

**ENTRE LA APRECIACIÓN CAMBIARIA Y LA INFLACIÓN:  
¿QUÉ HACER EN EL 2009?**

Foro ANIF - Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia – ACEF -  
FEDESARROLLO

**POLÍTICA MONETARIA Y  
CAMBIARIA  
DE CARA AL 2009**

**Leonardo Villar Gómez\***

Medellín, Octubre 2 de 2008

\* Opiniones personales. No comprometen a la Junta Directiva del  
Banco de la República



## Plan de Temas

- **Tendencias Recientes de la Inflación**
- **Política de Tasas de Interés**
- **Desaceleración de la Actividad Productiva y sus Causas**
- **Intervención Cambiaria y Volatilidad de la Tasa de Cambio**



## Plan de Temas

- Tendencias Recientes de la Inflación
- Política de Tasas de Interés
- Desaceleración de la Actividad Productiva y sus Causas
- Intervención Cambiaria y Volatilidad de la Tasa de Cambio

Banco de la República  
Colombia



En agosto la inflación anual fue 7.87%, alcanzando el nivel más alto desde octubre de 2001. Este resultado sobrepasa en 337 pb el techo del rango objetivo.

### Inflación Total al Consumidor



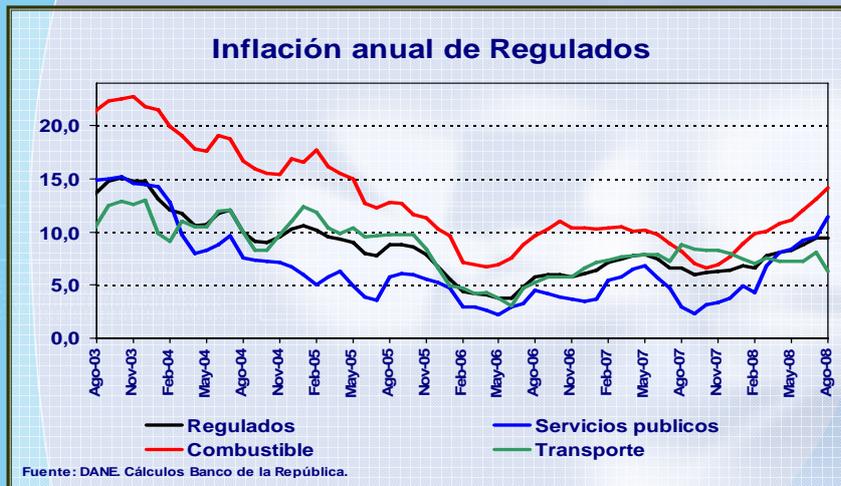
Banco de la República  
Colombia



El fuerte repunte de la inflación se explica especialmente por el comportamiento de los precios de los alimentos: Terminaron 2007 creciendo al 8.5% y en agosto de 2008 lo hacían al 14.2%.



Adicionalmente, los aumentos en los precios internacionales de combustibles y el sistema de indexación de las tarifas de servicios públicos hicieron aumentar la inflación de regulados de 6.4% en diciembre de 2007 a 9.4% en agosto de 2008





Debido a los mayores precios internacionales de alimentos y combustibles, la aceleración de la inflación ha sido un fenómeno generalizado.

País	Dic-06	Dic-07	Ago-08	Variación absoluta Dic 06-Ago08
<b>Colombia</b>	4,5	5,7	7,9	3,4
<b>América Latina</b>				
Argentina	9,8	8,5	9,0	-0,8
Bolivia	5,0	11,7	13,7	8,8
Brasil	3,1	4,5	6,2	3,0
Chile	2,6	7,8	9,3	6,7
Ecuador	2,9	3,3	10,0	7,2
México	4,1	3,8	5,6	1,5
Perú	1,1	3,9	6,3	5,1
Uruguay	6,4	8,5	7,3	0,9
Venezuela	17,0	22,5	34,5	17,5
<b>Países Industrializados</b>				
EEUU	2,5	4,1	5,4	2,9
Unión Europea	1,9	3,1	3,8	1,9
Reino Unido	3,0	2,1	4,8	1,8
Japón	0,3	0,7	2,1	1,8
<b>Otros Países</b>				
Rusia	9,0	11,9	15,0	6,0
China	2,8	6,5	4,9	2,1

Fuente: Datastream y Bancos Centrales

Banco de la República  
Colombia



Hacia el futuro, hay incertidumbre sobre las perspectivas de precios internacionales de productos básicos...

**Factores alcistas que se mantienen:**

- Crecimiento acelerado de economías de China e India.
- Conflictos geopolíticos que afectan suministro de petróleo.
- Políticas de estímulo a producción de biocombustibles, generando usos adicionales para productos agrícolas.

**Pero crisis la crisis financiera internacional...**

- Reduce la demanda por productos básicos en países desarrollados
- Empieza a afectar economías emergentes (fin del "decoupling")
- Reduce las inversiones financieras en "commodities".

Banco de la República  
Colombia



Una parte del gran aumento en precios de alimentos y combustibles del primer semestre de 2008 se ha revertido, lo cual puede tener un impacto positivo sobre el comportamiento futuro de la inflación



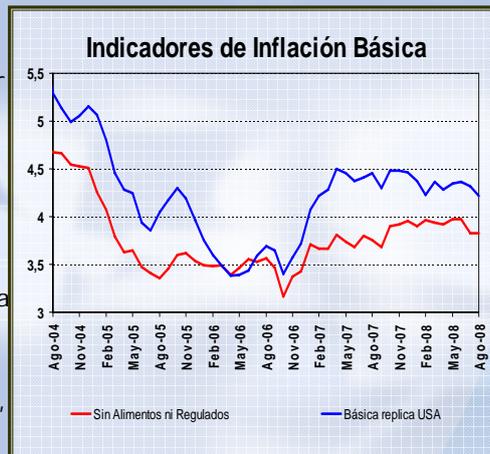
## Inflación sin alimentos ni regulados

### Relevancia del concepto:

- 60% de la canasta familiar
- Refleja la inflación de carácter macroeconómico: Tendencias similares a las de inflación básica usada en EE. UU.

### Comportamiento reciente:

1. Ascenso importante entre fines de 2006 y 2007, reflejando exceso de demanda
2. Estabilidad alrededor de 4% desde fines de 2007 y ligero descenso desde julio de 2008, ubicándose en 3.9% en agosto.



→ La política monetaria ha tenido éxito en impedir que los precios de productos básicos induzcan una inflación generalizada.



Los menores precios internacionales de "commodities" constituirían una oportunidad para retomar la senda descendente de la inflación que se traía hasta 2006...

**Requisito fundamental:**

**Impedir que los altos ritmos de inflación de alimentos y regulados observados en el período reciente se trasladen a mayor inflación básica en los próximos meses**

Eso podría suceder por varias vías:

- Excesos de demanda (ya controlados)
- Efecto rezagado de mayores costos
- Indexación salarial a inflación pasada
- Eventual depreciación muy acelerada del peso
- Expectativas de inflación y baja confianza en metas del BR

→ **Importancia de una política muy prudente por parte del Banco de la República**

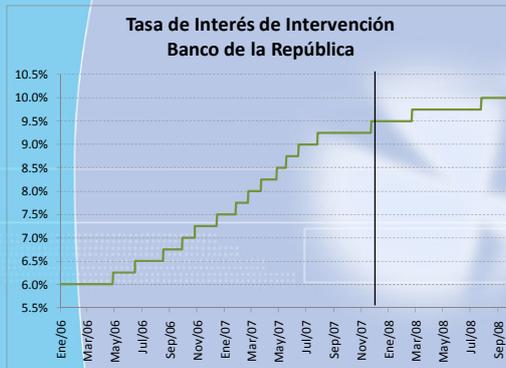


## Plan de Temas

- Tendencias Recientes de la Inflación
- Política de Tasas de Interés
- Desaceleración de la Actividad Productiva y sus Causas
- Intervención Cambiaria y Volatilidad de la Tasa de Cambio



## Dos períodos diferentes en el proceso reciente de aumento en la tasa de interés del BR



### 1. Entre abril de 2006 y fines de 2007:

- Aumentos frecuentes (14)
- Tasa pasa de 6% a 9,5%

### 2. A lo largo de 2008

- Sólo dos (2) aumentos, ambos con fuerte debate público
- Tasa pasa de 9.5% a 10%



## Racionalidad de los aumentos en tasas de interés en 2006 y 2007

- Crecimientos de la demanda interna cercanos al 10% real, muy superiores al crecimiento potencial de la economía.
- Crecimientos del crédito superiores al 40% para la cartera total y al 50% para la cartera de consumo
- Tendencias al alza tanto en inflación total como en inflación básica
- Excesos de demanda evidentes



## ¿Qué pasó en 2008?

### Argumentos a favor de mantener o incluso reducir de tasas de interés:

- Rápido ajuste en la demanda interna, que pasa de crecer 9% real en 2007-IV, a 5.7% en 2008-I y a 4.2% en 2008-II.
- Crecimientos del crédito total y de consumo convergen hacia tasas cercanas al 18%, todavía superiores al del ingreso nominal pero no preocupantemente altas.
- Estabilidad en la inflación básica (sin alimentos ni regulados).

### ¿Por qué, entonces, se subieron las tasas de interés nuevamente en dos oportunidades?

Banco de la República  
Colombia



## Racionalidad de los aumentos en tasas de interés en 2008: Expectativas y Credibilidad

- Credibilidad erosionada por incumplimiento de meta de inflación en 2007
- Gran "shock" en los precios externos de productos básicos acerca inflación observada a 8%
- Todos los sectores buscan ajustes compensatorios en precios y salarios, con riesgo de inflación generalizada
- Fuerte aumento en las expectativas de inflación futura, no sólo para 2008, sino para varios años adelante.



Banco de la República  
Colombia



## La paradoja de las tasas de interés a plazo en 2008: tasas de mercado vs tasas de política

- En 2008, las tasas de interés de largo plazo aumentan en el mercado por la mayor inflación observada y por expectativas de inflación futura, no por decisiones de política encaminadas a aumentarlas.
- **Los ajustes en la tasa del BR en marzo y en julio permiten recuperar algo de confianza en control de la inflación y bajan las tasas de los TES.**



## En resumen....

- A diferencia de lo que sucedía en 2006 y 2007, los aumentos en las tasas de interés de política del BR en 2008 no han estado asociados a la existencia de excesos de demanda o a crecimientos excesivos del crédito.
- El aumento de tasas en 2008 (de 9.5% a 10%) ha sido necesario para:
  1. Mantener bajo control las expectativas de inflación.
  2. Mitigar el riesgo de una espiral de aumentos generalizados en precios y salarios, inducido por el "shock" de precios de productos básicos.
- De esta manera, paradójicamente, los aumentos en las tasas del BR en el mercado monetario (a un día) evitaron aumentos mayores en las tasas de largo plazo, cuyos efectos habrían sido muy negativos sobre la actividad productiva y el gobierno.



# Plan de Temas

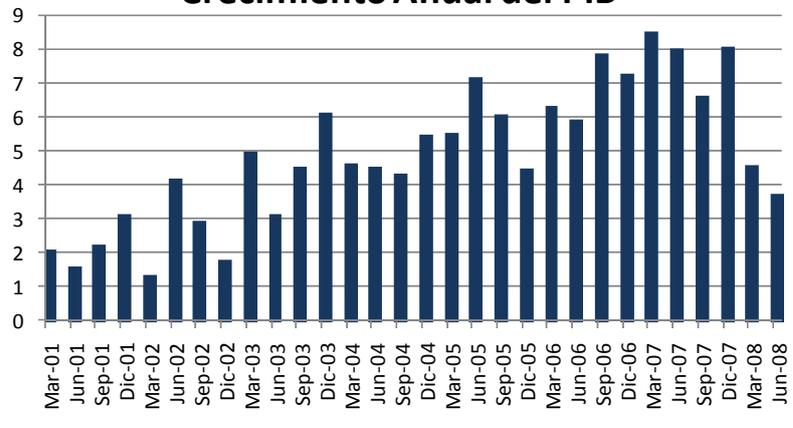
- Tendencias Recientes de la Inflación
- Política de Tasas de Interés
- **Desaceleración de la Actividad Productiva y sus Causas**
- Intervención Cambiaria y Volatilidad de la Tasa de Cambio

Banco de la República  
Colombia



Las cifras sobre crecimiento del PIB en los dos primeros trimestres de 2008 hacen evidente una desaceleración mayor a la prevista y claramente indeseable

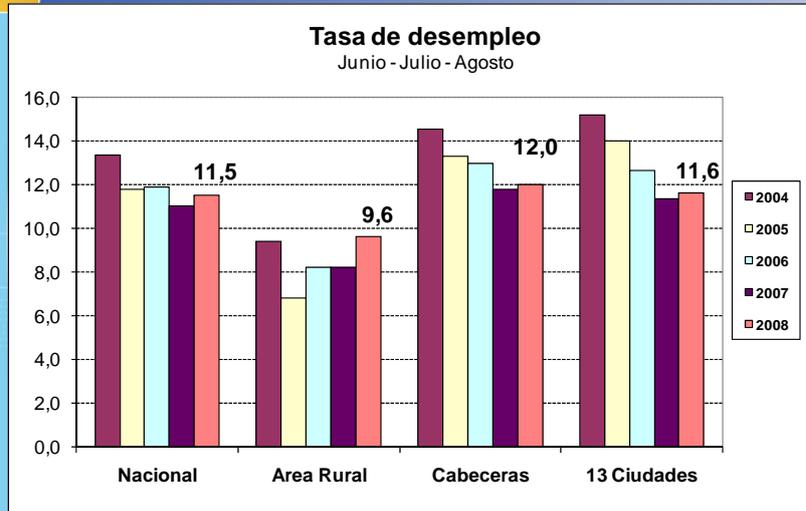
## Crecimiento Anual del PIB



Banco de la República  
Colombia



Después de varios años descendiendo, las tasas de desempleo han vuelto a mostrar un aumento que, aunque pequeño, deja esas tasas en niveles inaceptablemente altos



Banco de la República  
Colombia



## Dos preguntas fundamentales

1. ¿La desaceleración puede ser explicada principalmente por la política de tasas de interés del Banco de la República, tal como se afirma con frecuencia?
2. ¿Una política monetaria más laxa, con menores tasas de interés del Banco de la República, permitiría volver a las tasas de crecimiento económico de los años anteriores?

Banco de la República  
Colombia



## Elementos para una respuesta sobre causas de la desaceleración (1)

- Los aumentos en las tasas de interés de 2006 y 2007 ciertamente buscaron reducir el crecimiento excesivo del crédito y de la demanda agregada.
- Sin embargo, la magnitud de la desaceleración observada en 2008 tiene múltiples causas adicionales...



## Elementos para una respuesta sobre causas de la desaceleración (2)

### Caída en obras civiles:

- La tasa de crecimiento de obras civiles pasa de **+30% a -14%**, entre los primeros semestres de 2007 y 2008.
- Eliminando el efecto **directo** de obras civiles, el crecimiento del PIB en el primer semestre de 2008 habría sido **4.7% en lugar de 4.1%**.
- Efectos **indirectos** no son despreciables.

**Producto Interno Bruto Sectorial 2008 trimestral**  
(Var % anual)

	2007	Ene-Jun 2007	Ene-Jun 2008
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3.4	3.4	3.7
Explotación de minas y canteras	2.7	2.1	6.2
Industria manufacturera	9.5	11.4	1.6
Electricidad, gas y agua	3.3	3.8	1.2
Construcción	13.9	19.6	0.5
Edificaciones	1.2	5.2	25.5
Obras Civiles	23.4	30.2	-14.1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	9.9	10.7	3.4
Transporte, almacenamiento y comunicación	10.1	9.3	6.0
Estab. Finan, segur, inmueb y serv a las empresas	6.7	6.3	6.1
Servicios sociales, comunales y personales	3.9	3.1	3.3
Subtotal Valor agregado	7.1	7.5	3.7
Tx-Sub	15.0	16.4	7.7
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>7.7</b>	<b>8.2</b>	<b>4.1</b>
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO sin obras civiles</b>	<b>7.3</b>	<b>7.6</b>	<b>4.7</b>

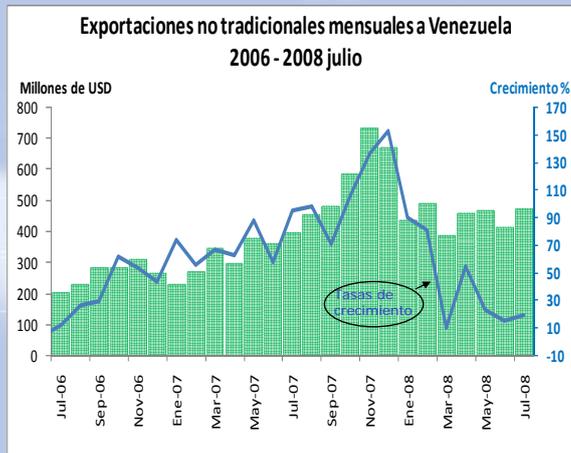
Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República



## Elementos para una respuesta sobre causas de la desaceleración (3)

### Ventas a Venezuela

- Aunque las **tasas de crecimiento** siguen positivas, en julio se ubicaban por debajo de **20%**, frente a **95%** un año atrás.
- El **valor mensual** de las exportaciones a Venezuela baja de **US\$ 660 millones** en promedio en el último trimestre de 2007 a **US\$ 450 millones** en lo corrido de 2008.



## Elementos para una respuesta sobre causas de la desaceleración (4)

### Adicionalmente...

- **Efectos del aumento en precios de productos básicos**
  - Desplazamiento de demanda de los hogares
  - Aumento en costos de producción para empresarios.
- **Efecto de crisis financiera internacional sobre confianza de consumidores** (hasta ahora, la inversión privada se mantiene creciendo a un ritmo similar al de 2007)
- **Efecto de desaceleración de la economía de los países avanzados** (aunque su impacto sobre nuestras exportaciones hacia esos países aún no es evidente)
- **Efecto de la apreciación cambiaria del primer semestre sobre sectores transables** (industria, agricultura, servicios de hotelería y turismo, etc)



¿Una política monetaria más laxa, con menores tasas de interés del Banco de la República, permitiría volver a las tasas de crecimiento económico de los años anteriores?

**Dos argumentos centrales:**

- 1. Los factores externos seguirán teniendo una influencia determinante sobre el desempeño económico colombiano.**  
→ El nuevo entorno mundial hará difícil mantener el dinamismo que tuvo la economía colombiana en los últimos cuatro años, cuando los países desarrollados estaban en pleno auge, nuestros vecinos crecían rápidamente y los precios de nuestros productos básicos de exportación estaban en máximos históricos.
- 2. La política monetaria sólo podrá actuar en forma contracíclica, contrarrestando en parte las dificultades de origen externo, si se recupera la credibilidad en las metas de inflación de largo plazo del BR.**  
Caso contrario, cualquier intento por estimular la economía con una política monetaria más laxa redundará en mayores expectativas de inflación y mayores tasas de interés de largo plazo, con efectos negativos sobre la actividad productiva y el empleo.



## Plan de Temas

- Tendencias Recientes de la Inflación
- Política de Tasas de Interés
- Desaceleración de la Actividad Productiva y sus Causas
- Intervención Cambiaria y Volatilidad de la Tasa de Cambio



El rápido proceso de apreciación del peso que venía presentándose hasta junio pasado, se ha revertido en medio de una fuerte volatilidad en el último trimestre

### Coincidencia de 2 factores:

- Anuncio del BR sobre compra de US\$ 20 millones diarios a partir del 24 de junio.
- Cambio en la percepción de riesgo asociado a la crisis financiera internacional: aumento del EMBI-Col, muy similar al aumento del EMBI-Plus.



Banco de la República  
Colombia



## Interpretación

- **Los cambios en la tendencia de la tasa de cambio son explicados fundamentalmente por el nuevo entorno internacional** (crisis financiera, caída en precios del petróleo, deterioro en expectativas sobre economía mundial, etc.)
  - **Los anuncios de compras diarias de divisas del BR pudieron servir de detonante en un ambiente propicio para la depreciación del peso.**
- La intervención cambiaria:
- es útil para manejar la volatilidad de corto plazo de la tasa de cambio pero no cambia las tendencias,
  - es útil para acumular reservas internacionales y reducir la vulnerabilidad de la economía nacional frente a crisis externas.

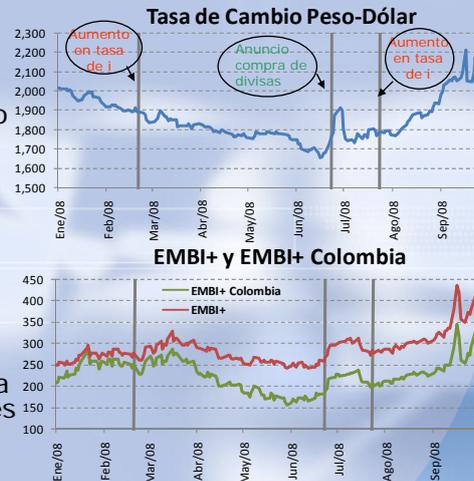
Banco de la República  
Colombia



## Adicionalmente, el proceso reciente de depreciación del peso se dio a pesar del aumento en la tasa de interés el 25 de julio

El vínculo entre la tasa de interés del BR y el comportamiento de la tasa de cambio es más complejo de lo que muchos críticos del BR argumentaban hace pocos meses, proponiendo bajarlas con propósitos cambiarios.

→ Manejar la tasa de interés con propósitos cambiarios conduciría a políticas procíclicas y podría generar grandes dificultades en un escenario de crisis externa.



## Cinco fortalezas asociadas a la política monetaria y cambiaria para enfrentar la crisis externa actual

- **Flexibilidad de la tasa de cambio**, que permitirá a esta variable contribuir en el proceso de ajuste de la economía, beneficiando a los sectores transables que mayores costos tuvieron en el período de auge externo y apreciación del peso.
- **Altos niveles de reservas internacionales**: cerca de US\$24 mil millones actualmente, frente a menos de US\$11.000 millones en 2003, gracias a intervención cambiaria de últimos años.
- **Baja exposición a endeudamiento externo y a inversiones de portafolio**, gracias a los sobrecostos impuestos en mayo de 2007, nos hace menos vulnerables a una interrupción súbita de los flujos de capitales.
- **Un crecimiento del crédito alto pero no excesivo**, gracias al oportuno ajuste que se hizo mediante los mayores encajes y los aumentos en las tasas de interés desde abril de 2006.
- **Una inflación básica controlada y perspectivas favorables para retomar una senda consistente con las metas de inflación de largo plazo**, pese al incumplimiento en las metas de 2007 y 2008.



## A manera de conclusión...

- El gran reto para la política monetaria en el futuro inmediato es consolidar las condiciones para que la inflación se mantenga bajo control y las expectativas sobre precios futuros vuelvan a ser consistentes con las metas de mediano y largo plazo.
- Sólo con una inflación controlada será posible mantener las tasas de interés de mercado en niveles bajos (que estimulen la actividad productiva) y lograr una recuperación sostenible de la tasa de cambio real.



- Por supuesto, mantener el dinamismo de la economía colombiana en un ambiente de deterioro de la economía mundial requerirá decisiones acertadas en muchos frentes (mercados laborales, infraestructura, política tributaria y arancelaria, etc.) diferentes de la política monetaria.
- Sin embargo, estoy absolutamente convencido de que el Banco de la República está haciendo en forma apropiada la tarea que le corresponde.



**MUCHAS GRACIAS**

*Banco de la República*  
Colombia