



# **POLÍTICA MONETARIA FRENTE A LA COYUNTURA ECONÓMICA**

**Embajada Británica – UK Colombia Trade**

**Bogotá, noviembre 11 de 2015**

**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: señales mixtas
2. Comercio exterior: la lección de la ‘enfermedad holandesa’
3. Crecimiento: ostensible pero esperada desaceleración
4. La respuesta de política ante la persistencia del aumento de la inflación y el riesgo sobre la credibilidad de la autoridad monetaria



# **1. El contexto externo: señales mixtas**



- Notable crecimiento del 3,9% en segundo trimestre, por encima del de su potencial, impulsado por el consumo y el efecto riqueza debido al repunte de precios de la vivienda.
- Pero con inflación aún muy por debajo de su meta del 2%, por combustibles y revaluación.
- Su tasa de desempleo (10,8% en octubre de 2008) en 5%, cerca de la 'NAIRU', o del nivel de pleno empleo.
- ¿Reajuste de la tasa de interés de la FED en diciembre?

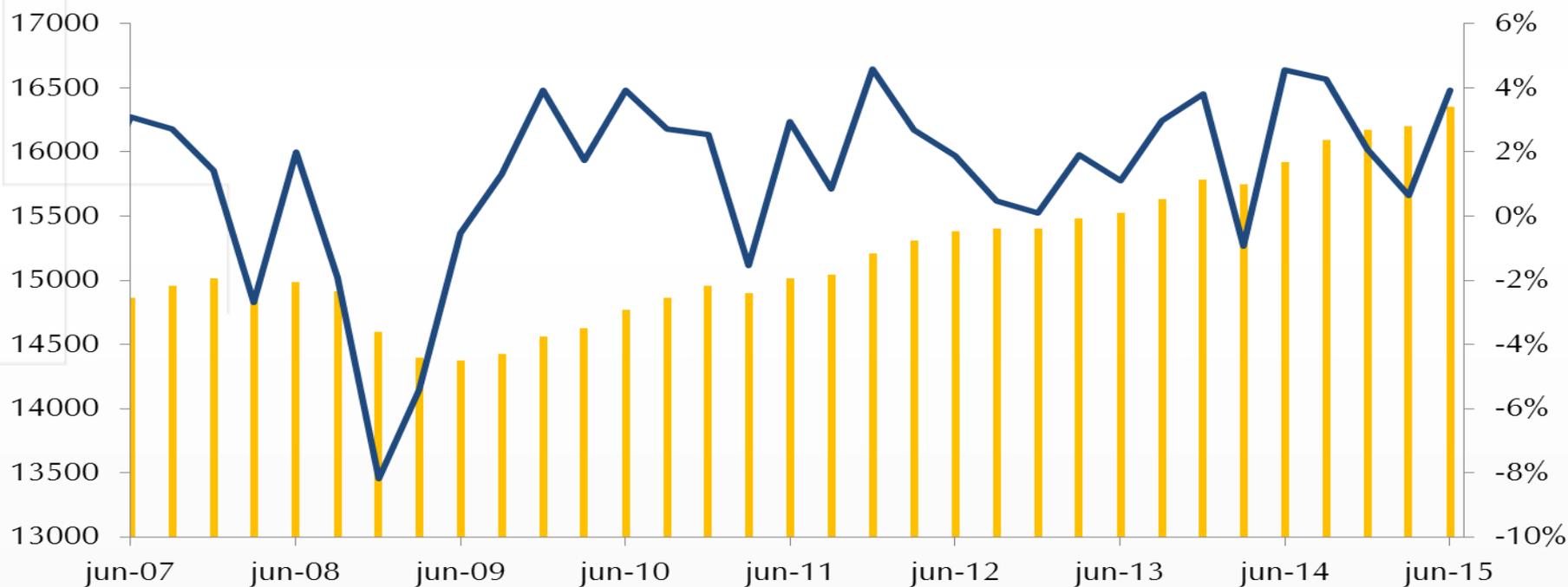


# EU: recuperación en marcha

## Tercer Estimativo del PIB real de los Estados Unidos

(Miles de millones de dólares de 2009)

(Porcentaje)

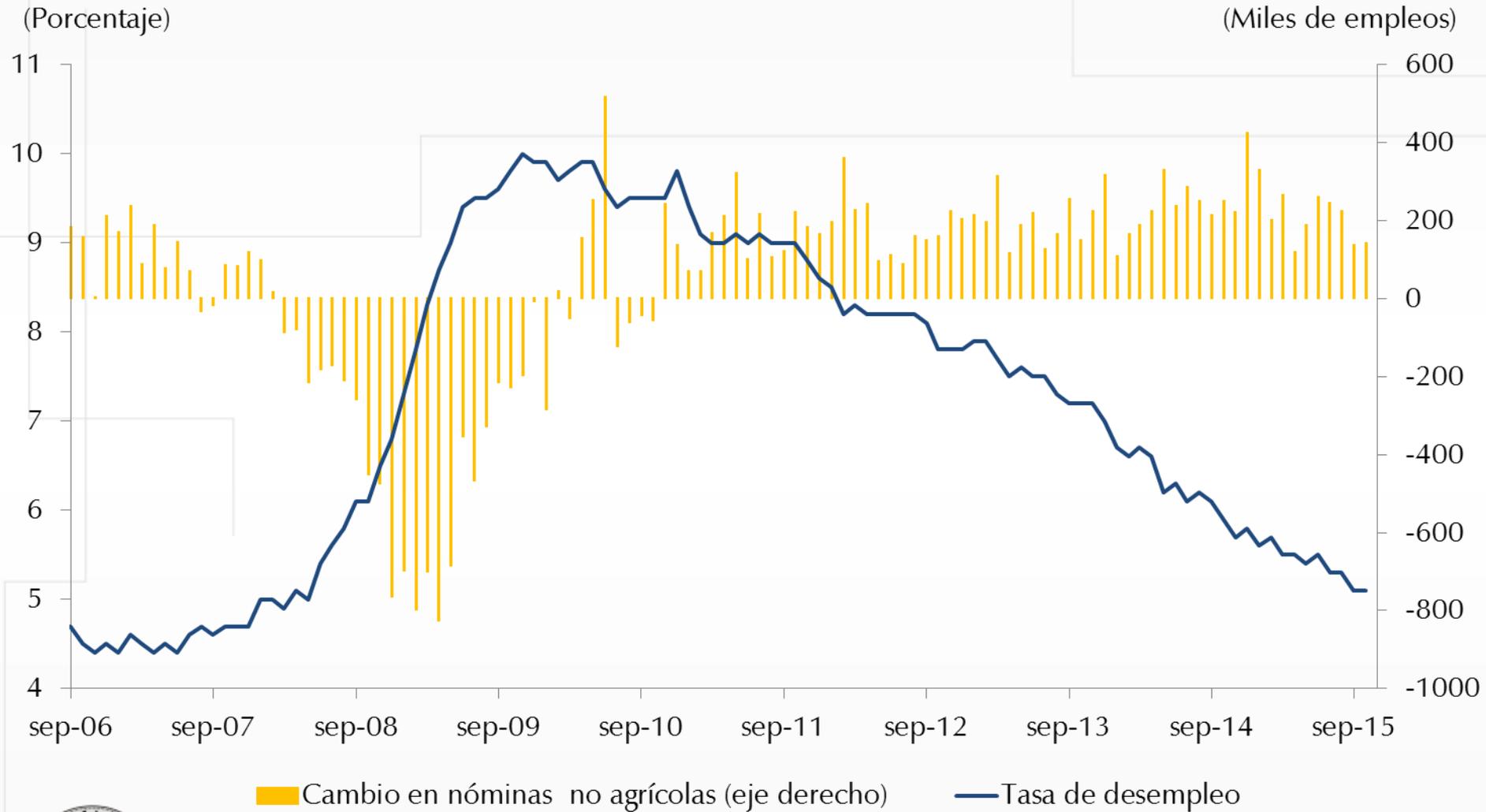


■ PIB Real

— Variación Trimestre Anualizado (eje derecho)



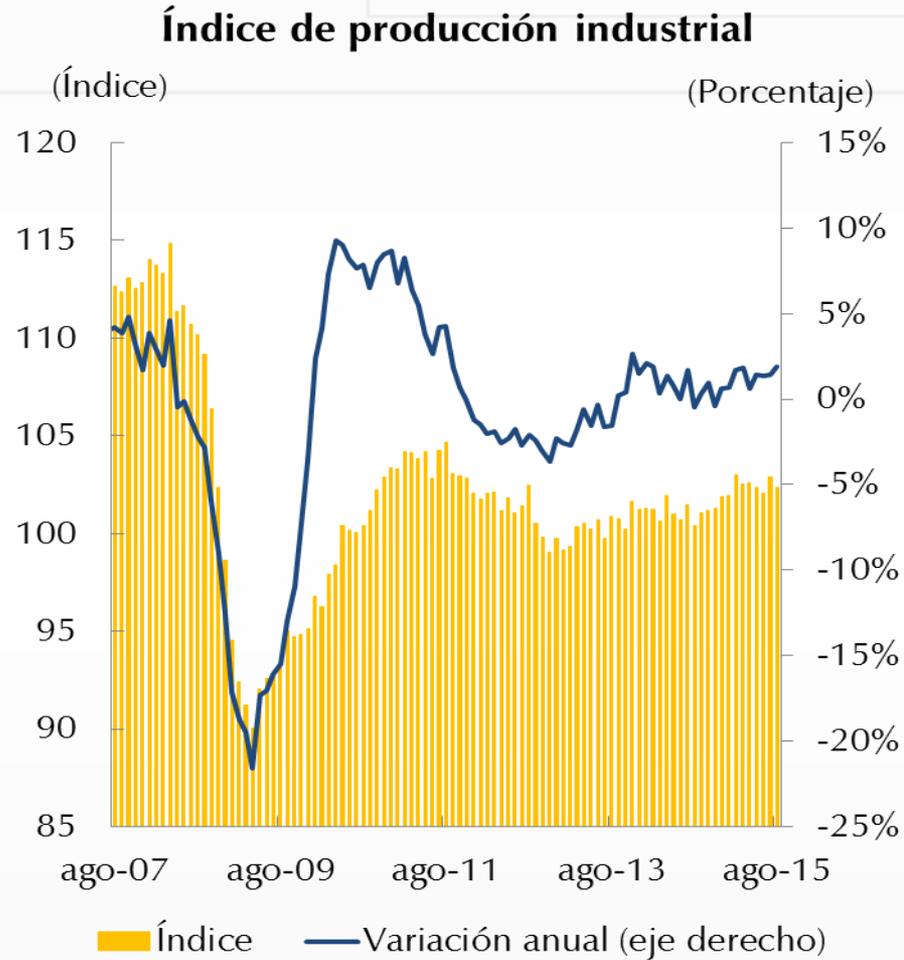
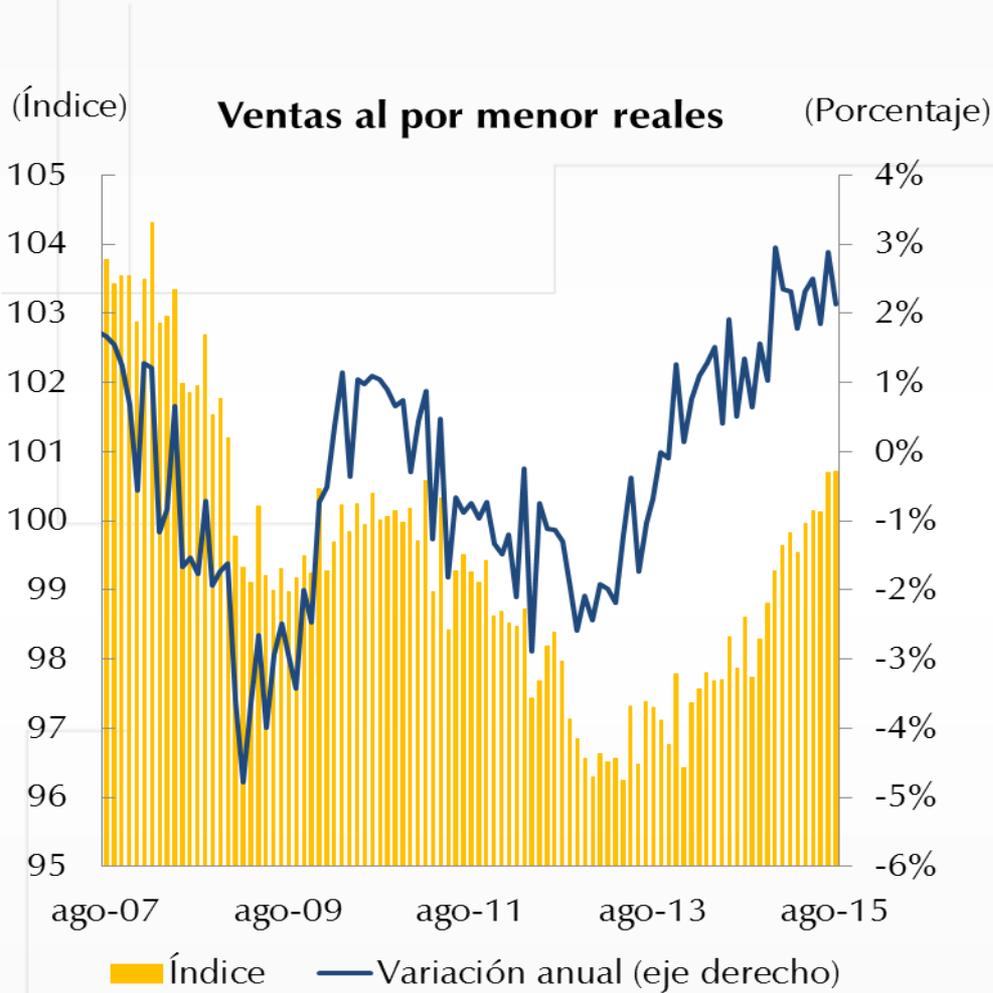
# EU: tasa de desempleo en 5%



- 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 son +1,3% y +1,4% respectivamente.
- La tasa de interés del BCE se mantiene en 0,05%.
- Y continúan sus programas de relajamiento monetario ('quantitative easing').



# Zona del Euro: recuperación positiva, pero aún lenta



# El acoso de la deflación

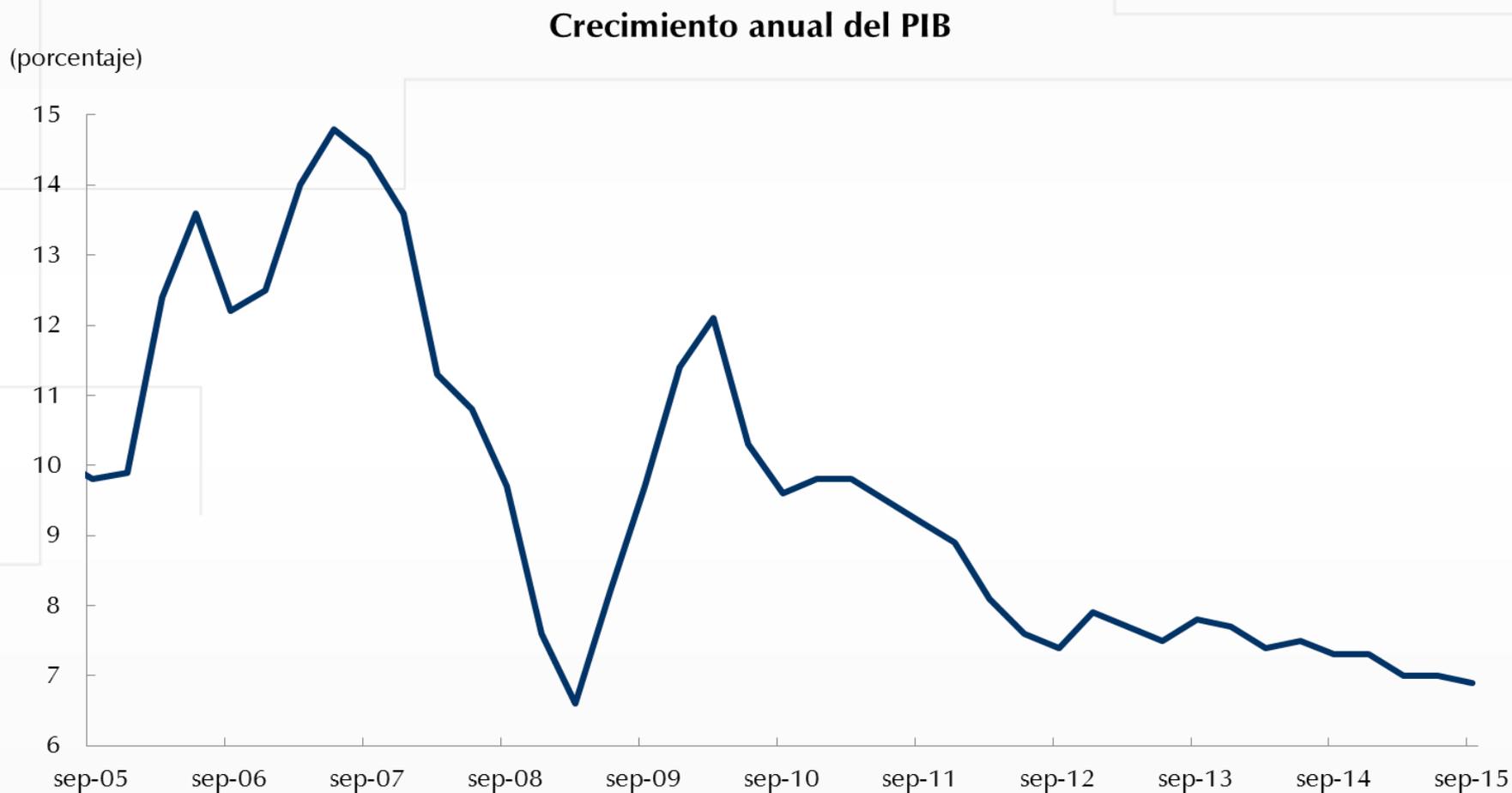
- Inflación de la Zona del Euro 0,2%
- Japón volvió a experimentar deflación, por primera vez desde abril de 2013, igualmente en buena parte debido a combustibles
- GB también en deflación, pero con crecimiento de salarios del 2,5% y desempleo del 5,3%



Crecimiento en 2014 fue +7,4%. En 2015 estaría en +6,7%, luego encaminándose gradualmente hacia su estabilización alrededor del 5%. Creciente preocupación por:

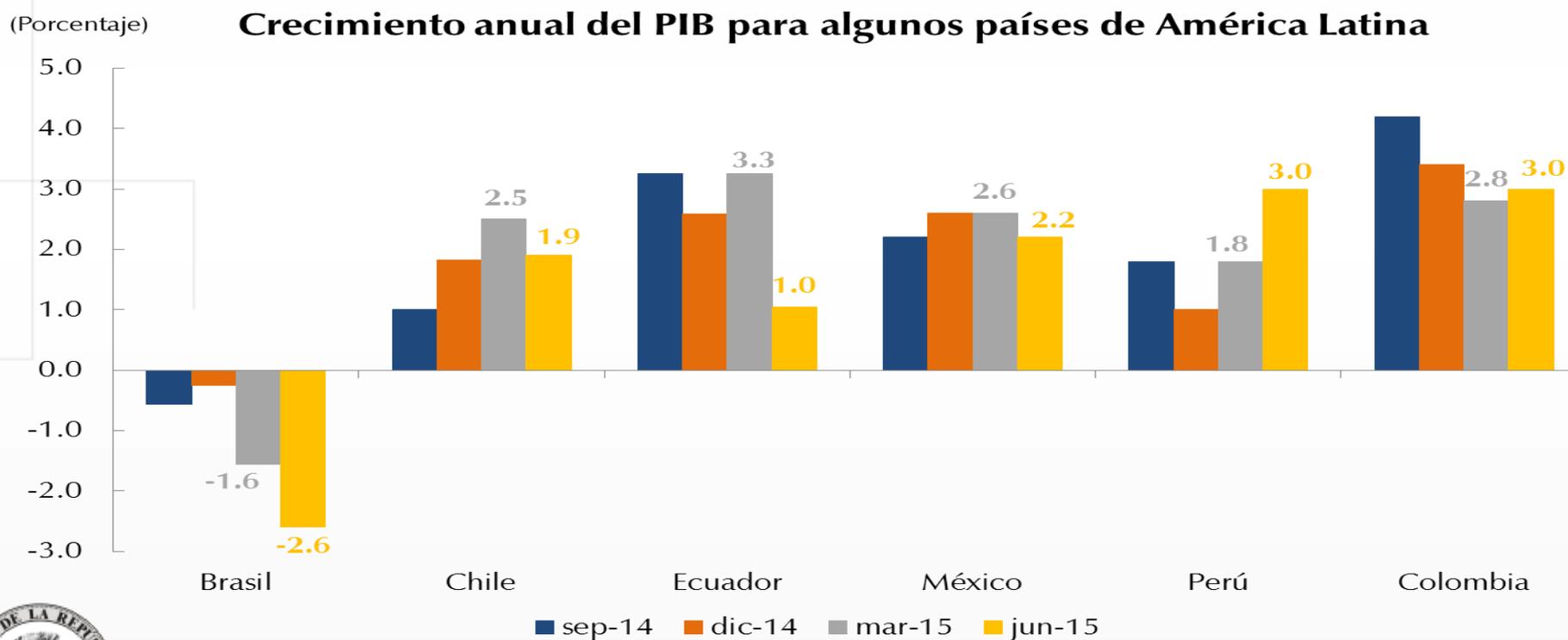
- Crecimiento desbordado del crédito y el endeudamiento de gobierno, empresas y hogares (250% sobre PIB)
- Caída de los precios de la vivienda nueva y usada
- Debilitamiento de la demanda interna
- Caídas de la Bolsa de Shanghái

# La desaceleración estructural del crecimiento de China



# A. Latina: En 2015 su PIB se contraería en -0.3%.

Brasil, con inflación del 10%, contrayéndose -3%. Y Chile +2,3%, México +2,3%, Perú +2,8% y Colombia +3%. Venezuela caería -10% con una inflación superior al 100%. Ecuador cerca de la recesión (+0,3%)



# Pronósticos de crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Revisión generalizada a la baja

País o región	2015			2016		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	2,2 2,0	2,5 2,4	2,8 2,8	2,0 2,0	2,6 2,8	3,0 3,6
Zona Euro	1,0 0,8	1,4 1,3	1,8 1,8	0,8 0,0	1,4 1,4	1,8 1,8
China	6,6 6,4	6,8 6,7	7,0 7,0	6,0 6,0	6,4 6,5	6,8 7,0
Brasil	-3,5 -2,0	-3,0 -1,5	-2,5 -1,0	-1,5 0,2	-0,5 1,0	0,0 1,8
Ecuador	-0,3 0,2	0,3 1,2	0,8 2,2	-1,0 1,0	0,5 2,0	1,0 3,0
Venezuela	-10,0 -8,0	-8,0 -6,0	-6,0 -4,0	-6,0 -4,0	-3,0 -1,0	0,0 2,0
Perú	2,3 2,5	2,8 3,5	3,3 4,0	2,8 3,0	3,7 4,5	4,3 5,5
México	2,0 2,3	2,3 2,7	2,6 3,3	2,5 2,5	3,0 3,2	3,5 4,0
Chile	1,9 2,3	2,3 2,8	2,5 3,3	2,0 2,5	3,4 3,5	4,0 4,5
Socios	0,2 0,3	0,7 0,9	1,2 2,1	0,8 1,1	1,7 2,2	2,4 3,3



## **2. Comercio exterior: la lección de la ‘enfermedad holandesa’**



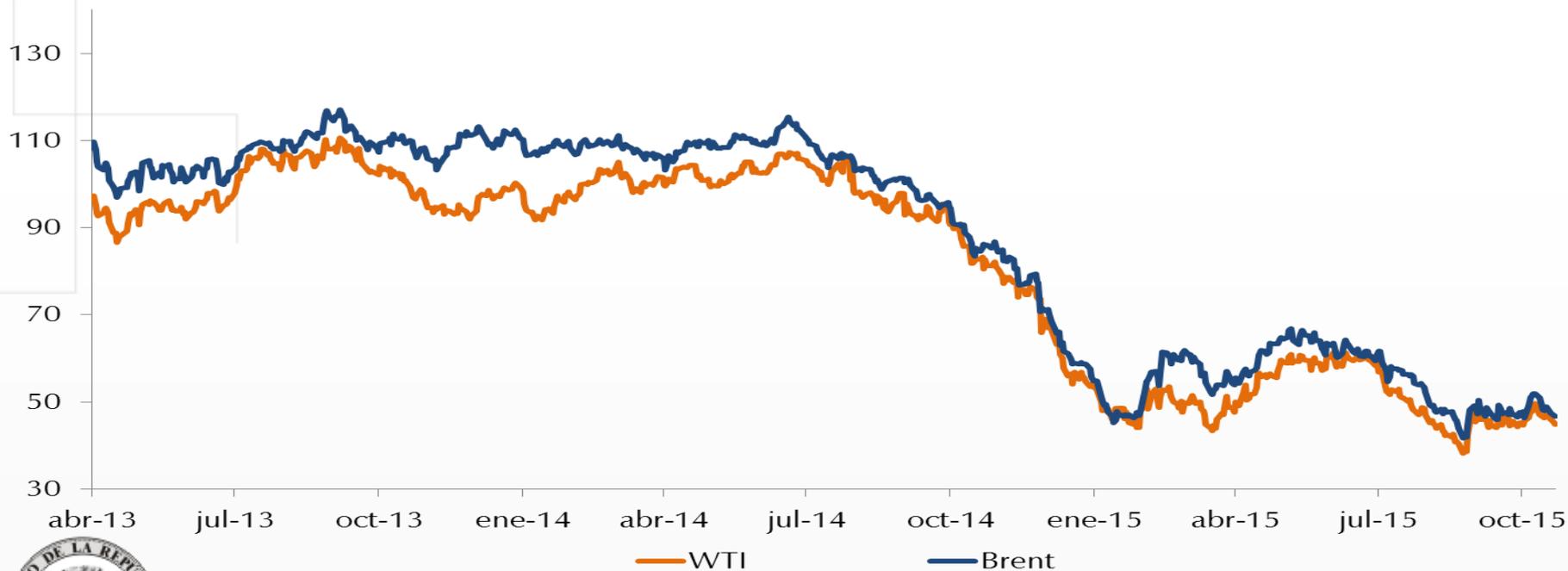
# Fugaz *boom* minero-energético y ‘enfermedad holandesa’

- 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

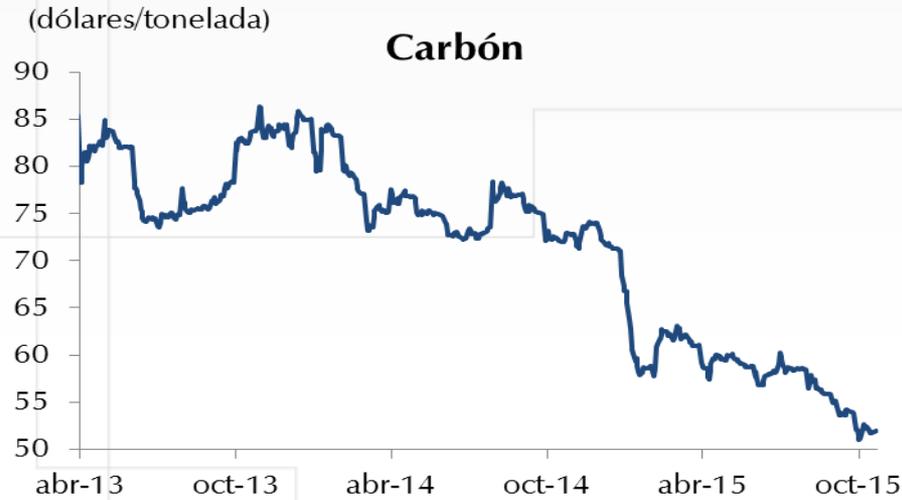
**Fin del *boom* y derrumbe de la renta petrolera del gobierno nacional central, que en 2013 llegó al 3,3% del PIB (o 20% de su recaudo), y que en 2016 sería apenas del 0,3% del PIB (o 2% de su recaudo). O sea, un ‘huevo fiscal’ del 3% del PIB (o del 18% de su recaudo)**

(dólares/barril)

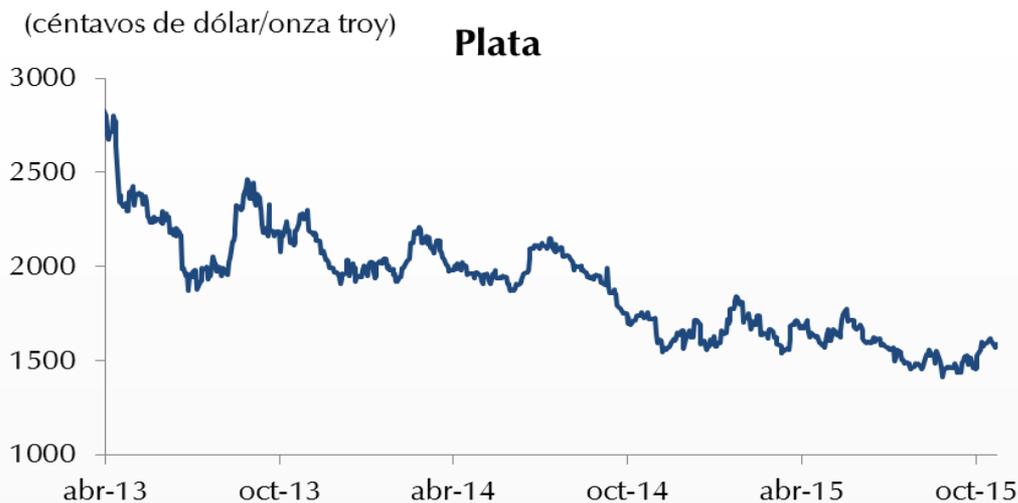
**Precio internacional del petróleo**



# Otros bienes exportados por Colombia: Carbón también cayendo. ¿Níquel y café, tocando fondo?



# Otros minerales: también fuerte efecto para Perú y Chile. ¿También tocando fondo?



# Alimentos: ¿igualmente tocando fondo?

(centavos de dólar/bushel)

## Soya



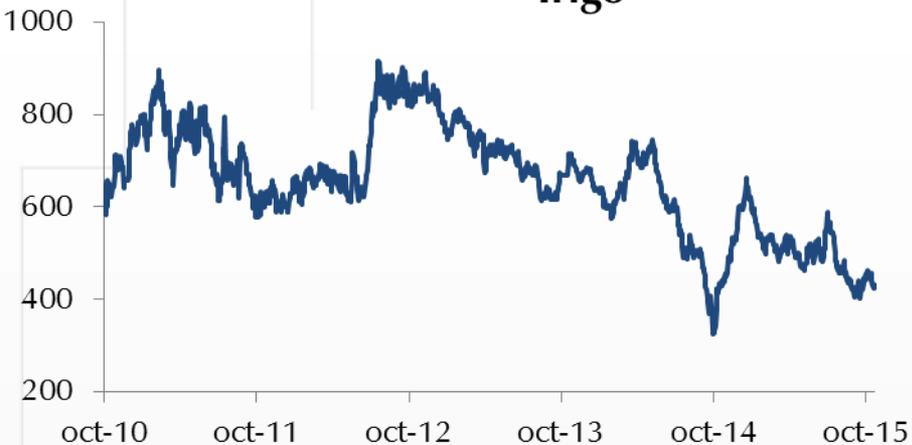
(dólares/tonelada)

## Arroz



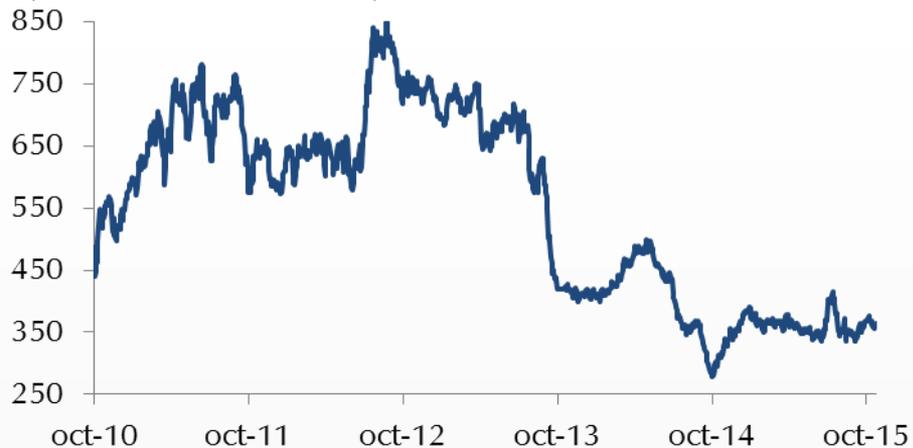
(centavos de dólar/bushel)

## Trigo



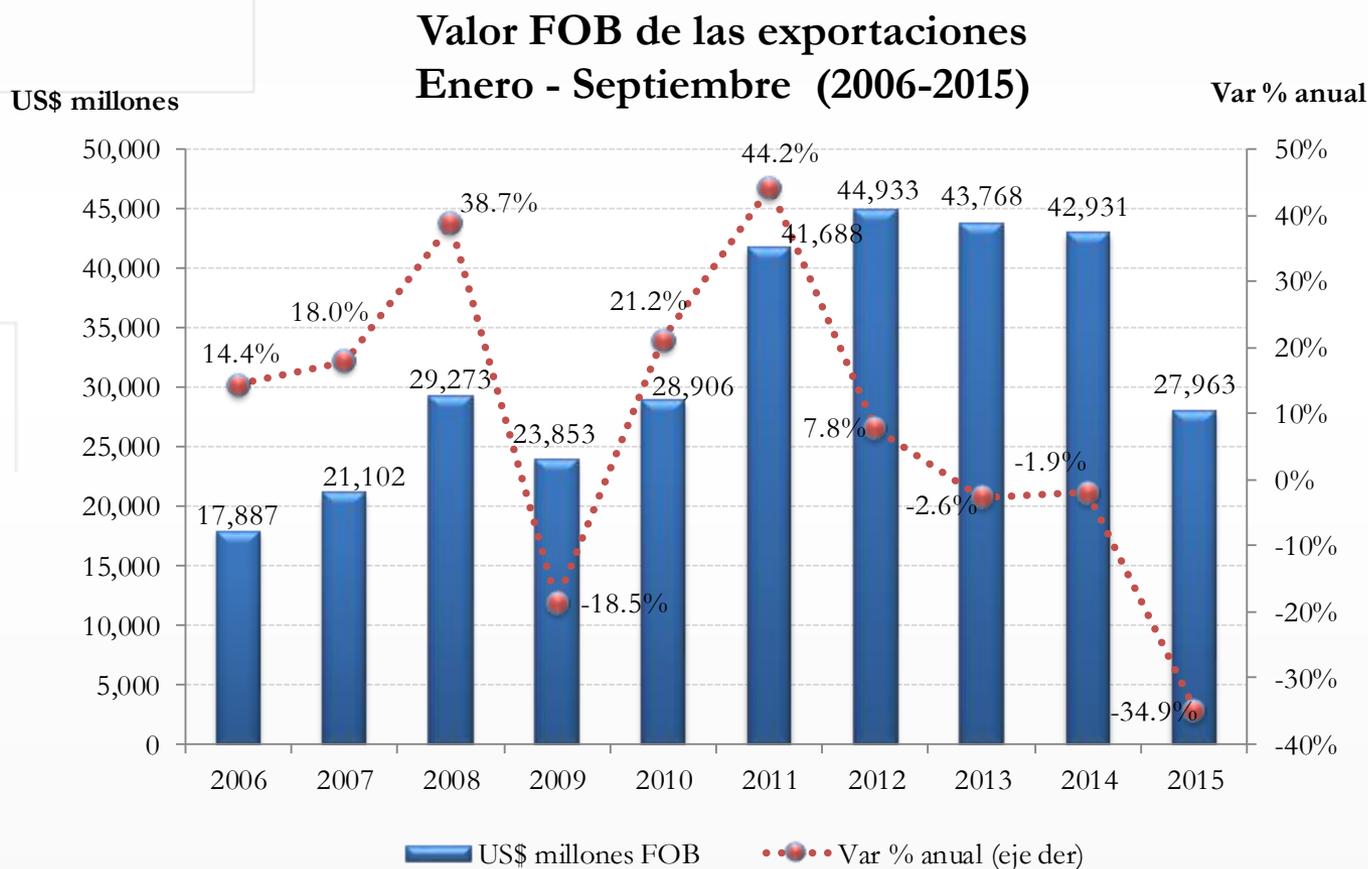
(centavos de dólar/bushel)

## Maíz



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

*El valor FOB exportado fue de US\$ 27,963 m, con una disminución anual de 34,9%.*



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

US\$ millones	Enero - Septiembre		Part (%)	Variación	
	2014	2015		Absoluta	%
<b>Principales productos</b>	<b>33,878</b>	<b>19,835</b>	<b>70.9</b>	<b>-14,042</b>	<b>-41.5</b>
1. Petróleo crudo	20,870	10,388	37.1	-10,482	-50.2
2. Carbón	5,210	3,617	12.9	-1,594	-30.6
3. Fuel-oil y otros derivados	2,629	1,070	3.8	-1,560	-59.3
4. Oro no monetario	1,179	814	2.9	-365	-31.0
5. Café	1,725	1,955	7.0	230	13.3
6. Flores	1,089	1,027	3.7	-62	-5.7
7. Ferroníquel	490	353	1.3	-137	-28.0
8. Banano	686	613	2.2	-73	-10.6
<b>Resto de productos (clas-CIIU)</b>	<b>9,053</b>	<b>8,127</b>	<b>29.1</b>	<b>-926</b>	<b>-10.2</b>
9. Sector Agropecuario	272	246	0.9	-26	-9.7
10. Sector Industrial	8,579	7,768	28	-811	-9.4
11. Sector Minero	21	47	0.2	26	126.2
12. Otros	182	66	0.2	-115	-63.5
<b>Total exportaciones</b>	<b>42,931</b>	<b>27,963</b>	<b>100</b>	<b>-14,968</b>	<b>-34.9</b>

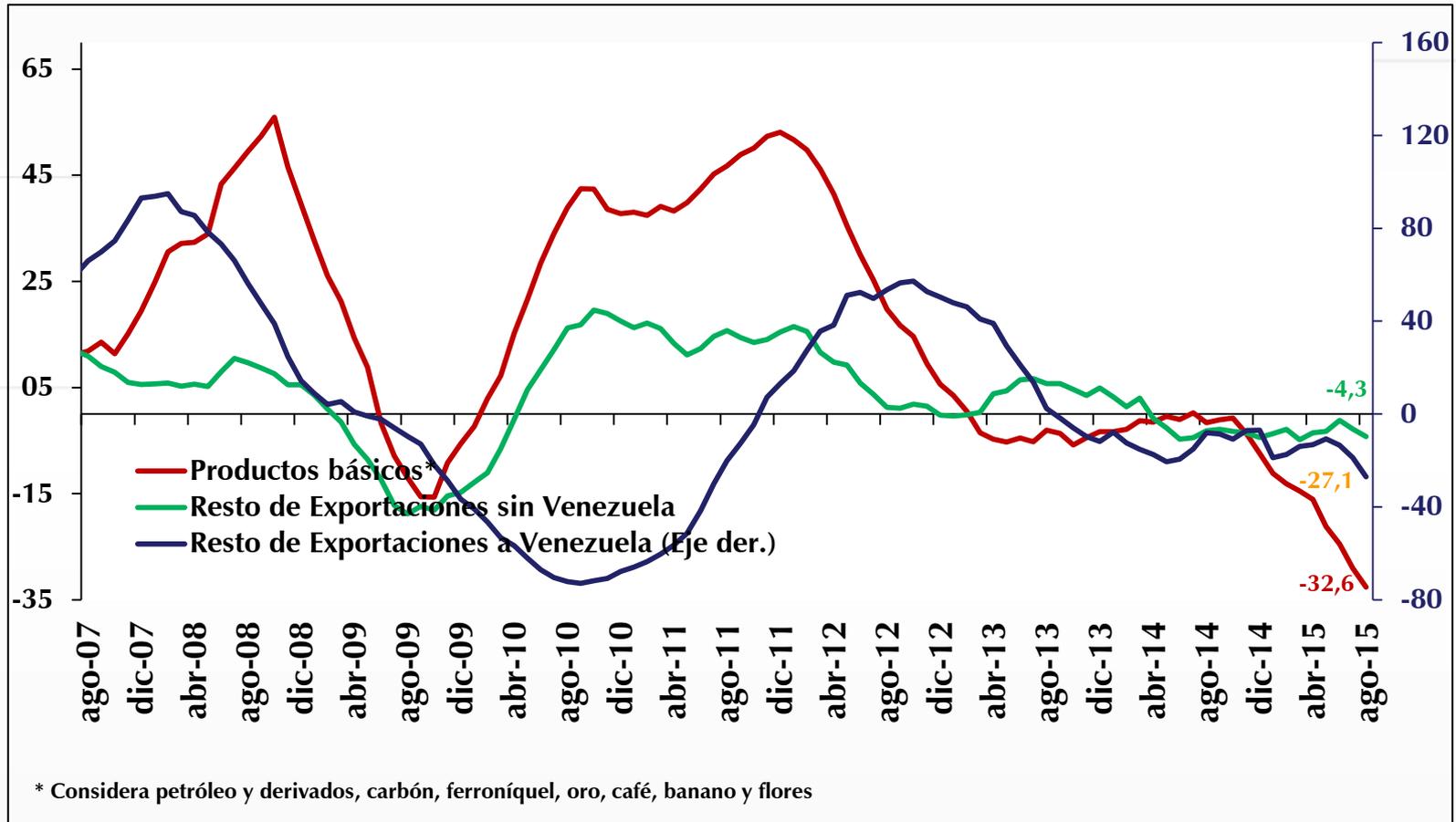


# Exportación de productos industriales por país de destino: caída arrastrada por Venezuela y Ecuador

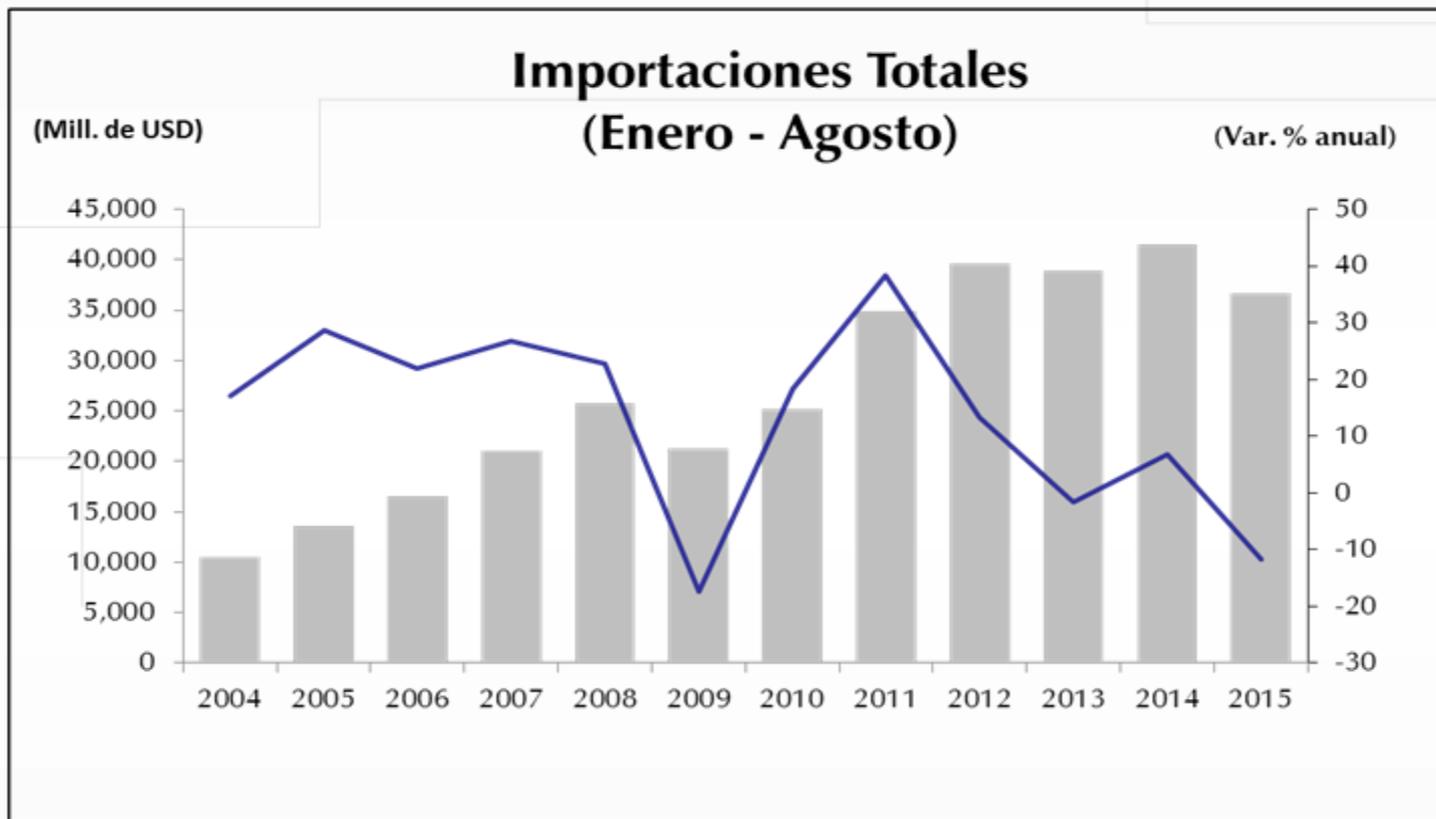
US\$ millones	Enero - Septiembre		Part (%)	Variación	
	2014	2015		Absoluta	%
Estados Unidos	1,198	1,223	15.7	24	2.0
Ecuador	1,273	1,029	13.2	-244	-19.2
Venezuela	1,119	748	9.6	-371	-33.1
Perú	763	738	9.5	-25	-3.3
México	577	573	7.4	-4	-0.7
Brasil	657	558	7.2	-99	-15.1
Chile	317	331	4.3	14	4.4
Panamá	246	239	3.1	-7	-2.9
Costa Rica	193	180	2.3	-13	-6.6
Holanda	200	170	2.2	-30	-14.8
China	188	167	2.2	-21	-11.0
Republica Dominicana	146	157	2.0	12	7.9
Guatemala	123	124	1.6	1	1.1
Resto	1,578	1,529	19.7	-49	-3
<b>Total</b>	<b>8,579</b>	<b>7,768</b>	<b>100</b>	<b>-811</b>	<b>-9.4</b>



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



# En contraste, a agosto caída de las importaciones de 12%, pero sólo un tercio de la de las exportaciones



Ene-Ago 2014 = US\$ 41.547 mill

- var. % anual = 6,8%

Ene-Ago 2015 = US\$ 36.641 mill

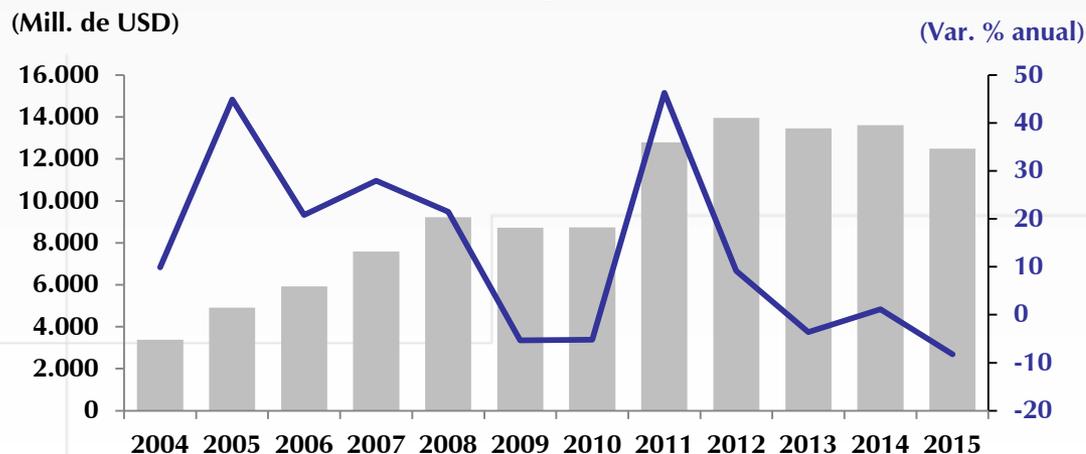
- var. % anual = -11,8%



Fuente: DIAN.

## Importaciones Bienes de Capital

(Enero - Agosto)



## Bienes de capital

Ene-Ago 2014 = 1,1%

Ene-Ago 2015 = -8,2%  
(12.493 mill.)

## Materias Primas

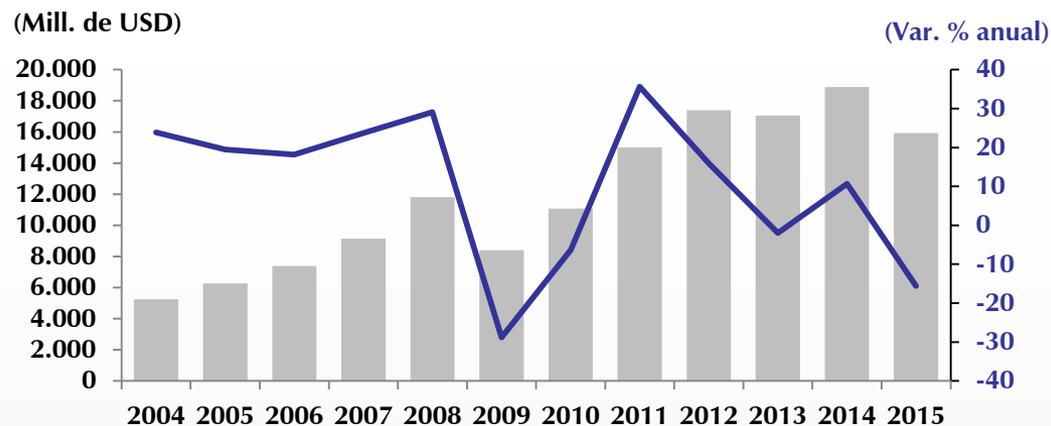
Ene-Ago 2014 = 10,7%

Ene-Ago 2015 = -15,6%

(15.938 mill.)

## Importaciones Materias Primas

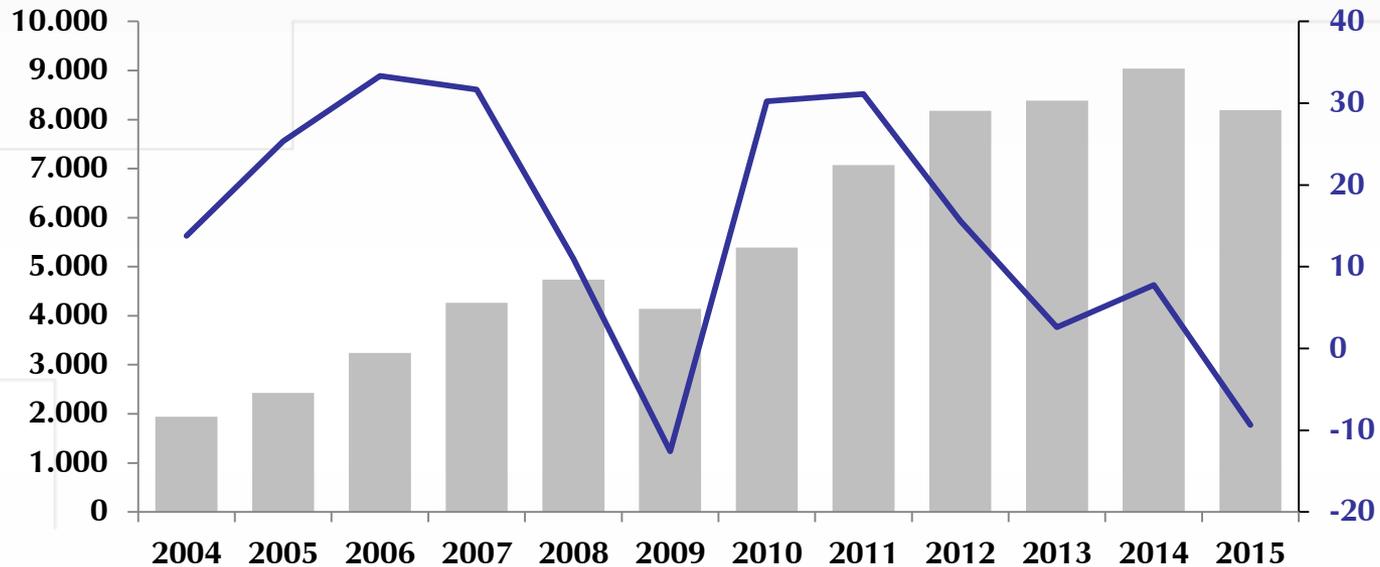
(Enero - Agosto)



## Importaciones Bienes de Consumo (Enero - Agosto)

(Mill. de USD)

(Var. % anual)



Ene-Ago 2014 = US\$ 9.038 mill

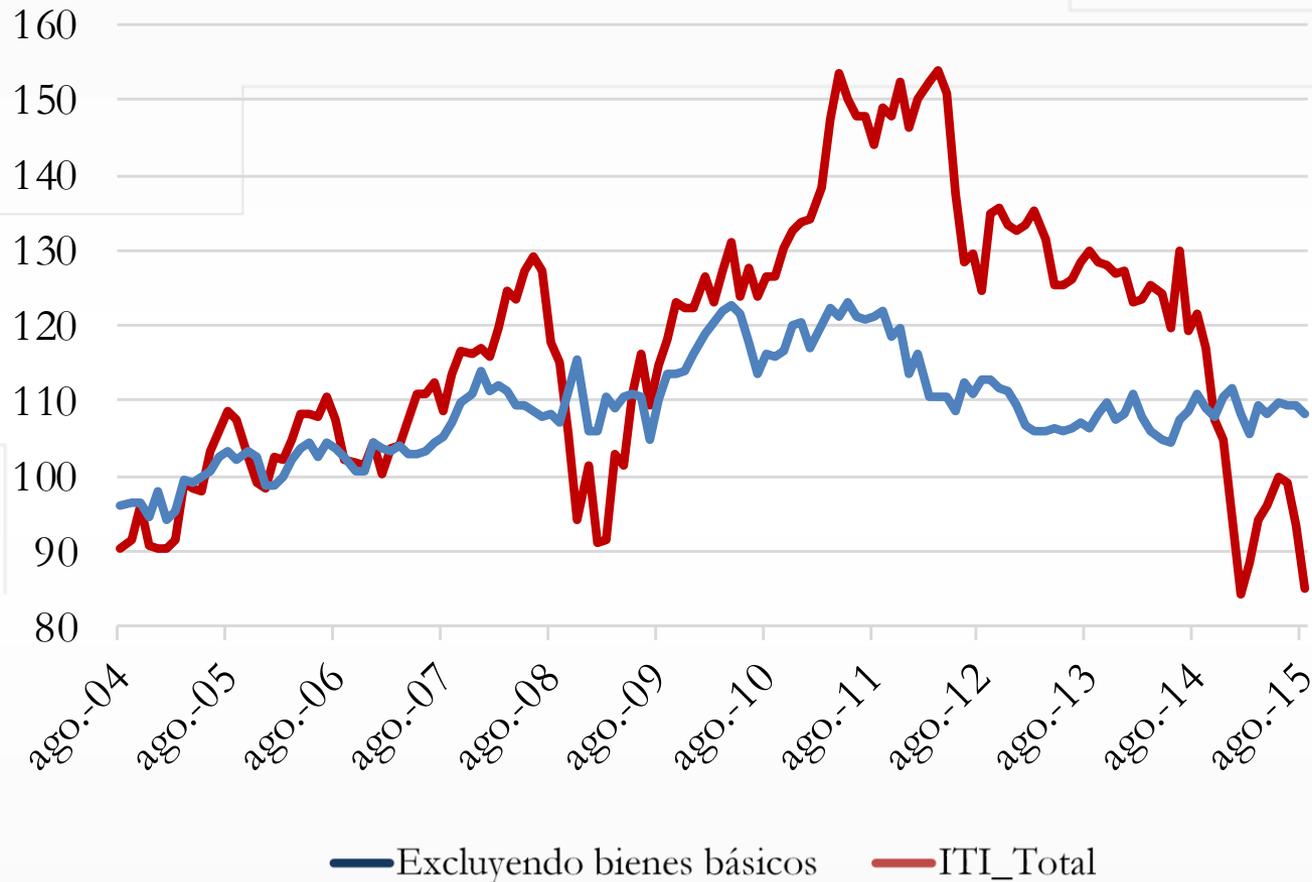
- var. % anual = 7,8%

Ene-Ago 2015 = US\$ 8.193 mill

- var. % anual = -9,3%



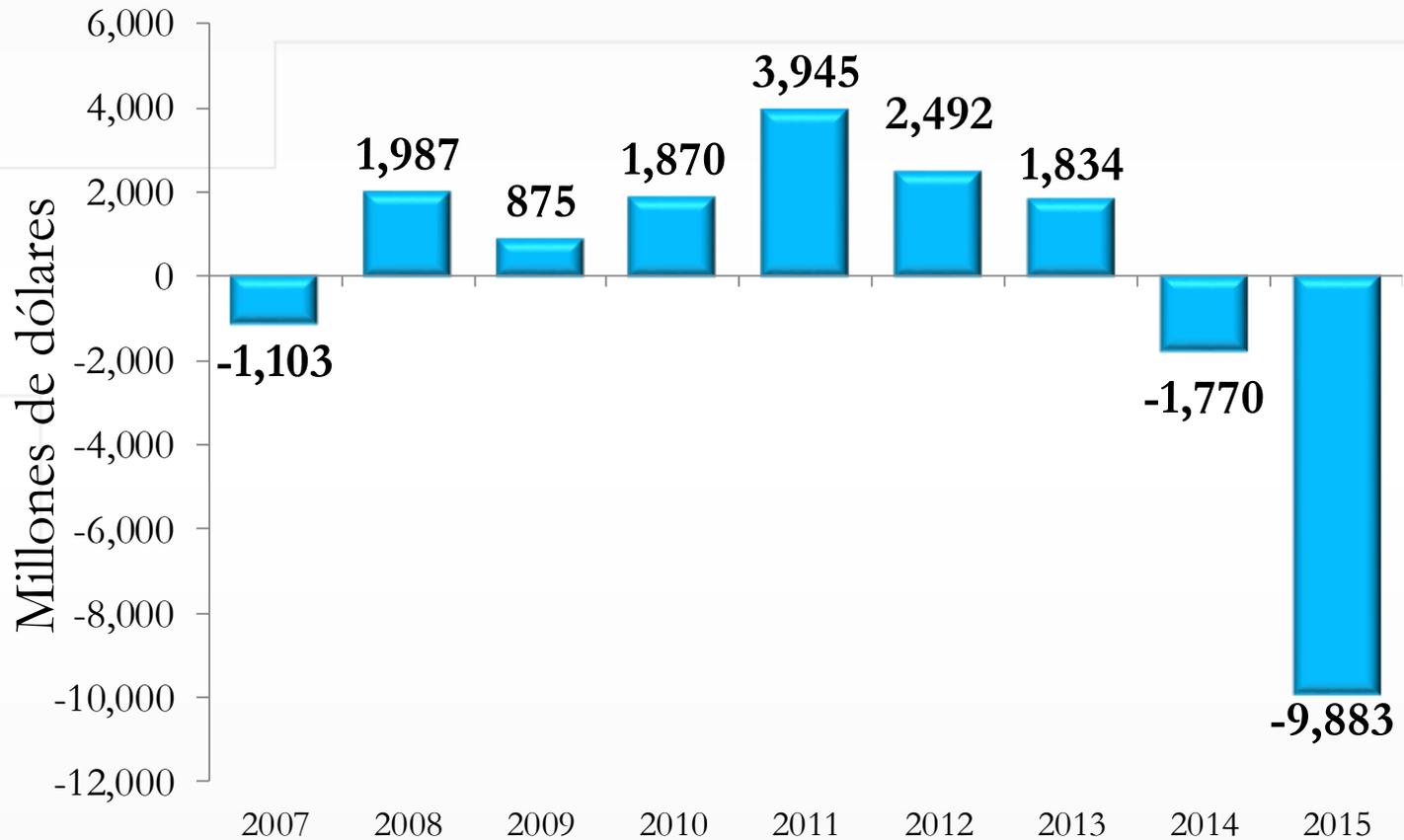
# El desplome de nuestros términos de intercambio: fuerte impacto negativo sobre el ingreso nacional



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

# El abultado déficit de la balanza comercial

Acumulado a Agosto



Fuente: DIAN, cifras preliminares

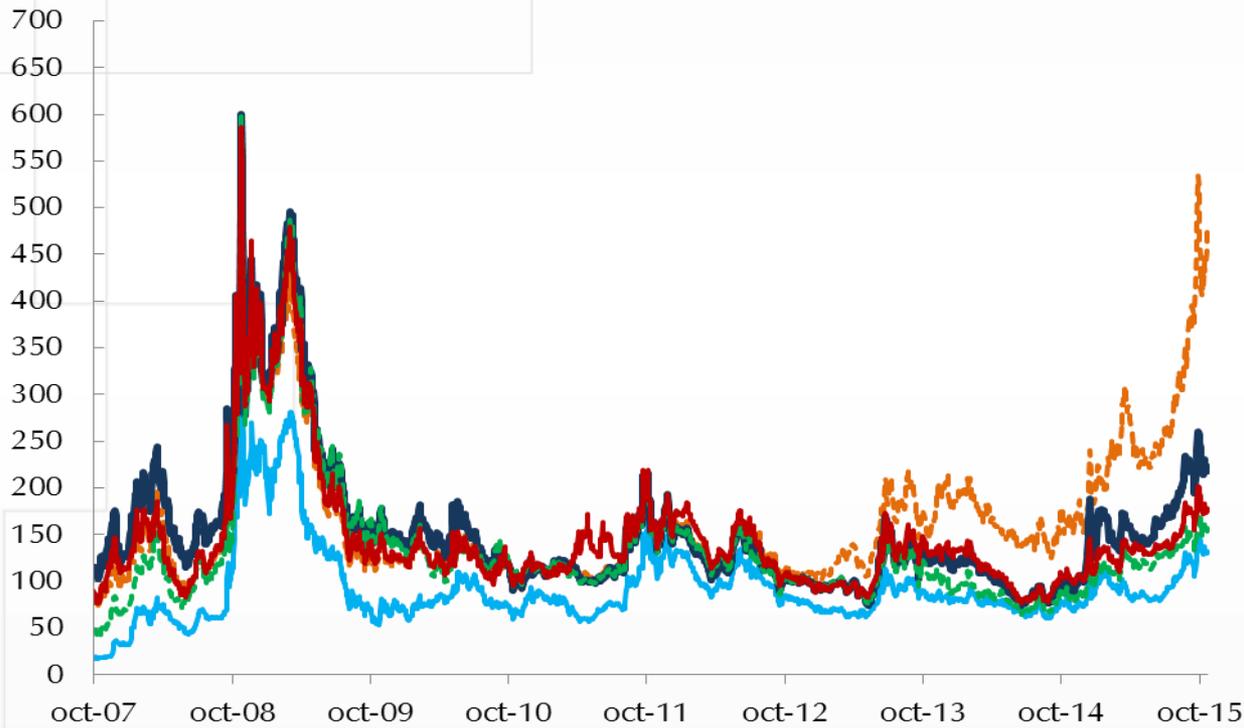
# Resultante ampliación del déficit de la cuenta corriente, el Talón de Aquiles de la economía

- El primer trimestre del año el déficit terminó en 7%
- Es de esperar su gradual reducción hacia el 6,2% a diciembre por cuenta del menor crecimiento de la demanda y de la libre flotación cambiaria
- Aún así seguiría siendo el más alto entre las economías de tamaño similar o superior en el mundo
- En año corrido a octubre 30 la IED en petróleo y minería de la balanza cambiaría caía -34% y la de portafolio -63% vs igual período del año 2104. En tanto que la cartera en moneda extranjera en -15%

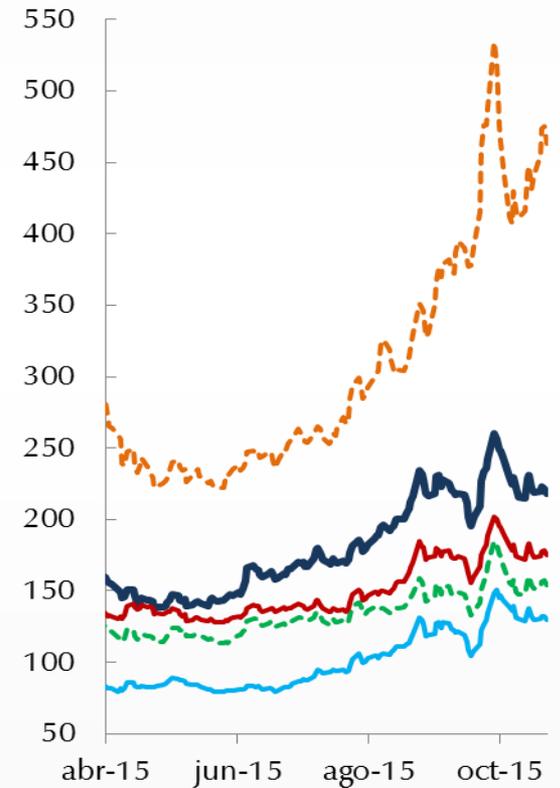
# Las primas de riesgo de América Latina se han incrementado en las últimas semanas. Para Colombia y Brasil se registran los valores más altos desde 2009

(Puntos básicos) **Credit Default Swaps a cinco años para algunas economías de América Latina**

(Puntos básicos)



(Puntos básicos)



— Brasil — Chile — Colombia - - - México — Perú



**En año corrido y año completo, el real brasilero y el peso colombiano, las monedas más devaluadas de la región. Sin embargo, la tasa de cambio se halla dentro del rango de equilibrio. Lo excesivo fue la revaluación, no la devaluación. Se debe preservar el régimen de flotación y un nivel adecuado de reservas**

Devaluación  
Tipos de

11-nov-15

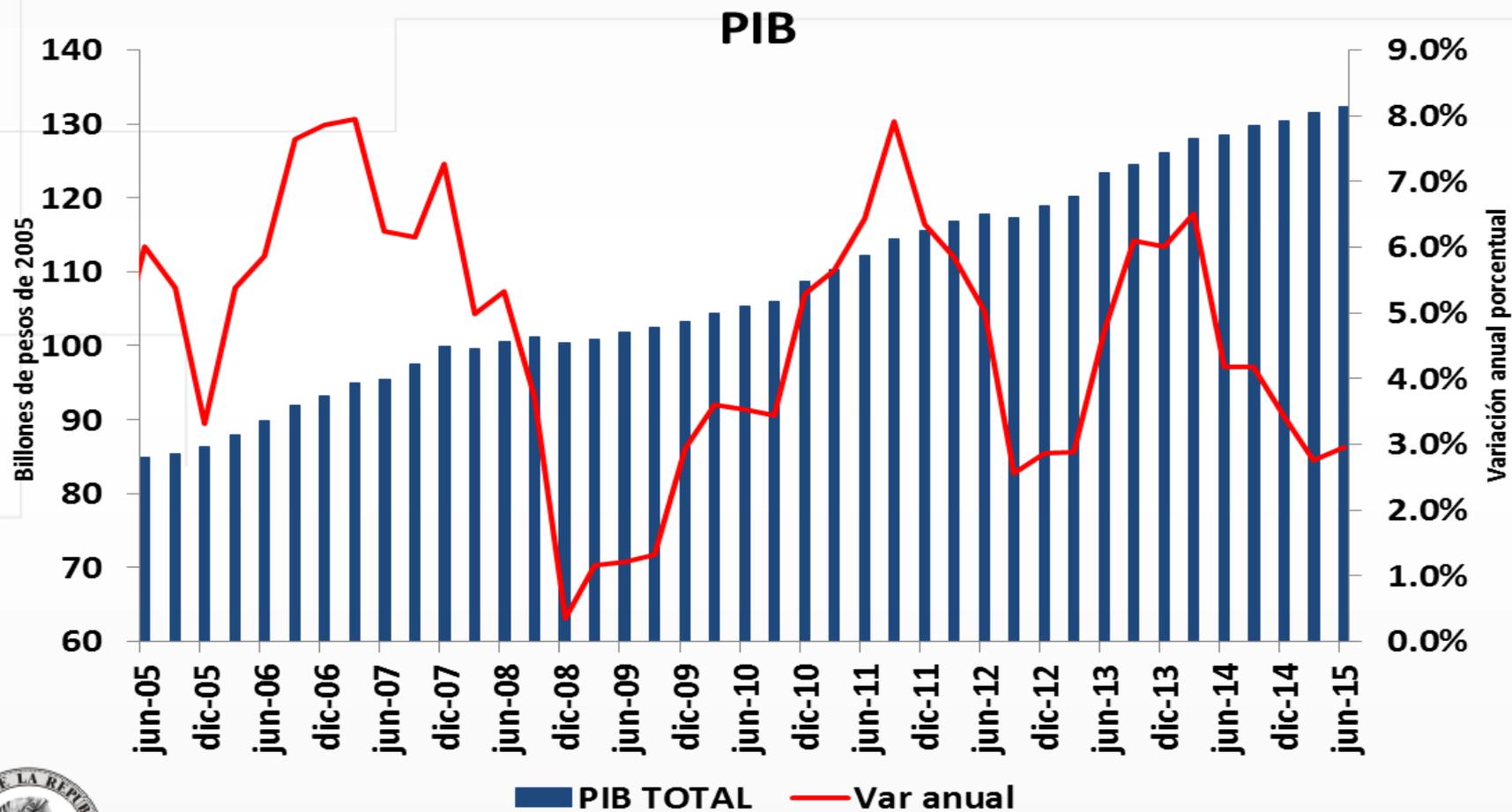
LATAM	Devaluaciones							
	dia	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia Tasa Promedio a las 13:00:00	0,16%	3,91%	1,18%	23,87%	23,28%	38,81%	52,29%	62,12%
Colombia Tasa Ultima a las 13:00:00	0,47%	4,23%	1,49%	24,25%	23,66%	39,24%	52,76%	62,62%
Brasil	0,81%	-0,57%	-2,96%	42,16%	26,18%	47,80%	62,03%	80,47%
México	-0,05%	1,27%	0,53%	13,63%	10,87%	23,09%	26,71%	29,09%
Argentina	-0,01%	0,28%	1,31%	12,21%	7,29%	12,78%	60,69%	99,13%
Peru	0,03%	0,59%	2,33%	10,79%	5,34%	13,11%	18,45%	28,25%
Uruguay	0,12%	0,60%	0,51%	21,17%	11,33%	22,73%	37,03%	49,40%
Chile	-0,26%	1,01%	2,23%	15,23%	17,26%	18,13%	34,04%	45,20%



### **3. Crecimiento: ostensible pero esperada desaceleración**



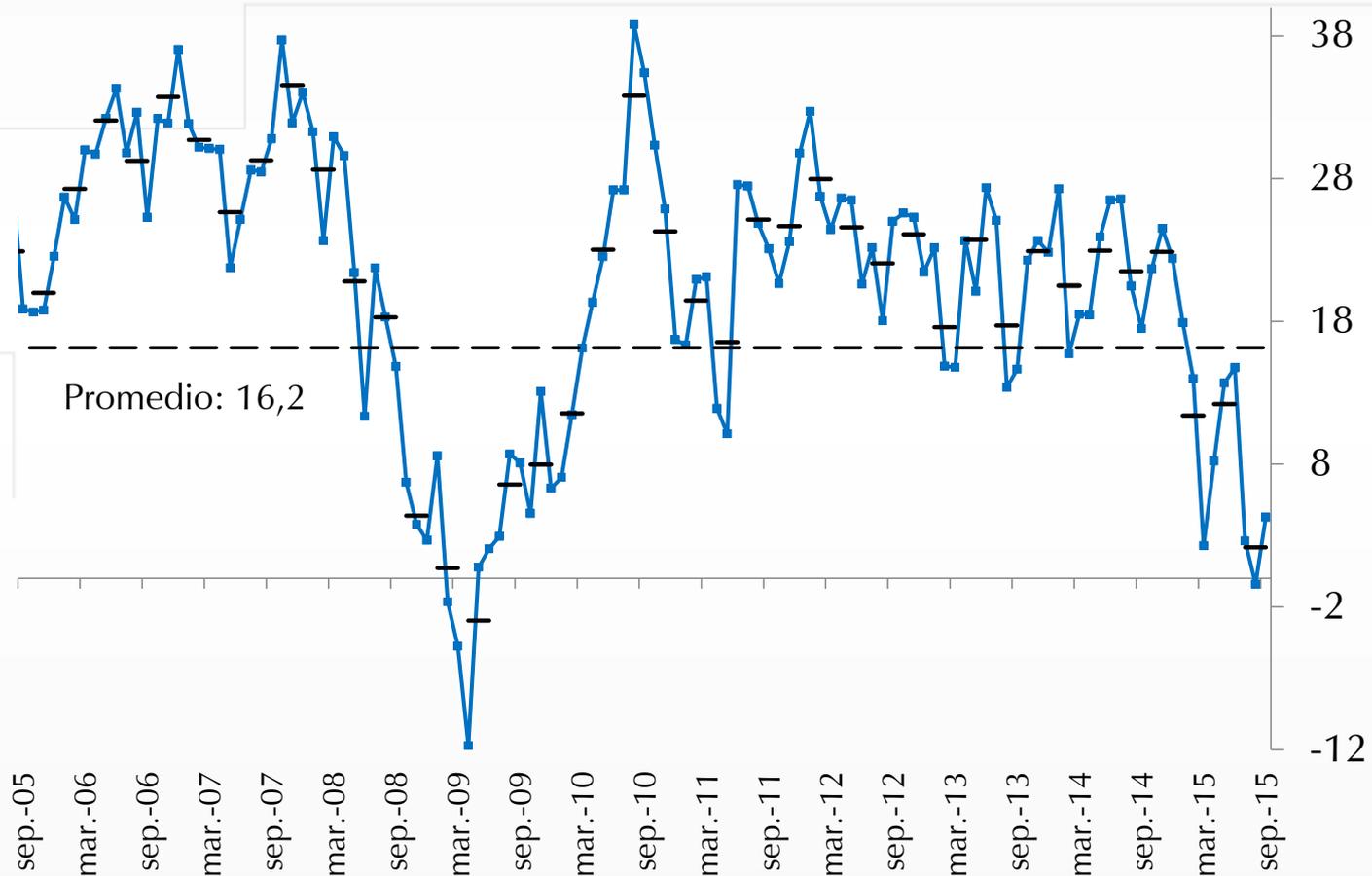
# En el segundo trimestre de 2015 el PIB se expandió 3%, por encima de lo esperado



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

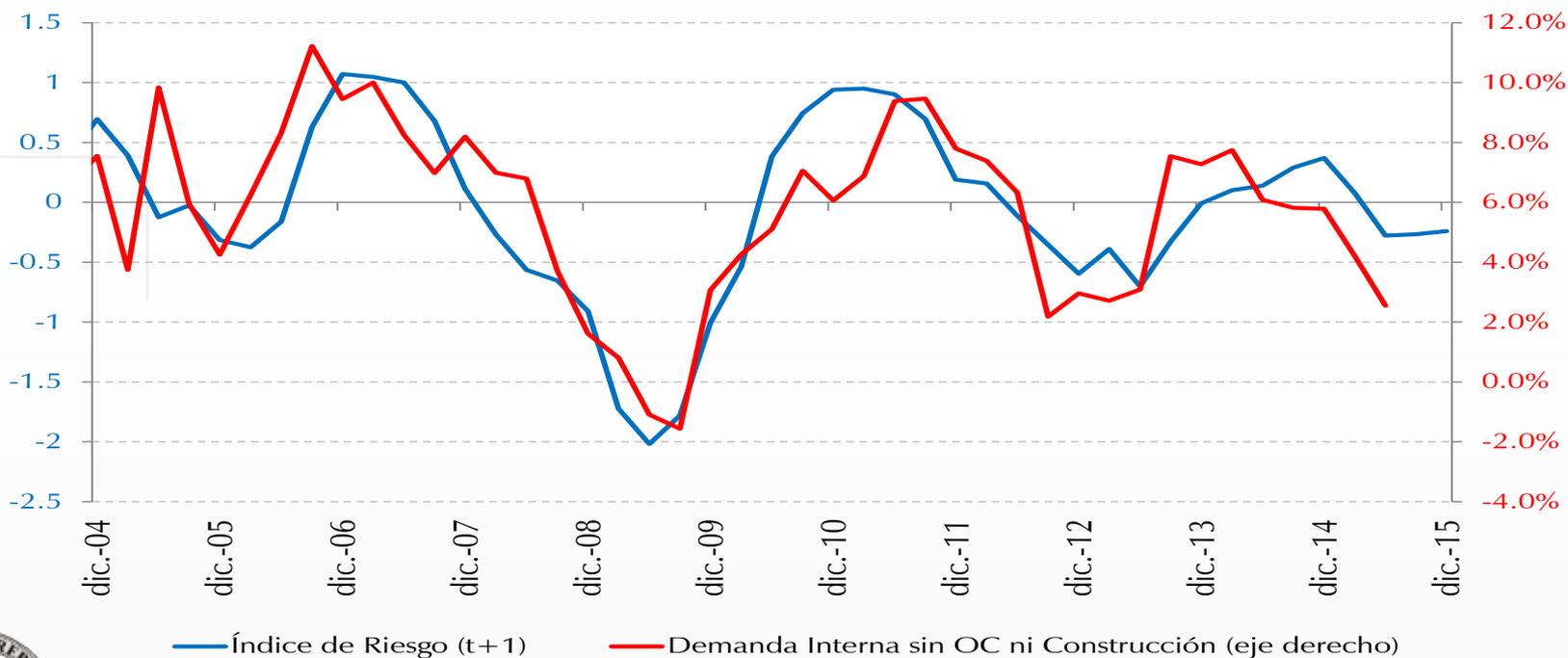
# En septiembre el Índice de Confianza del Consumidor observó un repunte

Índice de Confianza del Consumidor (Fedesarrollo)

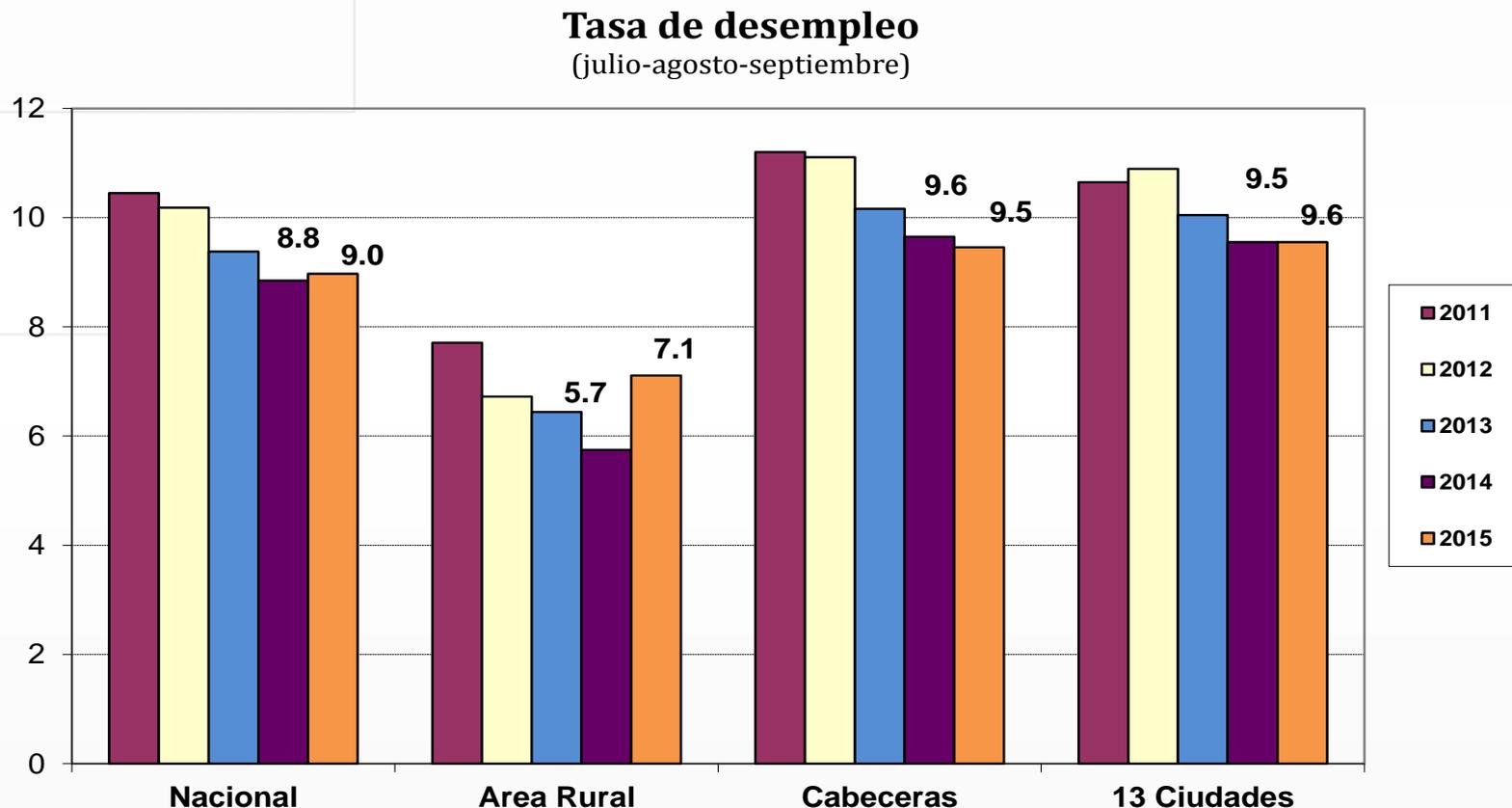


**Durante el segundo semestre de 2015 la demanda interna crecería a un ritmo similar al del segundo trimestre. El equipo técnico del Banco elevó el pronóstico de 2,8% a 3% para 2015**

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

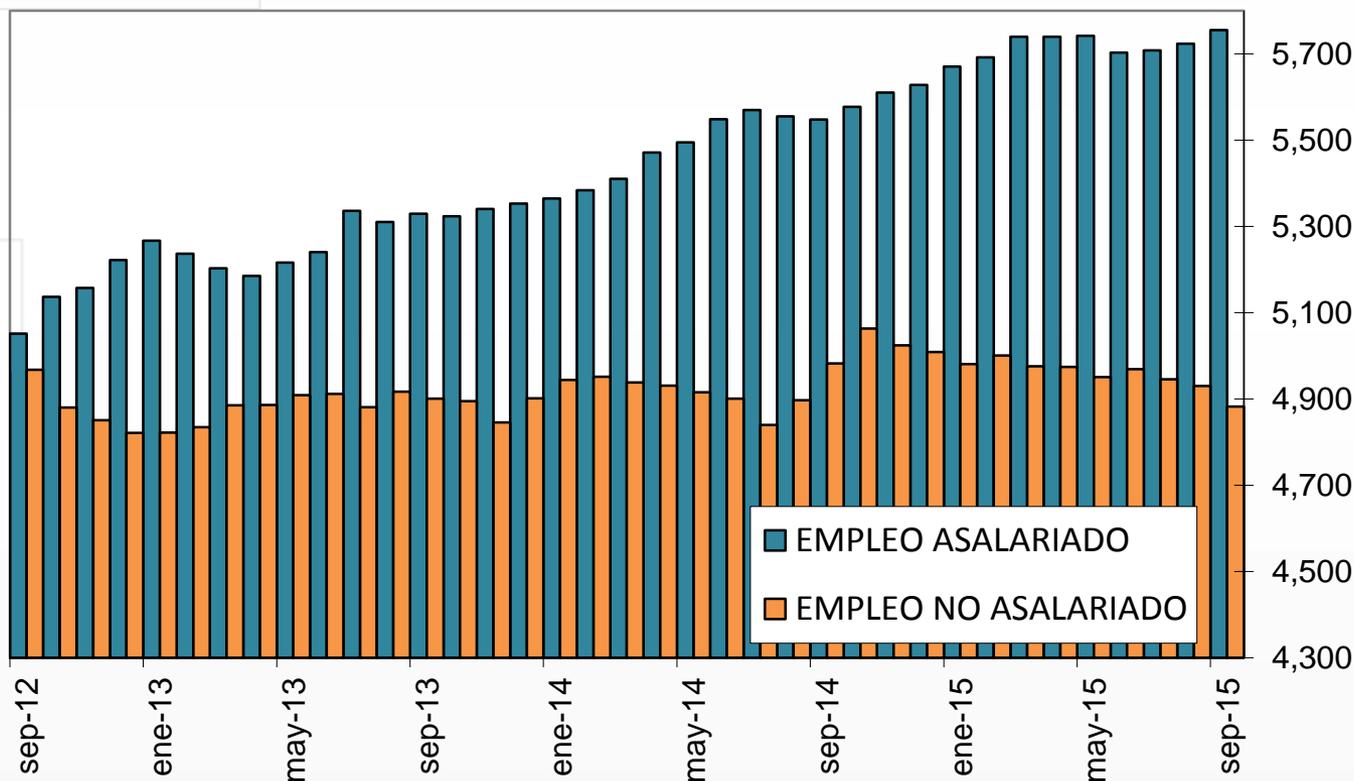


# En el trimestre móvil julio – septiembre se observaron aumentos la TD en todos los dominios geográficos, con excepción las cabeceras municipales



# El empleo asalariado repuntó ligeramente y el no asalariado cayó

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



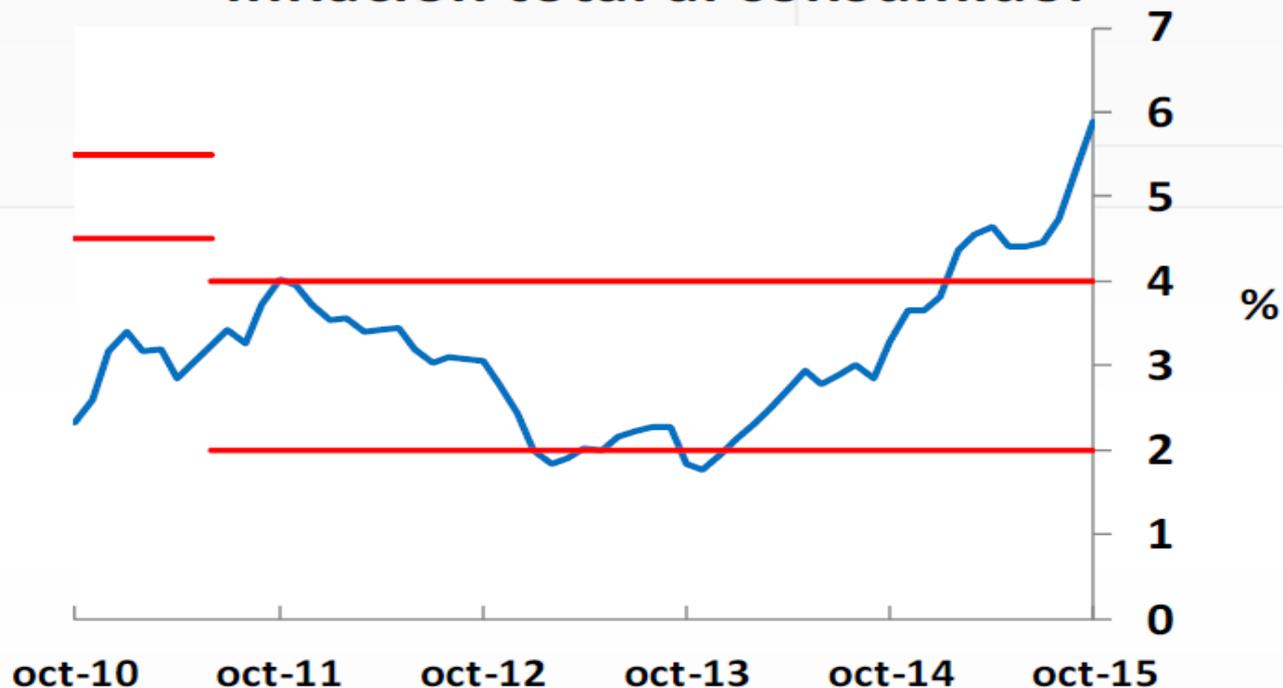
Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.

## **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 octubre - 5,9% anual -, la más alta en seis años y medio y por noveno mes consecutivo por encima del límite superior del rango meta (2% - 4%), y el doble de la meta puntual del 3%**

**Inflación total al consumidor**



oct-15	5.89%
sep-15	5.35%
ago-15	4.74%
jul-15	4.46%
jun-15	4.42%

— Total      — Rango Meta

**Ciertamente la inflación de alimentos (8,8%) 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. Excepto si se afectan las expectativas de inflación, en cuyo caso hay que actuar**

**Inflación anual de Alimentos**



oct-15	8.80%
sep-15	7.30%
ago-15	6.11%
jul-15	5.67%
jun-15	6.20%

**Sin embargo, ya no es sólo por la de alimentos. Aún la inflación sin alimentos, que hace un año era 2,9%, se ha trepado al 4,8%. Excluyendo además regulados, se dobló, pasando de 2,6% a 5,2%**

**Inflación anual sin Alimentos**



oct-15	4.75%
sep-15	4.58%
ago-15	4.20%
jul-15	3.98%
jun-15	3.72%

**La inflación de transables, la más asociada a alimentos y a la tasa de cambio, más que se cuadruplicó, pasando de 1,6% hace un año a 6,9%. En tanto que la de no transables, más asociada a la demanda, pasó de 4,4% a 5,3%**

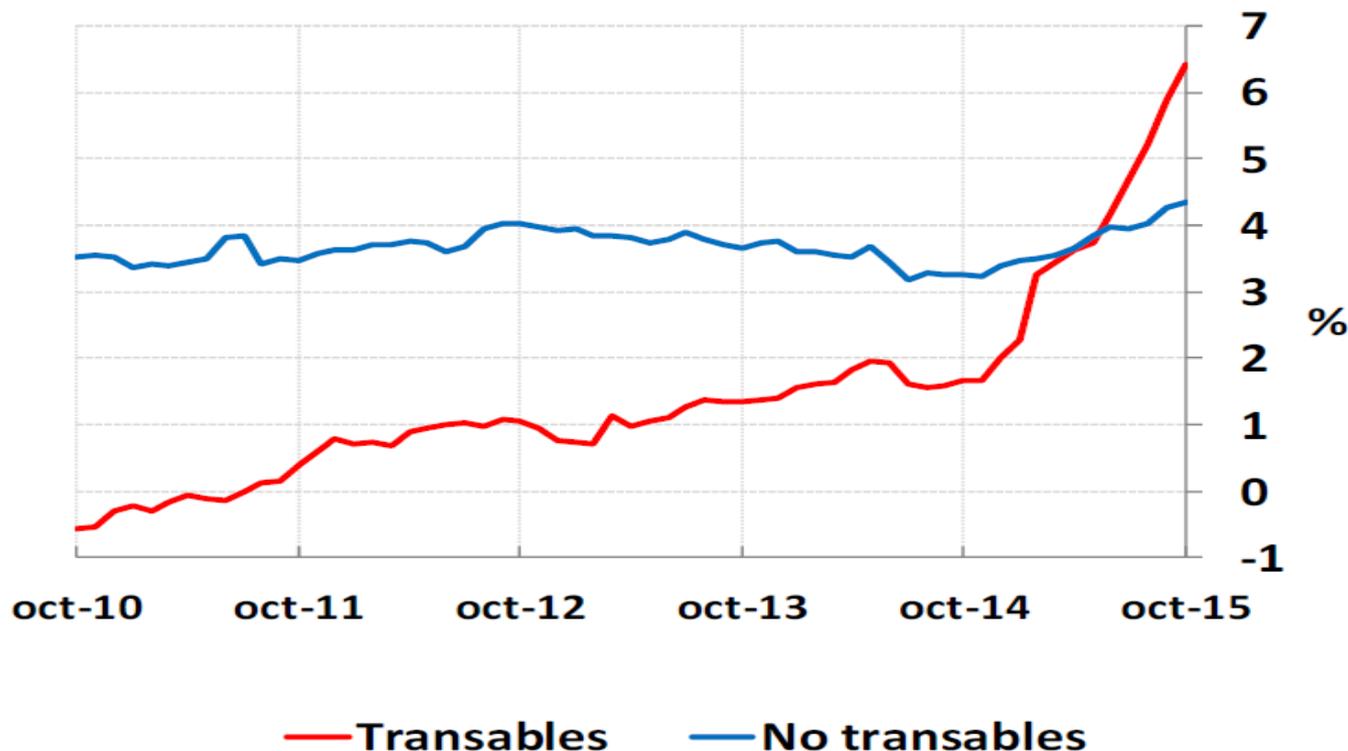
#### Transables

oct-15	6.42%
sep-15	5.90%
ago-15	5.23%
jul-15	4.69%
jun-15	4.17%

#### No transables

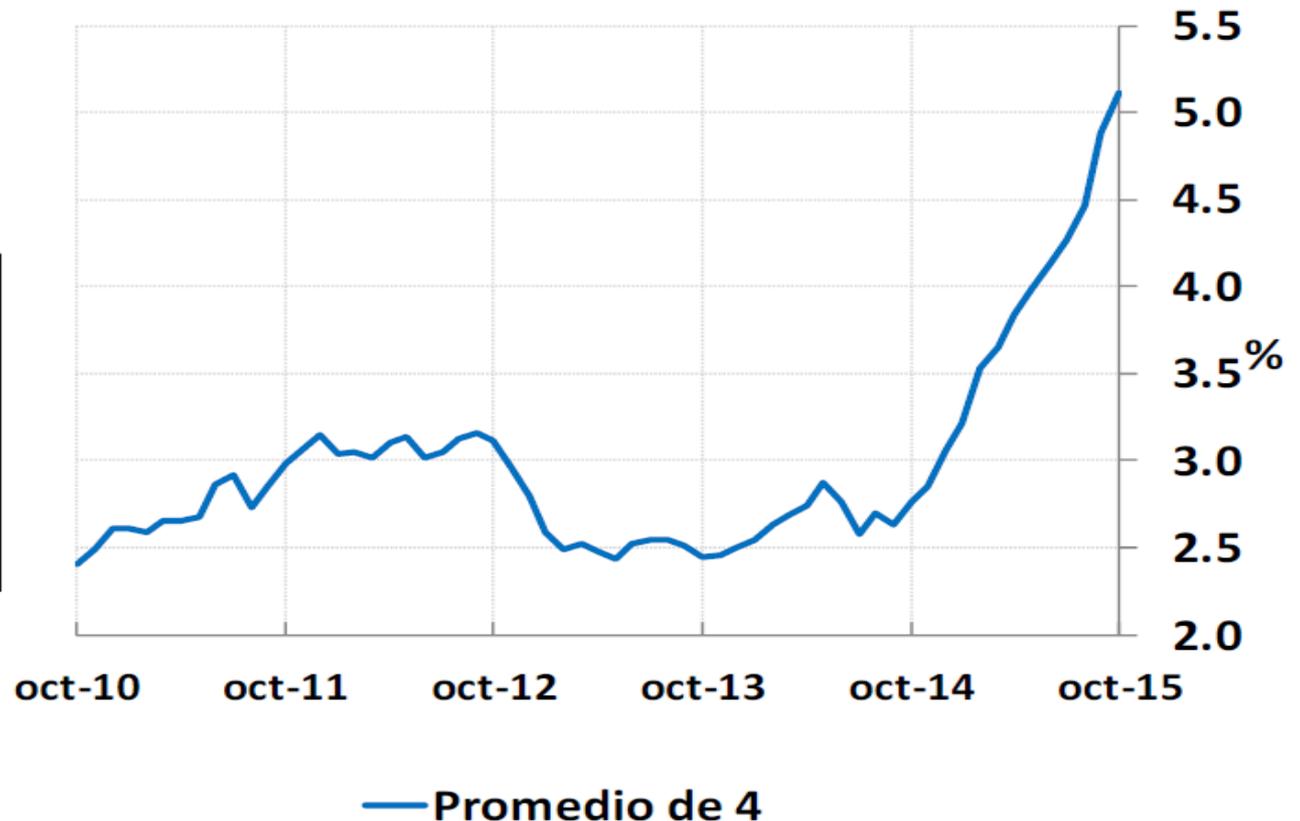
oct-15	4.34%
sep-15	4.27%
ago-15	4.02%
jul-15	3.95%
jun-15	3.98%

**Inflación anual de Transables y No Transables sin alimentos ni regulados**



**El promedio de las básicas aumentó en octubre por treceavo mes consecutivo, desde 2,8% hace un año, hasta situarse en 5,1%, igualmente muy por encima del límite superior del rango meta**

### Indicadores de inflación básica



oct-15	5.11%
sep-15	4.89%
ago-15	4.46%
jul-15	4.27%
jun-15	4.14%

La prolongada persistencia del aumento de todos los indicadores relevantes de la inflación anual – 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 – sugiere 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 ahora se halla en terreno negativo desde agosto



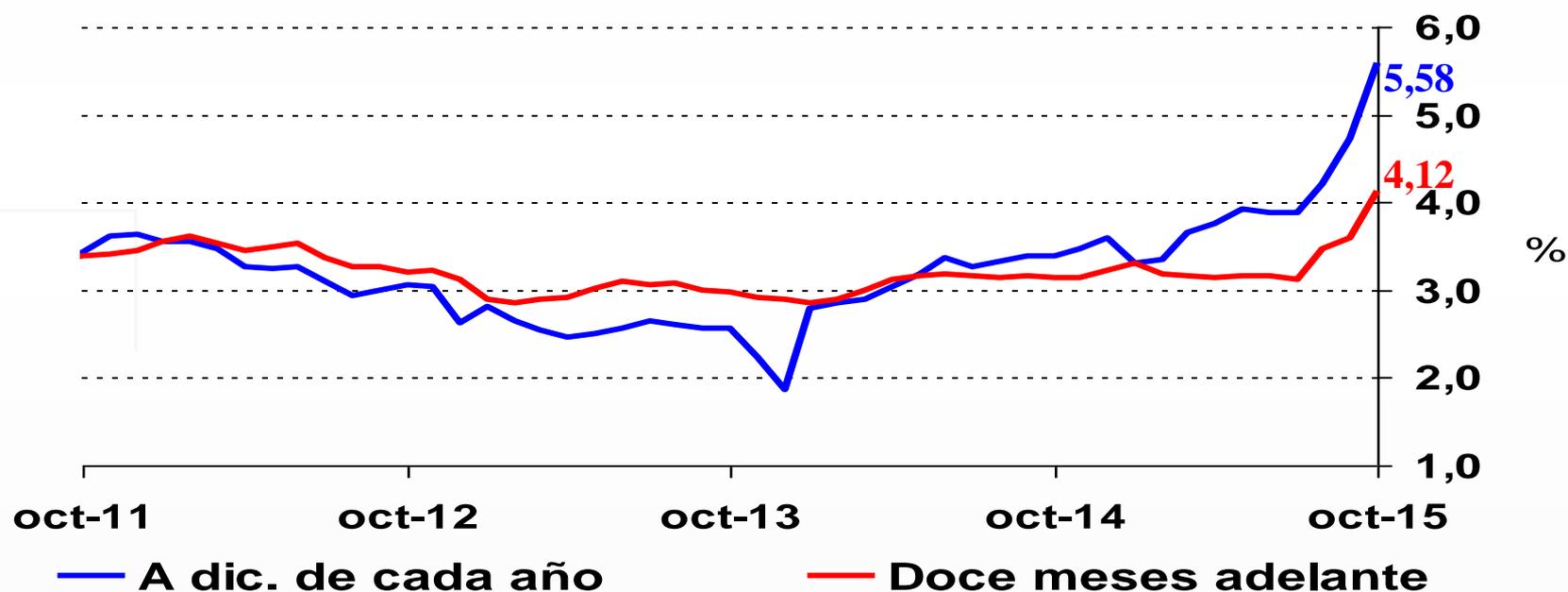
# El 'des-anclaje' de las expectativas de inflación

- Como resultado, tanto las encuestas como los modelos probabilísticos del Banco arrojan evidencia de que las expectativas de mediano plazo se están desanclando del objetivo fijado por la Junta
- Por tanto, de no actuar de manera contundente y suficiente, la credibilidad de la autoridad monetaria ante el público estaría en serio riesgo



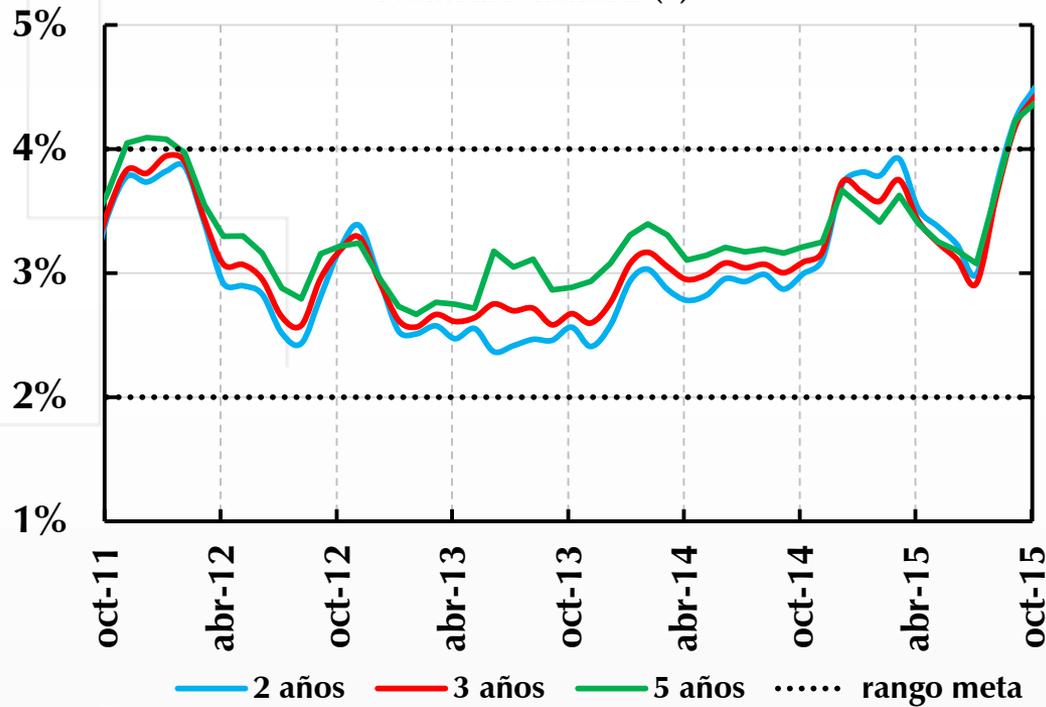
# Las expectativas a corto plazo, antes de conocerse el último dato de inflación

## Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa

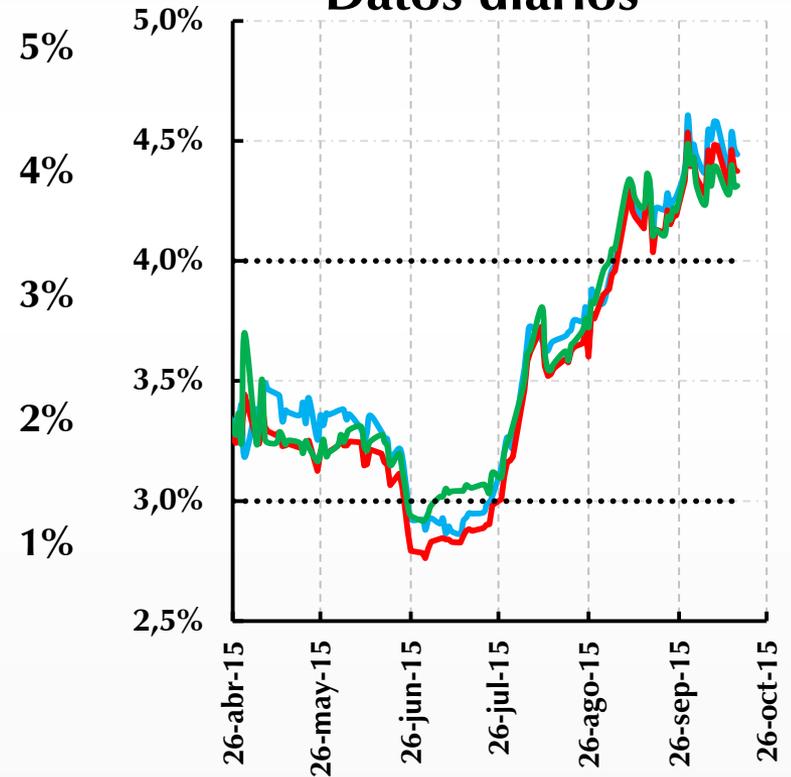


# Las expectativas a mediano plazo, antes de conocerse el último dato de inflación

**Break-Even Inflation a 2, 3, 5 años**  
Promedio mensual (\*)



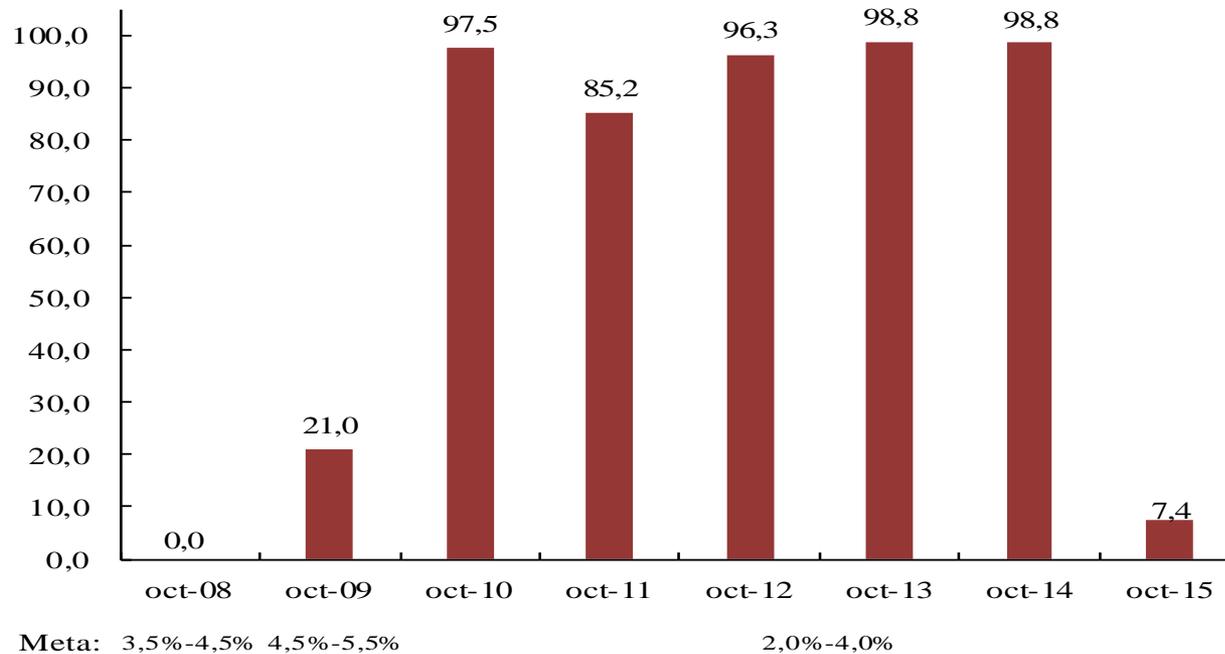
**Datos diarios**



(\*) Metodología Nelson y Siegel.

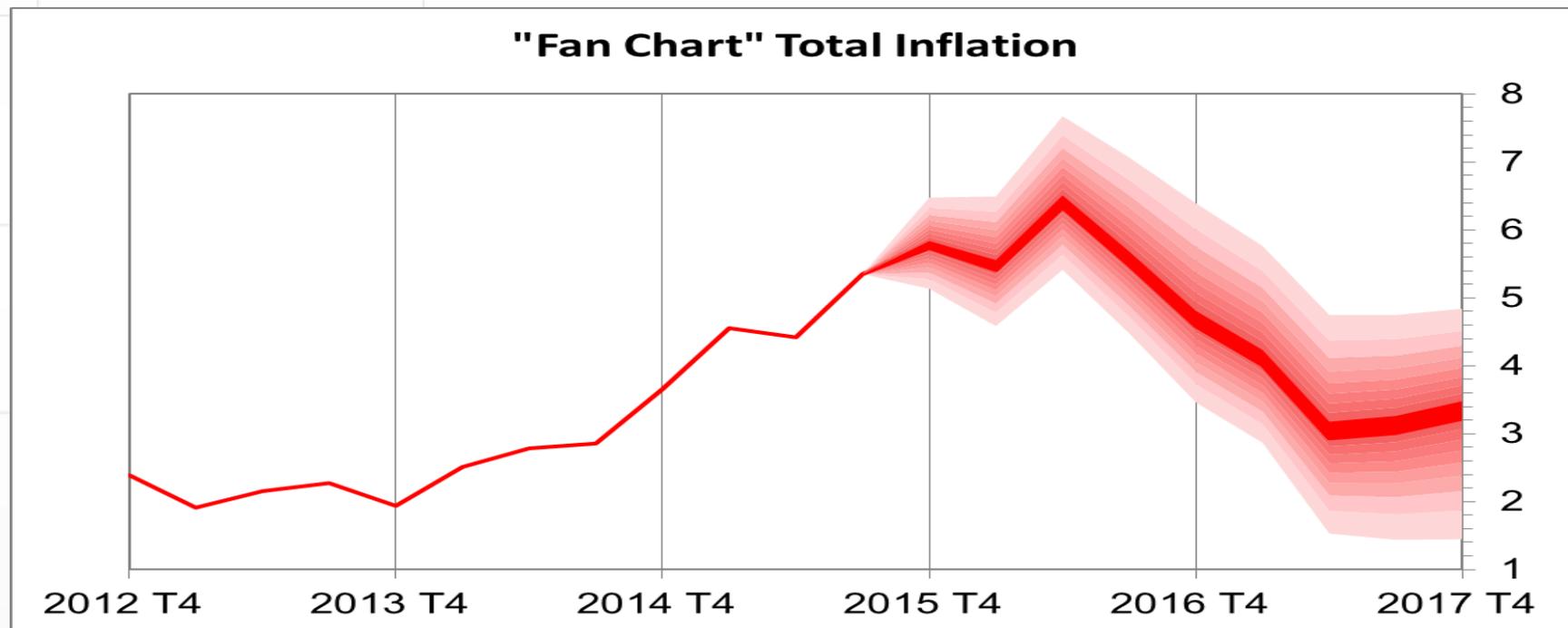
# La credibilidad, el componente más valioso del patrimonio de un banco central

**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 ¡ojo!: este ejercicio supone política monetaria activa**



# Decisiones de política

- Tras haber mantenido por unanimidad la tasa nominal de interés de intervención en 4,5% desde agosto del año pasado, en julio de 2015 dicha unanimidad cesó y comenzó la discusión sobre el cambio de postura de la política monetaria
- La Junta, en su reunión del 25 de septiembre, tomó la determinación de elevarla en 25 puntos básicos. Y en la del 30 de octubre, en 50 puntos básicos
- Reajustes adicionales serán objeto de discusión en el seno de la Junta en sus próximas reuniones



**GRACIAS**

