

*Seminario Macroeconómico y Sectorial
ANIF - FEDESARROLLO*

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN LA COYUNTURA ACTUAL

Leonardo Villar Gómez*

Bogotá, noviembre 22 de 2006

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



Plan de Temas

- **Inflación: Comportamiento reciente y perspectivas**
- **Entorno externo y sus riesgos**
- **Agregados monetarios, crédito y estrategia de "inflación objetivo".**



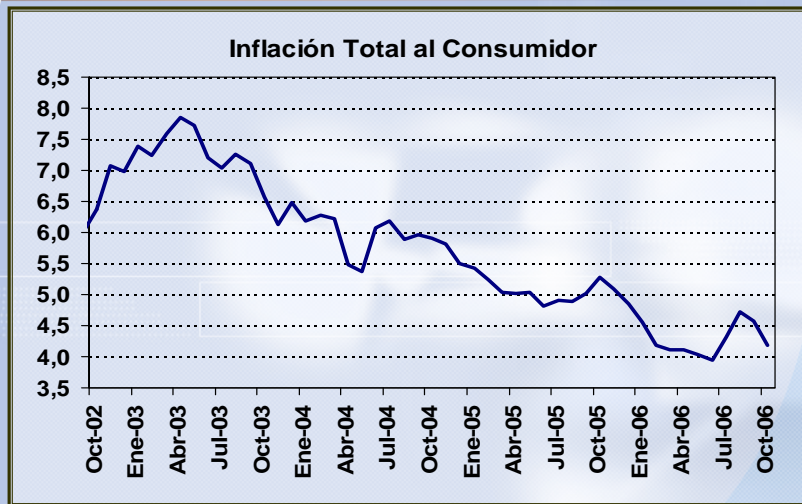
Plan de Temas

- **Inflación: Comportamiento reciente y perspectivas**
- Entorno externo y sus riesgos
- Agregados monetarios, crédito y estrategia de "inflación objetivo".

Banco de la República
Colombia



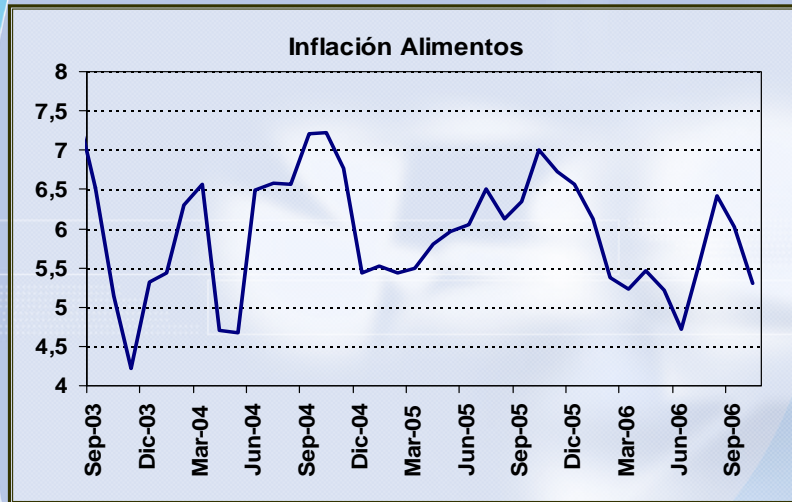
En octubre, la inflación al consumidor se ubicó en 4.2%, en la parte inferior del rango establecido por el BR como meta para este año.



Banco de la República
Colombia



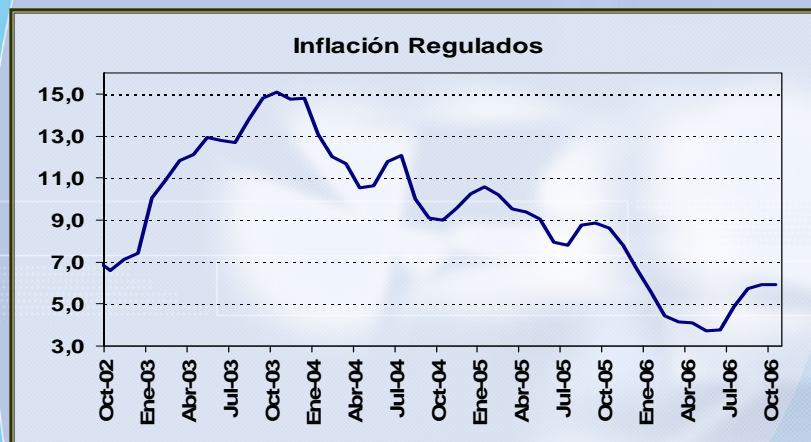
La inflación de alimentos ha tenido grandes fluctuaciones y se ubica en 5.3%, por encima de la del IPC total.



Banco de la República
Colombia



La inflación de "regulados" también se ubica por encima de la del IPC total (5.9% en octubre)



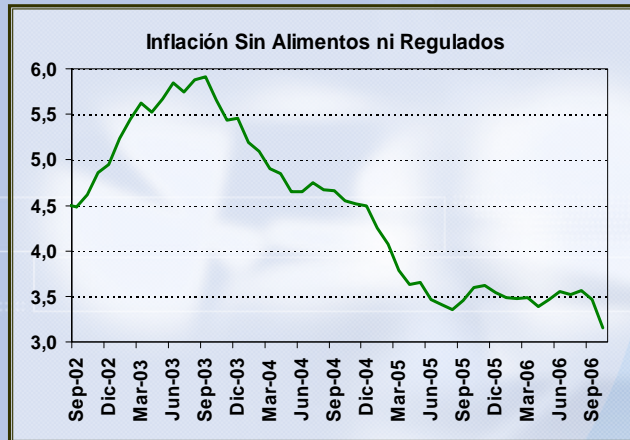
Banco de la República
Colombia



La inflación sin alimentos ni regulados es la más asociada a la situación macroeconómica.

Se había estabilizado alrededor de 3.5%.

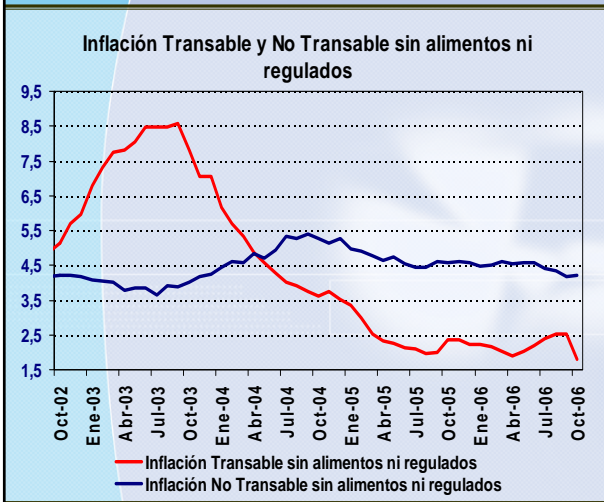
En octubre se redujo a 3.2%.



Banco de la República
Colombia



Dentro de la canasta que excluye alimentos y regulados, la caída en la inflación de transables puede explicarse por la tasa de cambio.



La inflación de no transables, que depende más de la relación entre oferta y demanda agregadas, también muestra tendencia a la baja.

Banco de la República
Colombia



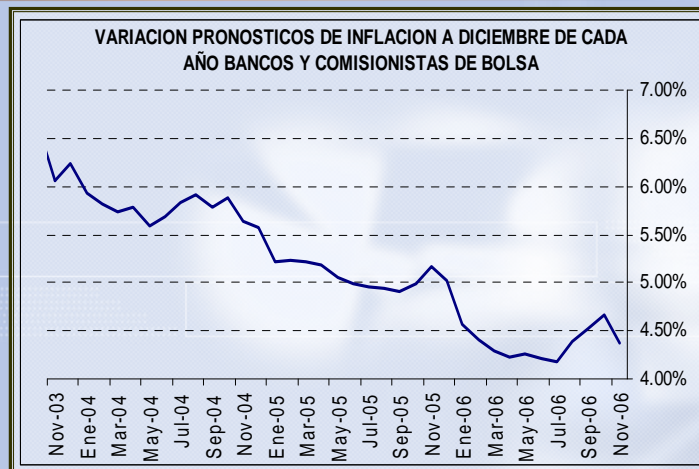
En resumen...

- Pese al evidente dinamismo de la actividad productiva en el periodo reciente, la inflación, medida por el crecimiento anual del IPC, se mantiene acorde con las metas establecidas.
- Los componentes de la inflación asociados con el comportamiento de la demanda agregada han tenido un comportamiento particularmente favorable.
- Estos resultados tiene mucho que ver con la credibilidad en la política monetaria
- Las metas de inflación son cada vez más relevantes para las decisiones sobre ajustes de precios y salarios en la economía.

Banco de la República
Colombia



De hecho, las expectativas sobre la inflación para 2006 se mantuvieron a lo largo del año en el rango de 4% a 5% establecido como meta por el Banco de la República



Banco de la República
Colombia



Para 2007, el rango se estableció entre 3.5% y 4.5%, con una meta puntual de 4.0%.

Para 2008, la meta puntual estará en el rango de 3% a 4%.

De esta manera, la inflación colombiana está entrando al rango que se definió desde hace varios años como meta de largo plazo: $3\% \pm 1\%$.



Plan de Temas

- **Inflación: Comportamiento reciente y perspectivas**
- **Entorno externo y sus riesgos**
- **Agregados monetarios, crédito y estrategia de "inflación objetivo".**



Argumento central:

Los logros recientes en materia de crecimiento económico e inflación son en parte mérito de la política interna (fiscal, monetaria y de seguridad)

SIN EMBARGO, EL ENTORNO EXTERNO ES FUNDAMENTAL

- La reducción de la inflación es un fenómeno generalizado en las economías emergentes desde hace varios años.
- La fase de auge en la actividad productiva de los últimos años es coincidente en muchas economías latinoamericanas con condiciones y estrategias de política muy disímiles.
- Los mayores riesgos en la coyuntura actual se relacionan con la posibilidad de cambios en ese entorno.

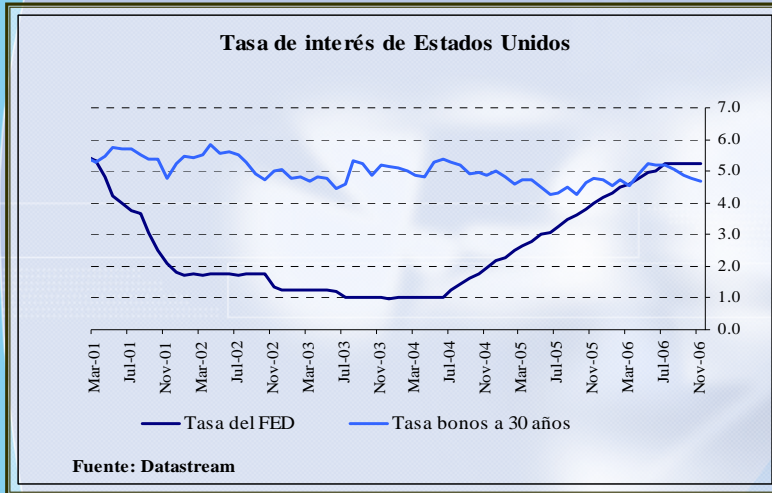


Elementos centrales del entorno externo:

1. **Liquidez internacional**
2. **Términos de intercambio**
3. **Dinamismo de socios comerciales**



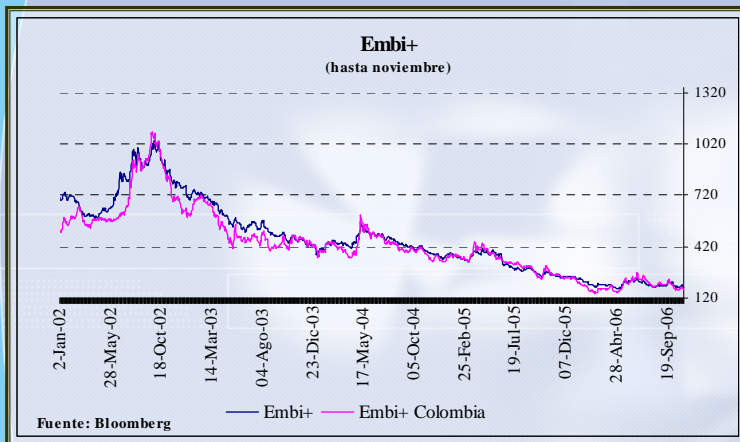
La liquidez internacional se refleja en unas tasas externas de largo plazo que se mantienen en niveles muy bajos, pese al aumento en las tasas de la FED



Banco de la República
Colombia



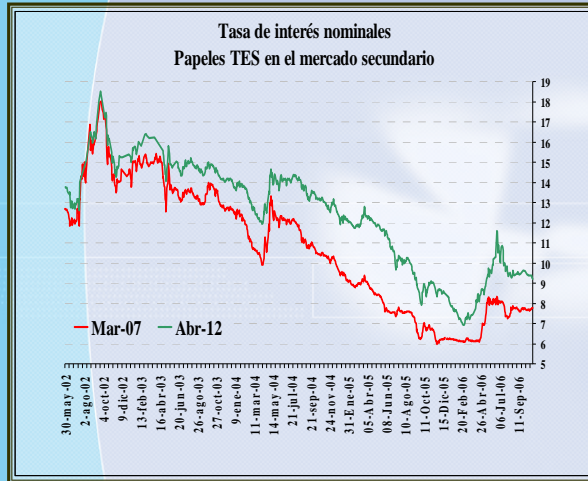
Adicionalmente, la liquidez internacional se refleja en una reducción de los márgenes de riesgo país para los países emergentes (EMBI+), la cual ha sido muy parecida para Colombia.



Banco de la República
Colombia



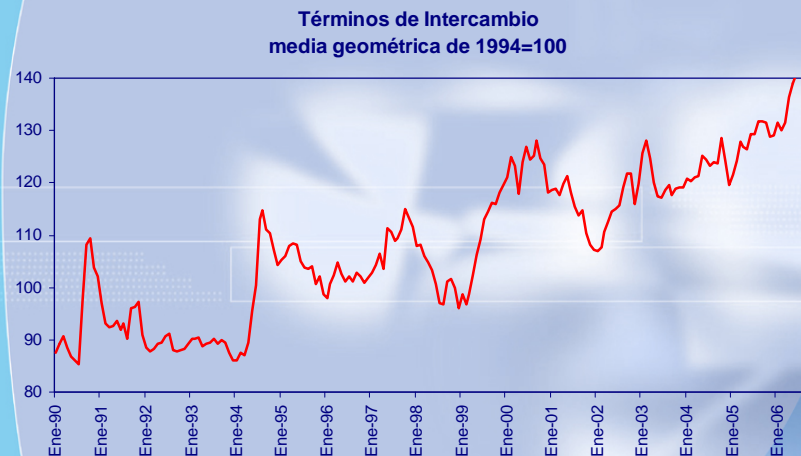
En un ambiente de libre movilidad de capitales, las condiciones de liquidez internacional contribuyen a explicar el comportamiento de las tasas de los TES en el mercado interno



La tendencia descendente desde 2003 y el aumento temporal del segundo trimestre de 2006 coinciden con el comportamiento de las tasas externas



Los términos de intercambio han aumentado fuertemente





En particular, el comportamiento de los precios de nuestras principales exportaciones ha sido muy favorable

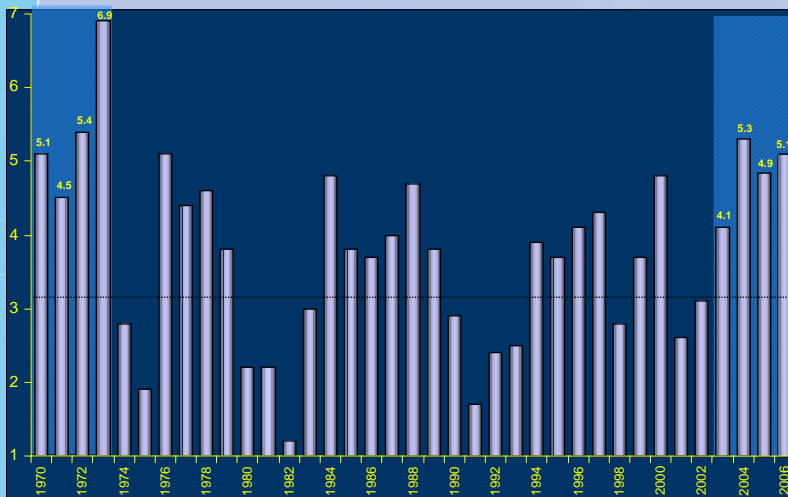
Precios Internacionales					
Descripción	Promedio				Proyección Actual 1/
	1999	2002	2004	2005	2006
Café (Ex-Dock) (Dólares por libra)	1.2	0.7	0.8	1.1	1.2
Petróleo (Dólares por barril)	17.7	24.2	37.3	49.8	56.7
Carbón (Dólares por tonelada)	28.4	30.8	36.1	47.9	47.9
Ferróniquel (Dólares por libra)	1.1	1.1	2.3	2.4	3.1
Oro (Dólares por onza Troy)	279.0	310.2	409.3	445.0	610.2

1/ Balanza de Pagos estimada en septiembre 2006.

Banco de la República
Colombia



El crecimiento promedio del PIB mundial en los últimos cuatro años es el más alto desde los 70s



Banco de la República
Colombia

Fuente: WEO



...y la economía venezolana, la segunda en importancia para nuestra exportaciones, ha registrado un comportamiento particularmente positivo, vinculado con los altos precios del petróleo.

Crecimiento Venezuela

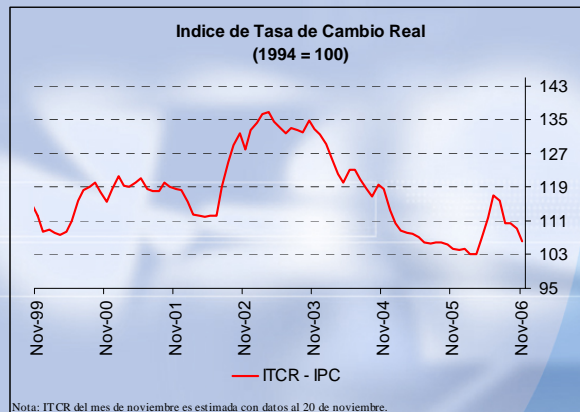
1999	-6.0
2002	-8.9
2003	-7.7
2004	17.9
2005	9.3
2006py	8.7

Fuente: WEO, Datastream



Los factores mencionados del entorno externo contribuyen a explicar la presión hacia la apreciación nominal y real del peso colombiano y de casi todas las monedas de la región.

La tasa de cambio real (con IPC) se encuentra por debajo del nivel de septiembre de 1999, cuando se eliminó la banda cambiaria



Nota: ITCR del mes de noviembre es estimada con datos al 20 de noviembre.



A diferencia de lo que sucedió en los 90, el proceso reciente de apreciación del peso no se ha reflejado en grandes déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos

El déficit externo se estima en 1.6% del PIB en 2006.

El dinamismo de las exportaciones y unas remesas de trabajadores en el exterior de casi US\$ 3.500 millones han permitido mantener el déficit bajo control.

Esta situación contrasta con los déficits de más de 5% del PIB que se observaron entre 1993 y 1998.



¿Cuál es el problema?

- 1. Vulnerabilidad, por dependencia de un entorno internacional excepcionalmente favorable**
- 2. El proceso de revaluación del peso aumenta esa vulnerabilidad, al desestimular las exportaciones y la producción de bienes sustitutivos de importaciones**

La vulnerabilidad se manifestó en abril:

Un ligero cambio en el ambiente de liquidez externo se tradujo en fuertes movimientos de la tasa de cambio, las tasas de los TES y los precios de las acciones.



PRINCIPALES RIESGOS DE MEDIANO PLAZO

1. Déficit en cuenta corriente

- Aún con precios del petróleo ligeramente superiores a los actuales, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos subiría de 1.6% del PIB en 2006 a cerca de 3% del PIB a partir de 2007.

2. Menor liquidez internacional

- Menores excesos de ahorro en la economía mundial
- Aumento en tasas de interés externas y en "spreads"
- Efecto dominó a través de crecimiento de países emergentes

3. Caída en los precios del petróleo

- Efecto directo sobre exportaciones
- Efecto sobre cantidades producidas
- Efecto fiscal
- Efecto sobre Venezuela y Ecuador
- Efecto sobre confianza y posibilidades de financiamiento

Banco de la República
Colombia



IMPLICACIONES DE POLÍTICA:

Para el Banco de la República:

- Intervención en el mercado cambiario para moderar la revaluación cuando ello sea posible sin afectar el cumplimiento de las metas de inflación.
- Mantener niveles altos de reservas internacionales que se puedan usar para moderar una depreciación abrupta o excesiva cuando cambien las condiciones.

Para el Gobierno Nacional:

- Reducción de las necesidades totales de financiamiento (déficit fiscal).
- Sustitución de deuda externa por recursos de privatizaciones o por deuda interna, en la medida en que el tamaño del mercado lo permita.
- Manejo de portafolios líquidos en el exterior.

Banco de la República
Colombia



Plan de Temas

- **Inflación: Comportamiento reciente y perspectivas**
- **Entorno externo y sus riesgos**
- **Agregados monetarios, crédito y estrategia de "inflación objetivo".**

Banco de la República
Colombia



Los principales agregados monetarios están creciendo a ritmos muy superiores a los del ingreso nominal de la economía.

Agregados Monetarios

Tasas (%) de Crecimiento Anual del promedio mensual

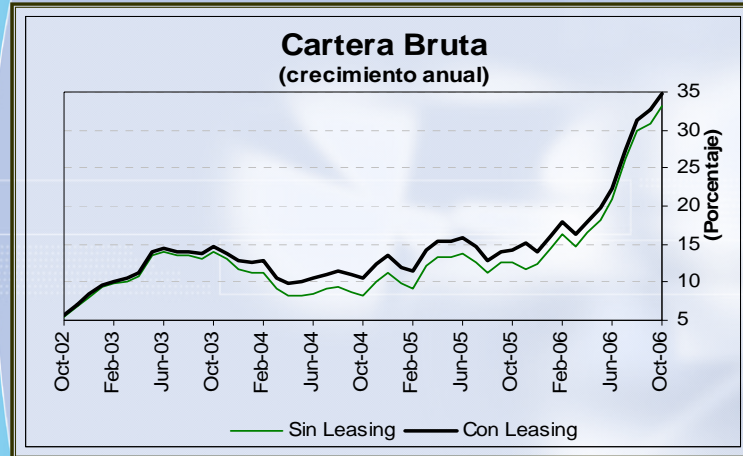
	Base	Efectivo	PSE	M3
Mayo	21,8	24,0	13,7	15,0
Junio	23,5	25,9	14,3	15,8
Julio	26,2	29,4	17,2	18,8
Agosto	30,1	29,3	17,6	19,1
Septiembre	23,6	30,1	15,1	16,9
Octubre	25,5	27,8	14,7	16,3

Fuente: Banco de la República.

Banco de la República
Colombia



El crecimiento de la cartera en M/L en los dos últimos trimestres ha sido vertiginoso.



Banco de la República
Colombia



Tres preguntas clave

- 1. ¿Cual es el ritmo de crecimiento monetario acorde con la meta de inflación?**
- 2. ¿Es peligroso un crecimiento acelerado del crédito?**
- 3. ¿Qué instrumentos de política deben utilizarse para manejar los riesgos asociados con el crédito y los precios de los activos?**

Banco de la República
Colombia



1. ¿Cual es el ritmo de crecimiento monetario acorde con la meta de inflación?

ANIF ha planteado que la cantidad de dinero debe crecer máximo al 12%: 4.5% por inflación, 5% ó 6% por crecimiento de PIB y algo por profundización financiera.

Esta posición es muy respetable en la tradición monetarista clásica, pero no es acorde con la *estrategia de inflación objetivo* que tiene el Banco de la República en la actualidad.



Criterios básicos de la política de "inflación objetivo" del BR:

- El BR no predefine un ritmo específico de crecimiento de los agregados monetarios debido a la dificultad para tener buenos estimativos de demanda de dinero en el corto y mediano plazos.
- El BR define mensualmente una tasa de interés de corto plazo que considera consistente con el cumplimiento de las metas de inflación y a esa tasa suministra toda la liquidez que le demande la economía.
- La tasa de interés del BR 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.



¡Lo anterior **NO** significa que la inflación sea independiente del crecimiento en la cantidad de dinero!

- Un crecimiento en la cantidad de dinero superior al de la demanda de dinero es el principal causante inflación en cualquier economía.
- Sin embargo, el crecimiento “adecuado” de la cantidad de dinero no se puede predefinir en forma mecánica
- La demanda de dinero depende de factores variados y complejos.

Ejemplos:

- i. La demanda de efectivo aumenta por 4x1000 y las bajas tasas de interés nominales.
- ii. La demanda por M3 aumenta por confianza en el sistema financiero y sustitución de activos externos.

*Banco de la República
Colombia*



En décadas anteriores, el Banco de la República restringía cuantitativamente la liquidez para lograr metas predefinidas de crecimiento de los agregados monetarios.

En la estrategia actual, el instrumento de política no es la cantidad de dinero sino el precio de esa liquidez.

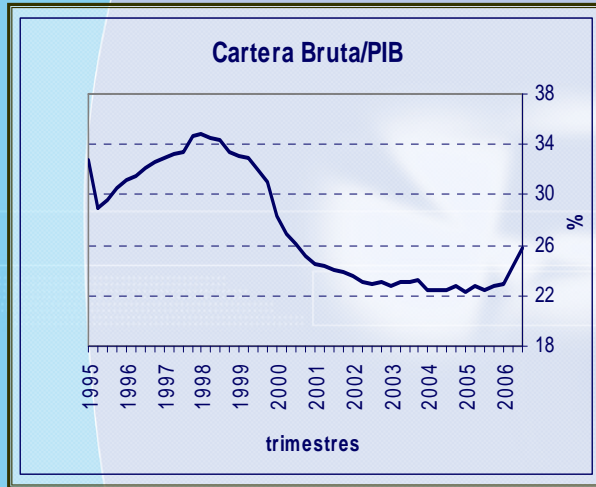
La evaluación global de la situación económica condujo al Banco de la República a elevar su tasa de interés entre marzo y octubre de 2006, con el propósito de garantizar el cumplimiento de las metas de inflación.

A la tasa actual, de 7.25%, el Banco suministra la liquidez que le demandan.

*Banco de la República
Colombia*



2. ¿Es peligroso un crecimiento acelerado del crédito?



Pese al crecimiento reciente, la cartera como proporción del PIB aún se encuentra en niveles muy bajos.

Banco de la República
Colombia

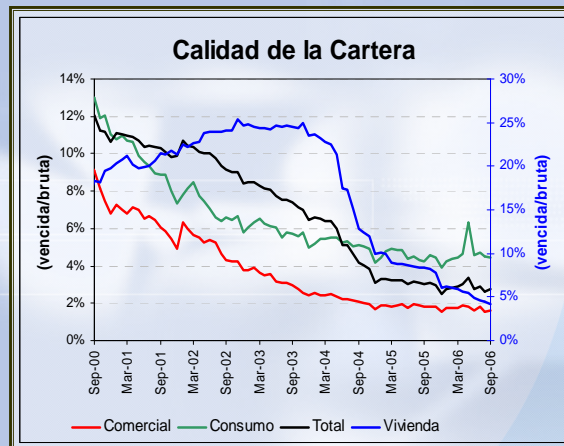


Los indicadores de calidad de la cartera se mantienen muy favorables...

Sin embargo, sería deseable intensificar los criterios anticíclicos de la regulación financiera.

Los criterios de asignación de crédito se relajan en períodos de rápido crecimiento.

La cartera mala se oculta por la buena coyuntura económica y la fácil refinanciación de las obligaciones.



Banco de la República
Colombia



Adicionalmente, los crecimientos acelerados de la cartera suelen asociarse con burbujas financieras.

En precios de la vivienda, los indicadores disponibles no sugieren la existencia de una burbuja.



Fuente: DNP

Banco de la República
Colombia



Sin embargo, en los mercados de acciones y TES...

...ciertamente preocupa la posibilidad de que se esté inflando nuevamente la burbuja que se reventó en el segundo trimestre



Banco de la República
Colombia



3. ¿Qué instrumentos de política deben utilizarse para manejar los riesgos asociados con el crédito y los precios de los activos?

- Cuando se reventaron las burbujas de precios de acciones y TES el pasado mes de abril, varios analistas cuestionaron la política monetaria del Banco de la República por haber tenido tasas de interés muy bajas y no haber evitado la formación de esas burbujas.
- Simultáneamente, otros analistas cuestionaban al Banco de la República por no haber tenido tasas de interés más bajas, encaminadas a evitar la revaluación del peso.
- Dichas críticas no hacían referencia al cumplimiento de las metas de inflación.

Banco de la República
Colombia



Gran dilema:

Los niveles de las tasas de interés requeridos para cumplir las metas de inflación pueden ser diferentes a los se requerirían para lograr objetivos de tasa de cambio, de crecimiento de la cartera o de precios de las acciones.

→ Resulta indispensable otorgar prioridad a uno de los objetivos.

Banco de la República
Colombia



El Banco de la República, como corresponde a su mandato constitucional, ha adoptado como objetivo prioritario cumplir con las metas de inflación previamente anunciadas en un entorno de máximo crecimiento económico sostenible.

Los objetivos de estabilidad cambiaria y financiera también son enormemente importantes y el BR ha expresado su preocupación por conseguirlos dentro de los límites que le establecen su objetivo primordial y los instrumentos a su alcance...

Sin embargo, esos objetivos requieren instrumentos de política adicionales a los que maneja el Banco de la República, tales como las *políticas de financiamiento del sector público* para los temas cambiarios o la *regulación prudencial anticíclica* para el crecimiento acelerado de la cartera y los riesgos de formación de burbujas financieras.

Banco de la República
Colombia



Gracias

Banco de la República
Colombia