



# **LA COYUNTURA ECONÓMICA Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA**

**Fedepalma**

**Bogotá, Septiembre 29 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: déficit de la cuenta corriente continúa siendo el talón de Aquiles de la economía
3. Crecimiento: ostensible pero esperada desaceleración
4. La respuesta de política ante la persistencia de la inflación y la credibilidad de la autoridad monetaria



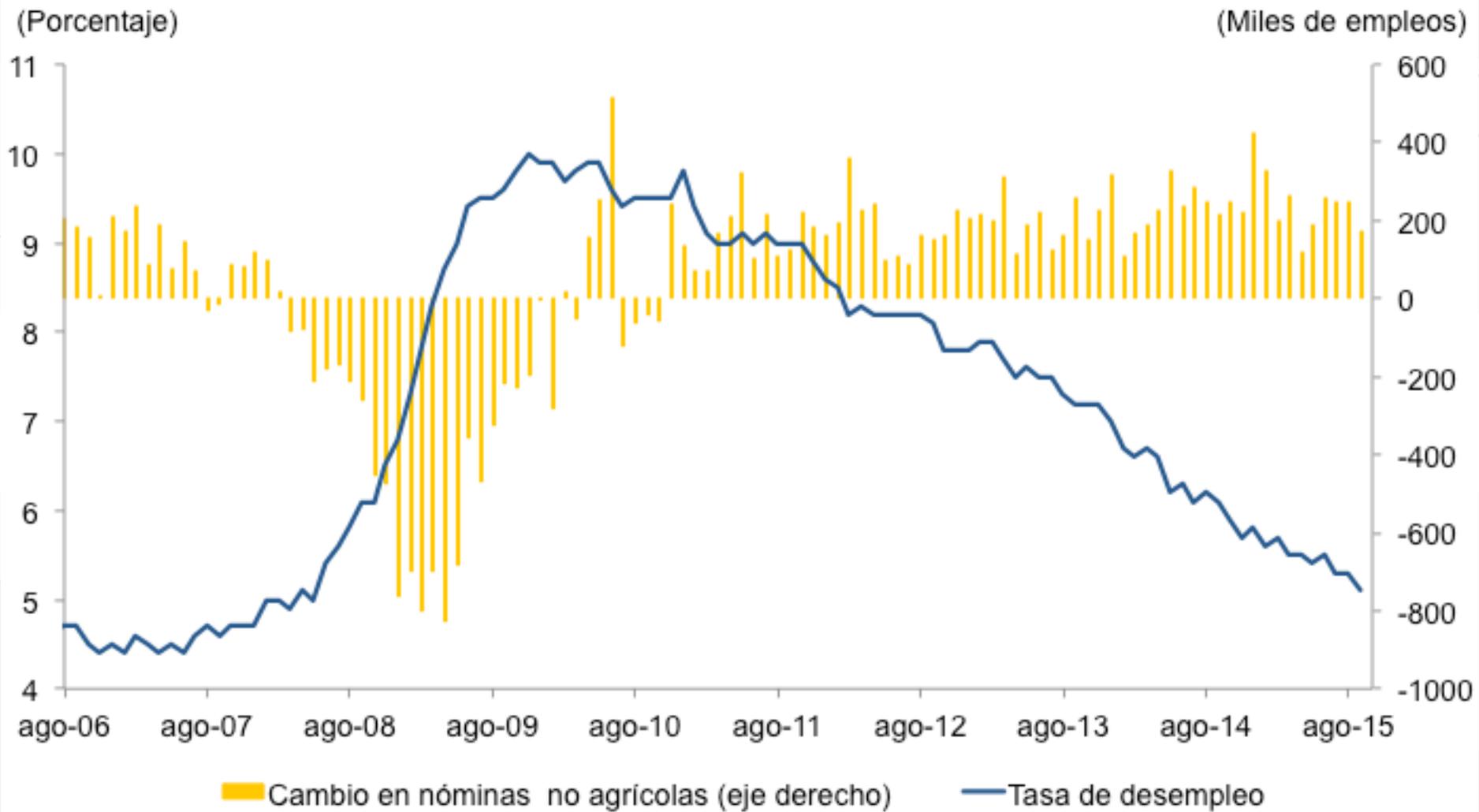
# **1. El contexto externo: señales mixtas**



- 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 5,1%, cerca de la 'NAIRU', o del nivel de pleno empleo.
- ¿Reajuste de la tasa de interés de la FED en diciembre?



# EU: tasa de desempleo en 5,1%



- El desempleo ha bajado de 11,5% a 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').



# El acoso de la deflación

- Inflación de la Zona Euro 0,2%.
- Japón volvió a experimentar deflación, por primera vez desde abril de 2013, igualmente en buena parte debido a combustibles.
- Situación similar experimenta la GB.

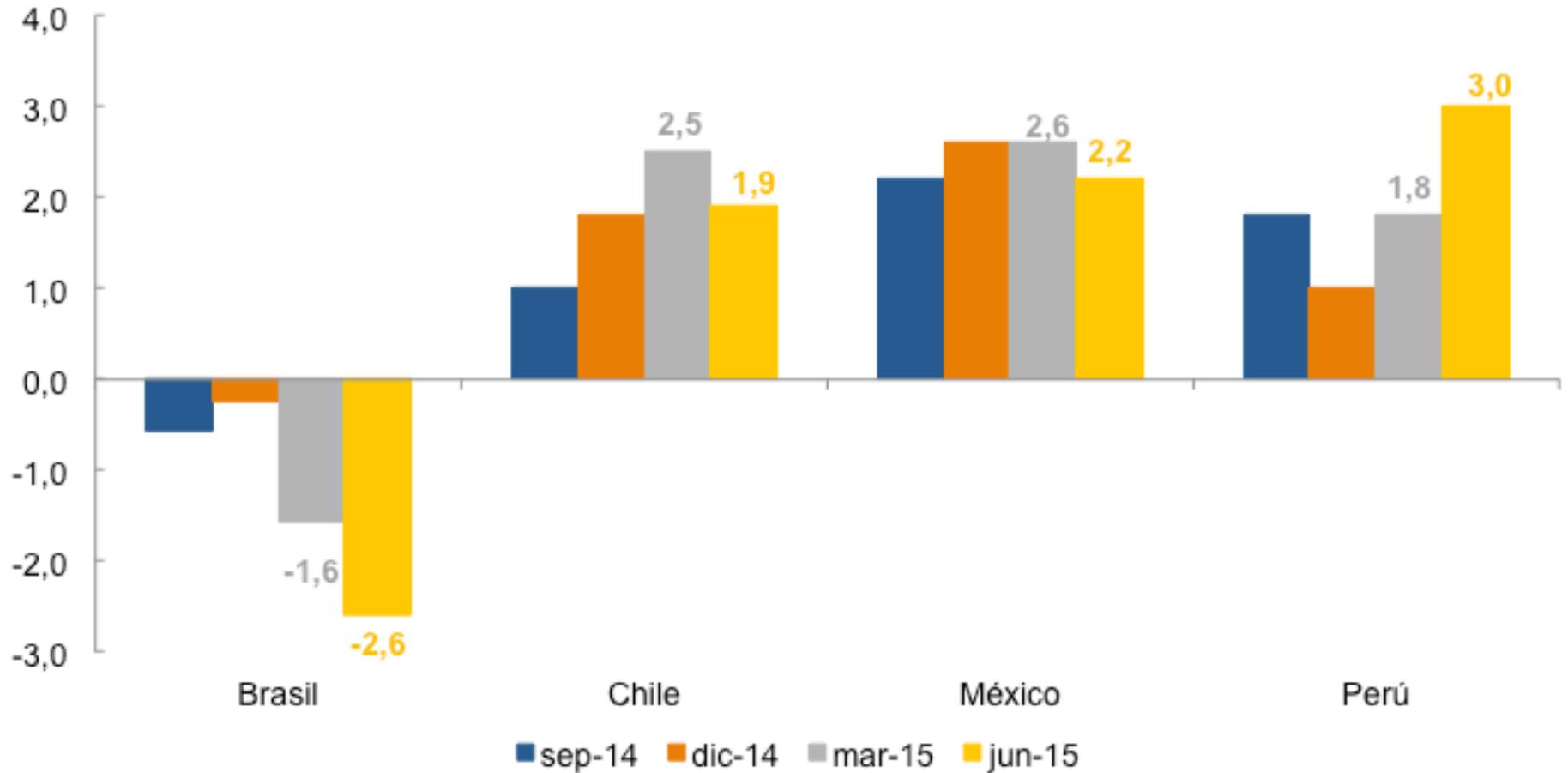


Crecimiento en 2014 fue +7,4%. En 2015 estaría entre +6,5% y +6,7%, encaminándose luego hacia cercanías del +6% o menos. Creciente preocupación por:

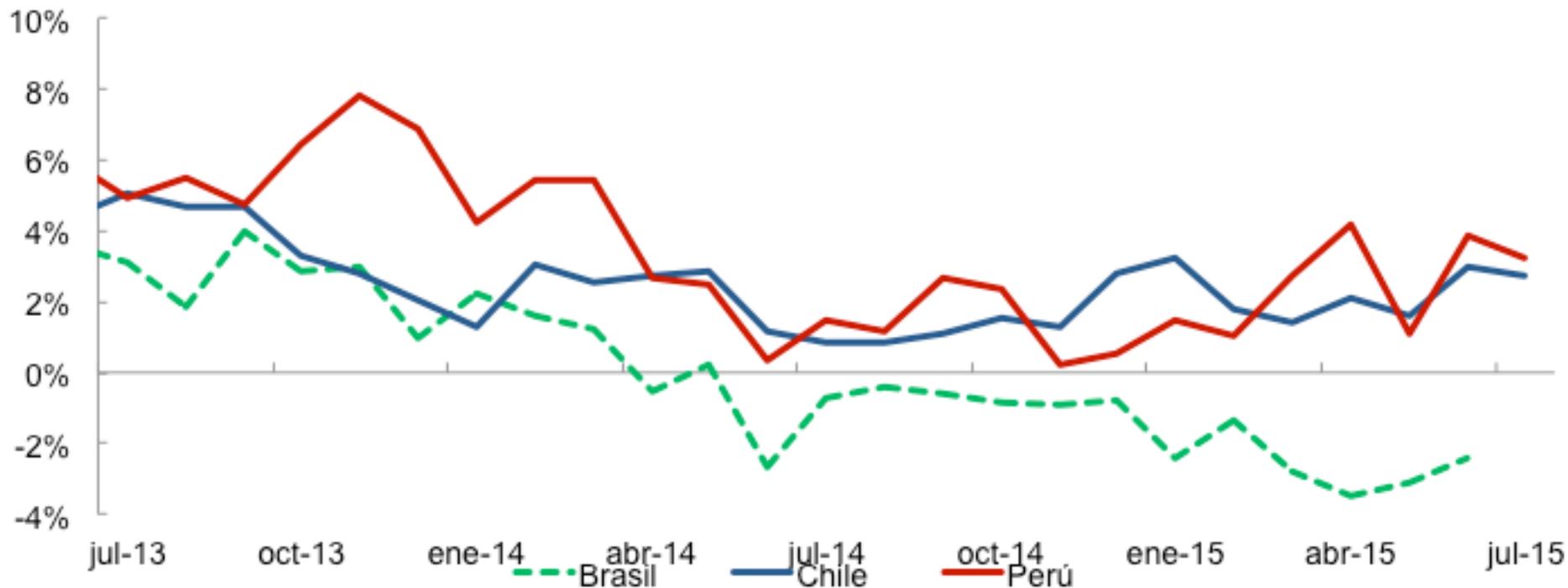
- Crecimiento desbordado del crédito y el endeudamiento de gobierno, empresas y hogares (250% sobre PIB)
- Caída de los precios de la vivienda nueva y usada
- Debilitamiento de la demanda interna
- Caídas de la Bolsa de Shanghái

# América Latina: crecimientos trimestrales

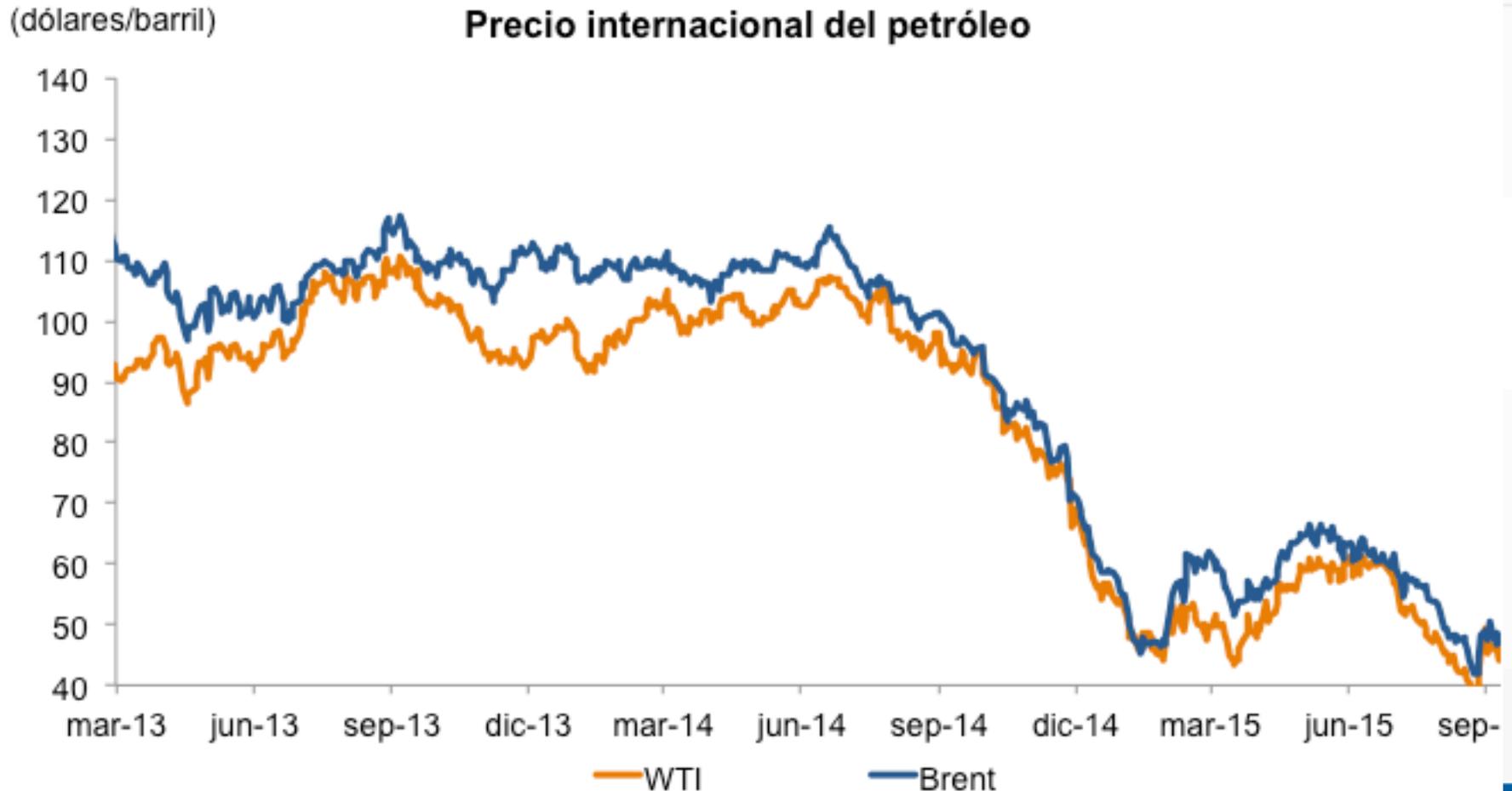
(Porcentaje) **Crecimiento anual del PIB para algunos países de América Latina**



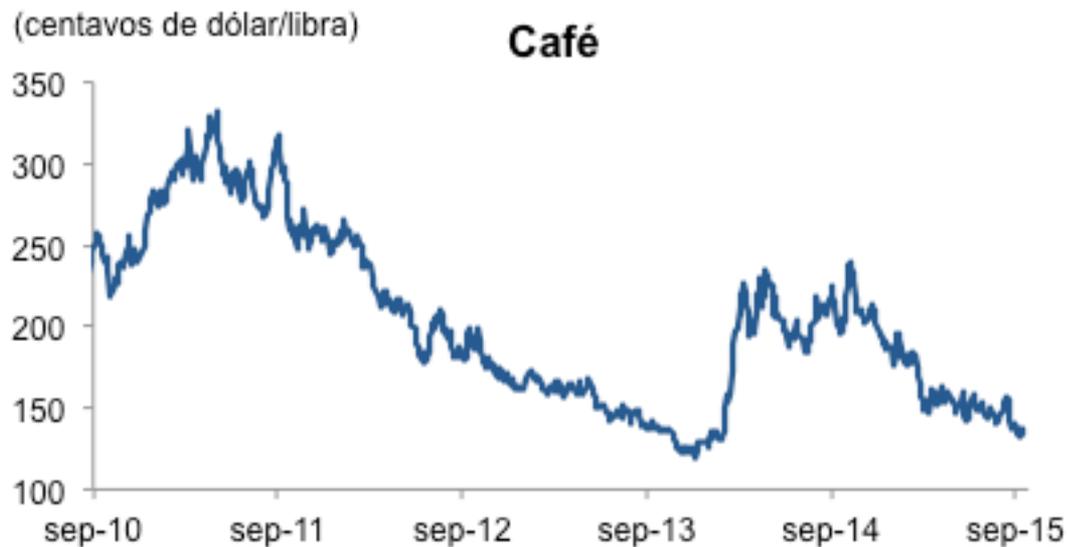
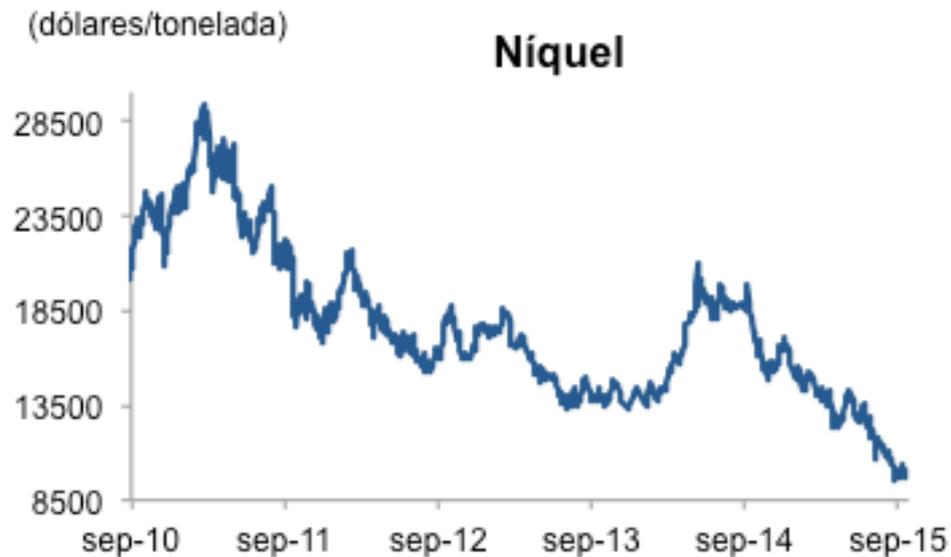
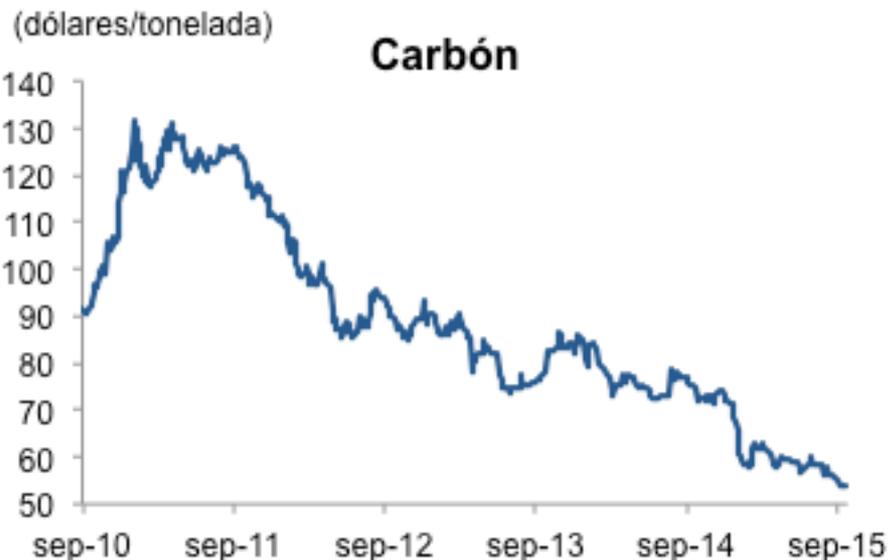
**A. Latina: en 2015 el PIB de Brasil, en medio de una altísima inflación (9,5%), contrayéndose (-2,8%). Y los PIB de Chile (+2,2%), México (+2,7%) y Perú (+3%) creciendo por debajo de su potencial. Colombia, tras haber crecido +4,6% en 2014, en 2015 lo haría en +2,8% según pronóstico del equipo técnico del Banco**



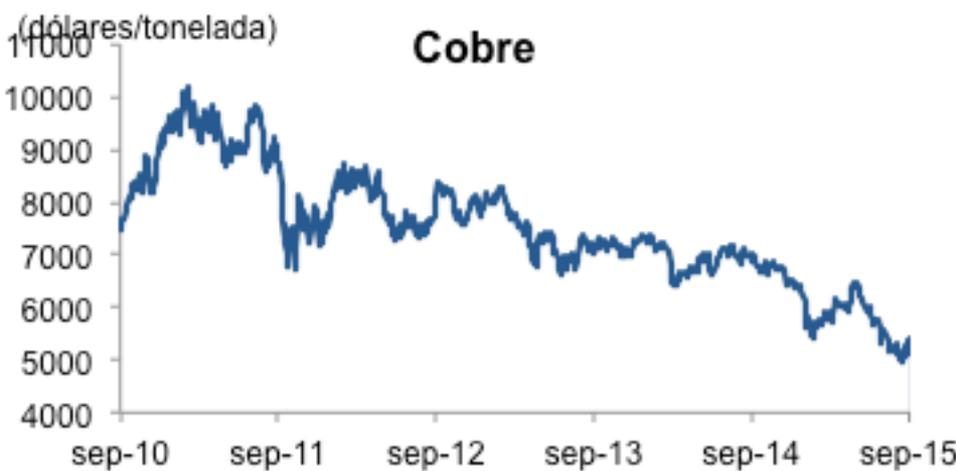
# Derrumbe de nuestros términos de intercambio. Petróleo: leve repunte reciente de precios por reducción de inventarios e inversión en perforaciones en EU



# Otros bienes exportados por Colombia: también cayendo



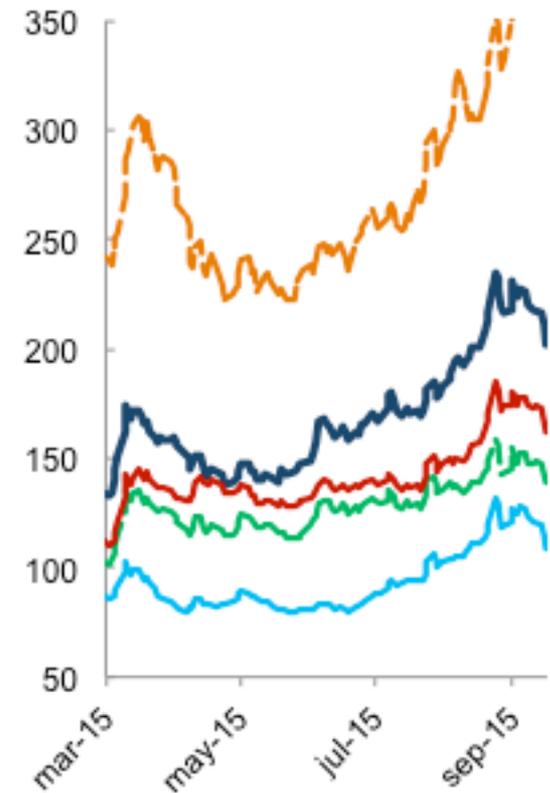
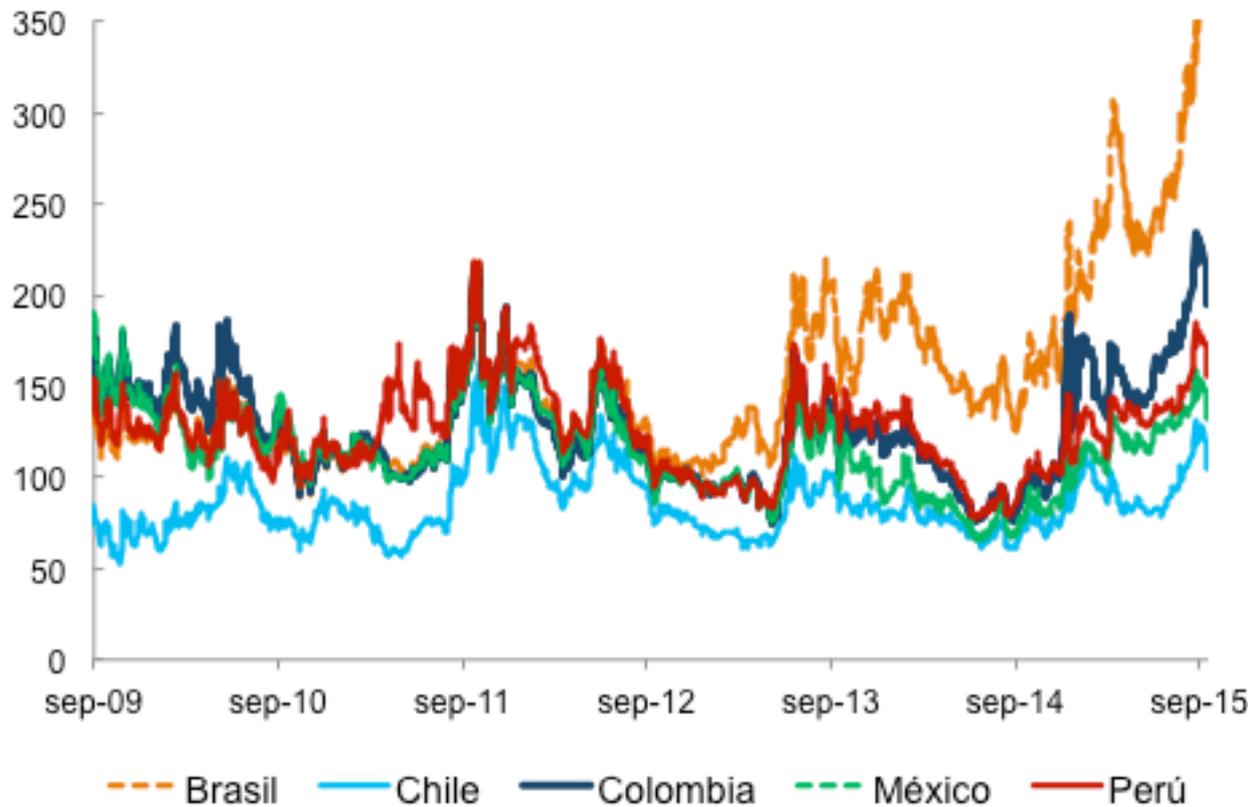
# Otros minerales también: fuerte efecto para Perú y Chile



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

(Puntos básicos)

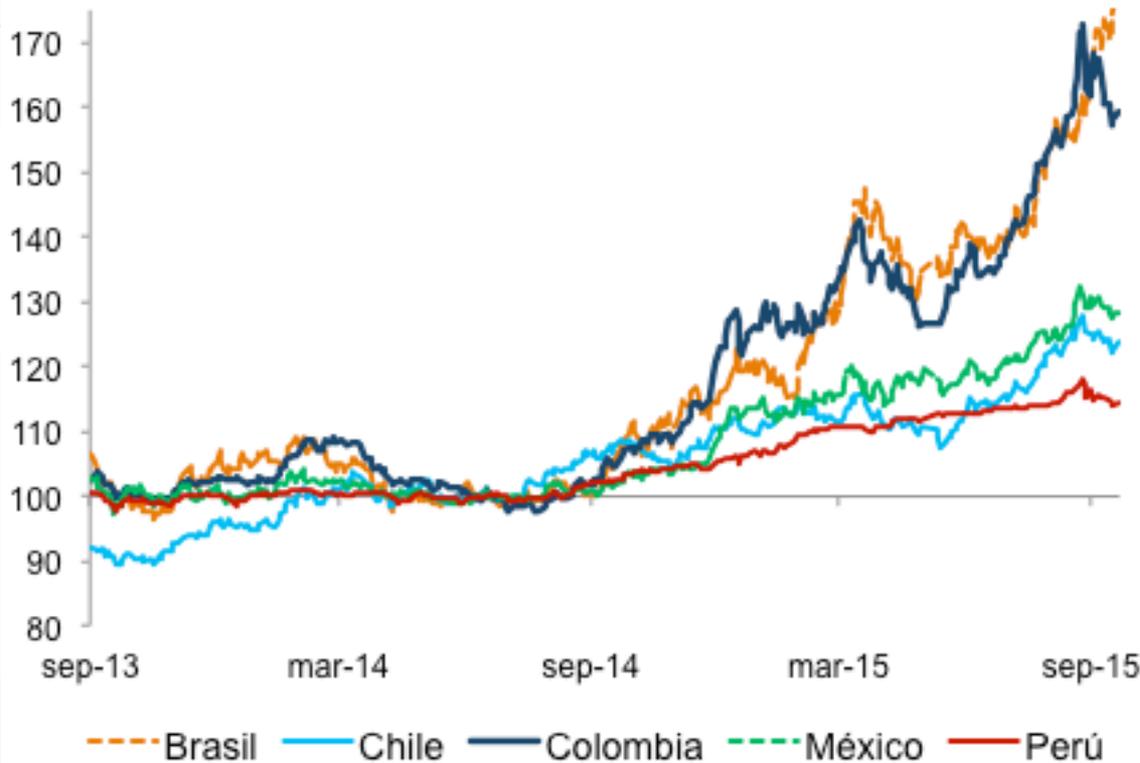
**Credit Default Swaps a cinco años para algunas economías de América Latina**



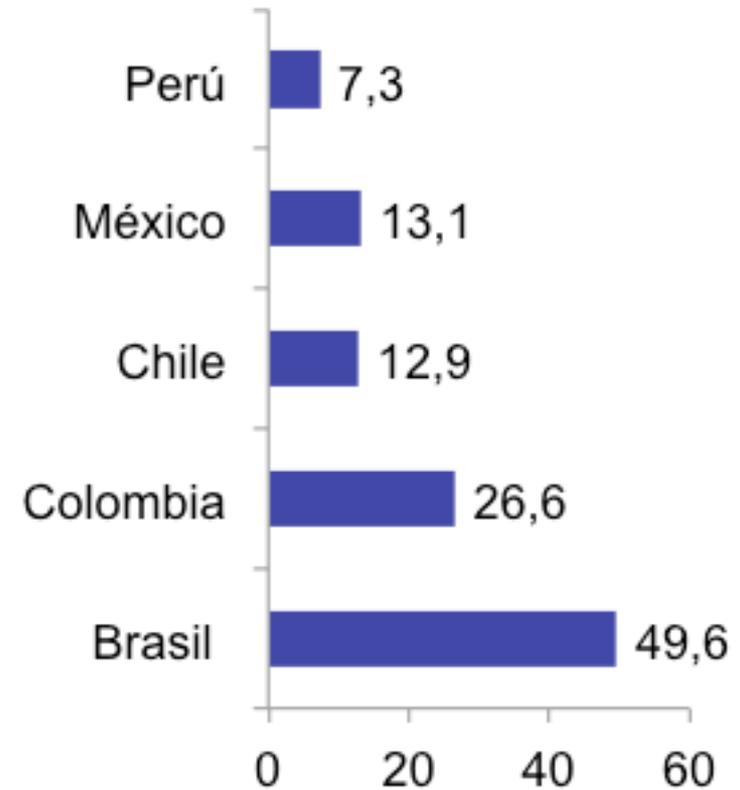
# Desde finales de agosto la depreciación en la región ha cedido algo, con excepción de Brasil

## Índice de tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina

(Índice Junio 2014=100)



## Depreciación entre el 31 de diciembre de 2014 y el 21 de septiembre de 2015



**En lo corrido del año y año completo, la moneda más devaluada es el real. Le sigue el peso colombiano. Hay que preservar el régimen de flotación cambiaria, eje de nuestra política para absorber los choques externos**

Devaluación

Tipos de

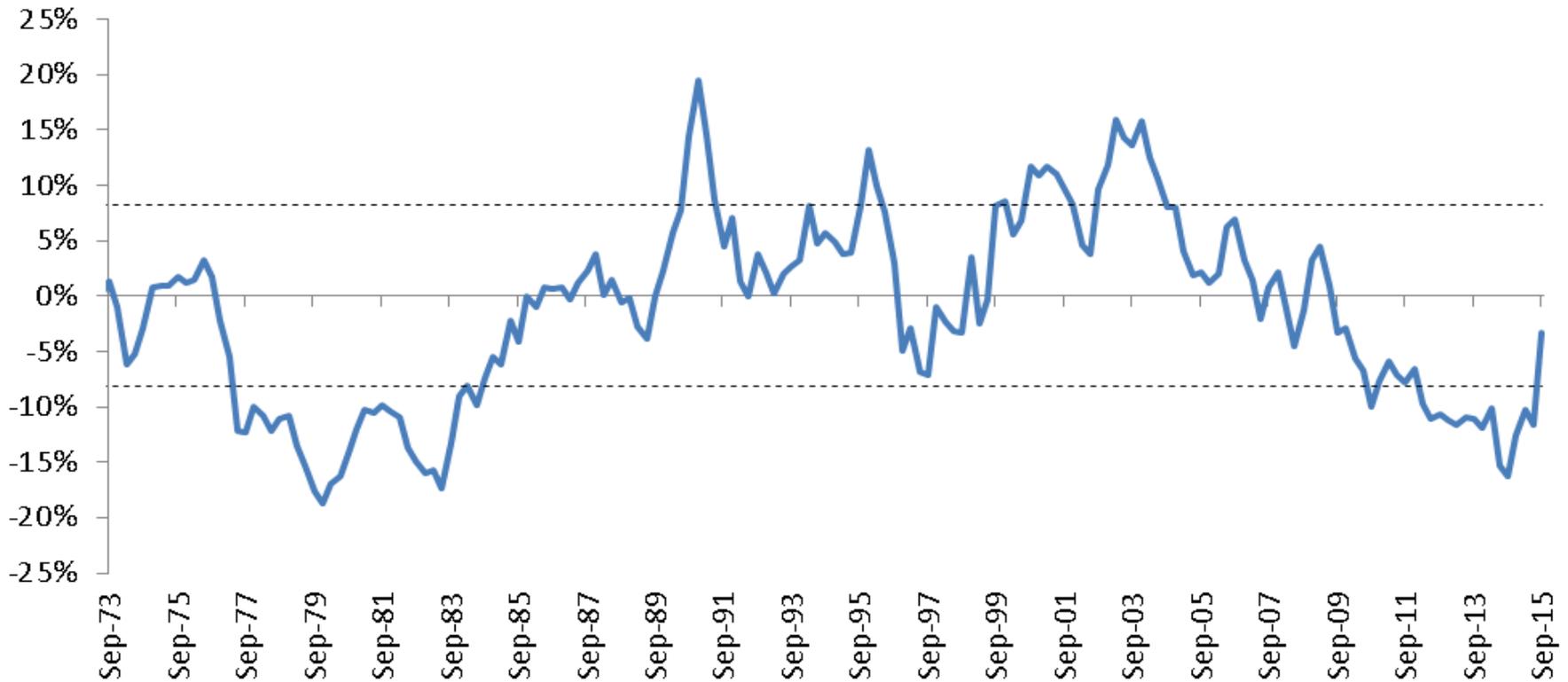
28-sep-15

| 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 | 0,81%         | 2,97%  | 0,74%  | 30,27%      | 19,19%  | 52,94%       | 62,16%         | 72,09%          |
| Colombia Tasa Ultima a las 13:00:00   | 1,57%         | 3,76%  | 1,51%  | 31,26%      | 20,10%  | 54,11%       | 63,40%         | 73,41%          |
| Brasil                                | 1,64%         | 1,39%  | 12,81% | 52,04%      | 26,40%  | 66,95%       | 79,94%         | 98,48%          |
| México                                | 0,73%         | 2,60%  | 2,06%  | 16,01%      | 12,00%  | 27,13%       | 30,87%         | 33,52%          |
| Argentina                             | 0,04%         | 0,24%  | 1,29%  | 10,03%      | 6,69%   | 11,39%       | 62,71%         | 99,07%          |
| Peru                                  | 0,48%         | 1,33%  | 0,40%  | 8,20%       | 4,60%   | 12,18%       | 16,91%         | 25,47%          |
| Uruguay                               | 0,12%         | 0,30%  | 1,46%  | 18,81%      | 11,86%  | 16,58%       | 32,87%         | 43,34%          |
| Chile                                 | 0,50%         | 2,97%  | 1,80%  | 16,33%      | 12,75%  | 17,78%       | 40,74%         | 49,29%          |



**En el caso de Colombia, el exceso estuvo en la revaluación, no en la devaluación. Según los modelos, no se podría afirmar que la tasa se halla desalineada por encima de la que en teoría sería la de equilibrio**

### **Desalineamiento promedio estimado de la TCR**



**2. Comercio exterior: déficit de la cuenta corriente continúa siendo el talón de Aquiles de la economía**



# Cambio estructural económico y enfermedad holandesa

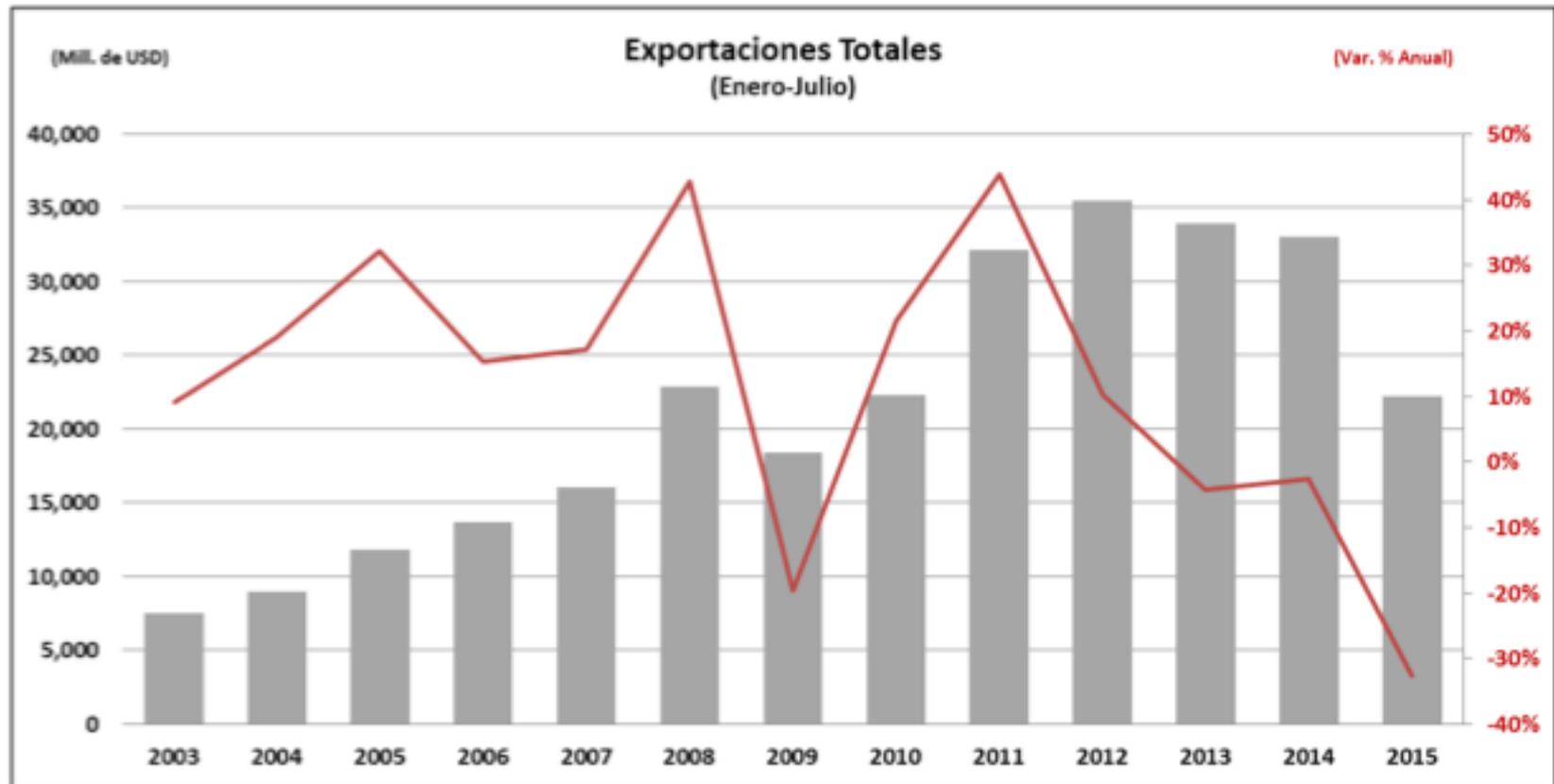
- El sector minero-energético llegó a representar el 8% del PIB y a generar 40% de los ingresos de la balanza de pagos y 70% de total de las exportaciones
- Alcanzó el 85 % de la inversión extranjera directa de la balanza cambiaria, y un tercio de la de la balanza de pagos
- Es la principal fuente del mercado de divisas
- 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

**Escenarios para la Cuenta Corriente. El primer trimestre del año el déficit terminó en 7%. Es de esperar su gradual reducción hacia el 5,6% o 6% a diciembre por cuenta del menor crecimiento y de la libre flotación cambiaria. Sin embargo, aún así seguiría siendo el más alto entre las economías de tamaño similar o superior en el mundo**

| BALANZA DE PAGOS - (Millones de dólares) | 2014    | 2015                    |         |                         |
|--|---------|-------------------------|---------|-------------------------|
|  |         | Menor<br>financiamiento | Central | Mayor<br>financiamiento |
| <b>CUENTA CORRIENTE (A+B+C+D)</b>        | -19.549 | -14.289                 | -17.214 | -20.194                 |
| <i>Porcentaje del PIB</i>                | -5,2    | -4,8                    | -5,6    | -6,4                    |
| <i>Porcentaje del PIB (TRM 2014)</i>     |         | -3,6                    | -4,3    | -5,0                    |
| <b>A. Bienes</b>                         | -4.583  | -5.893                  | -8.448  | -11.054                 |
| a. Exportaciones                         | 57.027  | 43.647                  | 43.441  | 43.223                  |
| Principales productos                    | 41.019  | 28.229                  | 28.229  | 28.229                  |
| Resto de exportaciones                   | 16.008  | 15.418                  | 15.213  | 14.994                  |
| b. Importaciones                         | 61.610  | 49.539                  | 51.889  | 54.277                  |
| <b>B. Servicios no factoriales</b>       | -6.638  | -4.848                  | -5.076  | -5.309                  |
| <b>C. Renta de los Factores</b>          | -12.685 | -8.071                  | -8.213  | -8.353                  |
| <b>D. Transferencias corrientes</b>      | 4.358   | 4.523                   | 4.523   | 4.523                   |



# En lo corrido del año a julio las exportaciones totales caían 33% con relación al mismo período de 2014



Ene-Jul 2014 = US\$ 33.048 mill - var. % anual = -2,6%

Ene-Jul 2015 = US\$ 22.261 mill - var. % anual = -32,6%



Fuente: DANE-DIAN.

# Las minero-energéticas lideraban la caída con 44%



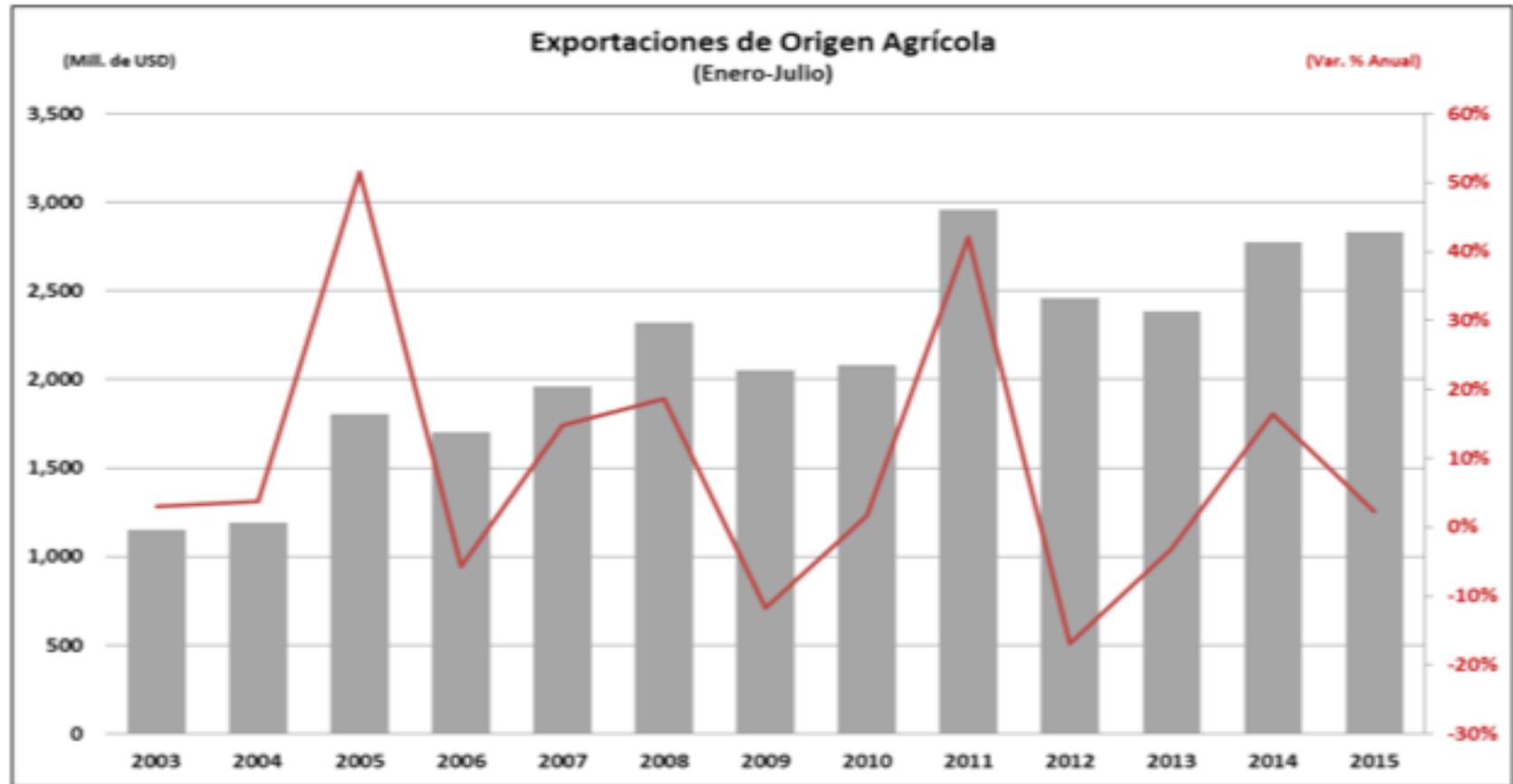
Ene-Jul 2014 = US\$ 23.377 mill - var. % anual = -2,9%

Ene-Jul 2015 = US\$ 13.118 mill - var. % anual = -43,9%



Fuente: DANE-DIAN.

# Las agrícolas (café, banano, flores) crecían apenas 2,2%, en especial por café



Ene-Jul 2015 = US\$ 2.834 mill - var. % anual = 2,2%



Fuente: DANE-DIAN.

# Y las industriales caían 8,5%, sobretudo por Venezuela y Ecuador



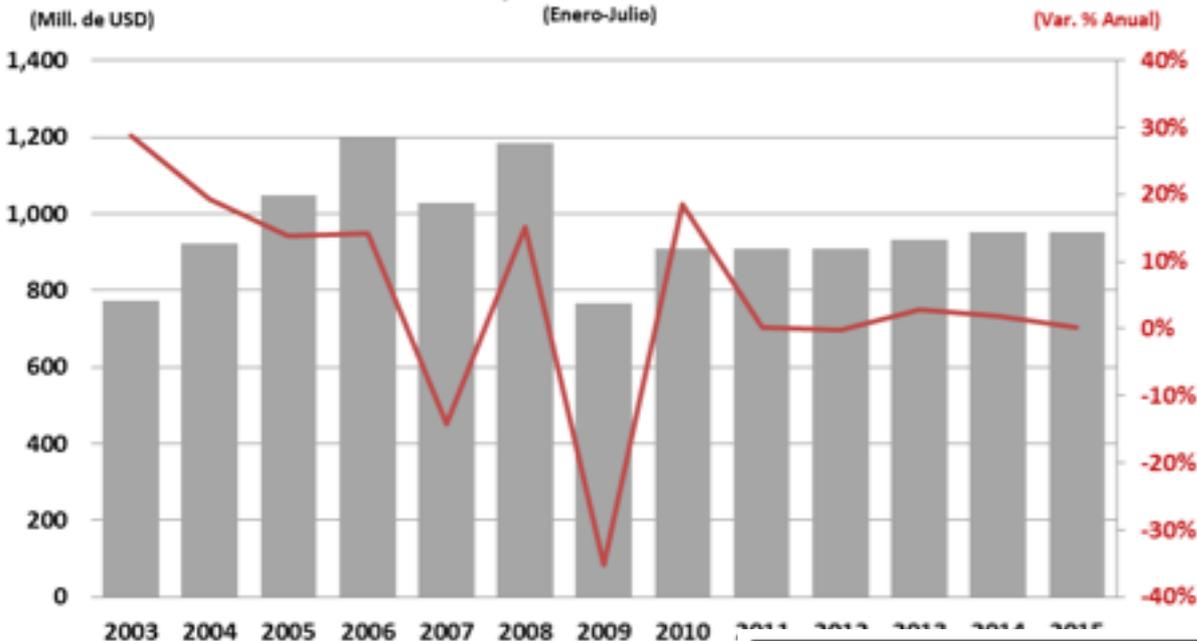
Ene-Jul 2014 = US\$ 6.899 mill - var. % anual = -7,8%

Ene-Jul 2015 = US\$ 6.310 mill - var. % anual = -8,5%



Fuente: DANE-DIAN.

Resto de Exportaciones a Estados Unidos  
(Enero-Julio)



## USA

Ene-Jul 2014 = 1,9%

Ene-Jul 2015 = 0,1%

(US\$ 951 mill)

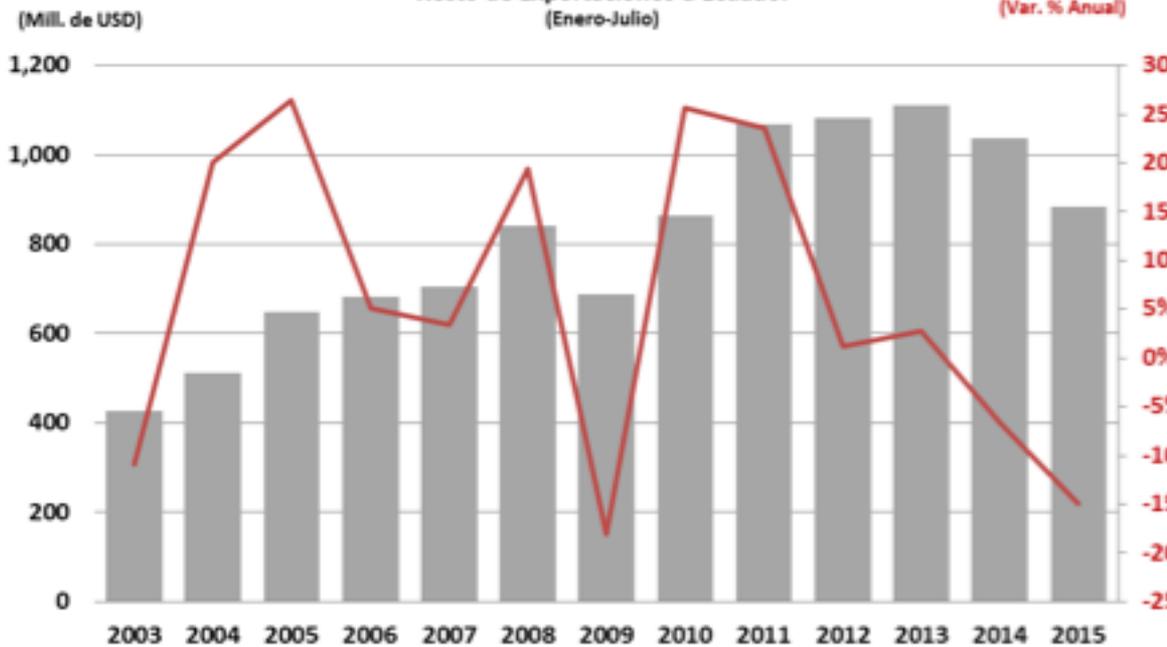
## Ecuador

Ene-Jul 2014 = -6,6%

Ene-Jul 2015 = -14,9%

(US\$ 883 mill)

Resto de Exportaciones a Ecuador  
(Enero-Julio)





## Venezuela

Ene-Jul 2014 = -11,6%

Ene-Jul 2015 = -33,7%

(US\$ 621 mill)

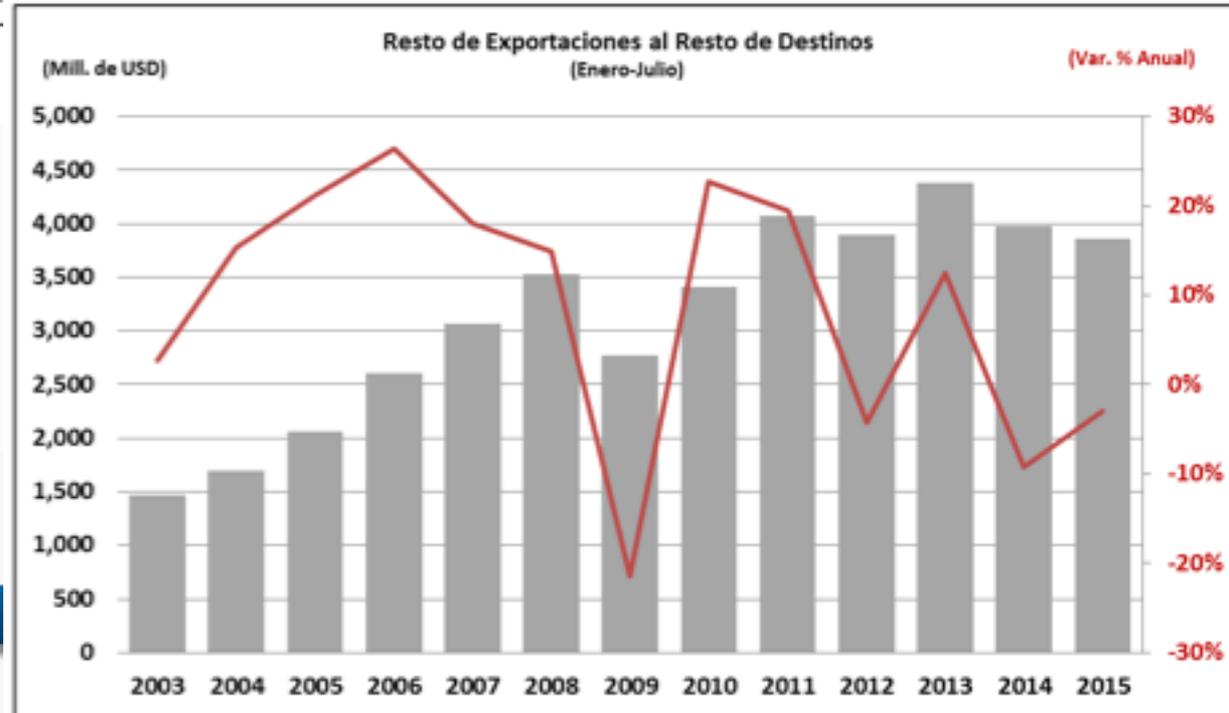
## Resto de destinos

(Sin USA, Ecuador ni Venezuela)

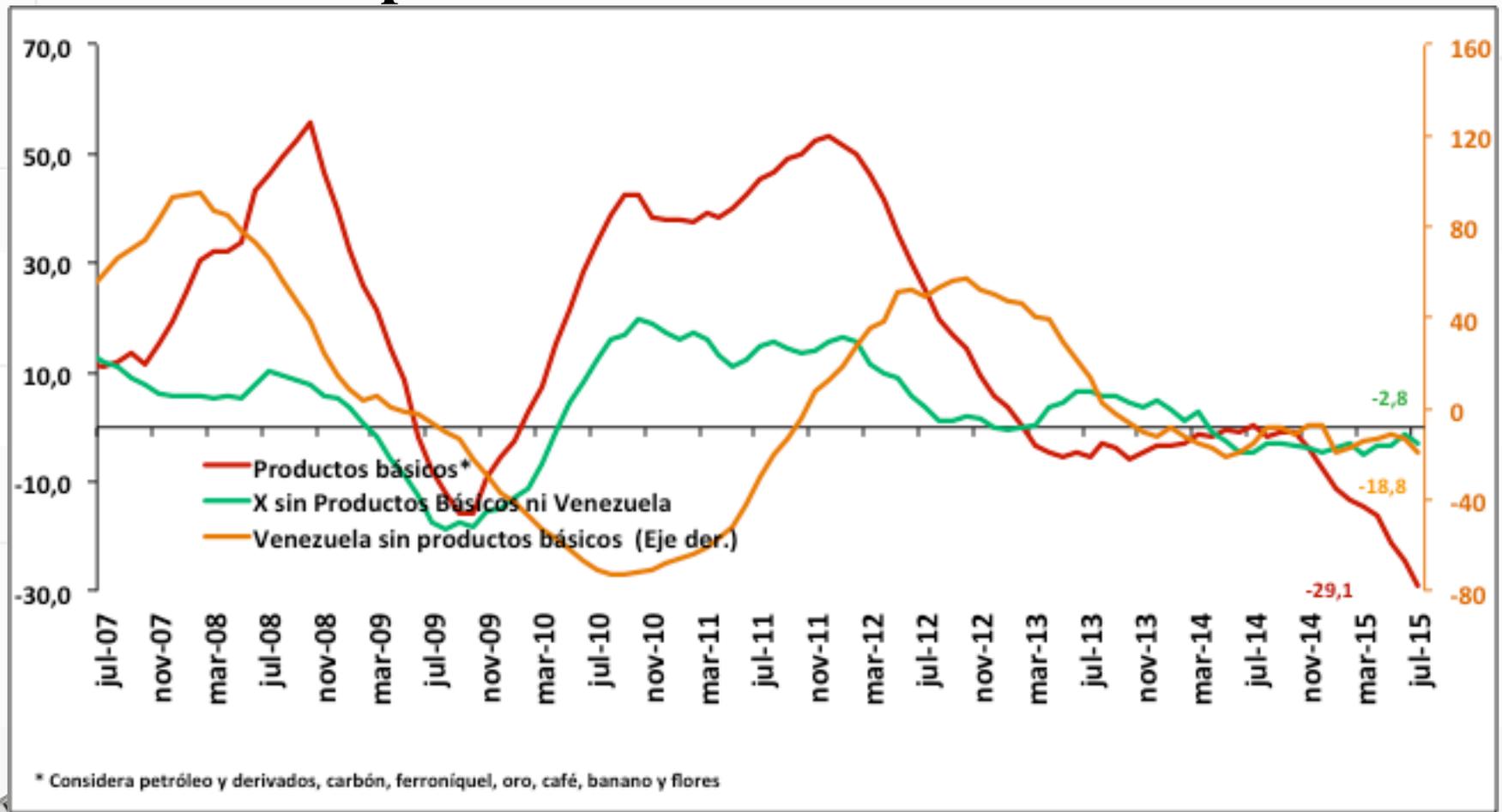
Ene-Jul 2014 = -9,3%

Ene-Jul 2015 = -3%

(US\$ 3.855 mill)



# En resumen: la postración de las exportaciones y el desplome de las de los *commodities*. Una lección por aprender: las bonanzas no son bendiciones



# Caída generalizada de las importaciones, pero sólo un tercio de la de las exportaciones



Ene-Jul 2014 = US\$ 36.645 mill

- var. % anual = 8%

Ene-Jul 2015 = US\$ 32.203 mill

- var. % anual = -12,1%

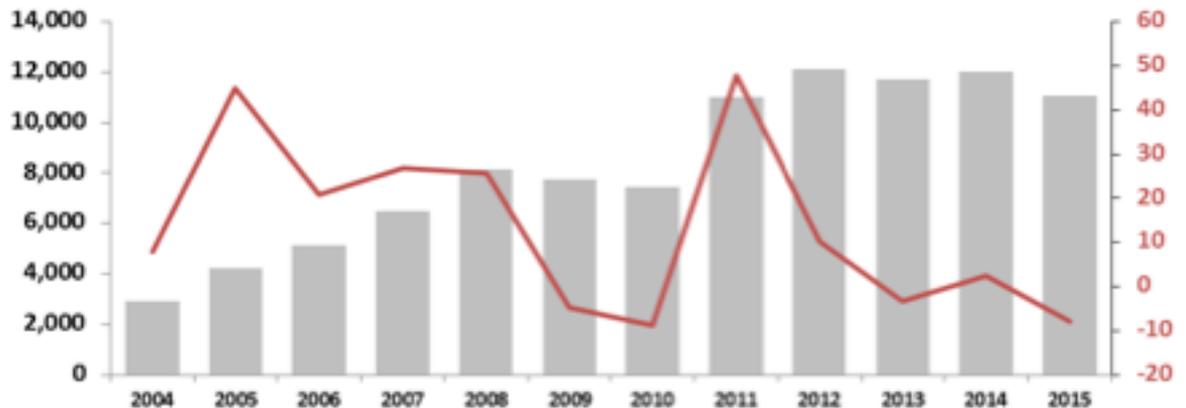


Fuente: DIAN.

## Importaciones Bienes de Capital

(Enero - Julio)

(Mill. de USD)



## Bienes de capital

Ene-Jul 2014 = 2,4%

Ene-Jul 2015 = -7,8%

(11.066 mill.)

## Materias Primas

Ene-Jul 2014 = 12,7%

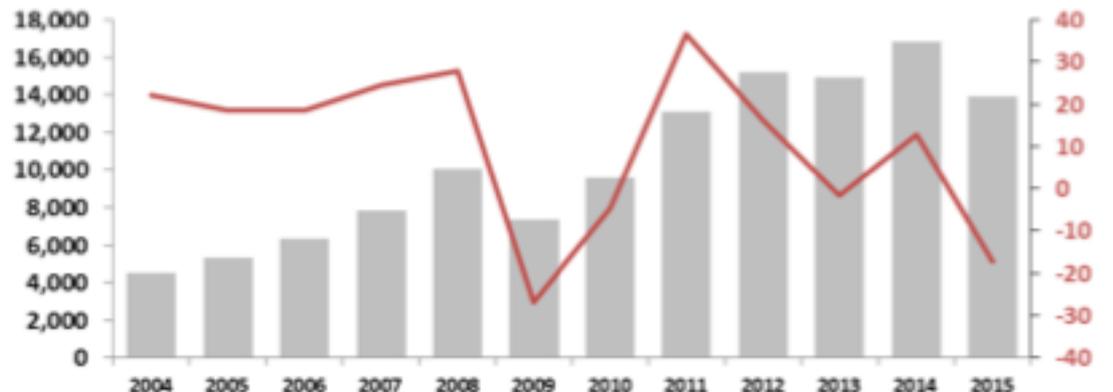
Ene-Jul 2015 = -17,2%

(13.947 mill.)

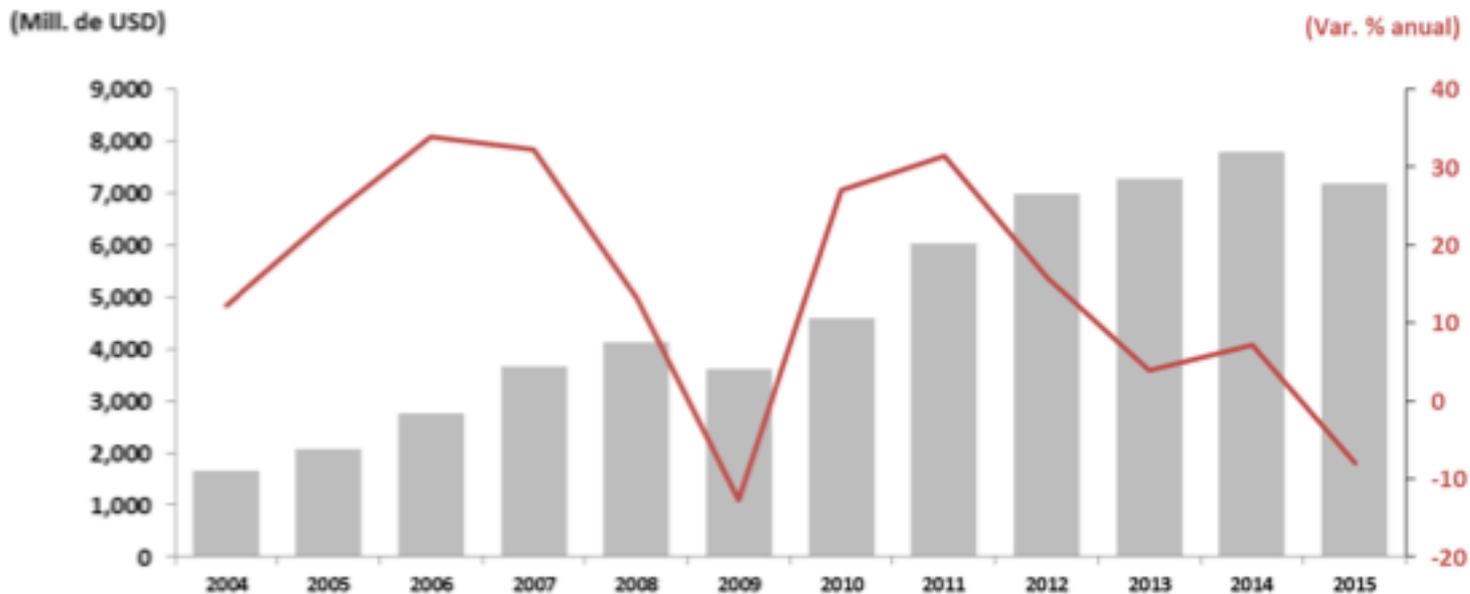
## Importaciones Materias Primas

(Enero - Julio)

(Mill. de USD)



## Importaciones Bienes de Consumo (Enero - Julio)



Ene-Jul 2014 = US\$ 7.791 mill

- var. % anual = 7,2%

Ene-Jul 2015 = US\$ 7.173 mill

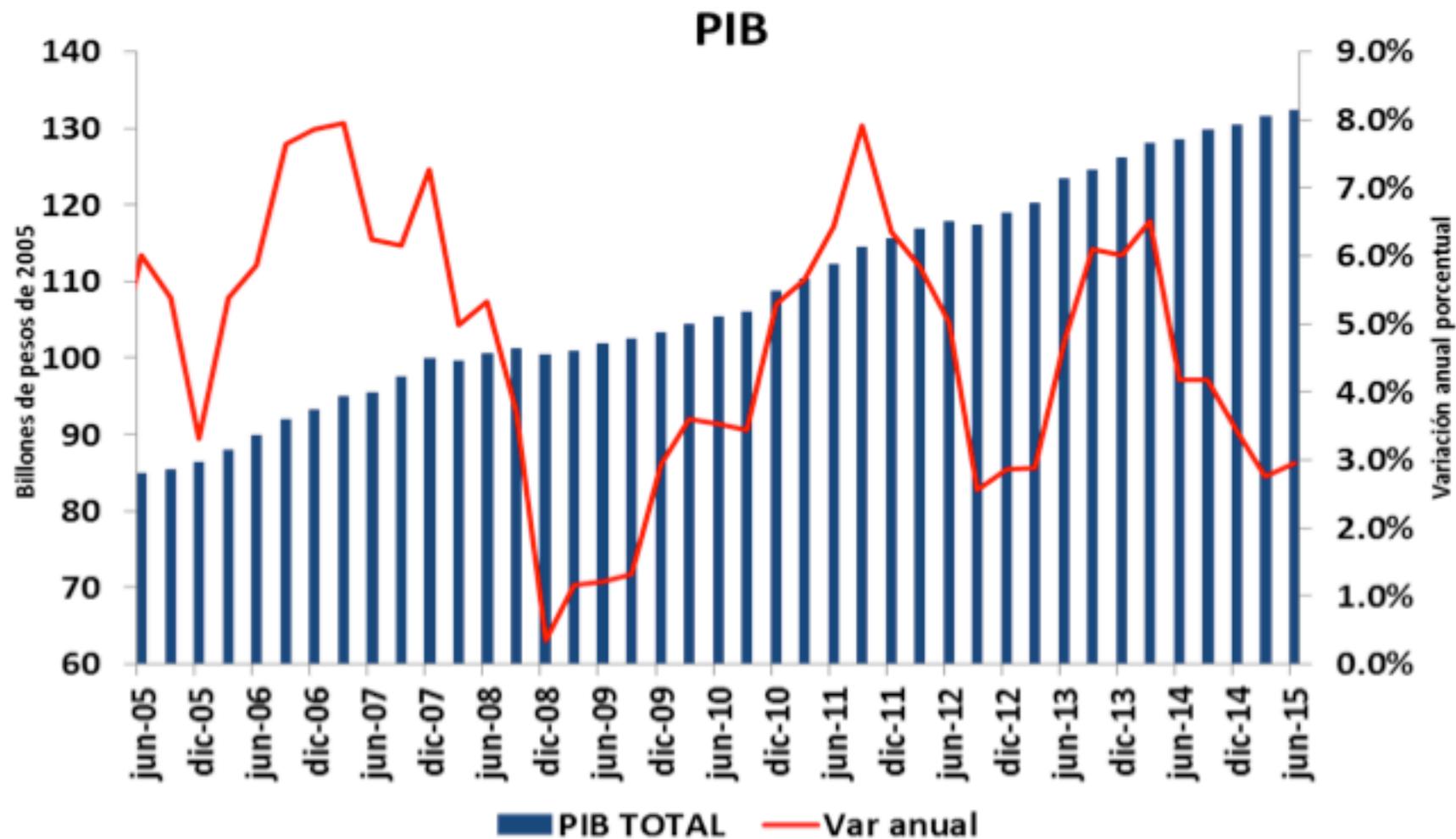
- var. % anual = -7,9%



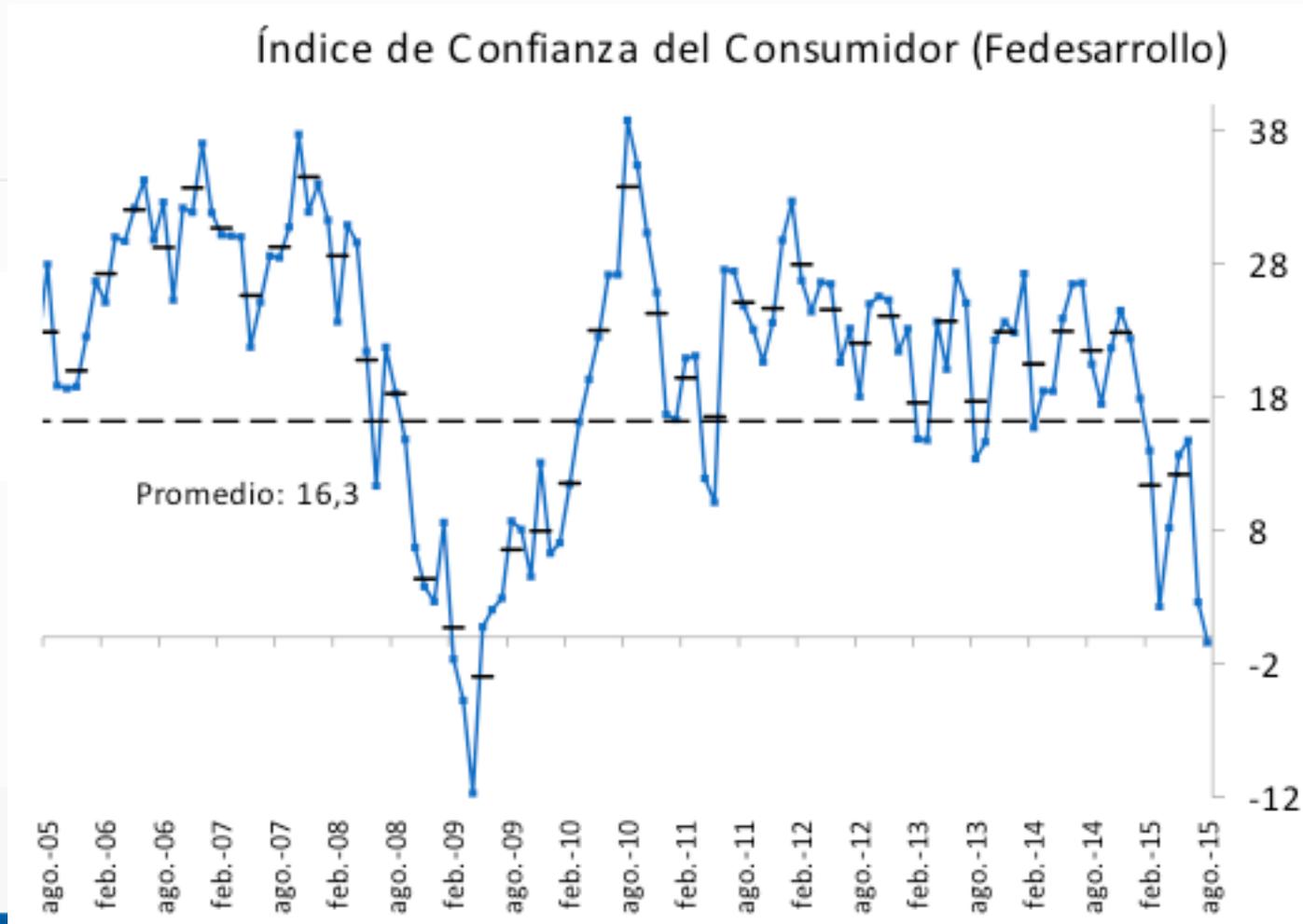
### **3. Crecimiento: ostensible pero esperada desaceleración**



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



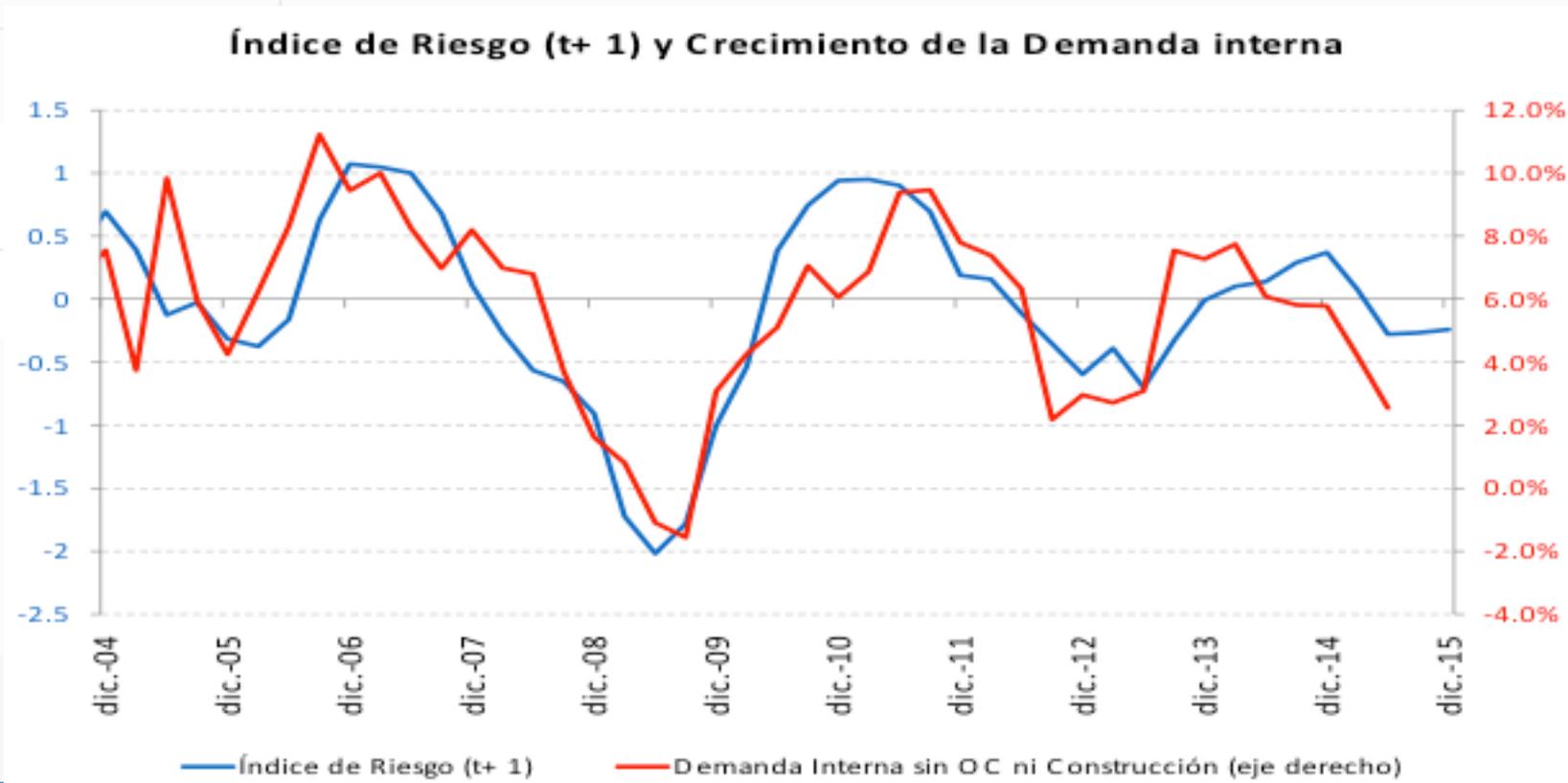
# Sin embargo, en agosto el Índice de Confianza del Consumidor observó una fuerte caída



Fuente: Fedesarrollo



**No obstante, durante el segundo semestre de 2015 la demanda interna crecería a un ritmo similar al del segundo trimestre. El equipo técnico del Banco mantiene el pronóstico de 2,8% para 2015**

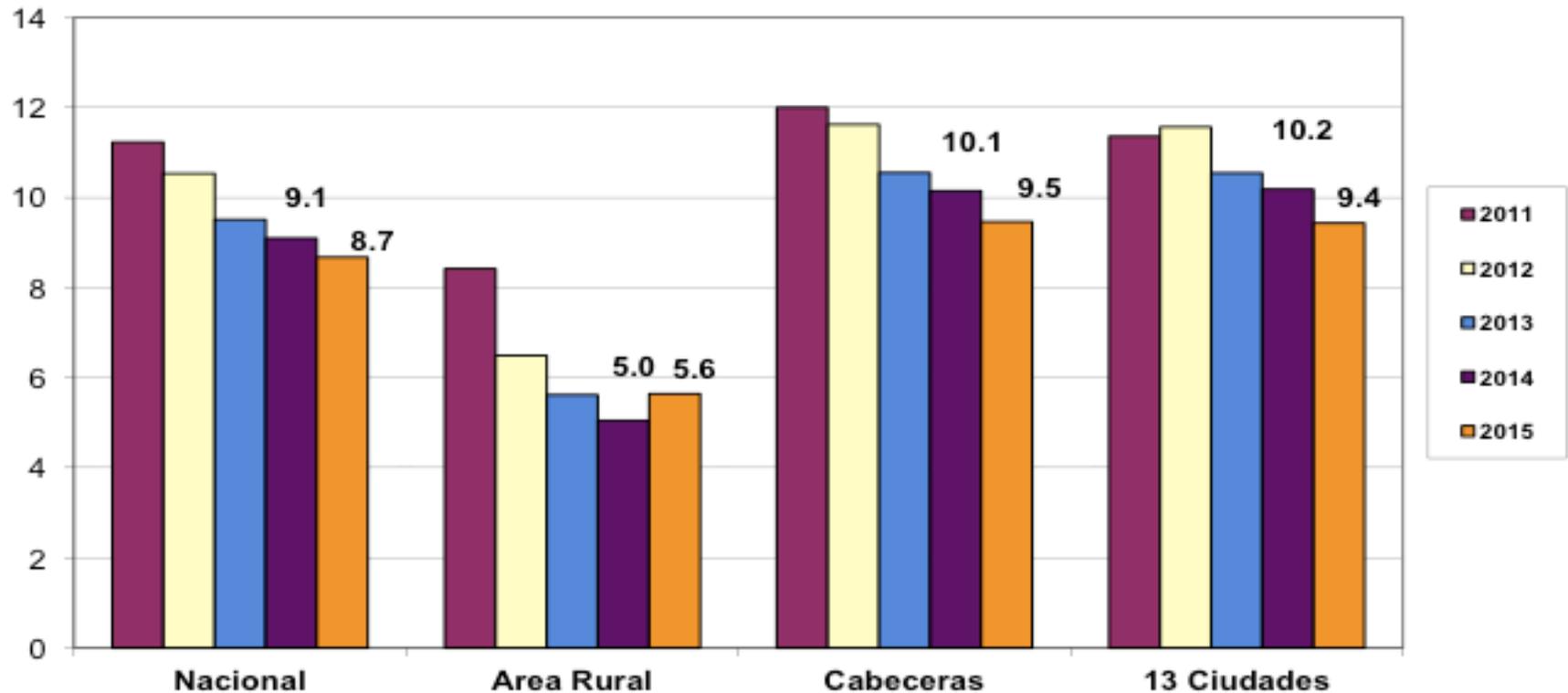


Fuente: Banco de la República - DODM, cálculos DPI.



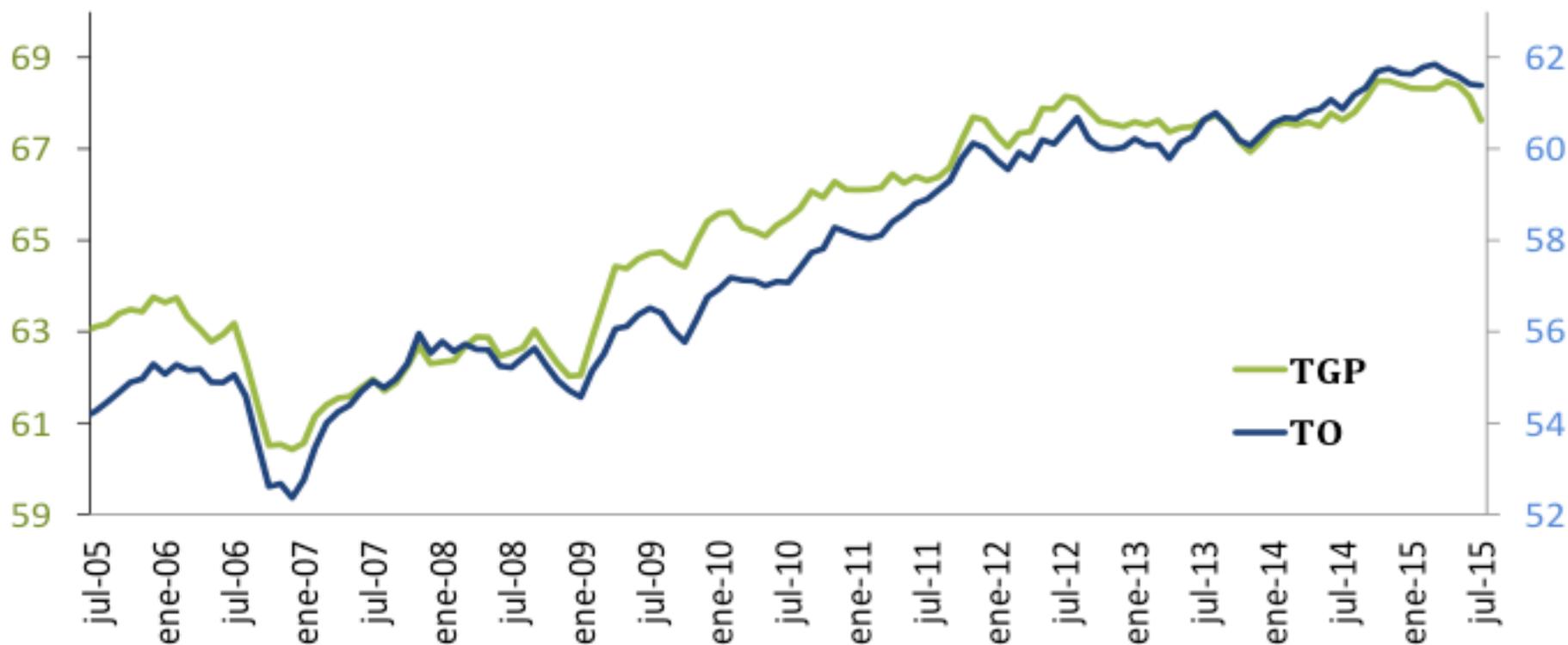
# En el trimestre móvil mayo – julio se observaron reducciones de la TD en todos los dominios geográficos, con excepción del área rural

**Tasa de desempleo**  
(Mayo-Junio-Julio)



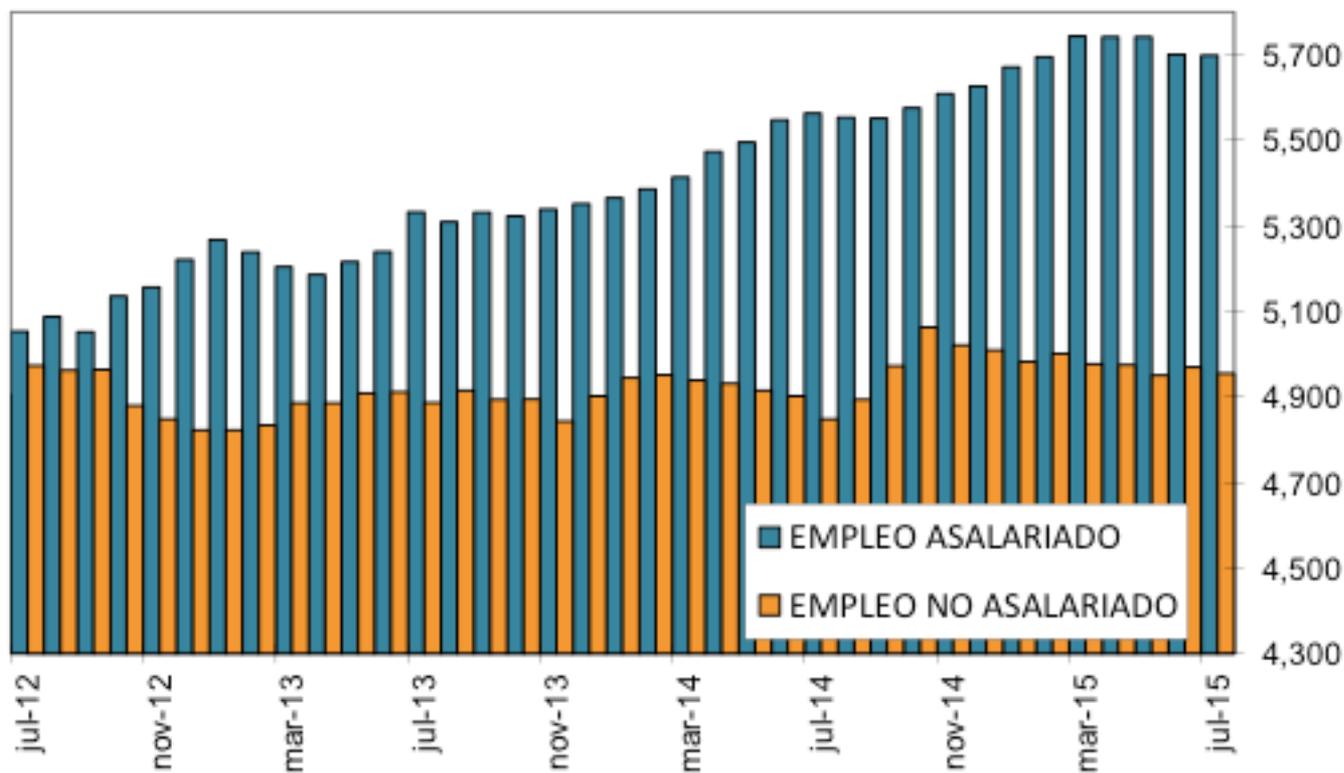
# La reducción de la TD no se explica por el aumento de la tasa de ocupación, sino por la caída de la TGP

**Tasa Global de Participación y Tasa de Ocupación**  
(Desestacionalizada, 13 áreas)



# El empleo asalariado acusa signos de desaceleración y el no asalariado de estancamiento. O sea que todo indica que el descenso de la TD ha tocado fondo

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



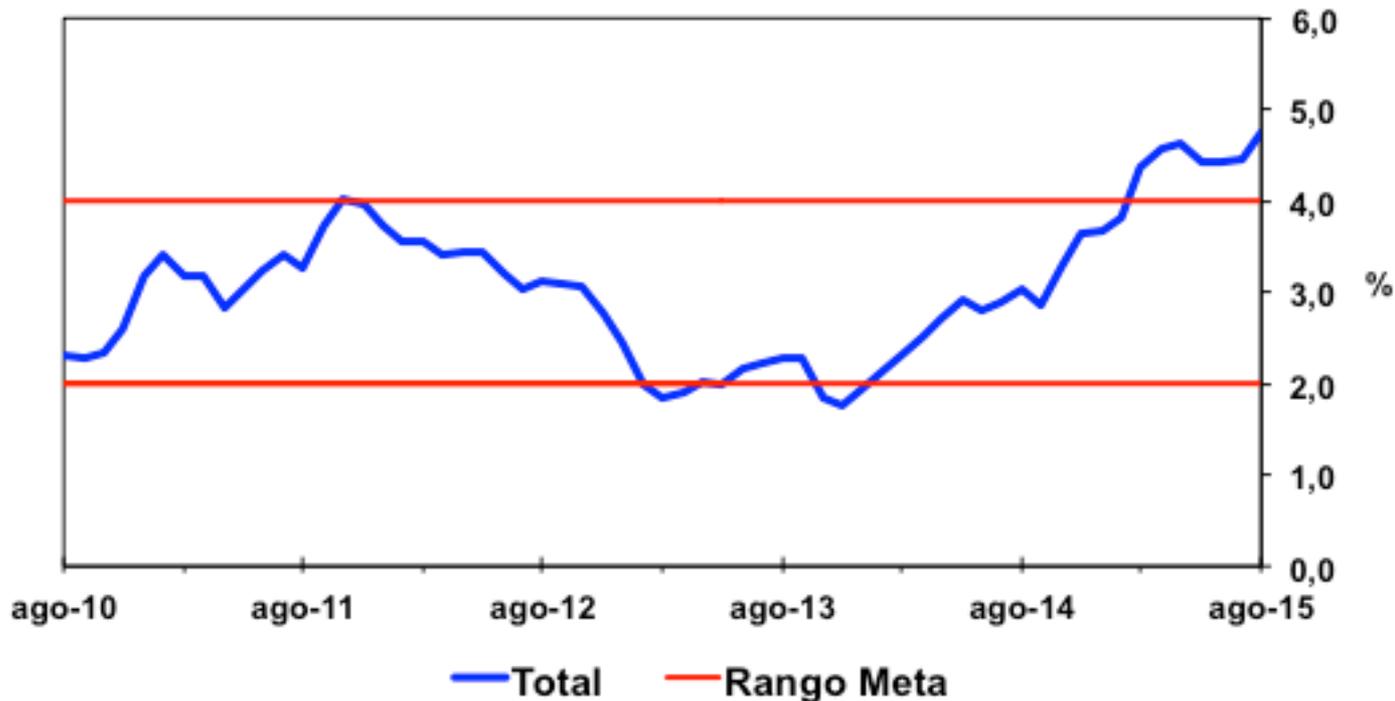
Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.

## **4. La respuesta de política ante la persistencia de la inflación y la credibilidad de la autoridad monetaria**



**Índice de precios al consumidor a agosto, 4,7%: por encima del límite superior del rango meta (2% - 4%) por séptimo mes consecutivo, y muy distante de la meta puntual del 3%. Una desviación de tres cuartas partes**

### Inflación total al consumidor



Ago = 4,74%

Jul = 4,46%

Jun = 4,42%

May = 4,41%

Abr = 4,64%



## La inflación sin alimentos

- Y ya no es sólo por causa de la de alimentos, que suele corresponder a un choque de oferta transitorio.
- Aún la inflación excluyendo la de alimentos, que en octubre del año pasado era 2,9%, sigue subiendo, y se ha trepado al 4,2%, igualmente sobrepasando el límite superior de la meta.



**De otra parte, el promedio de las básicas, o sea el indicador más relevante para la política monetaria, también aumentó en agosto por onceavo mes consecutivo, hasta situarse en 4,5%, igualmente por encima del límite superior del rango meta**

Promedio de 4

Ago = 4,46%

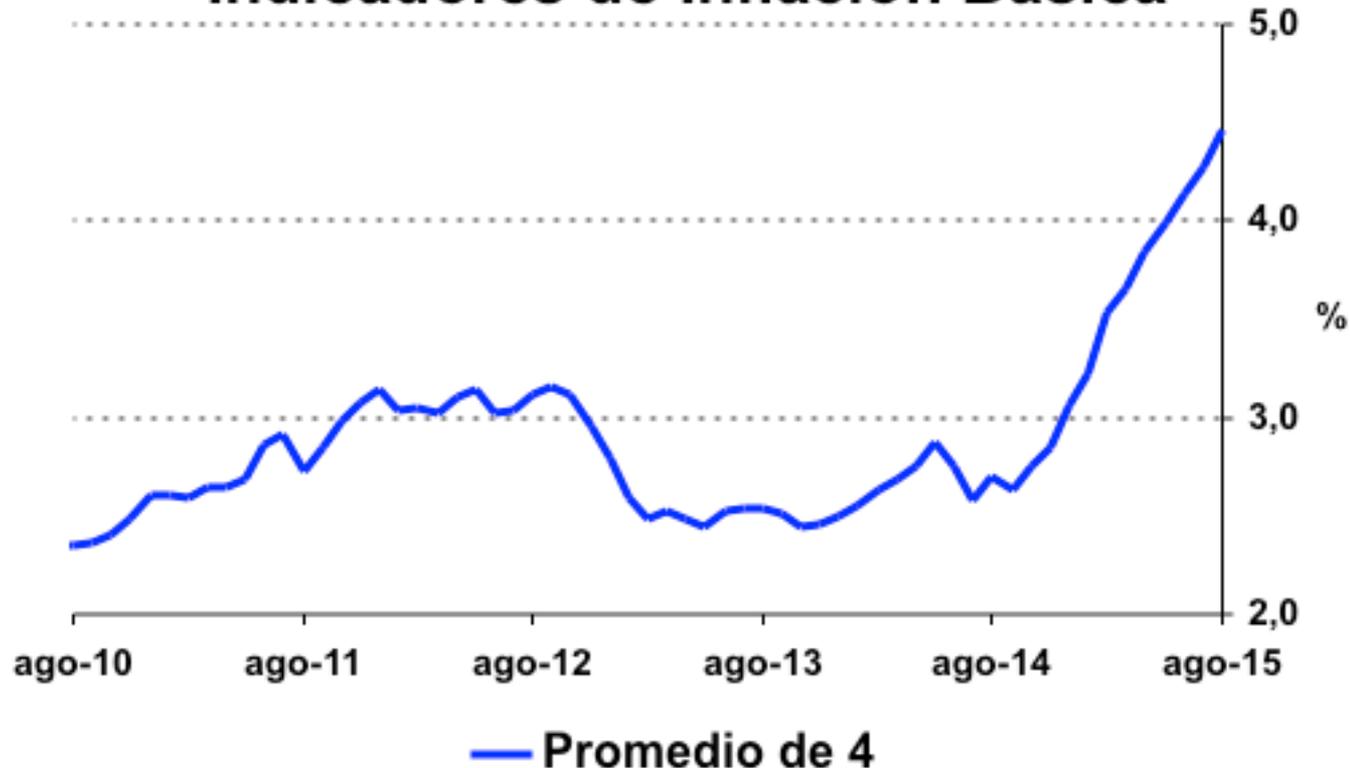
Jul = 4,27%

Jun = 4,14%

May = 3,99%

Abr = 3,84%

## Indicadores de Inflación Básica



Entretanto, la tasa de interés real de intervención del Banco se ha mantenido durante los últimos cinco meses alrededor de cero, habiéndose ubicado en agosto en terreno negativo.



# El 'des-anclaje' de las expectativas

- Persistencia del incremento de la totalidad de los indicadores de inflación durante un lapso notablemente prolongado y cada vez más distantes de la meta del 3%.
- 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.
- En consecuencia, la credibilidad de la autoridad monetaria ante el público podría colocarse en riesgo.



## Decisión unánime

Bajo las circunstancias descritas, y de acuerdo a la más reciente información disponible, la Junta, en su reunión del 25 de septiembre, tomó la determinación de elevar en 25 puntos básicos la tasa nominal de interés de intervención del Banco, tras haberla mantenido en 4,5% durante 13 meses.



**GRACIAS**

