



EL COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Corpbanca - Helm

Bogotá, julio 10 de 2014

**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: recuperación lenta y prolongada
2. Comercio exterior: se amplía déficit de la cuenta corriente
3. Crecimiento económico: acercándose al potencial
4. Inflación: convergiendo hacia la meta
5. Política monetaria 2014: camino de la normalización
6. Tasa de cambio y controles de capital: la instancia extrema



1. El contexto externo: recuperación lenta y prolongada



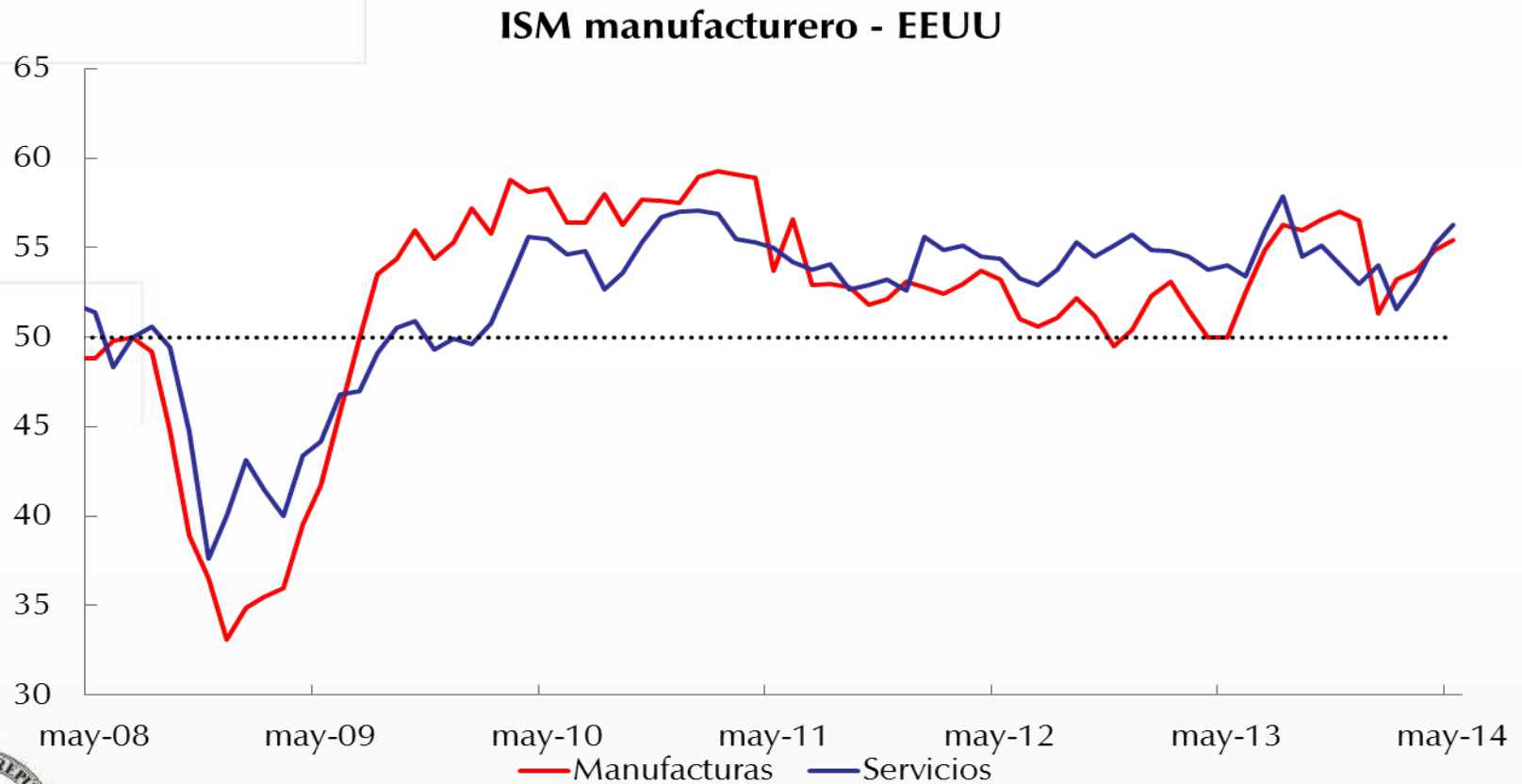
Aunque la recesión quedó atrás, el crecimiento económico de los países más avanzados, particularmente Estados Unidos y Europa, sigue débil e inferior a su potencial, y su recuperación hasta los niveles de pre-crisis será prolongada. Aparte de que enfrentan un excesivo déficit fiscal.



En cuanto a Estados Unidos, que va un poco mejor que la Zona Euro, su tasa de desempleo se ha reducido del 10,8% al 6,1%, su menor nivel desde septiembre de 2008, debido no solo al aumento de la ocupación sino también, y en buena medida, a la caída de su tasa global de participación. Es por ello que la alta probabilidad de que la actual tasa de interés de política de la FED - el rango entre cero y 0,25% -, no sea reajustada antes del primer trimestre de 2015 se mantiene.

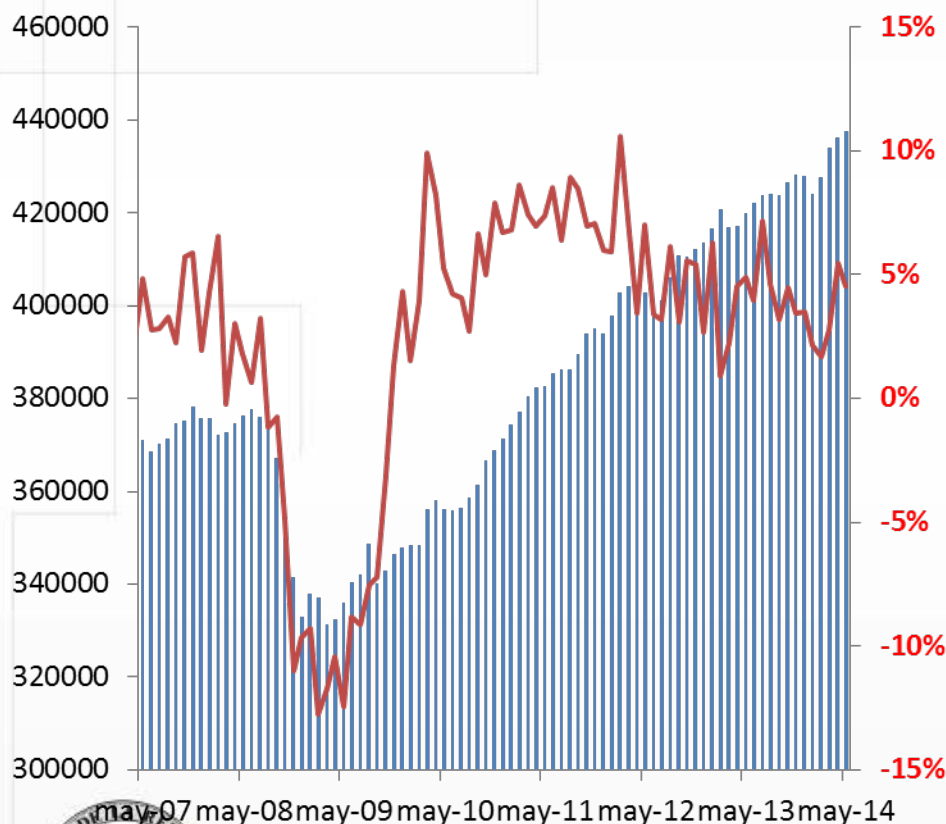


EU: en mayo los indicadores de actividad manufacturera y de servicios repuntaron. No obstante, algunas agencias (entre esta el B. Mundial) han reducido los pronósticos de crecimiento para 2014

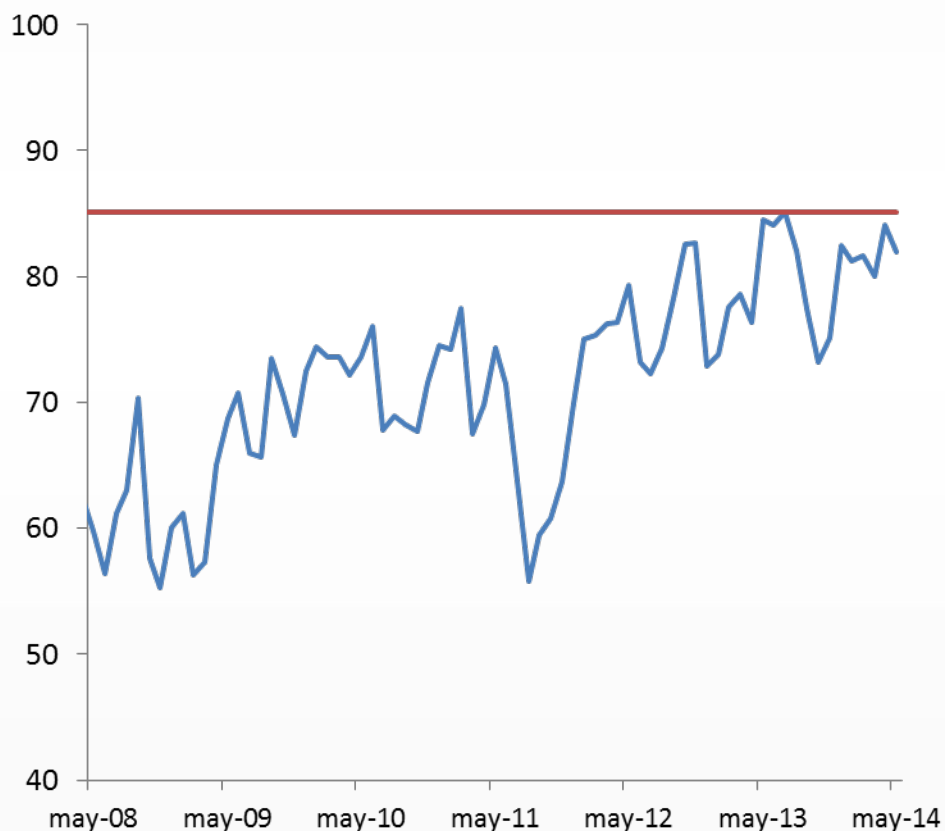


EU: las ventas al por menor continúan a ritmo favorable, en tanto que la confianza de los consumidores se acerca a su promedio histórico desde 1978

Ventas al por menor - EEUU



Confianza de los consumidores (Universidad de Michigan)



■ Ventas — Variación anual

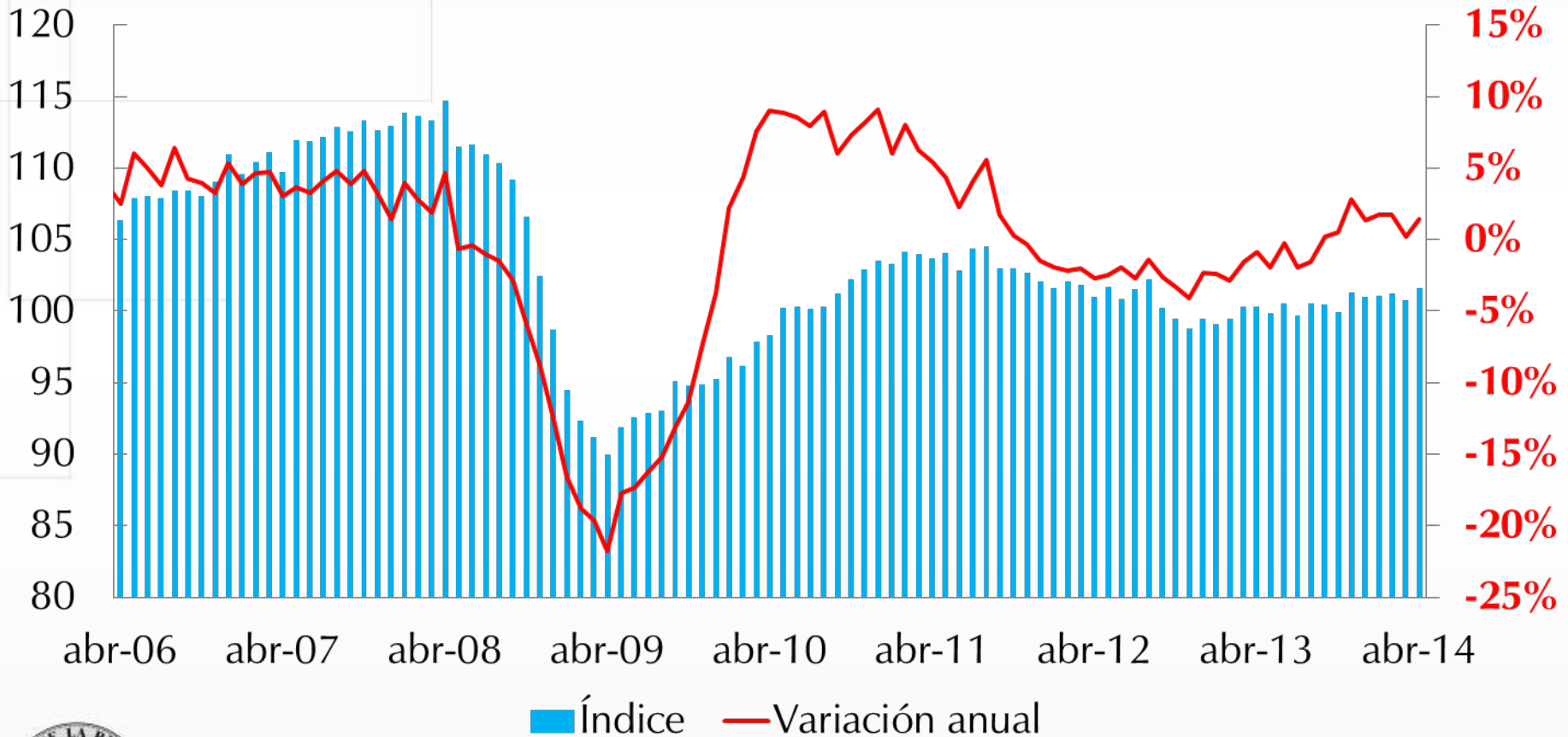
— Índice — Promedio desde 1978

En cuanto a la Zona Euro, la inflación (0,5%) se halla muy por debajo de la meta (2%), y el gran temor es la deflación. En tanto que el desempleo se halla en 11.8% (Grecia 26,8% y España 25,1%, en contraste con 5,1% en Alemania). Por ello el Banco Central Europeo redujo aún más su tasa de interés de política (0,15%), y anunció el programa TLTRO (*Targeted Long-Term Refinancing Operations*), mediante el cual inyectará a partir de septiembre hasta un billón de euros al sistema financiero en los próximos cuatro años.



Zona Euro: índice de producción industrial aún en niveles bajos y muy inferiores a los pre-crisis

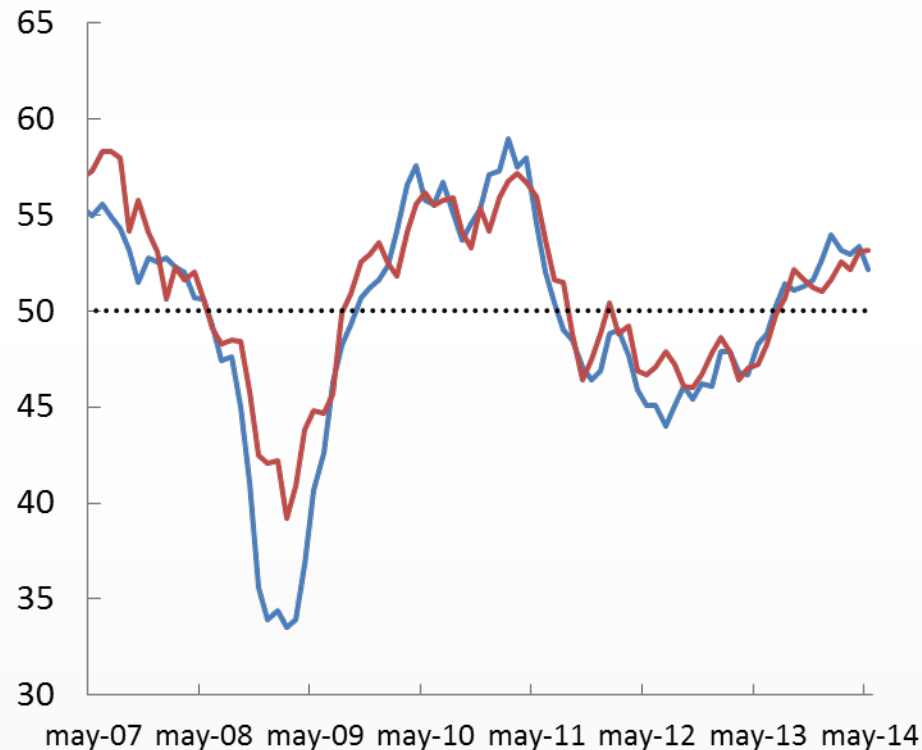
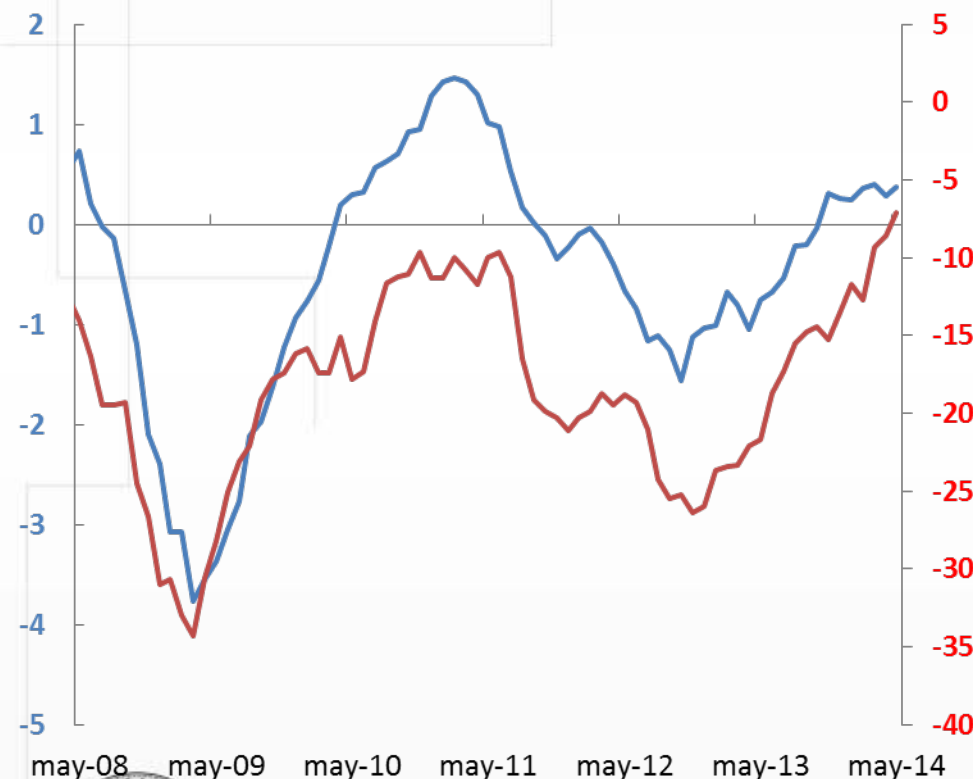
IPI – Zona del euro



Zona Euro: confianza de empresarios y consumidores recuperándose, al igual que los indicadores de sentimiento en los sectores de manufacturas y servicios

Índices de confianza

PMI – Zona del euro



Empresarios — Consumidores (eje derecho)

— Manufacturero — Servicios

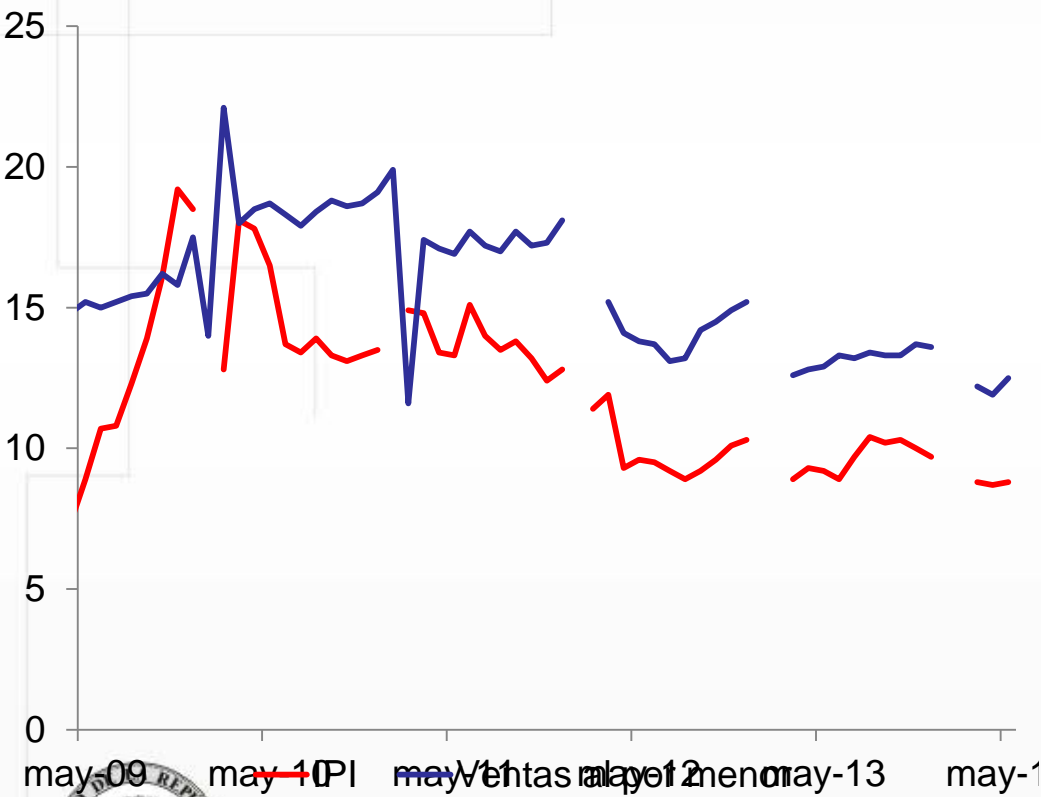


En cuanto a China, su crecimiento en 2014 podría ser similar al de 2013 (7,4%). Sin embargo, a mediano plazo continuará moderándose, y lo más probable es que se mantenga durante un buen tiempo dentro del rango entre el 7% y el 7,3%... Preocupación por el crecimiento desbordado del crédito...

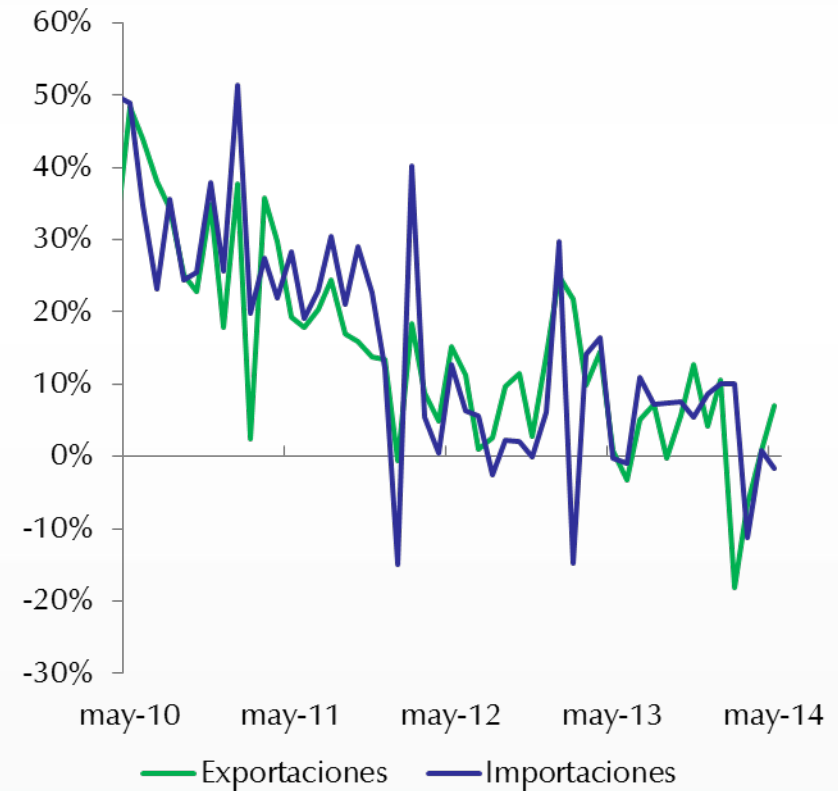


China: industria, ventas al por menor y exportaciones e importaciones

Variación anual del IPI y de las Ventas al por menor

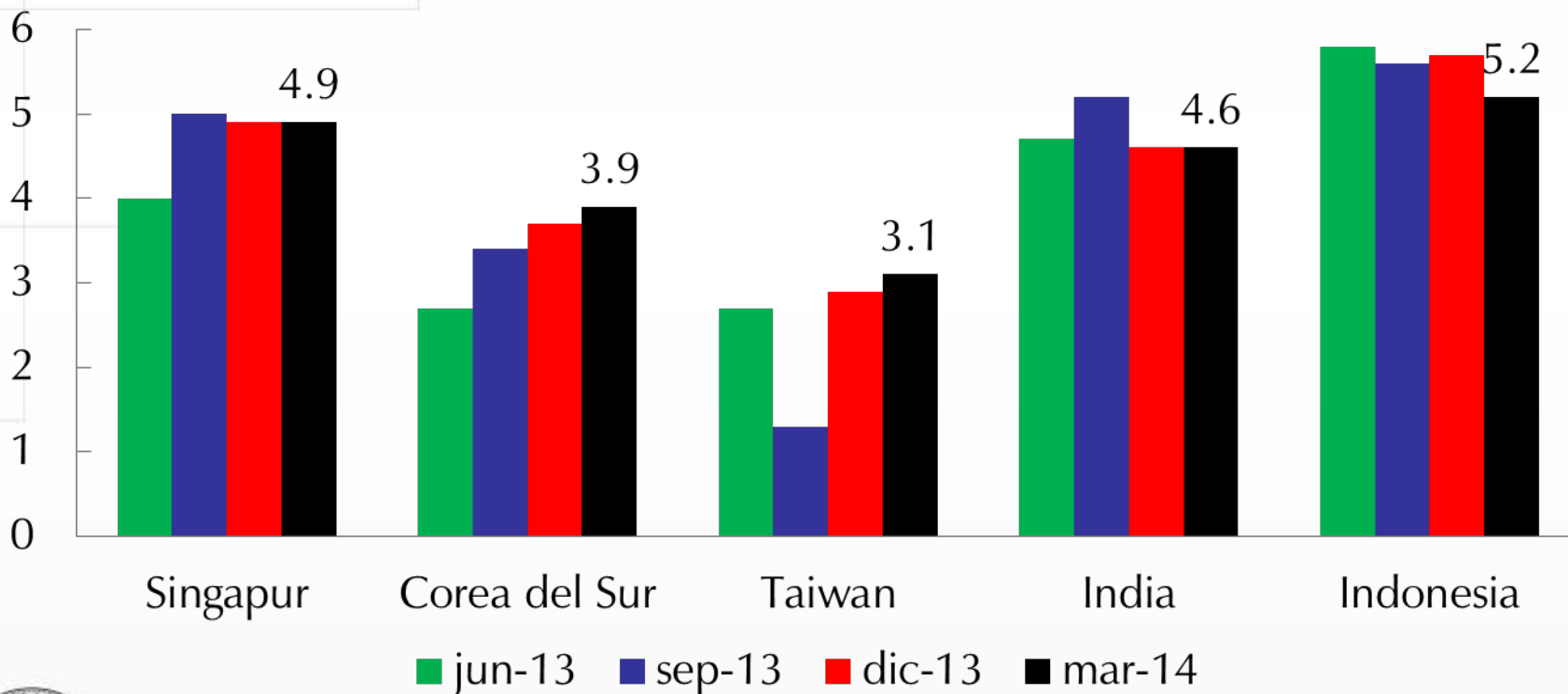


Variación anual de las importaciones y exportaciones



Resto del Asia: también estabilizándose, pero igualmente a niveles inferiores a los de los años anteriores

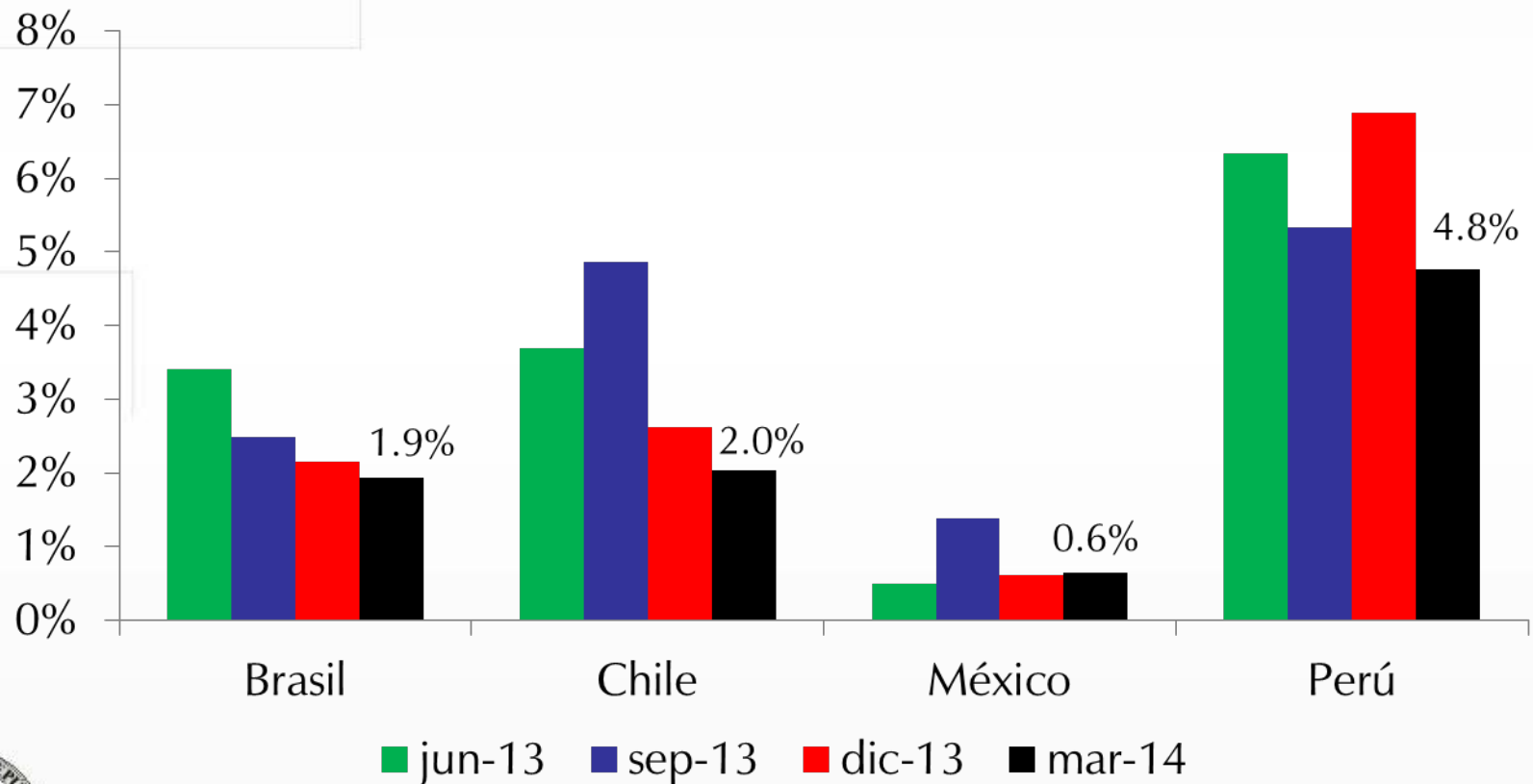
Crecimiento anual del PIB para algunas economías de Asia



El crecimiento de las exportaciones industriales hacia Venezuela en terreno negativo y con pronóstico reservado por sus dificultades de pago. Y el de las dirigidas hacia Ecuador, actualmente el primer destino de las mismas, incierto, debido a sus fuertes barreras no arancelarias y a su alta dependencia de los precios del petróleo, su principal fuente de divisas (60%). En tanto que el crecimiento de la mayoría del resto de los mercados emergentes viene desacelerándose, con excepción del de Colombia. ¿Será este último sostenible?

América Latina: desaceleración generalizada, con la excepción de Colombia, que creció el primer trimestre 6,4%, la mayor tasa del mundo después de China

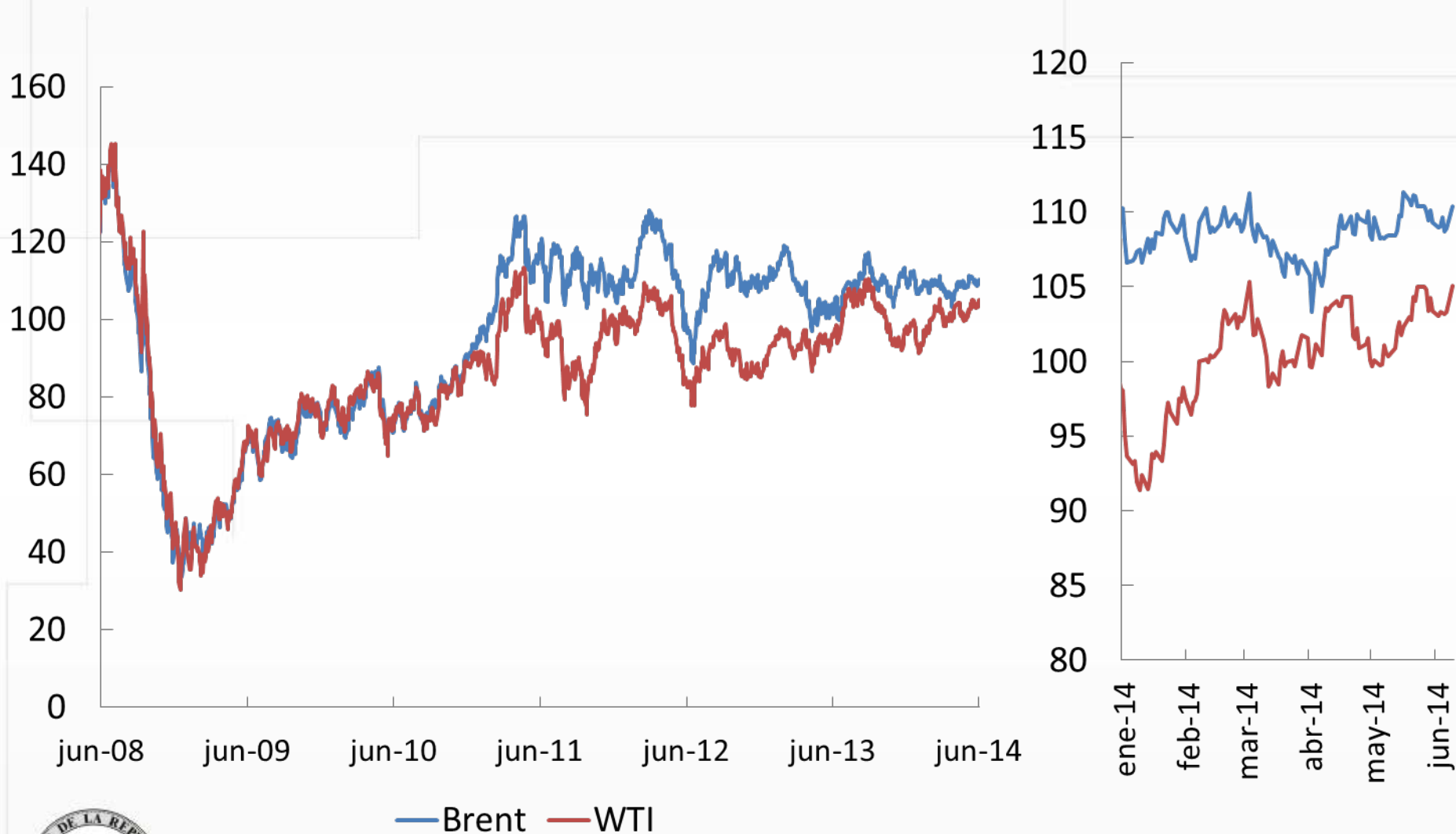
Crecimiento anual del PIB para algunas economías de América Latina



Luego del sector externo no se puede esperar una fuente de particular dinamismo para la economía colombiana en el mediano plazo



Precios del petróleo: aún parqueados en niveles históricamente altos



Precios de otros bienes exportados por Colombia

Carbón



Níquel

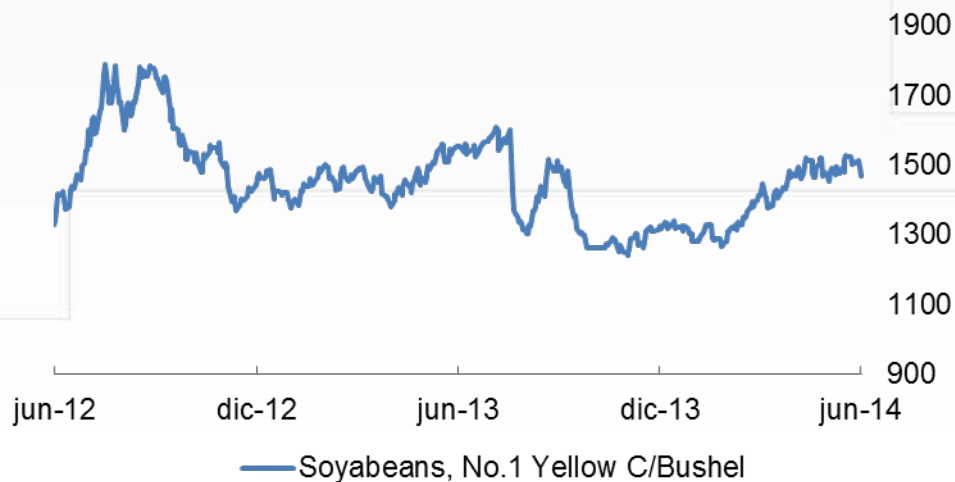


Café

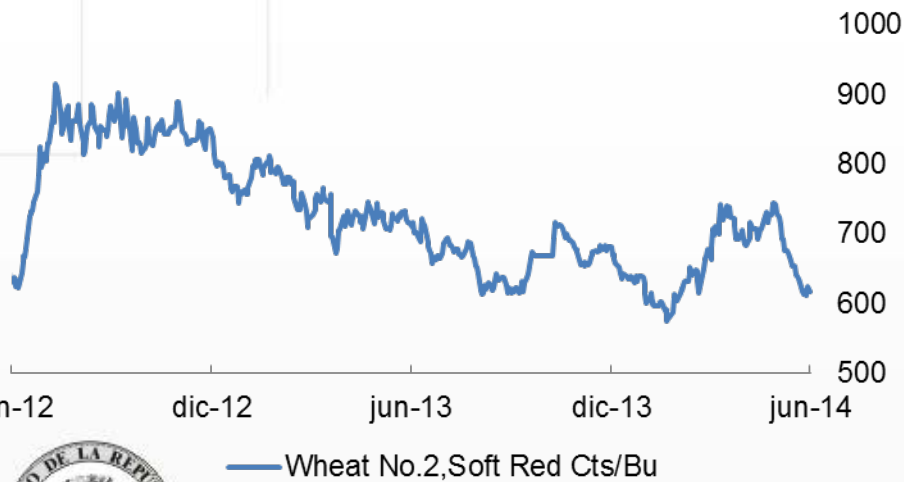


Precios de alimentos básicos que importa Colombia

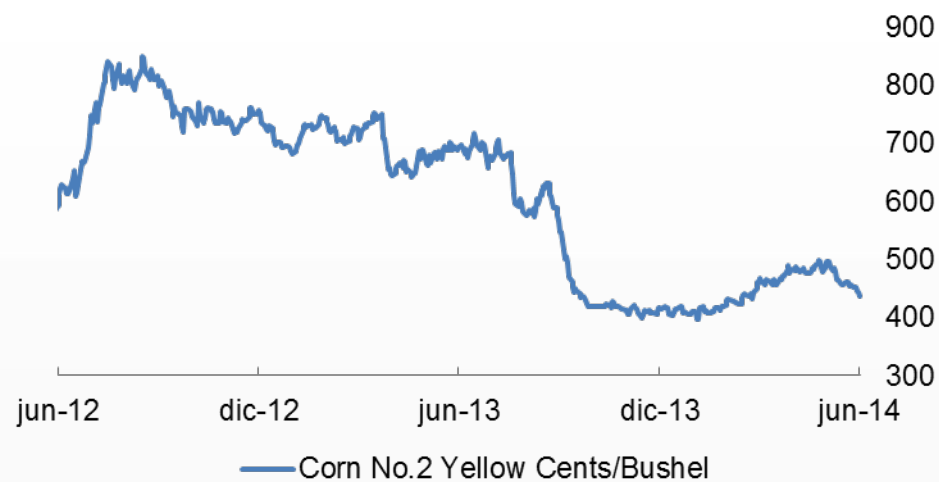
Soya



Trigo



Maíz



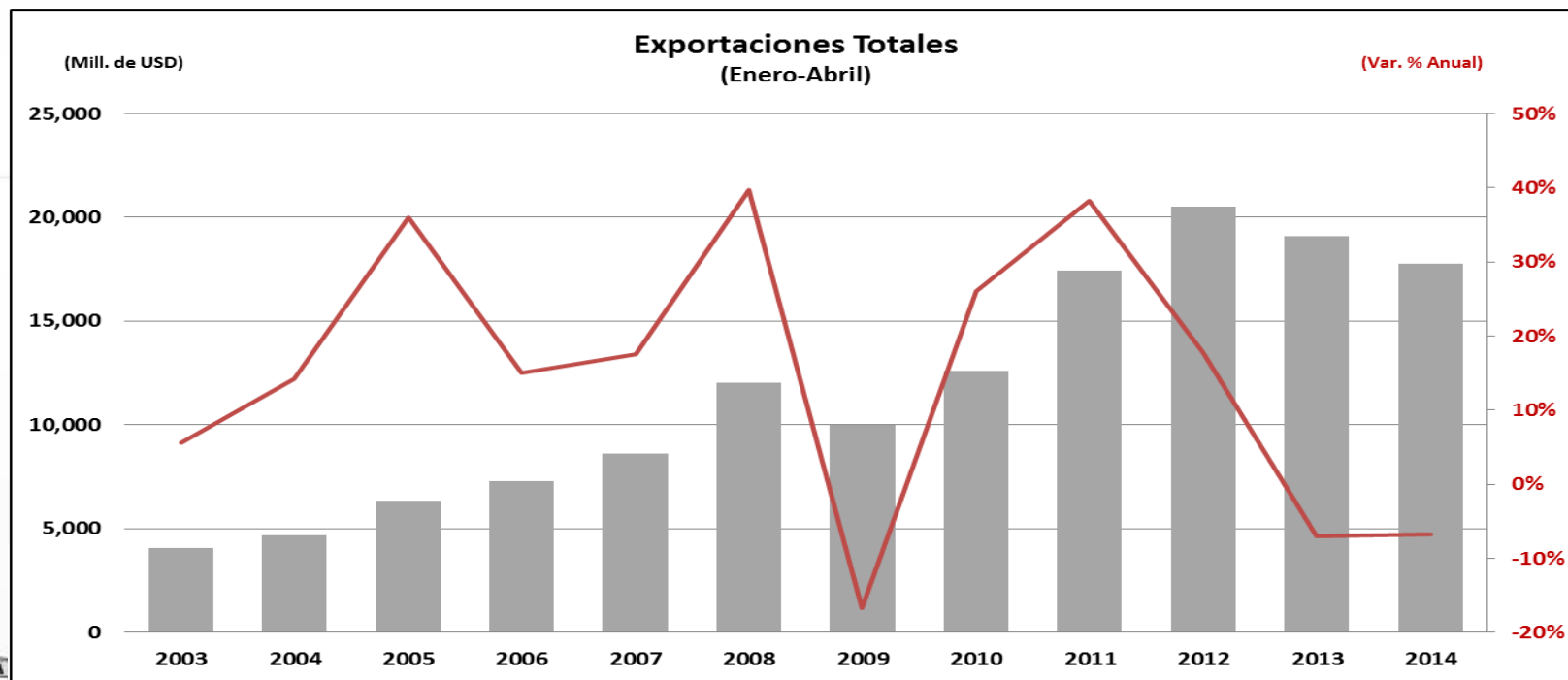
2. Comercio exterior: se amplía déficit de la cuenta corriente



Colombia: notable cambio de la estructura económica

- El sector minero-energético llegó al el 8% del PIB y a generar más del 40% de los ingresos de la balanza de pagos y un más del 70% de total de las exportaciones, pero con sólo 220.000 empleos directos
- Alcanzó el 85 % de la inversión extranjera directa
- Es la principal fuente del mercado de divisas
- Llegó a aportar cerca de 1/5 del recaudo de impuestos del Gobierno (sin dividendos de Ecopetrol ni regalías)
- Resultado: fuertes presiones revaluacionistas y el consiguiente debilitamiento de los sectores transables (agro e industria), acompañado de la gradual ampliación del déficit de la cta. cte., en especial a partir de 2006

En lo corrido del año a abril las exportaciones seguían cayendo (-6,8%) con relación a igual período del año anterior, en tanto que las importaciones crecían 4,7%. Resultado: el déficit de la cta. cte. continúa ampliándose. A marzo ascendía al 4,6% sobre el PIB, siendo cubierto con un superávit de la cuenta de capital de 5,1%.



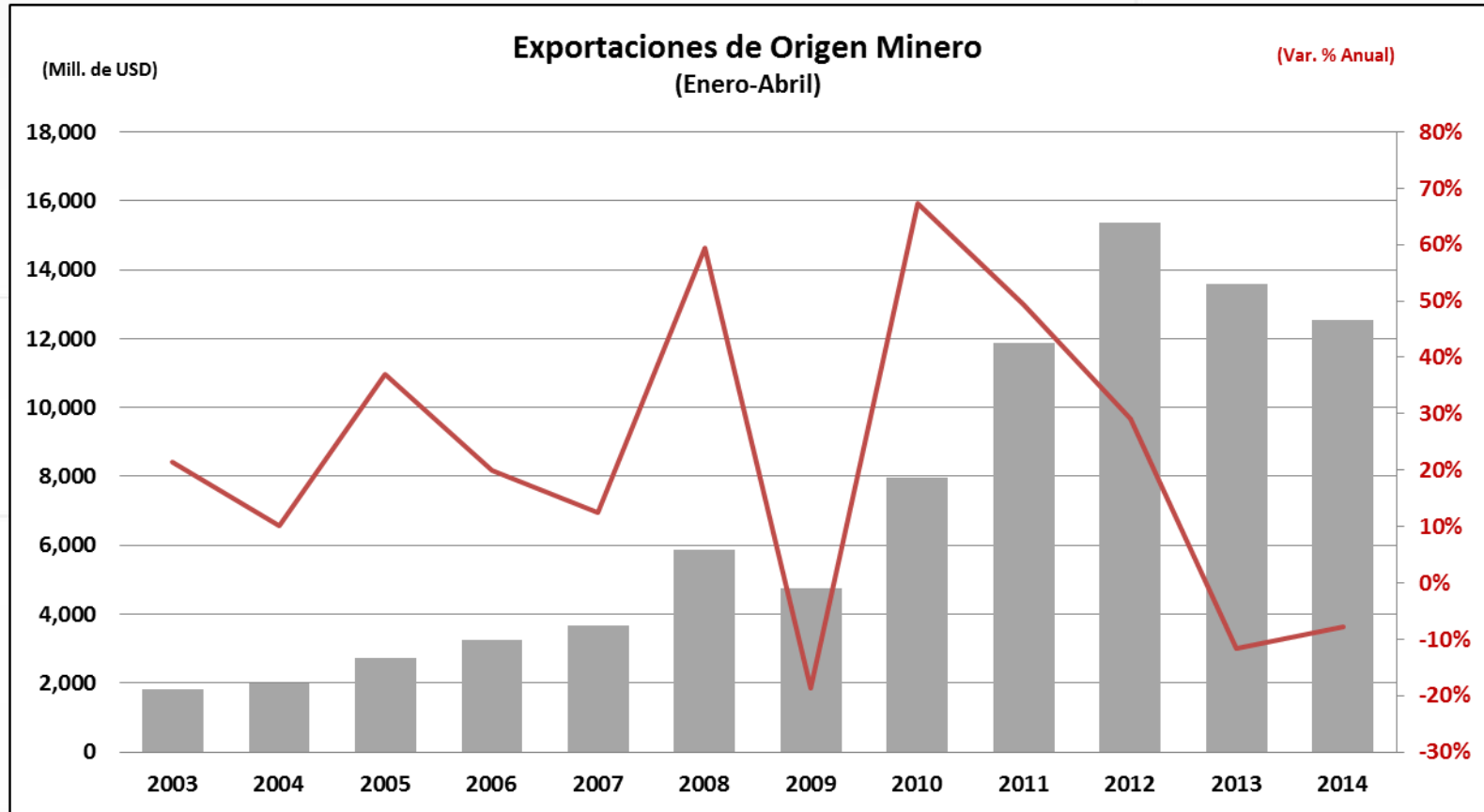
Ene-Abr 2013 = US\$ 19.084 mill

- var. % anual = -6,9%

Ene-Abr 2014 = US\$ 17.791 mill

- var. % anual = -6,8%

La caída de las exportaciones minero-energéticas ha sido aún mayor, en esencia por precios: se esfumó el *boom*



Ene-Abr 2013 = US\$ 13.582 mill

- var. % anual = -11,5%

Ene-Abr 2014 = US\$ 12.525 mill

- var. % anual = -7,8%



Fuente: DANE-DIAN.

Las exportaciones industriales se desploman, en esencia por volúmenes, y caen a todos los destinos



Ene-Abr 2013 = US\$ 4.152 mill - var. % anual = 9,7%

Ene-Abr 2014 = US\$ 3.792 mill - var. % anual = -8,7%



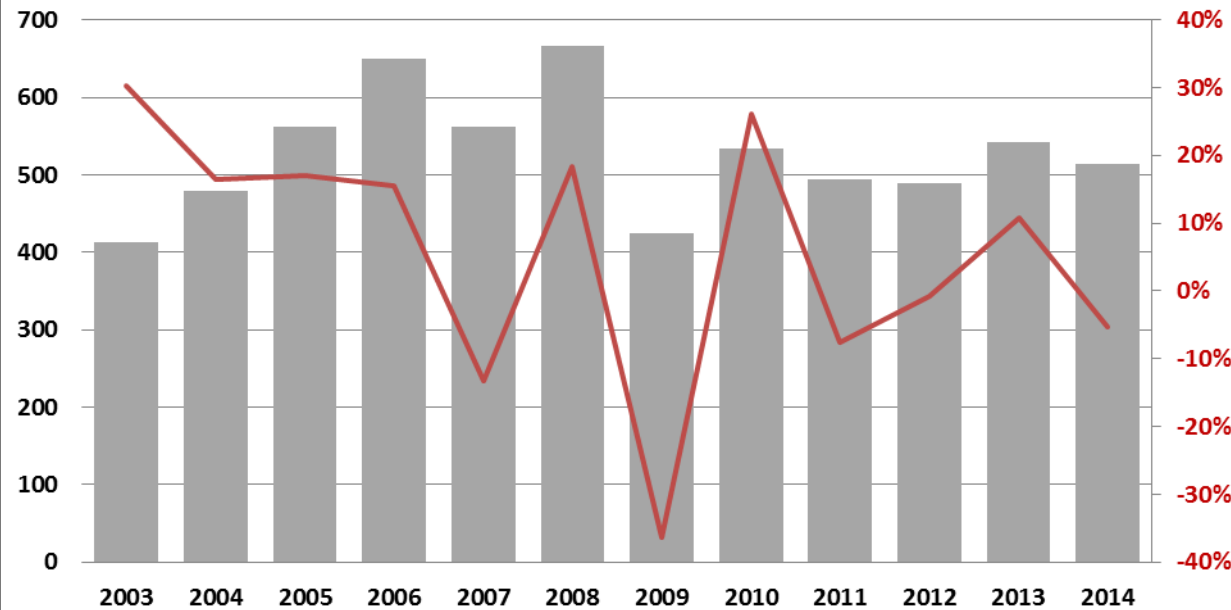
Fuente: DANE-DIAN

*Sin petróleo y derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas, las exportaciones industriales representan el 85% de este grupo.

(Mill. de USD)

Exportaciones Industriales a Estados Unidos (Enero-Abril)

(Var. % Anual)



USA

Ene-Abr 2013 = 10,8%

Ene-Abr 2014 = -5,3%

(US\$ 514 mill)

Ecuador

Ene-Abr 2013 = 0,8%

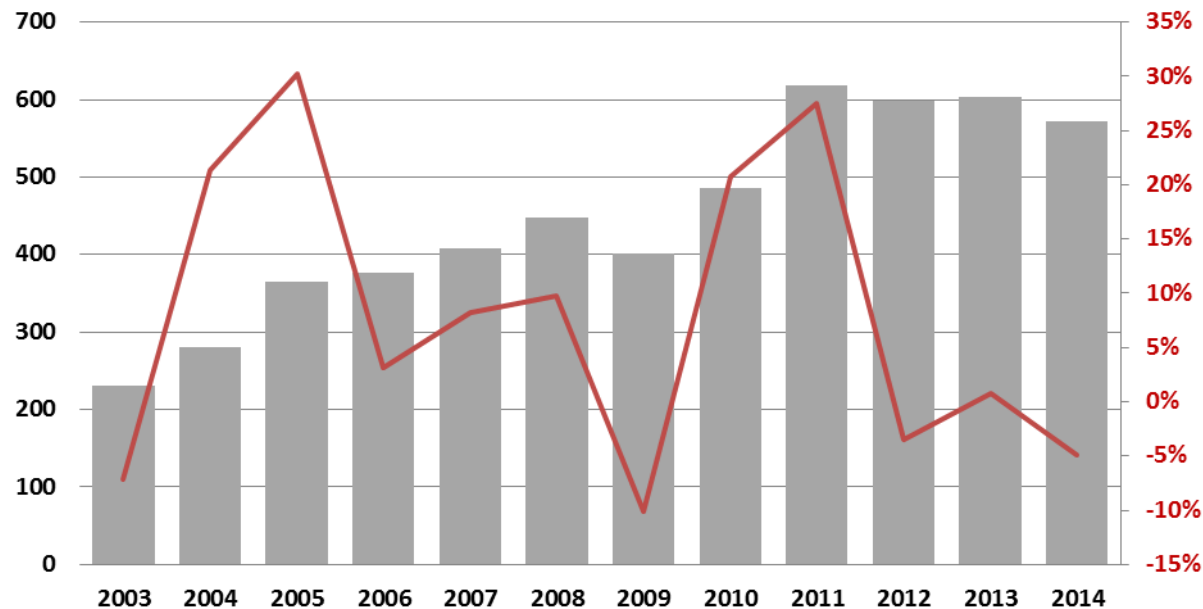
Ene-Abr 2014 = -5%

(US\$ 573 mill)

(Mill. de USD)

Exportaciones Industriales a Ecuador (Enero-Abril)

(Var. % Anual)



Exportaciones Industriales a Venezuela
(Enero-Abril)

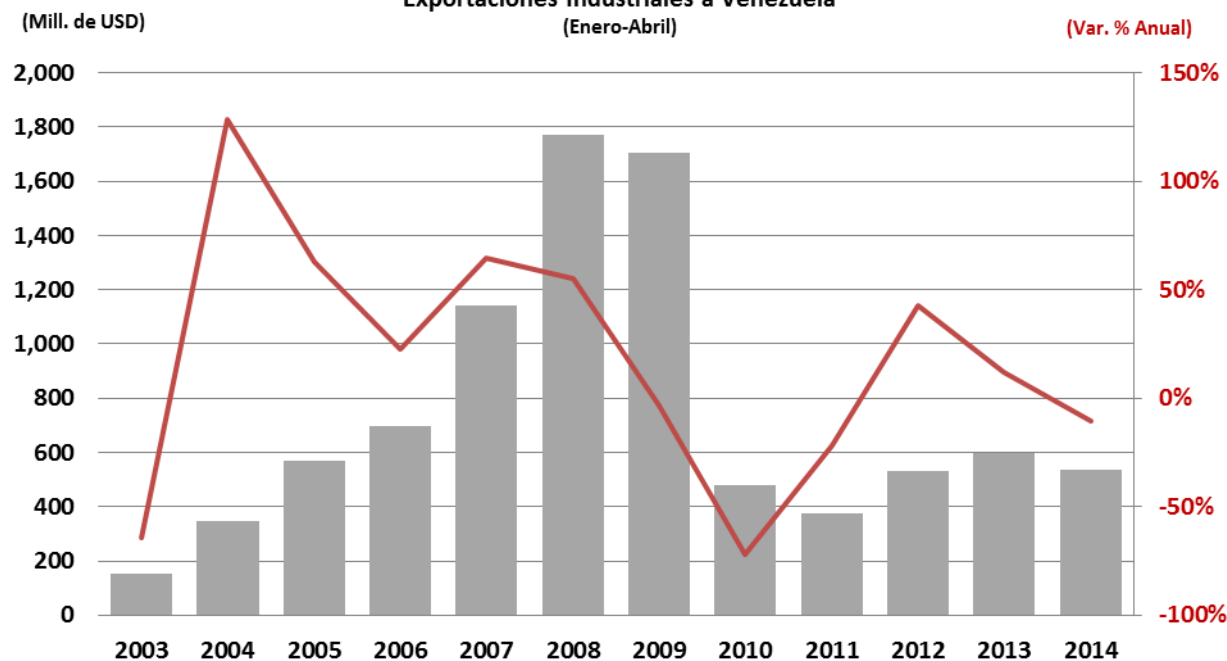
(Var. % Anual)

Venezuela

Ene-Abr 2013 = 12,1%

Ene-Abr 2014 = -10,4%

(US\$ 536 mill)



Resto de destinos

(Sin USA, Ecuador ni Venezuela)

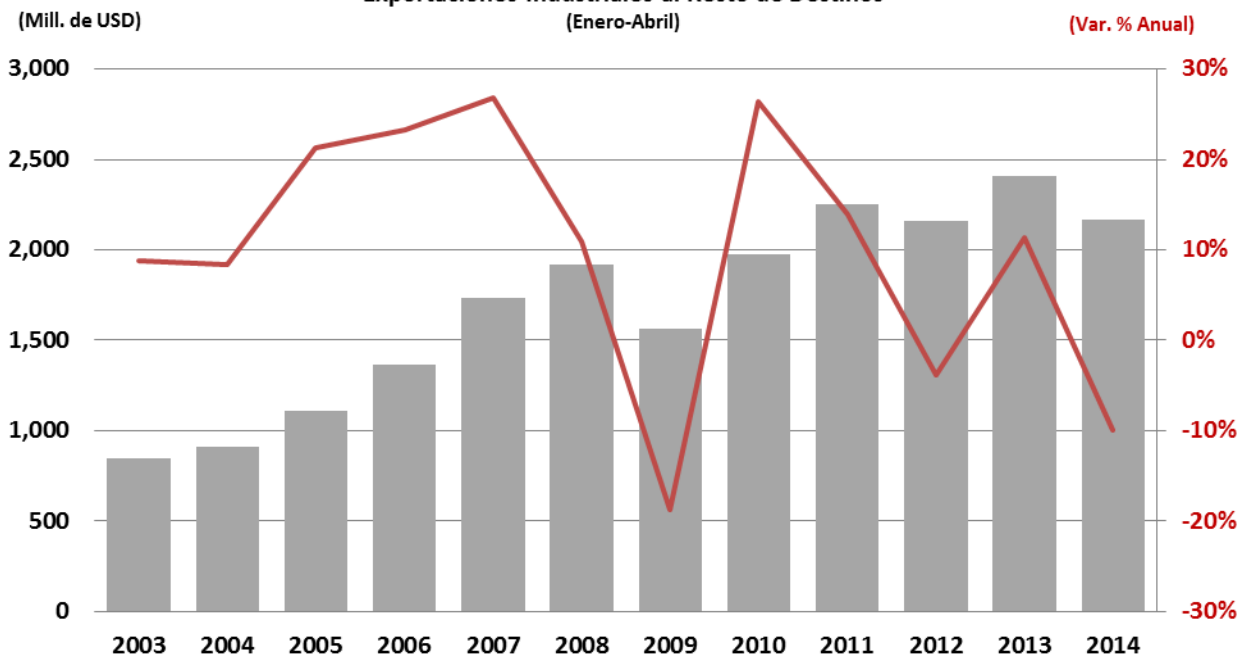
Ene-Abr 2013 = 11,4%

Ene-Abr 2014 = -9,9%

(US\$ 2.169 mill)

Exportaciones Industriales al Resto de Destinos
(Enero-Abril)

(Var. % Anual)

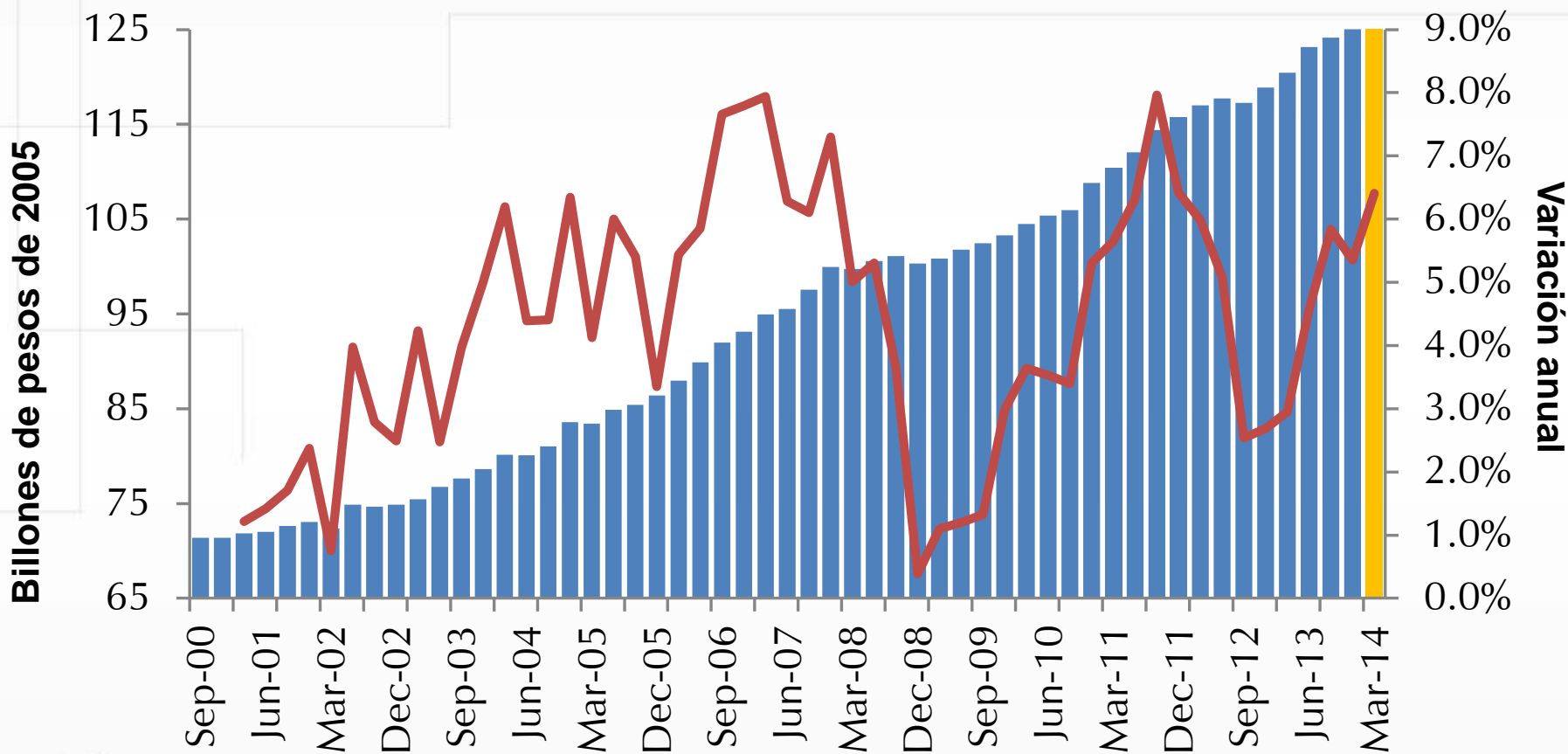


3. Crecimiento Económico: acercándose al potencial



La sorpresa del año: el primer trimestre de 2014 el PIB creció 6,4%

Producto interno bruto



Por el lado de la demanda se destaca el frente fiscal por obras públicas civiles y el consumo del Gobierno. En tanto que el de los hogares mantiene su dinamismo

	2013				2013	2014
	I. Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año completo	I. Trim.
Consumo Total	3.8%	4.5%	4.6%	4.5%	4.4%	5.6%
Consumo de Hogares	3.6%	4.4%	4.5%	4.4%	4.2%	5.1%
Bienes no durables	2.5%	4.7%	4.3%	5.0%	4.1%	5.6%
Bienes semidurables	3.7%	7.0%	6.4%	6.6%	5.9%	6.8%
Bienes durables	5.3%	4.2%	9.8%	-3.2%	3.8%	6.2%
Servicios	4.0%	4.1%	4.1%	4.5%	4.2%	4.3%
Consumo Final del Gobierno	5.6%	5.7%	5.9%	6.1%	5.8%	7.5%
Formación Bruta de Capital	0.8%	1.8%	10.7%	7.4%	5.1%	16.9%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.5%	0.8%	11.7%	7.7%	6.1%	14.6%
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	-1.4%	-6.1%	-10.0%	-13.9%	-7.9%	3.7%
Maquinaria y equipo	2.5%	3.0%	1.6%	4.3%	2.9%	12.8%
Equipo de transporte	-14.4%	-14.6%	1.5%	9.4%	-4.9%	3.6%
Construcción y edificaciones	12.2%	12.5%	31.8%	-3.7%	12.0%	8.3%
Obras civiles	10.2%	-0.2%	19.7%	20.8%	11.9%	25.4%
Servicios	4.0%	-2.6%	12.9%	3.3%	4.2%	6.0%
Demanda interna	3.1%	4.0%	6.3%	5.4%	4.7%	8.7%
Exportaciones Totales	0.7%	10.3%	2.3%	8.5%	5.4%	6.9%
Importaciones Totales	1.7%	4.2%	4.8%	7.4%	4.5%	16.3%
Producto Interno Bruto	2.9%	4.6%	5.8%	5.3%	4.7%	6.4%

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República



FUENTE:DANE

Y por el lado de la oferta resalta igualmente la construcción de obras públicas civiles, y la construcción de edificaciones

Crecimiento Anual del PIB por el lado de la Oferta

Rama de Actividad	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	2013	mar-14
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	3.1%	7.6%	5.2%	5.9%	5.5%	6.1%
Explotación de minas y canteras	1.0%	4.3%	6.8%	7.8%	4.9%	5.6%
Industrias manufactureras	-4.8%	1.1%	-0.2%	0.0%	-1.0%	3.3%
Suministro de electricidad, gas y agua	4.4%	5.9%	4.0%	5.3%	4.9%	3.1%
Construcción	11.1%	6.1%	23.3%	8.6%	12.0%	17.2%
Construcción de edificaciones	11.1%	11.9%	29.9%	-3.0%	11.4%	7.9%
Construcción de obras civiles	11.3%	1.9%	18.8%	20.6%	12.7%	24.8%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2.9%	4.3%	4.6%	5.5%	4.3%	5.6%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2.1%	3.2%	3.5%	3.5%	3.1%	4.5%
Establecimientos financieros [...]	3.8%	4.6%	6.0%	5.7%	5.0%	6.0%
Actividades de servicios sociales [...]	5.0%	5.1%	5.0%	6.2%	5.3%	6.3%
Subtotal Valor Agregado	2.7%	4.3%	5.6%	5.2%	4.5%	6.3%
Impuestos menos subvenciones	3.8%	4.6%	5.7%	4.5%	4.7%	7.7%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	2.9%	4.6%	5.8%	5.3%	4.7%	6.4%

Fuente: DANE, Cuentas Nacionales.

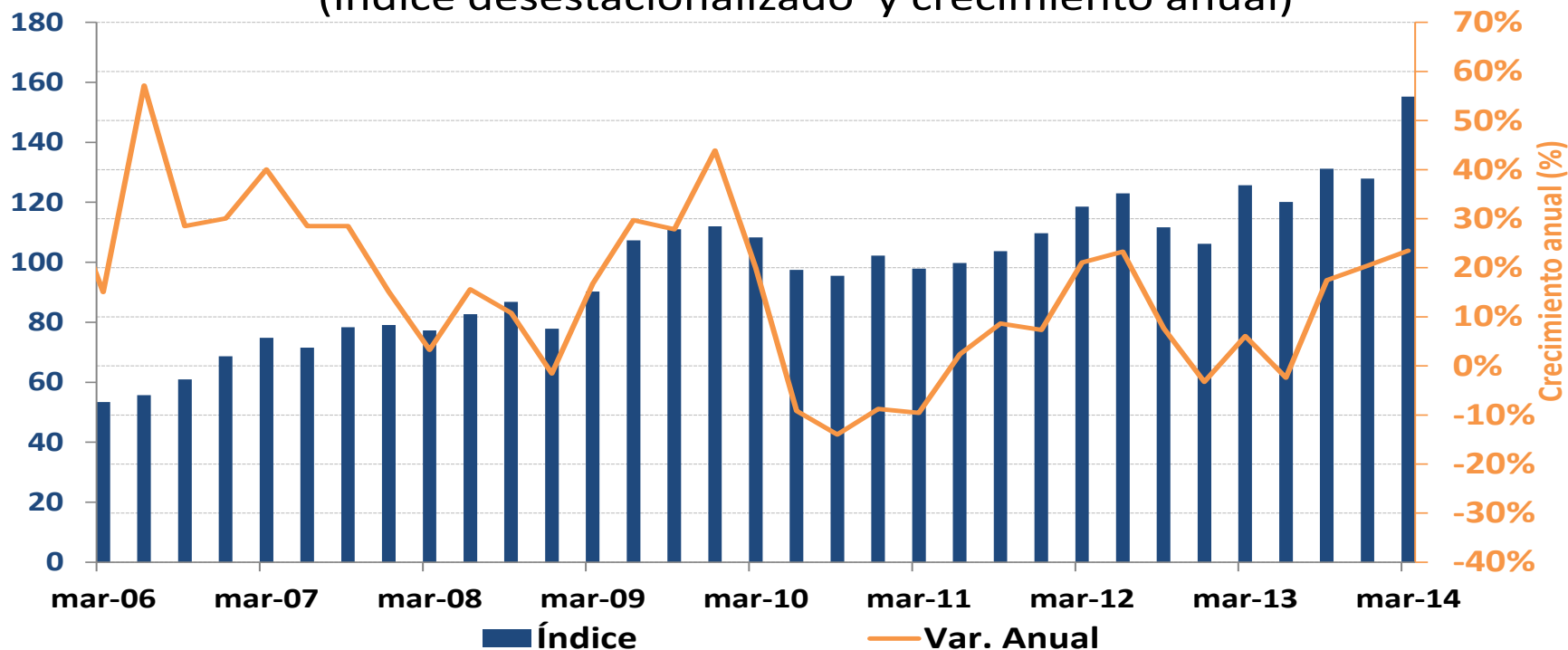


FUENTE: DANE

Del lado de la demanda, el primer trimestre de 2014 el indicador de obras civiles creció 25,4%, mayor que lo esperado por la equipo técnico del Banco (1,4%). Ojo: el DANE no contabiliza ejecución sino desembolsos

Indicador de obras civiles

(índice desestacionalizado y crecimiento anual)



Fuente: DANE

Se destacan carreteras y otras obras de ingeniería. Además de vías de agua, puertos y represas

Crecimientos anuales y contribuciones al crecimiento anual
del Obras Civiles por tipo de construcción

TIPO DE CONSTRUCCION	VARIACIONES			CONTRIBUCIONES (puntos porcentuales)		
	ANUAL	AÑO CORRIDO	DOCE MESES	ANUAL	AÑO CORRIDO	DOCE MESES
TOTAL	25,4	25,4	15,0	25,4	25,4	15,0
Carreteras, calles, caminos, puentes, carreteras sobreelevadas, túneles y construcción de subterráneos	31,9	31,9	22,2	12,7	12,7	7,0
Vías férreas, pistas de aterrizaje y sistemas de transporte masivo	4,9	4,9	0,9	0,1	0,1	0,0
Vías de agua, puertos, represas, acueductos, alcantarillado y otras obras portuarias	40,0	40,0	55,6	4,4	4,4	6,8
Construcciones para la minería, centrales generadoras eléctricas y tuberías para el	6,1	6,1	0,5	2,3	2,3	0,2
Otras obras de ingeniería*	64,8	64,8	8,9	5,8	5,8	1,1

Fuente: DANE, Indicador de inversión en obras civiles

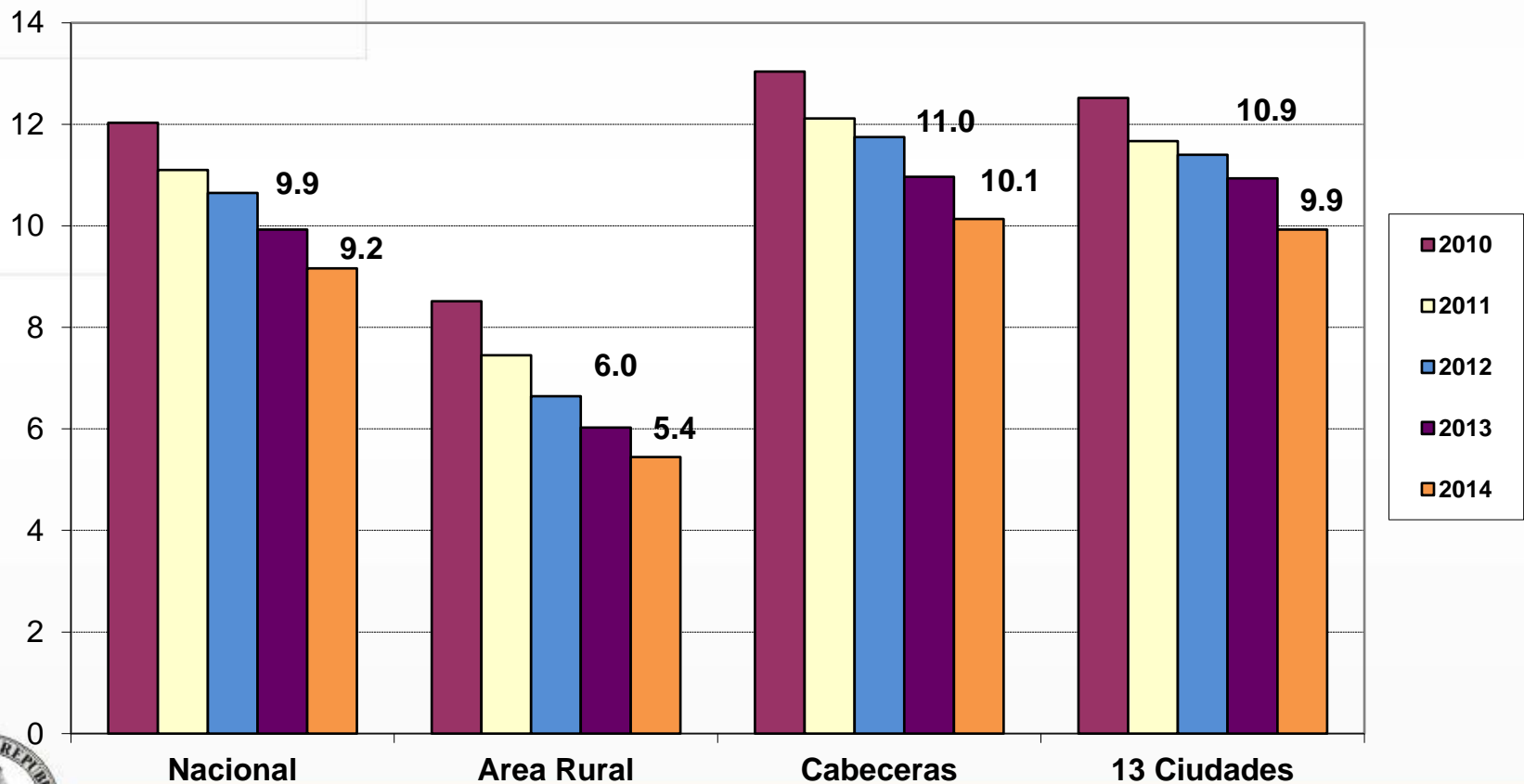
* Otros incluye estadios y otras instalaciones deportivas para el juego al aire libre, parques, obras de protección ambiental, plazas de mercado etc.



Fuente: DANE

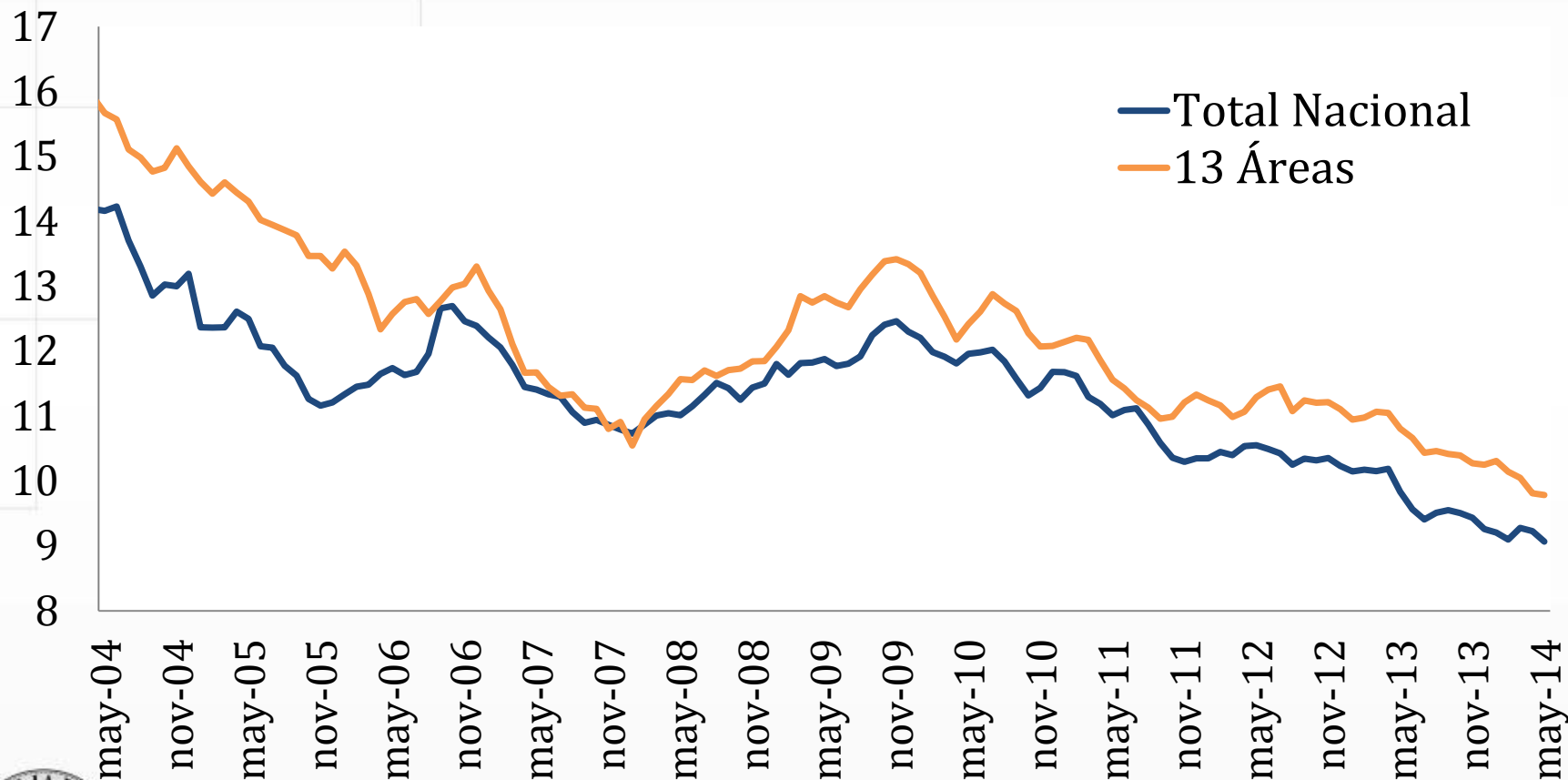
En el trimestre móvil marzo-abril-mayo la tasa de desempleo (TD) continuaba reduciéndose para todos los dominios geográficos

Tasa de desempleo
(Marzo-Abril-Mayo)



Descontando el efecto estacional, resulta evidente la tendencia descendente de la TD

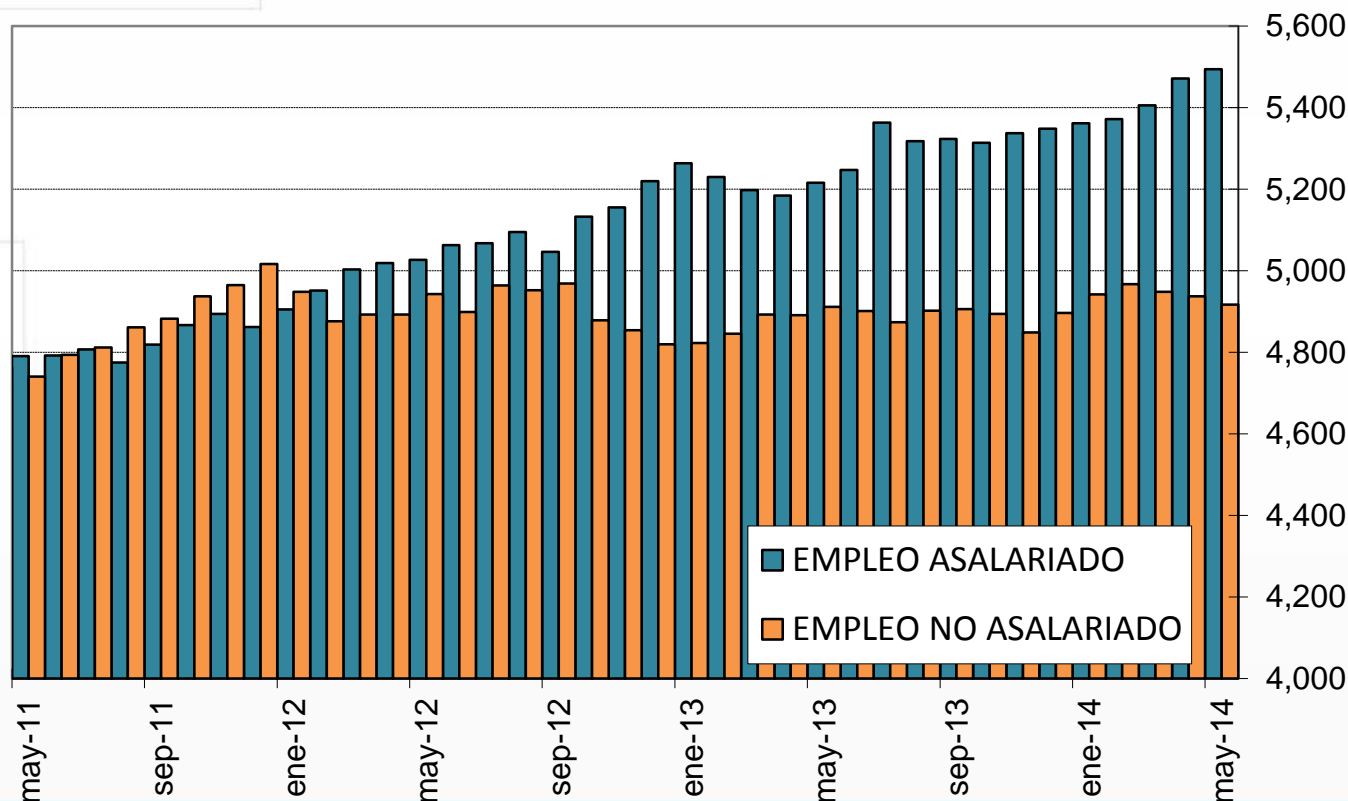
Tasa de Desempleo
(Desestacionalizada)



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

La porción del empleo asalariado crece en contraposición al no asalariado, lo que sugiere un mejoramiento de su calidad y una mayor formalización

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



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

Lo cual es coherente con la reducción continuada del subempleo objetivo

Tasa de Subempleo Objetivo (Desestacionalizada)



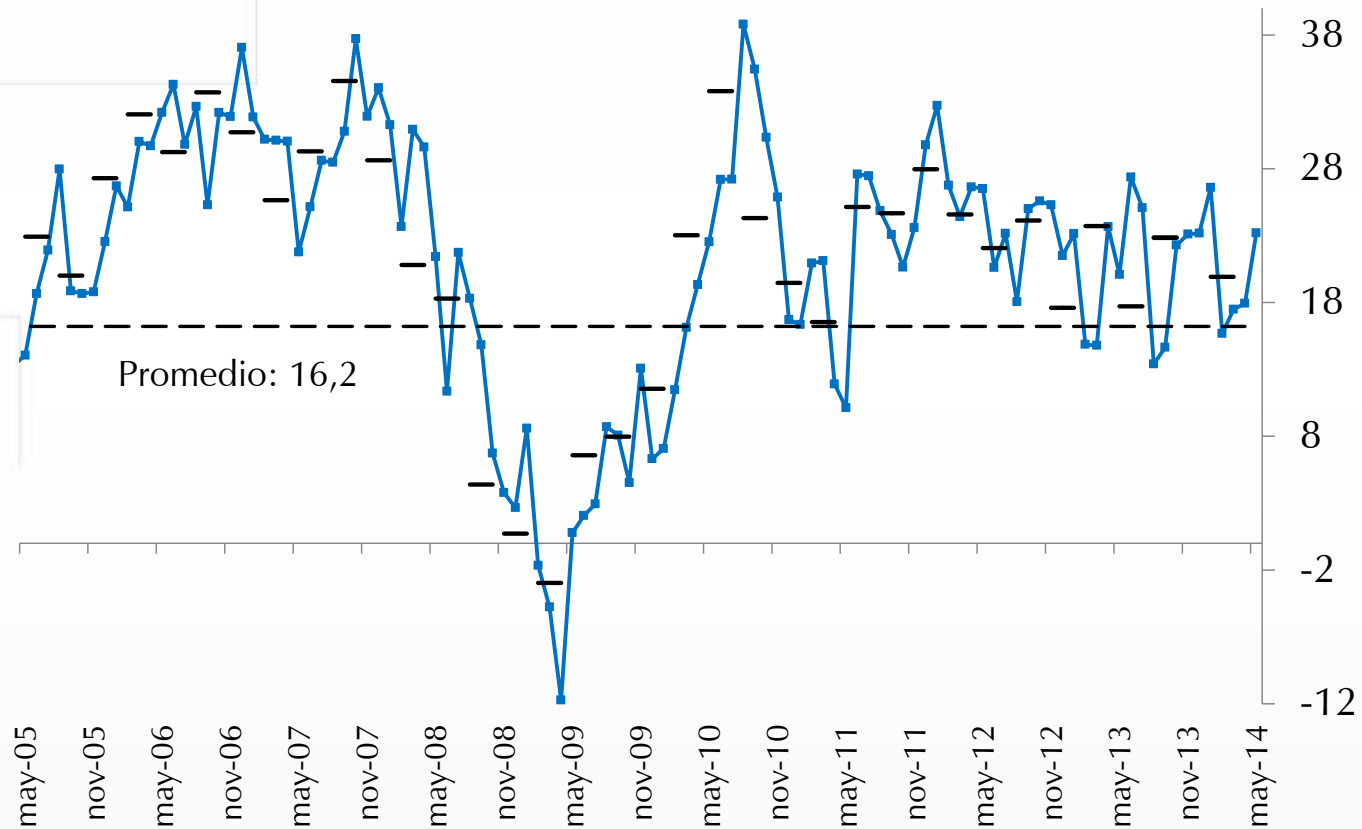
Subempleo objetivo: se refiere al deseo manifestado por el trabajador de mejorar sus ingresos, el número de horas trabajadas o tener una labor más propia de sus personales competencias. Además, han hecho una gestión para materializar su aspiración, y están en disposición de efectuar el cambio.

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



En mayo la confianza de los consumidores se recuperó

Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo



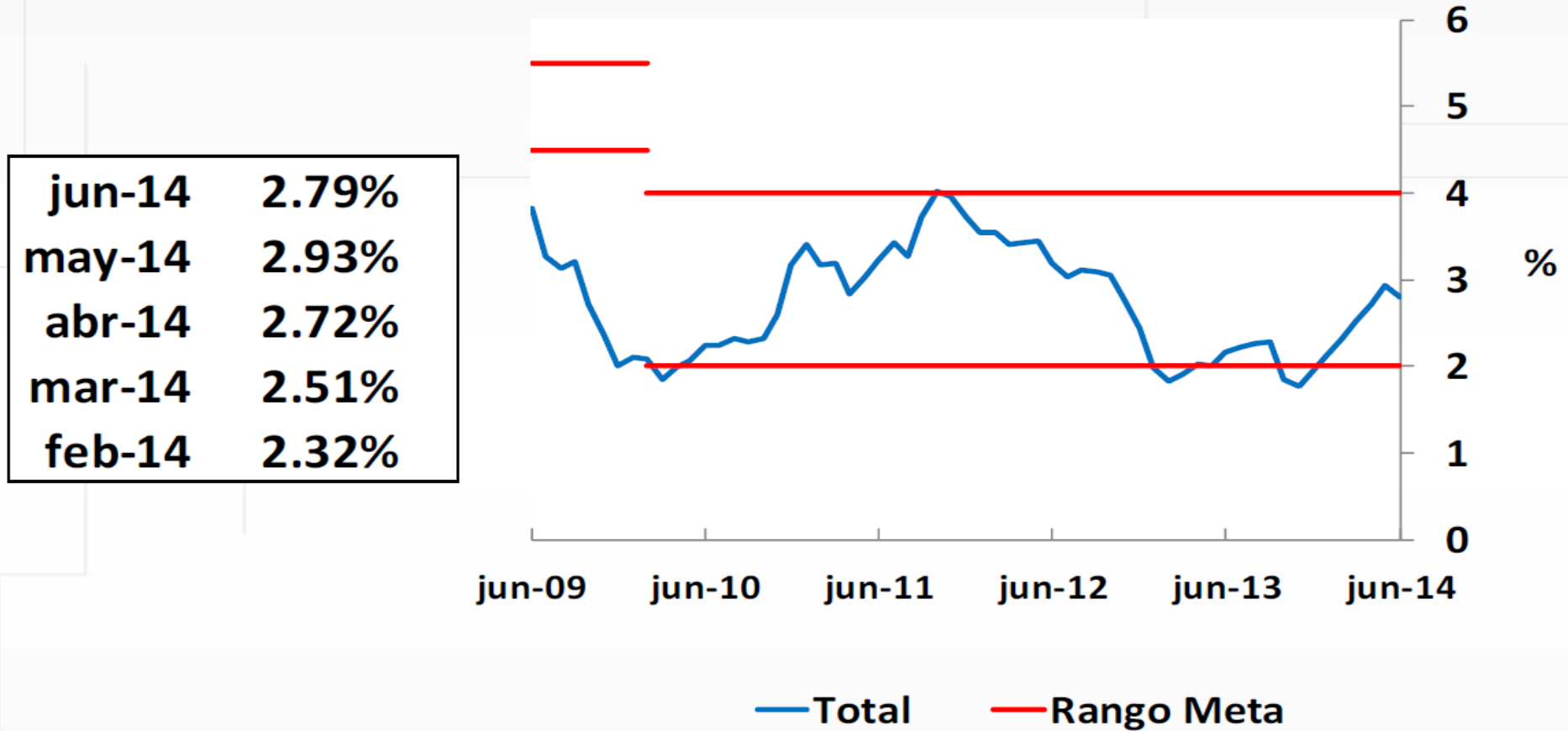
Fuente: Fedesarrollo.

4. Inflación: convergiendo hacia la meta



Inflación anual al consumidor doce meses: aún por debajo de la meta y reducción en el último mes

Inflación total al consumidor



La 'dominancia' climática sobre la inflación de alimentos y de esta sobre la total: contornos casi idénticos

Inflación anual de Alimentos

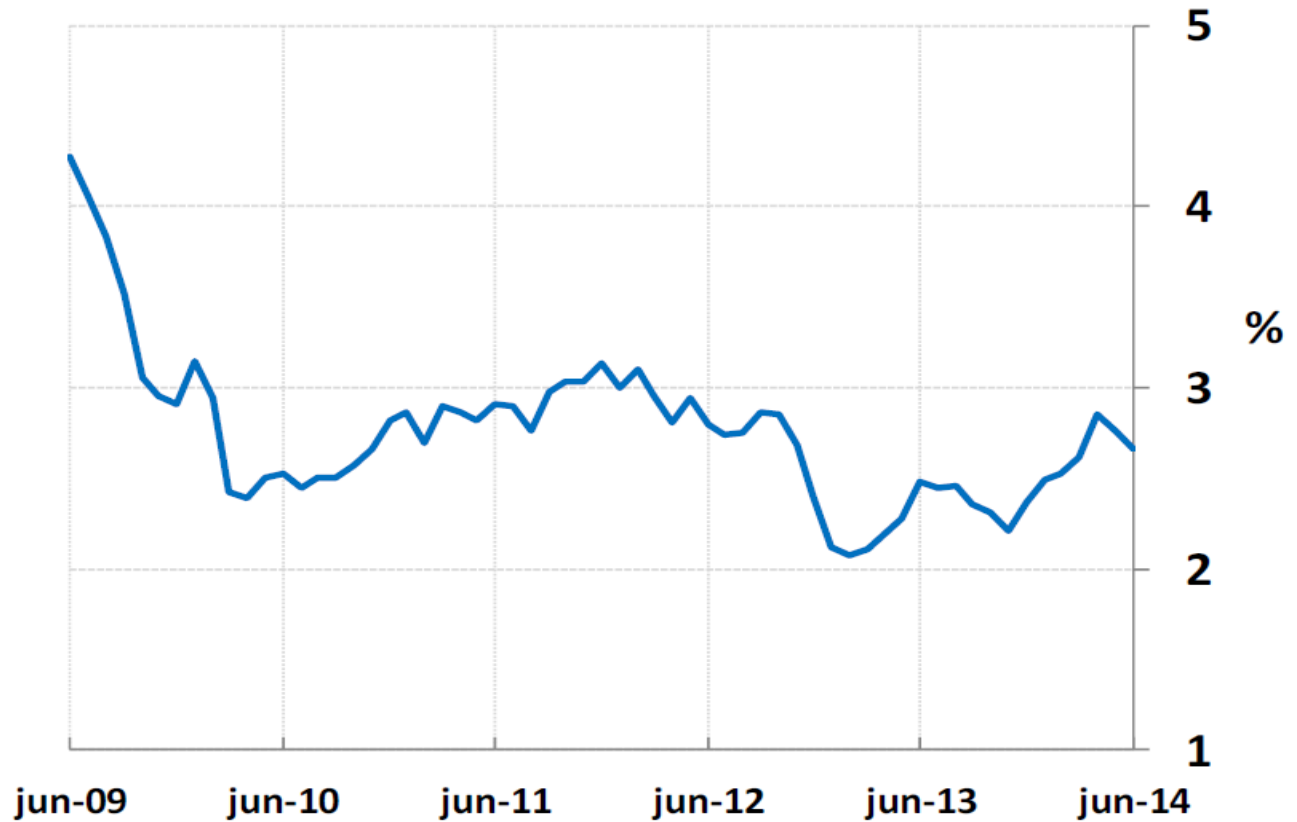
jun-14	3.11%
may-14	3.35%
abr-14	2.39%
mar-14	2.23%
feb-14	1.78%



La inflación sin alimentos, también por debajo de la meta y en los dos últimos dos ha caído

Inflación anual sin Alimentos

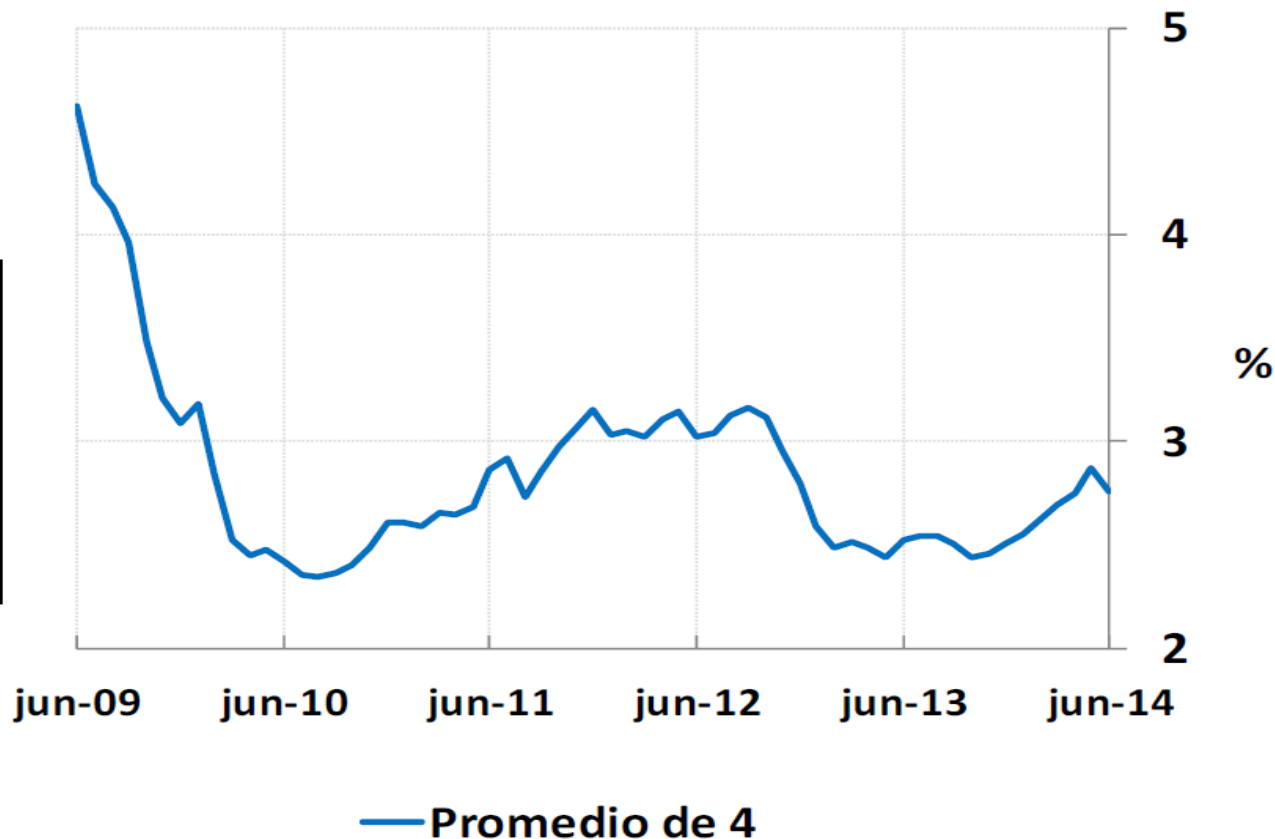
jun-14	2.66%
may-14	2.76%
abr-14	2.85%
mar-14	2.62%
feb-14	2.53%



Promedio de los indicadores de inflación básica: en último trimestre relativamente estables por debajo de la meta. El indicador del último mes se redujo

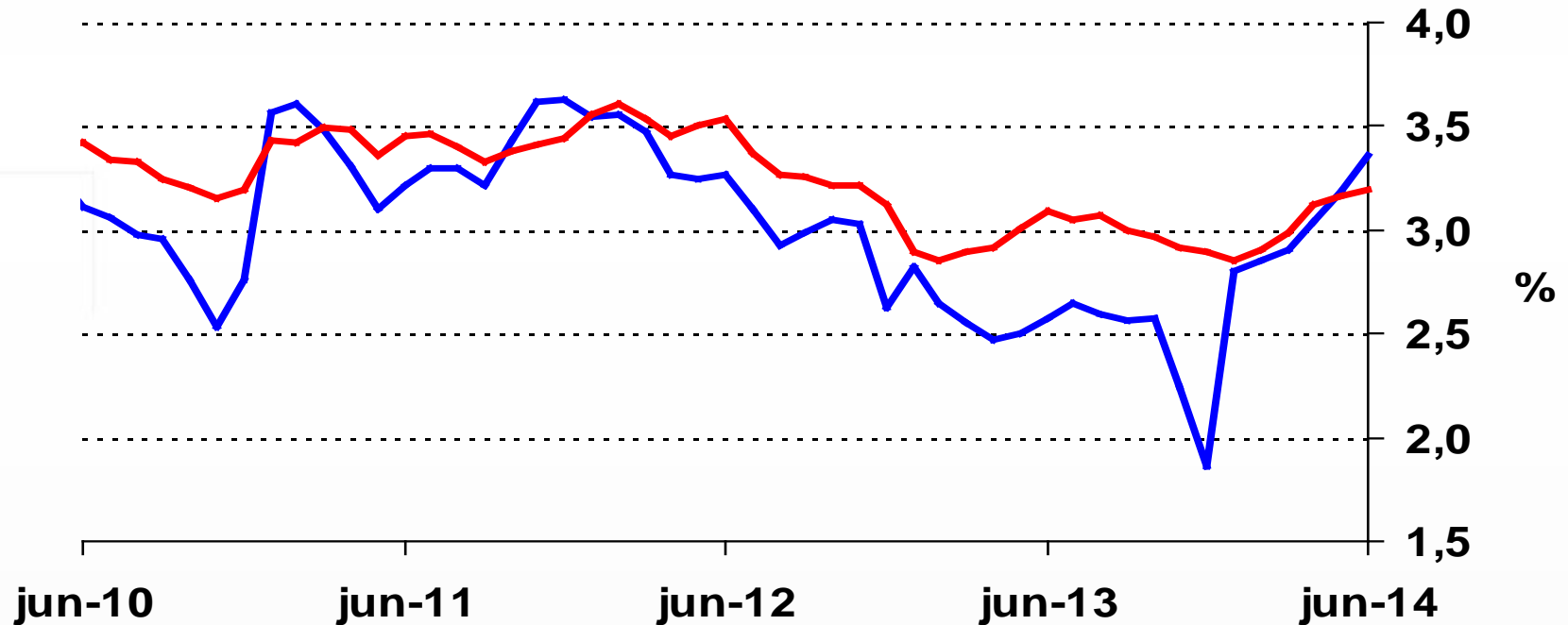
Indicadores de inflación básica

jun-14	2.76%
may-14	2.87%
abr-14	2.75%
mar-14	2.69%
feb-14	2.63%



Pronósticos de inflación a diciembre de cada año Bancos y comisionistas de bolsa en junio, antes de conocer su última reducción

Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa



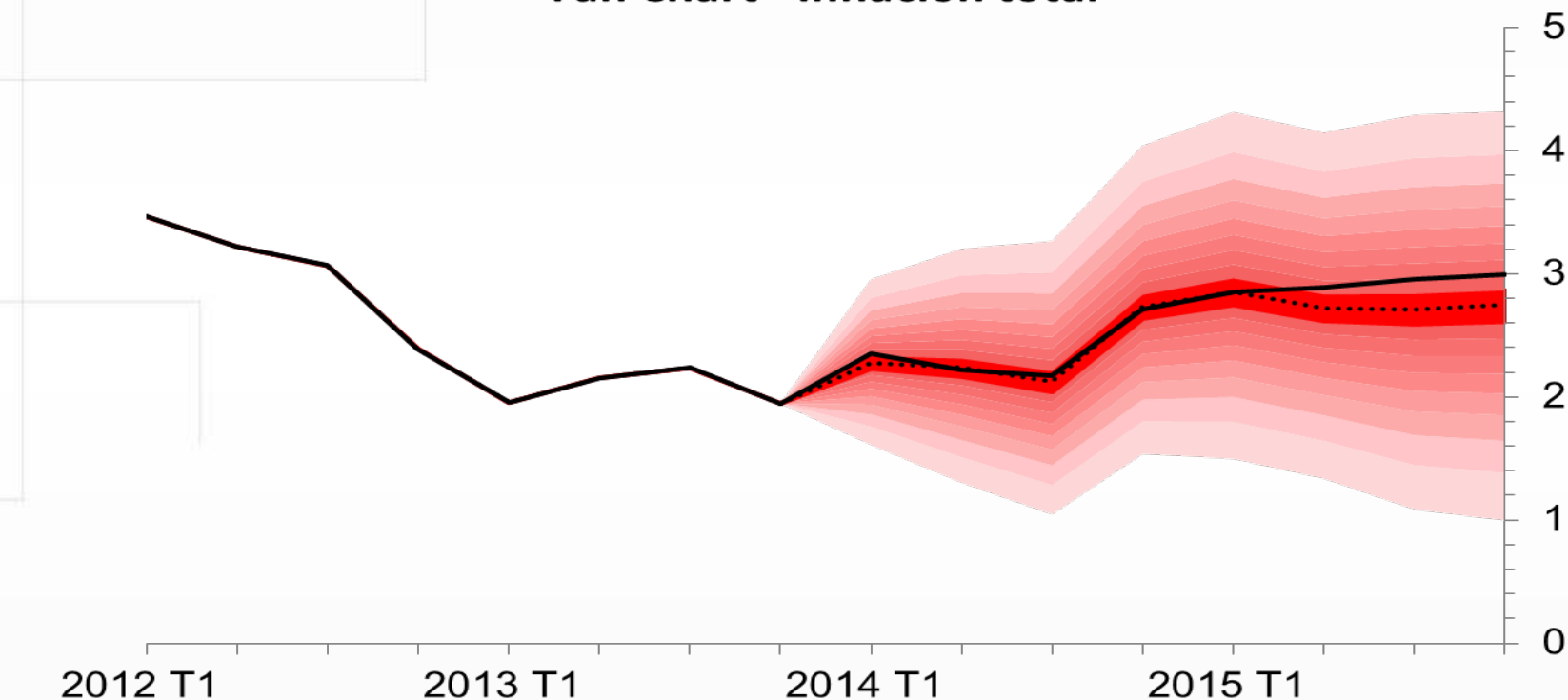
— A dic. de cada año — Doce meses adelante



Fuente: Banco de la República.

Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (Fan Chart): convergencia hacia la meta y sin riesgos hacia adelante

Fan Chart - Inflación total



MMT (Modelo de Mecanismo de Transmisión).

PATACON (Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs) - Modelo de Equilibrio General Dinámico Estocástico.



5. Política monetaria 2014: camino de la normalización



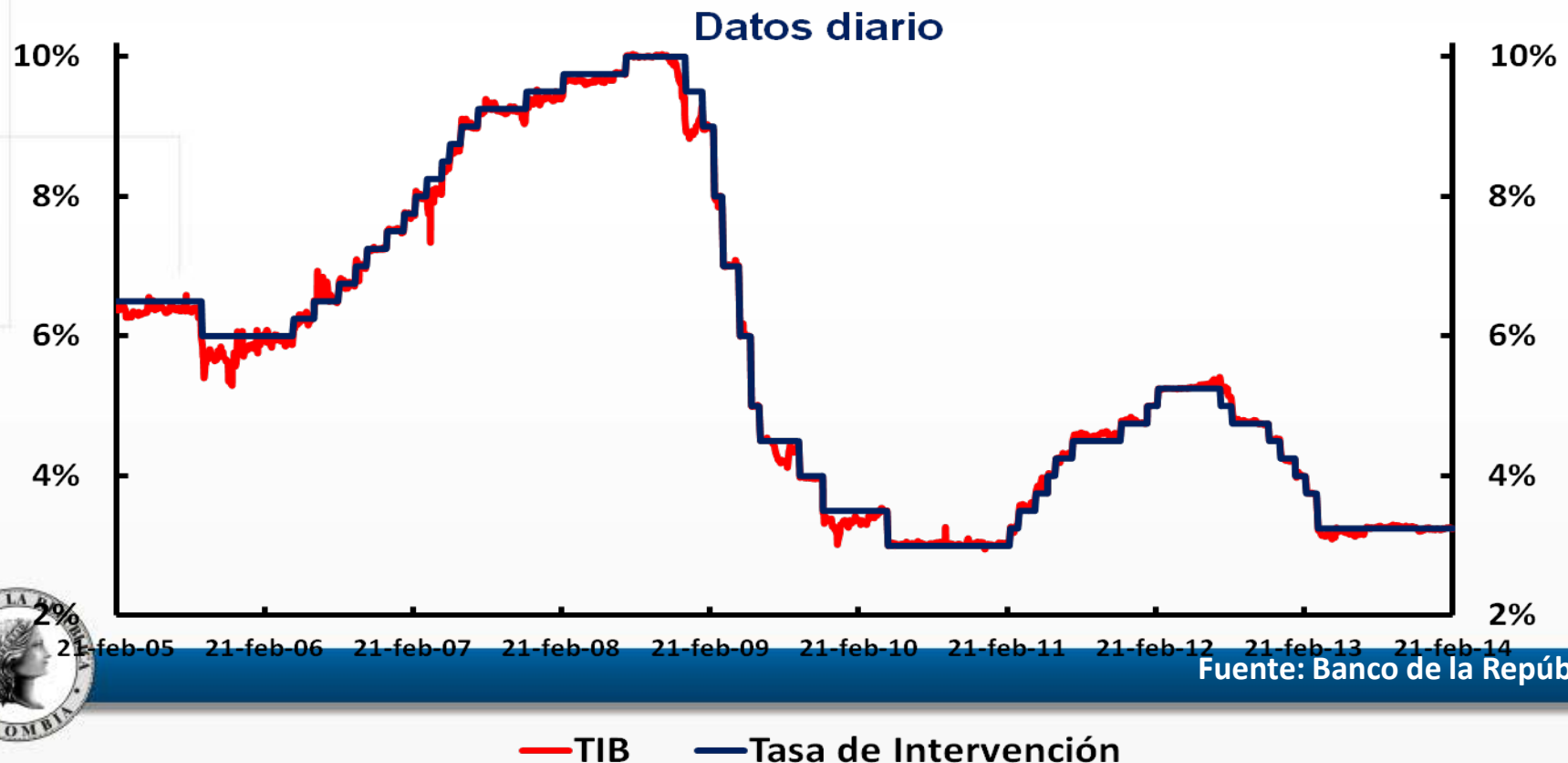
La respuesta de la política monetaria

- Durante el pasado reciente las variaciones de la tasa de inflación han sido determinadas fundamentalmente por el comportamiento de los precios de los alimentos, en especial de los perecederos,
- Dicho comportamiento, a su vez, principalmente ha sido el resultado de factores climáticos, esto es de choques de oferta transitorios, en vez de excesos de demanda.
- Por tanto, ante dichos fenómenos, en principio la autoridad monetaria no debería reaccionar más allá de la normalización de la política, a no ser que las expectativas de inflación terminen siendo afectadas de manera significativa.



Desde marzo del año anterior se había mantenido la tasa de interés de intervención en 3,25%: postura expansiva que dio los frutos esperados. A partir de abril la Junta emprendió el proceso de normalización de la política monetaria. Hoy se halla en 4%.

Tasa de Intervención y TIB



(1) El porqué de la ‘normalización de la política monetaria

- La inflación muestra signos inequívocos sobre su convergencia hacia la meta del 3% para el fin del año.
- Igualmente, las expectativas están convergiendo hacia la meta para el final del año.



(2) El porqué de la ‘normalización de la política monetaria

- En contraste con el débil comportamiento de las exportaciones, se mantiene el dinamismo de la demanda interna.
- La tasa de desempleo prosigue su disminución y ha alcanzado el terreno de un sólo dígito.
- Y aunque, en mi opinión, la brecha del producto sigue en terreno negativo, el crecimiento del PIB podría llegar este año al 4,7%, o sea una tasa muy cercana al del PIB potencial.



(3) El porqué de la ‘normalización de la política monetaria

- Dado el rezago existente entre la adopción de medidas de política monetaria y el surtido pleno de sus efectos (en promedio seis trimestres), y el hecho de que la clave de una buena política yace en la capacidad de anticipación de sus autoridades, lo indicado era anticiparse emprendiendo un proceso gradual de normalización de la misma.
- En virtud de que hay indicios de una reducción de la tasa natural o neutral, la magnitud del ajuste restante de la tasa de intervención del Banco hasta llevarla a la normalización de la política monetaria, podría por tanto ser ahora menor que antes.



6. Tasa de cambio y controles de capital: la instancia extrema



El peso, de nuevo, una de las monedas más revaluadas de la región

Devaluación

Revaluación en amarillo y devaluación en verde

Tipos de

Cambio

07-jul-14

LATAM	Devaluaciones							
	dia	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia Tasa Promedio a las 12:55:00 pm	0,19%	-1,47%	-1,75%	-4,12%	-4,09%	-4,07%	4,18%	5,06%
Colombia Tasa Ultima a las 12:55:00 pm	0,46%	-1,20%	-1,48%	-3,86%	-3,82%	-3,80%	4,47%	5,34%
Brasil	0,30%	0,28%	-1,19%	-5,99%	-6,40%	-1,25%	9,47%	43,08%
México	0,24%	0,28%	0,59%	-0,24%	-0,10%	0,70%	-2,46%	11,76%
Argentina	0,03%	0,11%	0,14%	24,87%	23,37%	50,86%	79,96%	96,71%
Peru	0,13%	-0,88%	-0,36%	-0,81%	-1,02%	-0,31%	4,80%	1,37%
Uruguay	-0,12%	0,56%	-0,33%	6,76%	7,51%	10,89%	5,54%	24,41%
Chile	0,19%	-0,46%	0,13%	4,75%	3,76%	9,52%	10,78%	19,25%



Recientemente el BR ha hecho las más altas compras de divisas de la historia, afianzando la confianza internacional, pero sin haber logrado eliminar la desalineación de la TCR frente a la de equilibrio

Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República (millones de dólares)

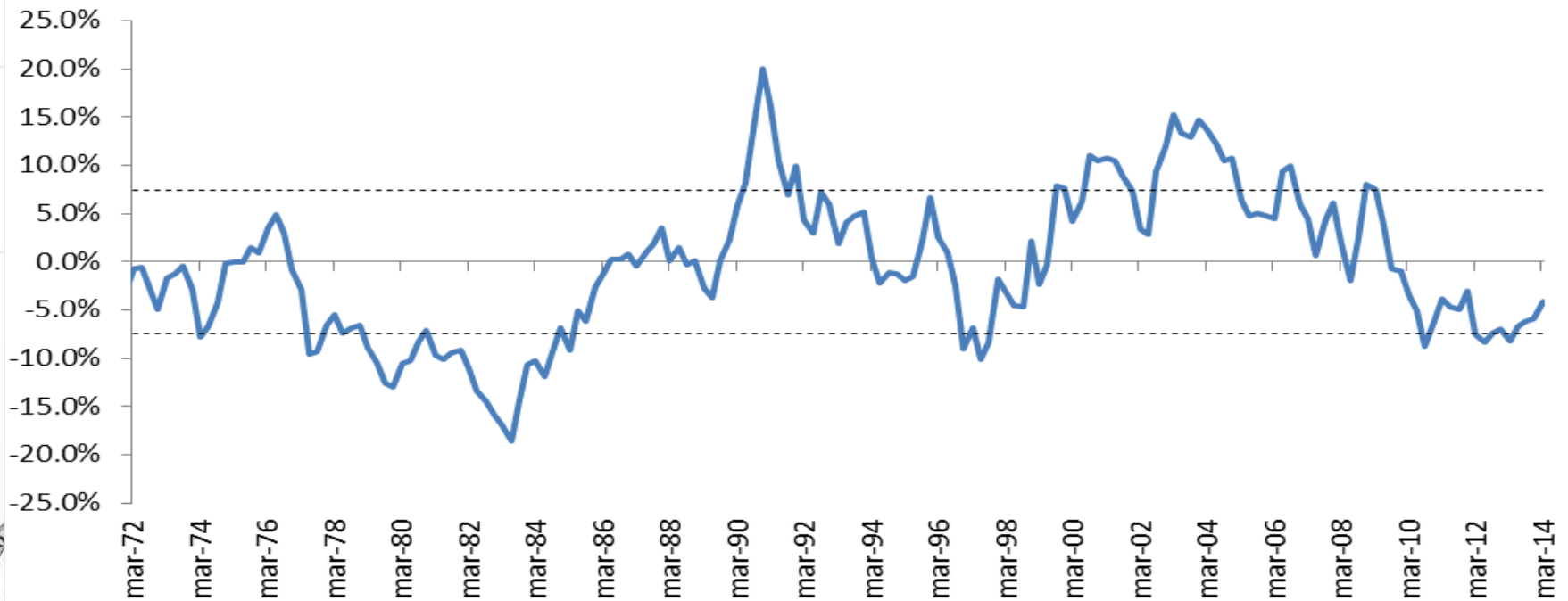
	Compras Netas	Ventas al gobierno	Compras netas sin gobierno
2000	319	0	319
2001	629	0	629
2002	-163	0	-163
2003	-238	0	-238
2004	2405	500	2905
2005	1408	3250	4658
2006	-164	1000	836
2007	4713	0	4713
2008	2147	0	2147
2009	171	0	171
2010	3060	0	3060
2011	3720	0	3720
2012	4844	0	4844
2013	6769	0	6769
2014:			
Acumulado	1600	0	1600
Enero-Junio			



Fuente: Banco de la República

Hasta marzo continuaba el desalineamiento de la TCR con relación a la de equilibrio, pero a partir del día 19 de ese mes, tras el anuncio del rebalanceo de la inversiones de portafolio de JP Morgan, se agudizó la revaluación del peso de manera severa. ¿Fenómeno transitorio?

Desalineamiento promedio estimado de la TCR



Colombia: clave monitoreo sobre entradas de capital por endeudamiento externo e inversiones de portafolio

- En Colombia antes de episodios de *boom* crediticios se suelen presentar masivas entradas de capital, ampliaciones *atípicas* de déficit en cuenta corriente y apreciación del peso.
- En tanto que los precios de los activos se comportan de manera pro-cíclica con respecto al *boom*.
- En lo corrido del año a Junio, el flujo de inversión extranjera de portafolio ha aumentado en 160% con relación a igual período del año anterior. Aunque la extranjera directa ha caído 9% y la cartera en moneda extranjera no crece.
- Pero no se debe descartar el fenómeno inverso, o sea *sudden stops*, en la medida en que avance el *tapering* y la economía norteamericana se recupere y comience a normalizar su política.



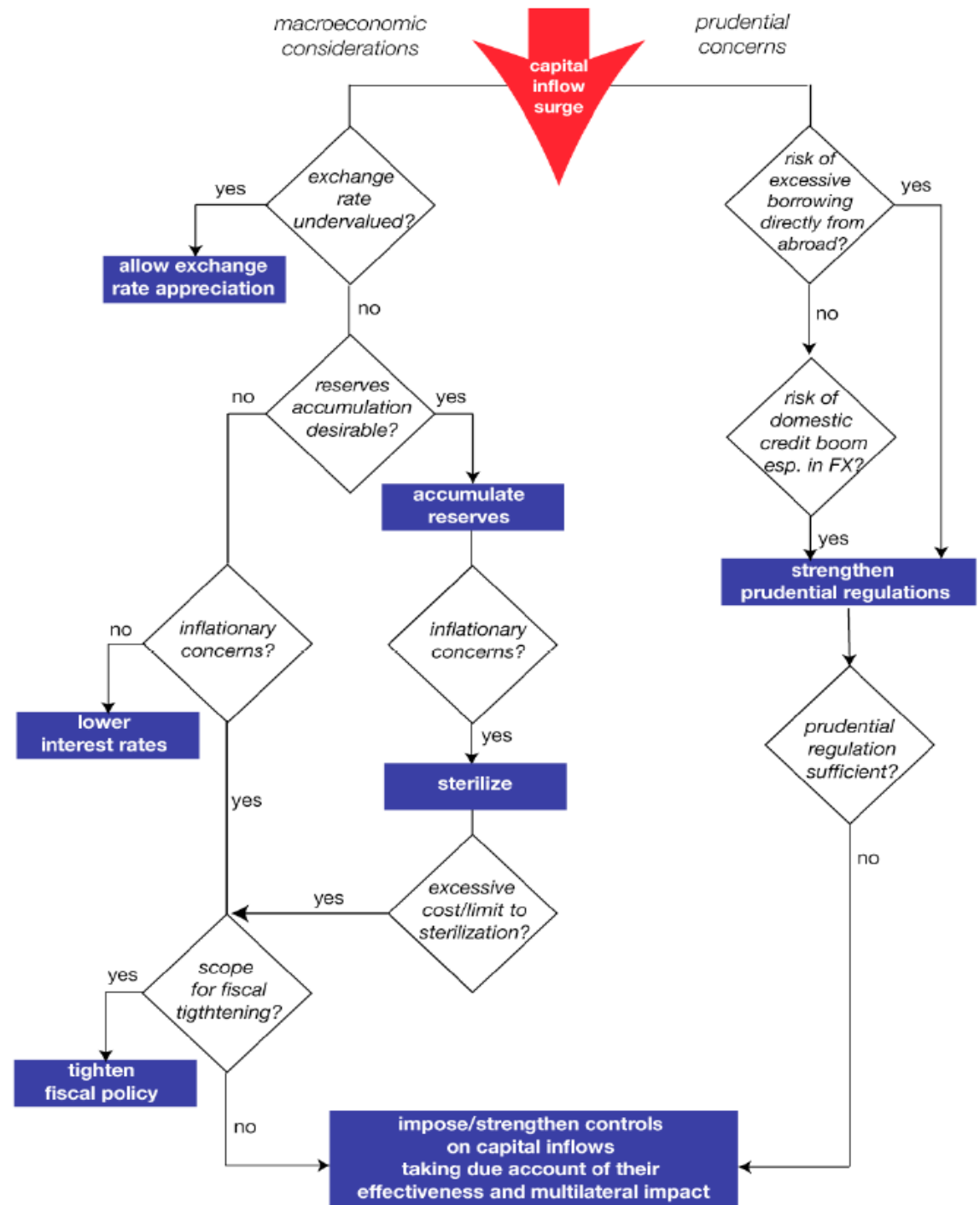
Controles de capital de corto plazo: otra herramienta de regulación, sólo en casos estrictamente necesarios (Jonathan D. Ostry y otros del FMI, 2010)

- Dos razones adicionales para controles de capital: ponerle límites a la apreciación de la tasa de cambio real, y a la vulnerabilidad de la economía ante modalidades de financiamiento externo que se consideren de más alto riesgo (por ejemplo operaciones *'carry trade'*).
- Tales controles han sido un complemento muy útil de las demás herramientas macroeconómicas (fiscales, monetarias y regulatorias), *bajo circunstancias especiales y transitorias*



‘La regla de Ostry’

Si la economía se halla operando cerca de su potencial; el nivel de reservas es el adecuado; la tasa de cambio no está subvaluada; y es probable que los flujos de capital sean transitorios, el uso de controles se justificaría



La combinación de controles e intervención puede ser efectiva siempre que se cumplan las condiciones de la ‘regla de Ostry’: la evidencia de Colombia

En Colombia, ni los controles de capital ni la intervención cambiaria utilizados por separado necesariamente fueron siempre exitosos para depreciar la tasa de cambio, arrojando resultados mixtos. Sin embargo, Rincón y Toro (2010) encontraron que entre 2007 y 2008, cuando los controles y la intervención fueron empleadas simultáneamente, la interacción de ambas políticas resultó ser estadísticamente significativa para incrementar el retorno de la tasa de cambio. O sea para depreciar el peso.



Gracias

