



Desafíos de la política monetaria

Davivienda.

Cali, 3 de Agosto de 2011

Agenda

- 1. El esquema de política monetaria.**
2. La coyuntura macroeconómica
3. Proyecciones y riesgos.
4. La tasa de cambio

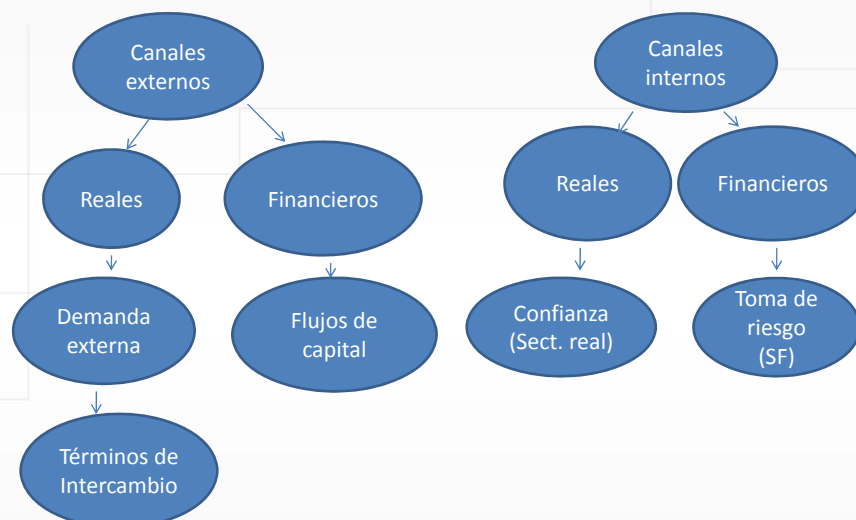


Objetivos de Política Monetaria

- Estabilizar la inflación (y sus expectativas) dentro del rango objetivo.
- Estabilizar el producto cerca de su nivel de pleno empleo.
- Previniendo y evitando la generación de desequilibrios en el mercados y acervos financieros.



Choques Macroeconómicos



Los Instrumentos del BR.

1. Las Tasas de Interés de referencia.
 - Se modifican de acuerdo a los GAPs entre la Inflación proyectada y la meta de Inflación.
 - Es un elemento crucial para evitar desequilibrios Financieros.
2. Otros instrumentos complementarios.
 - Encajes domésticos, endeudamiento externo y regulación financiera. Afectar el balance del SF y reforzar el efecto de la tasa de interés.



Agenda

1. El esquema de política monetaria.
2. La Coyuntura Macroeconómica.
 - **El punto de partida**
 - El entorno Internacional
 - Los acervos y los flujos
 - La reacción de política
3. Las proyecciones y los riesgos
4. Tasa de Cambio
5. Y el Valle, que?

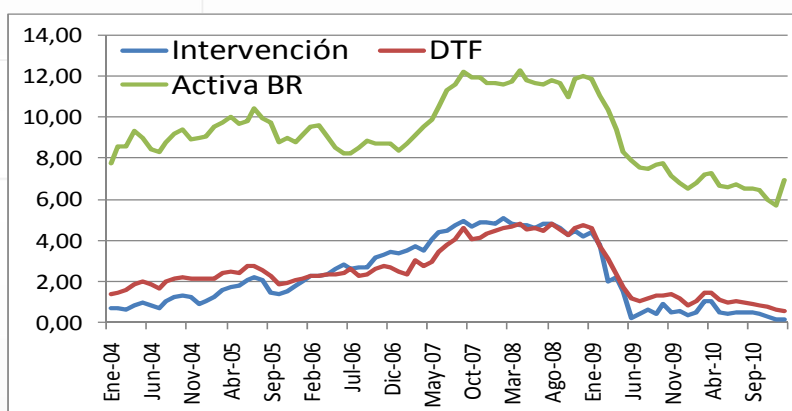


El punto de partida

- Durante los años 2009 y 2010 las tasas de interés de intervención del BR se habían reducido fuertemente en el marco de una política anti cíclica que buscaba atenuar los efectos de la crisis internacional sobre la economía colombiana.
- A pesar de ser de las pocas economías que tuvo crecimientos per cápita en 2009, a finales de 2010 la producción estaba por debajo de su capacidad instalada.
- La inflación, la inflación básica y las expectativas de inflación a un año se encontraban cerca del punto medio del rango meta.



Al principio de este año las tasas de interés reales estaban en los niveles mas bajos de los últimos años...



Fuente: Superfinanciera y Dane. Cálculos: Banco de la República.

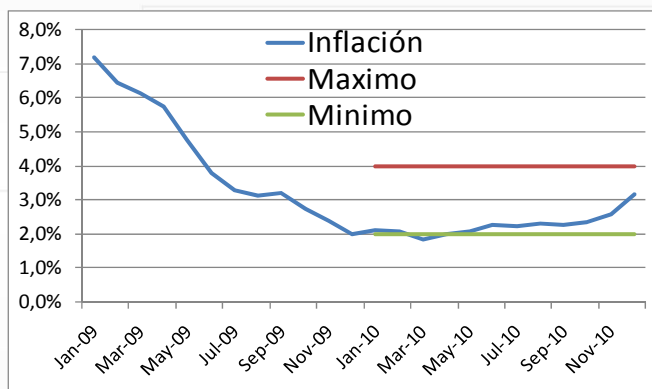


..el producto estaba por debajo de su nivel de pleno empleo....



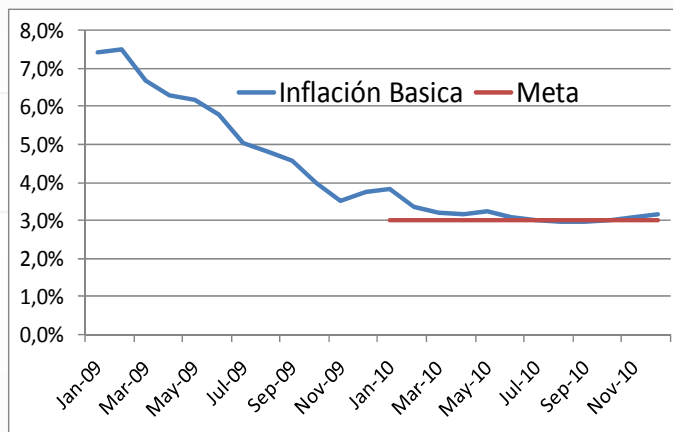
Fuente: Banco de la república

...después de una reducción sistemática durante 2009, en el 2010 la inflación paso del piso al punto medio del rango meta....



Fuente: DANE, Banco de la República

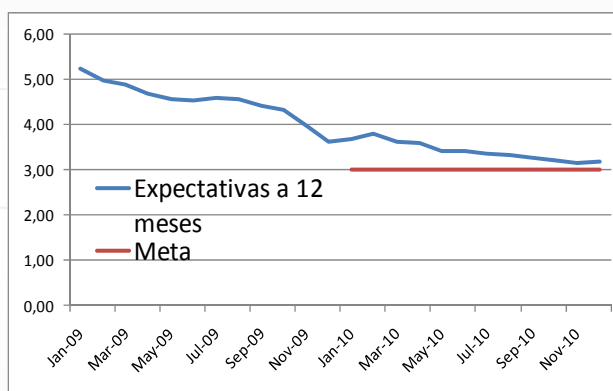
..mientras que la inflación básica se mantenía cercana a la meta...



Fuente: Banco de la república



...y las expectativas iban convergiendo a su meta de largo plazo.....



Fuente: Banco de la república



Agenda

1. El esquema de política monetaria.
2. La Coyuntura Macroeconómica.
 - El punto de partida
 - **El entorno Internacional**
 - Los acervos y los flujos
 - La reacción de política
3. Las proyecciones y los riesgos
4. Tasa de Cambio

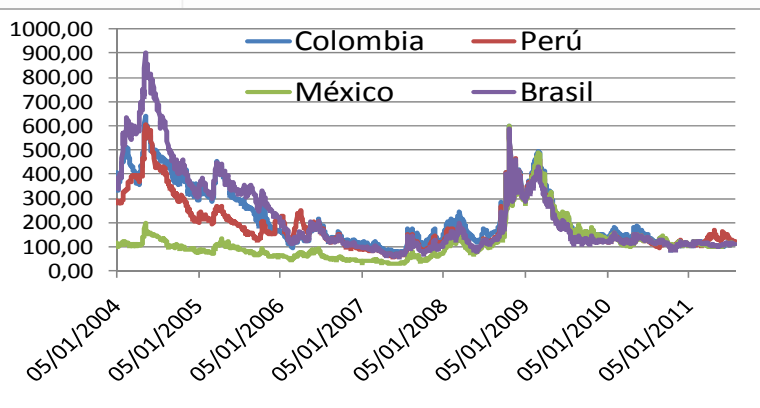


El entorno Internacional

1. En los últimos trimestres el entorno internacional ha sido ampliamente favorable para la economía colombiana.
2. Tanto el comportamiento de los mercados financieros internacionales como la recuperación de la economía mundial y de los precios de materias primas han representado una importante fuerza expansiva para la economía.

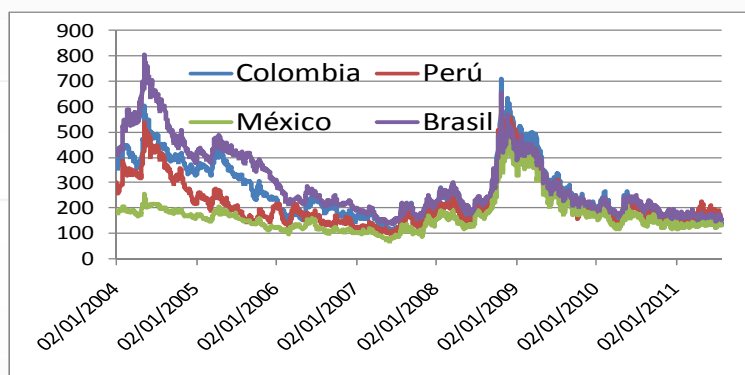


La percepción del riesgo de América Latina (medida por los CDs) se encuentra en sus niveles mínimos...



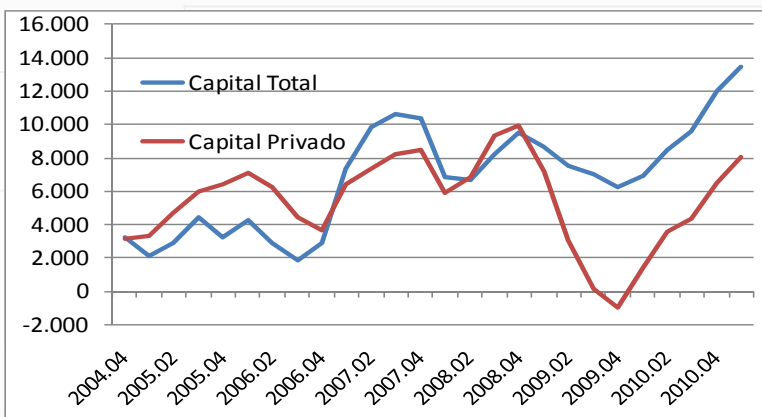
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

..la historia se corrobora cuando se observas los EMBIs de los distintos países de América Latina



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

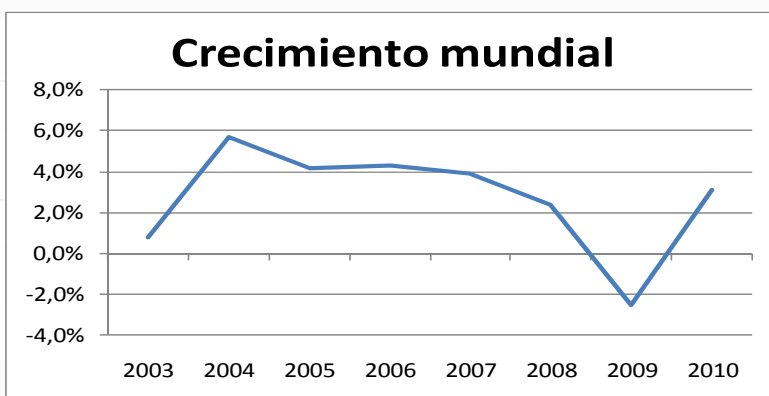
...después del “frenazo” de 2009, los capitales han regresado (sobre todo para el sector privado)...



Fuente: Banco de la República. Cálculos Propios



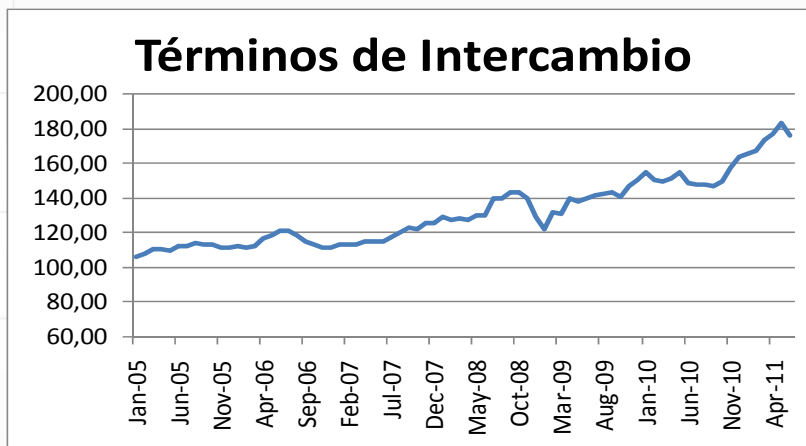
.. los factores “reales” también han sido favorables, se recupero el crecimiento mundial...



Fuente: Banco de la república



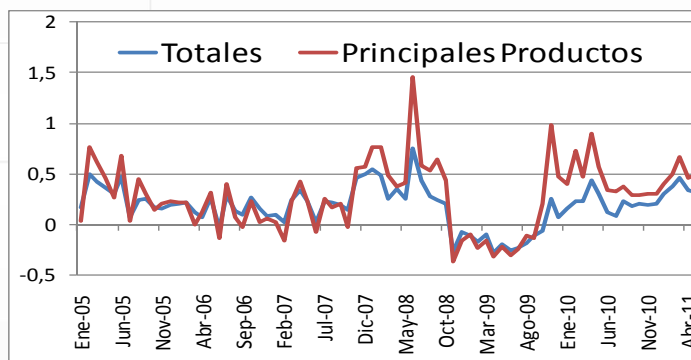
... y los términos de intercambio señalan máximos históricos...



Fuente: Banco de la república



...consistentemente, las exportaciones vienen creciendo a tasas elevadas, impulsadas por los productos básicos.



Fuente: DANE, Cálculos: Banco de la República.



Agenda

1. El esquema de política monetaria.
2. La Coyuntura Macroeconómica.
 - El punto de partida
 - El entorno Internacional
 - **Los acervos y los flujos**
 - La reacción de política
3. Las proyecciones y los riesgos
4. Tasa de Cambio

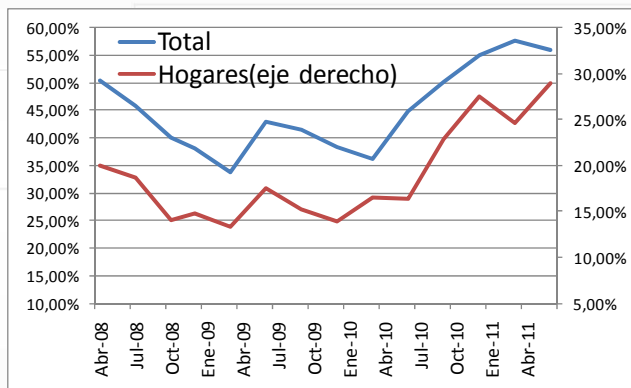


Los acervos y los flujos

1. Los balances del sistema financiero y del sector real han crecido en el último tiempo.
2. Los precios de los activos se acercan a máximos históricos.
3. La demanda se ha reactivado.
4. Se ha acelerado el crecimiento del PIB y cerrado la brecha del producto.



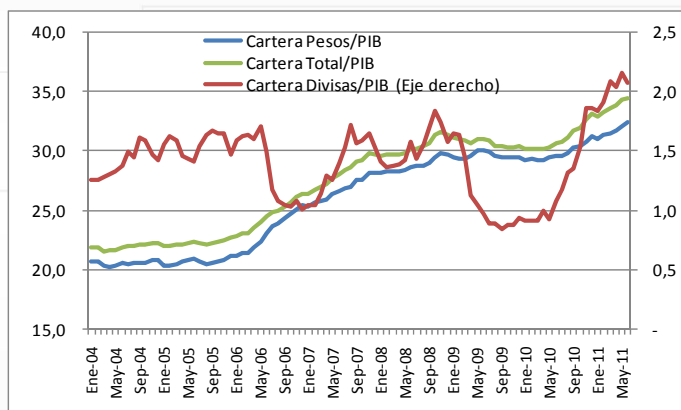
Los Bancos han incrementado sus deseos de realizar prestamos, especialmente a los hogares...



Fuente: Banco de la república



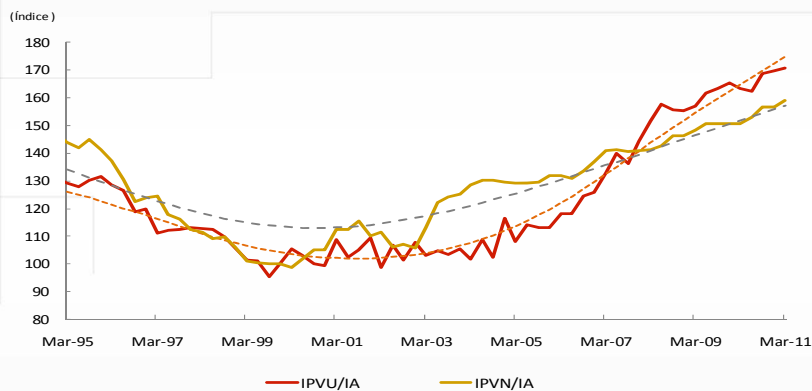
..lo que complementado con la demanda de crédito se ha reflejado en mayores niveles de cartera



Fuente: Superfinanciera y Dane. Cálculos: Banco de la República.



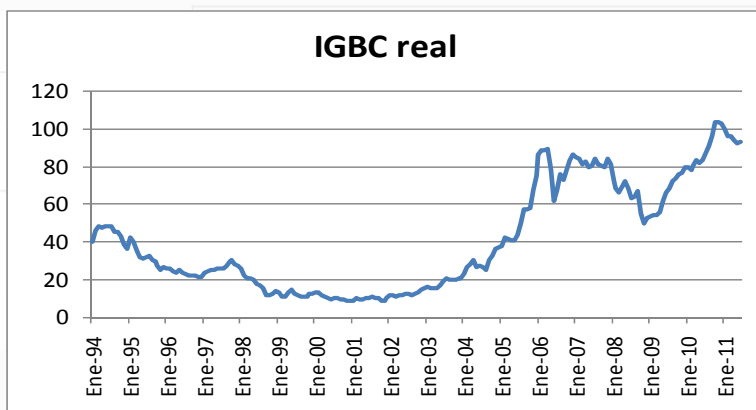
..la mayor toma de riesgo del sector financiero y real ha llevado a un incremento en el precio de los activos (como la vivienda)..



Fuente: DANE, Cálculos: Banco de la República.



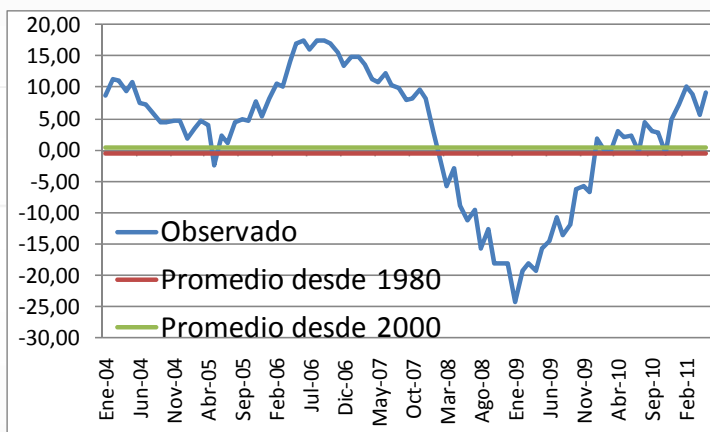
...y las acciones siguen en un nivel alto, a pesar de la corrección del último semestre...



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.



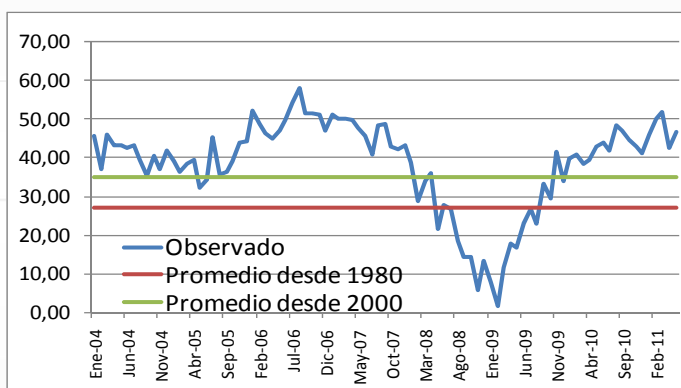
La confianza de los industriales muestra niveles superiores al promedio...



Fuente: FEDESARROLLO, Banco de la república



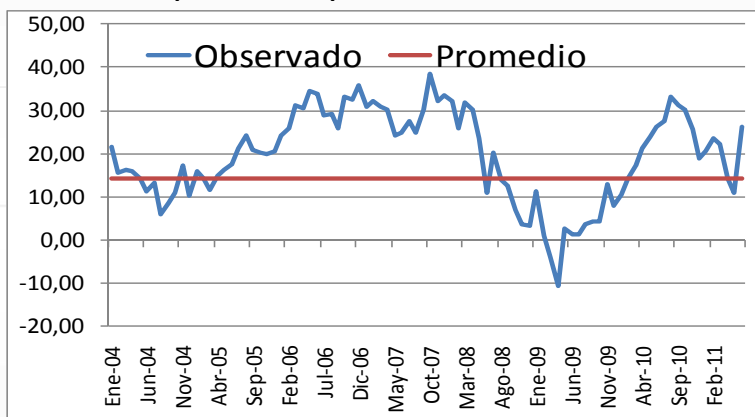
...al igual que la percepción económica de los comerciantes...



Fuente: FEDESARROLLO, Banco de la república



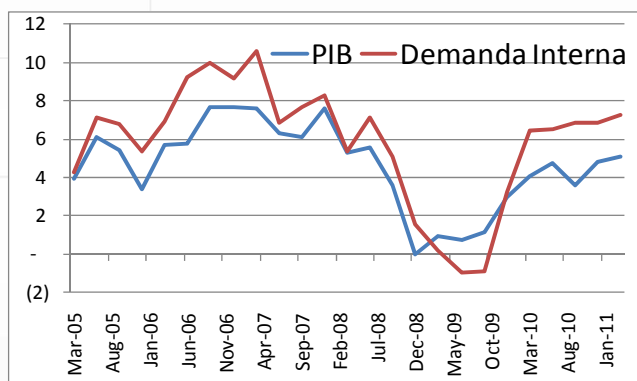
..aunque la tendencia de la confianza de los hogares es menos sistemática, su nivel también es superior al promedio histórico....



Fuente: FEDESARROLLO, Banco de la república



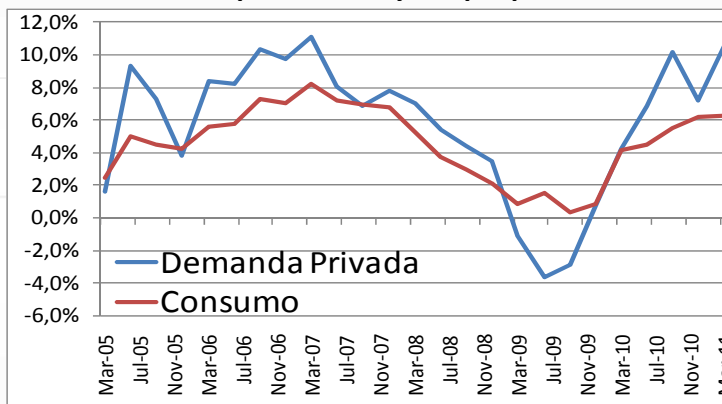
...en estas condiciones el crecimiento del PIB se ha acelerado, impulsado por la demanda interna....



Fuente: DANE



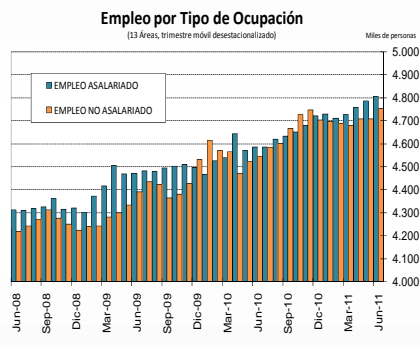
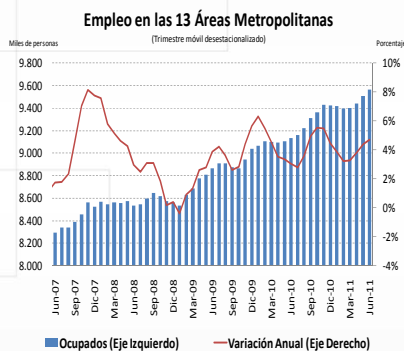
..especialmente de la demanda privada, tanto de consumo como de inversión en maquinaria y equipo...



Fuente: DANE



..el crecimiento ha venido acompañado de una mejora en los indicadores de empleo, sobre todo asalariado..



Lo que retroalimenta la demanda privada.



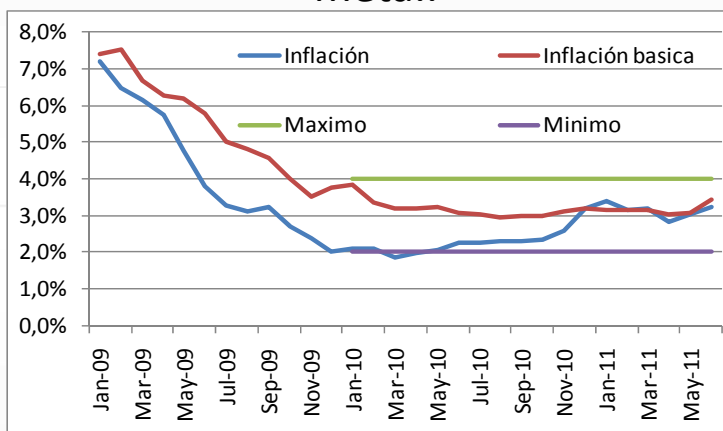
.. el crecimiento del PIB ha llevado a que el producto se acerque a su potencial.....



Fuente: Banco de la república



..mientras que la Inflación y la inflación básica se mantienen dentro del rango meta..



Fuente: DANE, Banco de la República

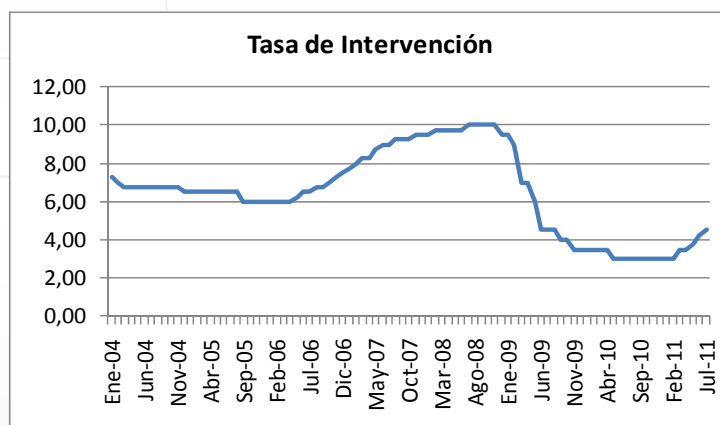


Agenda

1. El esquema de política monetaria.
2. La Coyuntura Macroeconómica.
 - El punto de partida
 - El entorno Internacional
 - Los acervos y los flujos
 - **La reacción de política**
3. Las proyecciones y los riesgos
4. Tasa de Cambio



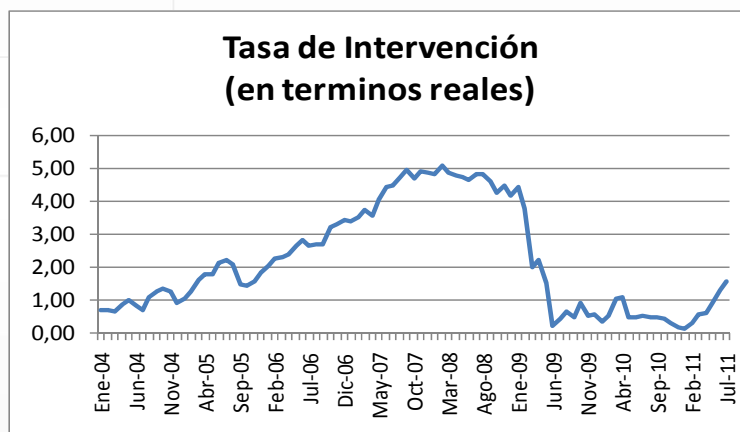
Desde el mes de febrero la JDBR ha incrementado las tasas de interés de referencia en 150 p.b.



Fuente: Banco de la república



lo que ha representado un incremento
en la tasa de interés real de
intervención.....



Fuente: Banco de la república



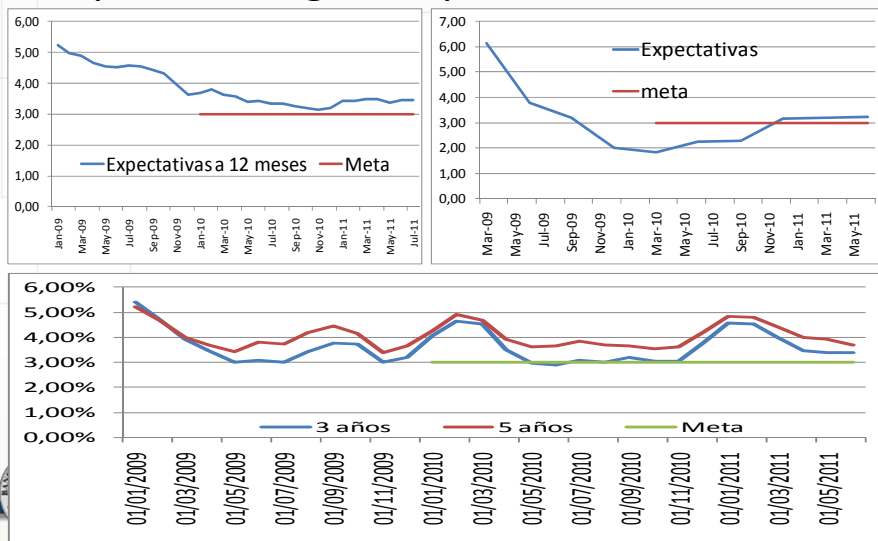
Que tanto se han transmitido a las
demás tasas....?

	Tasa de intervención	DTF	Tasa Activa
Febrero de 2011	3,0	3,5	10,3
Junio de 2011	4,3	4,1	11,3
Incremento	1,3	0,6	1,0
Porcentaje de Traspaso	100,0	51,3	83,5

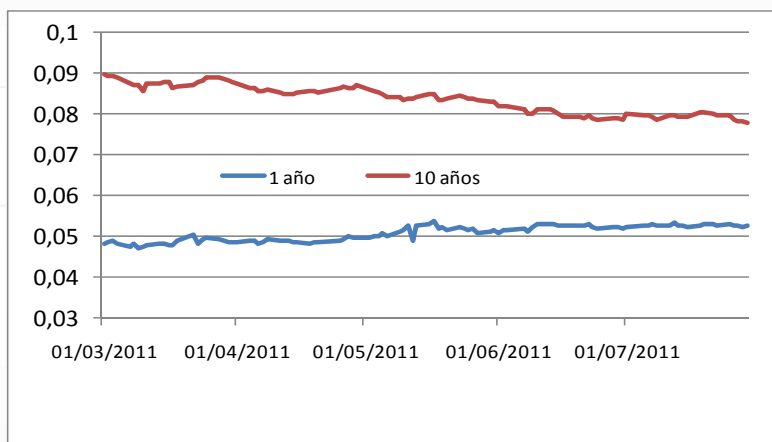
Fuente: Superfinanciera y Dane. Calculos: Banco de la República.



Se han apuntalado las expectativas de inflación en niveles cercanos a la meta a pesar del ligero repunte de la inflación



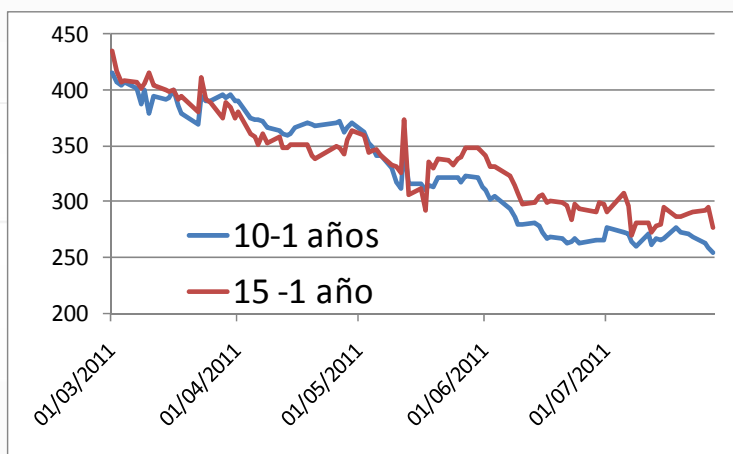
Las tasas de deuda pública han mostrado credibilidad en la política...



Fuente: Banco de la república



El empinamiento de la curva ha mostrado credibilidad en la política...



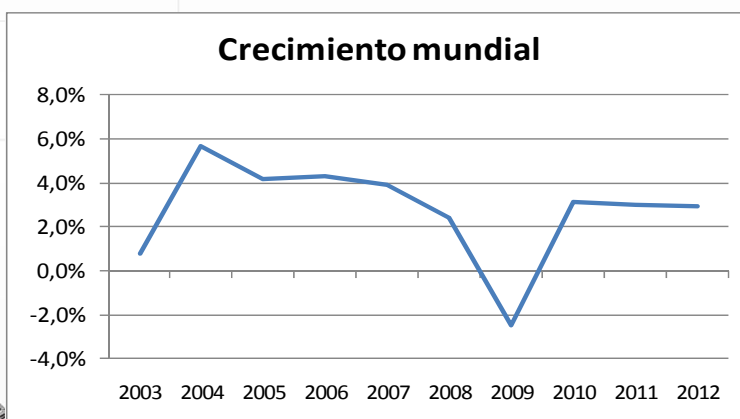
Fuente: Banco de la república

Agenda

1. El esquema de política monetaria.
2. La coyuntura macroeconómica
3. **Proyecciones y riesgos.**
4. La tasa de cambio

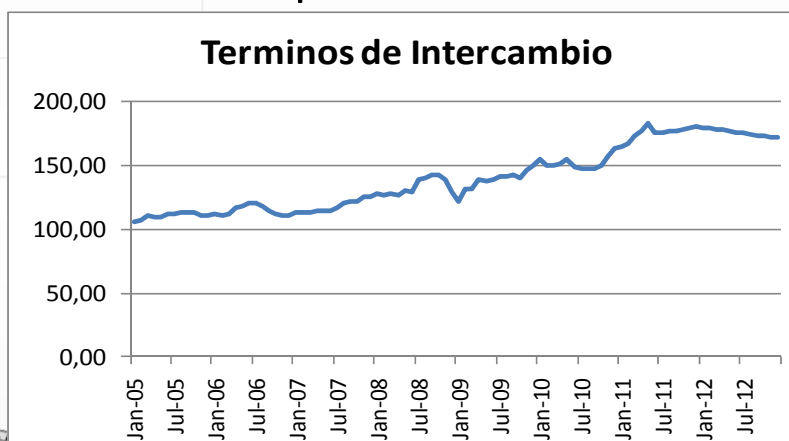


En nuestro escenario central de pronóstico la economía mundial mantiene la tasa de crecimiento de 3%, impulsado por el buen desempeño de las economías emergentes.

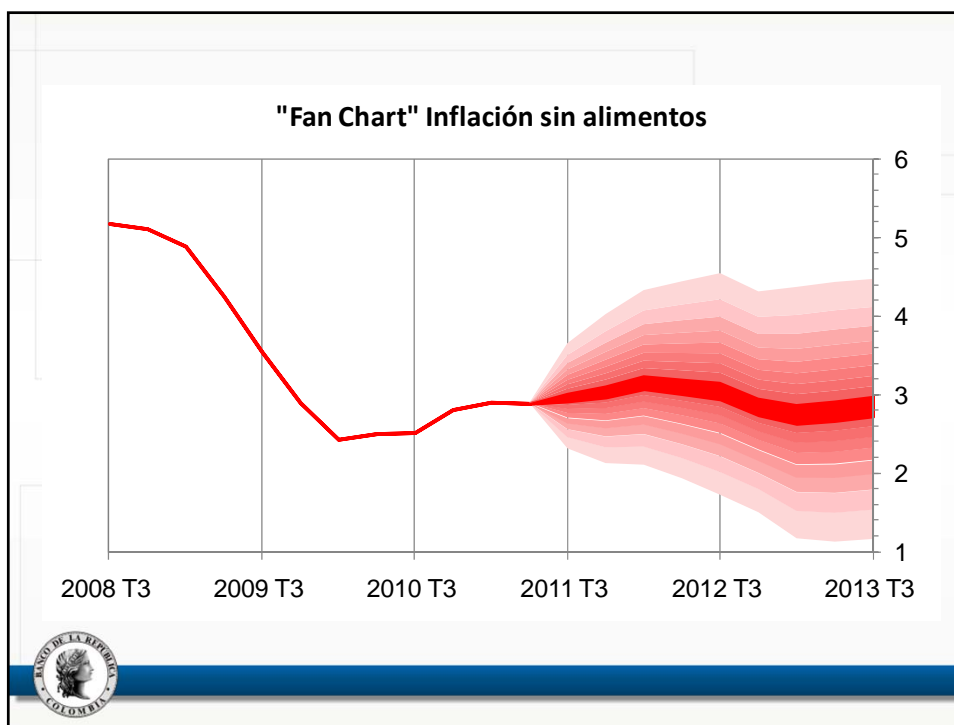
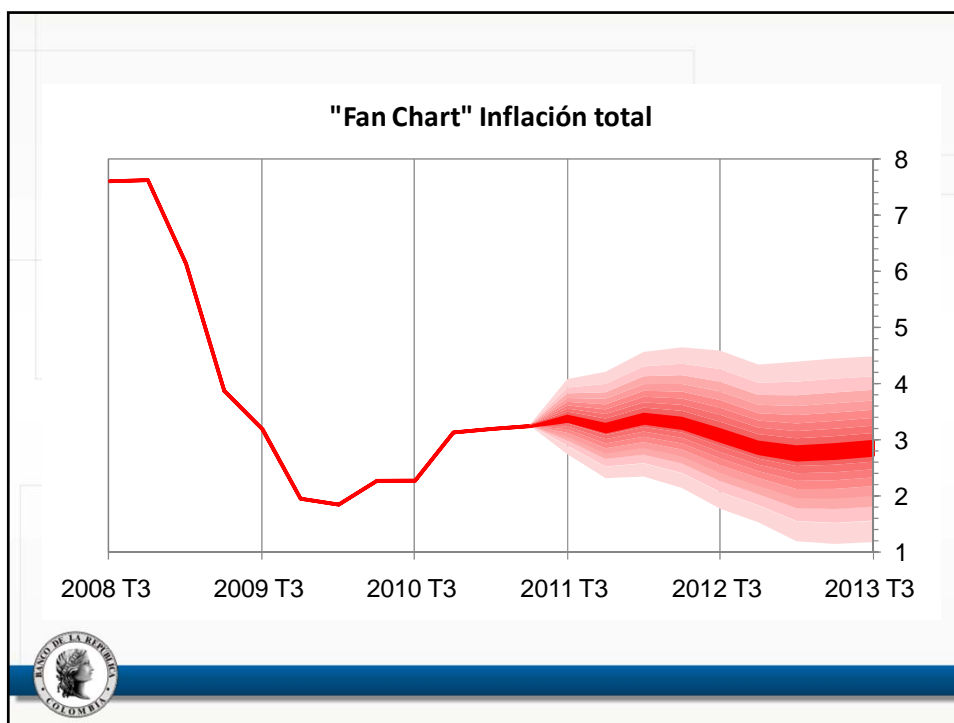


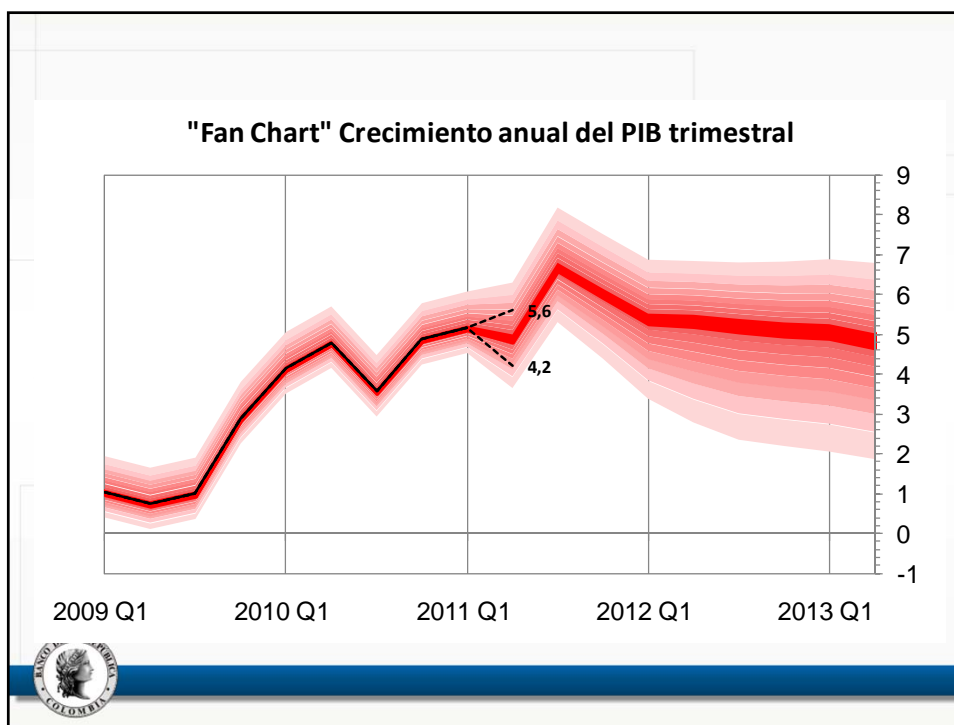
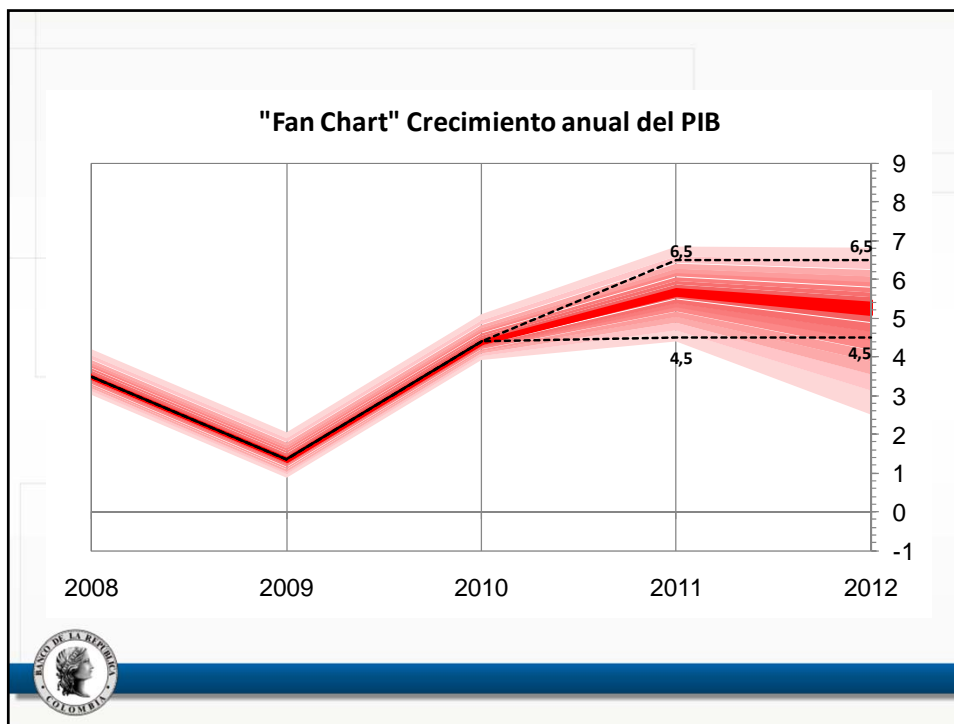
Fuente: Banco de la república

Y se proyecta una ligera reducción en los términos de intercambio, un que su nivel permanece alto

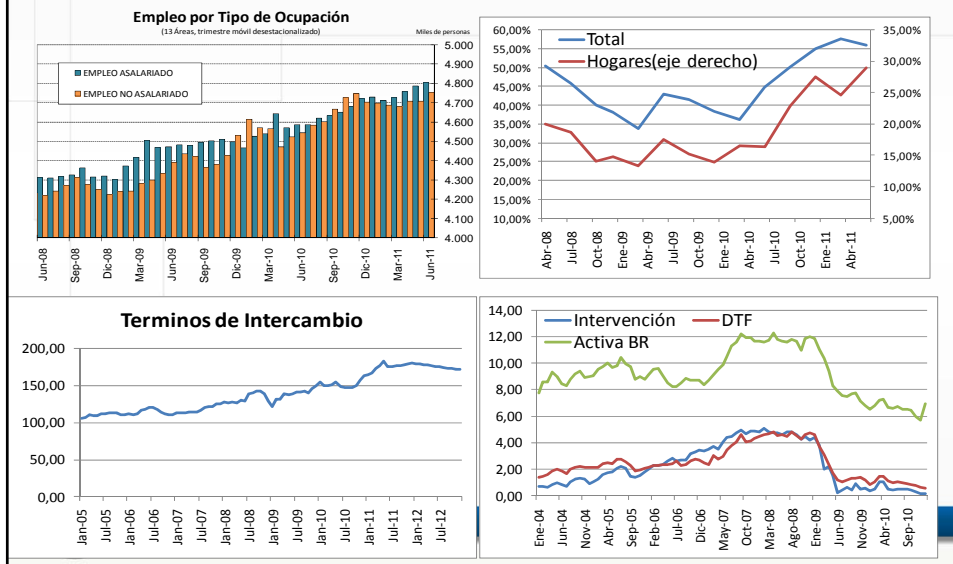


Fuente: Banco de la república

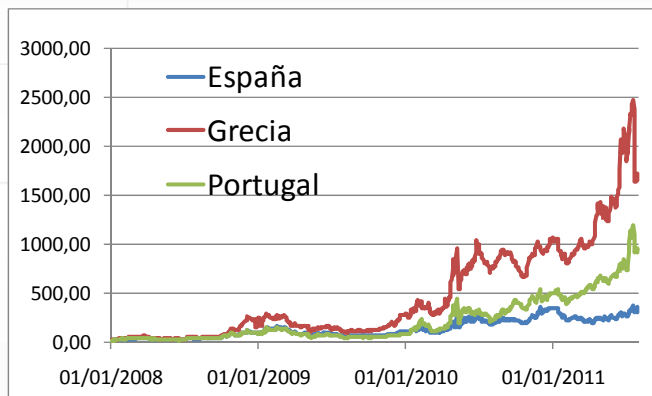




..el crecimiento seguirá sustentado en la demanda interna, principalmente privada..



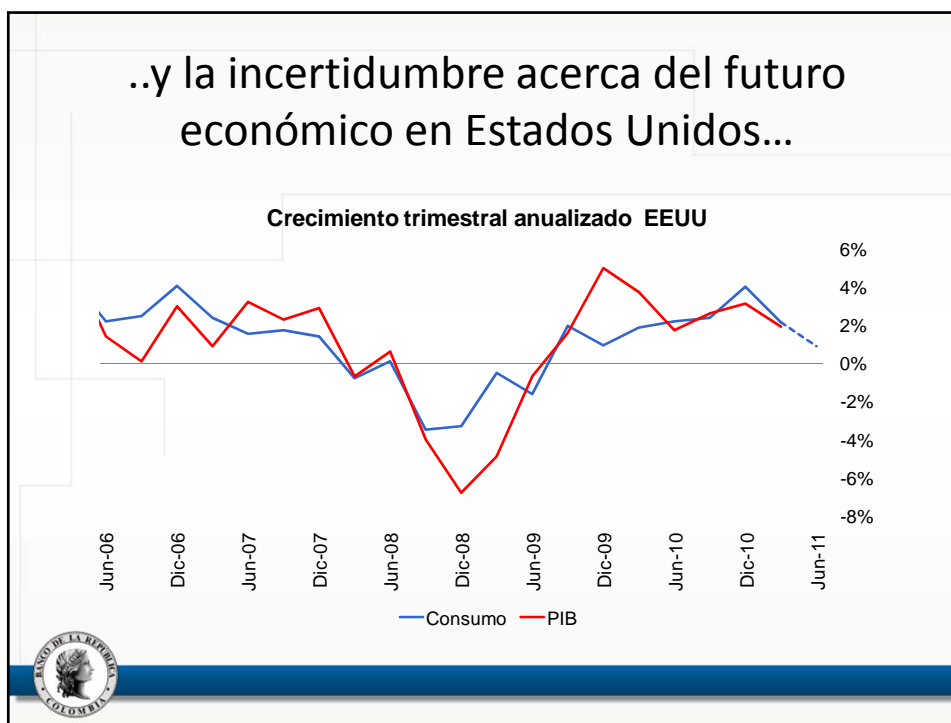
El riesgo más importante esta relacionado con la economía mundial. Especialmente, la estabilidad económica de Europa...



Fuente: Bloomberg. Calculos: Banco de la República.



..y la incertidumbre acerca del futuro económico en Estados Unidos...



El segundo riesgo esta relacionado con los desequilibrios que la abundancia de capitales y de crédito puede crear en la economía...

1. La existencia de ahorro externo tiene muchos aspectos positivos para las economías. Sin embargo, existe una amplia evidencia en los países emergentes que ilustra los riesgos que la abundancia y volatilidad de los capitales puede representar para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento de largo plazo.
2. De igual manera, la excesiva intermediación del sistema financiero domestico y el excesivo crecimiento de los balances del sector real puede llevar a fenómenos de sobreendeudamiento, excesiva toma de riesgos y decisiones no optimas para el largo plazo.



Que sigue para la tasa de interés?

- La velocidad con que se retire lo que falta del estímulo monetario (o aun de que se adopte una postura contractiva) depende de varios factores.

1. La continuación de una dinámica expansiva en los balances y gasto en los sectores financiero y real, con sus efectos sobre los precios de bienes y activos. La combinación de políticas (monetaria, fiscal, regulatoria) optimas para enfrentar esta coyuntura.



Que sigue para la tasa de interés?

2. La evolución de la economía mundial y concretamente el impacto que la evolución del mundo desarrollado puede tener en el crecimiento mundial y la estabilidad de los mercados financieros.
3. El mantenimiento de las expectativas de inflación cerca de la meta de inflación, aun en presencia de choques temporales de precios.



Agenda

1. El esquema de política monetaria.
2. La coyuntura macroeconómica
3. Proyecciones y riesgos.
4. **La tasa de cambio**

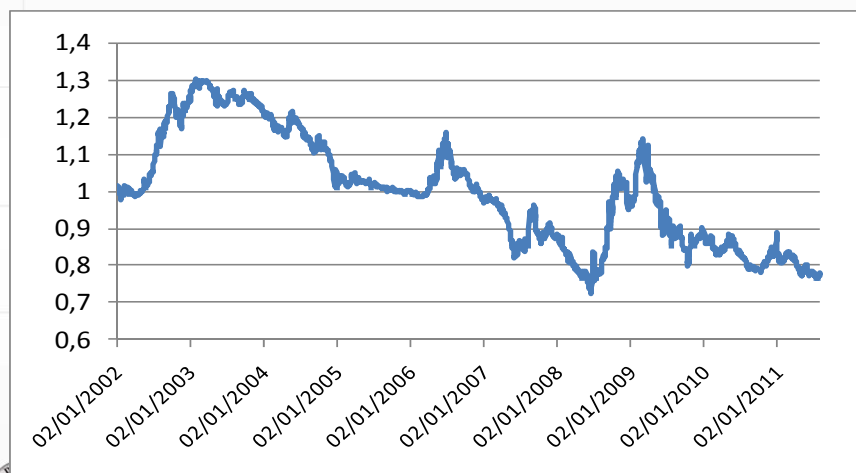


La tasa de Cambio

1. La revaluación
2. Fenómeno global
3. Elementos Idiosincráticos
 - La Productividad Esperada
 - El auge de “nuevos /viejos transables”
4. Las respuestas de política monetaria

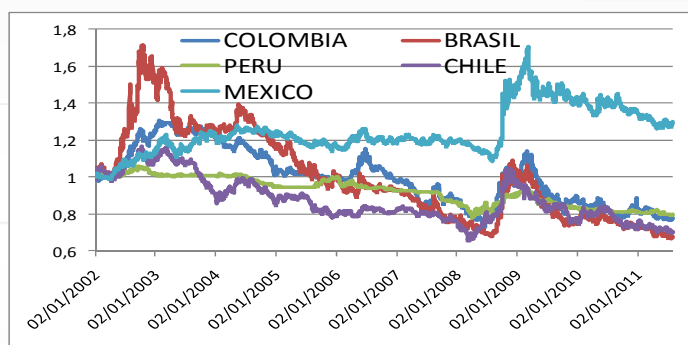


Ciertamente, en Colombia se ha revaluado.....



Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios

En su mayor parte explicado por factores globales.....

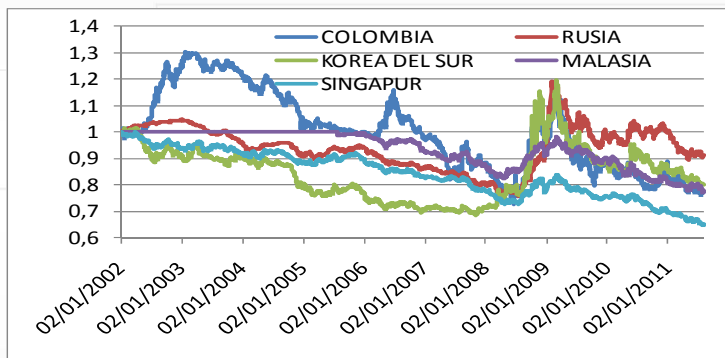


Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios

Lo que explica que su comportamiento es similar a la de los demás países latinoamericanos, exceptuando México.



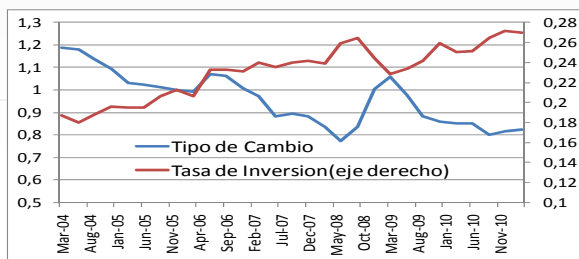
...y similar a buena parte del mundo emergente...



Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios



Factores Idiosincráticos

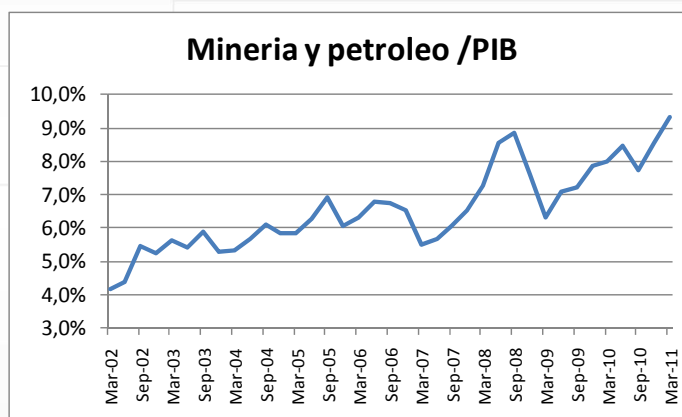


Fuente: DANE y Banco de la República. Cálculos propios.

El aumento esperado en la productividad, eleva la tasa de inversión. Como la tasa de ahorro no responde a la misma velocidad se requiere ahorro externo que aprecia la tasa de cambio.



..y el resurgimiento de un sector transable (petróleo y minería)...



Fuente: DANE. Cálculos Propios.



Consideraciones de Política Cambiaria

1. Buena parte de la apreciación viene de factores estructurales de la Economía mundial y de la Economía Colombiana frente a los cuales la política monetaria nada puede hacer.
2. Las políticas del BR *pueden* jugar algún papel en dos aspectos:
 - (i) Amortiguar movimientos “no fundamentales” de corto plazo.
 - (ii) Evitar un sobre endeudamiento excesivo en moneda extranjera que genere riesgos sistémicos.
3. Los instrumentos:
 - (i) Intervenciones en el mercado cambiario
 - (ii) Controles al endeudamiento externo



La Intervención en el mercado cambiario

1. Beneficios.

- La acumulación de reservas internacionales puede disminuir la fragilidad de la economía ante reversiones de los flujos de capital.
- Algunos estudios encuentran alguna efectividad en moderar los movimientos del tipo de cambio (pero no cambiar su tendencia).

2. Costos.

- Consistencia con otros objetivos de política, como la Estabilidad financiera y la inflación.
- Costos Cuasifiscales.



La Intervención en el mercado cambiario

Los costos y beneficios dependen de la forma en que se realice, en particular:

- Defender un nivel del tipo de cambio aumenta la probabilidad de la intervención sea inconsistente con la meta de inflación e incentive descalces cambiarios.
- La efectividad de la intervención depende de su punto de partida y de no incentivar “ataques” por parte de los especuladores.



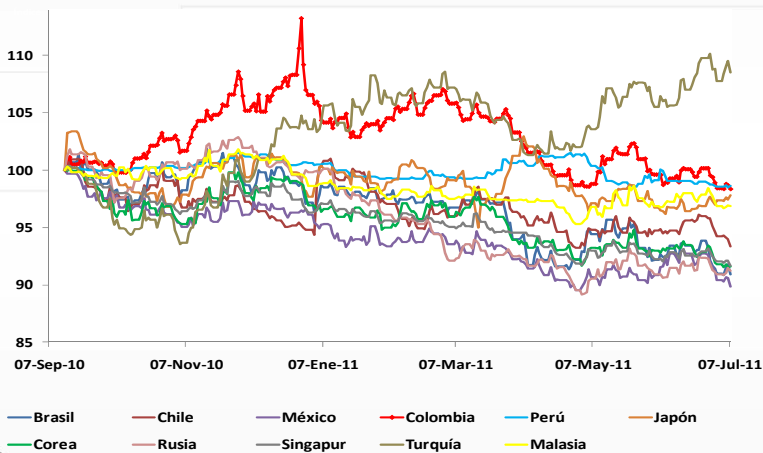
En septiembre del año pasado la JDBR decidió comprar al menor US\$20 millones diarios...

Intervención Cambiaria y Tasa de Cambio			
	Periodo	monto (USD Millones)	Devaluación (Sep 15 - Jun 21)
Colombia	Sept 15-Jun 28	3880	-0,42%
Brasil***	Sept 15-Jun 24	58241	-7,24%
Perú	Sept 15-Jun 23	1310	-1,20%
Chile**	Sept 15-Jun 28	6150	-4,48%
México	Sept 16-Jun 24	4512	-8,25%
Japón*	Sept 15-Jun 28	25590	-3,41%

Fuente: Banco de la república



..desde esa fecha es una de las monedas menos revaluadas....



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Beneficios, costos y limitaciones del encaje al endeudamiento externo (i)

1. Beneficios.

- Limita la toma de riesgos del sector real en épocas de abundancia de capitales. (Complemento de la flotación cambiaria).
- Afecta la composición de los flujos y potencialmente el nivel del tipo de cambio(¿?).



Beneficios, costos y limitaciones del encaje al endeudamiento externo(ii)

2. Costos.

- Limita el acceso de algunos sectores a recursos financieros.
- Reduce la eficiencia de los mercados financieros.

3. Limitantes. La esfera del control siempre permite elusión. Lo que lo va haciendo ineficiente con el tiempo.

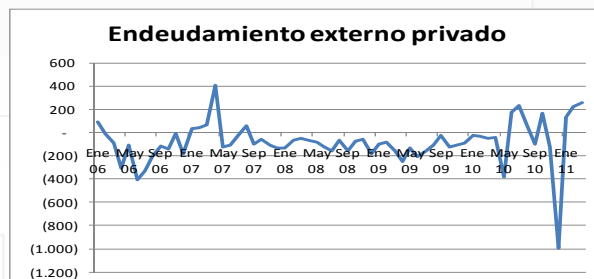


Qué sabemos de la posible magnitud de los costos y beneficios?

- Impacto sobre vulnerabilidad del balance.
- Impacto sobre tasa de cambio.
- Impacto sobre acceso al sistema financiero.
- Impacto sobre competencia.



Vulnerabilidad financiera del sector real. Exposición al endeudamiento externo



En 2007 el depósito al endeudamiento externo lo restringió fuertemente e impidió que se generara una mayor exposición al tipo de cambio, lo que disminuyó la vulnerabilidad financiera y permitió una política monetaria contracíclica.

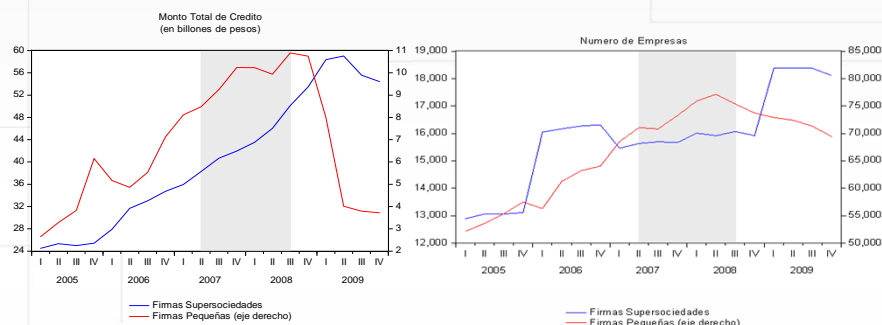


Impacto sobre tasa de cambio.

- No hay un consenso en la literatura colombiana sobre el impacto de los flujos en afectar el nivel y la volatilidad de la tasa de cambio, aunque si parecen modificar el plazo de los flujos y el nivel de endeudamiento.
- En un estudio reciente (Rincon y Toro, 2010) encuentran que solo a partir de 2008, la combinación de intervención y controles genero una menor apreciación del tipo de cambio.



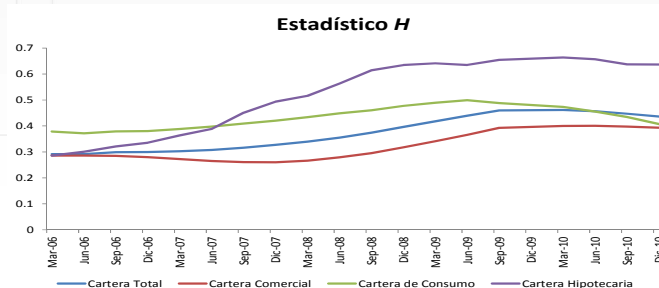
Acceso al sistema Financiero



- Los análisis preliminares muestran que el control de capitales de 2007-2008 no tuvo un efecto muy grande en el acceso al crédito de los pequeños deudores, como si ocurrió con la crisis internacional.



Competencia en el Sistema Financiero



El control de capitales 2007-2008, si parece haber disminuido el grado de competencia en el sistema financiero. Especialmente en la cartera de crédito.



Consideraciones sobre los controles de capitales.

- Los controles de capitales (aisladamente o con combinados con la acumulación de reservas) pueden atenuar los efectos nocivos de excesos en los flujos de capitales.
- Sin embargo, su eficiencia depende del carácter no estructural de la naturaleza de los flujos y de factores como las condiciones iniciales de la economía y la mezcla de políticas.



Consideraciones sobre los controles de capitales.

- Son una medida altamente intrusiva, que genera ineficiencias y costos. Su adopción debe estar precedido de un juicioso análisis de costo beneficio que tome en cuenta temas de estabilidad financiera y consistencia con otros objetivos de política.
- Así mismo, su efectividad no es independiente de su duración lo cual debe ser evaluado al momento de definir el lapso de tiempo en que estarán vigentes.

