

# Política monetaria reciente en Colombia

Hernando Vargas  
Banco de la República  
Junio, 2017

1. ¿Cómo estamos?
2. ¿De dónde venimos?
3. Los retos actuales de la política monetaria
4. ¿Para dónde vamos?

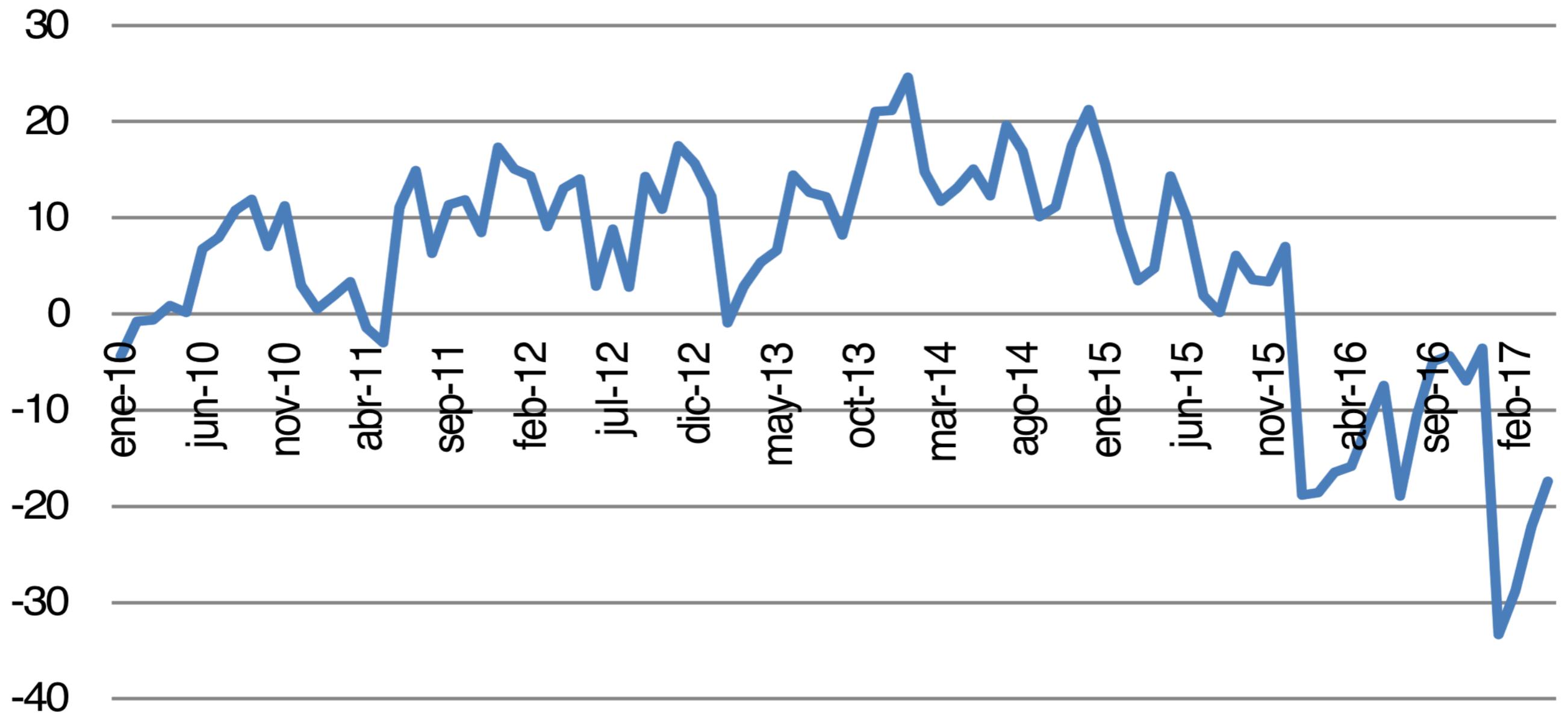
1. ¿Cómo estamos?

¿Diría usted que a **su hogar** le está yendo económicamente mejor o peor de lo que le estaba yendo hace un año?

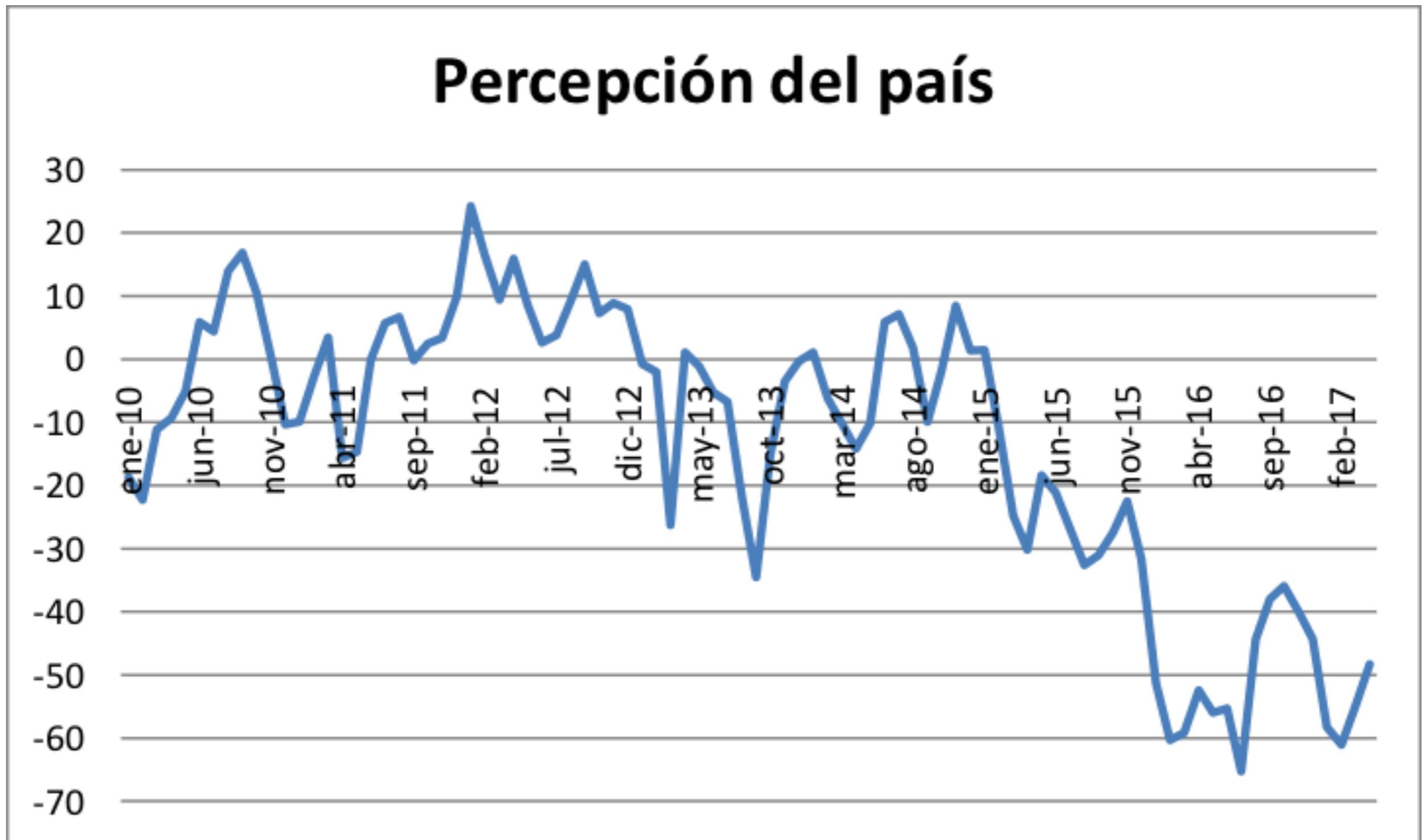
¿Diría usted que hoy en día las condiciones económicas del **país** en general son mejores o peores de lo que estaban hace un año?

Los hogares reportan un deterioro de su situación económica desde 2015...

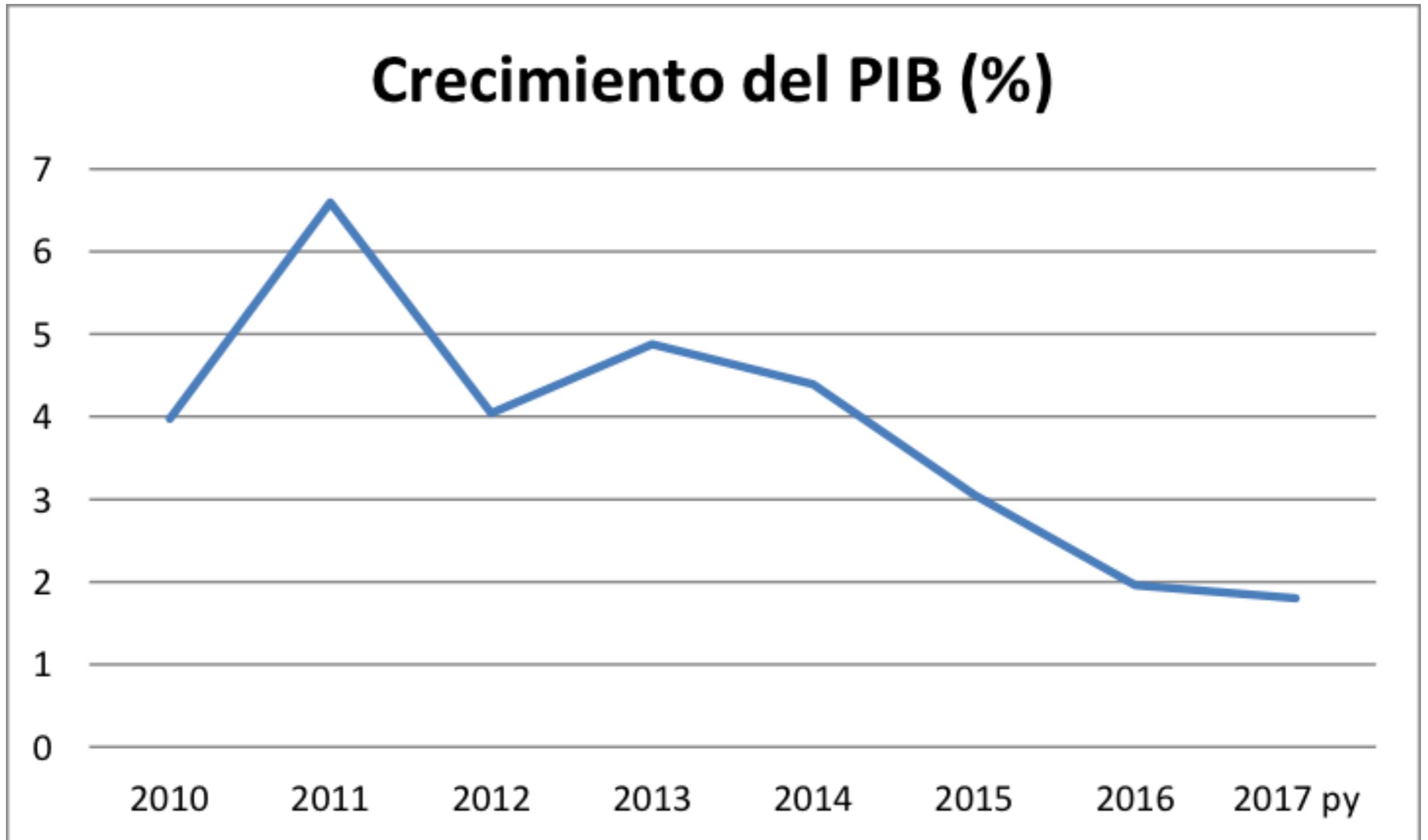
## Percepción del hogar



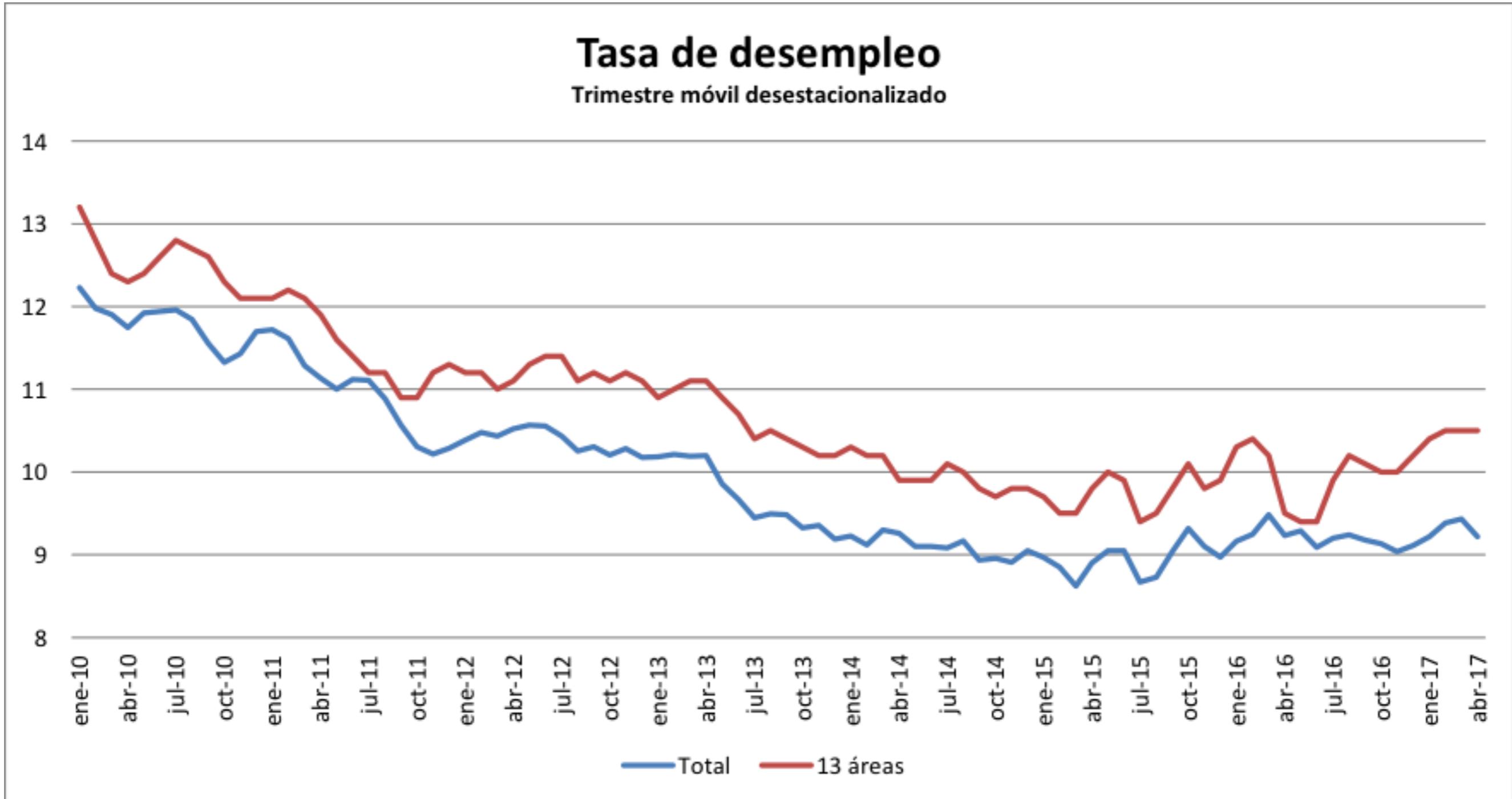
... y un deterioro percibido de la economía del país



... Y tienen razón: El crecimiento de la economía ha bajado...



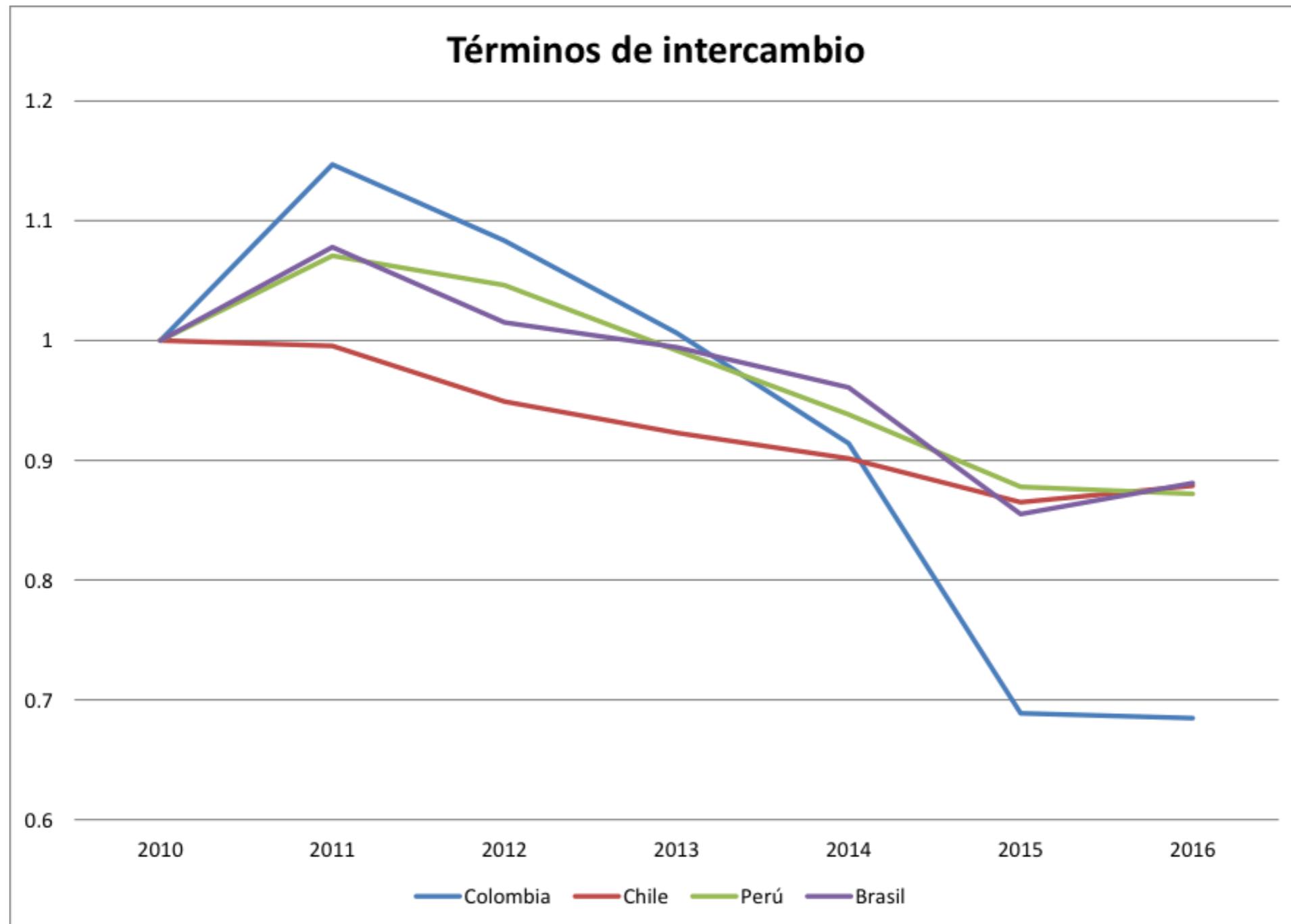
... y el desempleo va en aumento



- Hay un claro debilitamiento de la economía y un deterioro del empleo, especialmente en las ciudades grandes del país
- ¿Cómo llegamos a esta situación?
- ¿Qué están haciendo las autoridades, y el Banco de la República en particular?
- ¿Qué esperar en el futuro?

2. ¿De dónde venimos?

La economía colombiana sufrió un fuerte golpe a su ingreso desde mediados de 2014 (caída del precio del petróleo)



Menores Términos de Intercambio: La capacidad de compra de nuestras exportaciones se desplomó de forma duradera

- Se requería por lo tanto un ajuste de la economía ante condiciones cambiantes del sector externo
- ¿Cómo debe ser ese ajuste?

# Se busca su consejo

- Don José Rodríguez tiene un cultivo de aguacate
- El precio de los aguacates bajó a la mitad
- Don José espera que los precios se recuperen en un un par de meses
- ¿Qué le recomendaría Ud. a Don José?:
  - Recortar sus gastos de consumo
  - No recortar sus gastos de consumo y pedir prestado mientras se recupera el precio de los aguacates

# Se busca su consejo 2

- Don José Rodríguez tiene un cultivo de aguacate
- El precio de los aguacates bajó a la mitad y se espera que se quede así **indefinidamente**
- ¿Qué le recomendaría Ud. a Don José?:
  - Recortar sus gastos de consumo y sembrar otra cosa
  - Pedir prestado para mantener su gasto de consumo y seguir produciendo aguacates

- Guardadas las proporciones, esto fue lo que le pasó a Colombia
- Y la recomendación aplica: hay que ajustar el consumo, pues el ingreso se redujo indefinidamente ...
- ... y hay que buscar nuevas alternativas productivas

El deterioro del ingreso nacional fue asumido inicialmente por el Gobierno (receptor de la renta petrolera nacional)...

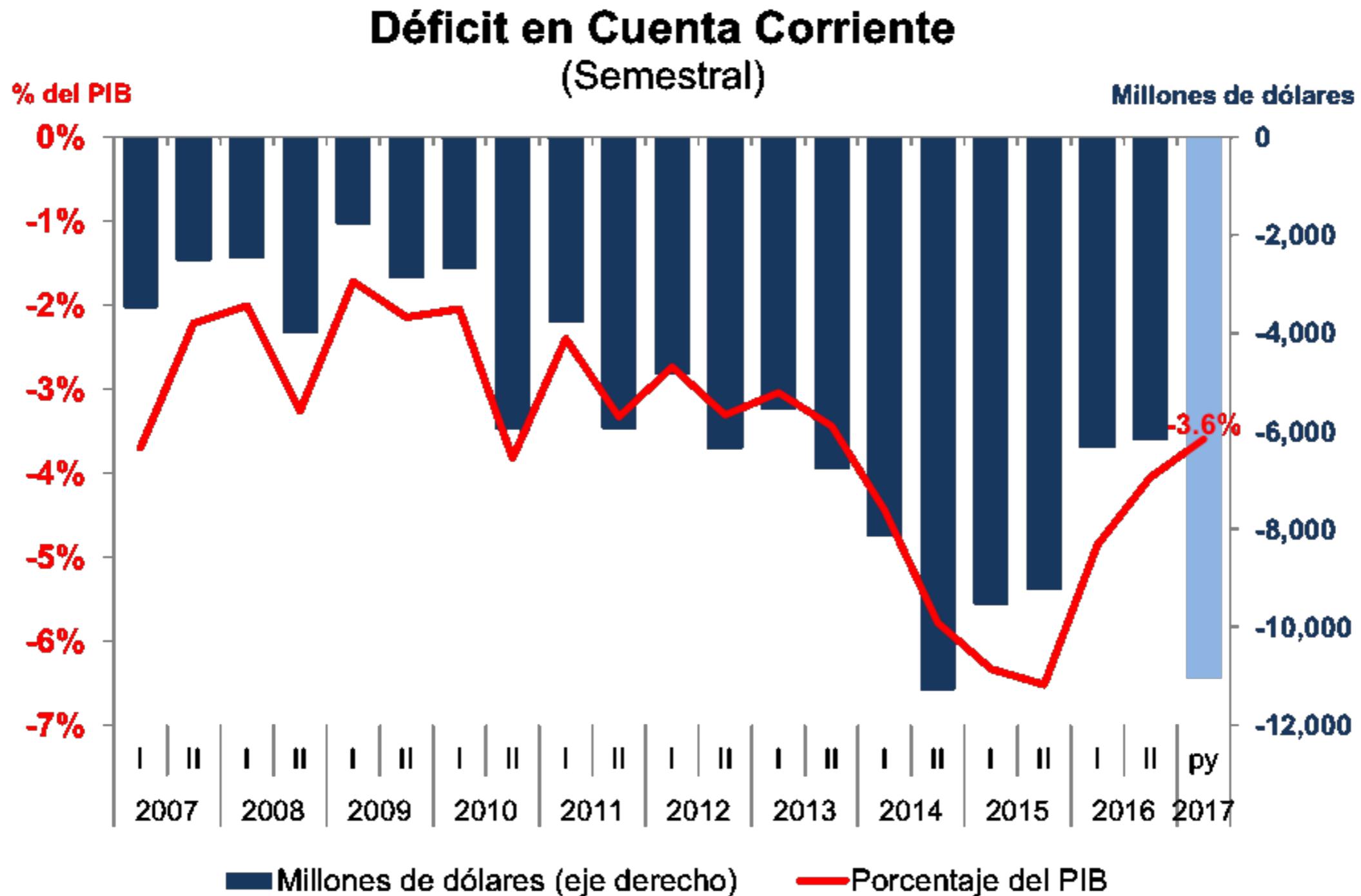
## Gobierno Nacional Central

### Ingresos, gastos y déficit fiscal\* (% PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017 (py)
Ingresos totales	16,9	16,7	16,1	15,0	15,1
De los cuales, petróleo	3,3	2,6	1,1	0,1	0,0
De los cuales, reforma tributaria 2016					0,7
Gasto total	19,3	19,1	19,2	19,0	18,8
Intereses	2,3	2,2	2,6	3,0	3,0
Funcionamiento**	13,7	13,9	13,5	13,9	13,9
Inversión**	3,3	3,0	3,1	2,1	1,9
<b>Déficit total</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,6</b>
Déficit estructural	-2,3	-2,3	-2,2	-2,1	-2,0

- ... y el Gobierno respondió con mayor endeudamiento y algún aumento de impuestos (Reforma Tributaria de 2014)
- Al endeudarse, no impuso un ajuste inmediato del consumo privado ...
- ... Por eso, el golpe al ingreso ocurre entre 2014 y 2016, pero el ajuste en el consumo privado se da entre 2016 y 2017
- La forma en que el Gobierno nos trasladó el golpe de ingreso (con rezago) fue la Reforma Tributaria de 2016 (**IVA** y otros impuestos)

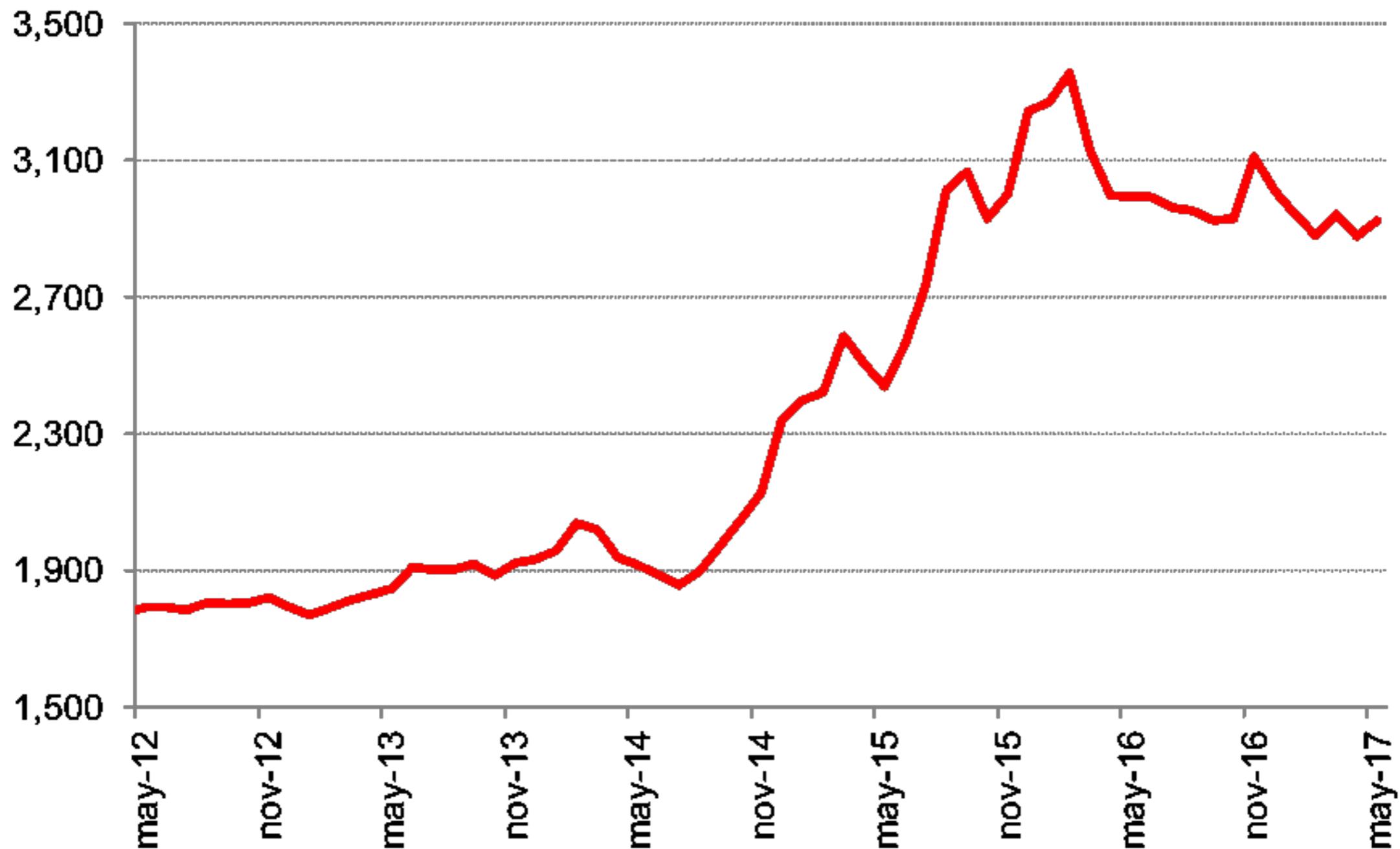
La ausencia de un ajuste inmediato del gasto se manifestó en un salto del déficit externo



El déficit en cuenta corriente refleja la diferencia entre el ingreso nacional y el gasto del país... Es lo que el resto del mundo nos financia

La menor entrada (observada y esperada) de dólares por exportaciones de petróleo y por inversión extranjera en el sector produjo una fuerte devaluación del peso

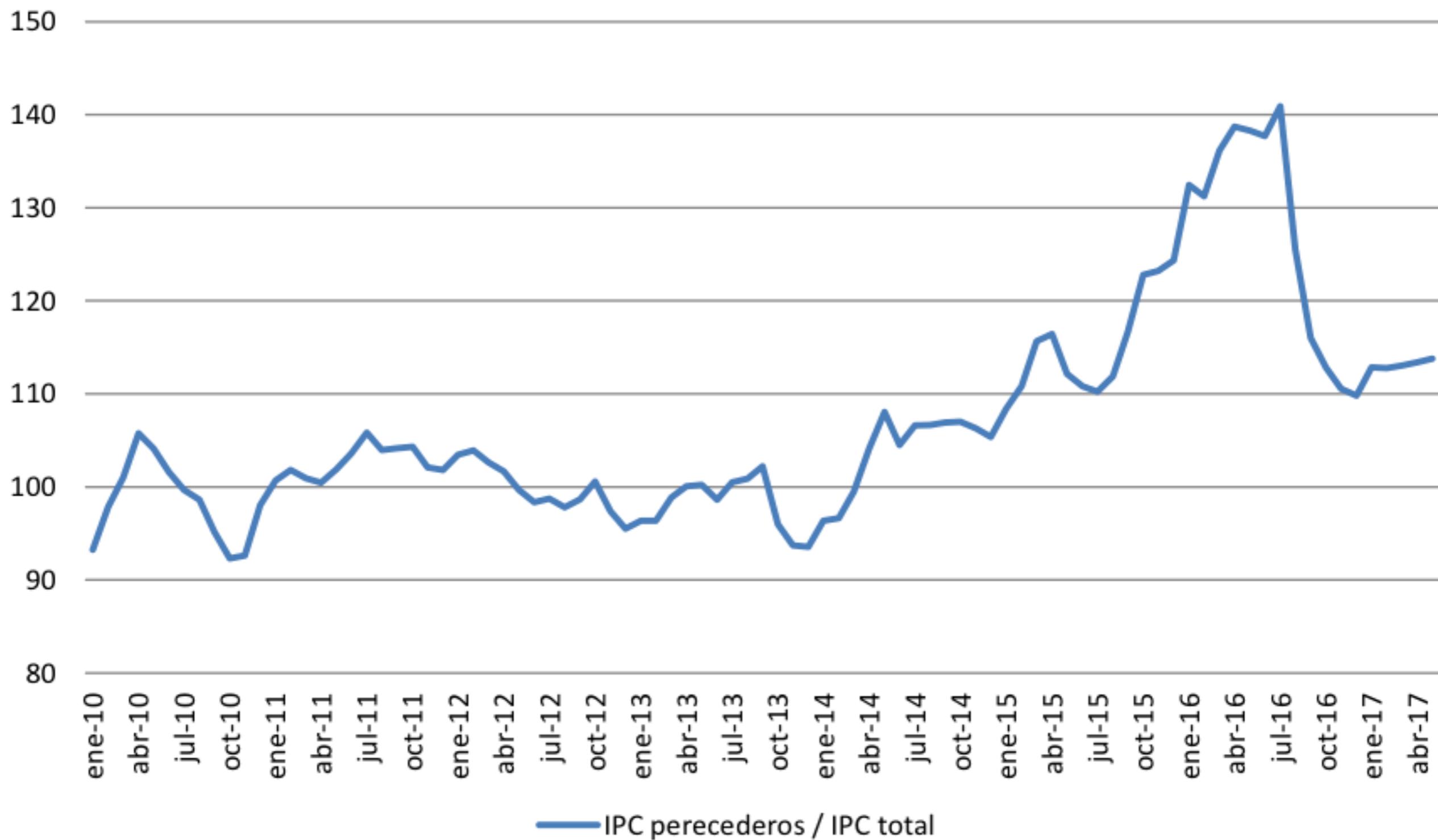
### **Tasa de cambio nominal promedio** (Pesos por dólar)



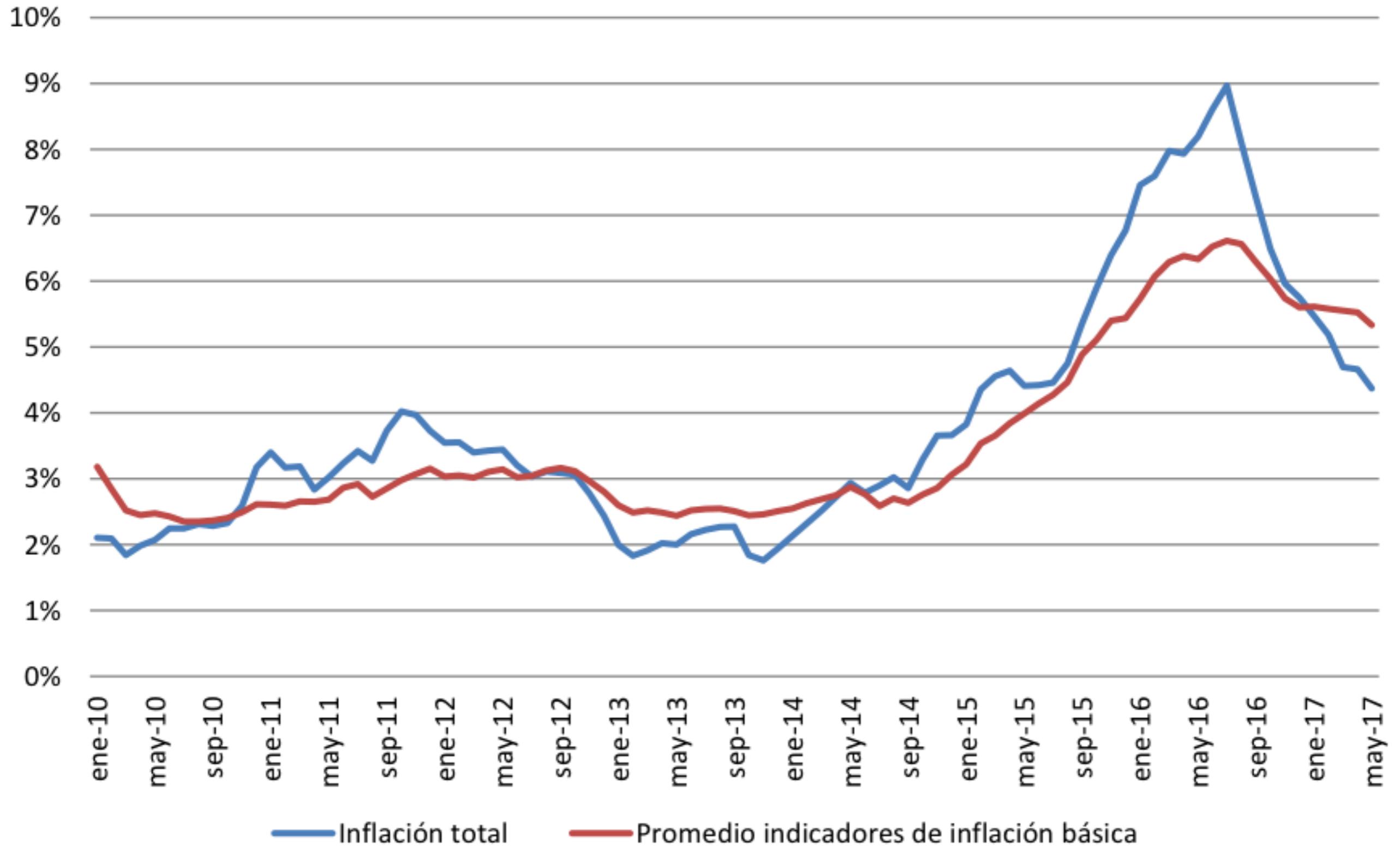
- Esta devaluación estimula las exportaciones y encarece las importaciones, lo cual es útil por estas razones:
  - Evita que todo el ajuste del déficit externo se haga por medio de una reducción del gasto en consumo e inversión
  - Envía la señal para que la producción de la economía se re-orienta a sectores exportadores o sustitutos de importaciones

- Sin embargo, la devaluación del peso generó presiones al alza sobre los precios internos...
- ... Que se añadieron a aumentos fuertes de los precios de los alimentos y la energía ("El Niño")...
- ... e implicaron un salto de la inflación por encima de la meta del 3% del Banco de la República

## Precio relativo de los alimentos perecederos



# Inflación



- Una característica importante de estos choques es que su efecto en la inflación es temporal:
  - Una vez la tasa de cambio alcanza su nuevo nivel, no sigue subiendo rápidamente y no presiona más los precios al alza
  - Una vez pasa la sequía, los precios de los alimentos dejan de subir y muchos de ellos bajan
- Al desvanecerse estos choques, la inflación debería retornar a la meta de 3%...
- ... **Siempre y cuando** las expectativas de inflación se mantengan ancladas en la misma...
- ... De lo contrario, la inflación podría desviarse permanentemente de la meta

## **En resumen, dados los choques de ingreso y precios que recibió la economía entre 2014 y 2016, ...**

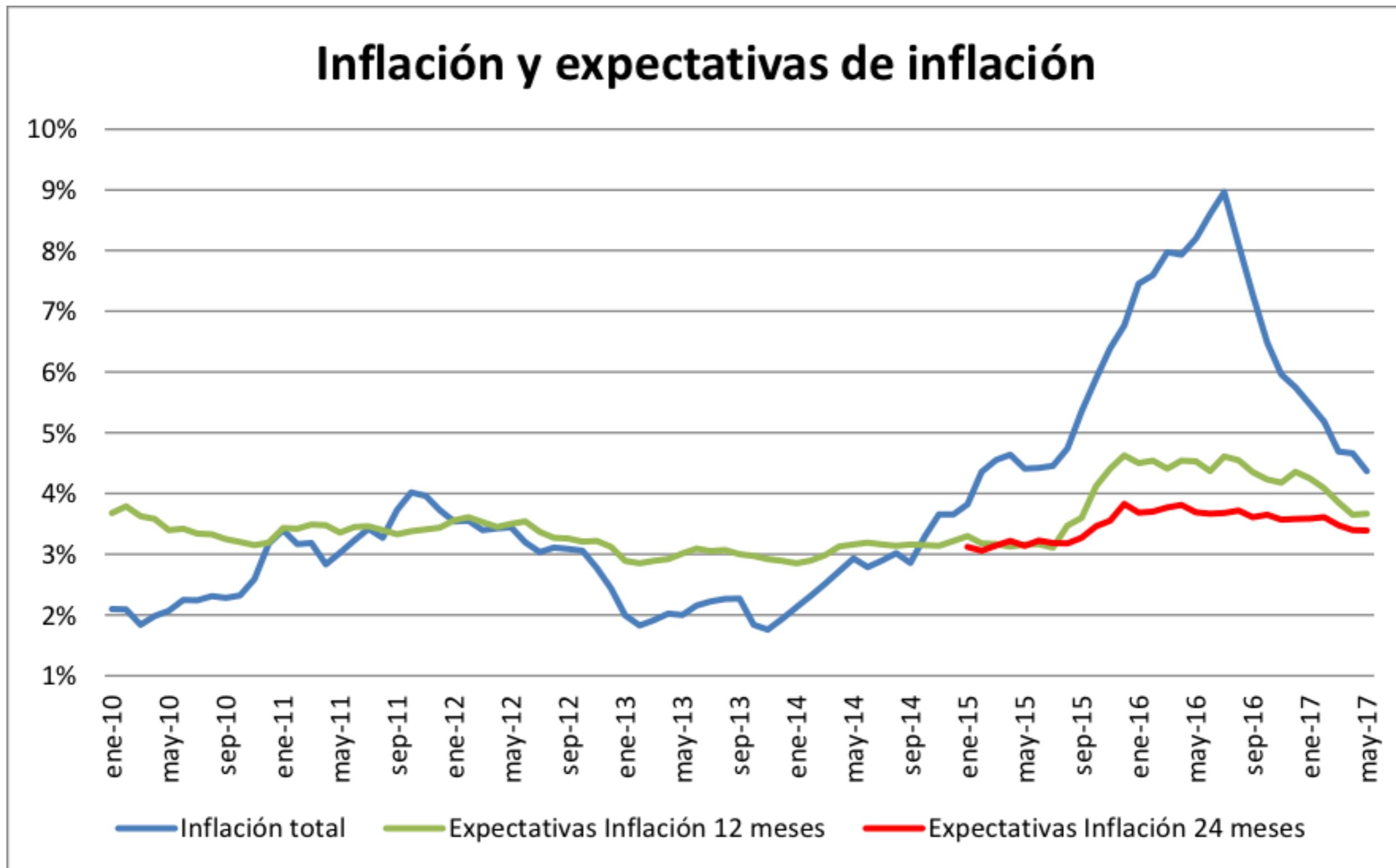
- Una desaceleración de la economía era necesaria para ajustar el gasto a una senda de ingreso nacional menor
- Una devaluación del peso era necesaria para reasignar la producción y el gasto entre sectores económicos de forma tal que se cerrara el déficit externo
- Un aumento temporal de la inflación era admisible siempre que las expectativas se mantuvieran en línea con la meta

Estas consideraciones eran determinantes en la respuesta del Banco de la República a los choques

- La política monetaria no debía restaurar el crecimiento del gasto a niveles previos al choque ... Una desaceleración era necesaria
- La política cambiaria no debía restringir la devaluación... Ésta también era necesaria
- La política monetaria debería reaccionar para controlar el aumento de la inflación si las expectativas se desanclaban de la meta

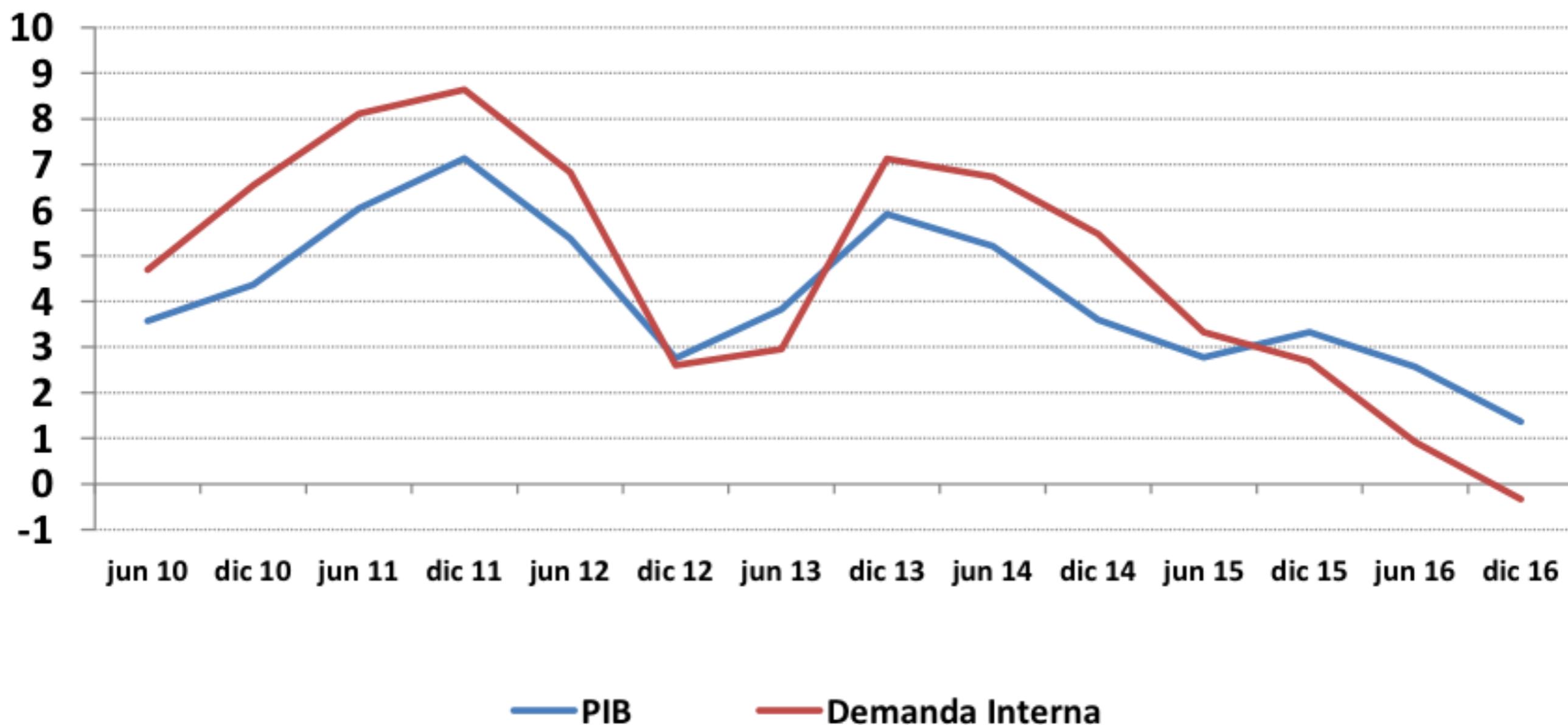
¿Y qué pasó?

Aunque menos que la inflación observada, las expectativas de inflación aumentaron por encima de la meta de 3%

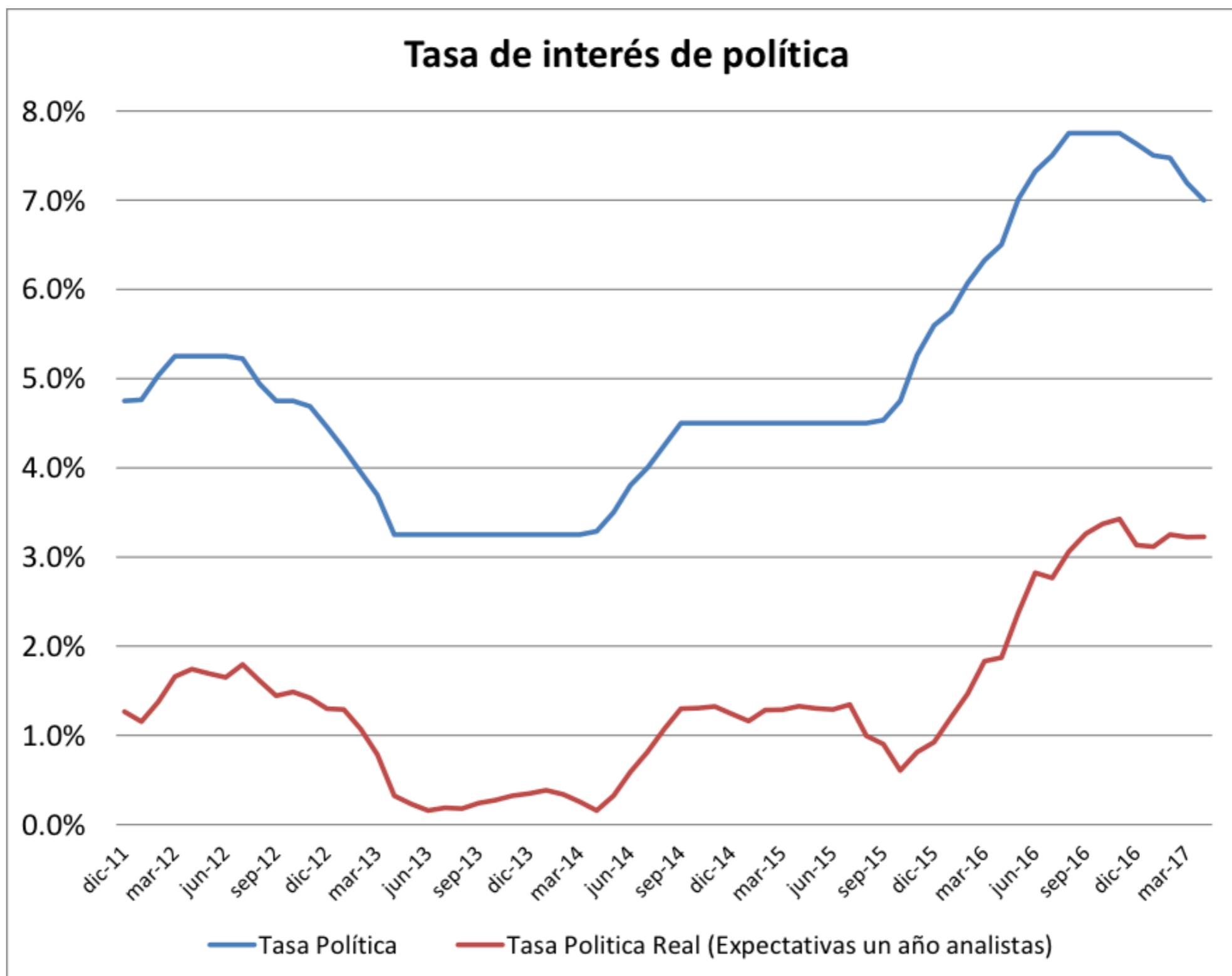


# Hacia mediados de 2015 el gasto de la economía crecía aún fuertemente

## Crecimiento del PIB y la Demanda Interna (%)



Por ende, el Banco de la República aumentó sus tasas de interés entre septiembre de 2015 y agosto de 2016



# 3. Los retos actuales de la política monetaria

# Los riesgos de la inflación

- Desde su máximo en julio de 2016 (8.97%), la inflación ha bajado ininterrumpidamente (4.37% en mayo de 2017)
- Este descenso se explica casi en su totalidad a la desaparición de los choques de tasa de cambio y de alimentos
- Sin embargo, en 2017 un nuevo choque afectó a los precios: El IVA ...
- ... Esto redujo la probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de 4% a finales de este año...
- Se completarían así **tres** años consecutivos en los que la inflación supera el rango de 2%-4% y **cuatro** años consecutivos en los que la inflación supera la meta del 3%

- Esta pérdida de credibilidad en la meta puede estar retrasando la convergencia de la inflación:
  - Las expectativas de inflación han bajado, pero continúan por encima del 3%
  - La inercia inflacionaria ha aumentado: Si la meta no es una referencia creíble para aumentar los precios, la inflación pasada es el candidato natural
- Se aumenta el riesgo de que la inflación no converja a la meta...
- ... Lo cual implica un mayor esfuerzo posterior para lograrlo (tasas de interés mayores por más tiempo)

# Los riesgos de la actividad económica

- La desaceleración económica ha sido más fuerte de lo proyectado
- Para este año el equipo técnico del Banco estima un crecimiento de 1.8%, pero podría ser menor
- Detrás de esta desaceleración está no solo el efecto del IVA y de las alzas previas de las tasas de interés, ...
- ... Sino también pérdida de confianza e incertidumbre de empresas y hogares
- Por eso, hay un riesgo de que la economía se desacelere más allá de lo necesario para completar el ajuste a la caída del ingreso

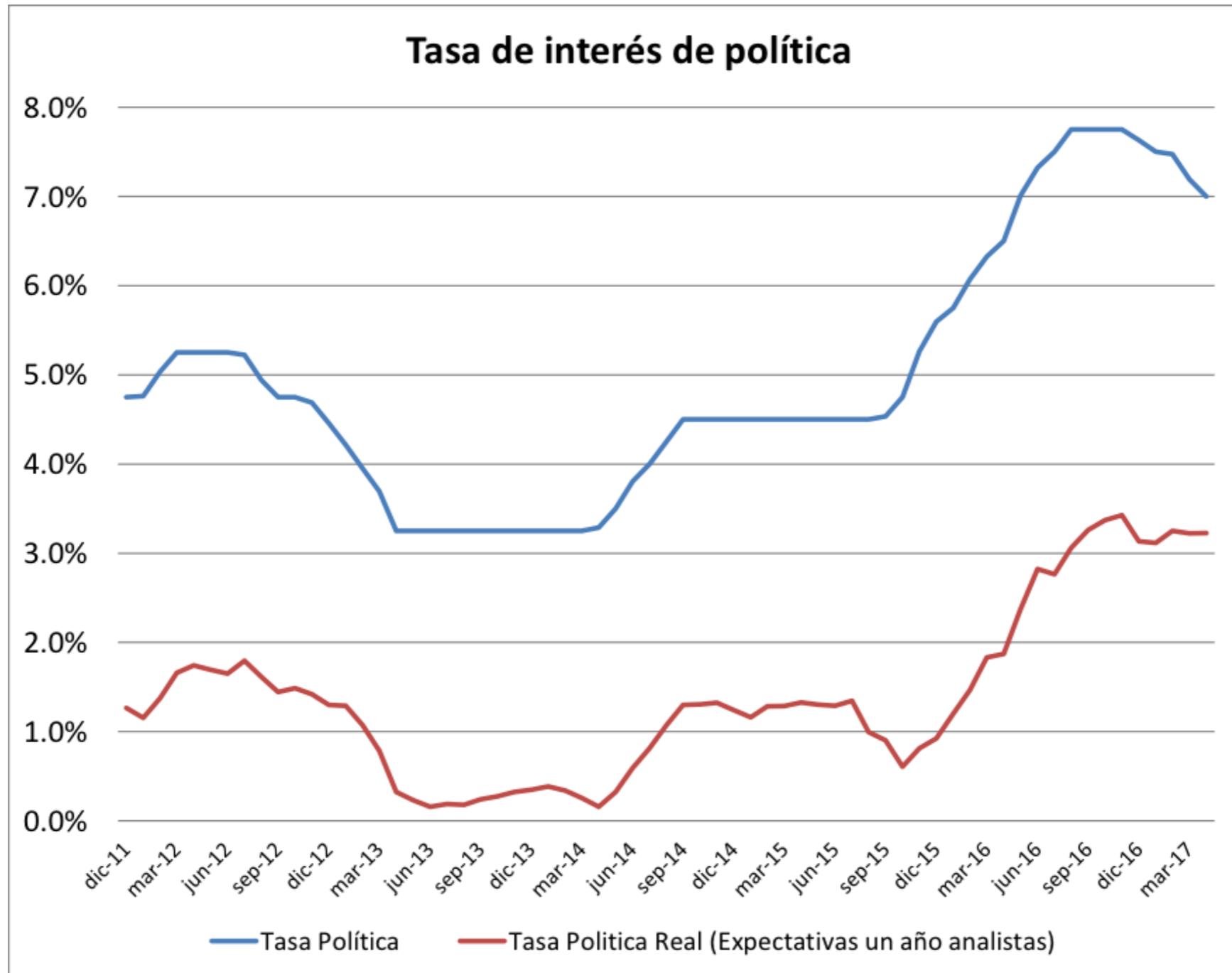
# Se busca su consejo 3

- Los Codirectores piden su ayuda: Dada la anterior descripción de los riesgos sobre la inflación y la actividad económica,...
- ... Ud. les recomendaría:
  - A. Bajar rápidamente la tasa de interés
  - B. Bajar gradualmente la tasa de interés
  - C. No bajar la tasa de interés

# La respuesta de política monetaria

- La Junta Directiva del Banco ha ponderado estos riesgos a la hora de definir la tasa de interés de política
- Con la disminución de la inflación y sus expectativas, el riesgo de la inflación ha cedido...
- ... Al tiempo que el riesgo de la actividad económica ha aumentado con la desaceleración reciente
- Por eso, la Junta ha reducido la tasa de interés del Banco en 1.5% desde diciembre pasado

Esta ha sido una reducción más o menos gradual...



... Hoy en día la tasa de interés real continúa en un nivel que podría caracterizarse como contractivo

- Hacia adelante, los siguientes factores determinan el balance de riesgos de inflación y actividad económica... y, por ende, la velocidad de futuros cambios en la tasa de interés:
  - El tamaño de los excesos de capacidad productiva
  - El ritmo esperado de desaceleración económica (al cual se amplían tales excesos)
  - La incidencia de dichos excesos sobre la inflación
  - La importancia de la inercia inflacionaria y su evolución futura

- El problema es que la incertidumbre sobre estos factores es muy alta...
- ... Lo que implica diversidad de visiones y opiniones
- Por esta razón, las decisiones de la Junta han sido divididas

4. ¿Para dónde vamos?

- El Banco de la República ha anunciado que espera llevar la inflación a 3% en 2018 ...
- ... Y el Gobierno opera bajo un marco que busca la sostenibilidad de la deuda pública
- En este contexto, la economía completaría satisfactoriamente el ajuste a los choques y el déficit externo converger a niveles sostenibles
- Una pregunta clave es: ¿Cuánto será el crecimiento de la economía colombiana hacia adelante?
- ¿Volveremos a las tasas de crecimiento del pasado (más de 4% anual)?

- En ausencia de cambios estructurales importantes, **NO** hay razones para ser optimistas:
  - Con precios del petróleo bajos y un dólar caro es difícil mantener la inversión en bienes de capital que observamos entre 2004 y 2014
  - Los cambios demográficos apuntan a un crecimiento menor de la población en edad de trabajar
  - La productividad de la economía (la PTF) crece lentamente (incluso en el periodo de “vacas gordas”)

- Por tanto, es probable que crezcamos a tasas más cercanas a 3% que a 4%...
- ... Lo cual implica retos importantes en términos de reducción de la pobreza y la política fiscal (la base de impuestos crece más lentamente)
- Para mejorar necesitamos mayores incentivos a la inversión (la Reforma Tributaria de 2016 avanza en esta dirección + 4G + Paz),...
- ... Pero sobre todo necesitamos elevar el crecimiento de la productividad :
  - Mediano plazo: Mayor competencia interna y externa + Formalización laboral y empresarial
  - Largo plazo: Capital humano (Salud y Educación)

- Hemos avanzado lentamente en algunas de estas dimensiones, ...
- ... ¡Pero no es suficiente y no debemos retroceder!