externa del Gobierno sino para facilitarle al Banco de la República su manejo monetario.

Banco de la República
Colombia

