

EL RETO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA HORA PRESENTE

UNIVERSIDAD MILITAR NUEVA GRANADA

Carlos Gustavo Cano

Codirector

Bogotá, 15 de septiembre de 2016



1. Nuestro mandato constitucional
2. Actividad económica
3. Balance fiscal
4. Balance externo
5. Inflación y política monetaria



1. Nuestro mandato constitucional

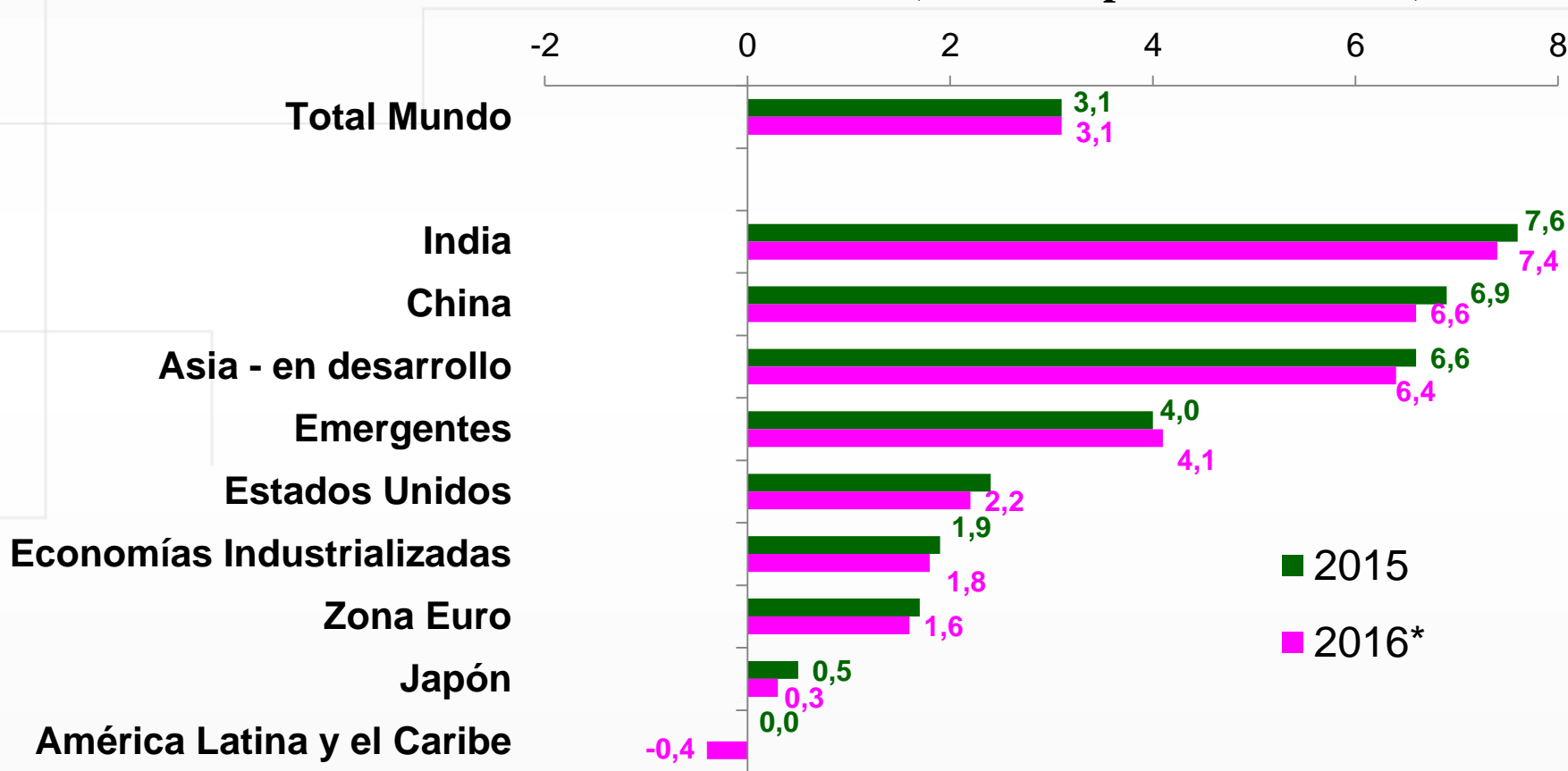


- El mandato de los bancos centrales modernos, como el Banco de la República, o sea aquellos que son independientes frente a los gobiernos y siguen el esquema Inflación Objetivo (IO), yace en velar por la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.
- Intentar crecer sin controlar la inflación equivale a perseguir un dividendo espurio.
- La clave para garantizar que el crecimiento, en vez de ser flor de un día, se traduzca en genuino bienestar, es su sostenibilidad.
- La condición *sine qua non* de la sostenibilidad del crecimiento es la garantía de una inflación baja y estable.

2. Actividad económica








Crecimiento del PIB por regiones del mundo: Asia la líder, América Latina la rezagada (por cuenta de Brasil, Venezuela y Ecuador) (variación porcentual anual)



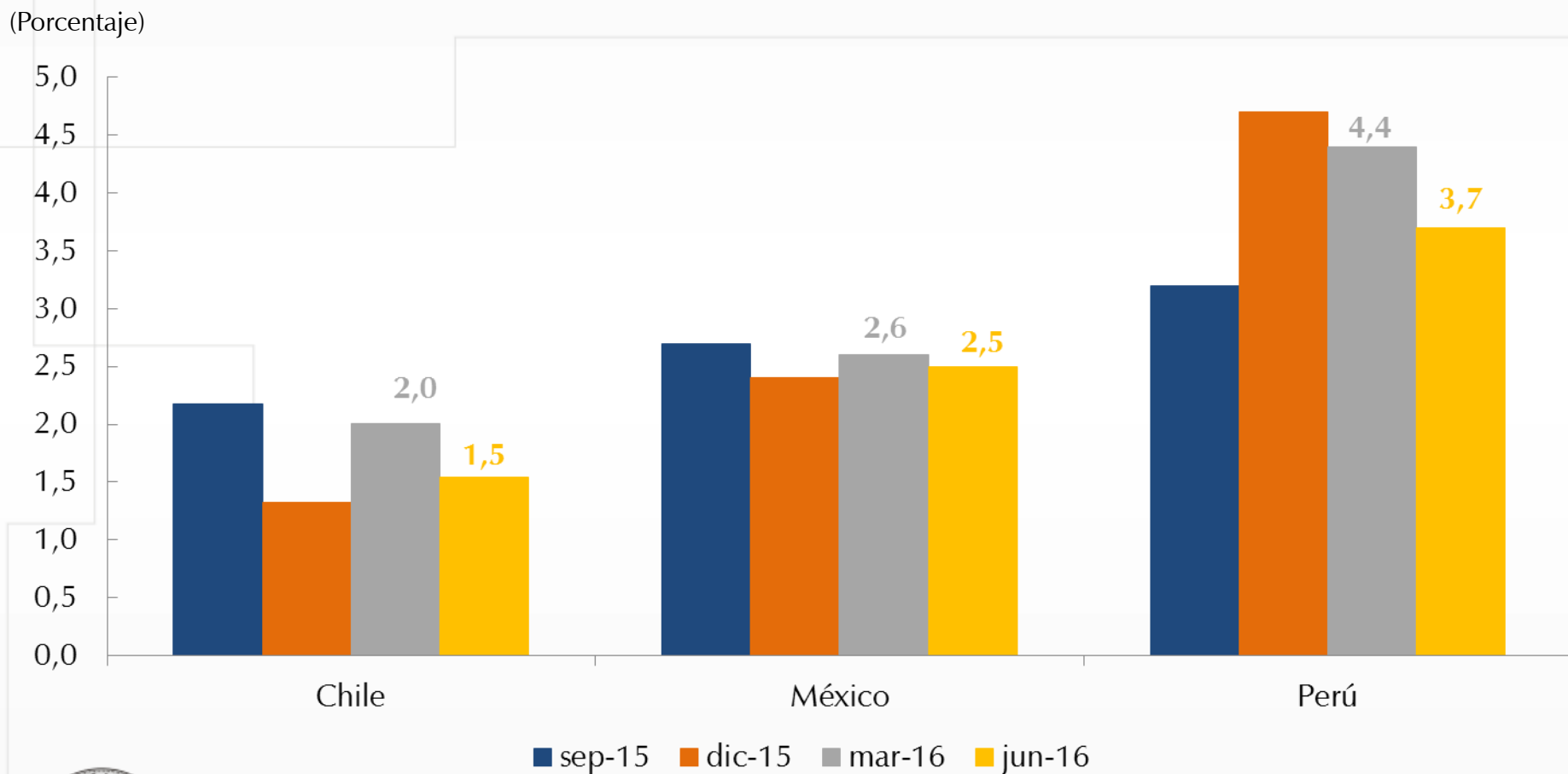
(*) PROYECCIÓN

FUENTE: IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK (WEO), ACTUALIZACIÓN JULIO DE 2016.

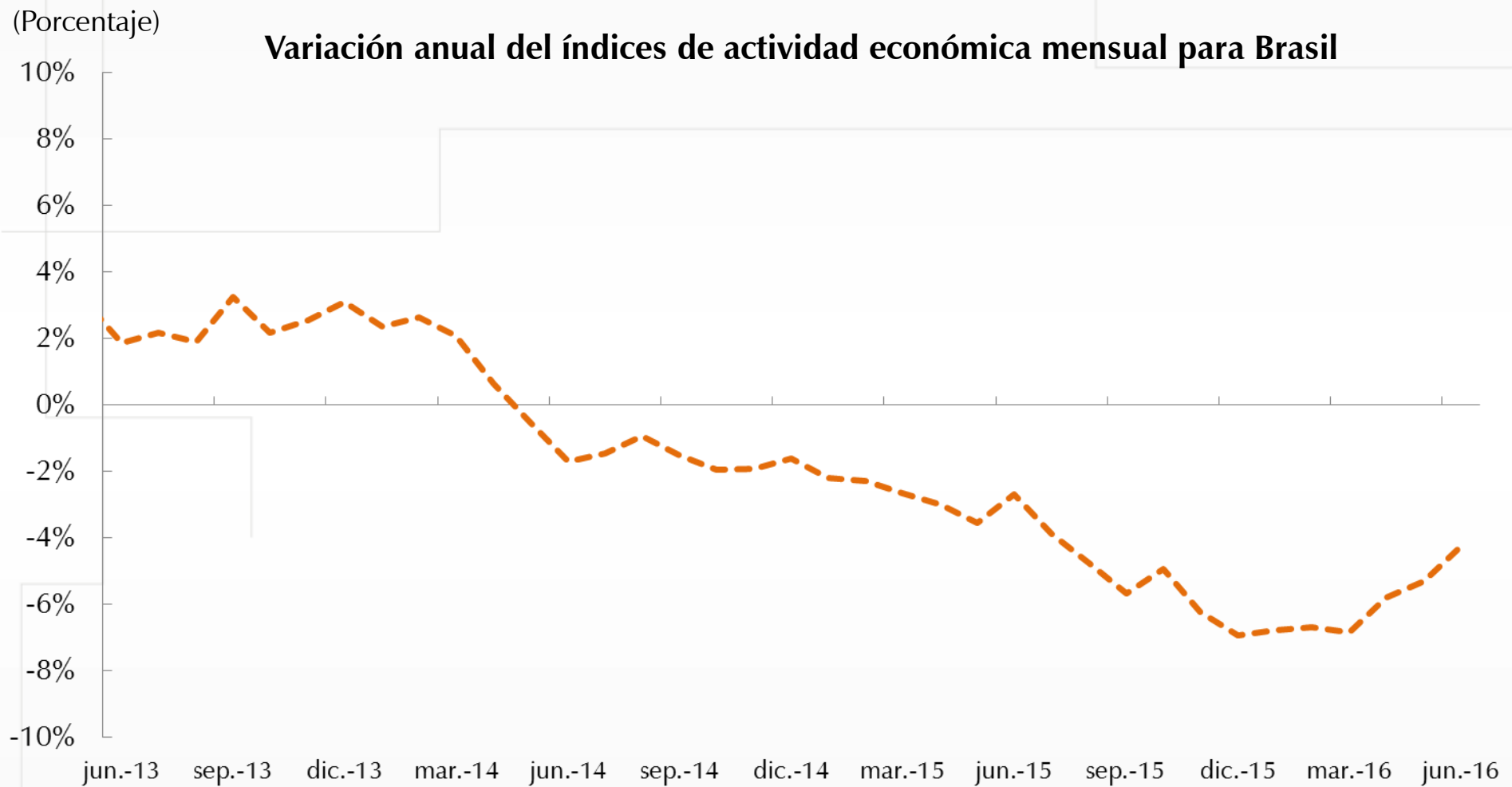
Pronósticos de crecimiento de nuestros principales socios. El del BR para Colombia en 2016 es 2.3%. Recientemente los pronósticos para EU, México y Chile fueron revisados a la baja, y los de Perú y Brasil al alza

País o región	2016			2017		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,3	1,9 	2,3	1,2	2,2	2,6
Zona Euro	0,8	1,6	2,0	0,0	1,2	1,8
China	6,2	6,6	6,9	5,2	6,2	6,6
Brasil	-4,5	-3,2 	-2,8	-0,5	0,7	2,0
Ecuador	-5,0	-3,0	-1,0	-3,0	-1,0	1,0
Venezuela	-10,0	-7,0	-4,0	-7,0	-4,0	-1,0
Perú	3,0	3,8 	4,2	3,0	4,2	5,0
México	1,8	2,2 	2,8	1,8	2,7	3,3
Chile	1,2	1,6 	2,2	1,5	2,5	3,5
Socios comerciales	-0,4	0,6	1,4	0,4	1,6	2,5

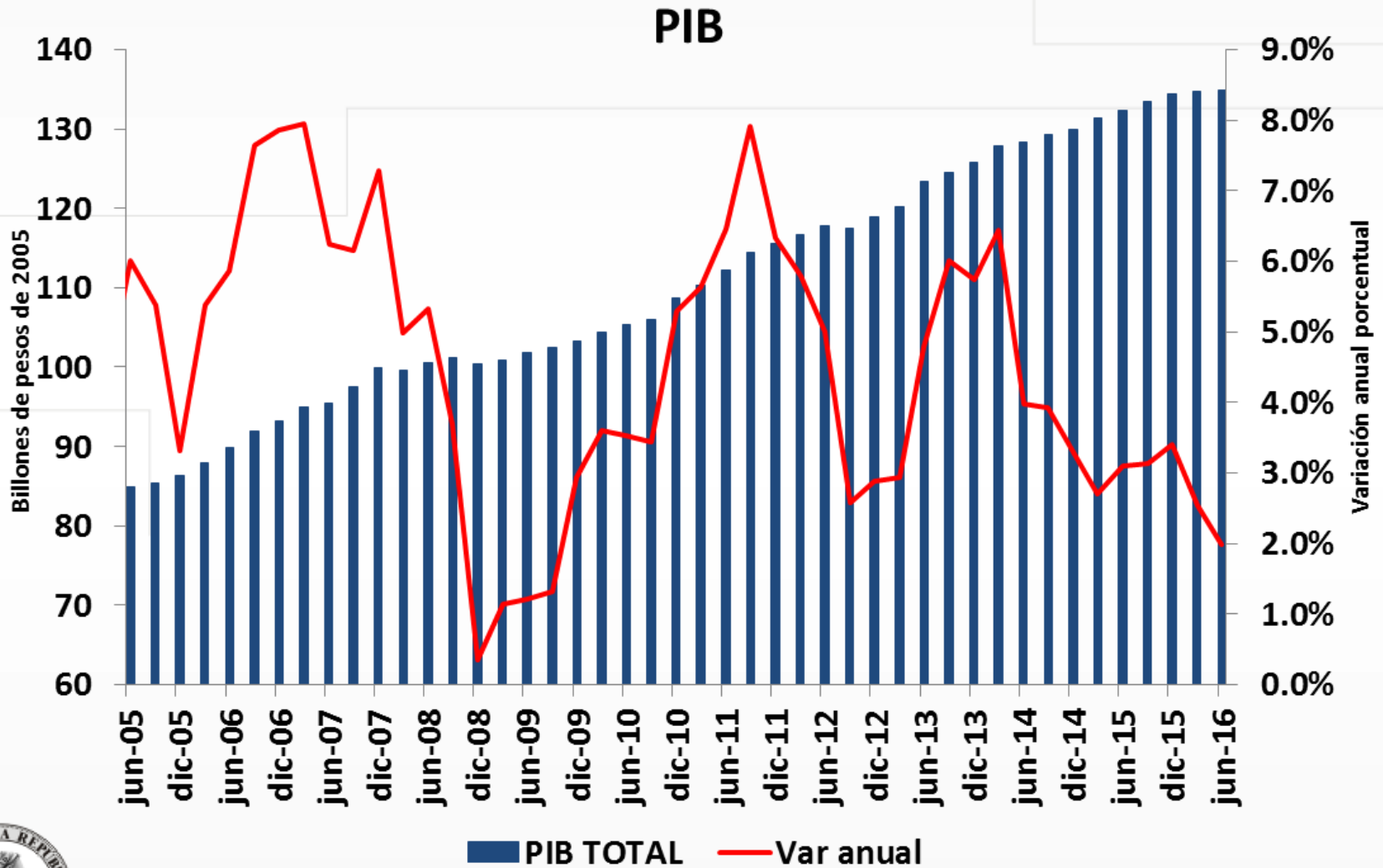
Crecimiento trimestral de nuestros socios de la Alianza del Pacífico



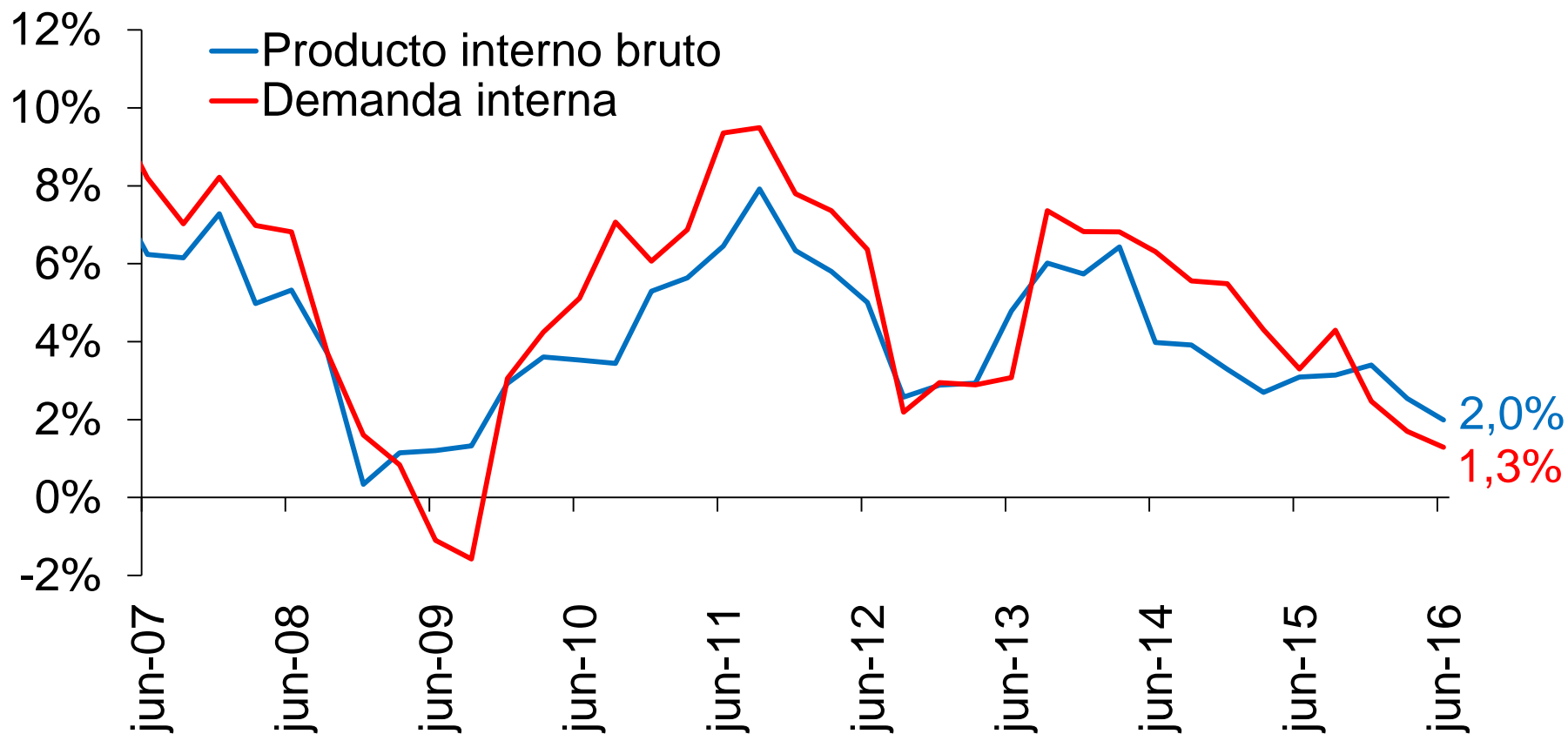
Brasil: su contracción tocando fondo



En Colombia el primer semestre el PIB se expandió 2.25%

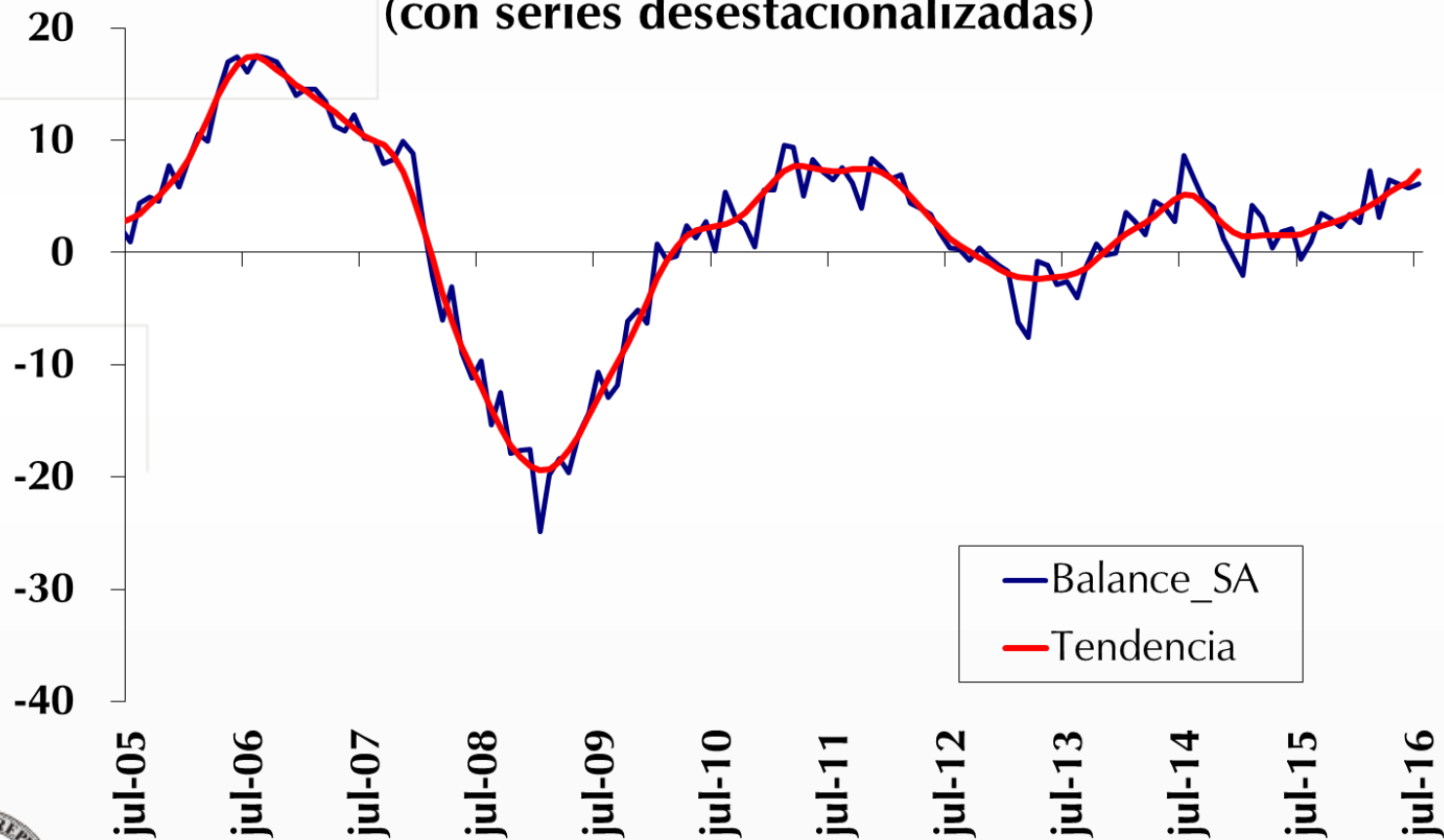


La desaceleración de la demanda interna seguirá contribuyendo a la reducción del ritmo inflacionario: la política monetaria funciona



A pesar de la desaceleración, la confianza de los industriales va en ascenso

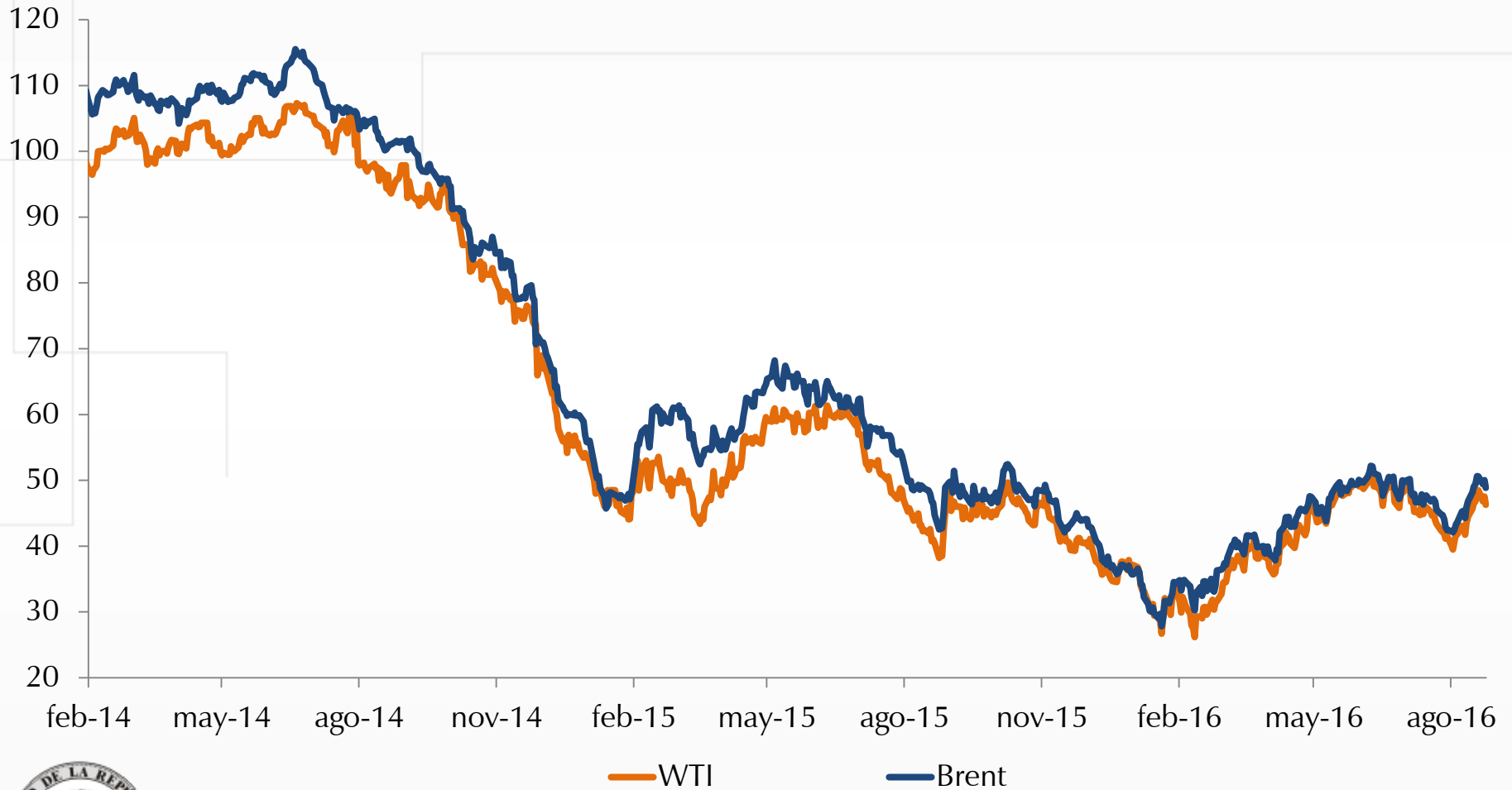
Balance del Índice de Confianza de la Industria (con series desestacionalizadas)



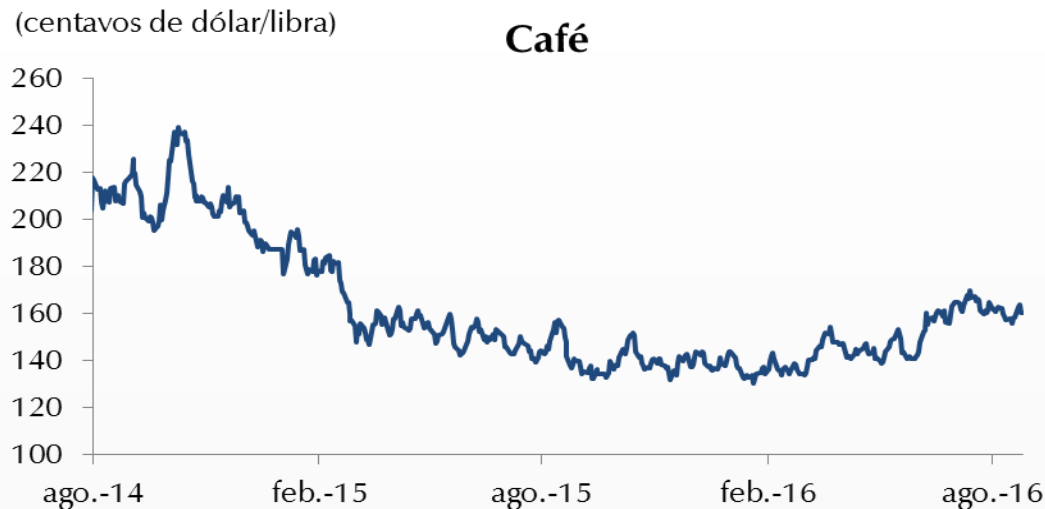
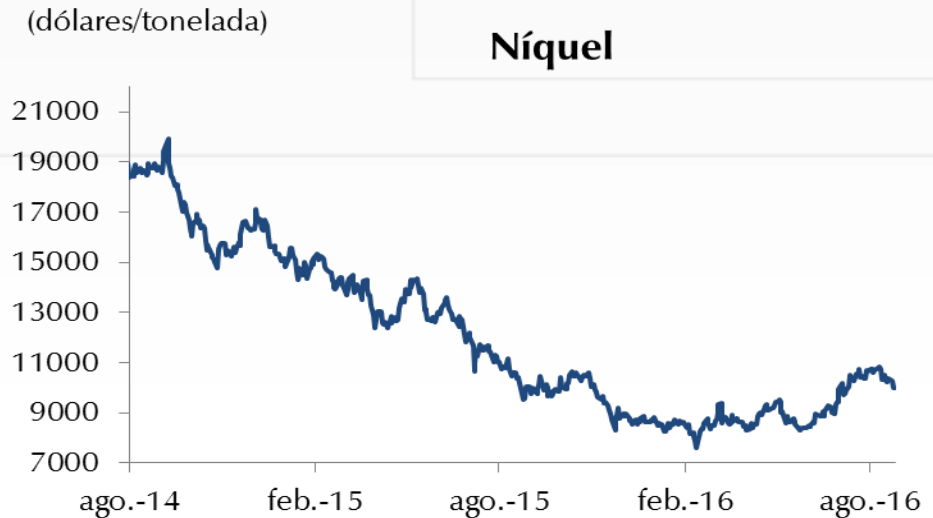
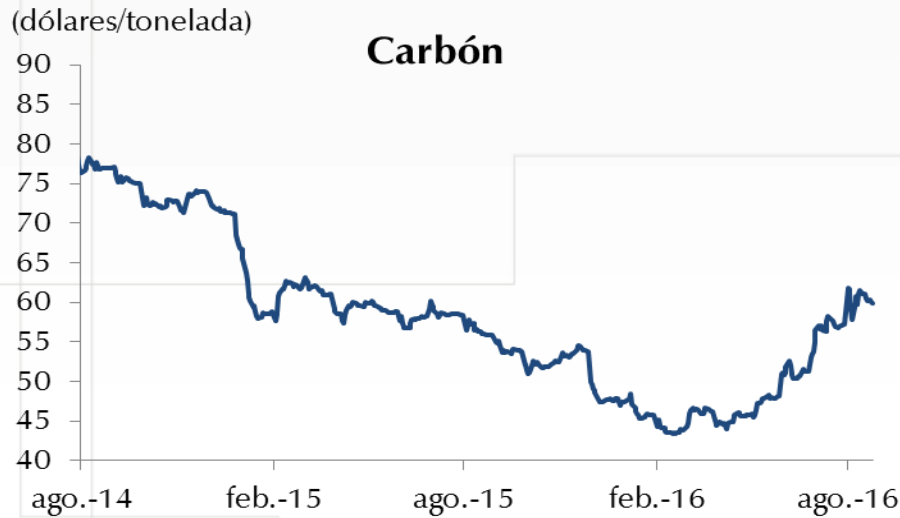
Fuente: Fedesarrollo, DANE, cálculos Banco de la República

Precios del petróleo: a partir de febrero parece estar revirtiéndose su tendencia

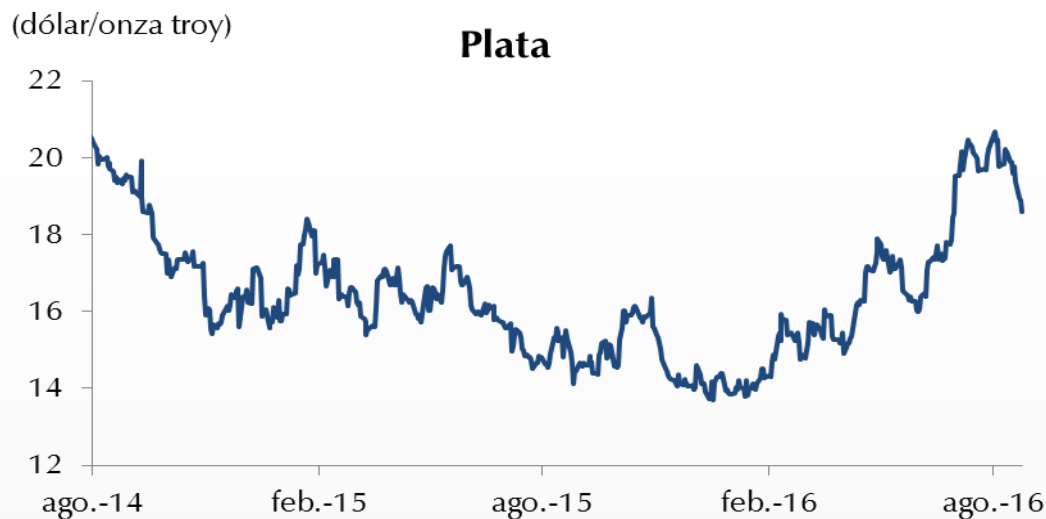
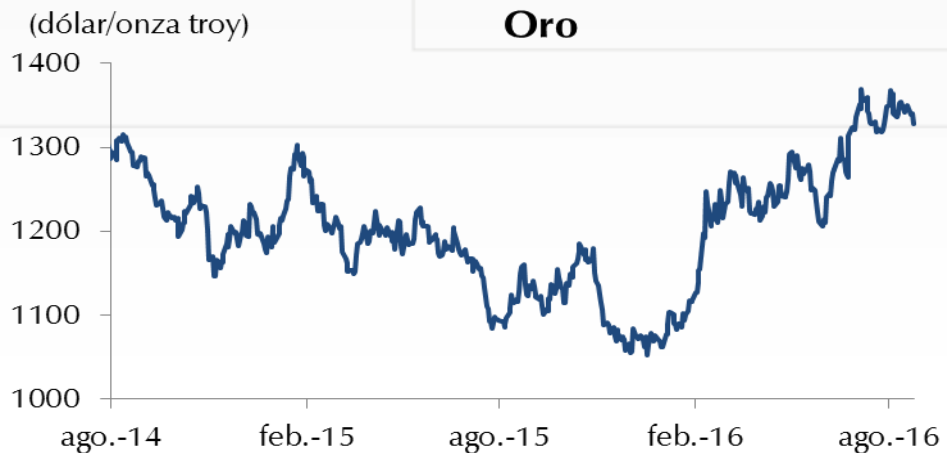
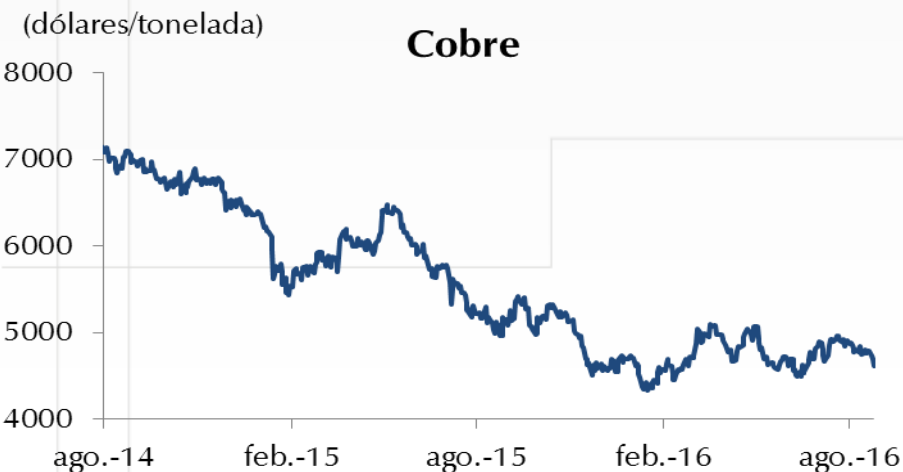
(dólares/barril)



Precios de otros bienes exportados por Colombia: también recuperándose

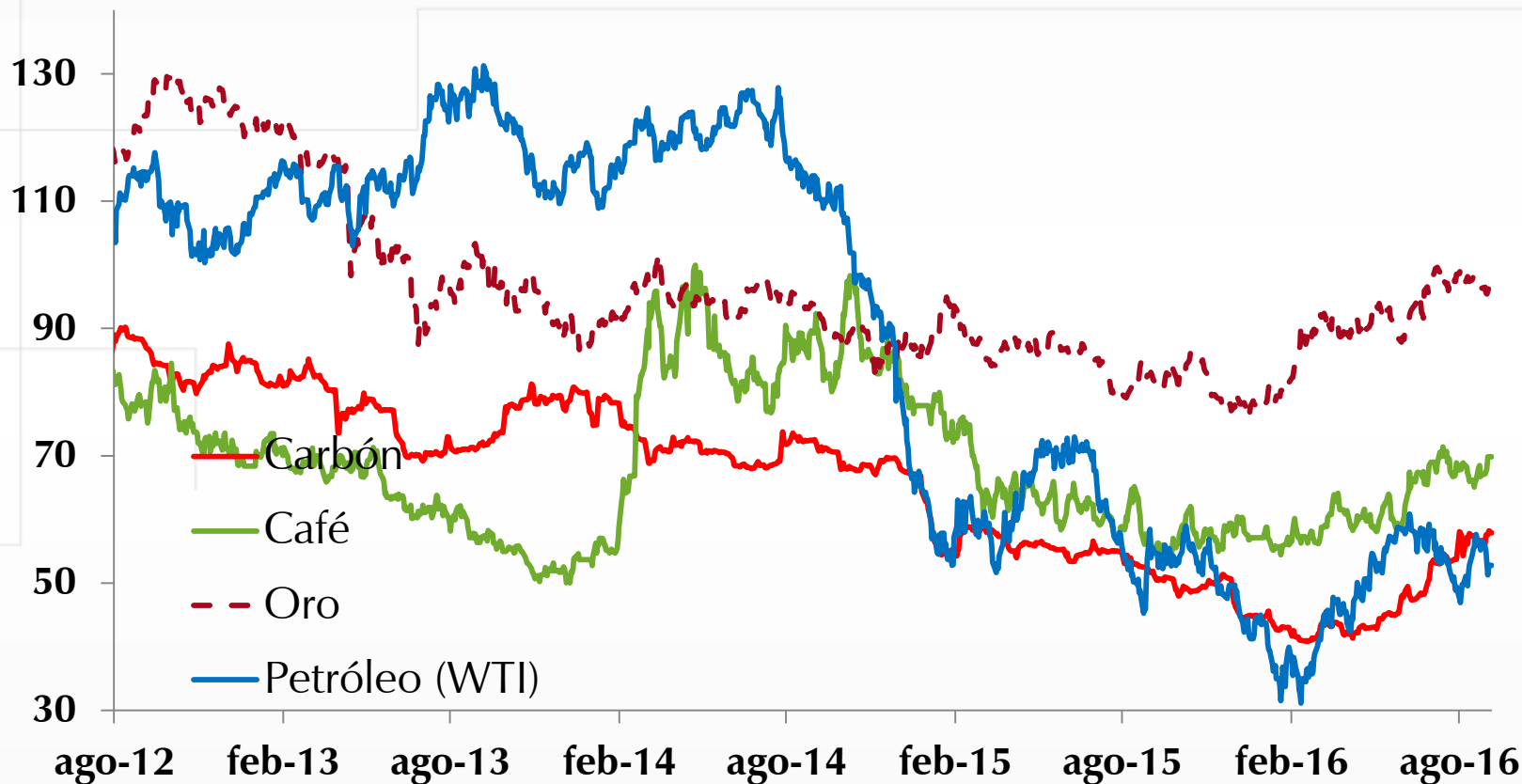


Precios de otros minerales: el gran beneficiario Perú; en cambio Chile atascado con el cobre



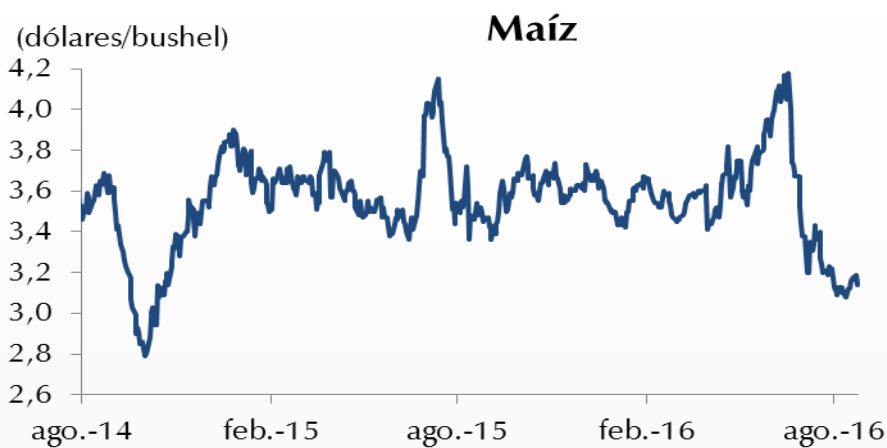
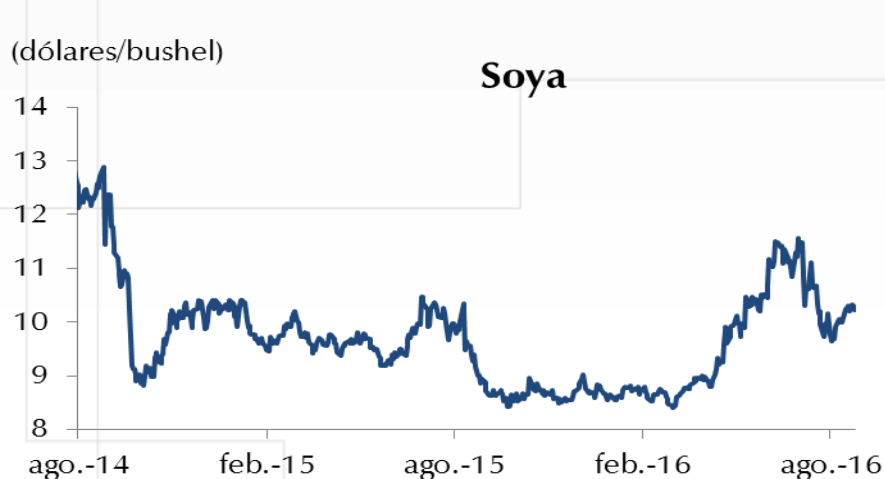
Precios de bienes exportados por Colombia al alza. Seguimos con alta dependencia de la 'buena suerte' de los recursos naturales

(nov 2010=100)

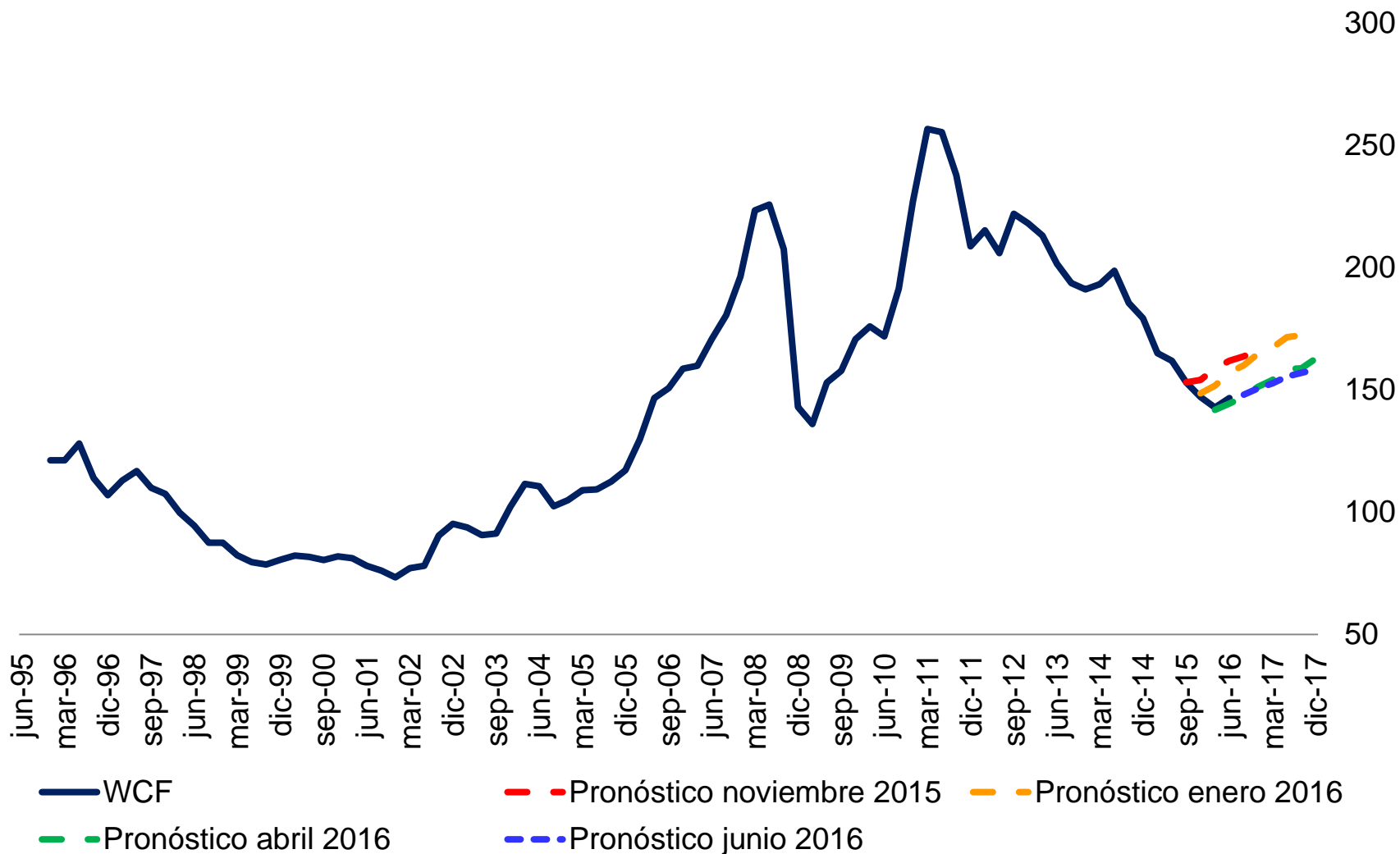


Fuente: Bloomberg

Precios de algunos alimentos importados por Colombia: notable caída del de maíz por cierre de plantas de etanol en EU debido al desplome de los precios del petróleo



Índice de precios internacionales del total de los *commodities*: en recuperación



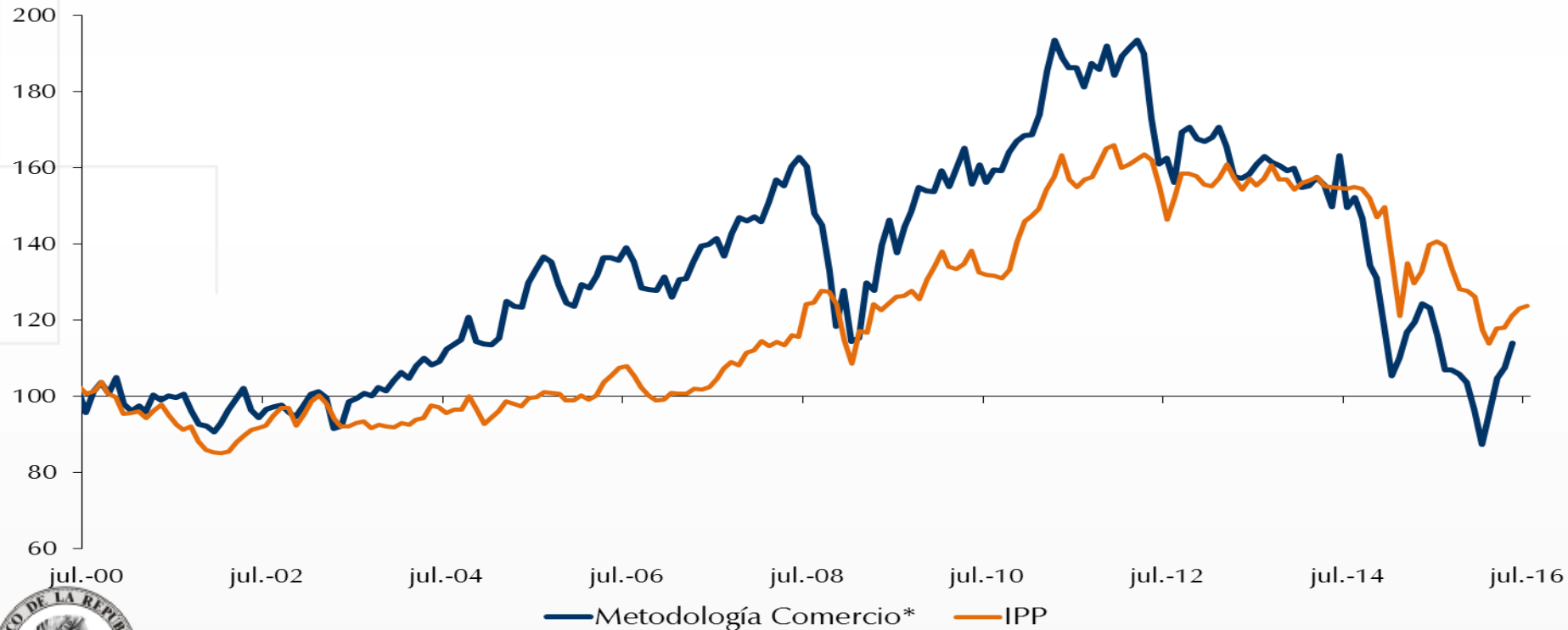
FUENTE: THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT, JUNIO 2016

Resultado: mejoría de nuestros términos de intercambio (desde febrero). De persistir esta tendencia, impacto positivo sobre el ingreso nacional y el empleo.

¿Hasta cuándo?

(Índice 2000=100)

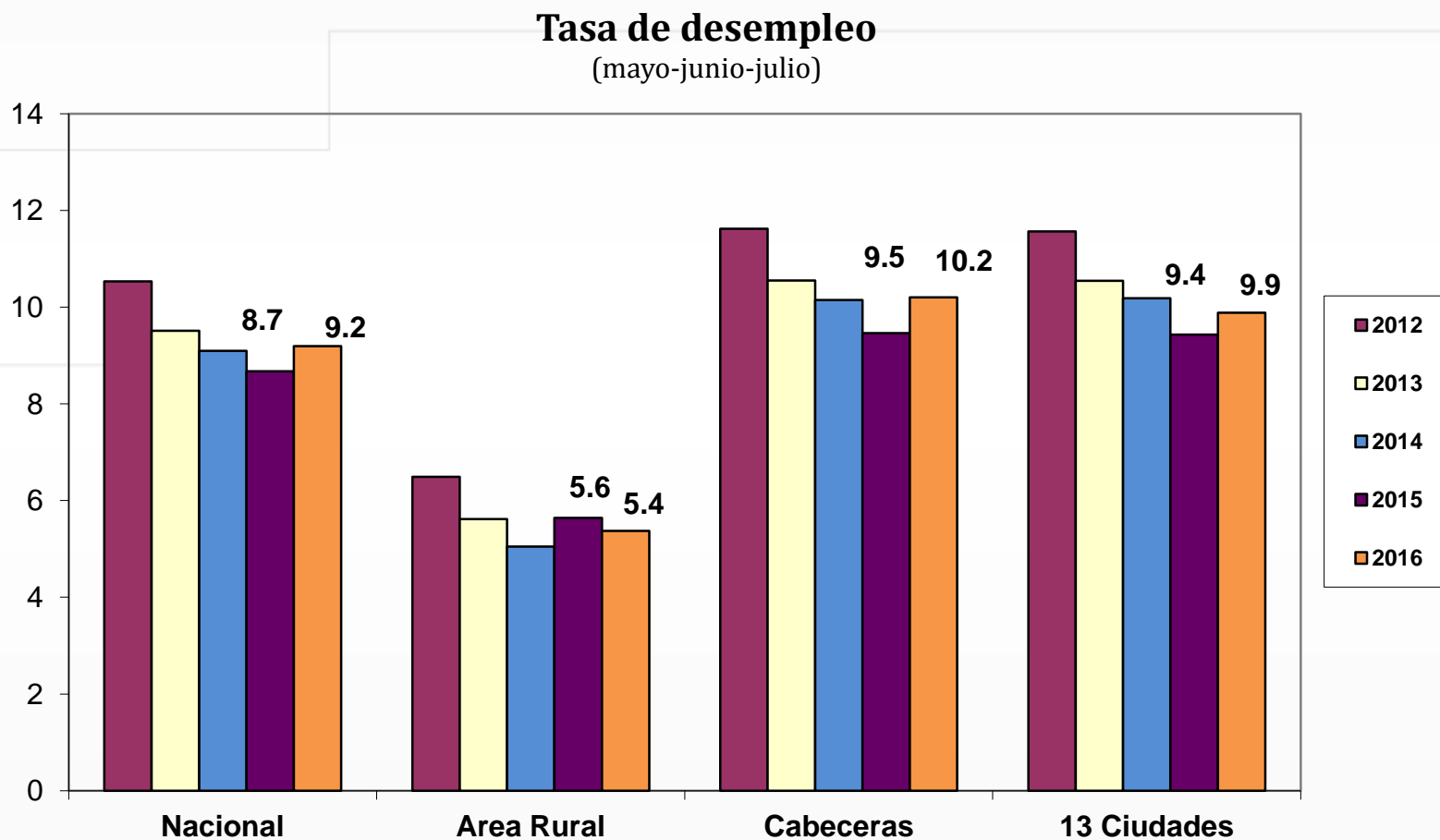
Términos de Intercambio



*Datos a mayo de 2016

Fuente: cálculos Banco de la República

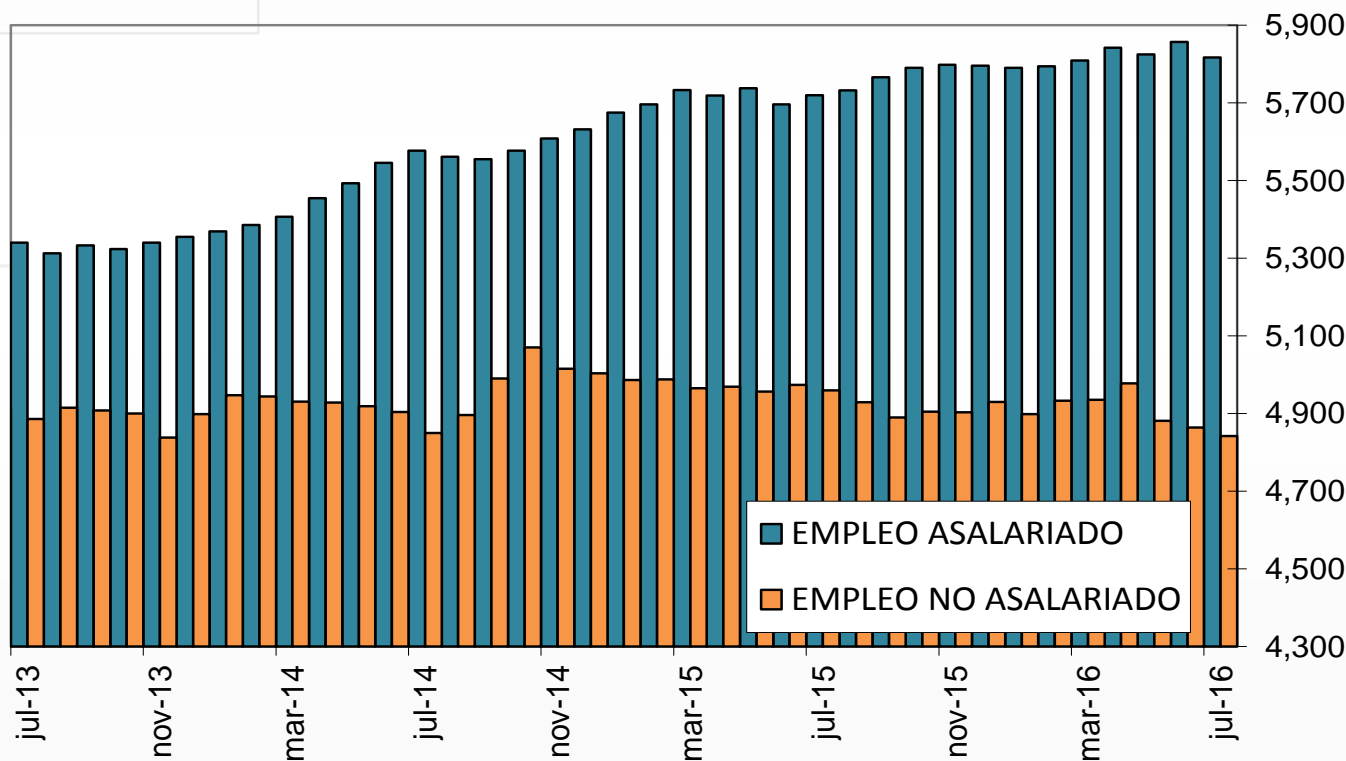
Aumento de la TD en el trimestre móvil mayo-julio. Julio estuvo fuertemente afectado por el paro camionero



Fuente: GEIH - DANE

A pesar del repunte de la TD, la porción del empleo asalariado dentro del total (más cercano al formal), crece

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

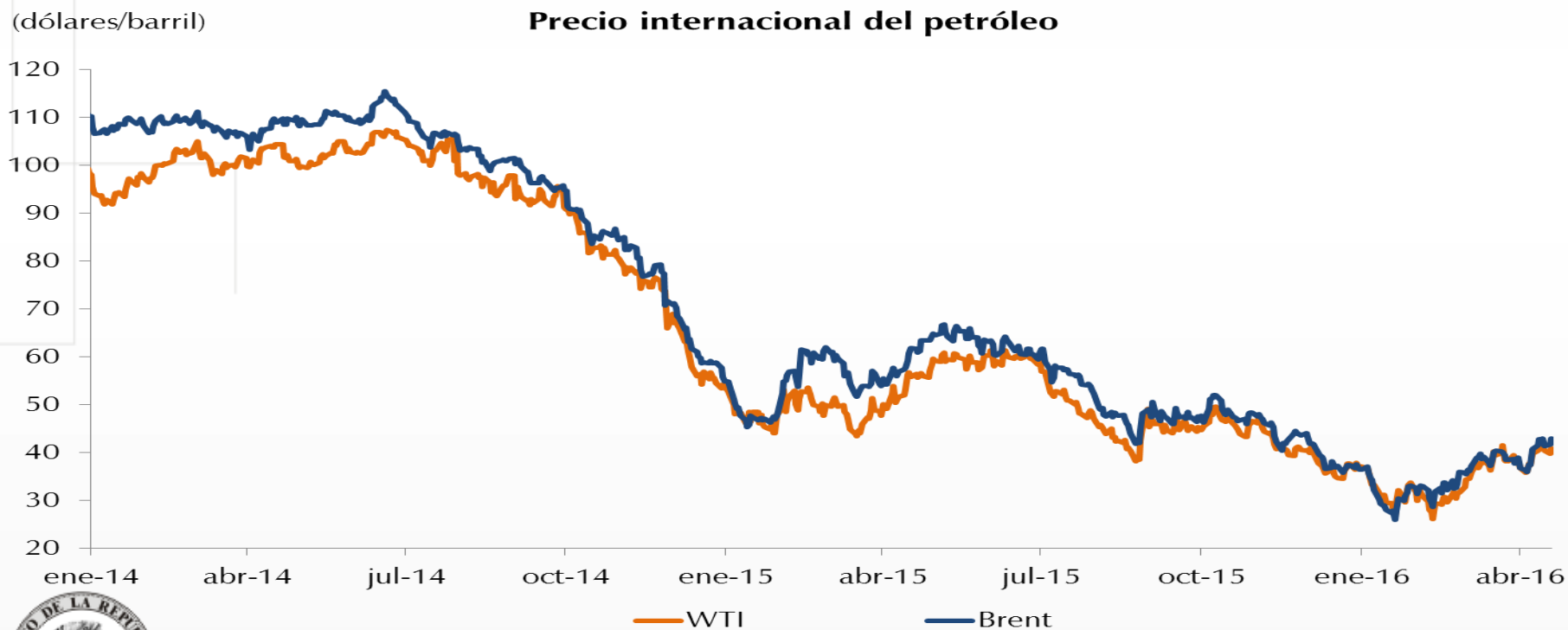


Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.

3. Balance fiscal



Fin de la fiesta: fin de la renta petrolera del Gobierno. En 2013 llegó a 3,3% del PIB (20% del recaudo), hoy en cero. O sea, ‘huevo fiscal’ de 3,3% del PIB (20% del recaudo). Según Fedesarrollo 2016 terminará con déficit fiscal del 4%



Incluso con fuerte reducción del gasto, sin reforma tributaria no sería posible el cumplimiento de la regla fiscal: indeseable e insostenible escenario. Hay que preservar y observar la regla fiscal a toda costa. Y hay que evitar la ‘dominancia’ fiscal de la política monetaria

Balance fiscal del GNC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos totales	16.7	16.1	14.9	14.2	14.0	13.3	13.2
Renta petrolera	2.6	1.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
Tributarios no petroleros	13.1	13.8	13.9	13.6	13.3	12.4	12.3
Otros ingresos*	0.9	1.2	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6
Gastos totales	19.1	19.1	18.9	19.2	18.9	18.6	18.7
Inversión	3.0	2.7	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
Intereses	2.2	2.6	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6
Funcionamiento	13.9	13.8	14.0	14.3	13.8	13.3	13.3
Déficit total	2.4	3.0	4.0	5.0	4.9	5.3	5.5
Deficit estructural Regla Fiscal	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.6	1.4

Nota: Cifras a diciembre de 2015.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. proyecciones Fedesarrollo.

4. Balance externo



En lo corrido del año a julio las exportaciones siguieron cayendo (-25.9%)

Exportaciones totales Enero – Julio 2016

El valor FOB exportado fue de US\$ 16,520 m, monto inferior en 25,9% frente al de un año atrás.



Las que mayormente arrastran la caída son las minero-energéticas, particularmente petróleo (-47.7%%)

Resultados según productos de exportación

US\$ millones	Enero - Julio		Part (%)	Variación	
	2015	2016		Absoluta	%
Principales productos	15,977	11,203	67.8	-4,775	-29.9
1. Petróleo crudo	8,528	4,463	27.0	-4,064	-47.7
2. Carbón	2,821	2,305	14.0	-516	-18.3
3. Fuel-oil y otros derivados	886	1,009	6.1	124	14.0
4. Oro no monetario	620	605	3.7	-15	-2.3
5. Café	1,494	1,236	7.5	-258	-17.3
6. Flores	838	829	5.0	-9	-1.1
7. Ferroníquel	290	176	1.1	-114	-39.4
8. Banano	502	580	3.5	78	15.5
Resto de productos (clas-CIIU)	6,310	5,317	32.2	-992	-15.7
9. Sector Agropecuario	193	219	1.3	26	13.3
10. Sector Industrial	6,025	5,054	31	-970	-16.1
11. Sector Minero	37	31	0.2	-7	-18.1
12. Otros	54	13	0.1	-41	-75.4
Total exportaciones	22,287	16,520	100	-5,767	-25.9

La reducción de las exportaciones (25,9%) se originó principalmente en el menor valor despachado de petróleo y sus derivados (US\$ 3,940 m). En menor medida, se observaron caídas en las ventas de carbón, manufacturas y café.

La caída de las industriales se debe principalmente a Ecuador, Venezuela y Brasil, que en conjunto son la cuarta parte de su mercado. Lo cual explica su pobre comportamiento. La recuperación del sector se debe más que todo a Reficar y a la sustitución de importaciones

Exportación de productos industriales por país de destino:

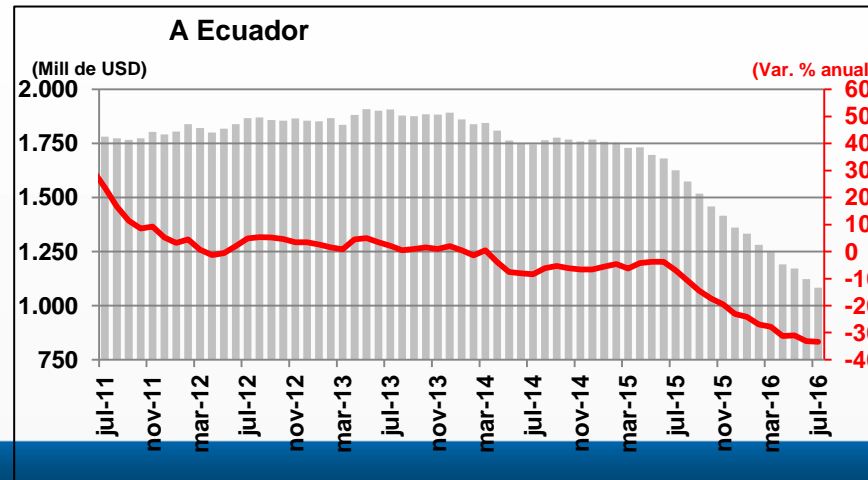
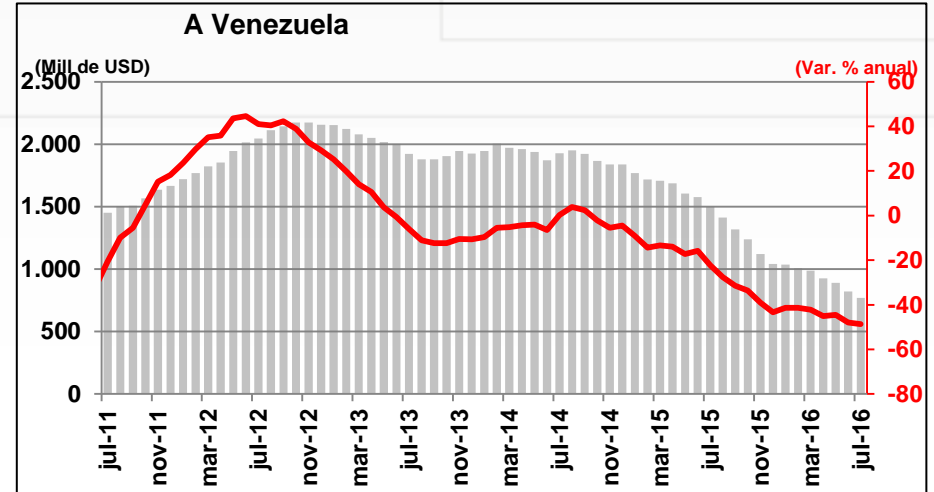
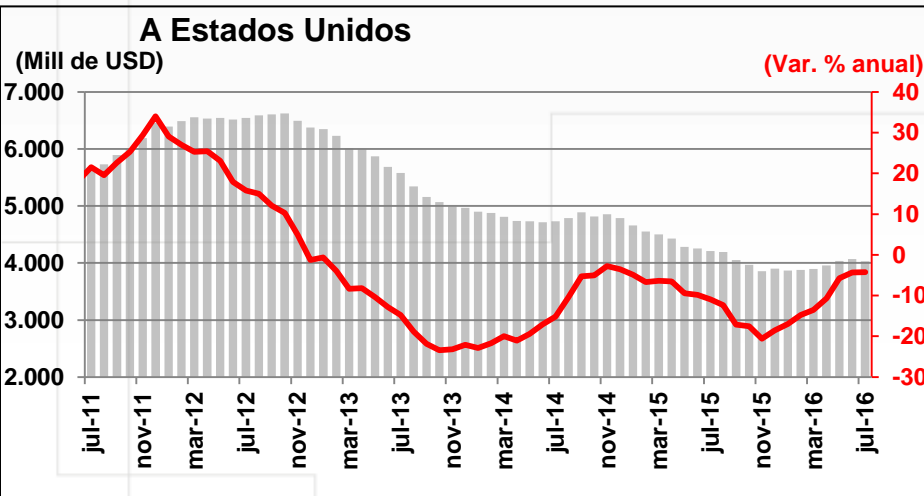
US\$ millones	Enero - Julio		Part (%)	Variación	
	2015	2016		Absoluta	%
Estados Unidos	915	942	18.6	26	2.9
Ecuador	827	552	10.9	-275	-33.3
Perú	567	458	9.1	-110	-19.3
México	440	438	8.7	-3	-0.6
Venezuela	606	420	8.3	-187	-30.8
Brasil	439	269	5.3	-170	-38.7
Panamá	182	199	3.9	17	9.2
Chile	254	198	3.9	-57	-22.3
Holanda	127	149	2.9	22	16.9
Costa Rica	140	124	2.5	-16	-11.6
Republica Dominicana	122	109	2.2	-13	-11.0
Guatemala	96	86	1.7	-10	-10.3
China	130	76	1.5	-54	-41.6
Resto	1,176	1,036	20.5	-141	-12
Total	6,025	5,054	100	-970	-16.1

- **Principales destinos** (participación %): Estados Unidos (18,6), Ecuador (10,9) y Perú (9,1).
- Las mayores caídas de estas exportaciones se concentraron en los mercados de Ecuador (33,3%), Brasil (38,7%), y Venezuela (30,8%), debido principalmente al menor valor despachado de químicos, automotores, papel y cartón.



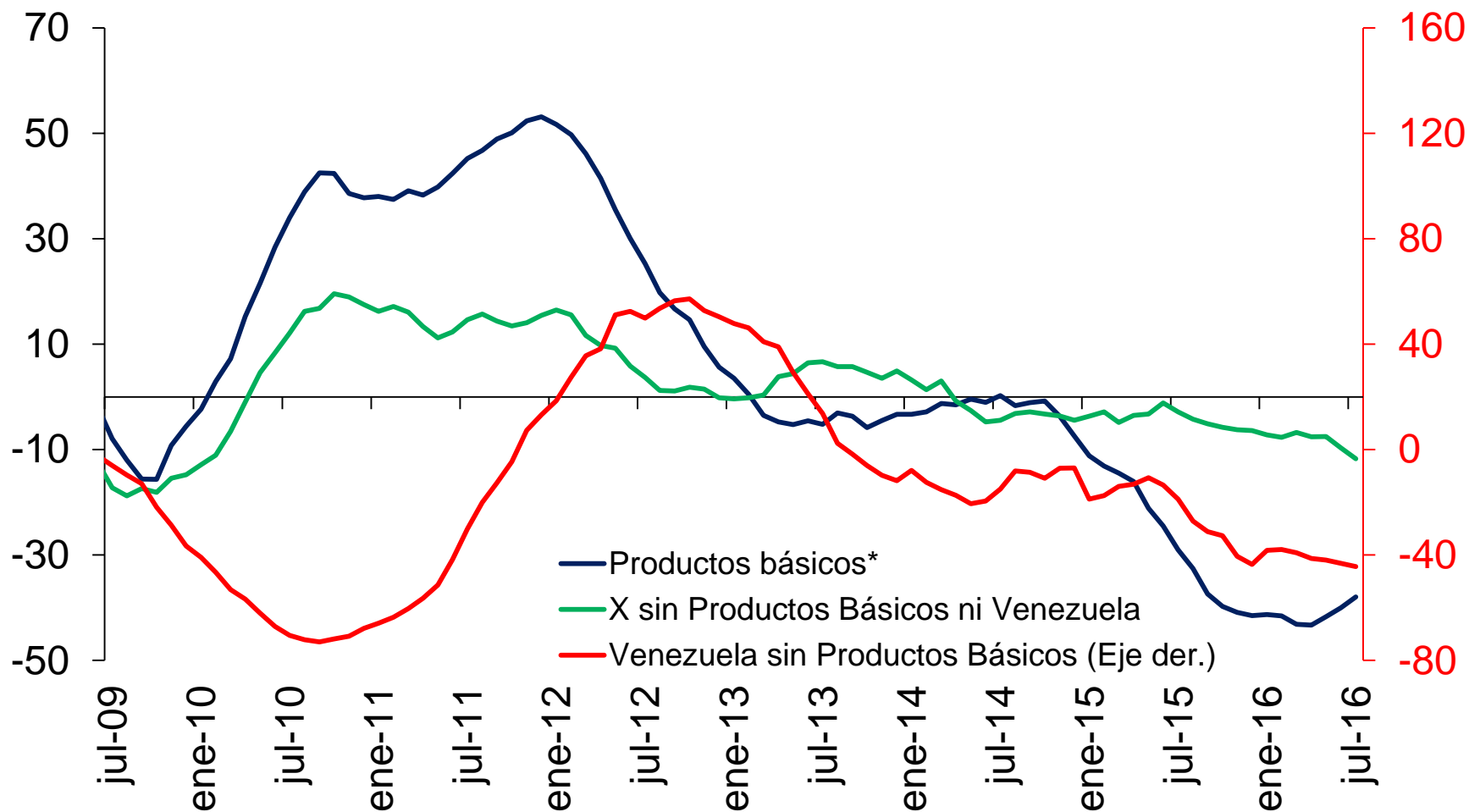
Exportaciones sector industrial a los principales destinos. La dirigidas a EU con leve repunte

(acumulado doce meses)



Crecimiento anual de las exportaciones en dólares: en negativo

(Acumulado 12 Meses - Porcentaje)



* Considera Petróleo y derivados, Carbón, ferróníquel, oro, café, banano y flores

En tanto que las importaciones del primer semestre también cayeron, aunque en menor medida (-20.9%)



Ene-Jun 2016 = US\$ 21.548 mill - var. % anual = -20,9%

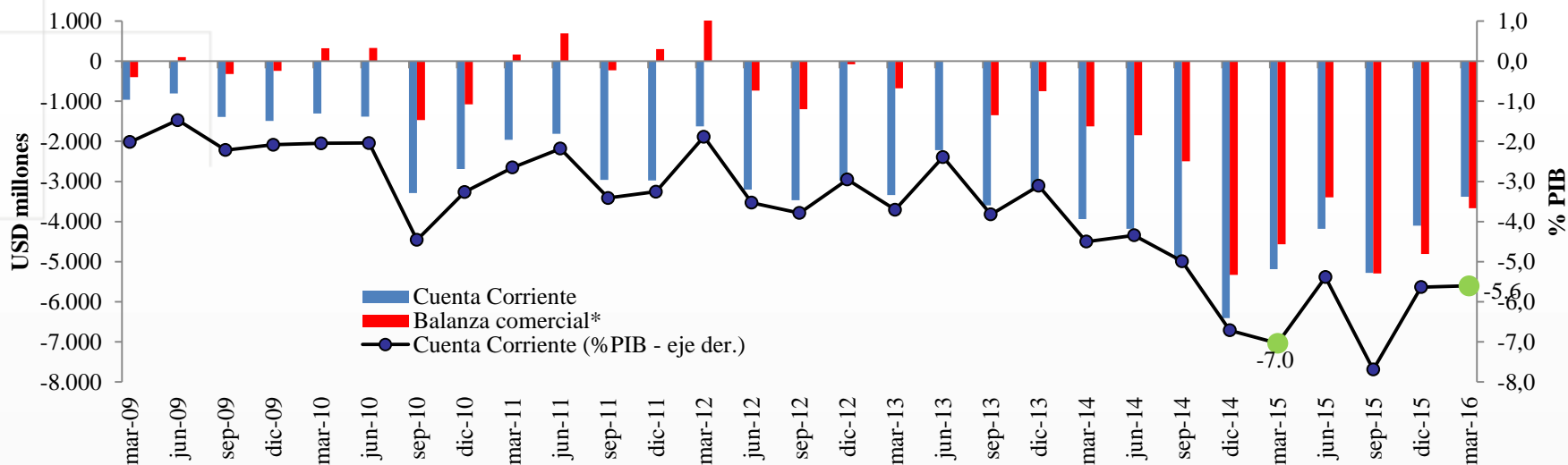
Ene-Jun 2015 = US\$ 27.235 mill - var. % anual = -10,9%



Fuente: DIAN.

Déficit de la cuenta corriente, arrastrado por el comercial: es el resultado del exceso de gasto sobre el ingreso. Como porcentaje del PIB, uno de los más altos del mundo. En 2014 terminó en 5.2% y en 2015 en 6.5%. Este año terminaría en 5.3%, que sigue siendo muy alto y considerable fuente de vulnerabilidad

Cuenta corriente y balanza comercial



* Incluye bienes y servicios no factoriales



Fuente: Banco de la República.

Tras la fuerte devaluación por el desplome de los precios del petróleo, en lo corrido de este año el peso ha vuelto a revaluarse (-7,7%), por encima del promedio de la región, aunque mucho menos que el real de Brasil (-16.3%), en buena parte por la recuperación de los precios del petróleo

15-sep-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	-0,37%	3,37%	0,94%	-7,42%	-4,36%	-0,92%	48,89%	54,14%
Colombia Tasa Ultima a las 13:00:00	-0,69%	3,03%	0,61%	-7,72%	-4,68%	-1,25%	48,41%	53,64%
Brasil	-0,85%	3,17%	3,43%	-16,27%	-8,50%	-14,14%	42,23%	50,27%
México	-0,06%	3,15%	6,19%	11,94%	10,74%	15,42%	46,37%	46,38%
Argentina	0,28%	-0,02%	1,96%	16,51%	1,94%	60,88%	79,29%	159,24%
Peru	-0,25%	0,54%	2,24%	-0,85%	0,17%	5,39%	18,51%	21,88%
Uruguay	-0,52%	-1,00%	1,05%	-3,39%	-10,47%	0,23%	19,62%	33,49%
Chile	-0,52%	1,05%	1,97%	-5,28%	-0,67%	-2,06%	13,51%	34,08%



5. Inflación y política monetaria



IPC A AGOSTO: VIVIENDA (arriendos y servicio doméstico – salario mínimo, servicios públicos, muebles y enseres), ALIMENTOS (importados, agua y clima, energía) Y TRANSPORTE (vehículos, tarifas transporte público, combustibles) PESAN 73,5% DE LA CANASTA FAMILIAR

	Ponderaciones en el IPC	Variación Mensual			Variación Año corrido			Variación 12 meses		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016

Clasificación DANE

Alimentos	28,21	0,35	0,77	-1,54	4,35	5,76	7,88	3,47	6,11	13,06
Vivienda	30,10	0,29	0,38	0,15	2,93	3,23	3,92	3,63	3,99	6,09
Vestuario	5,16	-0,03	0,11	0,22	0,96	1,42	3,15	1,48	1,95	4,75
Salud	2,43	0,14	0,15	0,49	2,90	4,13	7,00	3,68	4,70	8,20
Educación	5,73	0,10	0,19	0,21	3,92	4,68	6,02	4,06	4,88	6,46
Diversión	3,10	-0,03	0,03	-0,09	-1,22	0,90	2,81	0,71	5,01	6,50
Transporte	15,19	0,01	0,61	0,35	2,06	3,24	3,75	2,24	4,43	5,39
Comunicaciones	3,72	-0,02	0,02	-0,06	1,73	4,22	3,23	1,44	4,80	3,71
Varios	6,35	0,09	0,50	0,40	1,69	4,26	5,99	1,46	4,78	8,67
Total	100,00	0,20	0,48	-0,32	2,94	4,02	5,31	3,02	4,74	8,10

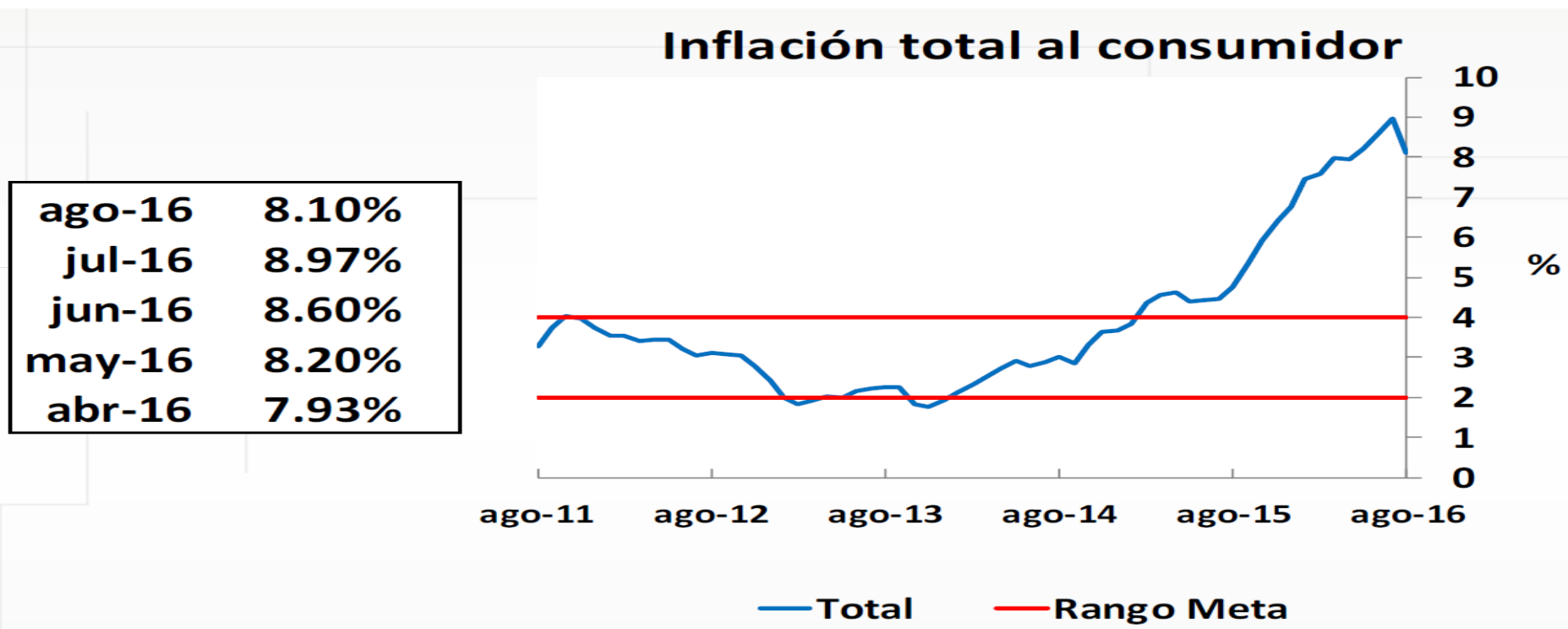
Indicadores de Inflación Básica

IPC sin alimentos	71,79	0,15	0,37	0,21	2,39	3,33	4,24	2,84	4,20	6,10
IPC núcleo 20	76,94 *	0,22	0,30	0,34	2,20	3,06	4,87	2,98	4,28	7,07
IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos	76,60	0,12	0,30	0,34	1,88	3,93	4,95	2,42	4,83	6,97
IPC sin alimentos ni regulados	56,52	0,09	0,34	0,23	1,94	3,65	4,31	2,56	4,53	6,10
Promedio indicadores de inflación básica		0,14	0,33	0,28	2,10	3,49	4,59	2,70	4,46	6,56

Clasificación B R

Transables - IPC	38,16	0,15	0,59	0,13	1,38	4,81	4,91	1,15	5,73	7,81
No transables - IPC	61,84	0,24	0,41	-0,60	3,91	3,53	5,56	4,19	4,14	8,27
Transables - IPC Sin Alimentos	28,92	0,04	0,52	0,26	1,49	3,58	4,30	1,51	4,11	6,33
No transables - IPC sin Alimentos	42,87	0,21	0,28	0,19	2,91	3,18	4,21	3,62	4,26	5,97
Transables - IPC Sin Alimentos ni Regulados	26,00	0,05	0,56	0,25	1,20	4,38	4,81	1,57	5,23	7,53
No transables - IPC Sin Alimentos ni Regulados	30,52	0,11	0,18	0,22	2,48	3,12	3,94	3,29	4,02	5,05
Regulados	15,26	0,36	0,44	0,16	3,97	2,22	4,01	3,83	3,08	6,10

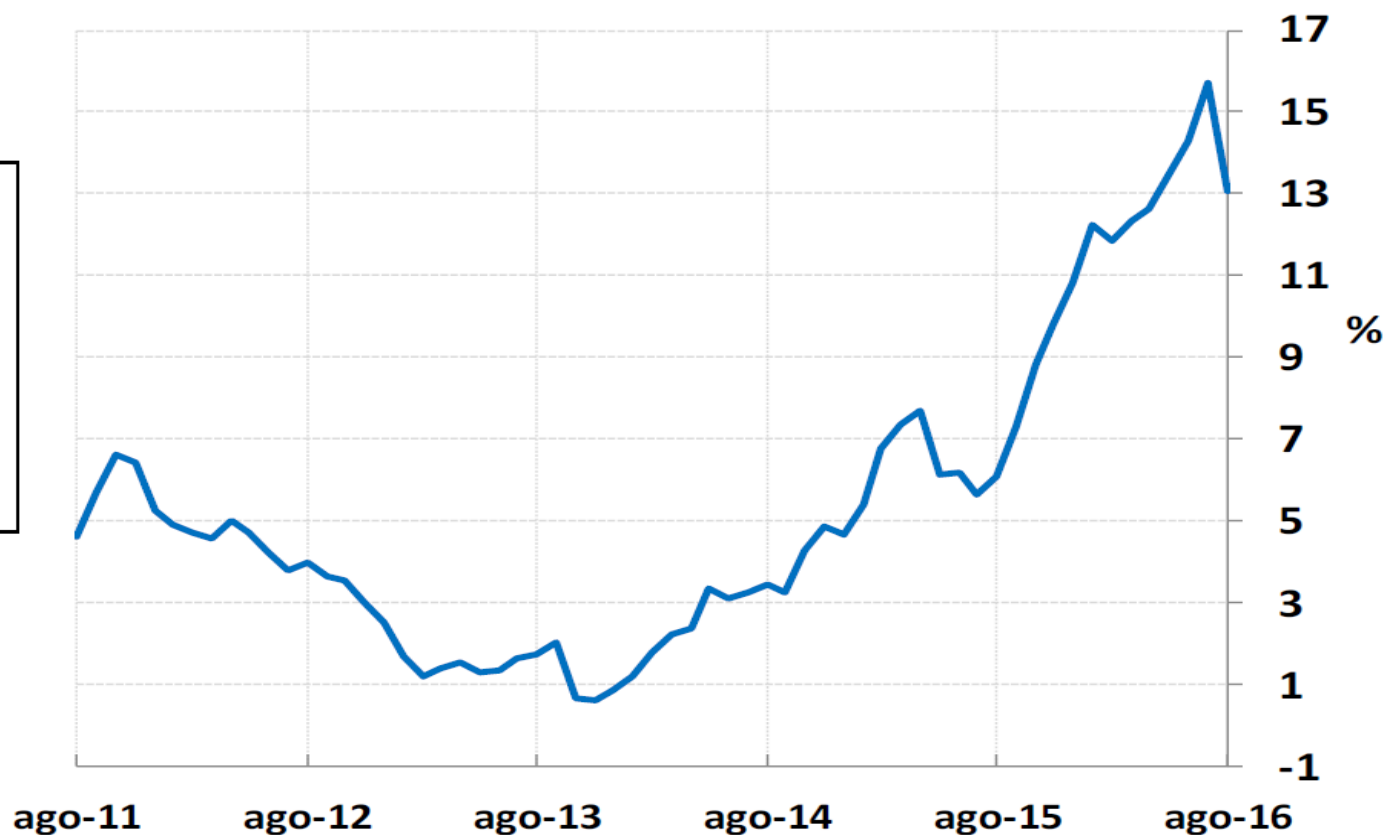
Como se esperaba, la inflación anual al consumidor a agosto mostró su primera reducción en 32 meses, al haberse situado en 8.1%, en contraste con 9% en julio. Sin embargo, después de la de Brasil, sigue siendo la más alta de la región (excluyendo Venezuela). Y ha estado por encima del límite superior del rango meta (3% +/- 1%) durante diez y nueve meses, y lo dobla



La reducción del crecimiento anual de los precios de los alimentos (de 15.7% en julio a 13.1% en agosto) fue factor determinante de la reducción de la inflación, gracias a la finalización del fenómeno de El Niño

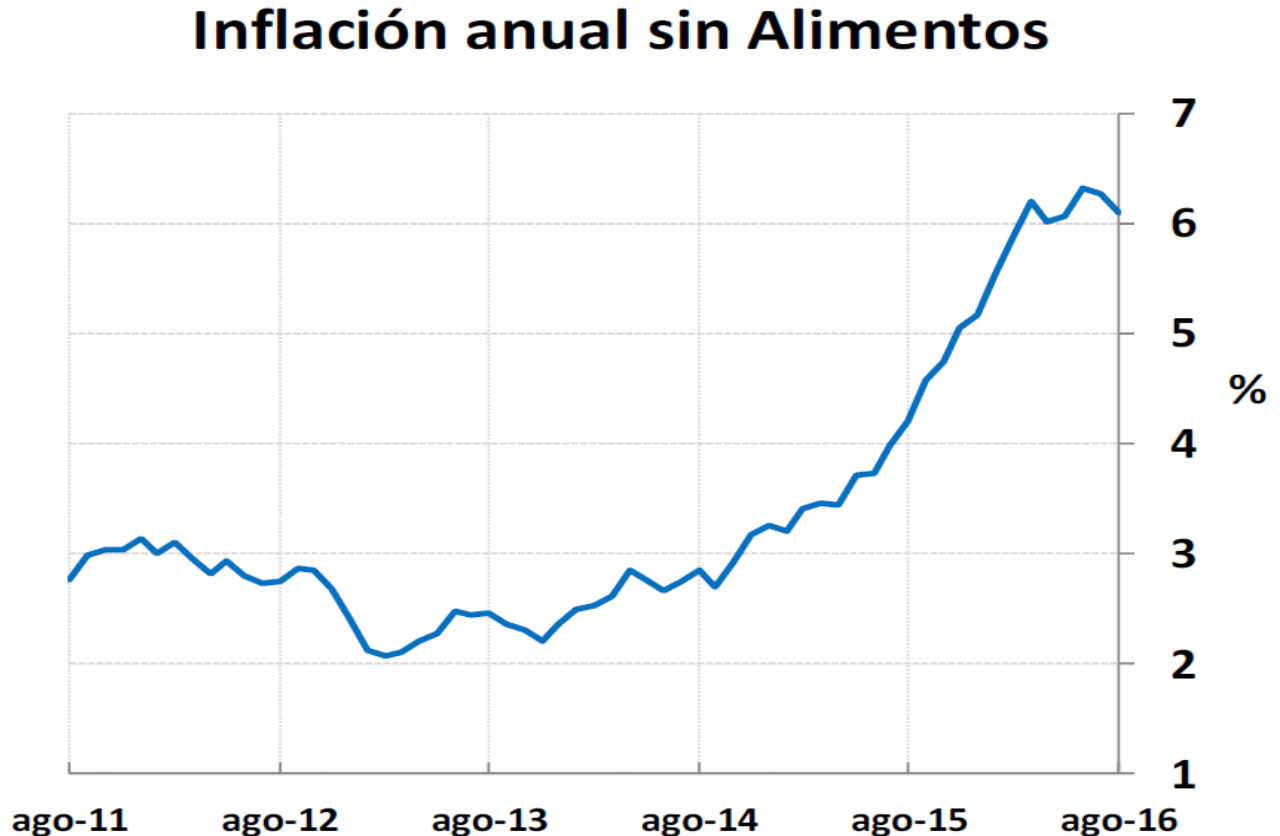
Inflación anual de Alimentos

ago-16	13.06%
jul-16	15.71%
jun-16	14.28%
may-16	13.46%
abr-16	12.63%



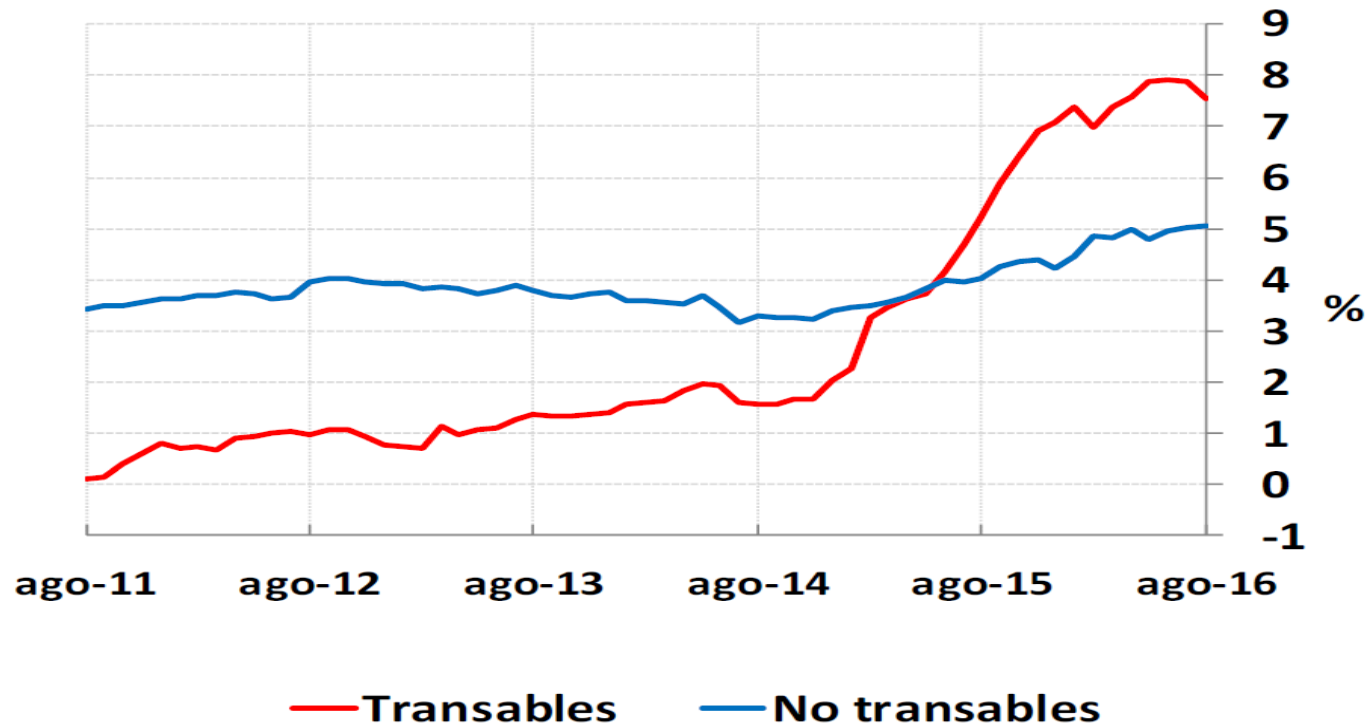
Excluyendo alimentos, la inflación anual también se redujo, aunque muy levemente, al pasar de 6.3% en julio a 6.1% en agosto. Aparte de alimentos, los rubros que continuaron teniendo la más alta inflación fueron salud, diversión y educación

ago-16	6.10%
jul-16	6.26%
jun-16	6.31%
may-16	6.07%
abr-16	6.02%



La inflación de No Transables sin alimentos ni regulados, que mejor refleja la dinámica de la demanda, se mantuvo en 5%. En tanto que la de Transables, más asociada a la tasa de cambio, también se redujo levemente, al pasar de 7.9% a 7.5%

Inflación anual de Transables y No Transables sin alimentos ni regulados



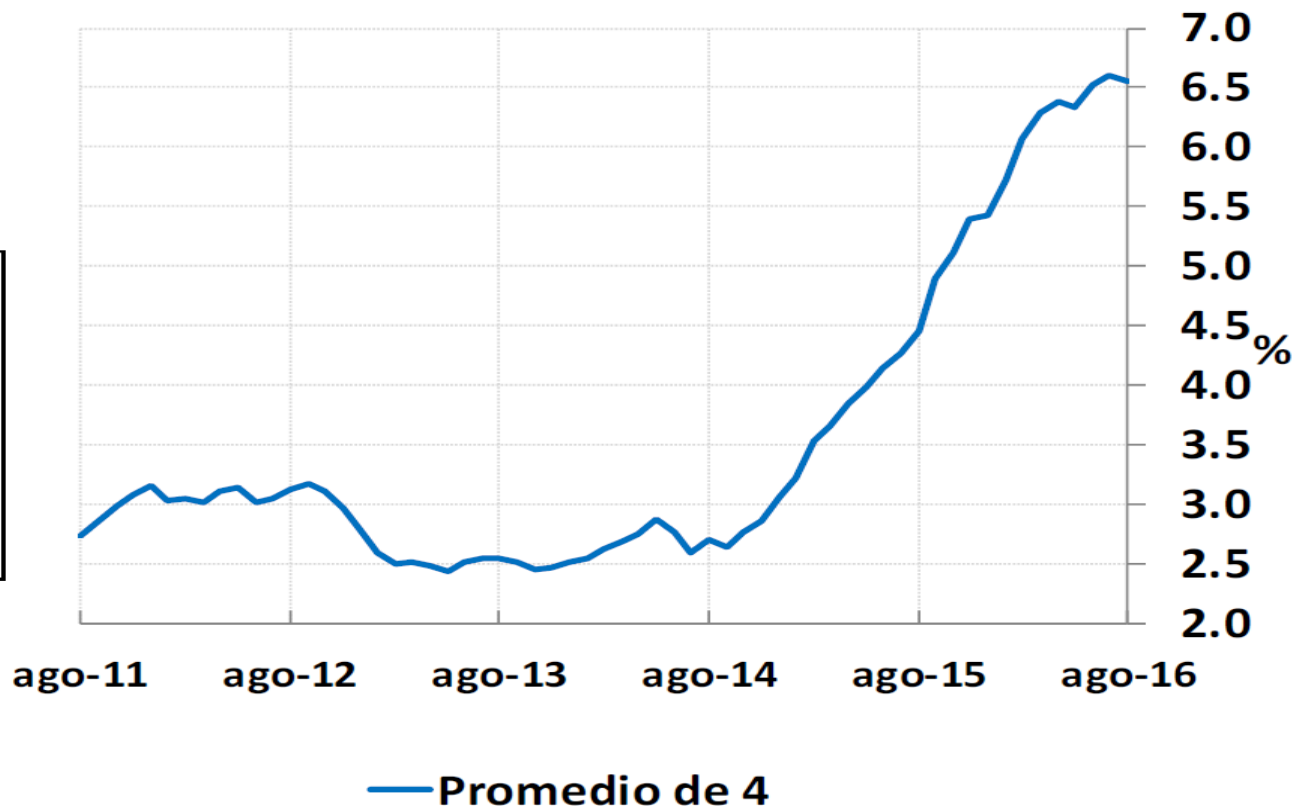
Transables	
ago-16	7.53%
jul-16	7.87%
jun-16	7.90%
may-16	7.88%
abr-16	7.57%

No transables	
ago-16	5.05%
jul-16	5.01%
jun-16	4.97%
may-16	4.78%
abr-16	5.00%

El promedio de las básicas, que suele reflejar mejor la dinámica de la demanda y excluye choques de oferta, dejó de subir y se mantuvo en 6.6%. Se trata del indicador más relevante, junto al de los de expectativas, para fijar la postura de política monetaria

Indicadores de inflación básica

ago-16	6.56%
jul-16	6.61%
jun-16	6.52%
may-16	6.33%
abr-16	6.38%



Con relación a 2014 y 2015, a agosto todos los indicadores relevantes de la inflación continuaron siendo superiores. Lo más inquietante, la persistencia de la inflación de bienes y servicios no transables (8.3%)

(Cifras en % anual al cierre de agosto de cada año)

Tipo de inflación	2014	2015	2016
IPC	2.9	4.5	8.1
Sin alimentos	2.7	4.0	6.1
Sin alimentos ni regulados	2.5	4.3	6.1
No transables	4.1	4.0	8.3
No transables sin alimentos ni regulados	3.2	3.9	5.0
Promedio de las básicas	2.6	4.3	6.6

Entre las principales economías de la región, en crecimiento Perú y Colombia llevan la delantera. Pero en inflación, excluyendo a Venezuela, Brasil y Colombia siguen exhibiendo las más altas. Y entre las que aplican el esquema de Inflación Objetivo, son las que acusan la mayor desviación con relación a su meta.

(En % anual)

País	Crecimiento PIB 2015	Crecimiento PIB 2016 (p)	Crecimiento PIB 2017 (p)	Inflación observada	Expec 2016 Bloomberg sep. 2
Brasil	- 3.8	- 3.2	0.7	8.7	8.6
Colombia	3.1	2.3	3.0	8.1	7.4
Chile	2.1	1.6	2.5	4.0	4.0
Ecuador	- 0.5	- 3.2	- 2.0	1.6	2.9
México	2.5	2.2	2.8	2.6	2.8
Perú	3.3	3.8	4.0	2.9	3.6
Venezuela	- 10.0	- 7.0	- 4.0	181 (Gob)	720 (FMI)

“Not only do expectations about policy matter, but, at least under current conditions, very little else matters.”

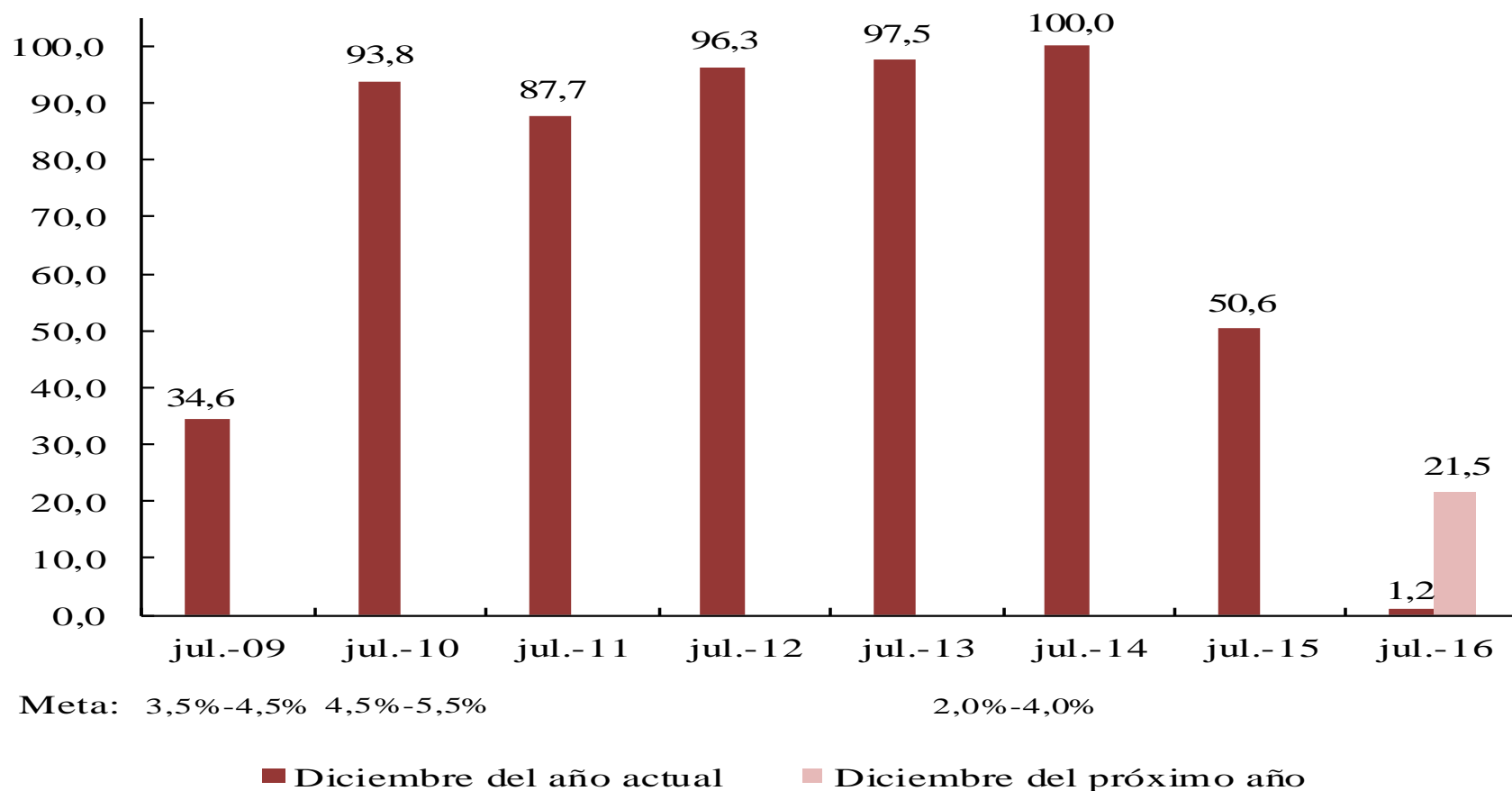
(Michael Woodford)



Porcentaje de credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación (2009-2016): 1.2% en diciembre de 2016, y 21.5% en diciembre de 2017

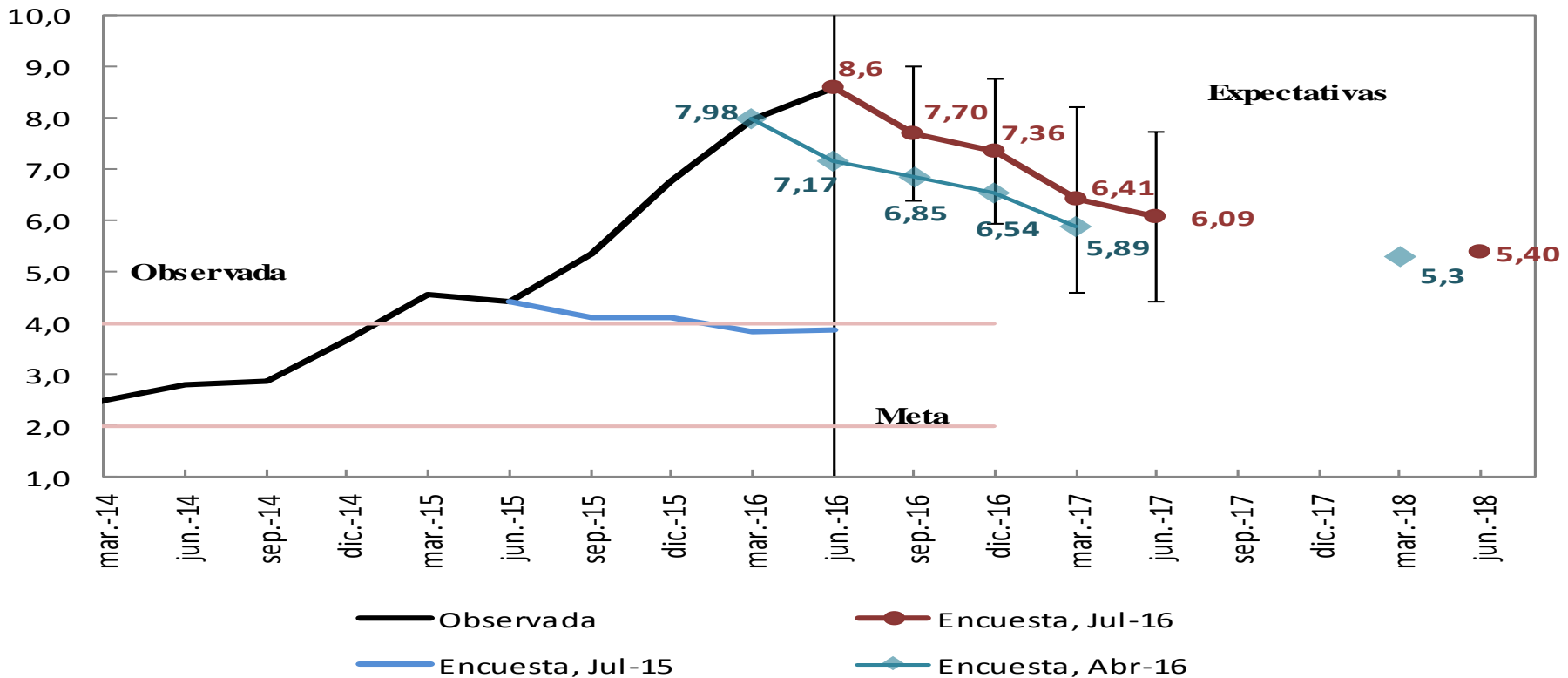
Gráfico 1

PORCENTAJE DE CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN de los años 2009 a 2016 (encuesta aplicada en julio de cada año)



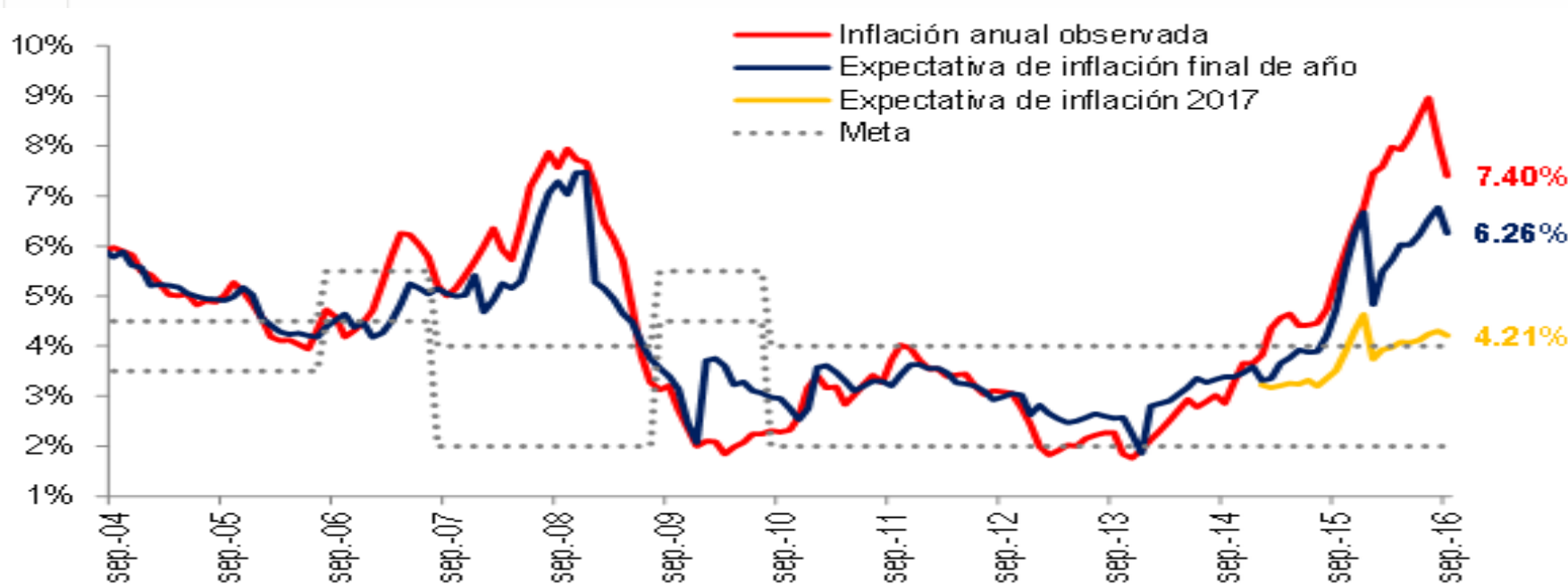
Inflación observada y evolución de las expectativas de inflación según las encuestas del Banco: como era previsible, han comenzado a bajar, pero sin alcanzar la meta a finales de 2017

Gráfico 2
INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(A TRES, SEIS, NUEVE, DOCE Y VEINTICUATRO MESES)
 (inflación anual)



*Al rededor de cada expectativa, se presenta su respectiva desviación estándar.

Tras el último dato de inflación (8.1% a agosto), las expectativas de los analistas también han comenzado a bajar. La inflación a septiembre sería 7.4%, y a diciembre de este año 6.3%. No obstante, la expectativa para 2017 permanece por encima del límite superior del rango meta (4.2%)



En conclusión

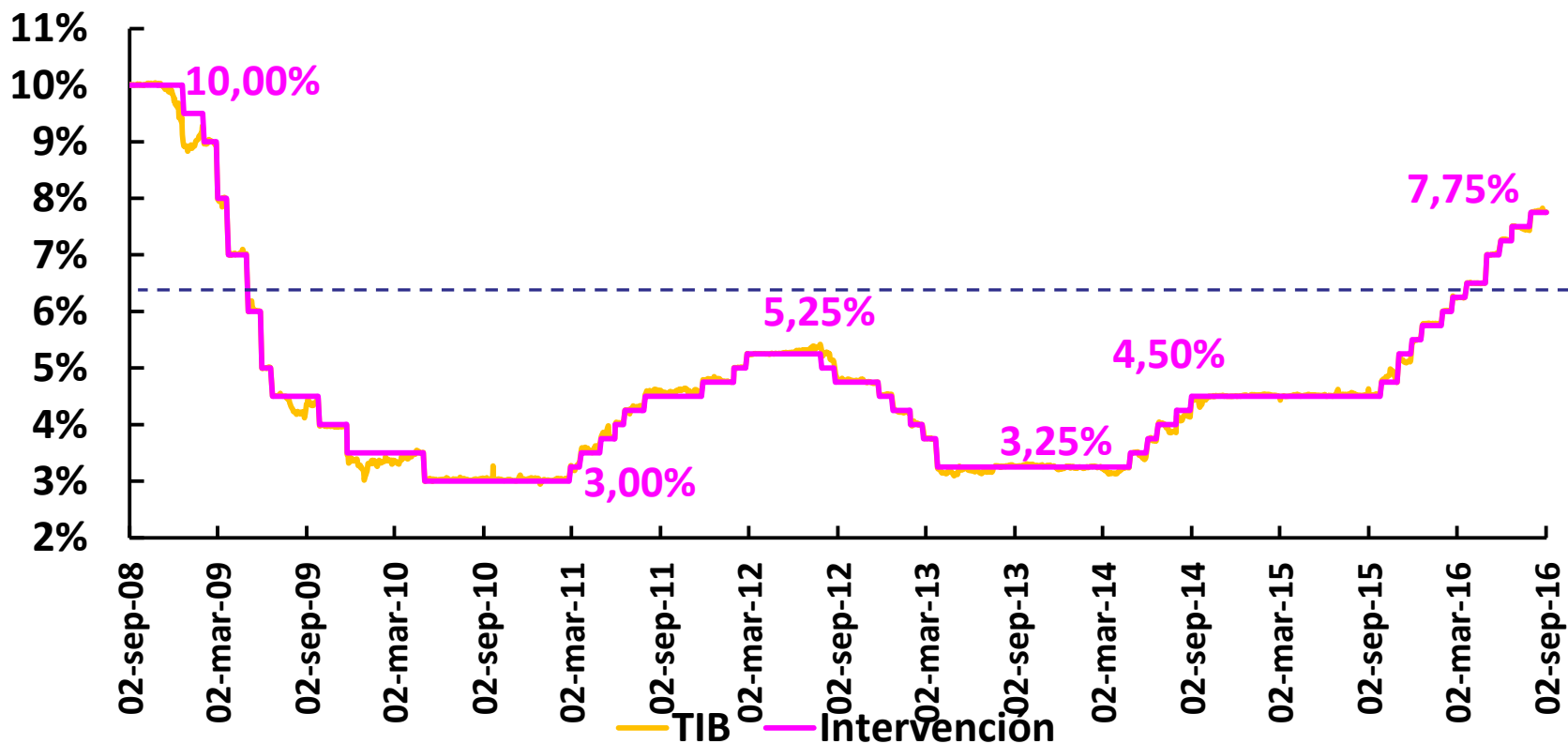
- Aunque la previsible caída de los precios de los alimentos en los siguientes meses continuará ayudando a atenuar la inflación, la probabilidad de que 2017 se convierta en el tercer año consecutivo de incumplimiento de la meta aún es alta, evento que colocaría en serio riesgo la credibilidad en la autoridad monetaria.
- ¿Cómo romper la persistencia del desanclaje de las expectativas de inflación con respecto de la meta?
- Sin duda, tal es el principal reto de la política monetaria en la hora presente, junto con el cumplimiento del compromiso asumido por la Junta en noviembre de 2015 de garantizar que en 2017 la inflación retorne a la meta.

La respuesta de política

- La Junta elevó la tasa de interés de intervención en 325 puntos básicos entre septiembre de 2015 y julio de 2016, de 4.5% a 7.75%.
- En la reunión de agosto decidió mantener la tasa de interés inalterada.
- Por lo pronto, no hay razón alguna para pensar en reducirla, al menos hasta que se pueda garantizar que la inflación regresará al rango meta a más tardar en diciembre de 2017.



Evolución de la tasa de interés del Banco. La tres claves de una política monetaria exitosa: anticipación, contra-ciclicidad y comunicación



GRACIAS

