



BALANCE ECONÓMICO Y LA POLÍTICA MONETARIA

**Harvard Kennedy School MPP Class of 2018
Harvard Business School MBA Class of 2018**

Bogotá, enero 15 de 2016

**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: siguen las señales mixtas
2. Comercio exterior, ‘enfermedad holandesa’ y déficit de la cuenta corriente, nuestro talón de Aquiles
3. Crecimiento: consecuente desaceleración
4. La respuesta de política ante la persistencia de la inflación y el riesgo de credibilidad sobre el BC



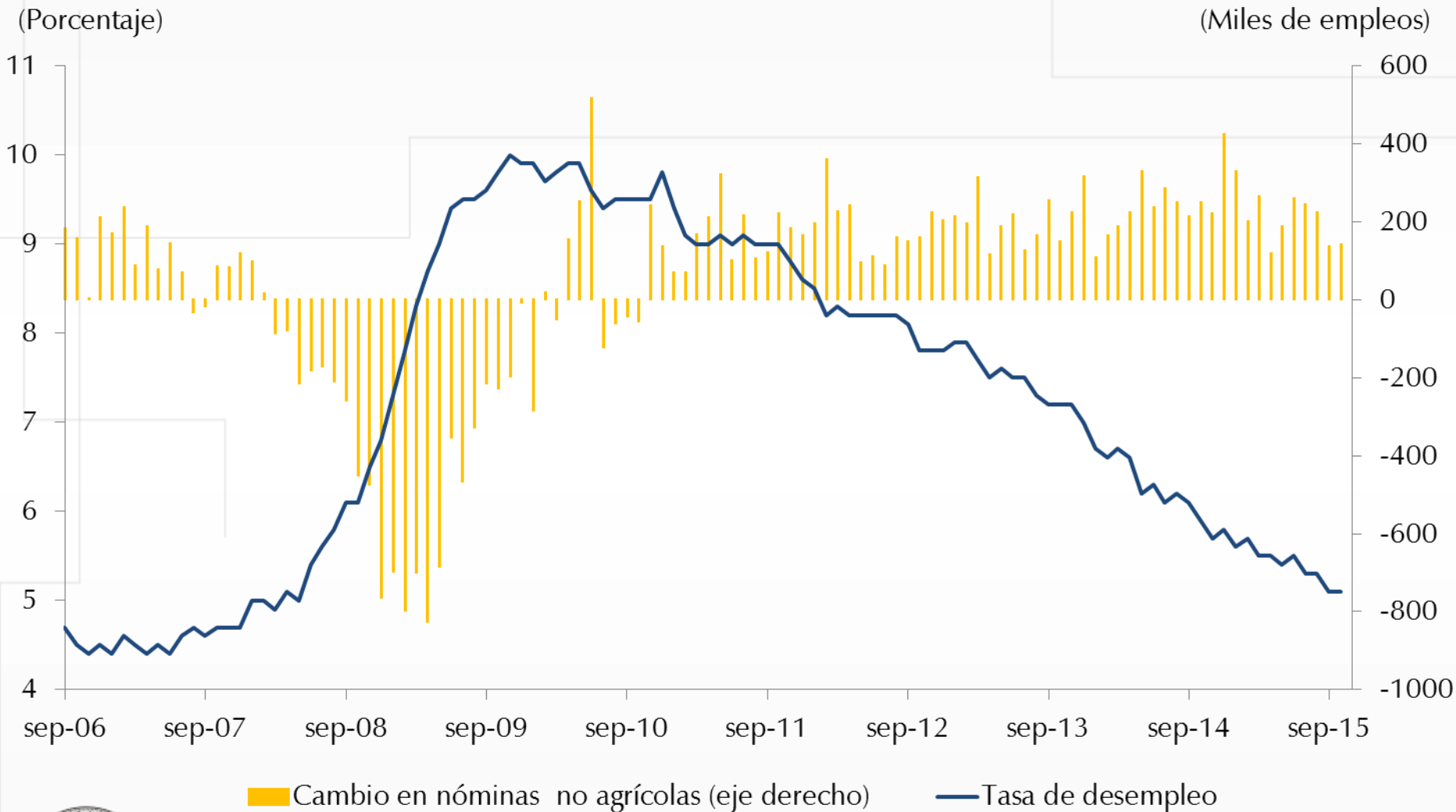
1. El contexto externo: siguen las señales mixtas



- Recuperación del crecimiento (+2,5% en 2015), impulsada por el consumo y el efecto riqueza debido al repunte de precios de la vivienda
- Pero con inflación inferior a su meta del 2%, por combustibles y revaluación, durante próximos dos años
- Su tasa de desempleo (10,8% en octubre de 2008) en 5%, cerca de la 'NAIRU', o del nivel de pleno empleo
- Reajustes adicionales de la tasa FED durante 2016



EU: tasa desempleo en 5%, llegando a su nivel 'natural'



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



El acoso incesante de la deflación

- Inflación de la Zona del Euro sigue en 0,2%
- Japón de nuevo en deflación, igualmente en buena parte debido a combustibles
- GB también en deflación, pero con crecimiento de salarios del 2,5% y desempleo del 5,3%

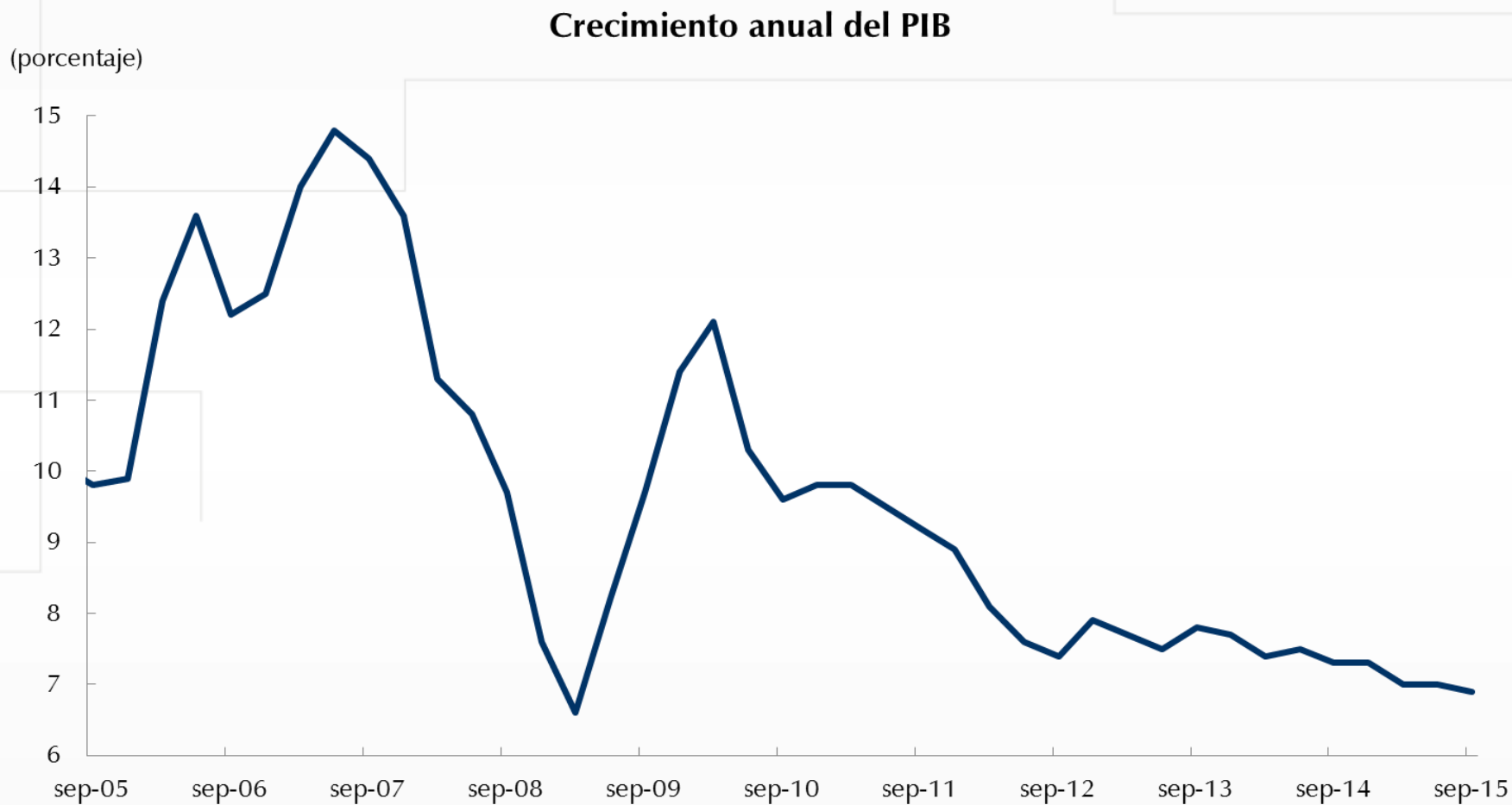


Crecimiento en 2015 estaría en +6,7%, luego ¿encaminándose hacia el 5%? Creciente preocupación por:

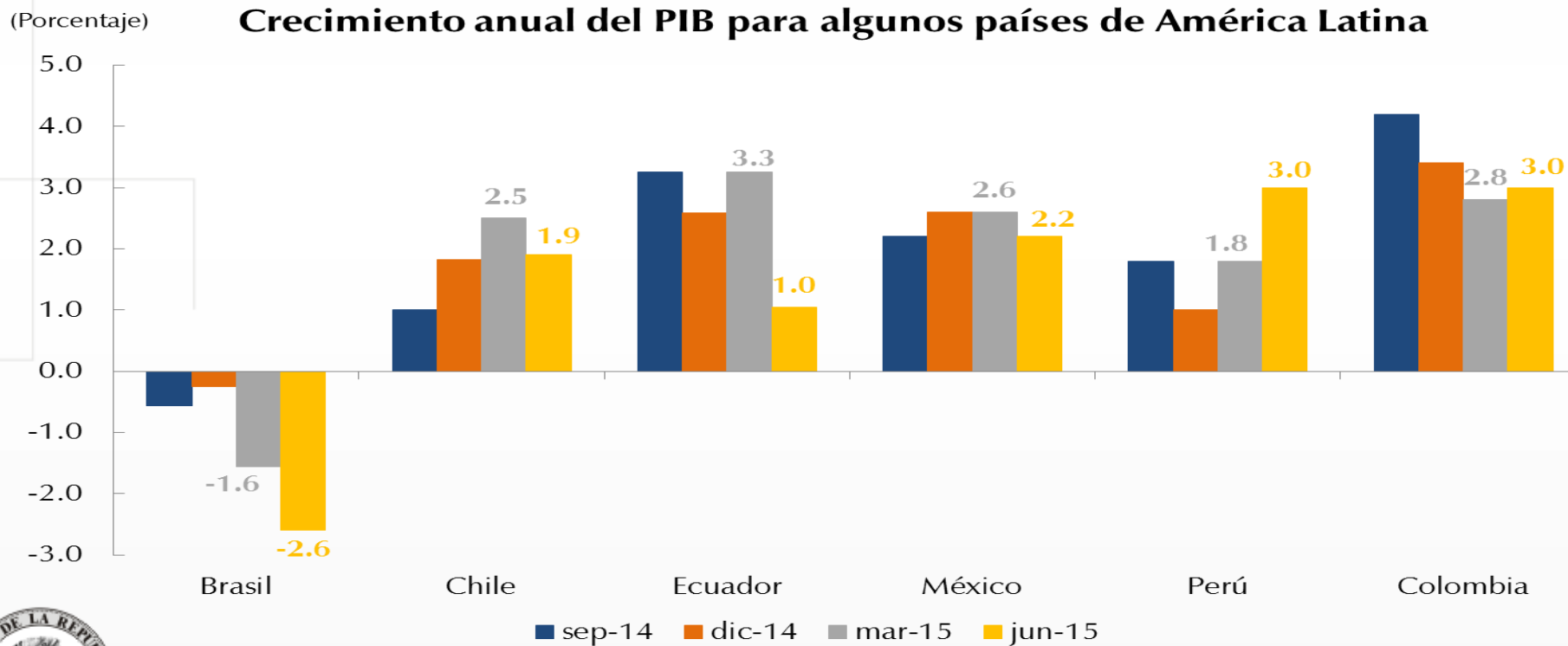
- El motor que lo sostiene, el sector financiero
- Crecimiento desbordado del crédito y el endeudamiento de gobierno, empresas y hogares (sobre el 250% sobre PIB)
- Caída de los precios de la vivienda nueva y usada
- Debilitamiento de la demanda interna
- Fuertes caídas de las bolsas de Shanghai y Shenzhen



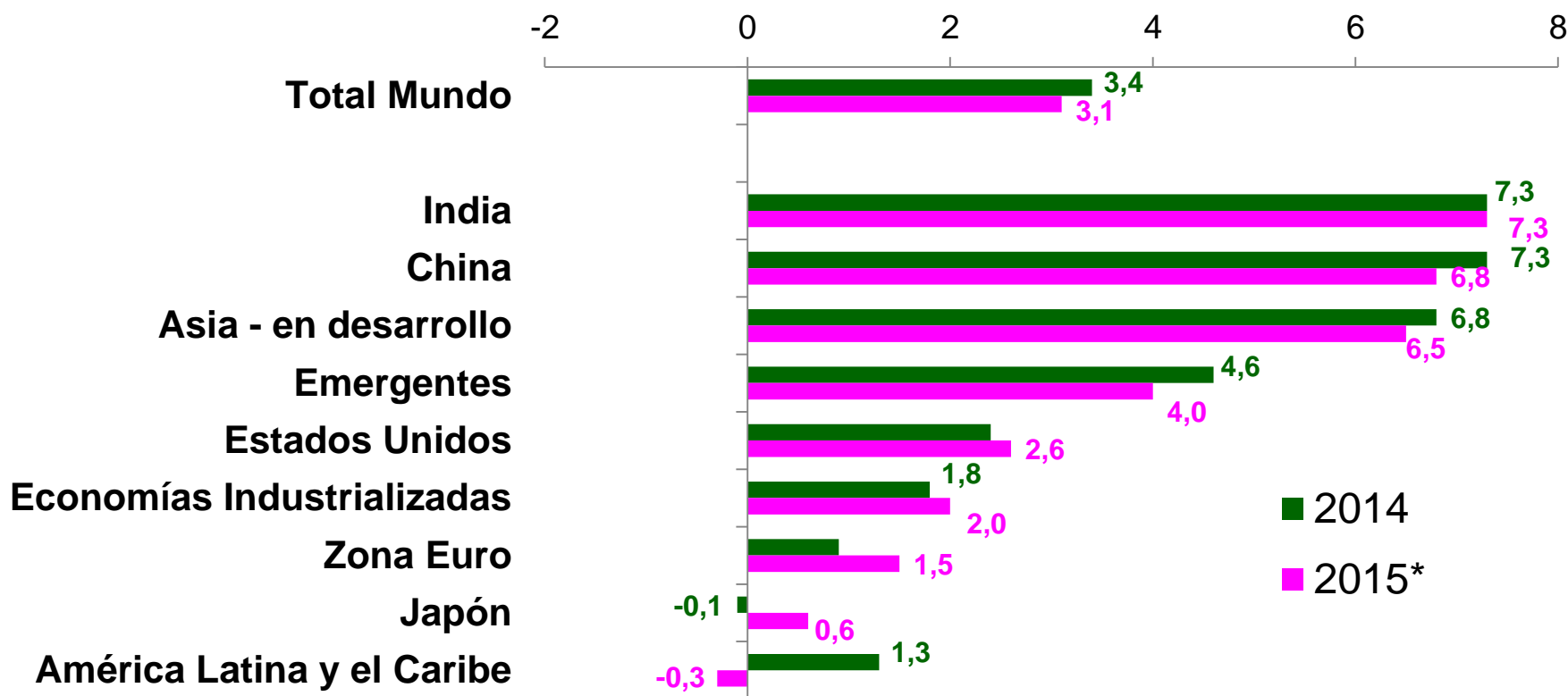
La desaceleración de China es estructural



A. Latina: Brasil 2015 contrayéndose - 4%, con inflación del 10,5%. Y PIB Chile +2,1%, México +2,4%, Perú +2,8% y Colombia +3%. Venezuela caería más de -15%, con una inflación superior al 200%. Ecuador entrando en recesión (+0%)



PIB en diferentes regiones (variación % anual): gran caída de A. Latina, arrastrada por Brasil. El mejor comportamiento India, todavía China y resto de Asia



2. Comercio exterior, ‘enfermedad holandesa’ y déficit de la cuenta corriente, nuestro talón de Aquiles



‘Flor de un día’ (2004 - 2013) y ‘enfermedad holandesa’

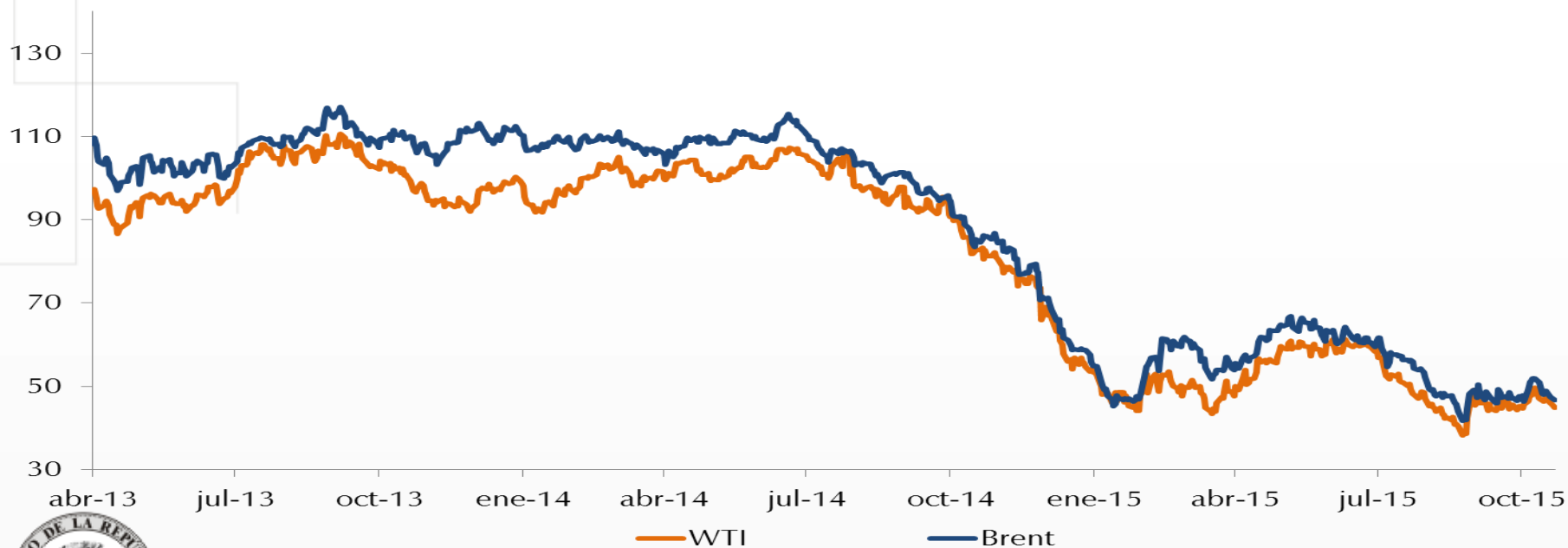
- En sólo una década el sector minero-energético sorprendió al haber pasado de menos de 2% a 8% del PIB, superando al agro, y al haber llegado a generar 70% de las exportaciones
- Alcanzó el 85 % de la inversión extranjera directa de la balanza cambiaria, y un tercio de la de la balanza de pagos
- Es la principal fuente del mercado de divisas
- En 2013 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 de la fiesta: fin de la renta petrolera del Gobierno.

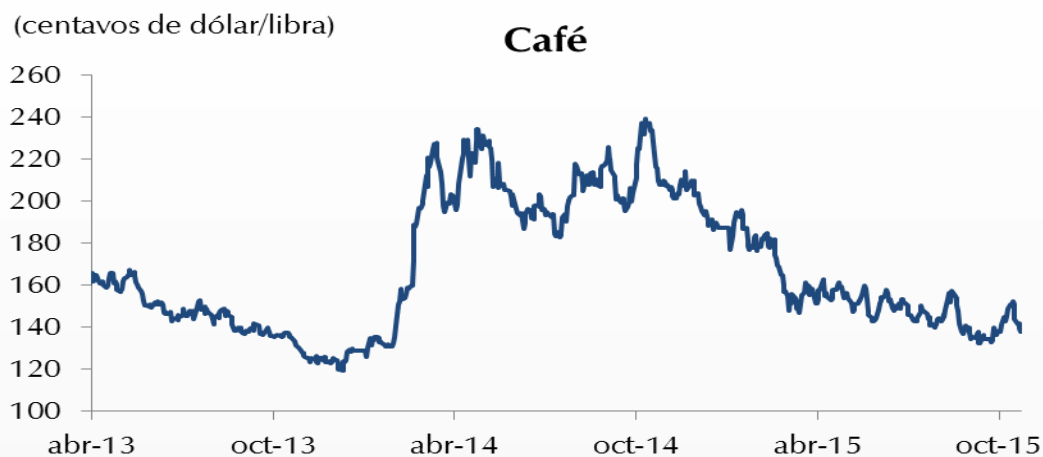
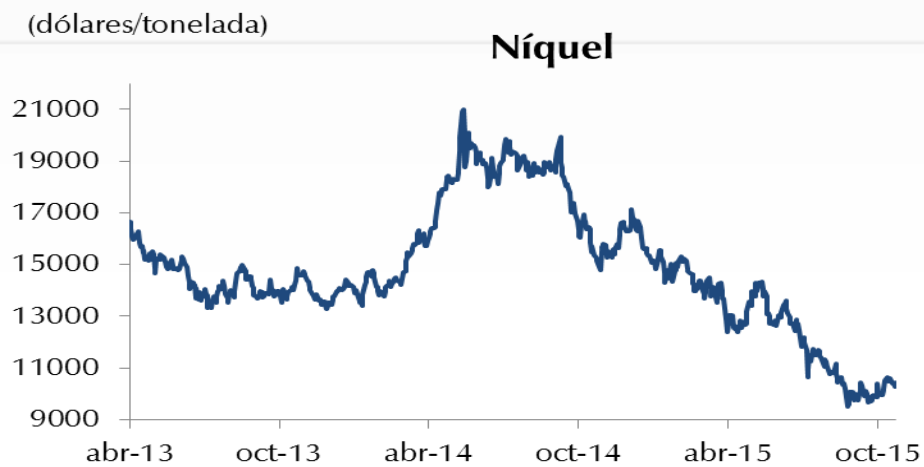
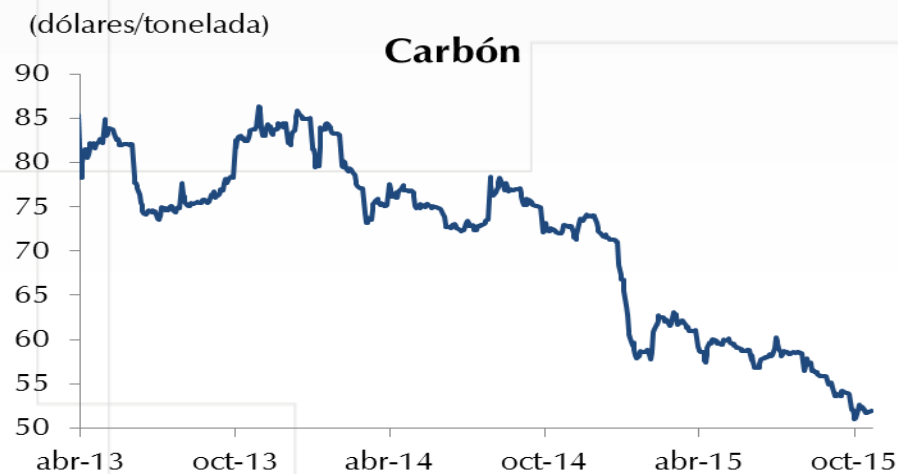
En 2013 llegó a 3,3% del PIB (20% de su recaudo), y hoy en cero. O sea, 'hueco fiscal' de 3,3% del PIB (20% de su recaudo)... La edad de piedra terminó antes de que se acabara la piedra. Lo mismo le sucederá al petróleo...

(dólares/barril)

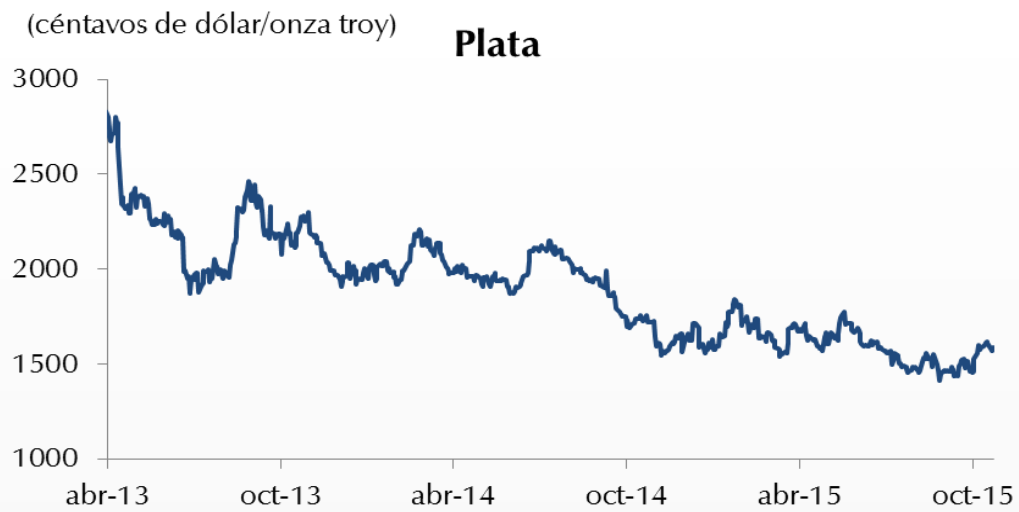
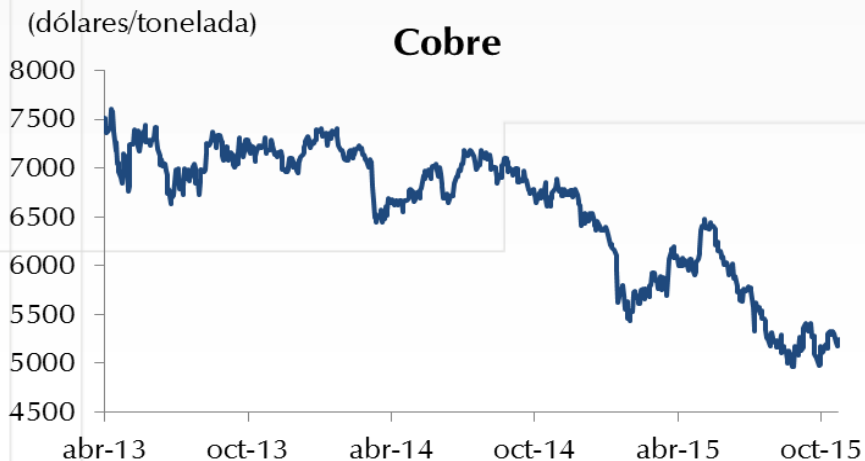
Precio internacional del petróleo



Otros bienes exportados por Colombia. Carbón, el otro 'recurso moribundo', también cayendo. ¿Níquel y café: ¿tocando fondo, o aún no?



Otros minerales: también fuerte efecto para Perú y Chile. ¿También tocando fondo, o aún no?



Alimentos: ¿igualmente tocando fondo, o aún no?

(centavos de dólar/bushel)

Soya



(dólares/tonelada)

Arroz



(centavos de dólar/bushel)

Trigo

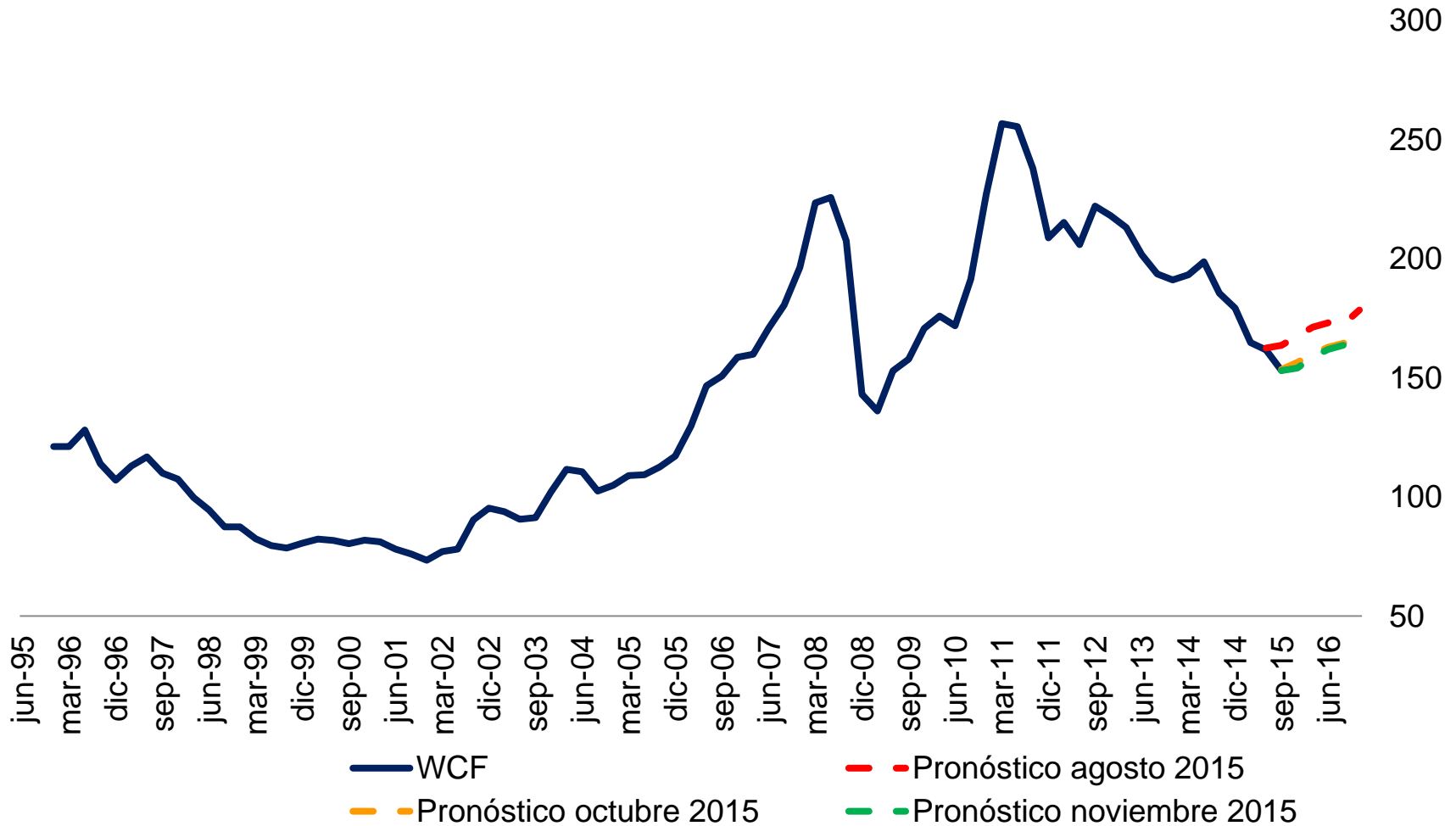


(centavos de dólar/bushel)

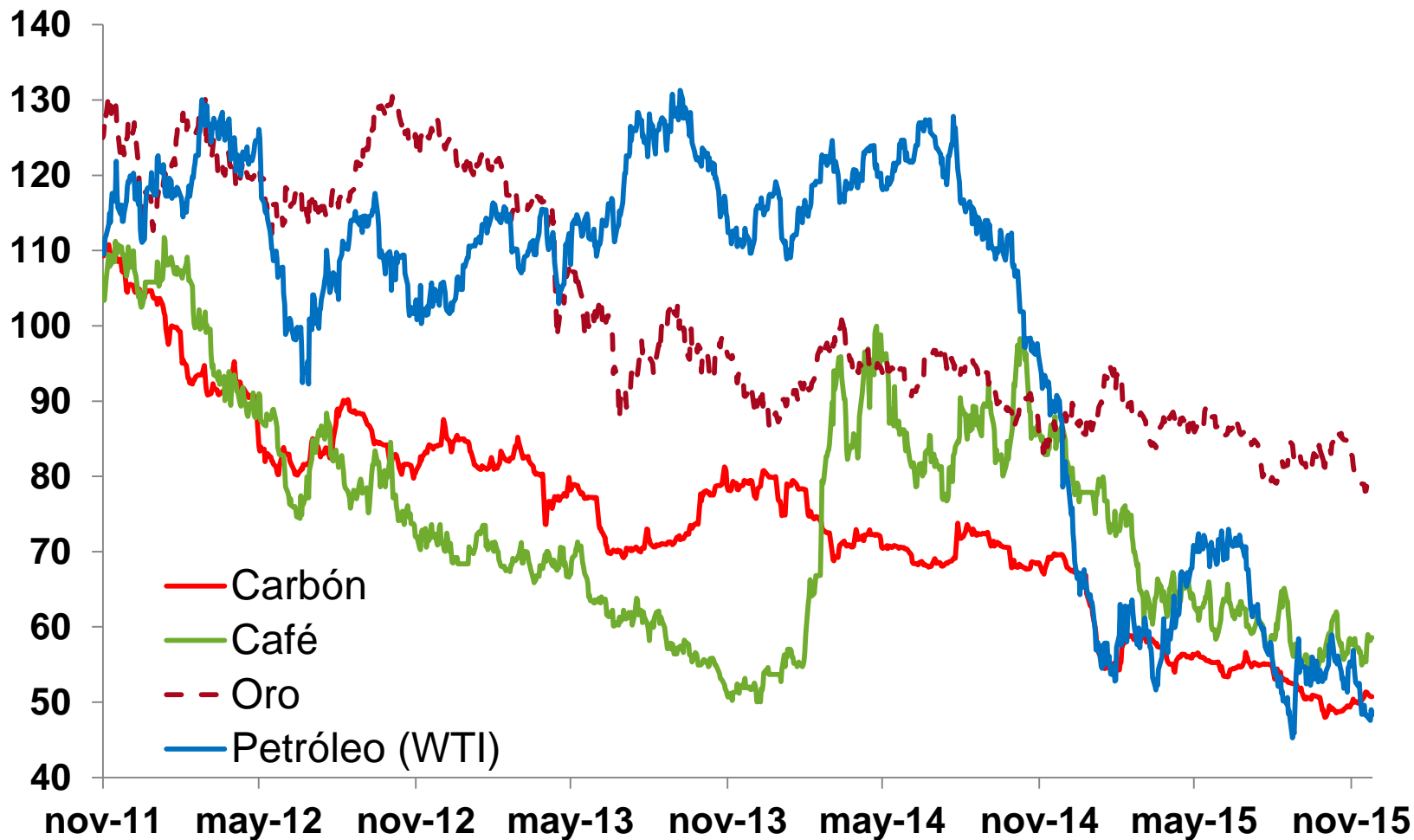
Maíz



Índice de precios del total de *commodities* (WCF): ¿tocando fondo, o aún no?



Precios de bienes exportados (nov 2010=100): ¿tocando fondo, o aún no?



En lo corrido del año a octubre las exportaciones totales caían 35% con relación al mismo período de 2014

Exportaciones totales Enero – Octubre 2015

El valor FOB exportado fue de US\$ 30,679 m, con una disminución anual de 35%.



Resultados según productos de exportación: caída arrastrada por el sector minero-energético

US\$ millones	Enero - Octubre		Part (%)	Variación	
	2014	2015		Absoluta	%
Principales productos	37,119	21,656	70.6	-15,462	-41.7
1. Petróleo crudo	22,723	11,398	37.2	-11,324	-49.8
2. Carbón	5,833	3,892	12.7	-1,941	-33.3
3. Fuel-oil y otros derivados	2,831	1,156	3.8	-1,675	-59.2
4. Oro no monetario	1,304	905	2.9	-399	-30.6
5. Café	1,973	2,130	6.9	158	8.0
6. Flores	1,190	1,110	3.6	-79	-6.7
7. Ferroníquel	537	371	1.2	-166	-31.0
8. Banano	728	694	2.3	-34	-4.7
Resto de productos (clas-CIIU)	10,114	9,022	29.4	-1,091	-10.8
9. Sector Agropecuario	293	276	0.9	-16	-5.6
10. Sector Industrial	9,598	8,621	28	-978	-10.2
11. Sector Minero	32	53	0.2	22	69.1
12. Otros	191	72	0.2	-119	-62.3
Total exportaciones	47,233	30,679	100	-16,554	-35.0

La reducción de las exportaciones (35%) se originó principalmente en el menor valor despachado de petróleo y sus derivados (US\$ 13,000 m). En menor medida, se observaron caídas en las ventas de carbón, manufacturas y oro.



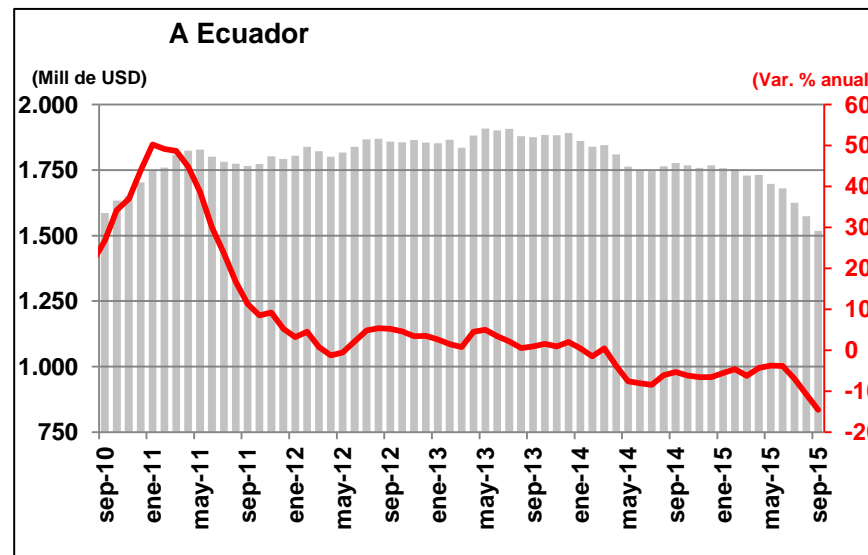
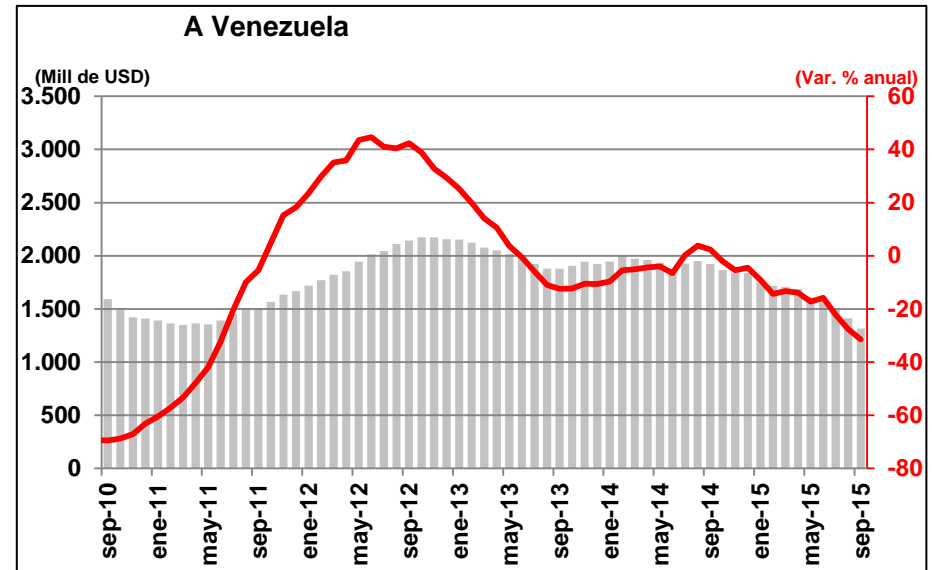
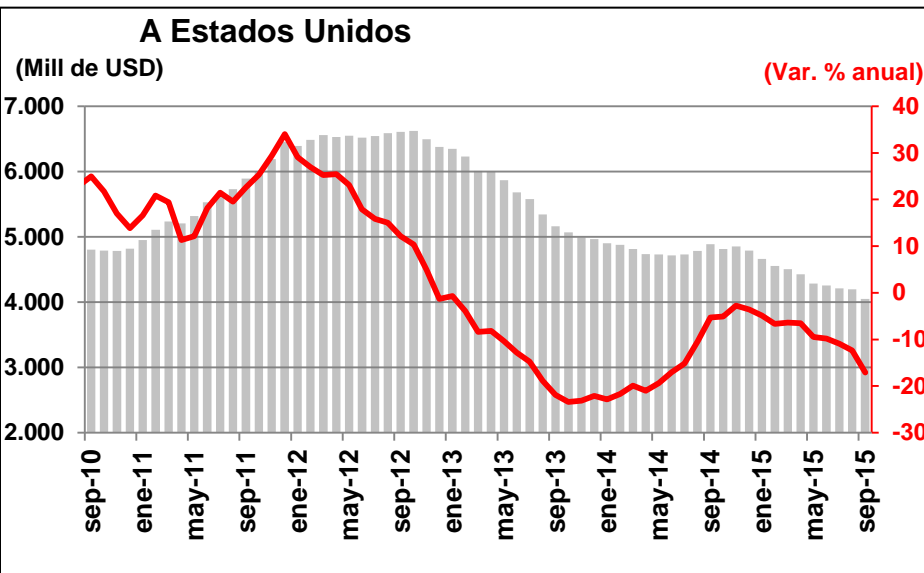
Exportación de productos industriales por país de destino: caída arrastrada por Venezuela y Ecuador

Exportación de productos industriales por país de destino:

US\$ millones	Enero - Octubre		Part (%)	Variación	
	2014	2015		Absoluta	%
Estados Unidos	1,339	1,352	15.7	13	1.0
Ecuador	1,433	1,131	13.1	-302	-21.1
Perú	856	827	9.6	-29	-3.4
Venezuela	1,256	822	9.5	-435	-34.6
México	640	632	7.3	-8	-1.2
Brasil	734	623	7.2	-111	-15.2
Chile	359	370	4.3	11	3.0
Panamá	273	266	3.1	-7	-2.7
Costa Rica	215	201	2.3	-14	-6.6
Holanda	208	196	2.3	-13	-6.0
China	205	181	2.1	-24	-11.8
Republica Dominicana	164	176	2.0	12	7.2
Guatemala	141	138	1.6	-3	-2.0
Resto	1,774	1,707	19.8	-67	-4
Total	9,598	8,621	100	-978	-10.2

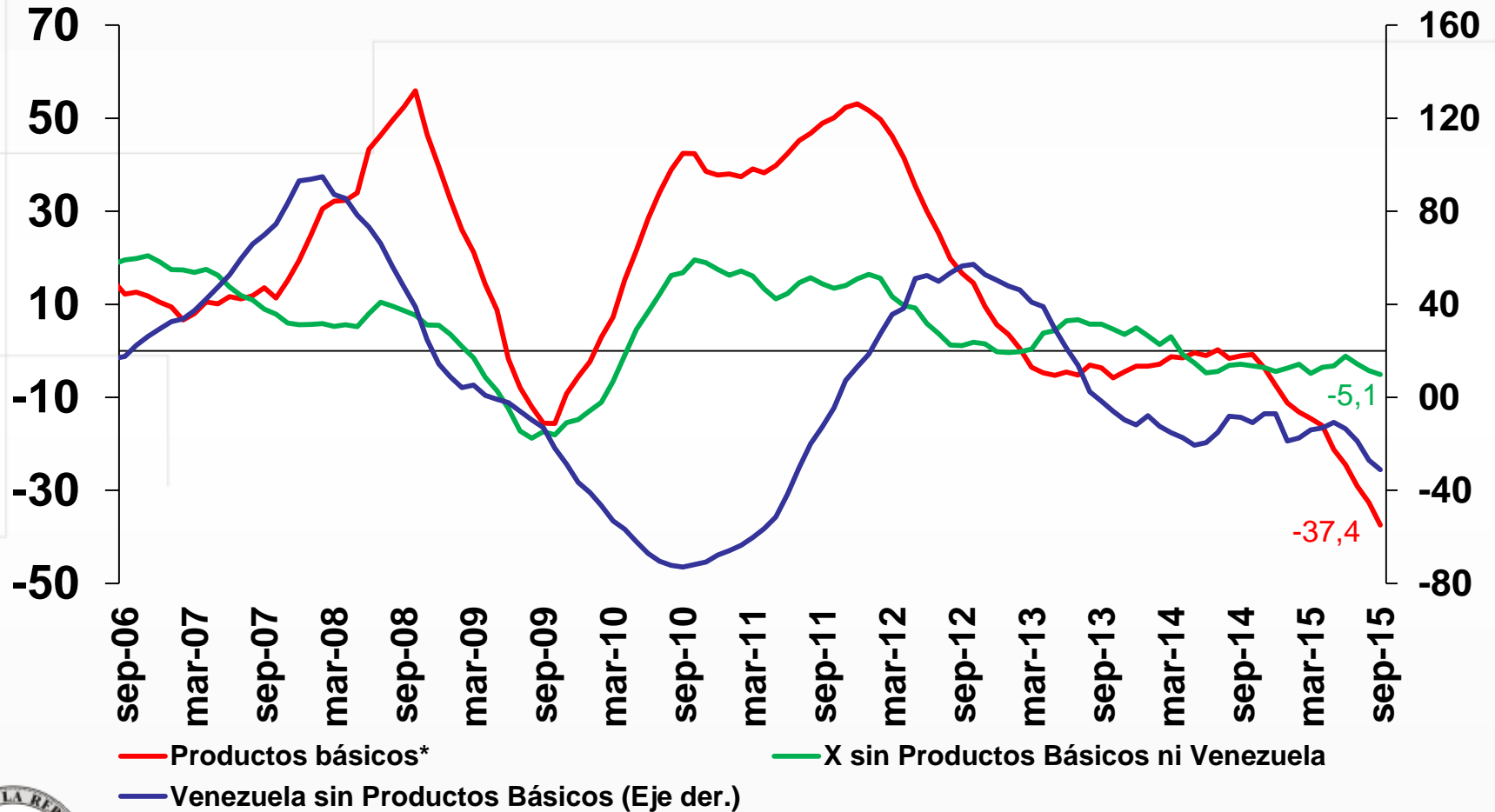
- Principales destinos (participación %): Estados Unidos (15,7), Ecuador (13,1) y Perú (9,6).
- Las mayores caídas de estas exportaciones se concentraron en los mercados de Venezuela (34,6%), Ecuador (21,1%), y Brasil (15,2%), debido principalmente al menor valor despachado de químicos, alimentos, bebidas y minerales no metálicos.

Exportaciones sector industrial: siguen de 'capa caída' (acumulado doce meses)



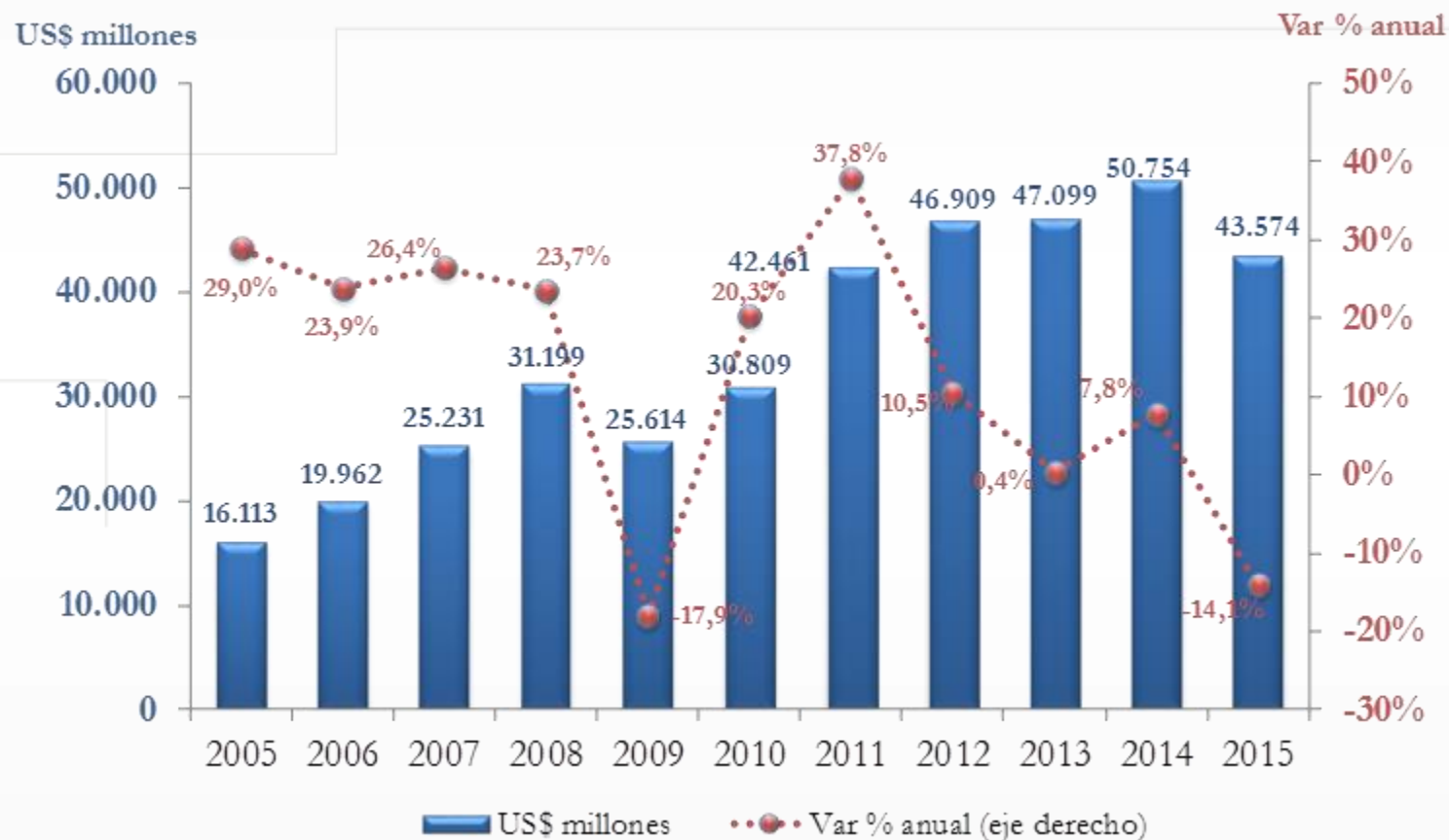
FUENTE: DANE.

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



* Considera Petróleo y derivados, Carbón, ferrocromo, oro, café, banano y flores.

En contraste, a octubre caída de las importaciones de 14,1%, mucho menor que la de las exportaciones



Enero – Octubre 2015

Importaciones totales por tipo de productos

*Incluye tractores, vehículos para transporte de mercancías, aeronaves, entre otros.

**Incluye neumáticos, amortiguadores, motores, chasis de automóviles y demás partes y accesorios.

*** Incluye aparatos de protección contra robo, semáforos, rieles, etc.

Las importaciones de “bienes no clasificados” se incluyen en bienes intermedios.

Importaciones FOB según clasificación CUODE	Enero - Octubre			Variaciones	
	2014	2015	Part %	Absoluta	Var %
I. BIENES DE CONSUMO	11.171	9.744	22,4	(1.427)	-12,8
1. No duraderos	5.302	4.980	11,4	(321)	-6,1
2. Duraderos	5.869	4.763	10,9	(1.106)	-18,8
II. BIENES INTERMEDIOS	22.611	18.704	42,9	(3.908)	-17,3
1. Combustibles y lubricantes	6.253	3.998	9,2	(2.256)	-36,1
2. Para la agricultura	1.611	1.580	3,6	(31)	-1,9
3. Para la industria	14.747	13.126	30,1	(1.621)	-11,0
III. BIENES DE CAPITAL	16.972	15.126	34,7	(1.846)	-10,9
1. Materiales de construcción	1.494	1.361	3,1	(134)	-8,9
2. Para la agricultura	139	132	0,3	(7)	-4,9
3. Para la industria	10.132	8.941	20,5	(1.191)	-11,8
4. Equipo de transporte	5.206	4.692	10,8	(514)	-9,9
4.1. Equipo rodante	2.975	2.907	6,7	(68)	-2,3
4.2. Partes y accesorios	2.166	1.734	4,0	(432)	-19,9
4.3. Equipo fijo	66	50	0,1	(15)	-23,2
TOTAL	50.754	43.574	100,0	(7.180)	-14,1

El menor valor importado se originó principalmente por la disminución en las compras de combustibles (36,1%), insumos y bienes de capital para la industria, 11% y 11,8%, respectivamente.



Países de origen de las importaciones colombianas ...

País	Enero - Octubre			Variaciones	
	2014	2015	Part %	Absoluta	Var %
ESTADOS UNIDOS	14.584	12.645	29,0	-1.939	-13,3
CHINA	9.119	8.018	18,4	-1.101	-12,1
MÉXICO	4.145	3.119	7,2	-1.026	-24,7
ALEMANIA	1.981	1.848	4,2	-133	-6,7
BRASIL	2.010	1.604	3,7	-406	-20,2
FRANCIA	1.518	1.609	3,7	92	6,0
JAPON	1.209	986	2,3	-223	-18,4
COREA DEL SUR	1.146	898	2,1	-247	-21,6
INDIA	1.090	1.000	2,3	-90	-8,2
PERÚ	921	789	1,8	-132	-14,4
CANADA	925	683	1,6	-242	-26,2
VENEZUELA	368	213	0,5	-154	-42,0
RESTO	11.740	10.162	23,3	-1.578	-13,4
TOTAL	50.754	43.574	100,0	-7.180	-14,1

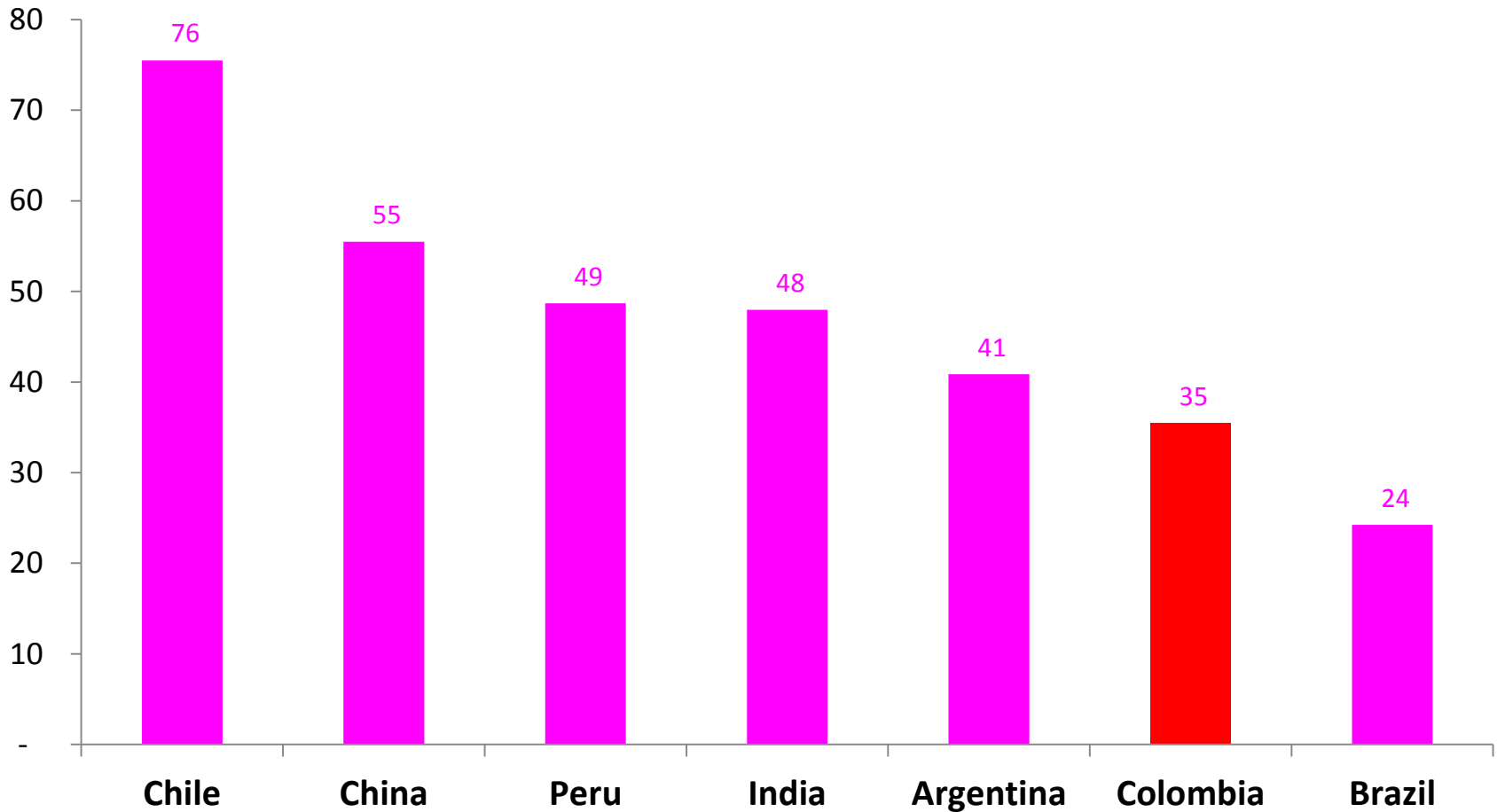
Los principales países de origen de las importaciones fueron Estados Unidos con el 29%, China (18,4%) y México (7,2%).

La disminución total del valor total importado se explicó principalmente por las menores importaciones originarias de los Estados Unidos, China y México que cayeron 13,3%, 12,1% y 24,7%, respectivamente. Esta caída se compensó parcialmente con el aumento (6%) de las compras de manufacturas francesas, principalmente a la mayor adquisición de equipo rodante de transporte.

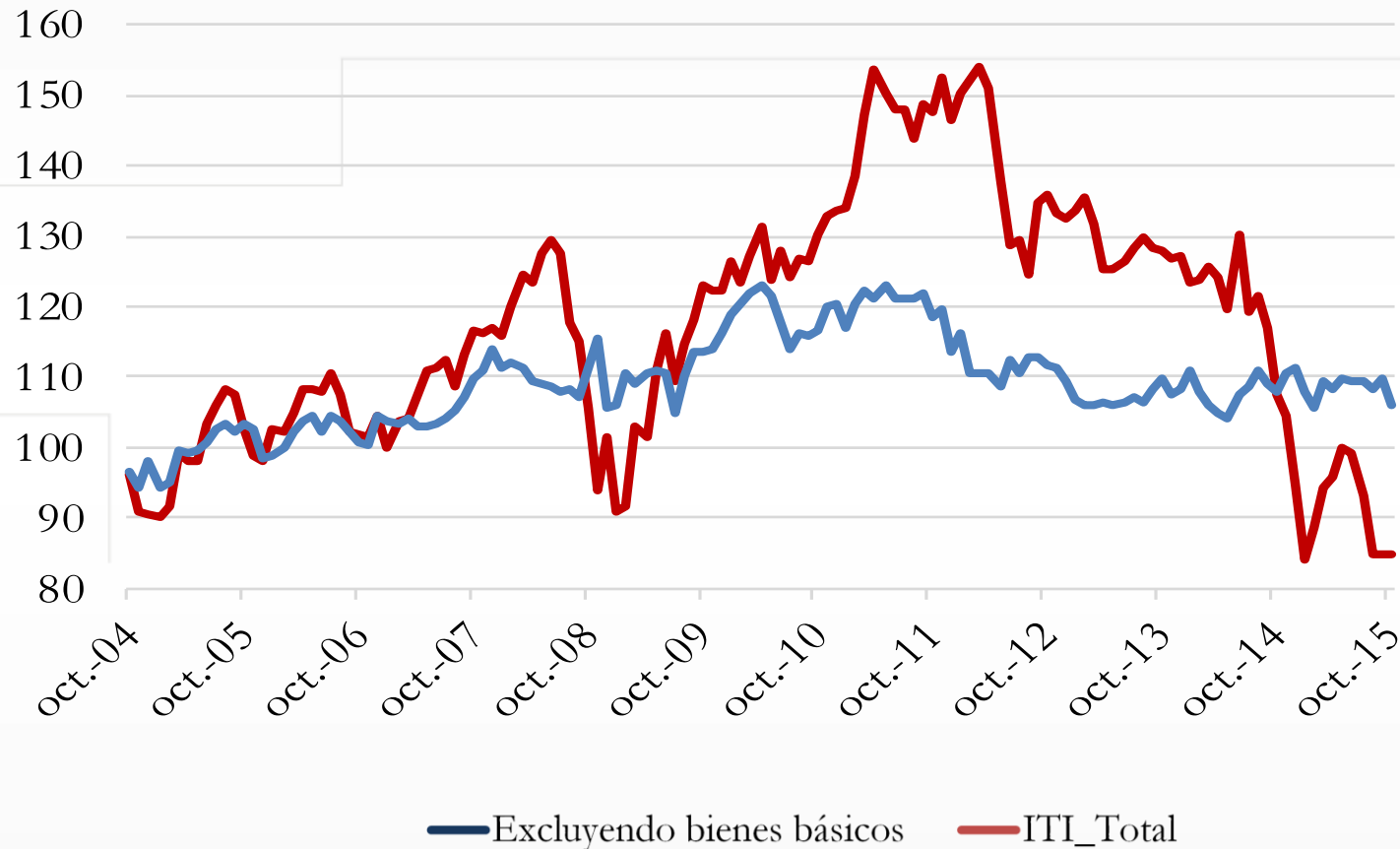


Colombia: una economía que sigue siendo muy cerrada al comercio. Aunque menos que Brasil y EU.

Exportaciones + Importaciones / PIB (%)

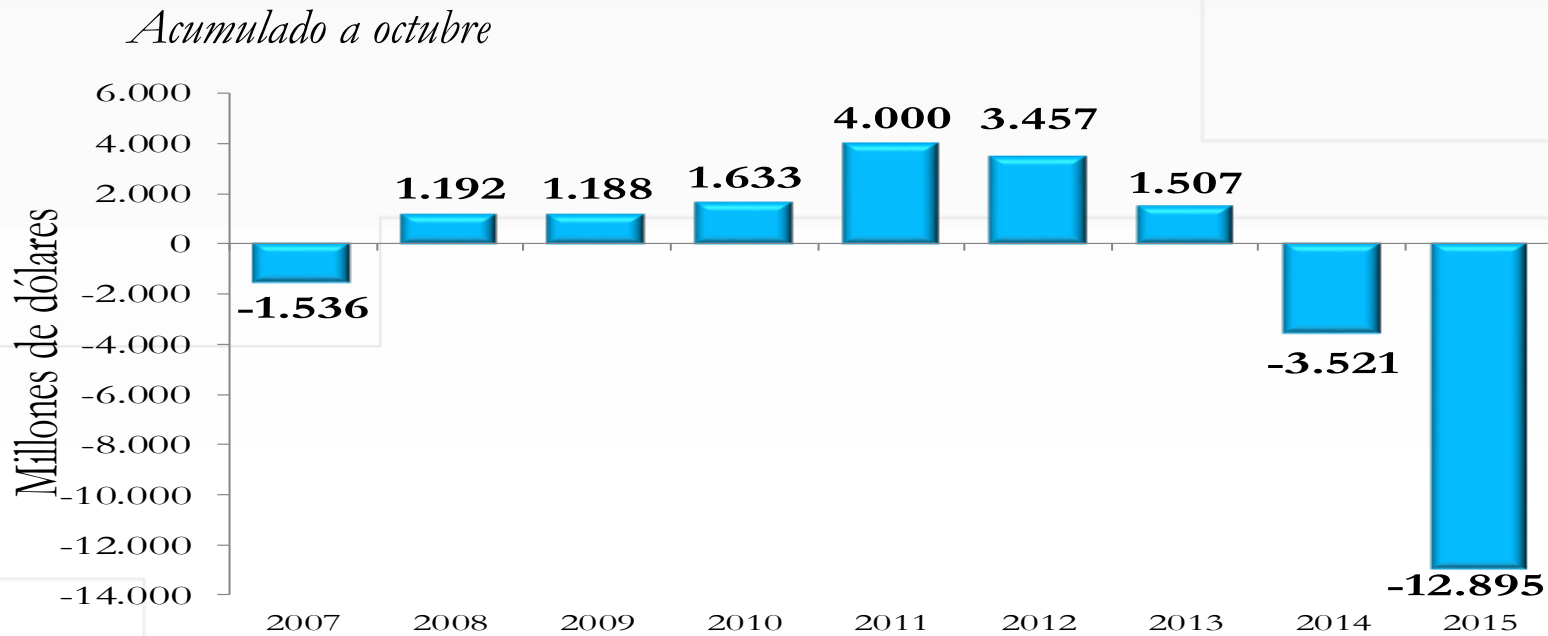


El desplome de nuestros términos de intercambio: fuerte impacto negativo sobre el ingreso nacional



Fuente: Cálculos en base información DANE- DIAN. Base 2005=100

El abultado y creciente déficit de la balanza comercial



Fuente: DIAN, cifras preliminares

Entre enero y octubre de 2015 se registró un déficit comercial de US\$ 12.895 m, superior al ocurrido en el mismo periodo de 2014 (-US\$ 3.521 m). Este resultado se explica por el mayor descenso de las exportaciones (-35%) frente al ocurrido en las importaciones (-14,1%)



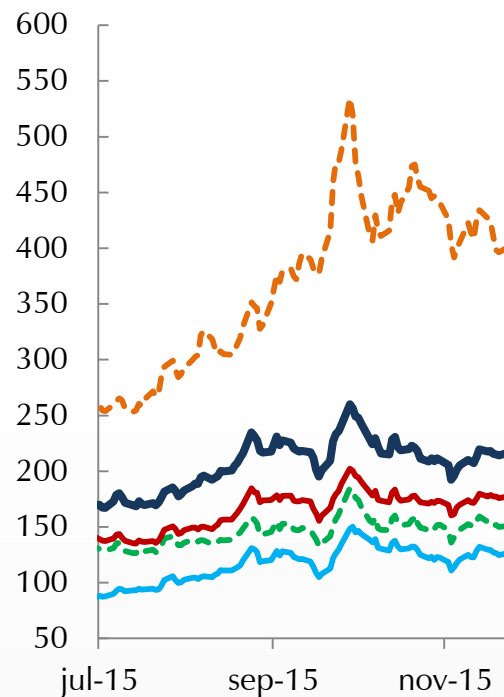
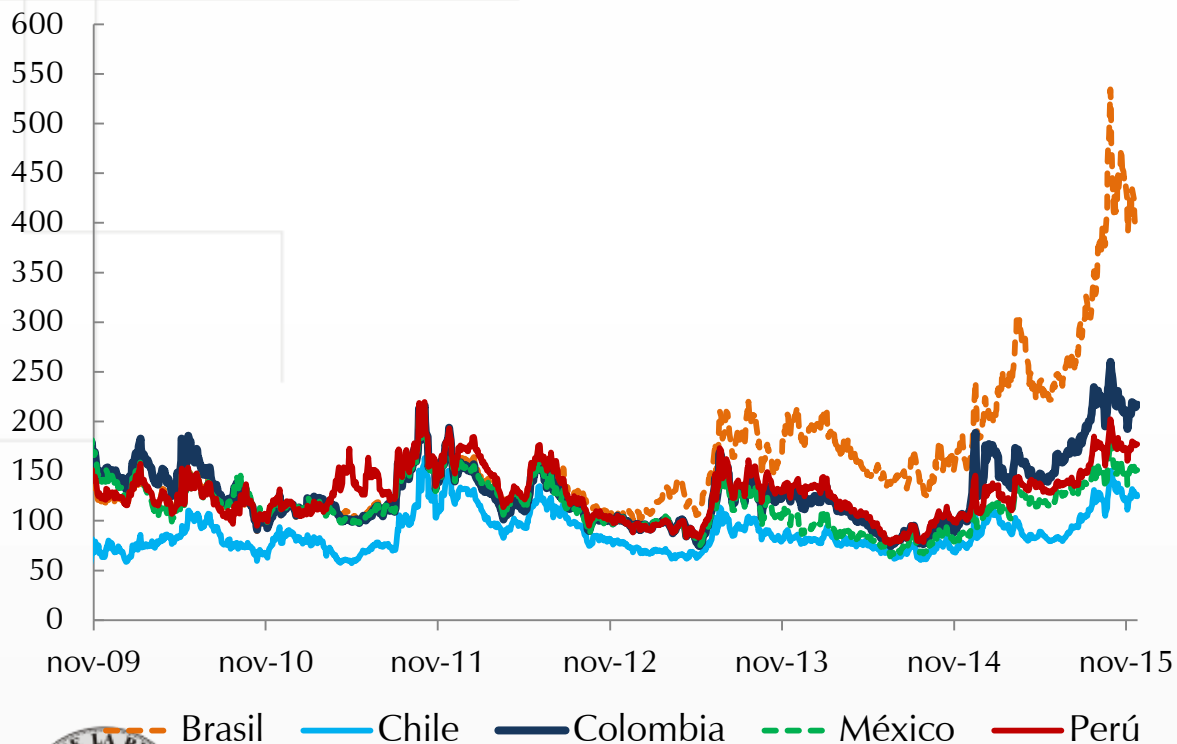
Resultante ampliación del déficit de la cuenta corriente, el talón de Aquiles de la economía

- El déficit rondando el 8%
- A pesar del menor crecimiento de la demanda y de la libre flotación cambiaria, se mantendría cerca de ese nivel por desplome adicional de los precios del petróleo
- El más alto entre las economías de tamaño similar o superior en el mundo
- En 2015 la IED en petróleo y minería de la balanza cambiaría cayó - 35% y la de portafolio - 64% vs 2104. En tanto que la cartera en moneda extranjera en -14%



Las primas de riesgo de América Latina se han incrementado en los últimos meses, principalmente en Brasil y Colombia. El EMBI+ para Colombia en 354, doblando el del *boom*, y el más elevado en siete años

(Puntos básicos)



El real brasilero y el peso colombiano, las monedas más devaluadas. Sin embargo, la tasa de cambio aún se halla cercana al rango de equilibrio. Lo excesivo fue la revaluación, no la devaluación. A fin absorber los choques externos, se debe preservar el régimen de

Devaluación
Tipos de

flotación y un nivel adecuado de reservas

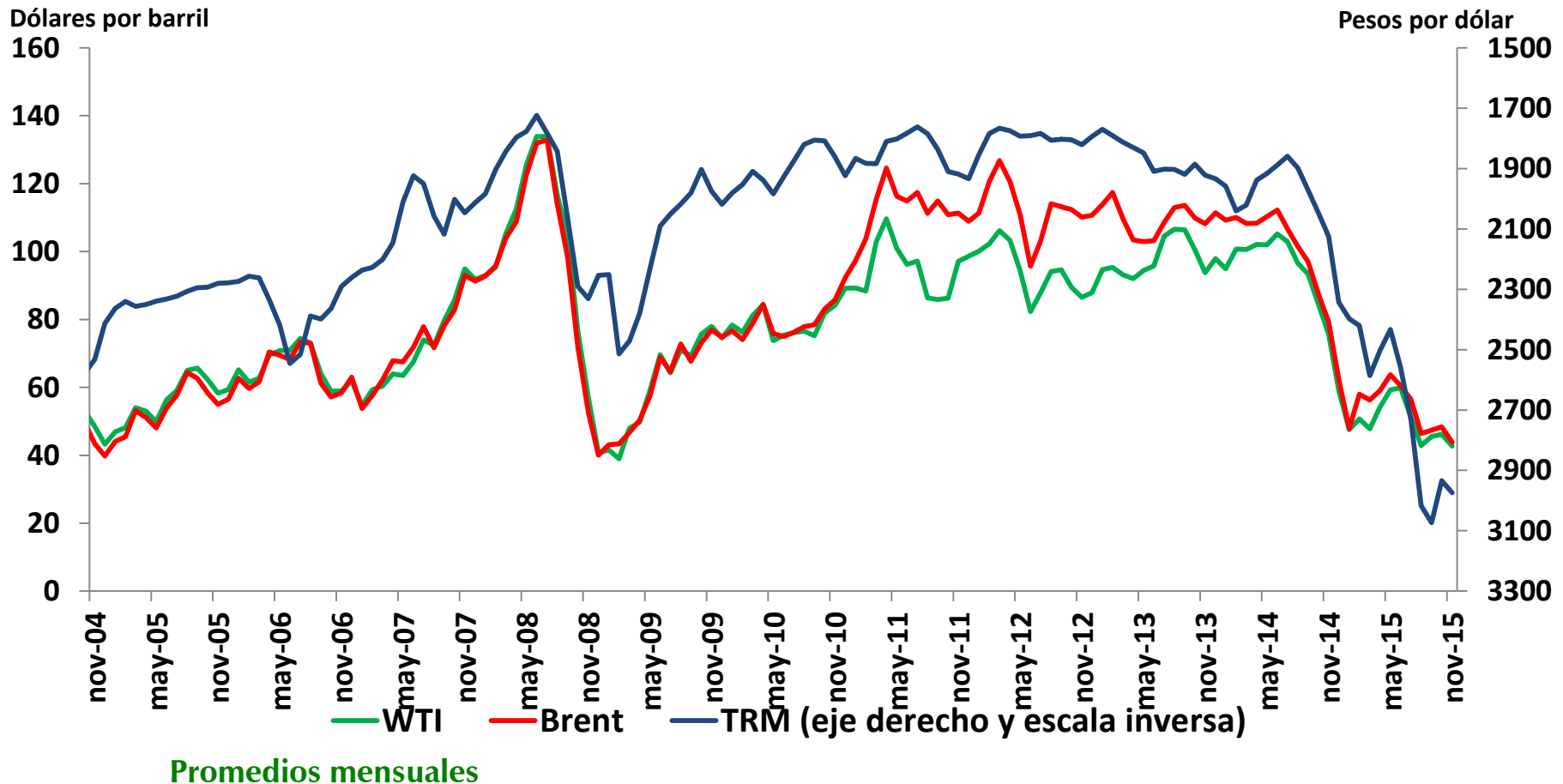
13-Ene-16

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	-1,21%	-0,65%	-2,40%	1,93%	18,18%	32,52%	66,95%	82,82%
Colombia Tasa Ultima a las 13:00:00	-0,62%	-0,05%	-1,82%	2,54%	18,89%	33,32%	67,95%	83,92%
Brasil	-0,75%	-0,80%	3,25%	0,92%	26,64%	49,51%	69,56%	101,00%
México	-0,07%	1,96%	4,50%	3,92%	12,96%	22,04%	36,66%	40,58%
Argentina	-0,15%	-2,48%	38,07%	4,67%	48,26%	57,53%	103,27%	171,87%
Peru	0,05%	0,26%	1,53%	0,32%	7,82%	14,88%	22,35%	33,45%
Uruguay	-0,02%	1,49%	3,02%	2,61%	12,11%	25,25%	42,23%	59,23%
Chile	-0,67%	1,66%	2,16%	2,50%	13,12%	18,03%	37,83%	54,13%



¿Qué va a pasar con el precio del dólar?... En buena parte depende del precio del petróleo...¿Y qué con el del petróleo...? En buena parte depende de China...

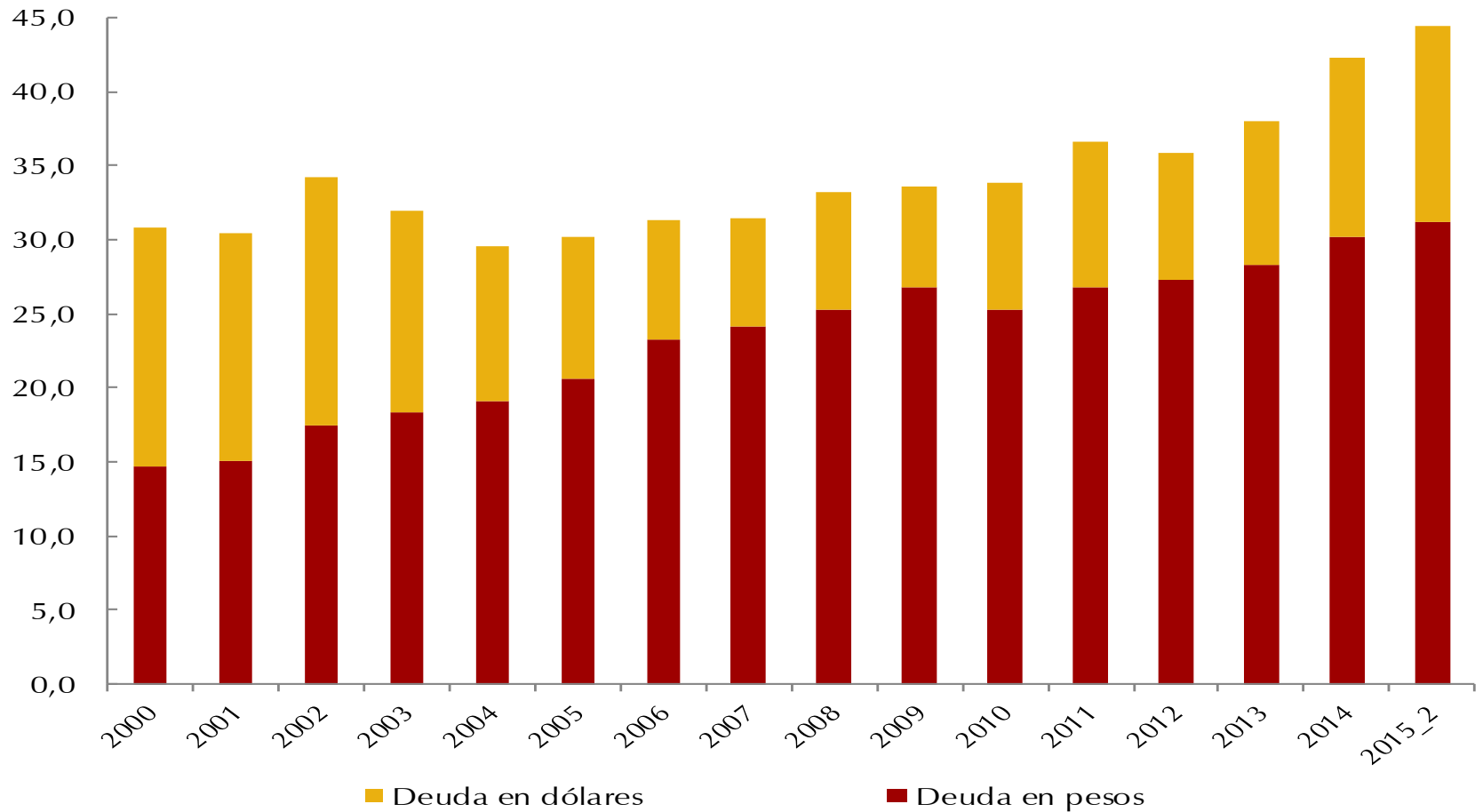
Tasa de cambio y precio internacional del petróleo



Deuda privada (% del PIB)

Deuda Financiera del Sector Corporativo Privado como porcentaje del PIB por moneda

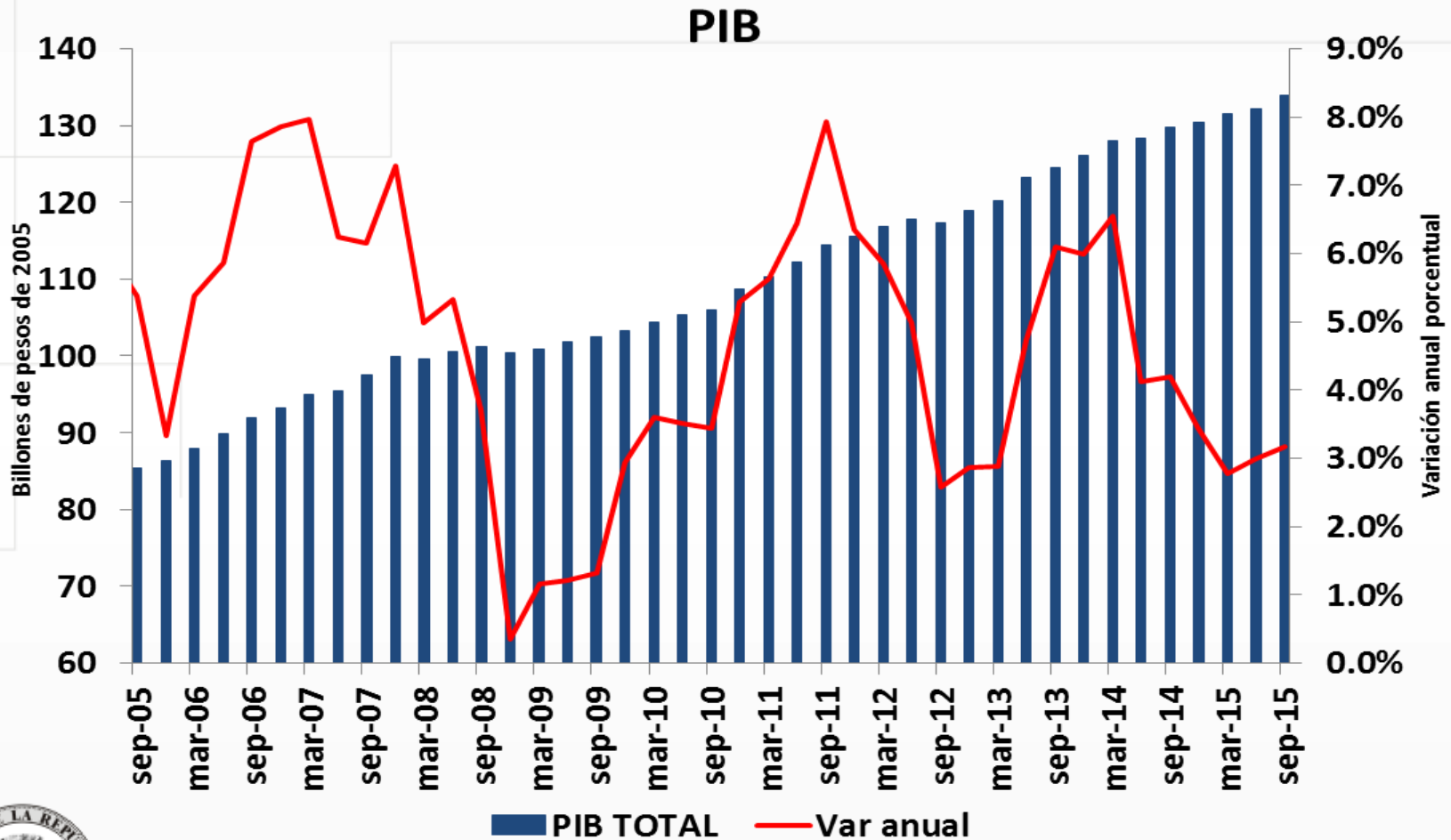
(porcentaje)



3. Crecimiento: esperada desaceleración

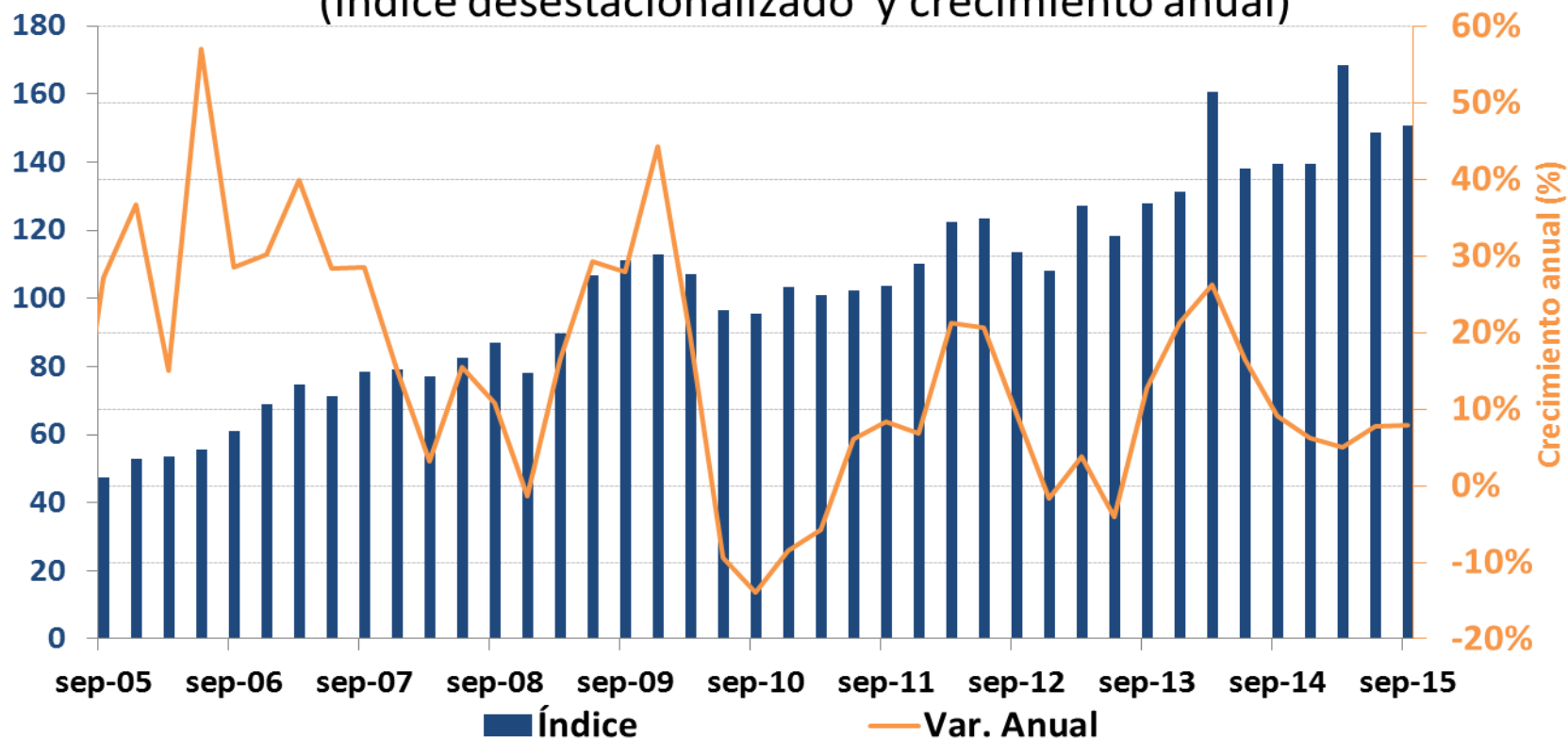


El primer trimestre de 2015 el PIB creció 2,8%, el segundo 3% y el tercero 3,2%. Se espera que en año completo 2015 alcance 3%. En 2016 cercano a 2,5%



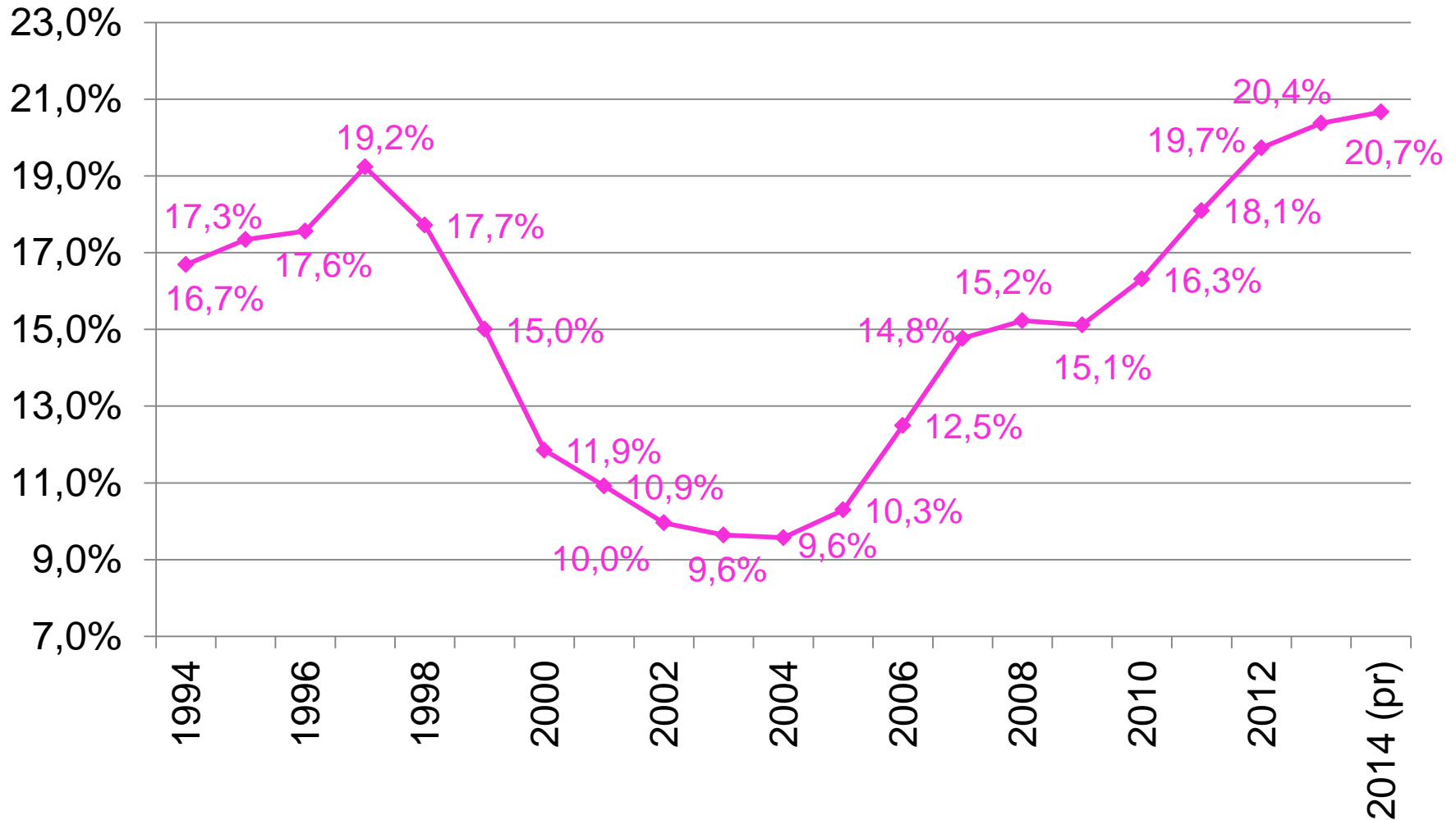
Tercer trimestre inversión en obras civiles creció 8,2% anual. Ostensibles recuperación de café y sustitución de importaciones industriales por revaluación

Indicador de obras civiles (índice desestacionalizado y crecimiento anual)

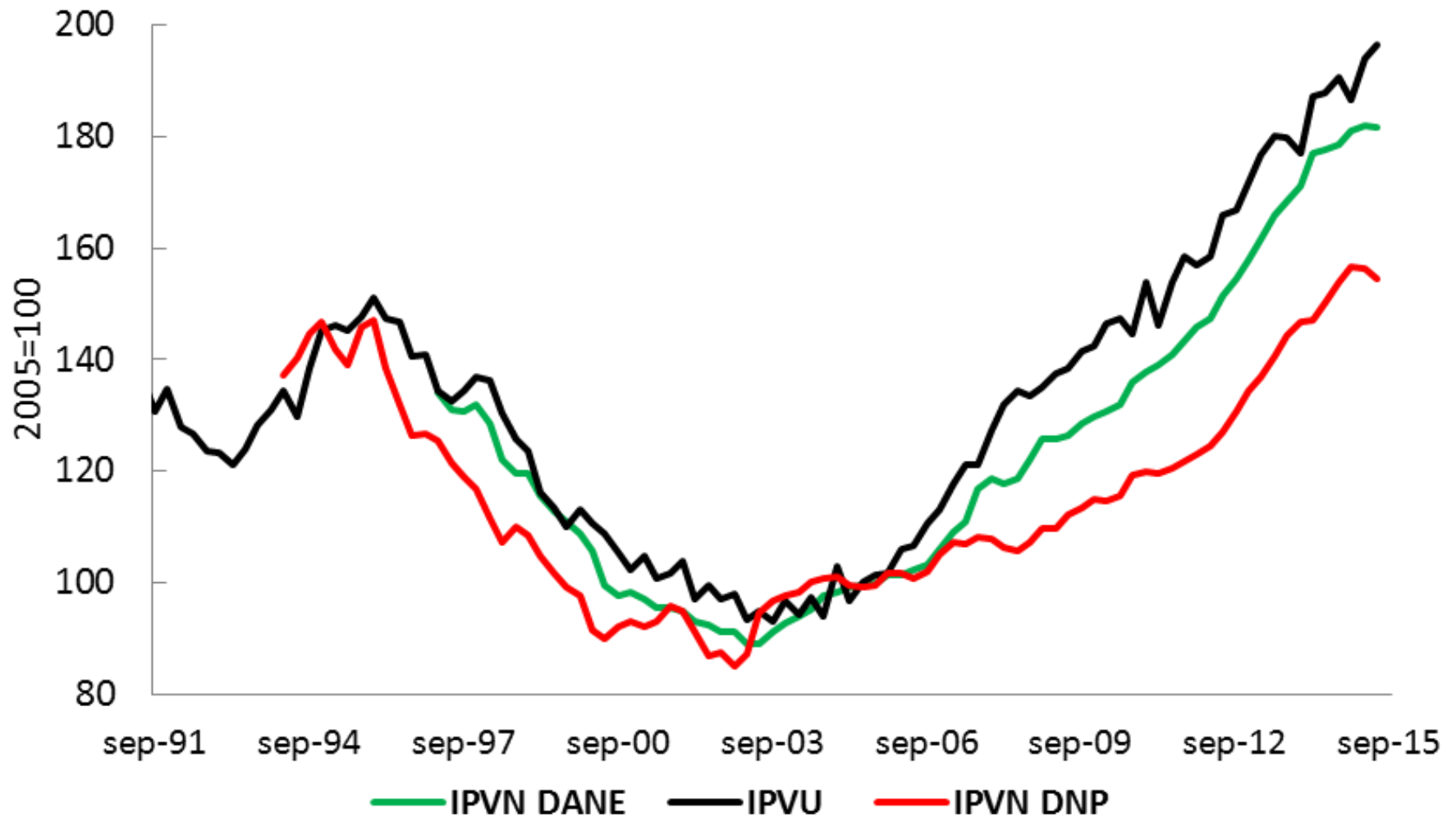


Fuente: DANE

Deuda de los hogares / ingreso disponible (%): récord histórico. ¿Bancarización o Inclusión?... Dos conceptos muy diferentes

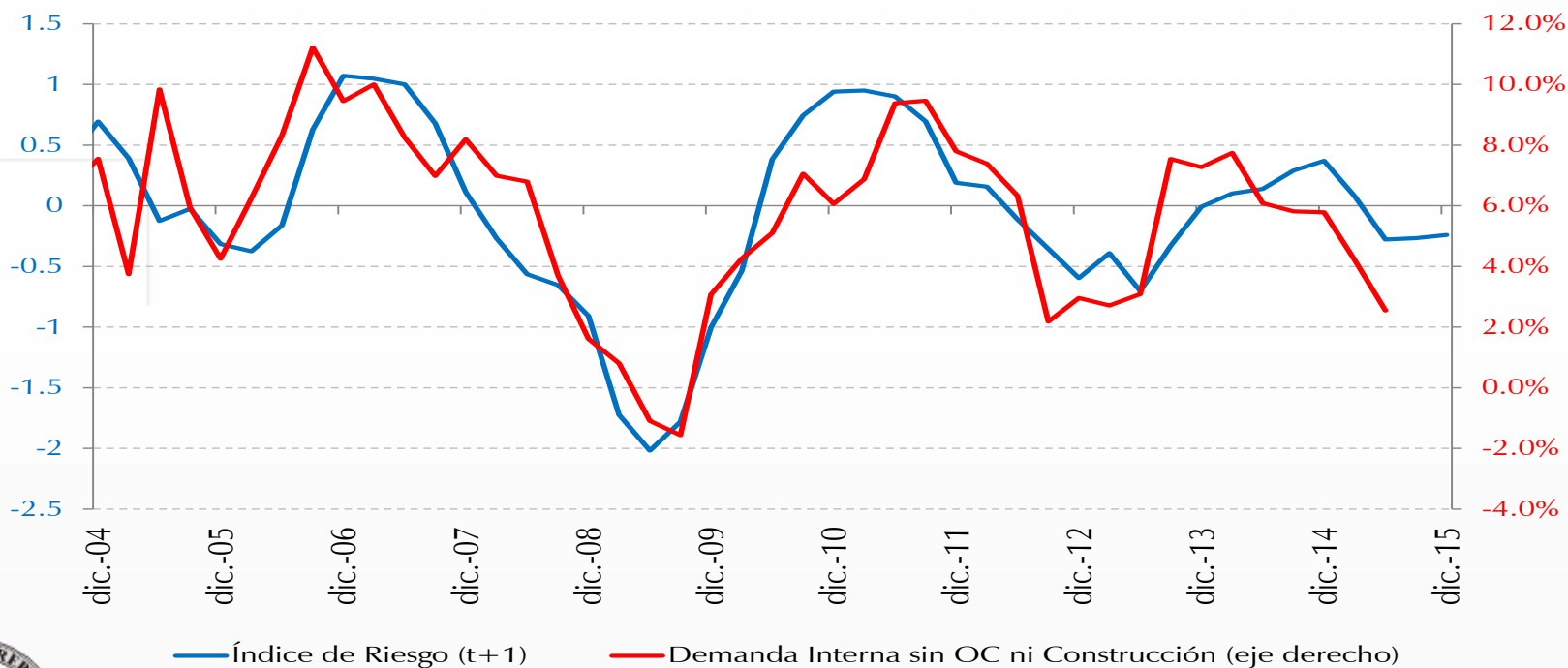


Índice de precios de la vivienda relativo al IPC

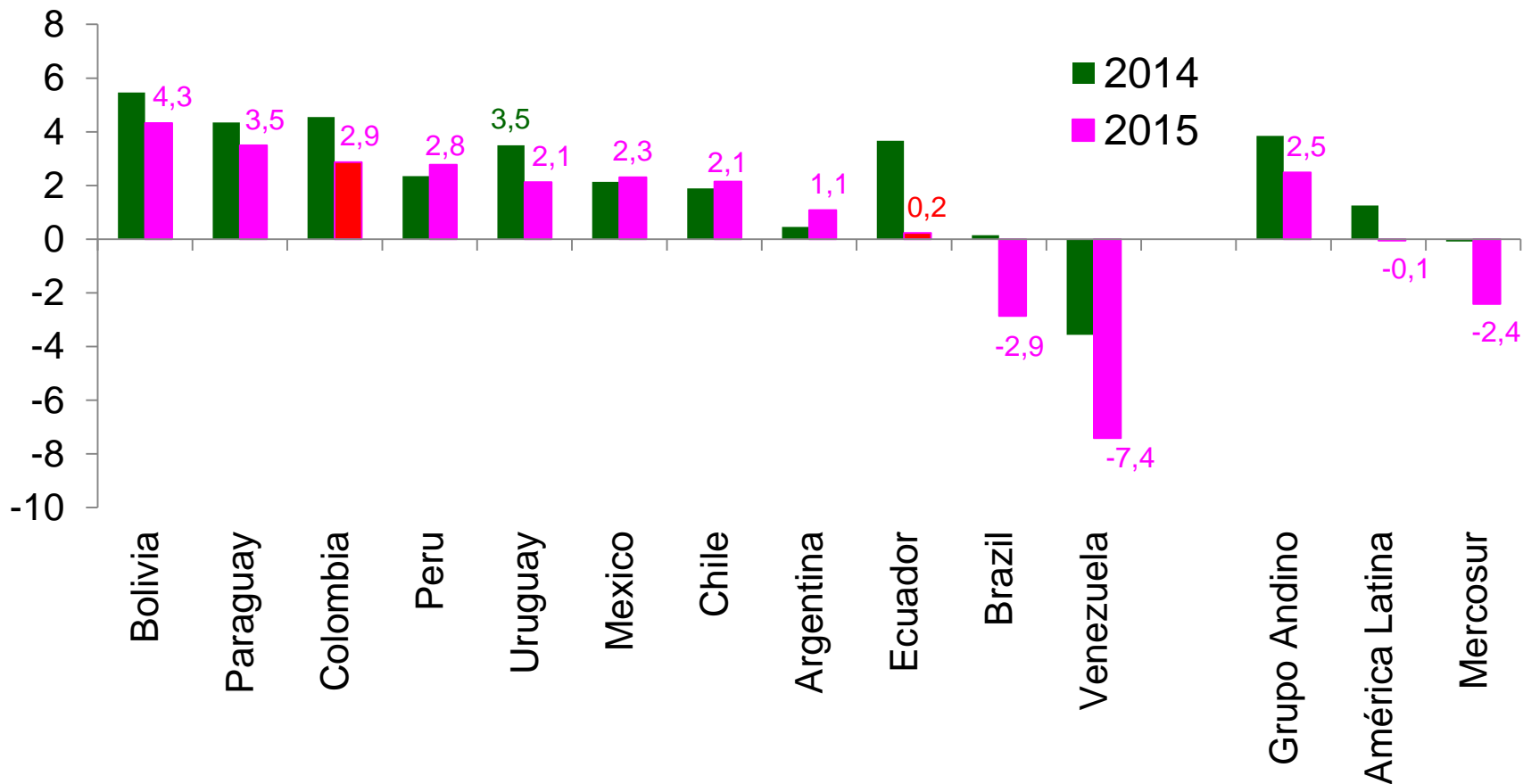


Durante el segundo semestre de 2015 la demanda interna habría crecido a un ritmo similar al del segundo. El equipo técnico del Banco elevó el pronóstico de 2,8% a 3% para 2015

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

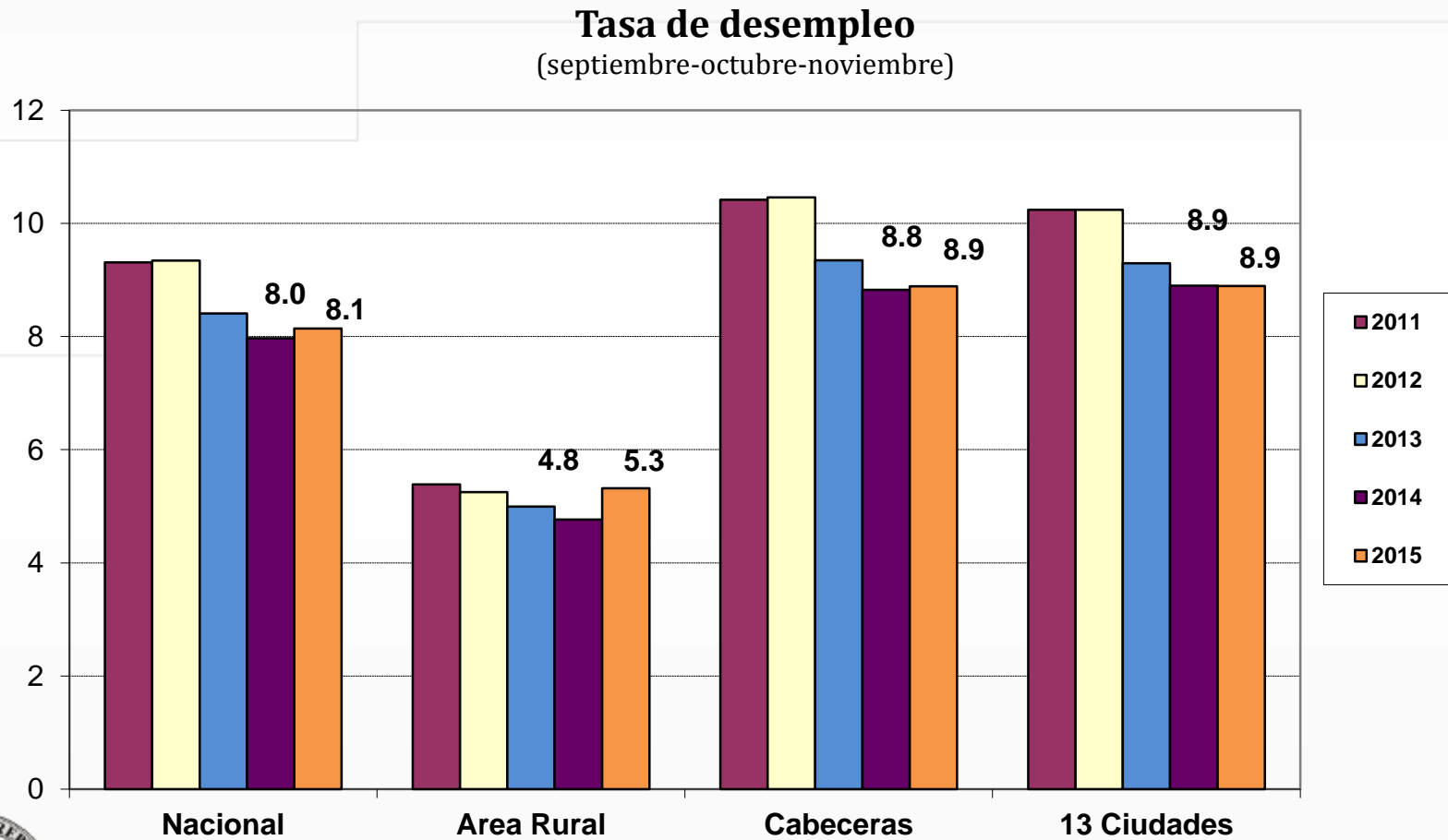


Crecimiento del PIB en la región en 2014 y 2015 (var %)



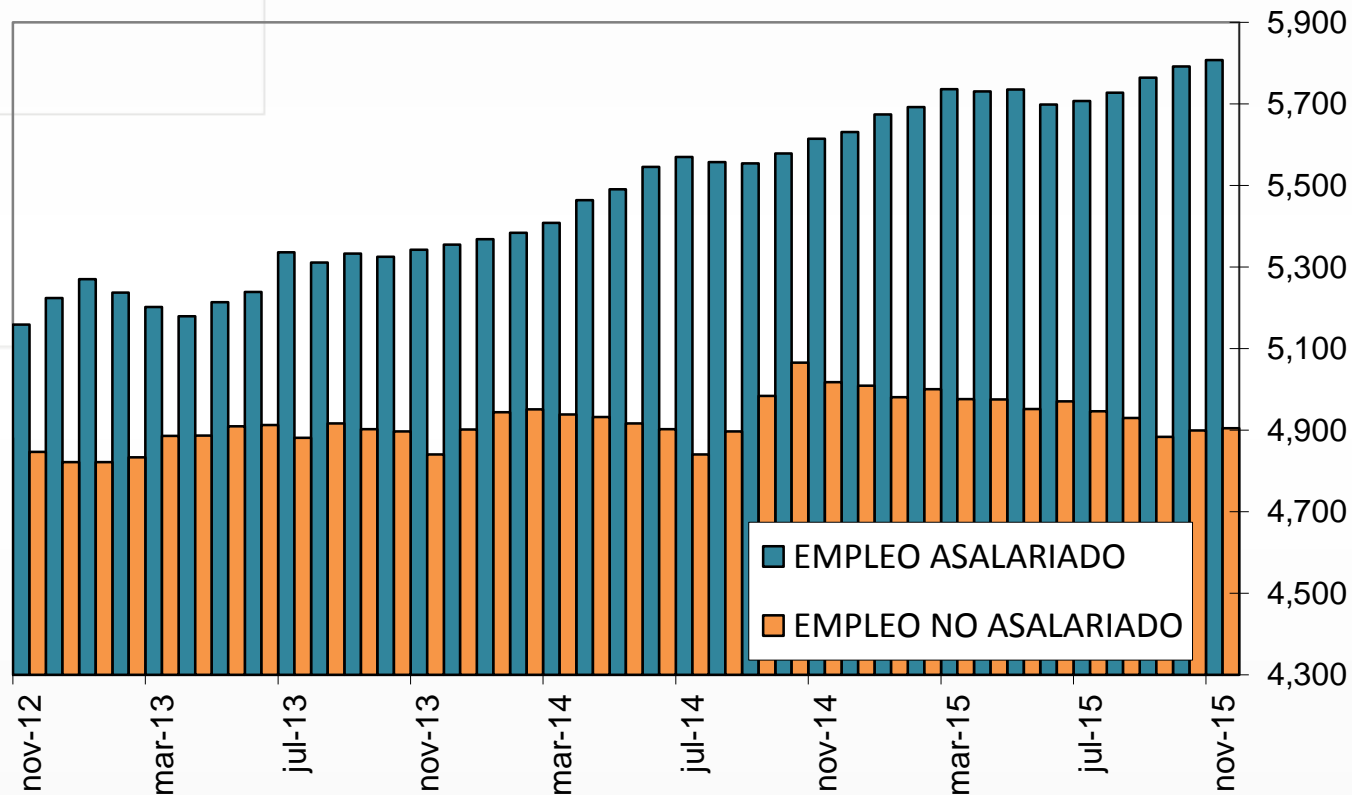
FUENTE: LATAM. CONCENSUS FORECAST, NOVIEMBRE 2015

En el trimestre móvil septiembre - octubre – noviembre se observaron ligeros aumentos de la TD con excepción de las 13 ciudades donde se mantuvo constante



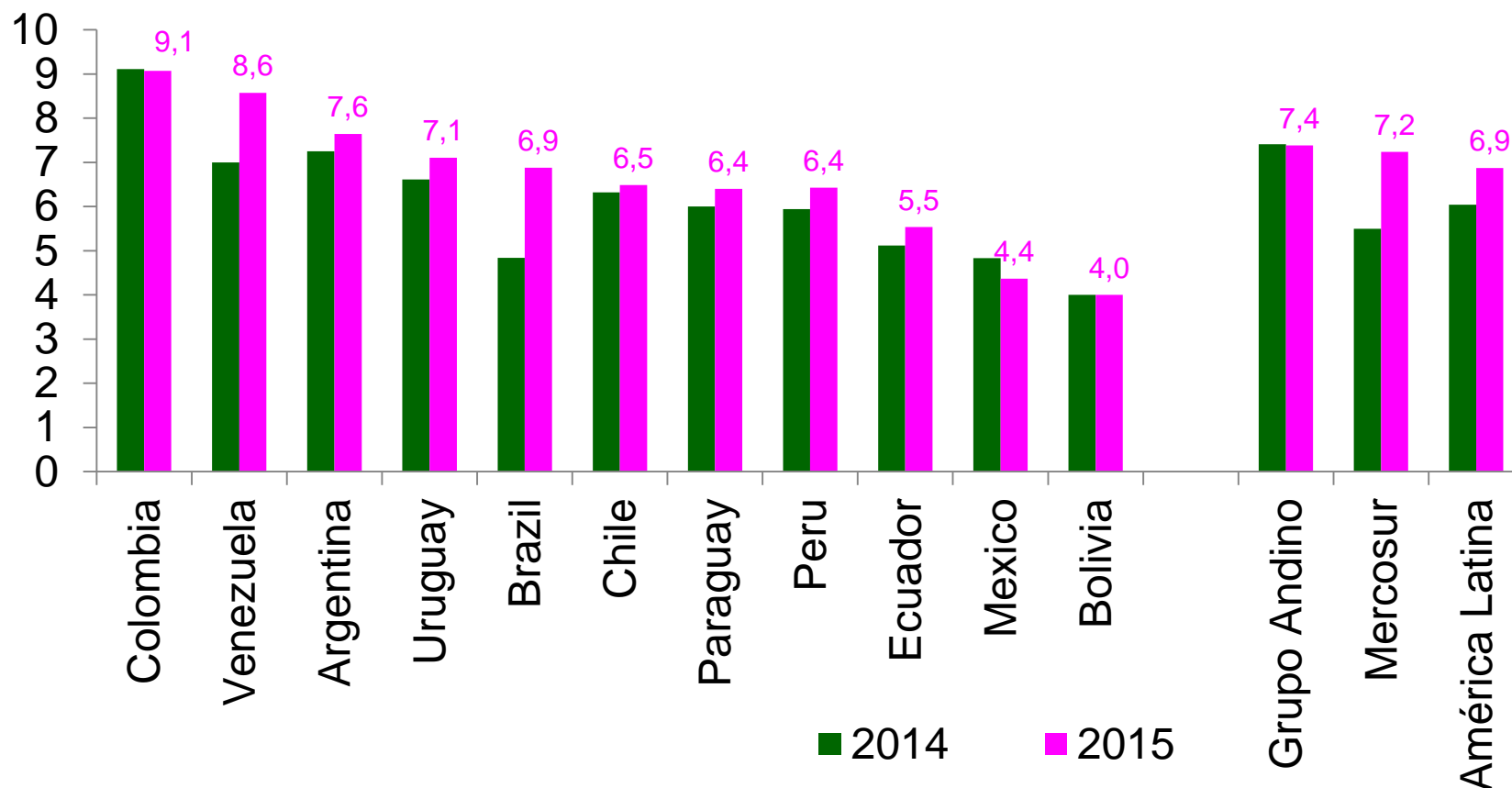
El empleo asalariado repunta y el no asalariado cae

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



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

El desempleo (%) en la región. La tasa de desempleo más alta, la de Colombia



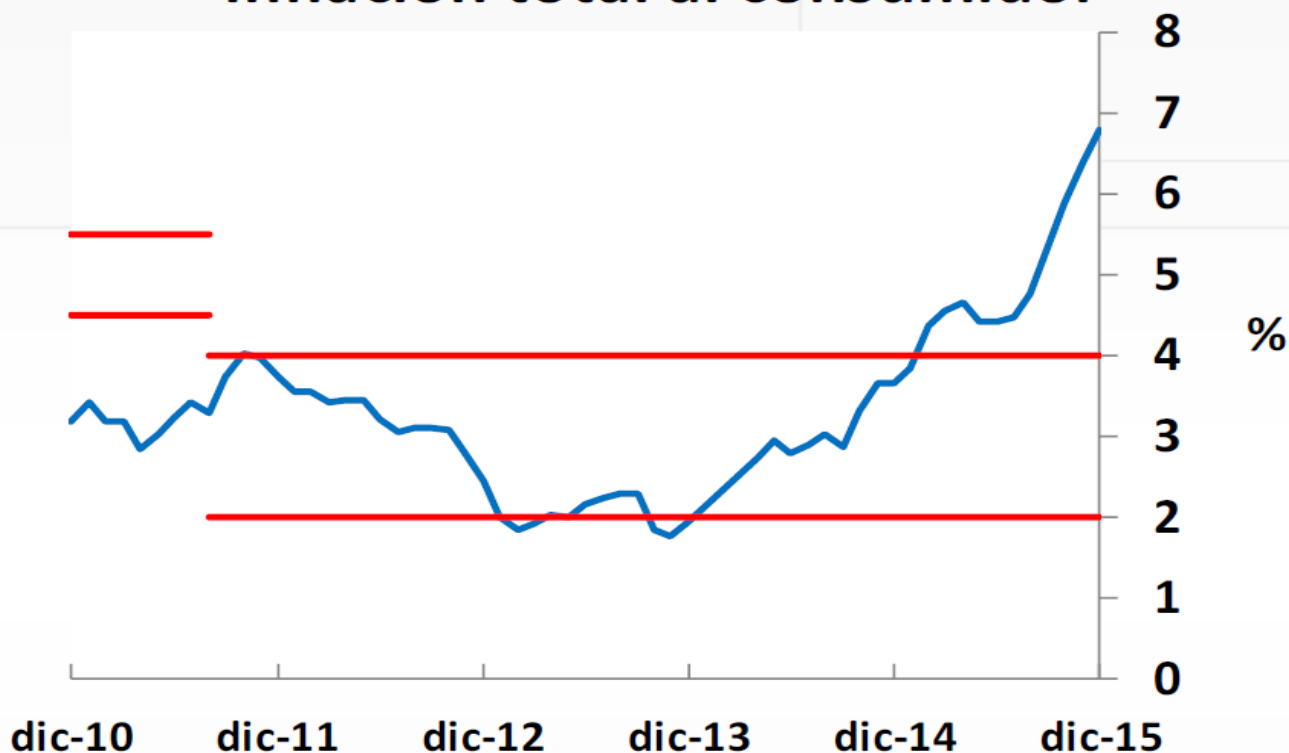
4. La respuesta de política ante la persistencia del aumento de la inflación y el riesgo sobre la credibilidad de la autoridad monetaria



Inflación a diciembre – 6,8% anual -, la más alta desde abril de 2009 y por undécimo mes consecutivo por encima del límite superior del rango meta (2% - 4%), y 2,3 veces la meta puntual del 3%

Inflación total al consumidor

dic-15	6.77%
nov-15	6.39%
oct-15	5.89%
sep-15	5.35%
ago-15	4.74%



— Total

— Rango Meta

Ciertamente la inflación anual de alimentos (10,9% a diciembre) ha sido la que más ha jalonado la total. En teoría se trata de choques de oferta transitorios ante los que en principio no debería reaccionar la política monetaria. A no ser que se afecten las expectativas de inflación (que se hallan desancladas de la meta)

Inflación anual de Alimentos



dic-15	10.85%
nov-15	9.81%
oct-15	8.80%
sep-15	7.30%
ago-15	6.11%

Sin embargo, ya no es sólo por la de alimentos. Aún la inflación sin alimentos, que hace un año era 3,4%, se ha trepado al 5,2%. Excluyendo además regulados, en el último año se dobló, pasando de 2,8% a 5,4%

Inflación anual sin Alimentos

dic-15	5.17%
nov-15	5.05%
oct-15	4.75%
sep-15	4.58%
ago-15	4.20%



La inflación de transables sin alimentos ni regulados, la más asociada a la tasa de cambio, pasó de 2% hace un año a 7,1%. En tanto que la de no transables, más asociada a la demanda, pasó de 3,4% a 4,2%

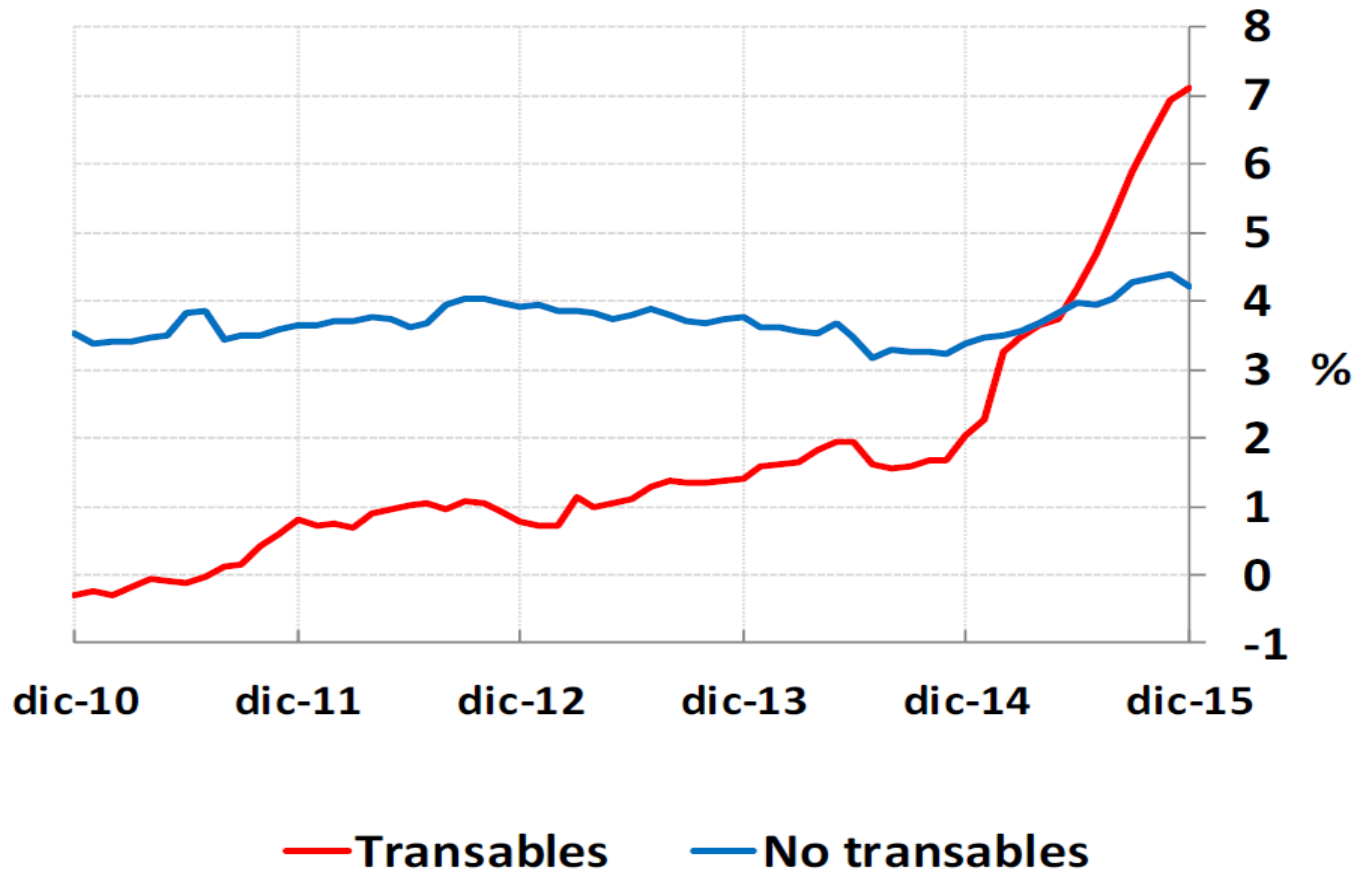
Transables

dic-15	7.09%
nov-15	6.92%
oct-15	6.42%
sep-15	5.90%
ago-15	5.23%

No transables

dic-15	4.21%
nov-15	4.39%
oct-15	4.34%
sep-15	4.27%
ago-15	4.02%

Inflación anual de Transables y No Transables sin alimentos ni regulados

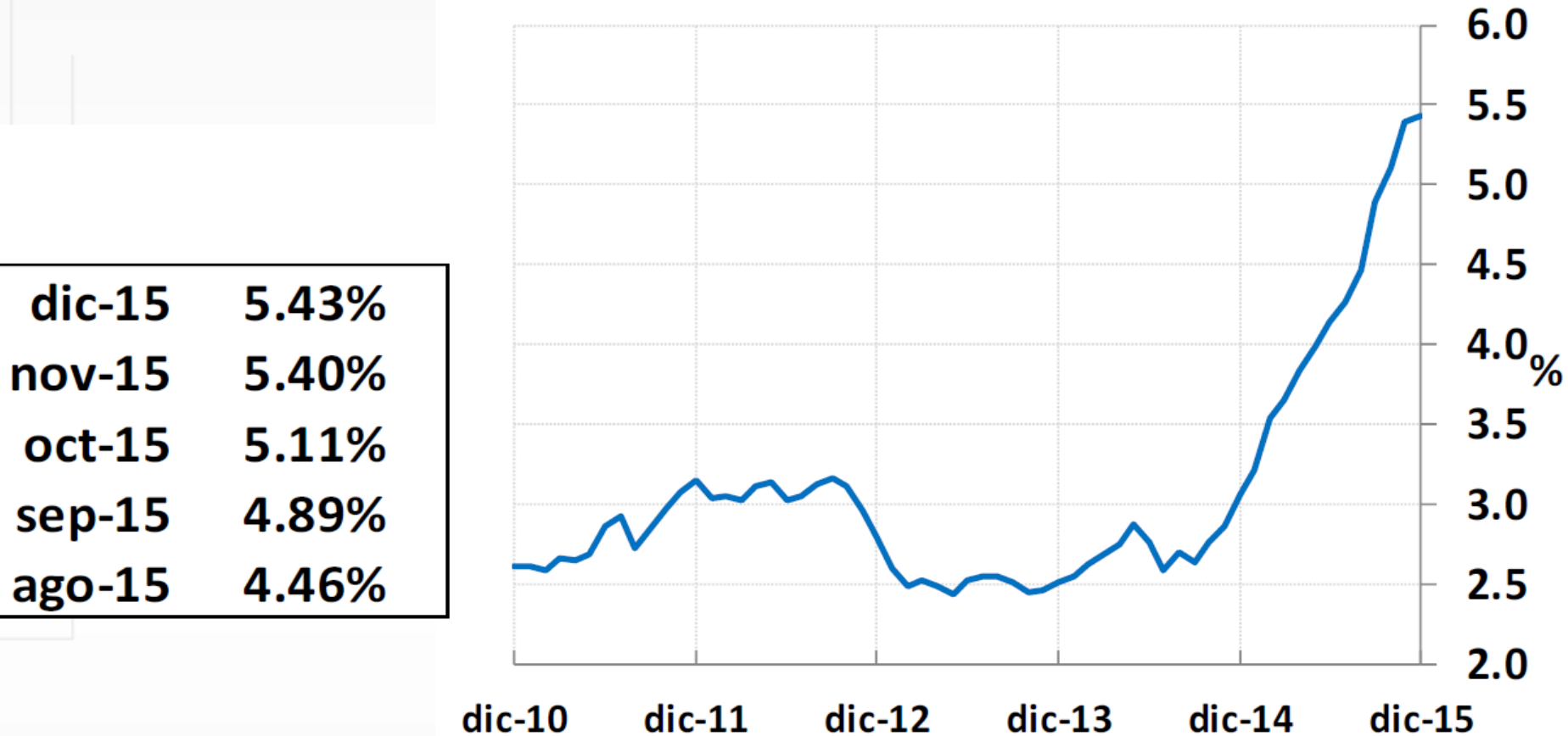


— Transables

— No transables

El promedio de las básicas aumentó en diciembre por décimo quinto mes consecutivo. Hace dos años era 2,5%. Hace uno 3,1%. Hoy se sitúa en 5,4%

Indicadores de inflación básica



dic-15	5.43%
nov-15	5.40%
oct-15	5.11%
sep-15	4.89%
ago-15	4.46%

— Promedio de 4

La persistencia del aumento de todos los indicadores relevantes de la inflación anual, cada vez más distantes del límite superior del rango meta fijado por la Junta, – el IPC, la inflación sin alimentos, la inflación sin alimentos ni regulados, la de transables, la de no transables y el promedio de las básicas –, evidencia la existencia de presiones de demanda



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



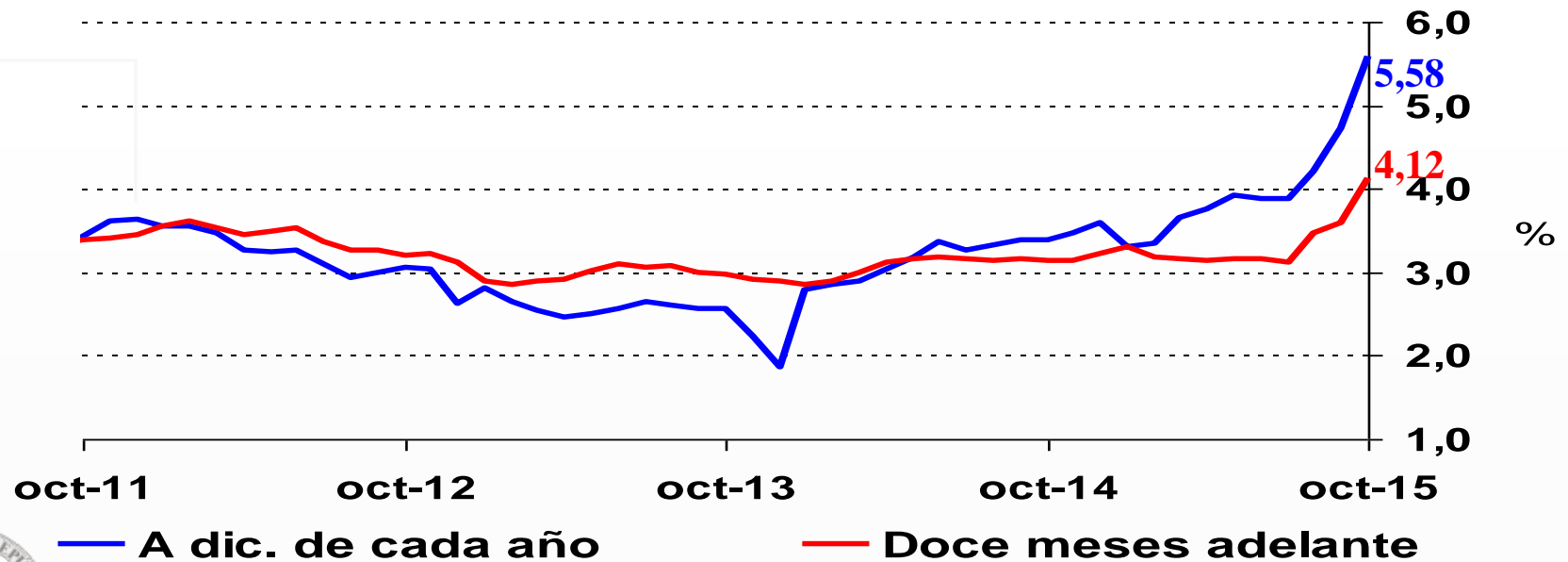
El 'des-anclaje' de las expectativas de inflación

- Tanto las encuestas como los modelos probabilísticos del Banco arrojan evidencia de que las expectativas de mediano plazo se hallan técnicamente desancladas del objetivo fijado por la Junta
- Ello indica que la credibilidad pública en la autoridad monetaria y en su política se halla lesionada

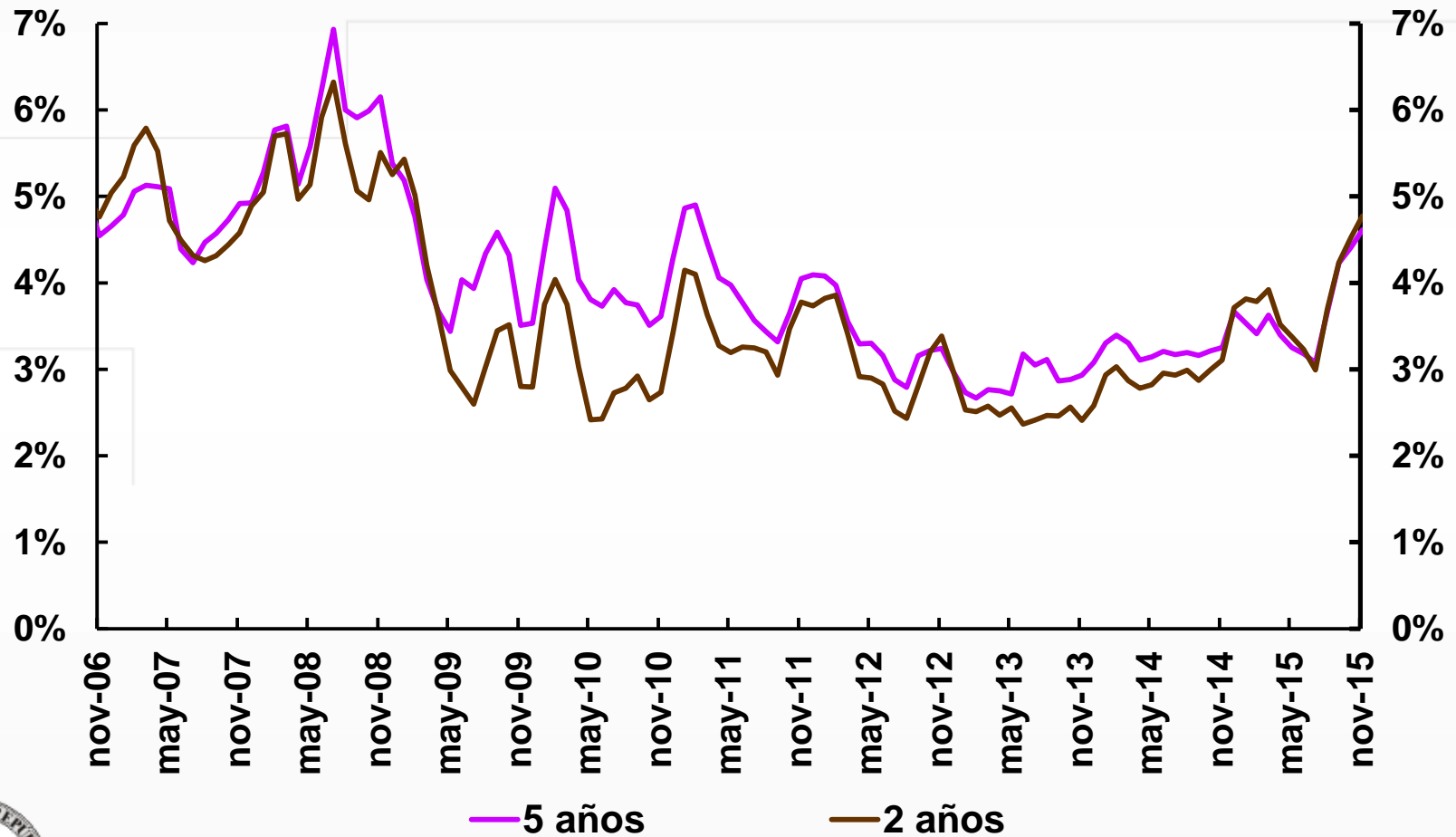


Expectativas de inflación a diciembre 2016: 4,3%

Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa



Las expectativas de inflación a mediano plazo, desancladas de la meta

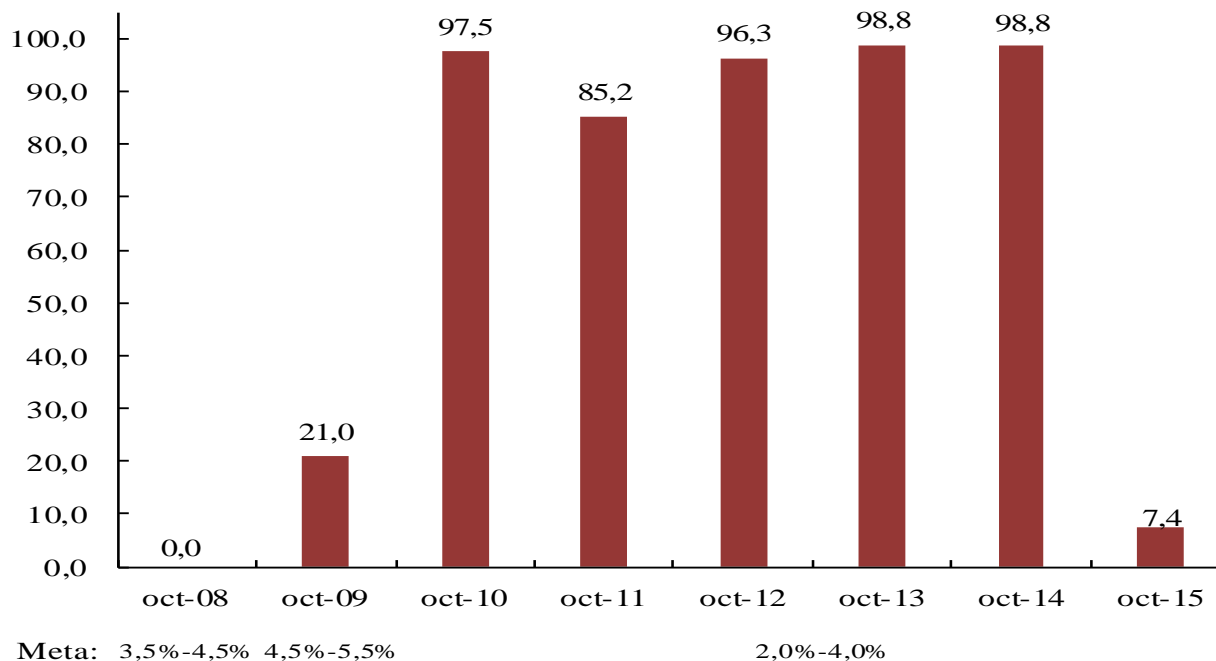


(*) Metodología Nelson y Siegel.

Fuente: MEC y SEN, Cálculos Banco de la República

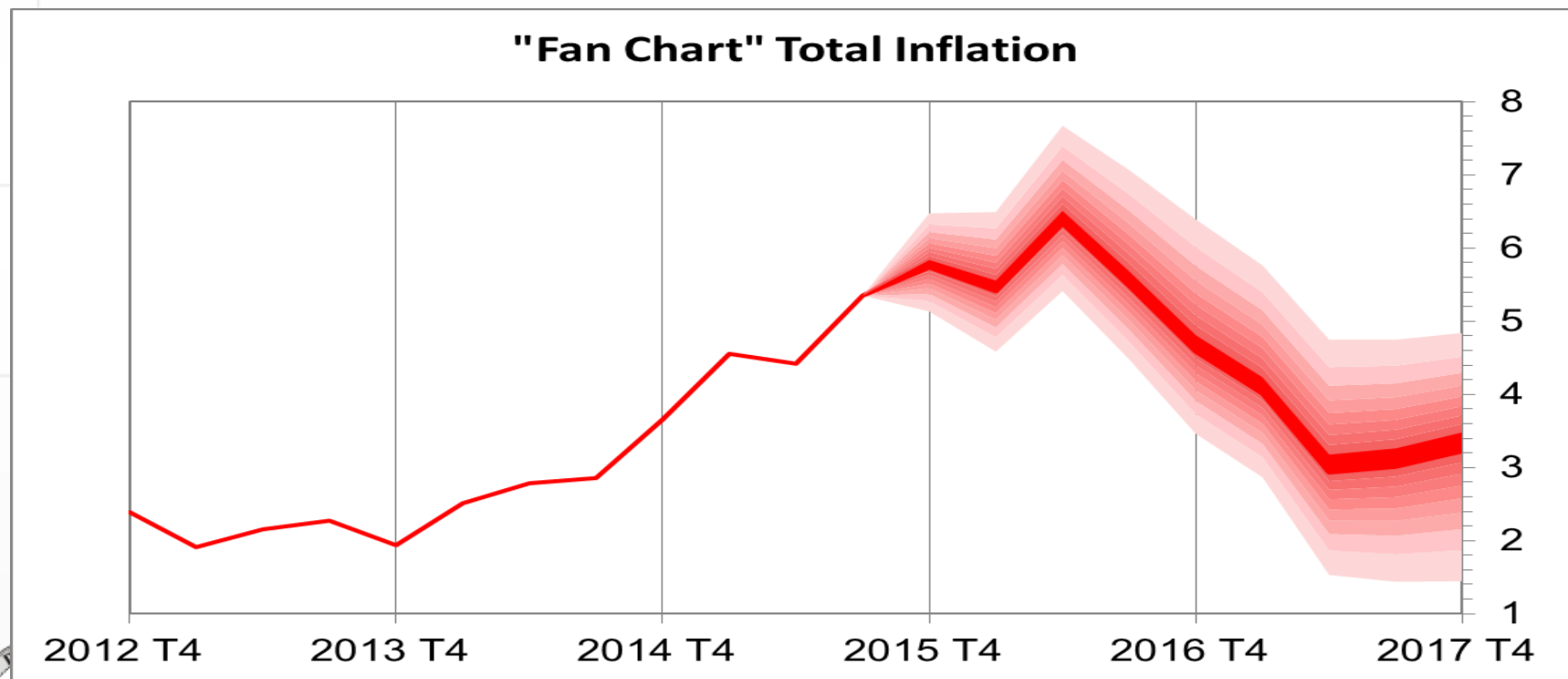
La credibilidad, el componente más valioso del patrimonio de un banco central

PORCENTAJE DE CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN
de los años 2008 a 2015
(encuesta aplicada en octubre de cada año)



Fuente: Encuesta Trimestral Banco de la República

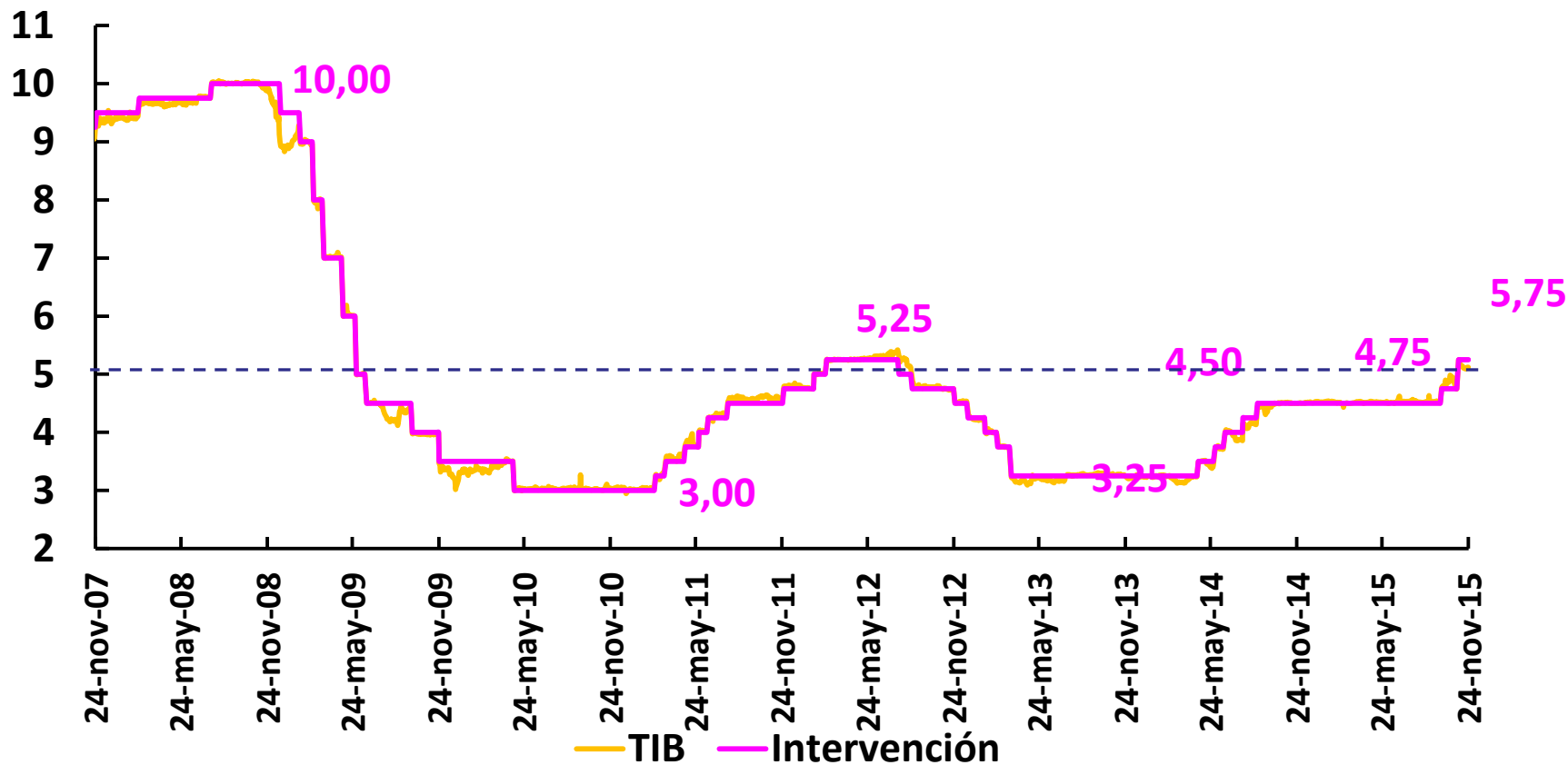
Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (Fan Chart): tocando su máximo a mediados de 2016, y a partir de allí convergiendo hacia la meta. Pero este ejercicio supone política monetaria activa. Esto es, elevación de la tasa de interés



- Tras haber mantenido por unanimidad la tasa de interés de intervención en 4,5% desde agosto del año pasado, en julio de 2015 dicha unanimidad cesó
- La Junta el 25 de septiembre tomó la determinación de elevarla en 25 puntos básicos. El 30 de octubre, en 50 puntos básicos. El 27 de noviembre en 25 puntos básicos. Y el 18 de diciembre otros 25
- La senda de reajustes adicionales debe proseguir



Tasa de intervención y TIB (porcentaje): en la senda ascendente



Inflación y salario mínimo

	Inflación Anual		Ajuste
	Total	Ingresos Bajos	Salario Mínimo
2005	4.9%	5.2%	6.6%
2006	4.5%	4.2%	6.9%
2007	5.7%	6.0%	6.3%
2008	7.7%	9.0%	6.4%
2009	2.0%	1.9%	7.7%
2010	3.2%	3.6%	3.6%
2011	3.7%	4.3%	4.0%
2012	2.4%	2.5%	5.8%
2013	1.9%	1.5%	4.0%
2014	3.7%	3.8%	4.5%
2015	6.8%	7.3%	4.6%
2016			7.0%

Fuente: Dane, Ministerio del Trabajo y decretos del Gobierno nacional

GRACIAS

