



EL DILEMA ACTUAL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA

Santa Marta, Julio 11 de 2008

Carlos Gustavo Cano
Codirector del Banco de la
República

Opiniones personales que no necesariamente reflejan los puntos
de vista de otros miembros de la Junta Directiva del Banco



Contenido

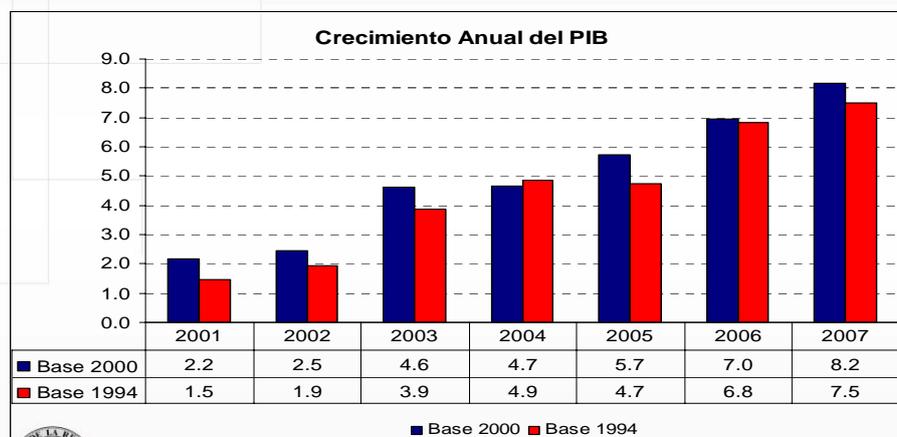
- I. Crecimiento y política monetaria
- II. Inflación global de alimentos y combustibles
- III. La revaluación
- IV. El balance de riesgos de la política monetaria



I. CRECIMIENTO Y POLÍTICA MONETARIA

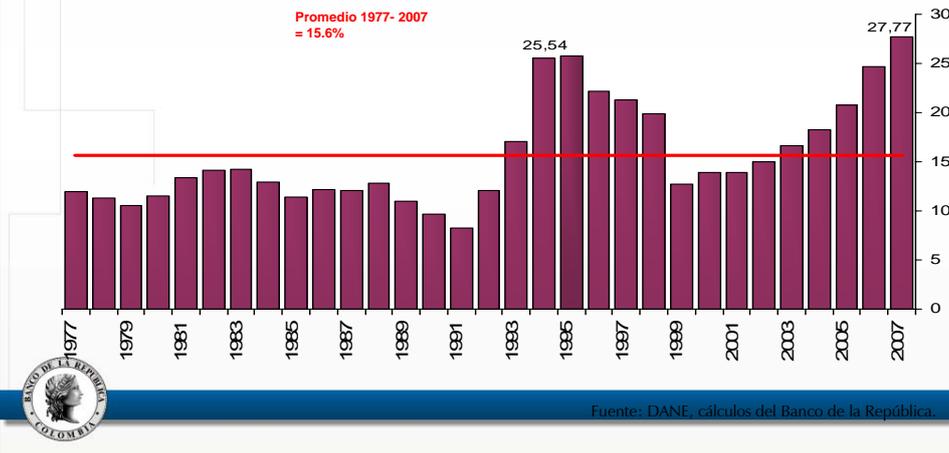


Según la nueva base metodológica 2000, el crecimiento del PIB en 2007 fue 8,2%, el más alto en tres décadas. Y el promedio quinquenal 2003-2007 (6%), el más alto de la historia



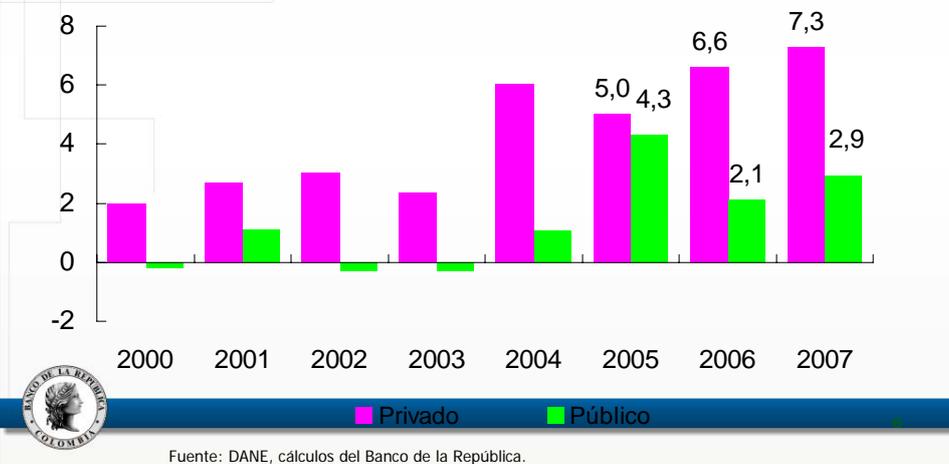
La participación de la inversión en el PIB (28%) no tiene precedentes en la historia reciente y se destaca a nivel internacional

Inversión (%) del PIB

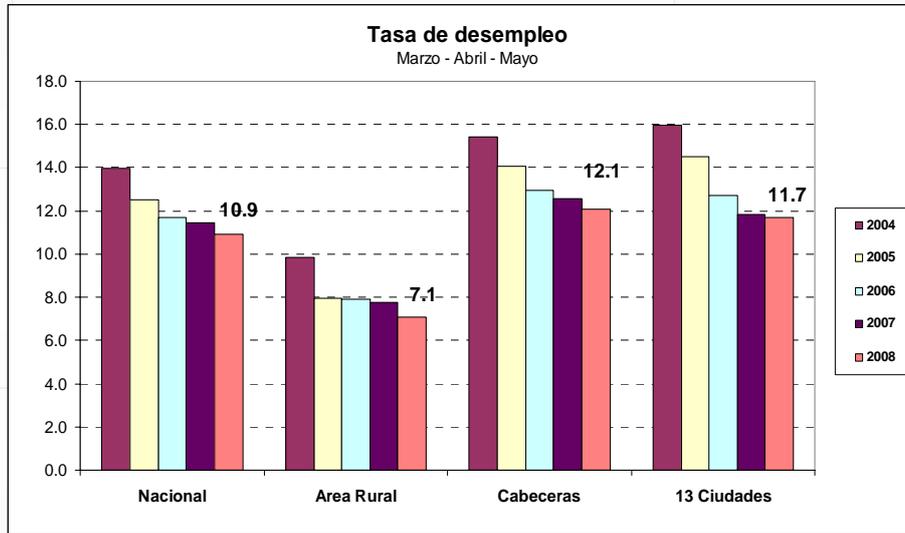


Aparte de la inversión, el otro motor del crecimiento ha sido en consumo privado, aunque a una menor tasa que la del PIB

Crecimiento del consumo (%)

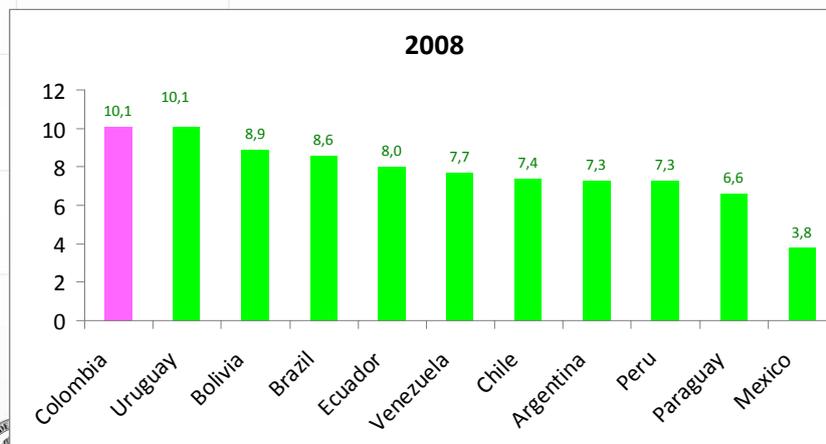


Ahora bien, el desempleo se ha reducido, pero...



Fuente: CEIH - DANE

...pero hay que reconocer que el desempleo en Colombia aún sigue siendo uno de los más elevados en la región. De ahí la suprema urgencia social de sostener el crecimiento



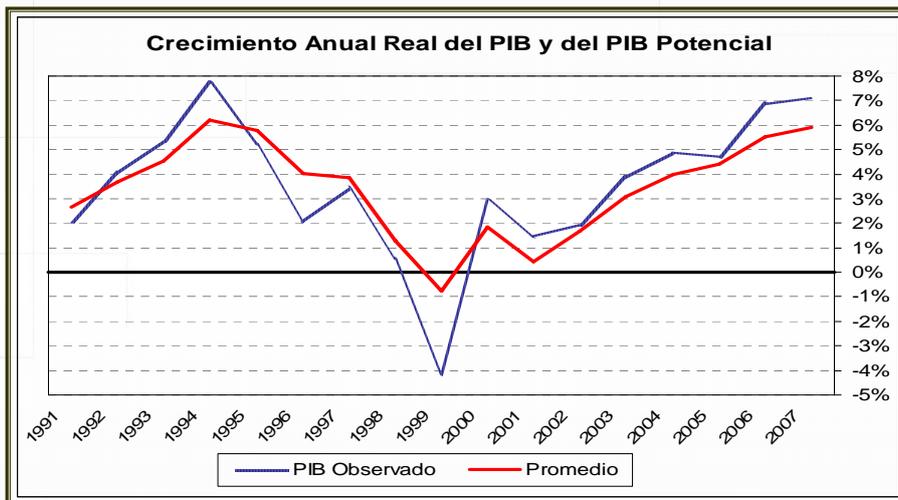
Fuente: Latin American Consensus Forecast , mayo 08

El esquema Inflación Objetivo en Colombia

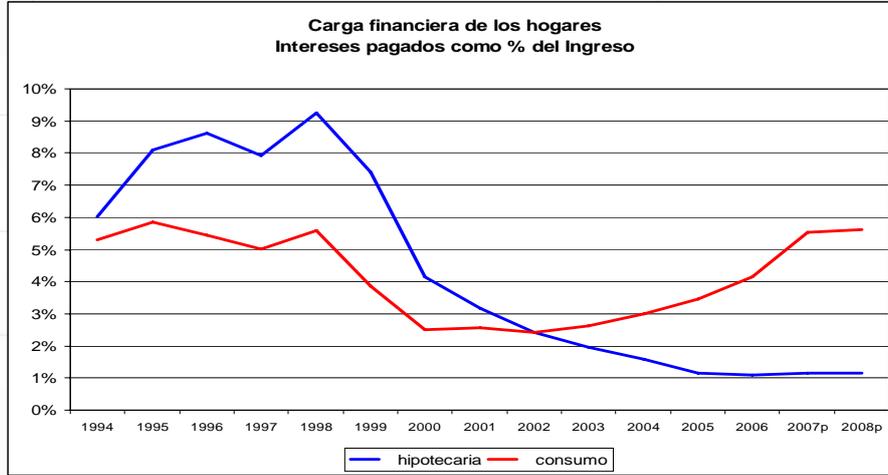
- Metas cuantitativas de inflación:
 - 2007: rango 3,5%-4,5%
 - 2008: el mismo rango del 2007
 - Largo plazo: dentro del rango 2%-4%
- Instrumentos:
 - Tasas de interés de operaciones expansión o contracción a un día. Hoy: 9,75% sobre REPOS
 - Intervención cambiaria, encajes, controles capital



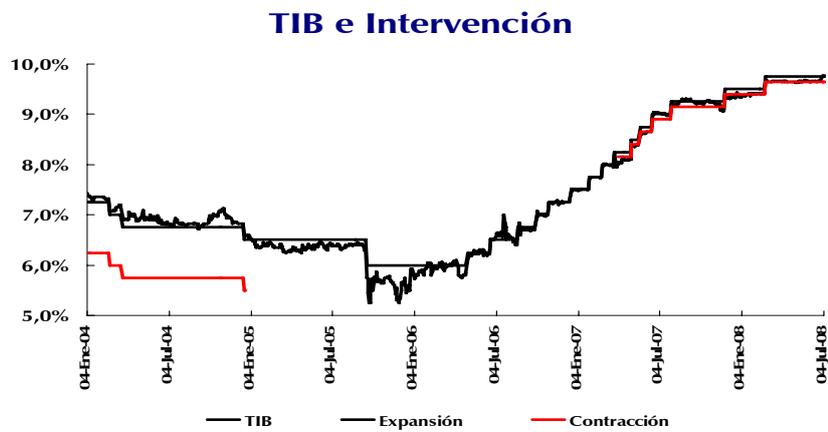
El PIB real venía creciendo más que el potencial, jalado por la demanda interna



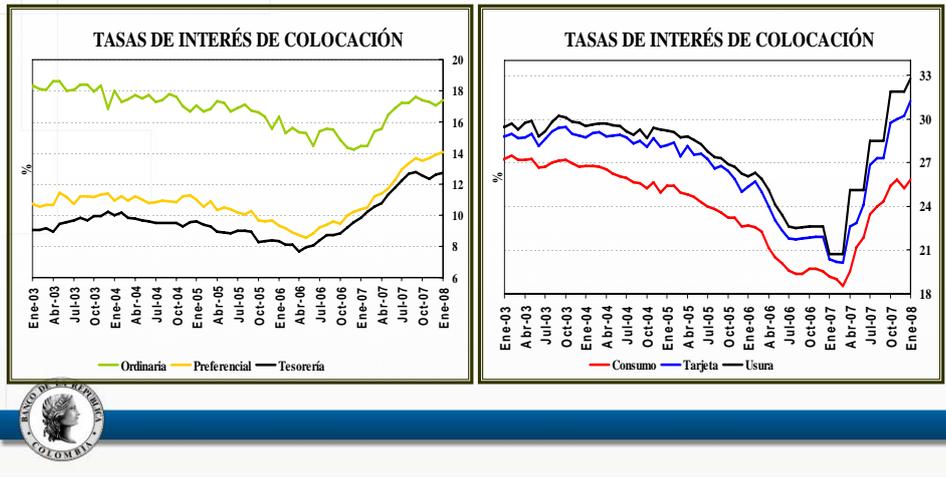
Y el endeudamiento de los hogares, entre otros, venía creciendo a ritmos preocupantes



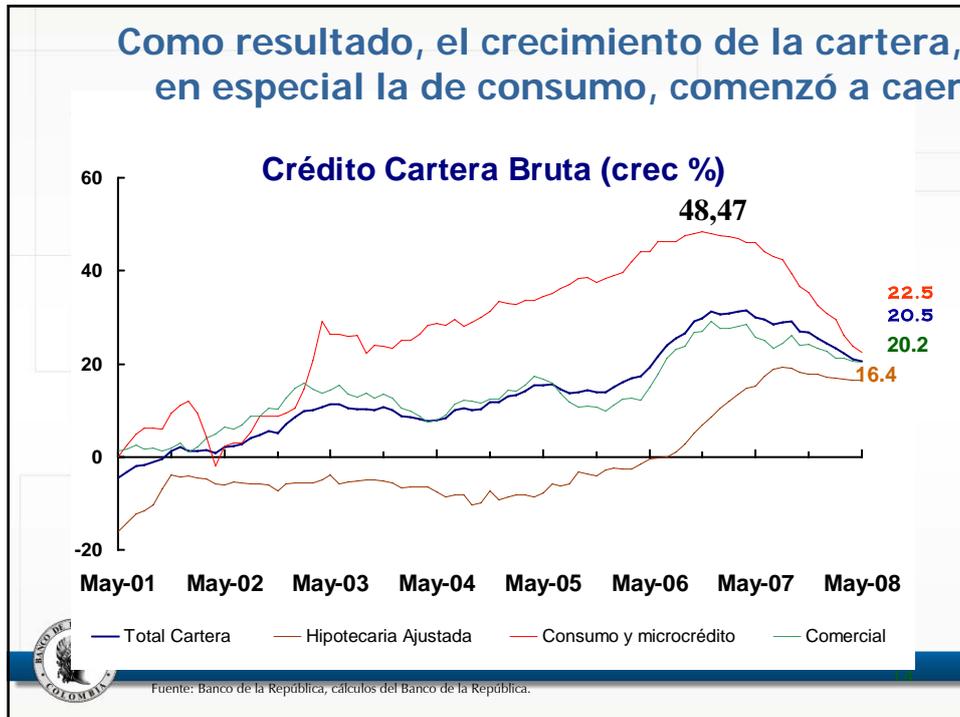
Por ello, la Junta hizo su tarea al haber elevado la tasa de interés entre abril/06 y feb/08 de 6% a 9,75% en quince movimientos de 25 pb c/u

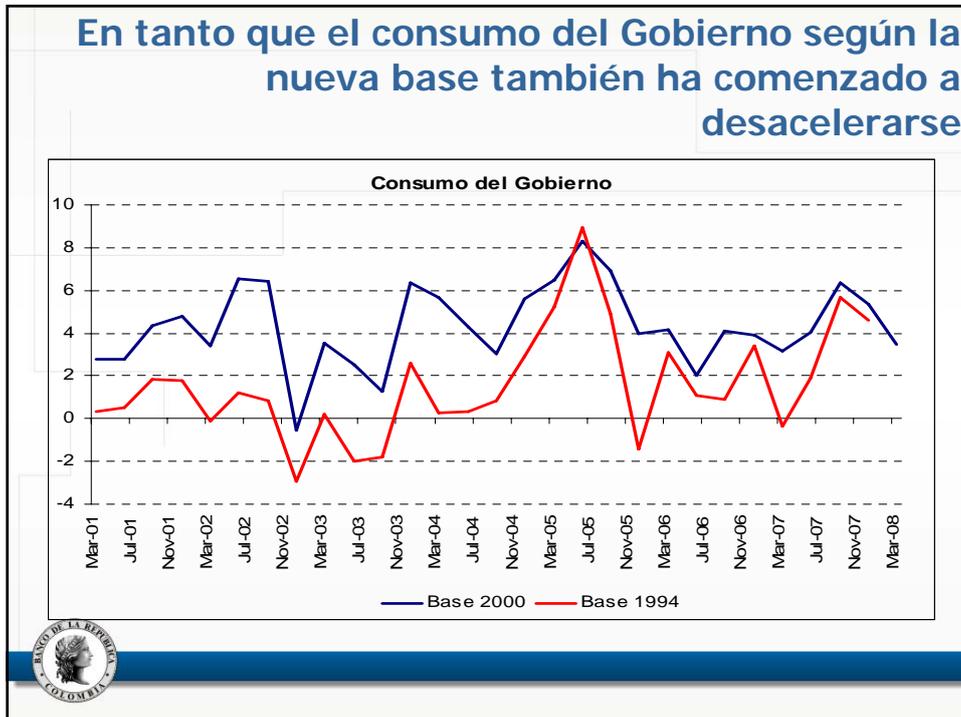


Tras estas medidas (y otras como encajes), las de colocación también han subido, y subirán aún más a lo largo de este año por los efectos remanentes del rezago entre su adopción y sus impactos (entre uno y medio y dos años)



Como resultado, el crecimiento de la cartera, en especial la de consumo, comenzó a caer

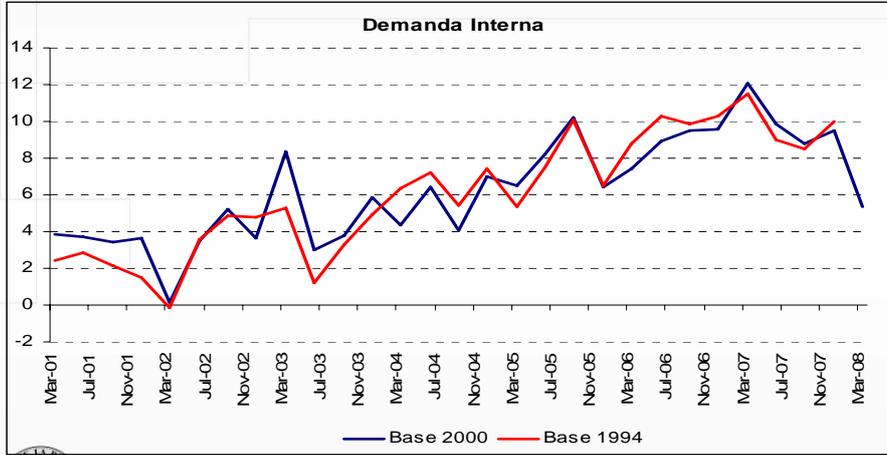




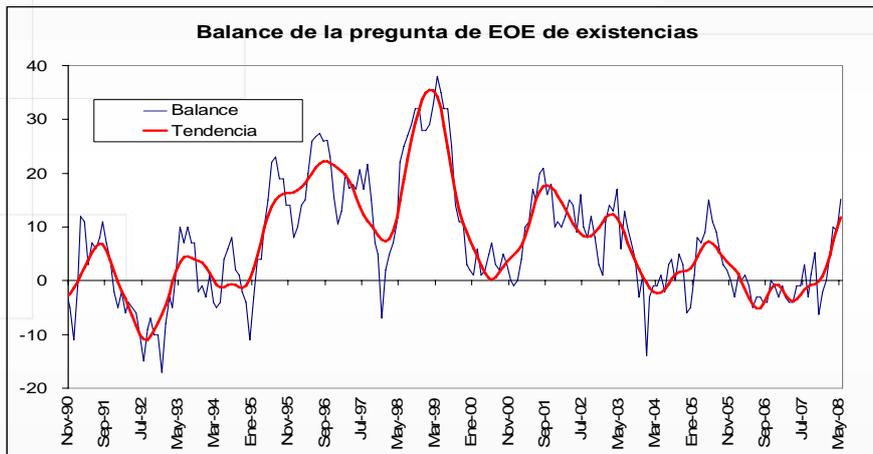
Diapositiva 15

- UC1** Se utilizó como deflactor el IPC. El deflactor del consumo no se puede construir aún con las series que ha enviado el DANE.
Usuario Computacional, 2008-07-07

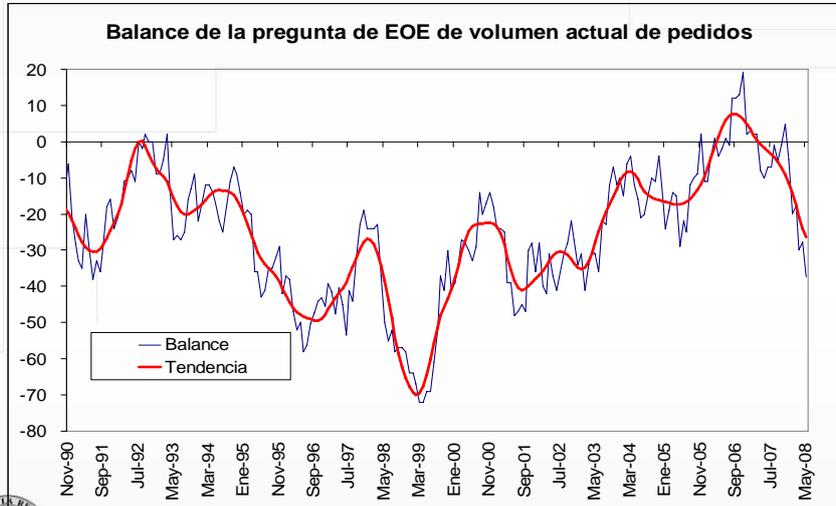
Todo lo cual se refleja en la desaceleración de la demanda interna, que era lo buscaba la política monetaria



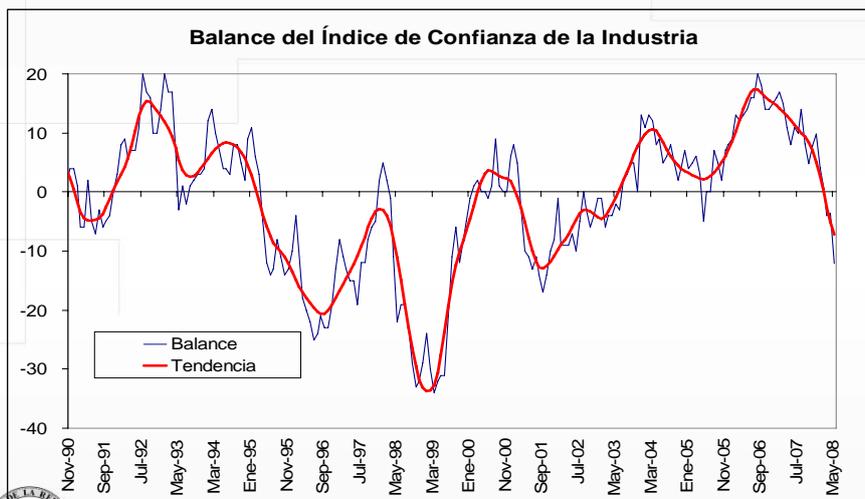
Según las encuestas de Fedesarrollo se desacelera la industria: las existencias de productos terminados continuaron aumentando en mayo



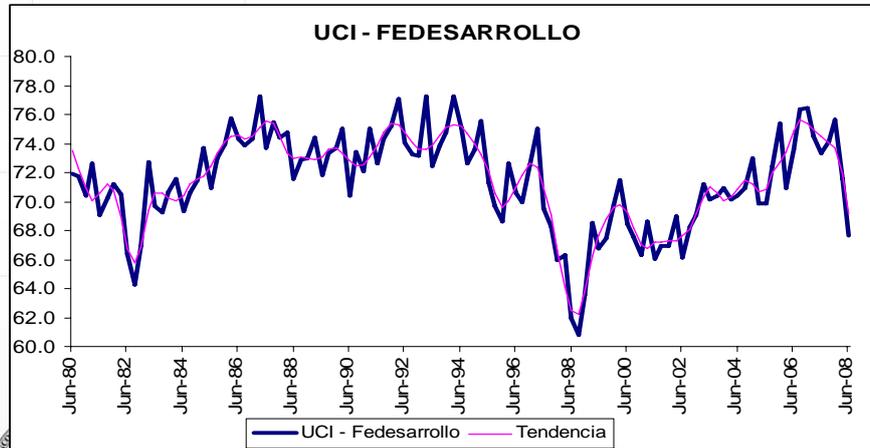
El volumen de pedidos disminuyó en mayo y su tendencia continúa descendente



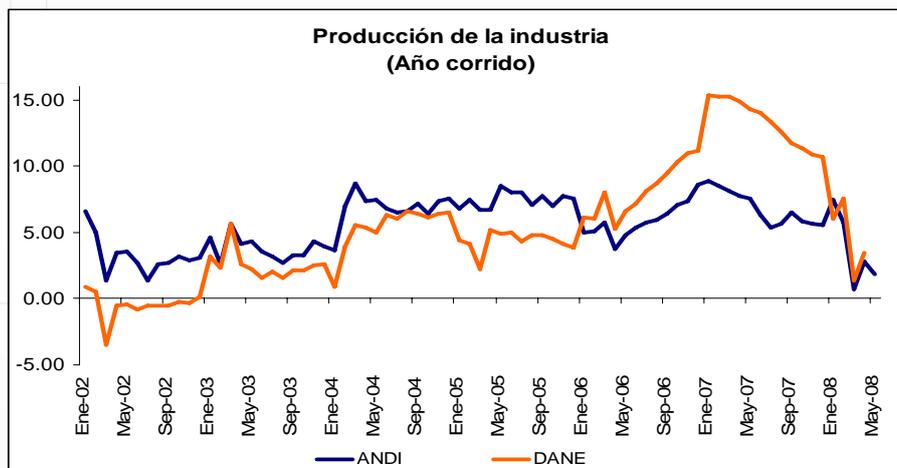
El índice de confianza de la industria entró en terreno negativo en mayo



La utilización de la capacidad instalada también cayó en mayo, a 67,7%, después de haberse mantenido en más del 70% durante 11 trimestres consecutivos

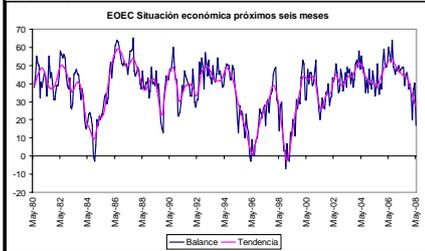


Finalmente, ratificando el frenazo de la industria en lo corrido de 2008 hasta mayo la producción según la ANDI sólo creció 1.9% anual



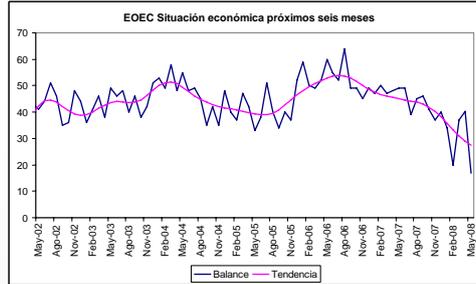
Las expectativas sobre la situación económica del comercio a seis meses también cayó y retomó tendencia descendente

Histórico

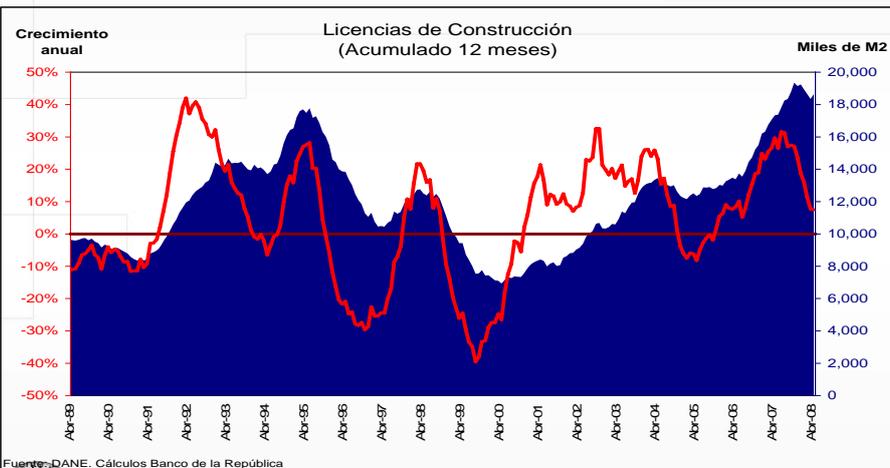


La correlación con el PIB de comercio rezagado seis meses también es alta

Últimos 7 años



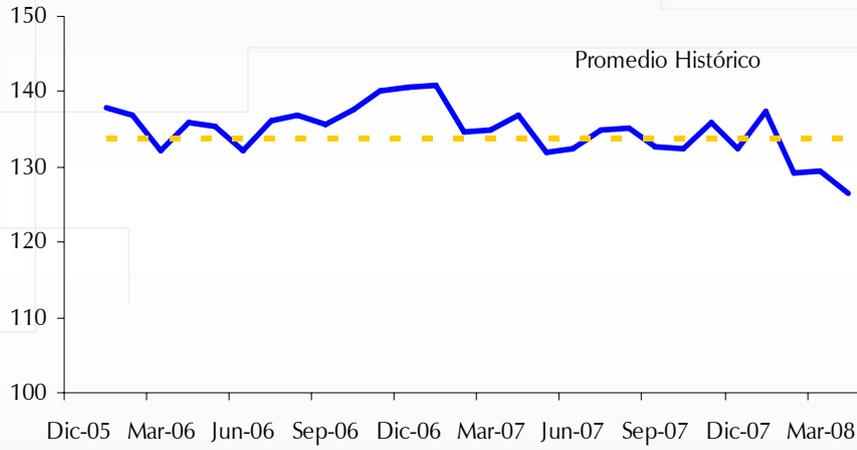
Se desacelera así mismo el crecimiento acumulado 12 meses de las licencias de construcción aprobadas



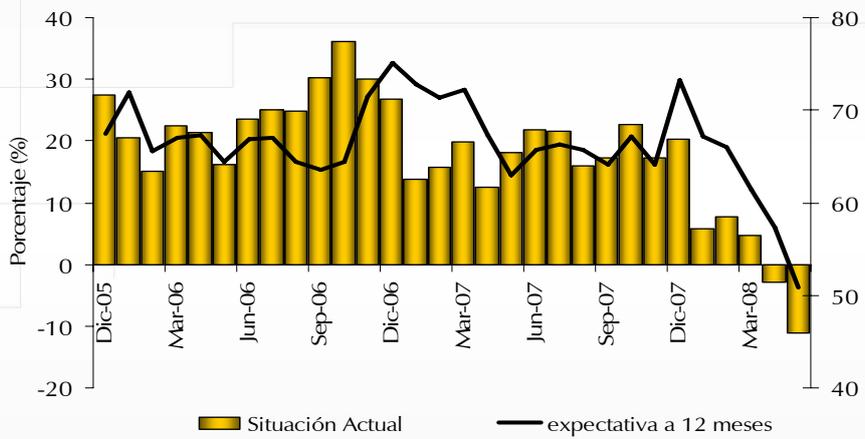
Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República



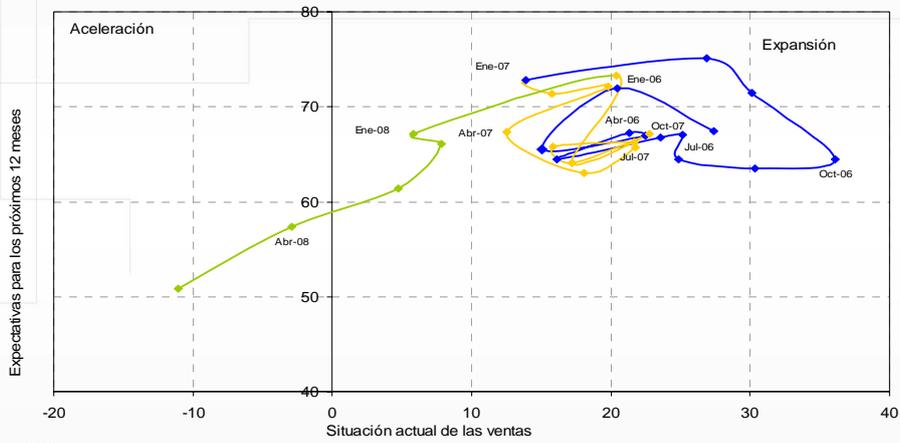
El clima de los negocios, según las encuestas del Banco, también comienza a perder terreno



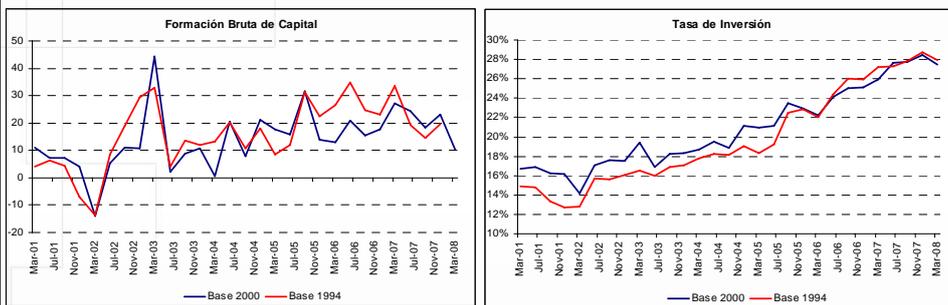
Lo mismo que el crecimiento de las ventas y las expectativas para los próximos doce meses



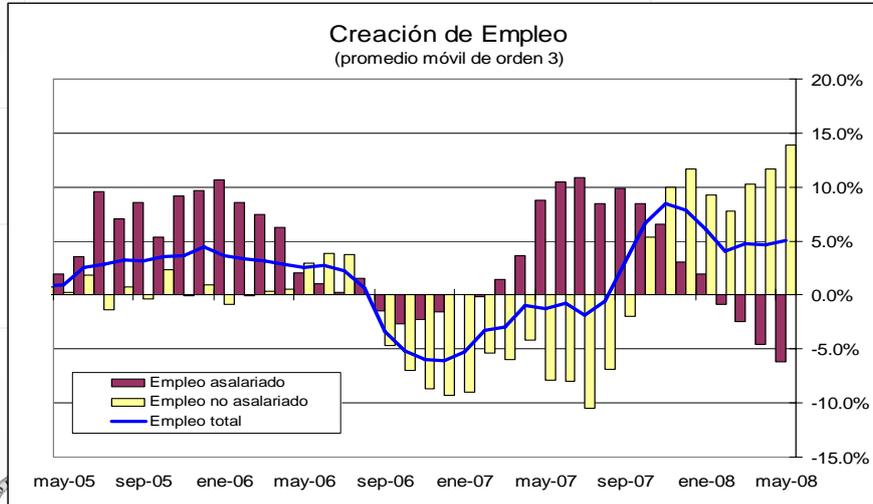
Lo mismo que, según el reloj cíclico de la actividad económica, la percepción actual y las expectativas sobre ventas



En tanto que la tasa de crecimiento de la inversión parece haber llegado a su máximo

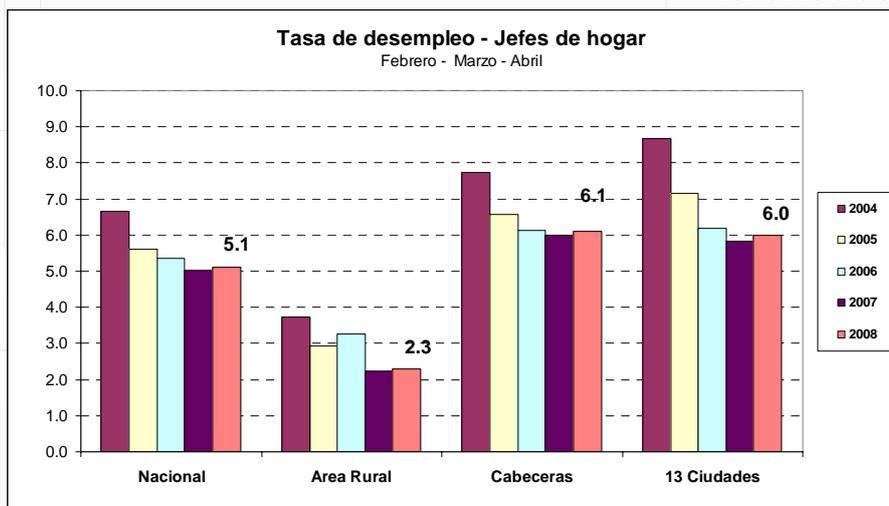


El empleo asalariado igualmente ha comenzado a caer (-6.2%). La creación de empleo total se explica por el dinamismo de los 'cuenta propia'



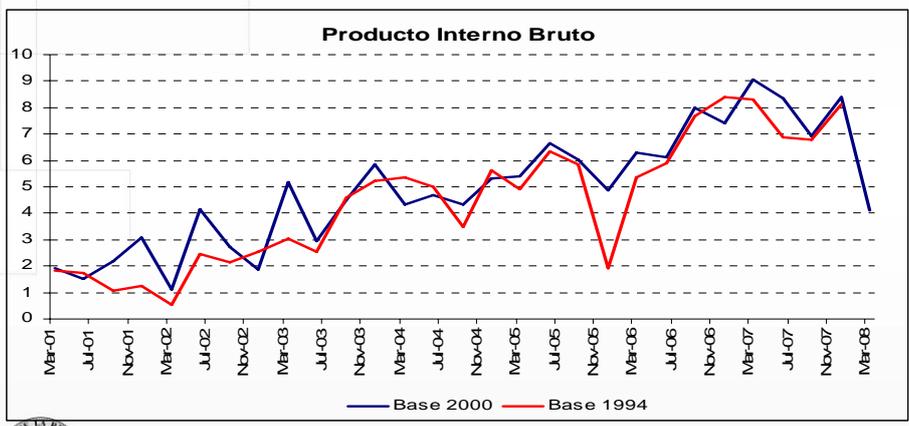
FUENTE: GEIH - DANE.

Para los jefes de hogar la tasa de desempleo aumentó ligeramente para todos los dominios de la encuesta



Fuente: GEIH - DANE

Todo lo cual se evidencia en fuerte desaceleración de la economía, cuyo crecimiento del primer trimestre 2008 cayó a 4,1% anual, la mitad del último trimestre y de todo el 2007



Pero no obstante semejante desaceleración, en junio la inflación anual volvió a incrementarse (7,18%), el nivel más alto desde agosto de 2003, explicado fundamentalmente por los precios de los alimentos (92% de contribución)

Jun 08 = 7.18%
 May 08 = 6.39%
 Abril 08 = 5.73%
 Mar 08 = 5.93%
 Feb 08 = 6.35%



La inflación de alimentos, la variable líder. El caso de papa (37% sólo mayo); demás hortalizas (13% sólo junio); arroz (17% sólo junio); aceites y cereales importados (maíz y trigo)

Jun 08 = 11.98%
 May 08 = 9.73%
 Abr 08 = 7.82%
 Mar 08 = 8.61%



Fuente: DANE Cálculos Banco de la República.



Pero los costos de producción (sin salarios) han crecido aún más (13%), a pesar de la revaluación



Fuente: Cálculos Banco de la República, según la MCS.



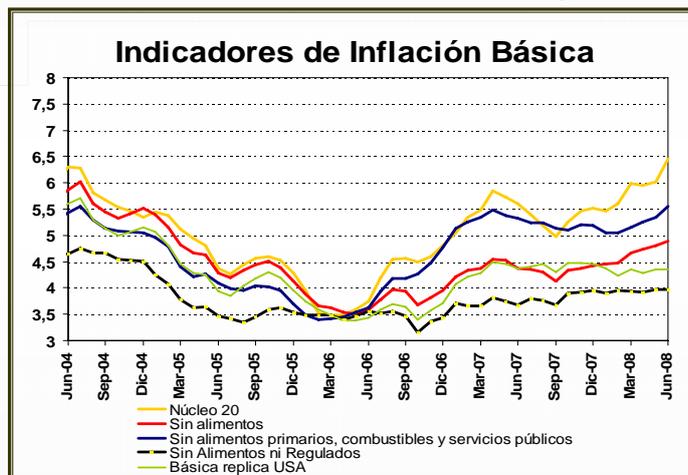
Lo mismo que los costos de los fertilizantes, sobretodo durante el último año



Y aunque tres de los cinco indicadores de inflación básica también se incrementaron, la inflación sin alimentos ni regulados y la réplica básica USA se mantuvo estable (4% y 4,3%)

Promedio de 3
Jun 08 = 5.64%
May 08 = 5.39%
Abr 08 = 5.31%
Mar 08 = 5.27%

Promedio de 5
Jun 08 = 5.05%
May 08 = 4.90%
Abr 08 = 4.83%
Mar 08 = 4.82%



Y la inflación sin alimentos ni regulados, tanto de transables como de no transables, igualmente permaneció estable

Transables

Jun 08 = 2.18%

May 08 = 2.21%

Abr 08 = 2.37 %

Mar 08 = 2.37%

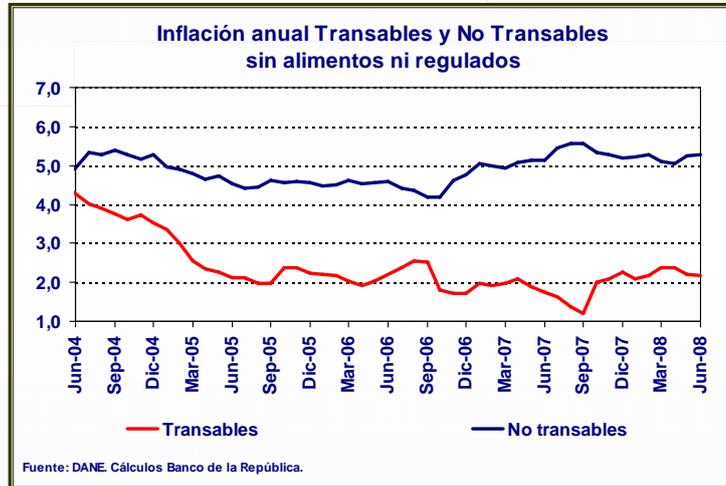
No transables

Jun 08 = 5.27%

May 08 = 5.25%

Abr 08 = 5.05%

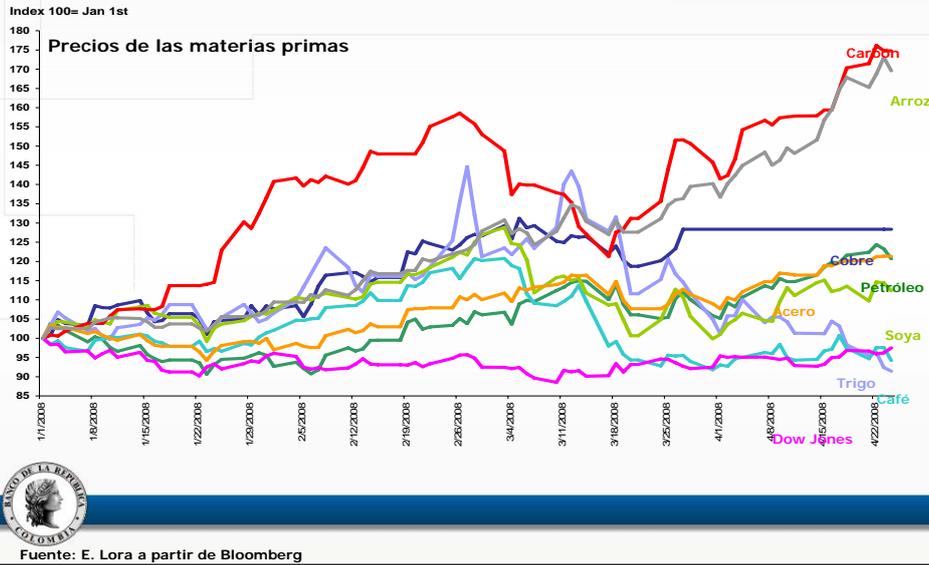
Mar 08 = 5.09%



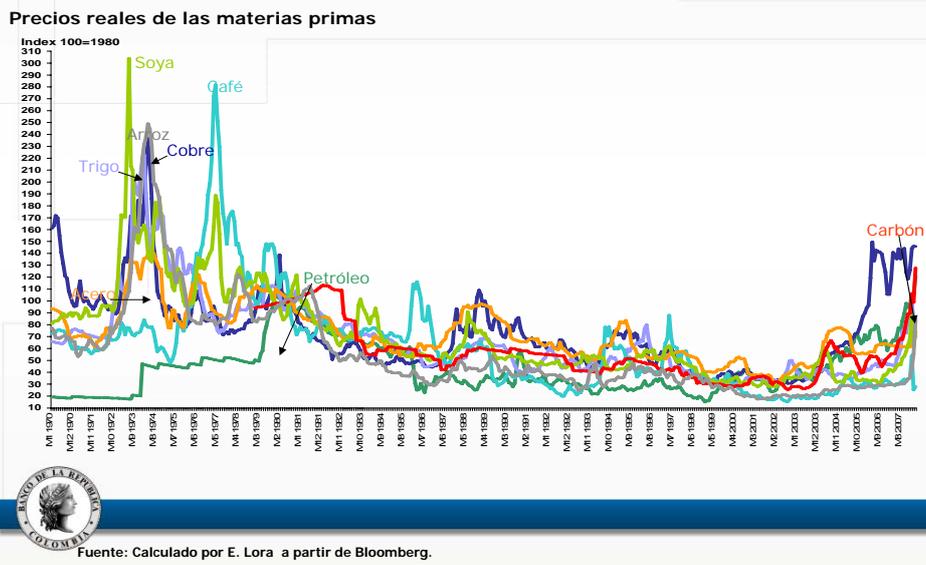
II. INFLACIÓN GLOBAL DE ALIMENTOS Y COMBUSTIBLES



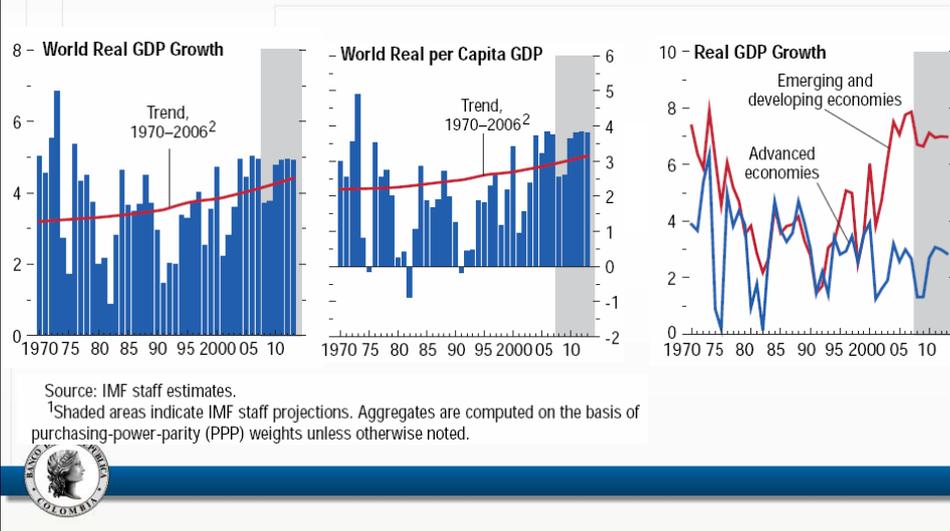
Una amenaza: la inflación global de materias primas e hidrocarburos. Diferente a la proveniente de excesos de la demanda interna



El último gran shock sucedió en los 70

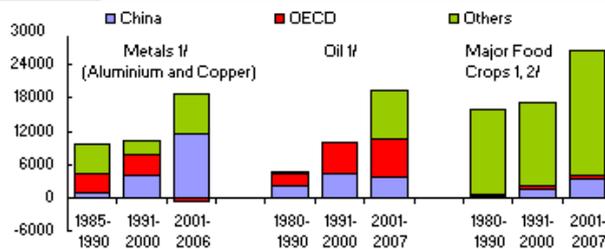


Los factores de la demanda global, que principalmente en los ME se dispararon a partir de 2001



En consecuencia, la demanda global de *commodities*, en especial por parte de los ME, igualmente disparada desde 2001

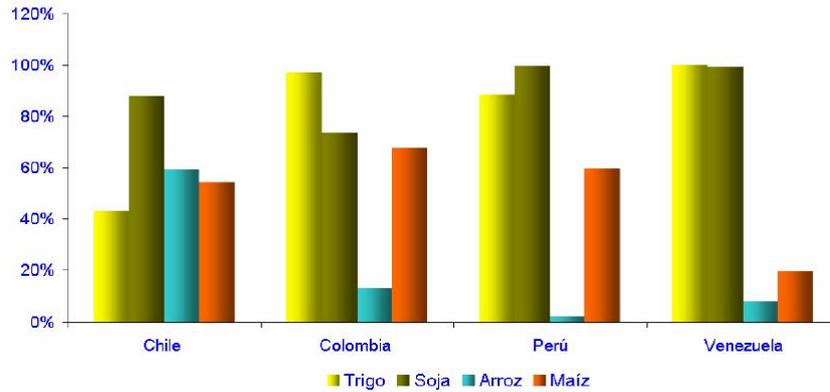
Contribución a la demanda mundial (Variación anual, promedio del período)



¹ Metals are in hundred thousands metric tons. Major food crops and oil are in thousands of metric tons.
² Major food crops are corn, rice, soybean and wheat.
 Sources: USDA, World Bureau of Metal Statistics, BP and IMF staff.

Vulnerabilidad de los países andinos en principales granos

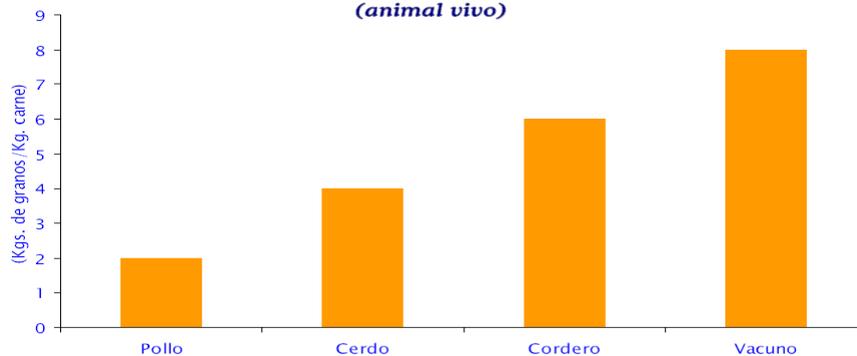
Importaciones como proporción del consumo en países andinos



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Proteína animal, el primer demandante de granos en el mundo (los mismos para la elaboración de biocombustibles). Además cuenta con la más alta elasticidad-ingreso de demanda en los ME

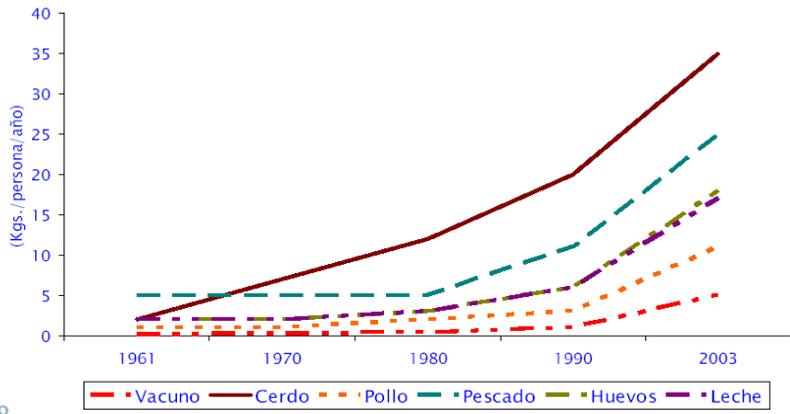
Tasas de conversión de granos en carne (animal vivo)



Fuente: Servicio de Estudios BBVA

Por ejemplo, China pasó de 20 a 52 kgs de consumo anual per cápita en 20 años

China: Consumo de alimentos carnes y otros productos de origen animal

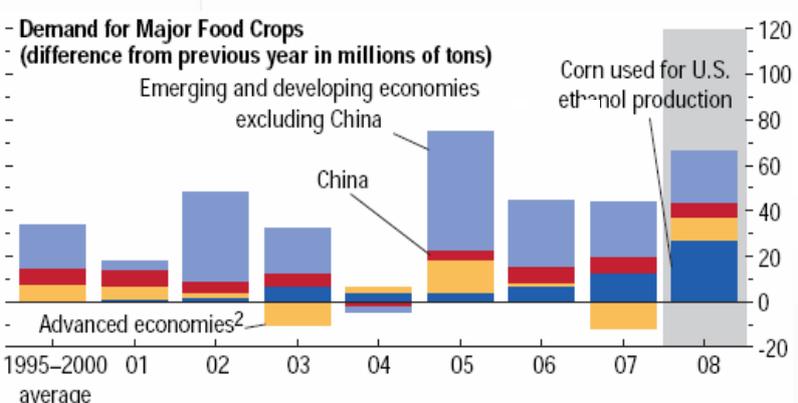


Fuente: FAO



Etanol, otro gran factor de aumento de la demanda global. Luego le sigue el biodiesel

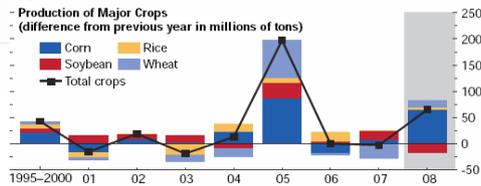
Demanda de principales cosechas



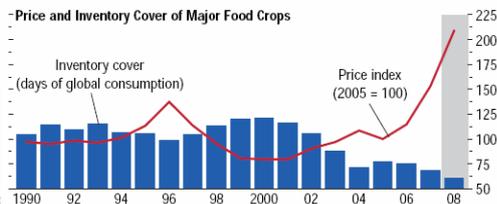
Sources: Bloomberg Financial Markets; U.S. Department of Agriculture; and IMF staff estimates.
¹Major food crops are wheat, corn, rice, and soybeans.
²Excludes corn used in U.S. ethanol production.

En tanto que la oferta de las materias primas tanto para las fuentes de proteína animal como para los biocombustibles aún es insuficiente

Producción de principales cosechas

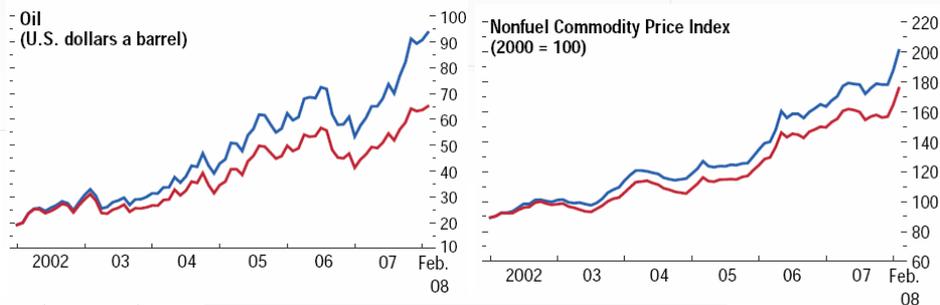


Precio y stock de principales cosechas



Sources: Bloomberg Financial Markets; estimates.
¹Major food crops are wheat, corn, rice, and soybeans.
²Excludes corn used in U.S. ethanol production.

Otra causa: la devaluación del dólar, que se ha reflejado en precios más altos de los *commodities*



Efecto sobre los productos básicos de una caída del 1% en la tasa de cambio del dólar estadounidense

| Número de meses después de shock | 1 | 4 | 12 |
|--------------------------------------|------|------|------|
| Oro | 1.17 | 1.22 | 1.3 |
| Petróleo | 0.89 | 0.97 | 1.13 |
| Índice de commodities no energéticos | 0.48 | 0.47 | 0.47 |
| Aluminio | 0.53 | 0.53 | 0.53 |
| Cobre | 1.11 | 1.02 | 0.8 |

Expresado en dólares corrientes, basado en tipo de cambio nominal efectivo de Estados Unidos

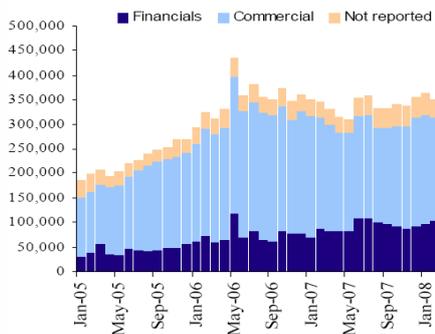


Fuente: E. Lora

Y, como secuela de la causa anterior, especulación financiera con los *commodities* a través de posiciones largas en contratos de futuros

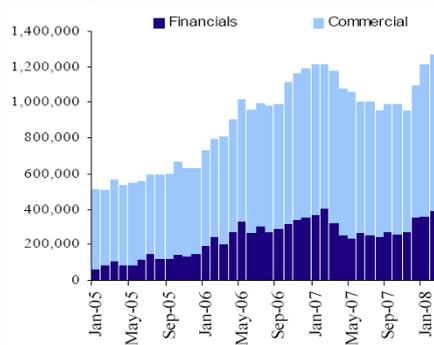
de trigo

Number of futures contracts (5,000 bushels ea.)



de maiz

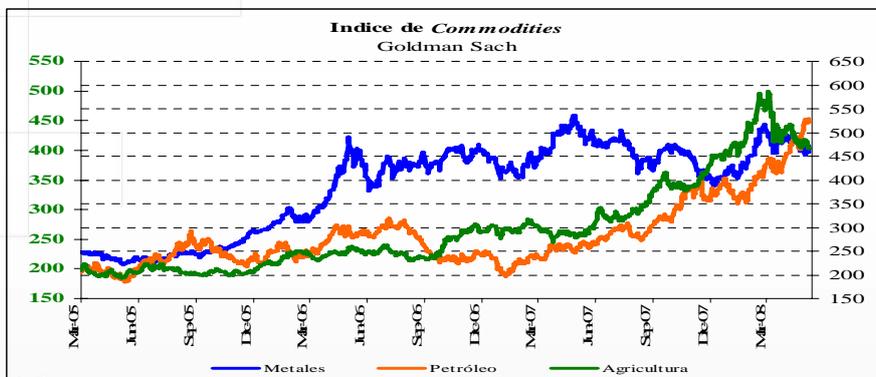
Number of futures contracts (5,000 bushels ea.)



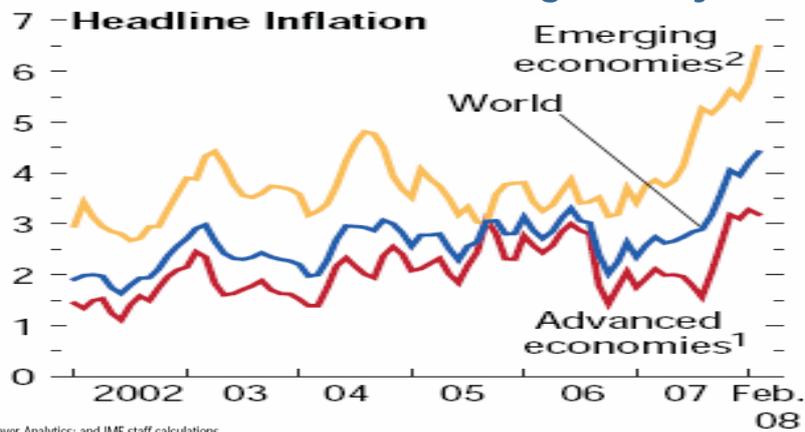
Source: Chicago Board of Trade (as reported by Bloomberg)



Inflaciones del petróleo y los alimentos son paralelas. Los precios del primero sustentan los de los últimos mucho más que antes, debido al surgimiento de los biocombustibles por la creciente presión del cambio climático

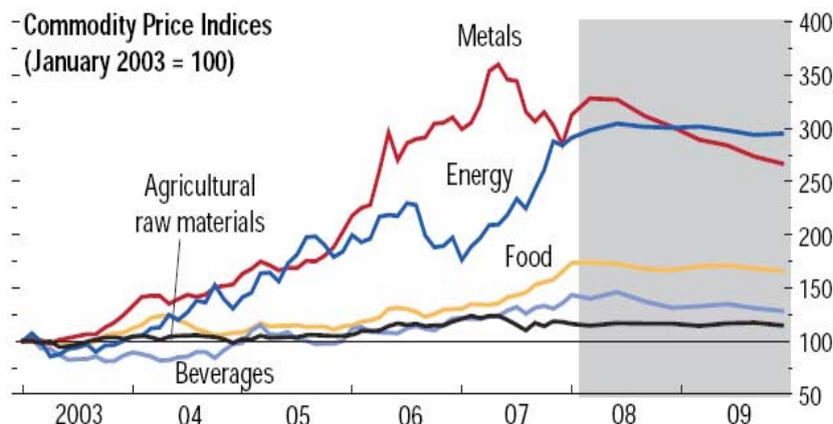


La inflación ha regresado a nivel global: petróleo, y proteína animal y biocombustibles, cuyas materias primas son las mismas (maíz y otros cereales, oleaginosas y azúcar)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
¹Australia, Canada, Denmark, euro area, Japan, New Zealand, Norway, Sweden, United Kingdom, and United States.
²Brazil, Bulgaria, Chile, China, Estonia, Hong Kong SAR, Hungary, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Poland, Singapore, South Africa, Taiwan Province of China, and Thailand.

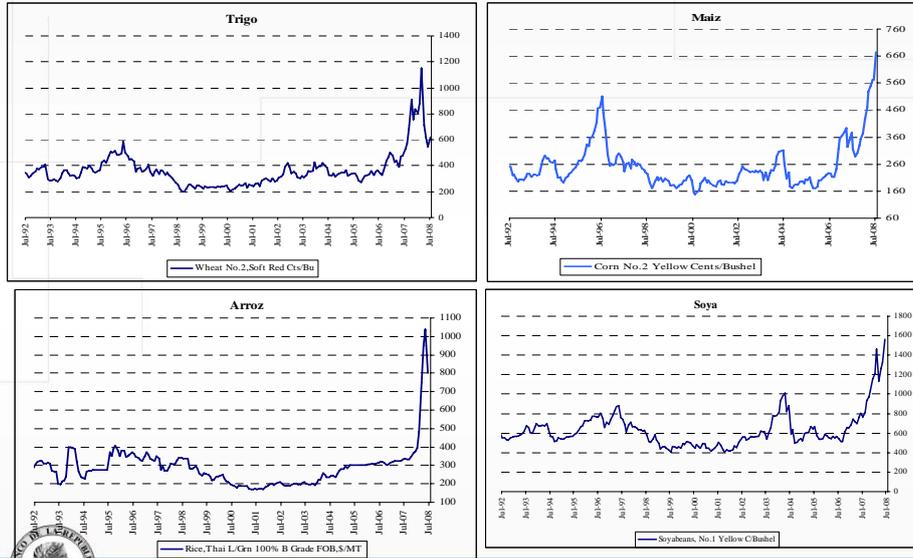
Se estima que los precios de los *commodities* podrían 'estabilizarse' altos, al menos durante los dos próximos años



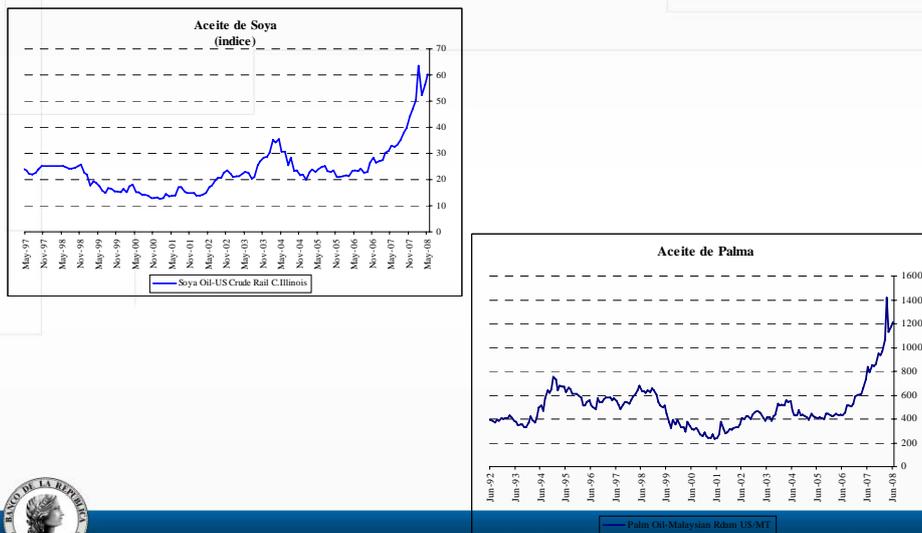
Sources: Bloomberg Financial Markets; and IMF staff estimates.



Precios internacionales de granos a julio/08

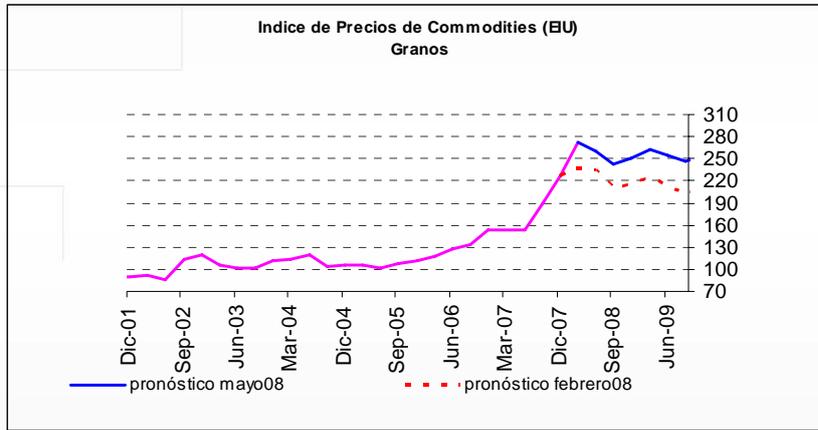


Precios internacionales de aceites a junio/08

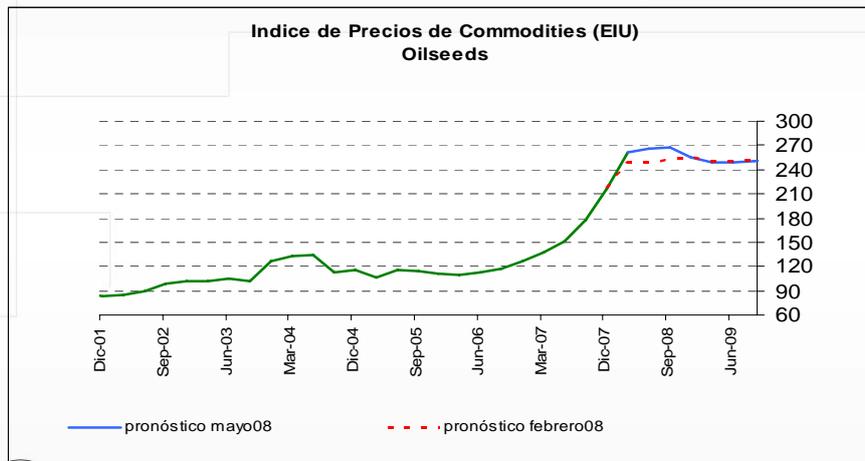


Fuente: Datastream

Pronóstico-granos: The Economist Intelligence Unit



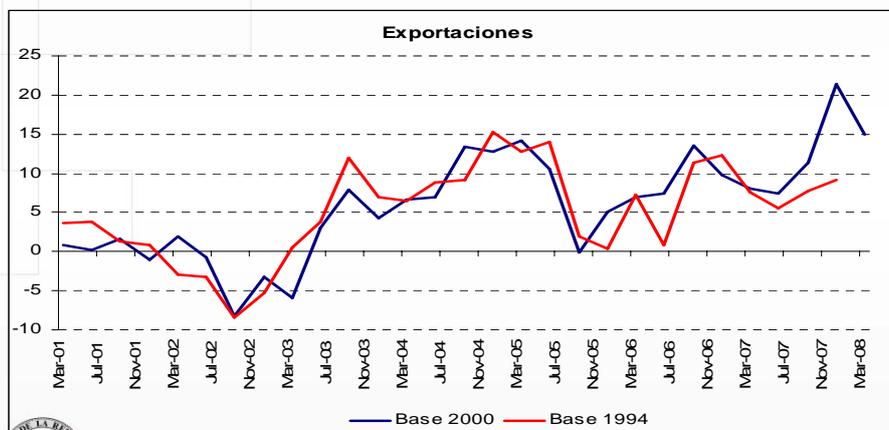
Pronóstico-Aceites V. The Economist Intelligence Unit



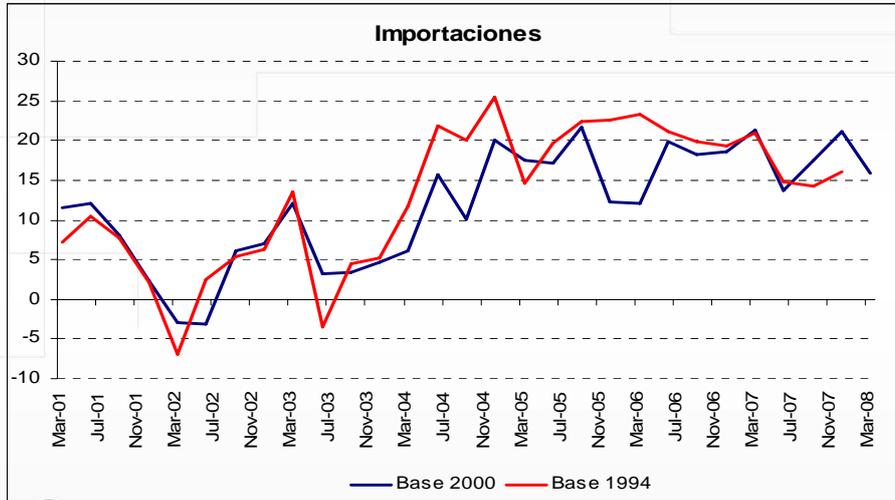
III. LA REVALUACIÓN



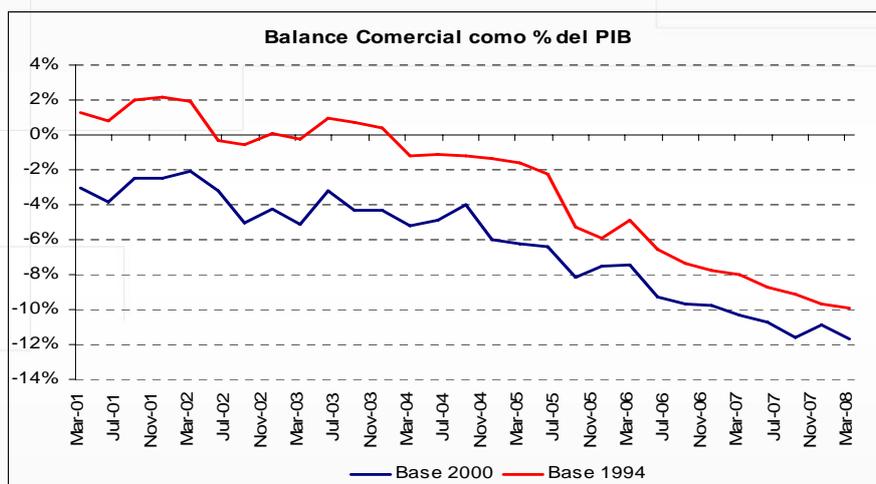
Crecimiento de las exportaciones ha seguido fuerte (15%): en especial no tradicionales (alto valor agregado) a Venezuela, y petróleo a EU con los más altos precios de la historia reciente



Al igual que el de las importaciones, que crecen aún más



Y como resultado, el déficit en la balanza comercial aumenta: ¿devaluación a la vista?



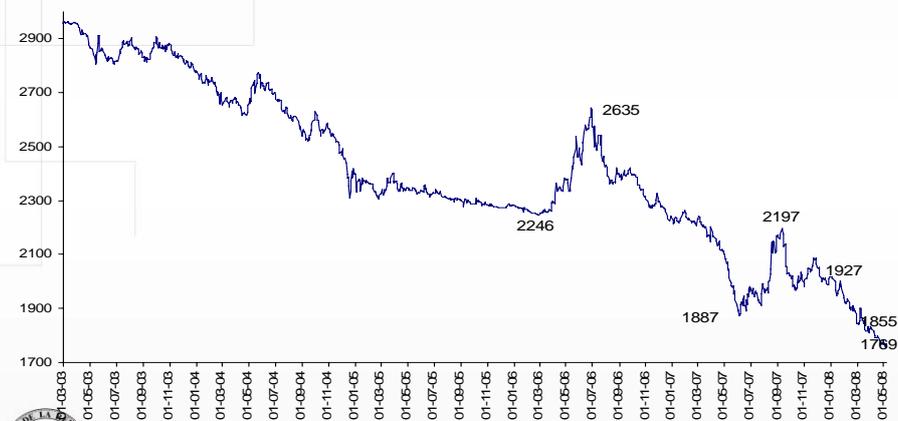
No necesariamente, pues es por la cta. de capital que nos entran dólares en sumas sin precedentes, incluyendo operaciones *carry trade*

- Tras haberse diezmando los rendimientos reales en el mundo rico (\underline{Q} o negativos), aumentó el apetito por el riesgo en América Latina: inversión en títulos de deuda pública, IED, portafolio y créditos.
- A partir de los recortes de las tasas de interés de la FED, este proceso tomó nuevo aire.



Y la consecuencia: la más pronunciada revaluación del peso en un lustro, una de las más altas en todo el mundo

Tasa de Cambio Nominal



Fuente: Banco de la República.

Claro que toda la región viene revaluándose, pero junto a Brasil somos los líderes

Devaluación Tipos de Cambio
LATAM

Julio 10/08

| LATAM | semana | mes | año corrido | 6 meses | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
|-----------|--------|--------|-------------|---------|--------------|----------------|-----------------|
| Colombia | 0,49% | 3,27% | -13,28% | -12,70% | -10,87% | -30,03% | -24,69% |
| Brasil | -0,03% | -2,06% | -9,47% | -8,41% | -15,33% | -26,23% | -31,50% |
| México | -0,45% | -1,13% | -5,51% | -5,73% | -4,92% | -6,11% | -3,45% |
| Argentina | -0,39% | -1,60% | -4,27% | -3,61% | -2,76% | -2,24% | 5,21% |
| Perú | -2,99% | -1,66% | -6,17% | -4,90% | -10,97% | -13,18% | -13,46% |
| Uruguay | 2,89% | -1,54% | -10,80% | -9,65% | -19,40% | -19,16% | -22,03% |
| Chile | -1,49% | 3,54% | 0,78% | 3,93% | -3,58% | -6,90% | -13,87% |



Y si nos comparamos con otras latitudes, resulta igualmente evidente: somos líderes en revaluación

Devaluación Tipos de Cambio - ASIA y EUROPA

Julio 10/08

| LATAM | semana | mes | año corrido | 6 meses | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
|-----------|--------|--------|-------------|---------|--------------|----------------|-----------------|
| Korea | -4,44% | -2,75% | 6,69% | 6,51% | 8,48% | 5,49% | -4,06% |
| Indonesia | -0,55% | -1,72% | -2,56% | -2,98% | 1,82% | 0,59% | -6,09% |
| Tailandia | 0,75% | 1,79% | 12,89% | 13,92% | 6,56% | -11,24% | -19,85% |
| China | -0,12% | -1,11% | -6,23% | -5,78% | -9,77% | -14,38% | -17,32% |
| Japón | 0,31% | -0,34% | -4,15% | -2,70% | -12,05% | -7,31% | -4,24% |
| Malasia | -0,41% | -0,44% | -1,70% | -0,50% | -5,51% | -11,07% | -14,46% |
| India | -0,43% | 0,29% | 9,01% | 9,37% | 6,30% | -7,08% | -1,37% |
| Turquía | -1,49% | -2,99% | 4,34% | 5,20% | -5,40% | -21,08% | -8,89% |
| Colombia | 0,49% | 3,27% | -13,28% | -12,70% | -10,87% | -30,03% | -24,69% |
| Euro | -0,46% | -1,43% | -7,51% | -7,07% | -12,85% | -19,47% | -23,47% |
| Libra | 0,32% | -0,70% | 0,39% | -0,94% | 2,57% | -7,20% | -11,09% |



Así mismo frente a otros continentes

Devaluación Tipos de Cambio

Julio 10/08

| LATAM | | | | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------------|---------|--------------|----------------|-----------------|
| | semana | mes | año corrido | 6 meses | Año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Islandia | -2,69% | 2,23% | 20,49% | 19,42% | 24,39% | 1,77% | 16,07% |
| Nueva Zelanda | -0,13% | 0,63% | 1,12% | 2,02% | 2,73% | -18,52% | -10,45% |
| Australia | -0,11% | 1,59% | -8,97% | -8,15% | -10,34% | -21,68% | -22,26% |
| Rusia | -0,58% | 1,33% | -5,08% | -4,51% | -8,43% | -12,96% | -18,57% |
| Polonia | -2,26% | 5,18% | -16,04% | -15,48% | -24,40% | -34,34% | -39,01% |
| República Checa | -1,58% | 5,75% | -18,19% | -15,86% | -28,43% | -33,09% | -40,67% |
| Canadá | -0,70% | 1,12% | 1,24% | 0,07% | -4,10% | -10,74% | -17,00% |
| Israel | 2,51% | 1,14% | -12,88% | -11,92% | -20,57% | -24,65% | -26,42% |
| Colombia | 0,49% | 3,27% | -13,28% | -12,70% | -10,87% | -30,03% | -24,69% |

IV. EL BALANCE DE RIESGOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

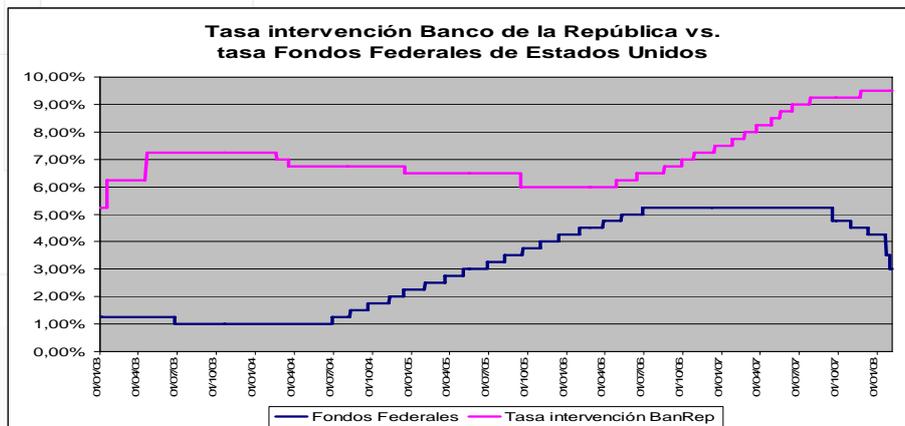


Todos los BC en problemas. Pero desde 2006 el BR ha elevado su tasa en 63%, uno de los reajustes más altos del mundo. Mientras que EU la ha bajado en 62% y es negativa como Chile

| País | Tasa interés nominal hoy | Tasa interés real hoy | Inflación hoy | Meta Inflación 2008 | Desviación frente a la meta (%) |
|----------|--------------------------|-----------------------|---------------|---------------------|---------------------------------|
| EU | 2,00 | - 2,11 | 4,20 | 2,00 (imp) | 110 |
| UE | 4,25 | 0,53 | 3,70 | 2,00 | 85 |
| Canadá | 3,00 | 0,78 | 2,20 | 2,00 | 10 |
| Brasil | 12,25 | 6,32 | 5,58 | 4,50 | 24 |
| México | 7,75 | 2,67 | 4,95 | 3,00 | 65 |
| Colombia | 9,75 | 2,40 | 7,18 | 4,00 | 80 |
| Chile | 6,75 | - 2,51 | 9,50 | 3,00 | 216 |
| Perú | 5,75 | 0,04 | 5,71 | 2,00 | 186 |



Desde Sep 18/07 cuando la FED empezó a recortar su tasa, el diferencial pasó de 4 a 7,75 puntos nominales, el cual se estaría trasladando a otras tasas relevantes como las de los bonos



He aquí el dilema. La cara A:

No anticiparse - apretando aún más la política monetaria a través de la tasa de interés - a la continuación de la presión de las altas cotizaciones de los granos y los combustibles, a fin de evitar que se traslade a las expectativas de los formadores de precios y salarios y de paso que estas se desanclen de la meta de inflación, podría poner en riesgo la sostenibilidad del crecimiento.



He aquí el dilema. La cara B:

Pero seguir subiendo la tasa no frenaría la inflación originada en los precios externos de los granos y los combustibles. En cambio sí podría agudizar la revaluación, frustrar la sana expansión de la producción y el empleo, y tornar la actual desaceleración en una fase recesiva.



De otra parte, los mercados se ajustan

- Por más preparados que estén los ME para resistir la desaceleración de EU y su contagio en Europa, su crecimiento y su consumo se afectarán.
- Del lado de la oferta, los altos precios de los alimentos están incentivando la inversión en biotecnología, mecanización y ampliación de áreas cultivadas, por ende aumentando la producción.
- Aún si dichos precios no cayeran de inmediato, según el BM su aporte a la inflación global cederá a partir de 2009 y durante 2010. Según FAO la producción global de cereales en 2008 crecerá 5% y en AL 18%, y los precios de los alimentos ya podrían estar llegando a su máximo.



Y, finalmente, la innovación tecnológica ayudará a disolver la presión inflacionaria de los alimentos

1

Biotecnología: sustanciales saltos en productividad y resistencia a sequía, erosión y salinidad de suelos

2

Biocombustibles a partir de nuevas fuentes: jatropha, microalgas, biomasa (bambú, pastos), celulosa (madera)

3

Energías alternativas (General Electric, Westinghouse, Toshiba, Hitachi, AREVA): Nuclear, Eólica, Fotovoltaica, Hidro, otras

4

Desarrollo de motores híbridos y utilización masiva del hidrógeno en vez de gasolina

5

Apertura de nuevas fronteras agrícolas ambientalmente sostenibles: por ejemplo la Orinoquia en Colombia, 6 mll de has.



Gracias

