

Seminario Macroeconómico ANIF-FEDESARROLLO

POLÍTICA MONETARIA Y COYUNTURA ECONOMICA

Leonardo Villar Gómez*

Bogotá, febrero 6 de 2008

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



Plan de Temas

- Tendencias recientes de la inflación
- Crecimiento Económico, excesos de demanda y cambios en el entorno internacional.
- Política Monetaria en la Coyuntura Actual.



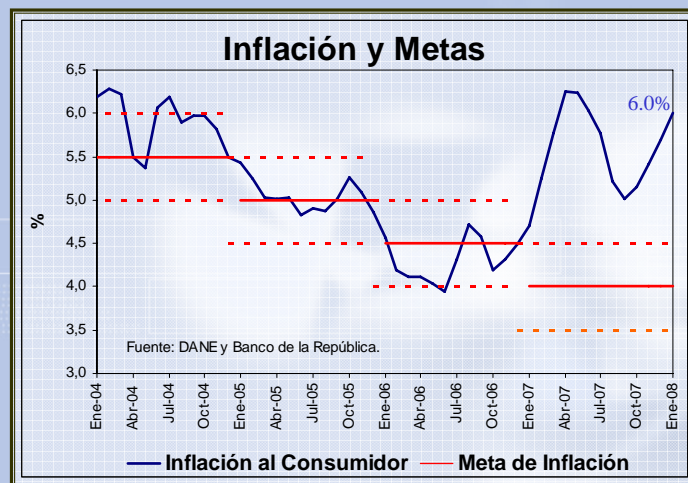
Plan de Temas

- Tendencias recientes de la inflación
- Crecimiento Económico, excesos de demanda y cambios en el entorno internacional.
- Política Monetaria en la Coyuntura Actual.

Banco de la República
Colombia



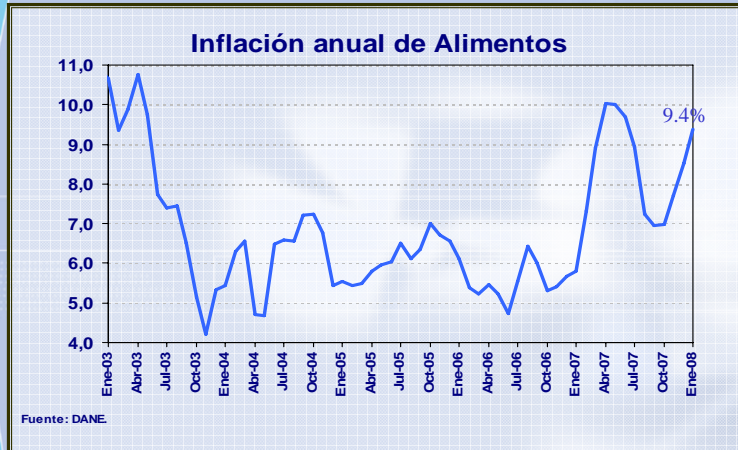
En diciembre, la inflación se ubicó en 5.69%, muy por encima del techo del rango meta establecido para 2007 (3.5% - 4.5%). En enero, la inflación anual se elevó aún más, ubicándose en 6%



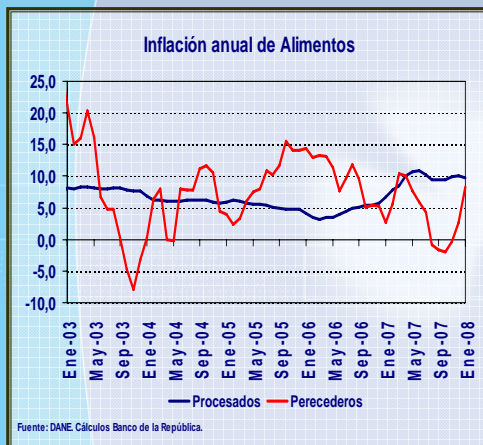
Banco de la República
Colombia



En alto grado, el incumplimiento de la meta de inflación se explica por el comportamiento de los precios de los alimentos. Terminaron 2007 creciendo al 8.5% y en enero crecían al 9.4%.



Varios alimentos perecederos (papa, hortalizas, frutas) tuvieron fluctuaciones importantes asociadas con el clima



Pero no todo fue el clima...

Para algunos perecederos (huevo y carne), el aumento reciente ha estado vinculado con fenómenos externos (precios del maíz y demanda de Venezuela).

Esos fenómenos externos también explican el aumento más fuerte y persistente en los precios de los procesados (9.69%).



Los mayores precios internacionales de los alimentos, en conjunto con el aumento en los precios de los combustibles, han hecho que la aceleración de la inflación sea un fenómeno generalizado a nivel mundial.

País	Inflación 2006	Inflación 2007	Variación absoluta
Colombia	4,48	5,69	1,21
EE UU	2,53	4,12	1,59
Unión Europea	1,92	3,07	1,15
Reino Unido	4,43	4,05	-0,38
Japón	0,30	0,70	0,40
Rusia	9,02	11,89	2,87
China	1,90	6,90	5,00
Argentina	9,84	8,47	-1,37
Bolivia	4,95	11,73	6,78
Brasil	3,14	4,46	1,32
Chile	2,57	7,82	5,25
Ecuador	2,87	3,33	0,46
México	4,05	3,76	-0,29
Perú	1,13	3,93	2,80
Uruguay	6,38	8,50	2,12
Venezuela	16,97	22,46	5,49

Fuente: Datastream, Bancos centrales.

Nota: los datos de China se encuentran al mes de noviembre

Sin embargo, mal de muchos...

....consuelo de tontos?

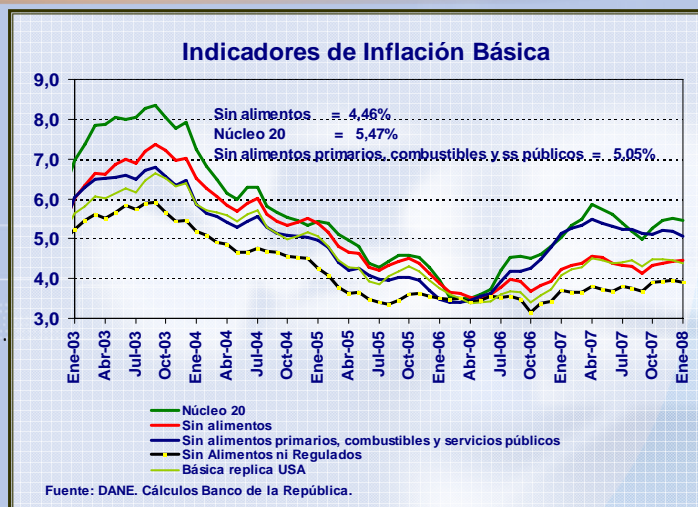
Banco de la República
Colombia



La aceleración de la inflación en Colombia también ha estado vinculada con excesos de demanda.

Los indicadores de inflación básica aumentaron entre mediados de 2006 y mediados de 2007 y se mantienen altos desde entonces...

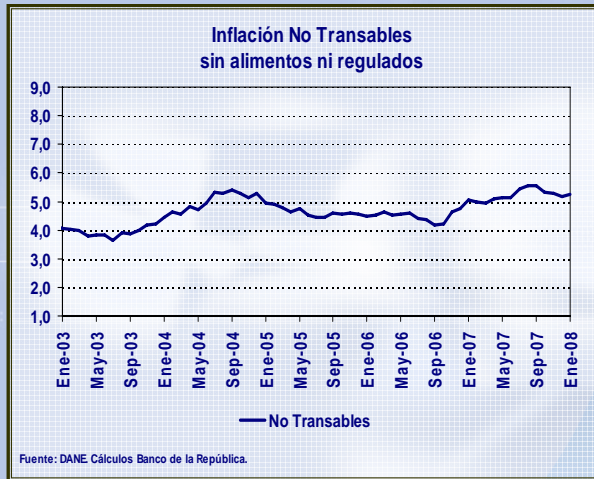
...aunque varios de ellos han dejado de subir.



Banco de la República
Colombia



La inflación de **bienes no transables** sin alimentos ni regulados ha bajado frente a niveles de más de 5.5% que alcanzó en agosto y septiembre.... pero se mantiene excesivamente alta (5.2% en diciembre y en enero)



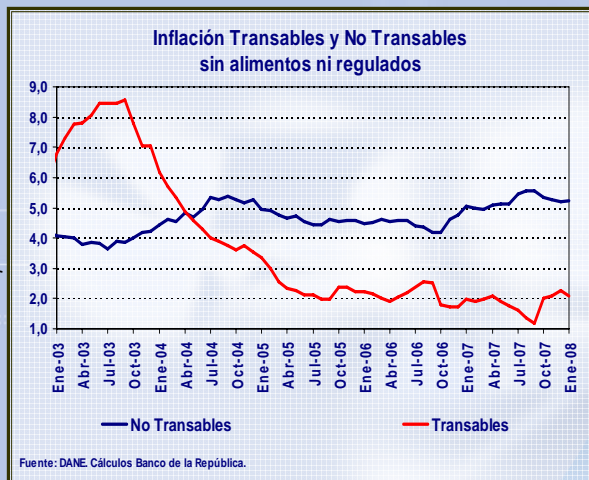
Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

Banco de la República
Colombia



La inflación de **bienes no transables** sin alimentos ni regulados ha bajado frente a niveles de más de 5.5% que alcanzó en agosto y septiembre.... pero se mantiene excesivamente alta (5.2% en diciembre y en enero)

Así mismo, los excesos de demanda pueden explicar que los precios de los **bienes transables** se mantengan creciendo (alrededor de 2% anual) a pesar de una caída de casi 13% en la tasa de cambio nominal en los últimos 12 meses.



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

Banco de la República
Colombia



En resumen...

El aumento reciente de la inflación responde en alto grado a fenómenos internacionales que han afectado el comportamiento de los precios de los alimentos....

... pero responde también a excesos de demanda agregada en la economía colombiana.



Plan de Temas

- Tendencias recientes de la inflación
- Crecimiento Económico, excesos de demanda y cambios en el entorno internacional.
- Política Monetaria en la Coyuntura Actual.



Mensajes centrales

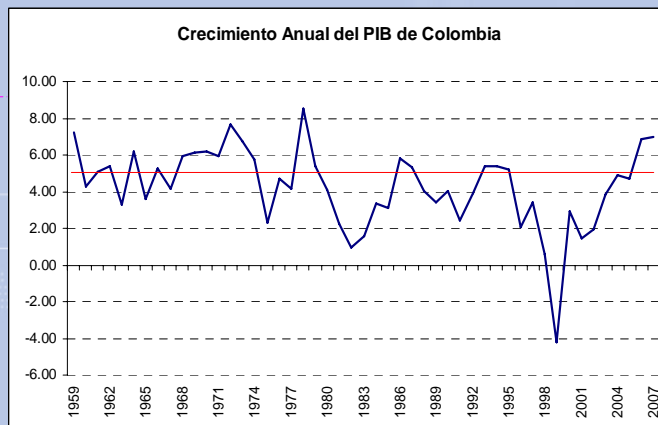
1. A pesar del nerviosismo asociado con el cambio reciente en el entorno externo, la información disponible sugiere que **el dinamismo de la actividad productiva continúa muy fuerte.**
2. El crecimiento del PIB en 2007 se estima cercano a 7%, superior al 6.8% de 2006.
3. La **proyección básica para 2008** indica una desaceleración suave, que llevaría la economía colombiana a **crecer a un ritmo del orden de 5%**, más sostenible a largo plazo que los que se observaron en 2006 y 2007.
4. Los **cambios en el entorno internacional sí generan una mayor incertidumbre** alrededor de esa proyección básica.
5. Esa incertidumbre **hace más urgente controlar los factores de vulnerabilidad** de la economía colombiana: excesos de demanda agregada, presiones inflacionarias y déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Banco de la República
Colombia



Desde comienzos de los años 70, Colombia no había tenido dos años de crecimiento continuo comparables a 2006 y 2007.

A pesar de la desaceleración prevista, el crecimiento de 2008 sería similar al de los años de auge de mediados de los noventa.



Banco de la República
Colombia



¿La economía colombiana podría seguir creciendo en 2008 al ritmo de 2006 y 2007?

- Problema está en límites a la capacidad productiva.
- La demanda interna en Colombia creció cerca de 10% real anual en 2006 y en 2007, pero los límites de la capacidad productiva hicieron que no pudiera atenderse plenamente con producción nacional.
- La diferencia entre el crecimiento de la demanda y la capacidad productiva se manifestó en:
 1. Presiones inflacionarias.
 2. Fuerte deterioro de la balanza en cuenta corriente:
- Déficit externo se estima en más de 6.500 millones de dólares en 2007 (4% del PIB) pese a situación inmejorable de nuestros mercados externos y de los precios de las exportaciones básicas.

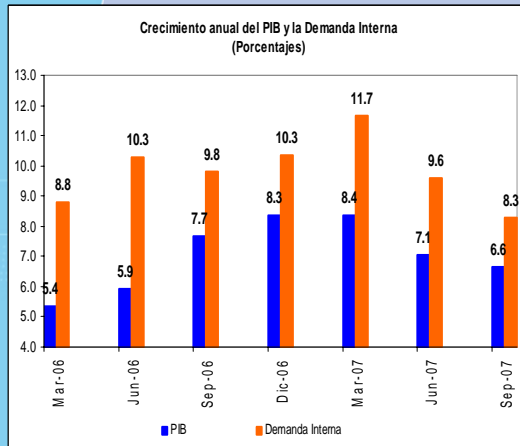


Fue precisamente para moderar esos excesos de demanda que el Banco de la República empezó a hacer menos laxa su política monetaria desde el segundo trimestre de 2006.

El endurecimiento de la política monetaria no ha estado encaminado a que la economía crezca menos sino a reducir los excesos de demanda que pueden hacer que el crecimiento se torne insostenible.



El movimiento hacia una política monetaria menos laxa ayuda a explicar el ajuste en el ritmo de crecimiento de la demanda interna



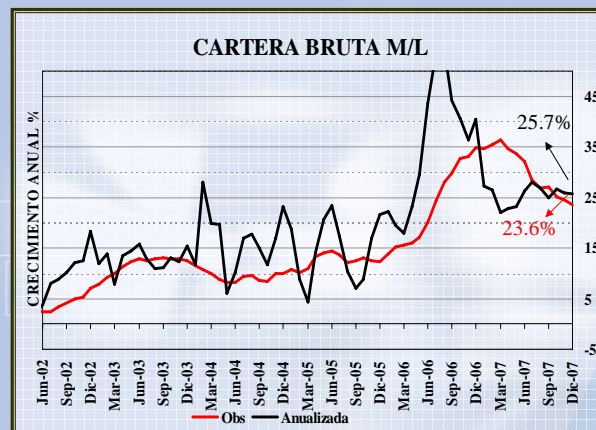
El ritmo de crecimiento de la demanda interna pasó de casi 12% anual en el primer trimestre de 2007 a 8.3% en el tercer trimestre.

En cualquier caso, la demanda seguía creciendo más rápido que la producción en el tercer trimestre y estimativos preliminares sugieren que ello todavía era cierto en el cuarto trimestre.



La política monetaria también ayudó a moderar el crecimiento del crédito, cuyo ritmo trimestral anualizado llegó a superar el 50% en el tercer trimestre de 2006.

En cualquier caso, el crédito sigue creciendo a un ritmo anual cercano al 25%, lo cual de ninguna manera podría considerarse restrictivo para el crecimiento económico

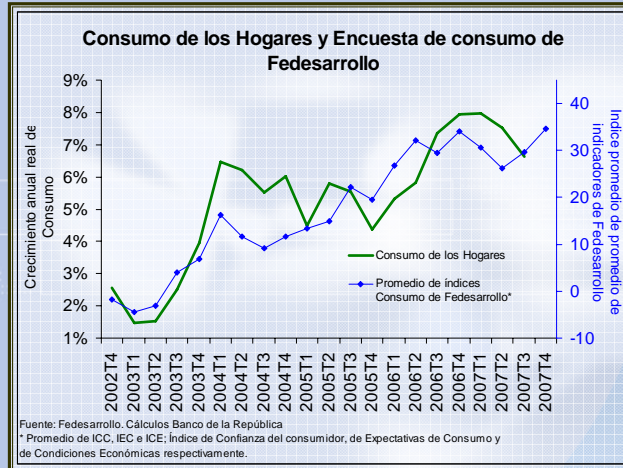


Crecimiento anualizado: Variación anualizada del promedio móvil de orden 3.



Pese a la moderación en el crecimiento de la demanda interna y del crédito, los indicadores disponibles de actividad productiva se mantienen en niveles muy altos.

La encuesta sobre consumo de Fedesarrollo para el cuarto trimestre de 2007 se ubica en el nivel más alto de su historia.



Banco de la República
Colombia



Adicionalmente...

La tasa de desempleo a diciembre de 2007 muestra una clara tendencia favorable:

A nivel nacional: 9.9%.

Para 13 ciudades: 10.3%

(frente a más de 15% en 2003 y más de 12% en 2005 y de 2006).

Banco de la República
Colombia



La incertidumbre aumentó fuertemente en las últimas semanas...

Dos nuevos elementos:

1. Fuerte desaceleración de la economía de EE.UU.
2. Riesgo de un freno abrupto en las exportaciones a Venezuela.



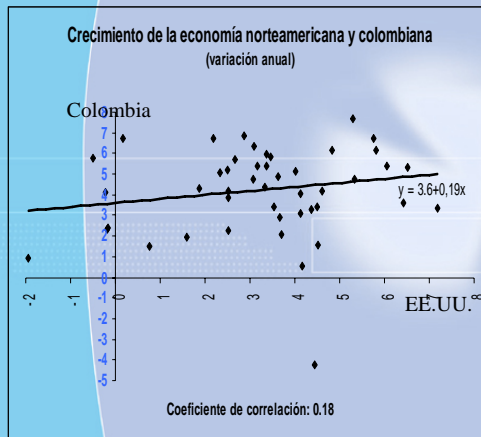
Desaceleración económica en EE.UU.

- Los datos más recientes confirman una fuerte desaceleración de la economía americana pero no necesariamente una recesión (caída absoluta del PIB por dos trimestres consecutivos).
 - La revisión del World Economic Outlook del FMI hecha a finales de enero proyecta un crecimiento del PIB de 1.5% en 2008, frente a 2.2% en 2007 y 2.9% en 2006.
- La situación de EE.UU. es ciertamente mala pero no dramática, al menos con las cifras y proyecciones que se conocen hasta ahora.



Efectos de una desaceleración de EE.UU. sobre Colombia

Con datos históricos 1961-2007, se identifica una correlación positiva entre las tasas de crecimiento del PIB de Colombia y de EE.UU.



Un estudio reciente elaborado en el FMI sugiere que una caída de un punto porcentual en el crecimiento de EE.UU. reduce el de Colombia en 1.4 p.p..

Sin embargo relación es compleja y resulta peligroso sacar conclusiones mecánicas.

Ejemplo:

Las grandes crisis de 1997-2000 en Asia, Rusia y América Latina (incluida Colombia) coincidieron con tasas de crecimiento del PIB de EE.UU. de más de 4% anual.



El impacto de la desaceleración de EE.UU. sobre Colombia podría ser menor en las circunstancias actuales.

Razones:

1. El menor crecimiento de EE.UU. puede fomentar mayores excesos de liquidez y tasas de interés más bajas a nivel mundial, lo cual estimula el crecimiento de las economías emergentes (recordar 1992).
2. Las proyecciones básicas de casi todos los analistas consideran que en 2008 se mantendrá un fuerte crecimiento de las economías emergentes, en particular de la China y la India.
3. Los precios de los productos básicos exportados por Colombia se mantienen en máximos históricos.



El impacto de la desaceleración de EE.UU. sobre Colombia podría ser menor en las circunstancias actuales.

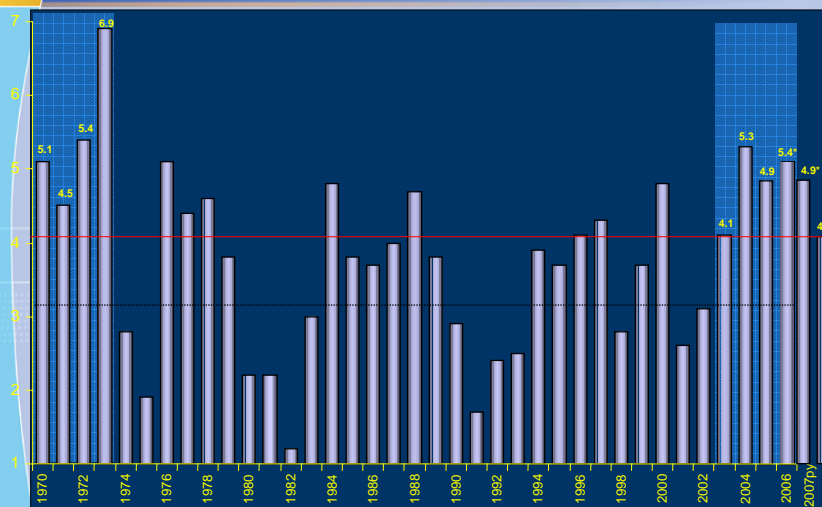
Razones:

1. El menor crecimiento de EE.UU. puede fomentar mayores excesos de liquidez y tasas de interés más bajas a nivel mundial, lo cual estimula el crecimiento de las economías emergentes (recordar 1992).
2. Las proyecciones básicas de casi todos los analistas consideran que en 2008 se mantendrá un fuerte crecimiento de las economías emergentes, en particular de la China y la India.
3. Los precios de los productos básicos exportados por Colombia se mantienen en máximos históricos.

Banco de la República
Colombia



En la revisión de proyecciones para 2008 divulgada a fines de enero, el FMI proyecta un crecimiento de 6.9% para las economías emergentes y de 4.1% para la economía mundial. Esta última cifra sigue entre las más altas desde los años 80.



Fuente: WEO

Banco de la República
Colombia



El impacto de la desaceleración de EE.UU. sobre Colombia podría ser menor en las circunstancias actuales.

Razones:

1. El menor crecimiento de EE.UU. puede fomentar mayores excesos de liquidez y tasas de interés más bajas a nivel mundial, lo cual estimula el crecimiento de las economías emergentes (recordar 1992).
2. Las proyecciones básicas de casi todos los analistas consideran que en 2008 se mantendrá un fuerte crecimiento de las economías emergentes, en particular de la China y la India.
3. Los precios de los productos básicos exportados por Colombia se mantienen en máximos históricos.

Banco de la República
Colombia



Precios de los principales productos básicos de exportación de Colombia

Precios Internacionales de algunos productos básicos

	1999	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 enero
Café (Ex-Dock) (dólares / libra)	1,34	0,66	0,70	1,13	1,13	1,30	1,42	1,43
Petróleo WTI (dólares / barril)	25,60	31,20	32,52	43,45	61,04	61,05	96,00	92,98
Carbón (dólares / tonelada)	22,38	27,50	37,00	62,00	57,50	43,00	55,50	59,38
Níquel (dólares / tonelada)	6002,5	6783,3	9630,3	13821,0	14777,8	24125,6	37135,8	37135,8
Oro (dólares / onza troy)	288,00	348,05	415,45	438,45	517,00	636,70	833,92	890,85

1/ Promedio calculado con información diaria a 31 de enero de 2008.

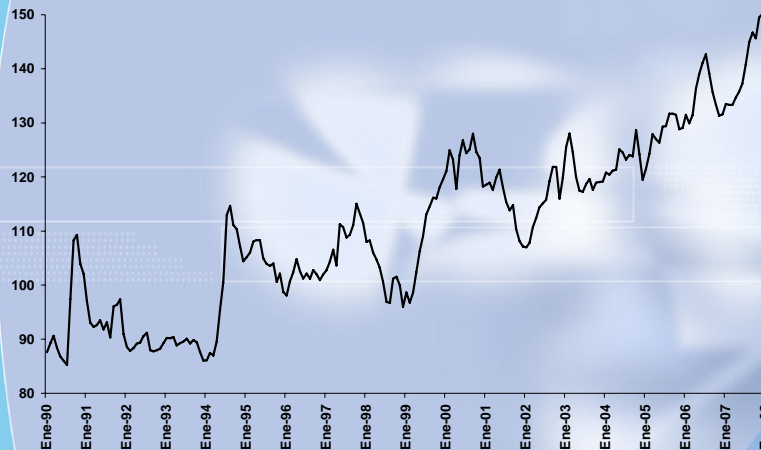
Fuente: Bloomberg, World Economic Outlook.

Banco de la República
Colombia



Los términos de intercambio de Colombia se encuentran más de 50% por encima del nivel promedio de los años noventa

Términos de Intercambio
Media geométrica de 1994=100



Banco de la República
Colombia



En resumen, el impacto de la desaceleración de la economía de EE.UU. sobre Colombia es altamente incierto.

La magnitud de ese impacto dependerá de manera fundamental de:

- i) la forma como se afecten los excesos de liquidez que existen actualmente a nivel internacional,
- ii) el grado en que dicha desaceleración se transmita a otras locomotoras de la economía mundial como China e India,
- iii) el comportamiento de los precios internacionales de los productos básicos.

Banco de la República
Colombia



Riesgo de un freno abrupto en las exportaciones a Venezuela

La relevancia de Venezuela en el crecimiento económico de Colombia es evidente en las cifras sobre exportaciones.

	Crecimiento real	Exportaciones de Colombia a Venezuela	
		Mill. de USD	Crecimiento %
2002	-8,9	1.123	-35,4
2003	-7,7	696	-38,0
2004	17,9	1.623	133,2
2005	9,3	2.098	29,2
2006	10,3	2.702	28,8
2007 (proy)	8,2	4.536	67,9

proy: Proyección.

Fuente: WEO, Datastream, DANE, cálculos del Banco de la República.

Banco de la República
Colombia



- Para 2008 se proyecta un crecimiento del PIB venezolano de algo más de 5% real.
- Suponiendo que las dificultades diplomáticas no se convierten en obstáculos al comercio binacional, este crecimiento de la economía venezolana permitiría mantener un buen dinamismo de nuestras exportaciones.
- Sin embargo, aún en este escenario favorable, Colombia es extremadamente vulnerable a una reducción de la demanda de nuestros productos en años posteriores a 2008.
- Dicha reducción podría venir como consecuencia de una caída en los ingresos de divisas de Venezuela asociada a una normalización de los precios del petróleo.

Banco de la República
Colombia



En resumen...

- El análisis precedente muestra que el entorno externo para la economía colombiana tiene dos características aparentemente contradictorias:
 1. Excepcionalmente favorable en la coyuntura actual.
 2. Particularmente incierto hacia el futuro.
- La información disponible hasta el momento no indica que la economía se esté desacelerando más allá de lo que estaba previsto hace varios meses. La proyección básica de crecimiento se mantiene alrededor de 5%.
- La mayor incertidumbre, sin embargo, hace particularmente urgente ajustar las fuertes de vulnerabilidad de la economía colombiana asociadas con los excesos de demanda que aún tenemos vigentes.



Déficit en cuenta corriente y vulnerabilidad

- En un ambiente de alta incertidumbre, resulta preocupante que Colombia haya tenido en 2007 un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de cerca del 4% del PIB, pese a haber contado con un entorno externo tan favorable.
- El déficit en cuenta corriente muestra que, en pleno período de auge, Colombia gasta más de lo que produce y aumenta la vulnerabilidad frente a eventuales desarrollos negativos en el futuro.
- El endurecimiento de la política monetaria del Banco de la República durante los dos últimos años resulta consistente con el propósito de moderar los excesos de demanda interna que generan dicho déficit externo.



Plan de Temas

- **Tendencias recientes de la inflación**
- **Crecimiento Económico, excesos de demanda y cambios en el entorno internacional.**
- **Política Monetaria en la Coyuntura Actual.**

Banco de la República
Colombia



Coyuntura compleja para la política monetaria

- Se incumplió la meta de 2007 y la inflación continúa en niveles excesivamente altos frente a la meta establecida para 2008 (de 3.5% a 4.5%), aunque algunos indicadores de inflación básica han ido bajando y están dentro de ese rango.
- Reducción de 125 p.b en las tasas de intervención del Banco de la Reserva Federal en los últimos quince días.
- Caída de casi 20% en los precios de las acciones en Colombia durante enero.
- Tasa de cambio nominal que se ubica casi 15% por debajo de su nivel de un año atrás.

Banco de la República
Colombia



Consideraciones generales (1): Política contracíclica

1. La estrategia de “inflación objetivo” adoptada por el Banco de la República en 1999 ha permitido actuar en forma contracíclica:

Desde 2000 hasta comienzos de 2006: cuando la demanda agregada era inferior a la que se podía satisfacer con la capacidad productiva existente y la inflación tendía a reducirse, el Banco mantuvo tasas de interés excepcionalmente bajas.

Desde abril de 2006: cuando la demanda agregada es superior a la capacidad productiva y se enfrentan presiones inflacionarias, el Banco hace más restrictiva la política monetaria.

Esta estrategia ayuda a estabilizar y a hacer más sostenible el crecimiento de la economía.



Consideraciones generales (2): Ajuste moderado

2. El aumento en las tasas de interés desde abril de 2006 ha sido gradual y moderado.

Frente a los niveles de abril de 2006, la tasa de intervención del BR ha aumentado en 3.5 puntos porcentuales en términos nominales.

En términos reales ha aumentado menos de 2.5 p.p. (deflactando por el IPC sin alimentos).

Su nivel real actual es inferior al 5%, similar al promedio del período 2001-2005, durante el cual había consenso en que el BR estaba actuando con una política monetaria expansiva para estimular la economía.



Consideraciones generales (3): Inflación proyectada vs observada

3. Las decisiones de política monetaria se toman evaluando todas las variables que puedan afectar el dinamismo de la economía y el comportamiento futuro del nivel general de precios y no exclusivamente con base en la inflación observada.

Debe recordarse que las tasas de intervención del BR empezaron a aumentarse en abril de 2006, cuando la inflación observada estaba en la parte baja del rango meta establecido para ese año.

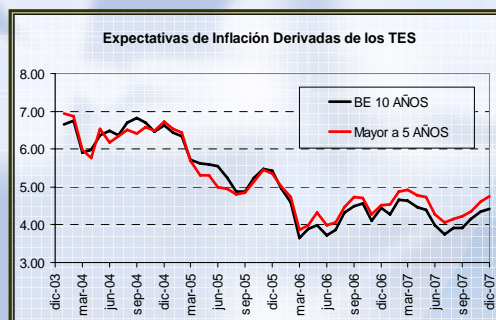
Cualesquiera que sean las decisiones que adopte el BR en los próximos meses, ellas no serán una respuesta mecánica a los datos de inflación de cada mes.



Consideraciones generales (4): Precios de alimentos y expectativas

4. Los ajustes en precios relativos de los alimentos generados por fenómenos internacionales son ajenos a la política del BR. Sin embargo, la política monetaria debe evitar que dichos ajustes se conviertan en procesos inflacionarios al afectar las expectativas de inflación.

En este contexto, preocupa el aumento reciente en expectativas de inflación de mediano y largo plazo implícito en la diferencia entre las rentabilidades de los TES a tasa fija y en UVR a 5 y 10 años.

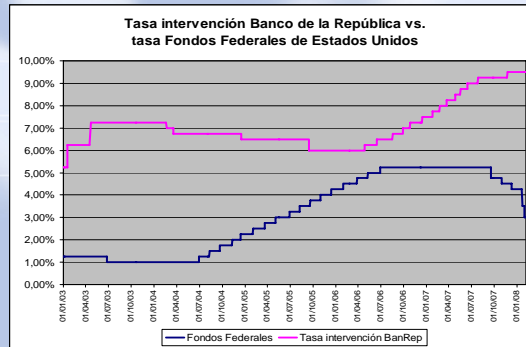




Consideraciones generales (5): Tasas de interés externas

5. Las decisiones del Banco de la República no pueden seguir de manera mecánica las de otros bancos centrales, aunque se trate de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Entre mediados de 2004 y abril de 2006, el Banco de la República redujo sus tasas de interés en repetidas oportunidades, mientras el FED las aumentaba desde 1% hasta 5.25%.





Consideraciones generales (6): Precios de las acciones

- 6. El Banco de la República no puede tener entre sus metas los precios de las acciones. En Colombia, esos precios no son buenos predictores de la actividad económica o de presiones inflacionarias.**

En abril de 2006, los precios de las acciones mostraron caídas muy superiores a las del pasado mes de enero. Lo sucedido posteriormente mostró que el BR hizo bien en empezar a apretar la política monetaria en ese momento a pesar de dicha caída. La economía terminó creciendo 6.8%.



Consideraciones generales (7): Tasa de cambio

- 7. El Banco de la República no puede definir metas para la tasa de cambio. Ello conduciría la política monetaria a situaciones incompatibles con el cumplimiento de las metas de inflación.**

Esto no significa falta de preocupación por un proceso de revaluación real que puede reforzar las vulnerabilidades de la economía asociadas a su déficit externo.

Lo que muestra es que el Banco carece de los instrumentos necesarios para manejar simultáneamente el nivel general de precios y la tasa de cambio.



La **intervención en el mercado cambiario** se utilizó de manera masiva hasta mayo de 2007, mientras se juzgó:

- i) que la intervención era eficaz y
- ii) que la intervención no entraba en contradicción con la política anti-inflacionaria.

Cuando estas condiciones se perdieron, la tasa de cambio se dejó flotar libremente.

La preocupación por los efectos que pueda tener un proceso no sostenible de apreciación del peso es lo que explica la decisión de mantener **sobrecostos al endeudamiento externo de corto plazo**.

El “encaje” de 40% al endeudamiento externo busca desestimular la oferta de divisas y reducir las presiones hacia la apreciación sin afectar las políticas de control de la inflación.



En conclusión

- La política monetaria enfrenta una coyuntura particularmente difícil.
- Sin embargo, las decisiones sobre tasas de interés deben mantener la consistencia con la estrategia de inflación objetivo, la cual ha servido bien al país.
- Esto no significa desentendimiento por la situación internacional, el comportamiento de los precios de las acciones o el proceso de revaluación del peso.
- Lo que significa es que la política monetaria debe concentrarse en aquello que puede hacer, tal como lo dispuso sabiamente la Constitución de 1991.



MUCHAS GRACIAS

Banco de la República
Colombia