



# **LA ECONOMÍA Y LA POLÍTICA MONETARIA**

**Universidad Sergio Arboleda**

**Bogotá, abril 30 de 2014**

**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: recuperación lenta y prolongada
2. La cuenta corriente: el talón de Aquiles
3. Crecimiento económico: acercándose al potencial
4. Inflación: convergiendo hacia la meta
5. Política monetaria 2014: camino de la normalización
6. Tasa de cambio y Regla Fiscal: se agotó el ‘cuarto de hora’
7. Tasa de cambio y controles de capital: la instancia extrema



# **1. El contexto externo: recuperación lenta y prolongada**



La recesión en los países más avanzados, particularmente Estados Unidos y Europa, quedó atrás. No obstante, en adelante, durante un lapso prolongado, su crecimiento será débil - todavía inferior al potencial de sus economías -, y, por ende, la recuperación lenta. Aparte de que seguirán agobiados por su excesivo déficit fiscal.

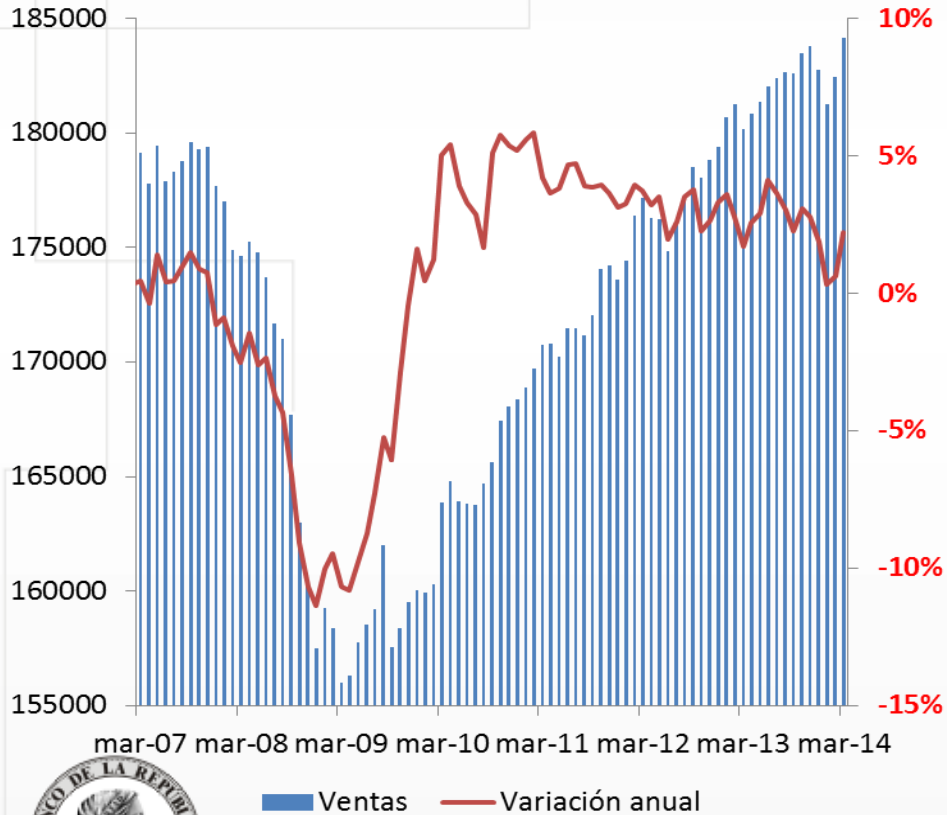


En cuanto a Estados Unidos, su tasa de desempleo se halla parqueada en 6,7%, pero no tanto por el aumento de la ocupación sino fundamentalmente debido a la notable caída de su tasa global de participación. Es por ello que la probabilidad de que la actual tasa de interés de política de la FED - el rango entre cero y 0,25% -, no sea reajustada antes de mediados del año 2015 se mantiene, a pesar de que algunos miembros de su comité de política monetaria han comenzado a discutir la posibilidad de anticiparse un poco.

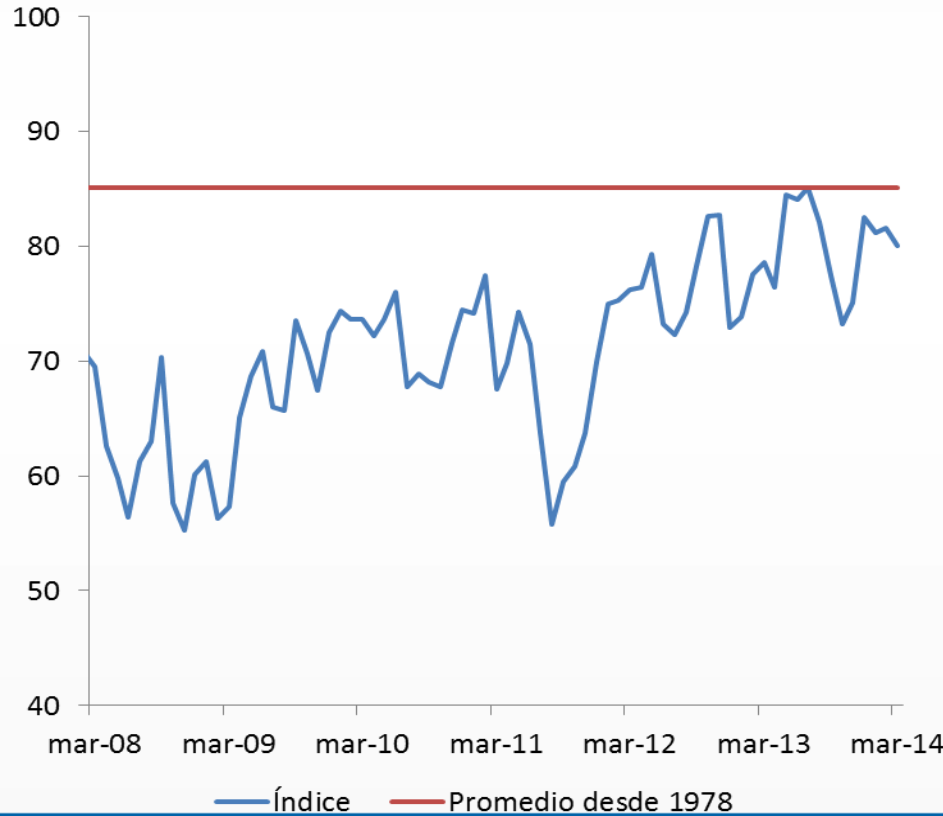


# EU: repunte de las ventas al por menor, pero la confianza de los consumidores aún en terreno frágil: cayó de nuevo en abril

### Ventas al por menor reales

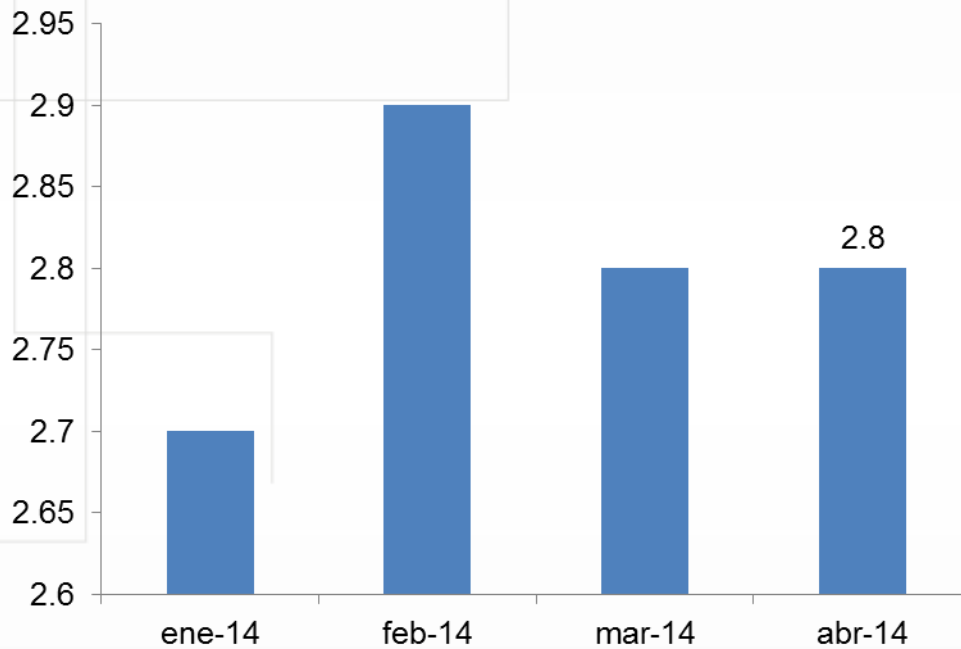


### Confianza de los consumidores (Universidad de Michigan)



# Pronósticos de crecimiento para EU

Pronósticos 2014 – Focus economics



## 2014

	Hace 3 meses	Actual
FED*	2.8 – 3.2 t.a.	2.8 – 3.0 t.a.
FMI	2,8	2,8
IIF	2.6	2,4
Roubini	2.5	2.6
Bloomberg	2.8	2.7
BM	2.8	2,8

## 2015

	Actual
FED*	3,0 – 3,2 t.a.
FMI	3,0
IIF	2,7
Roubini	2,8
BM	2,9



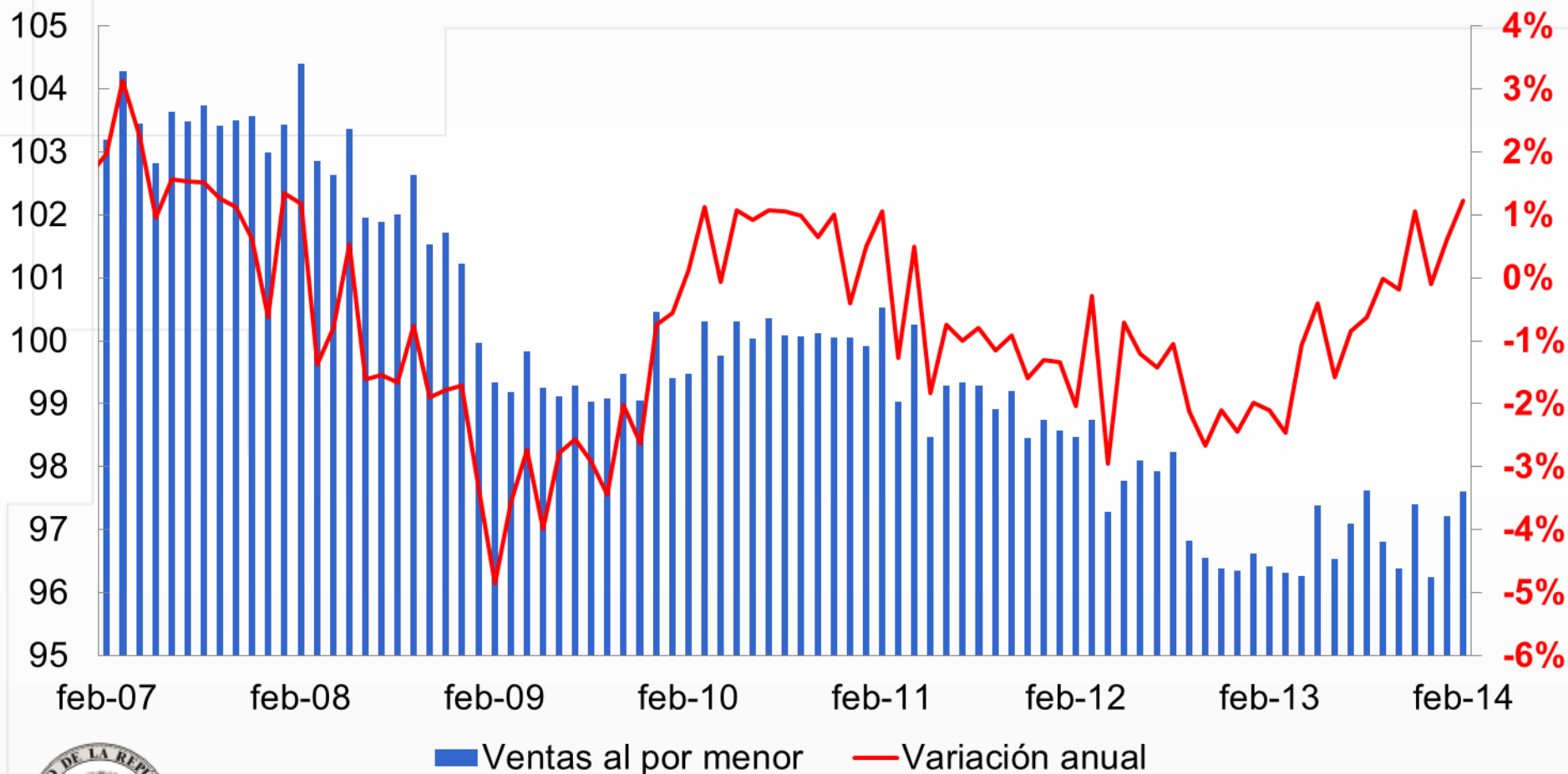
En cuanto a la economía alemana, la más fuerte de la zona euro, en 2013 apenas creció 0,4%. En tanto que el Banco Central Europeo, tras considerar que la inflación permanecerá en niveles muy bajos durante un largo tiempo (hoy 0,5%), expresó que su tasa de interés de política se mantendrá en el nivel actual (0,25%) por un lapso igualmente prolongado. El mayor gran temor: la deflación.





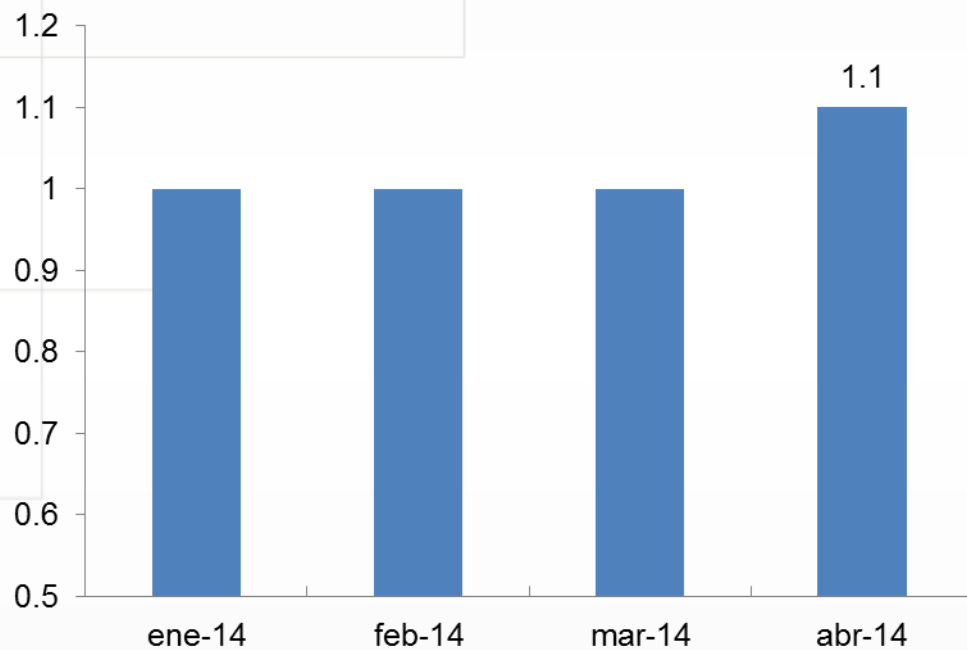
# Zona del euro: la actividad real aún crece a un ritmo modesto y los índices de confianza cayeron en abril

## Ventas al por menor reales – Zona del euro



# Pronósticos de crecimiento para la Zona del Euro

Pronósticos 2014 – Focus economics



## 2014

	Hace 3 meses	Actual
Comisión europea	1,1	1,2
FMI	1,1	1,2
IIF	1,1	1,2
Roubini	0,9	1,0
BM	1,1	1,1

## 2015

	Actual
Comisión europea	1,8
FMI	1,5
IIF	1,4
Roubini	1,2
BM	1,4

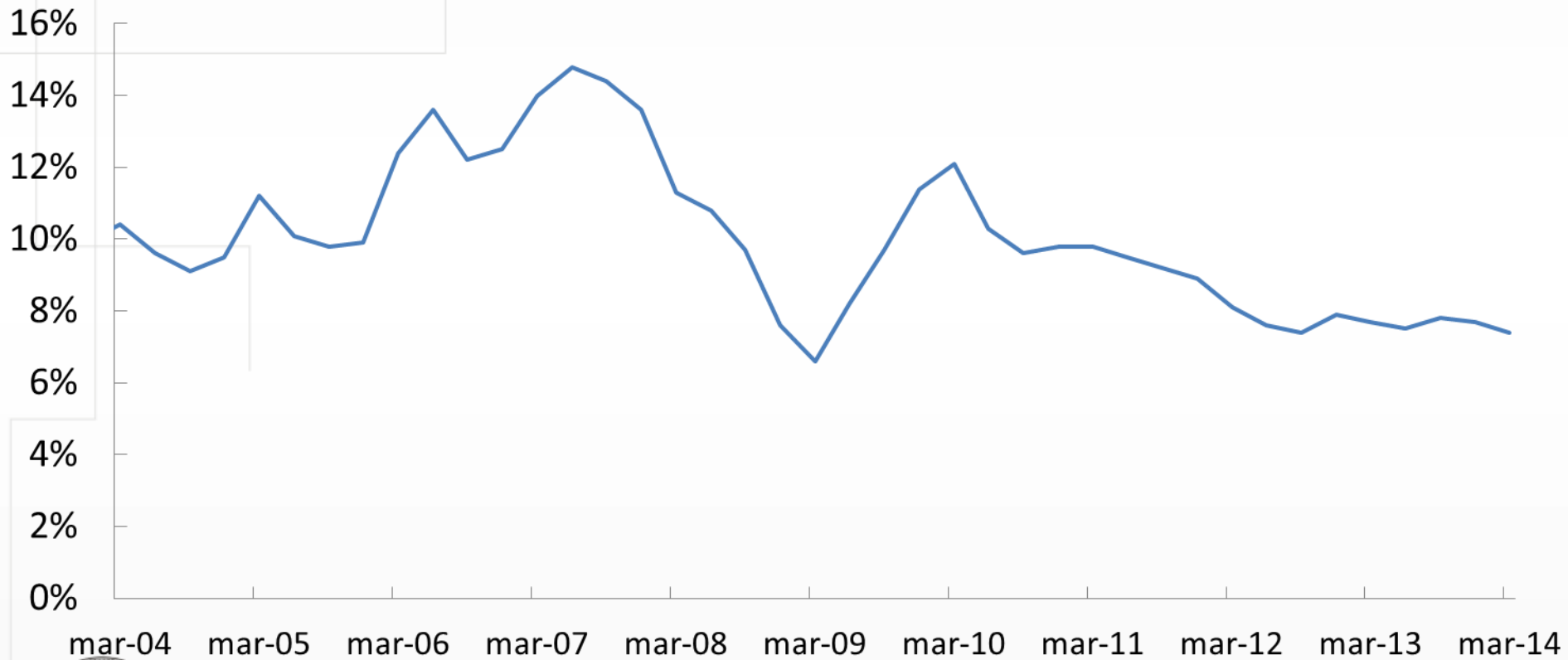


En cuanto a China, su crecimiento en 2014 podría ser similar al de 2013 (7,4%). Sin embargo, a mediano plazo continuará moderándose, y lo más probable es que se mantenga durante un buen tiempo dentro del rango entre el 7% y el 7,3%...  
...Ojo al crecimiento desbordado del crédito...



# China: el crecimiento del primer trimestre se desaceleró en línea con lo esperado

Crecimiento anual del PIB - China

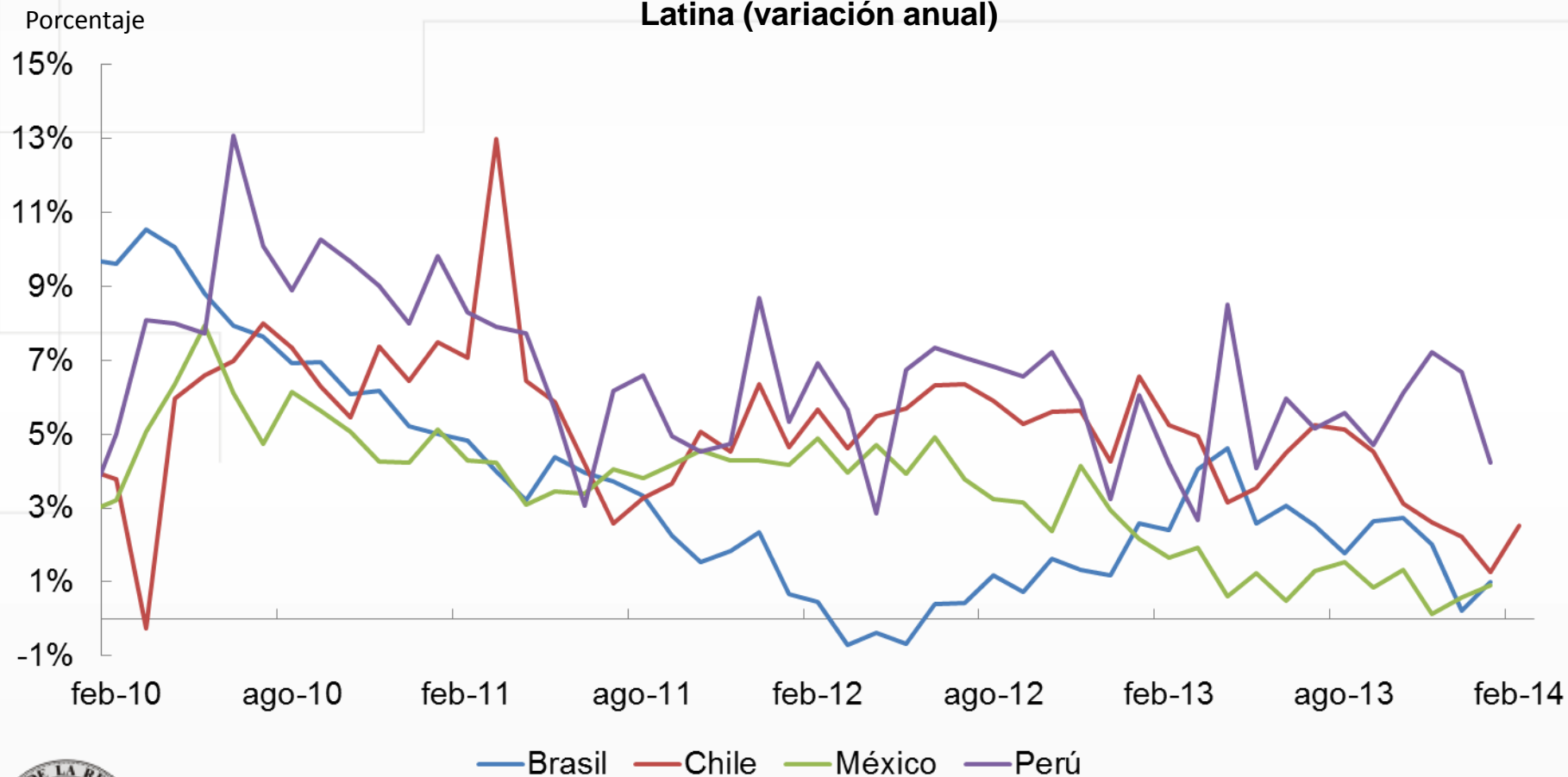


El crecimiento de las exportaciones industriales hacia Venezuela en terreno negativo y con pronóstico reservado por sus dificultades de pago. Y el de las dirigidas hacia Ecuador, actualmente el primer destino de las mismas, es incierto, debido a las barreras no arancelarias que está adoptando y a que en buena parte dependerán de los precios del petróleo, su principal fuente de divisas (60%). En tanto que el crecimiento de la mayoría del resto de los mercados emergentes viene desacelerándose.



# América Latina: expansión a ritmos inferiores al de años anteriores

Índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina (variación anual)



# Pronósticos de nuestro equipo técnico

País o región	2014			2015		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
EEUU	1,8 <i>1,6</i>	2,7 <i>2,8</i>	3,5 <i>3,5</i>	2,0	3,0	4,0
Zona Euro	0 <i>-0,4</i>	1,0 <i>1,0</i>	1,5 <i>1,5</i>	0,2	1,2	1,8
China	6,8 <i>6,5</i>	7,3 <i>7,4</i>	7,8 <i>8</i>	3,5	7,1	7,7
Brasil	1,0 <i>1,7</i>	2,0 <i>2,6</i>	3,0 <i>3,5</i>	1,3	2,3	3,3
Ecuador	3,0 <i>3,0</i>	4,0 <i>4,0</i>	5,0 <i>5,0</i>	3,0	4,0	5,0
Venezuela	-3,0 <i>-2,0</i>	-1,0 <i>1,0</i>	1,0 <i>2,0</i>	-1,0	1,0	3,0
Perú	4,0 <i>4,5</i>	5,0 <i>5,5</i>	6,0 <i>6,5</i>	4,5	5,5	6,5
México	2,5 <i>2,5</i>	3,5 <i>3,5</i>	4,5 <i>4,5</i>	3,0	4,0	5,0
Chile	3,0 <i>3,2</i>	3,8 <i>4,2</i>	4,5 <i>5,2</i>	3,0	4,0	5,0
Socios	<i>1,8</i>	<i>3,1</i>	<i>4,0</i>			



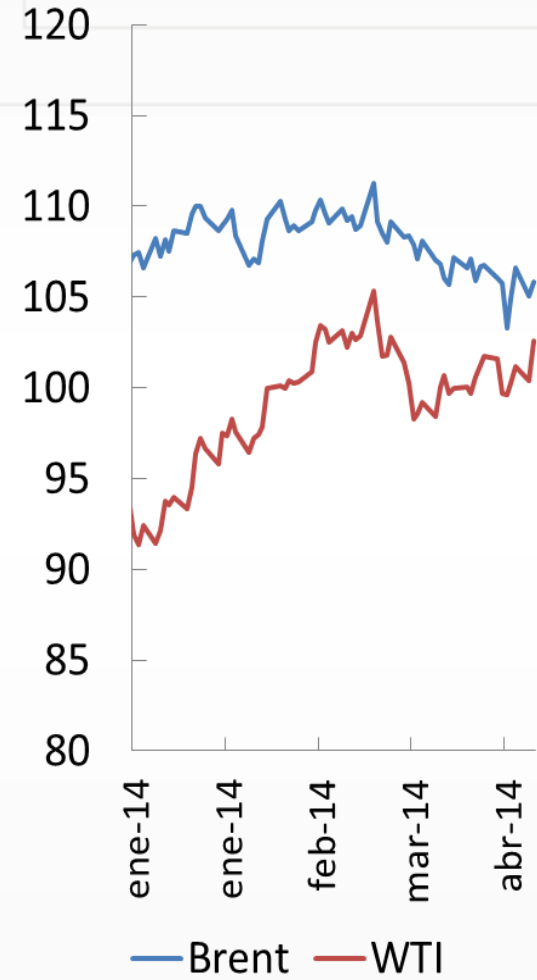
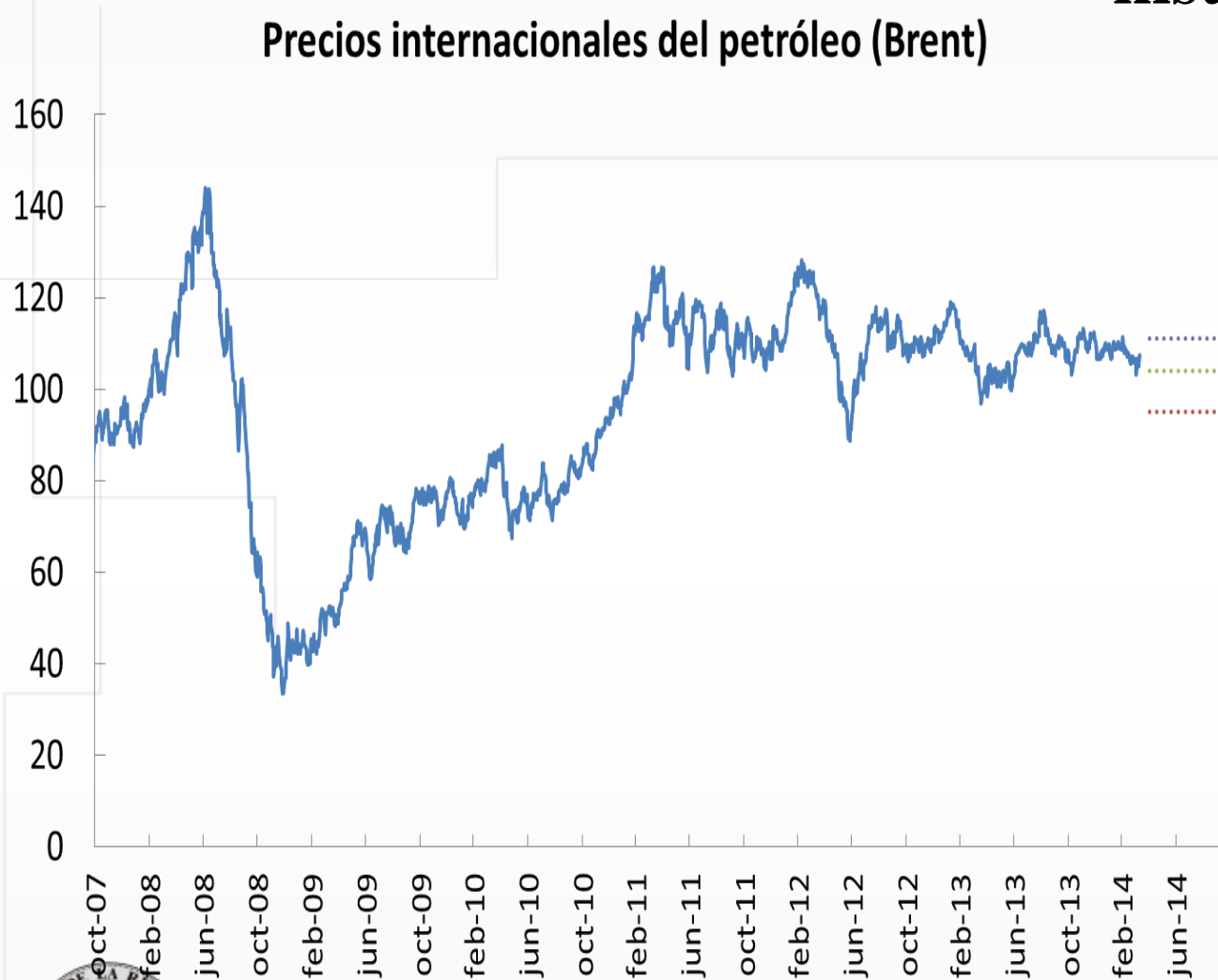
Luego del sector externo no se puede esperar una fuente de particular dinamismo para la economía colombiana en el mediano plazo





# Precios del petróleo: aún parqueados en niveles históricamente altos

## Precios internacionales del petróleo (Brent)



# Precios de otros bienes exportados por Colombia

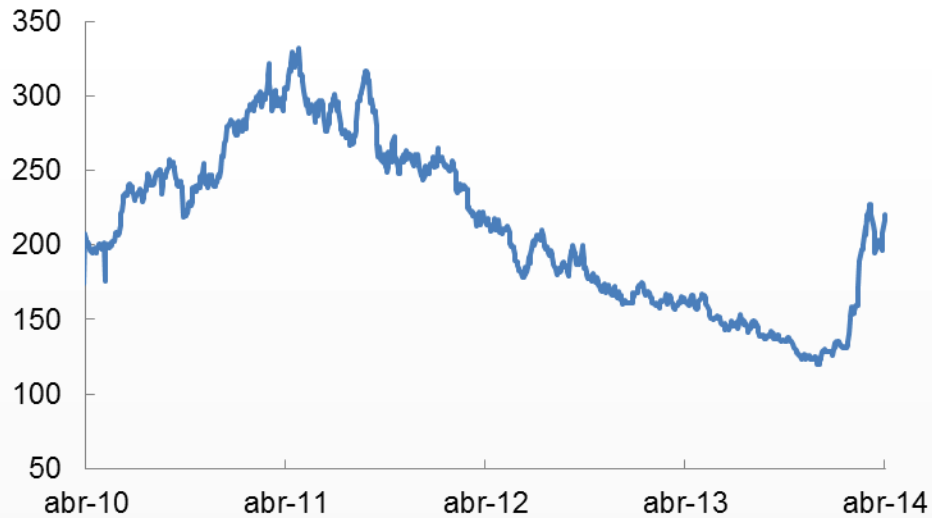
## Carbón



## Níquel

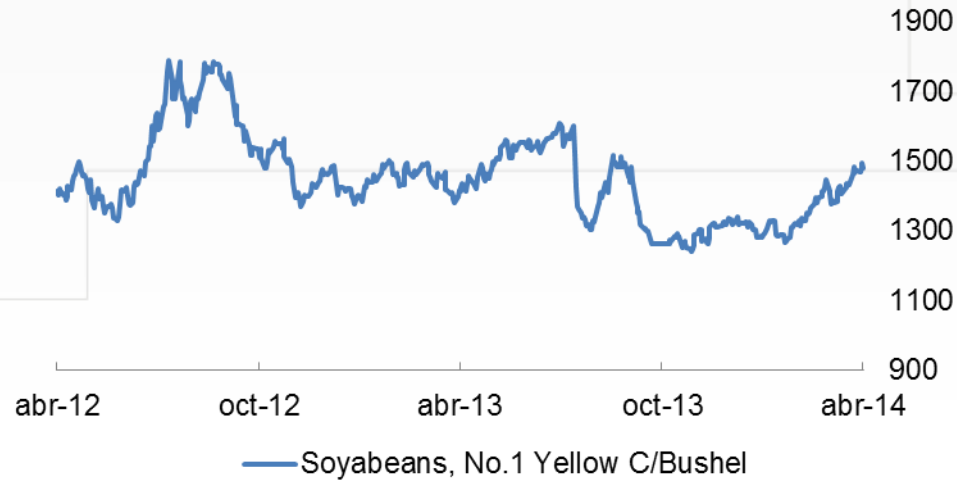


## Café

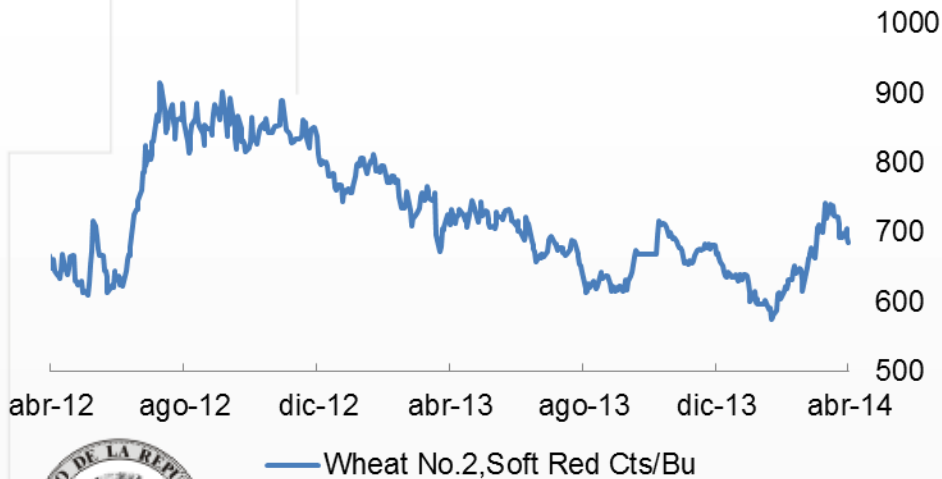


# Precios de alimentos básicos que importa Colombia

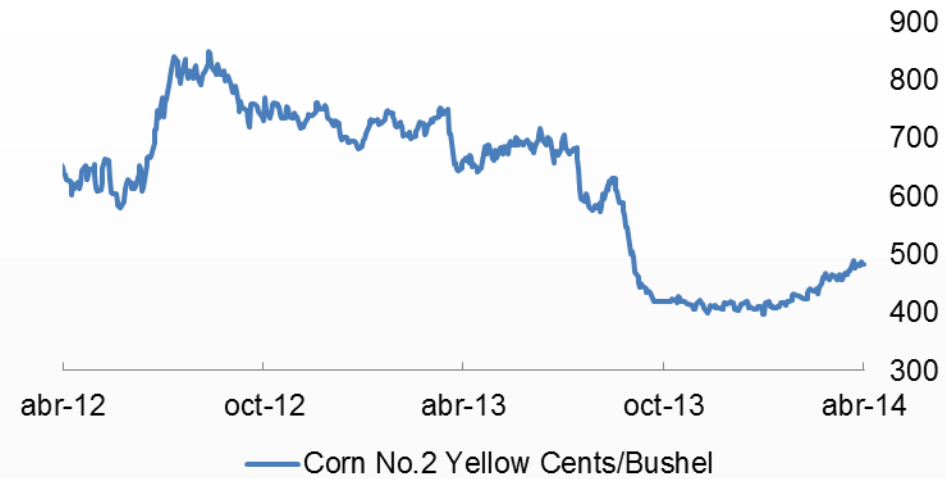
## Soya



## Trigo



## Maíz



## **2. La cuenta corriente: el talón de Aquiles**

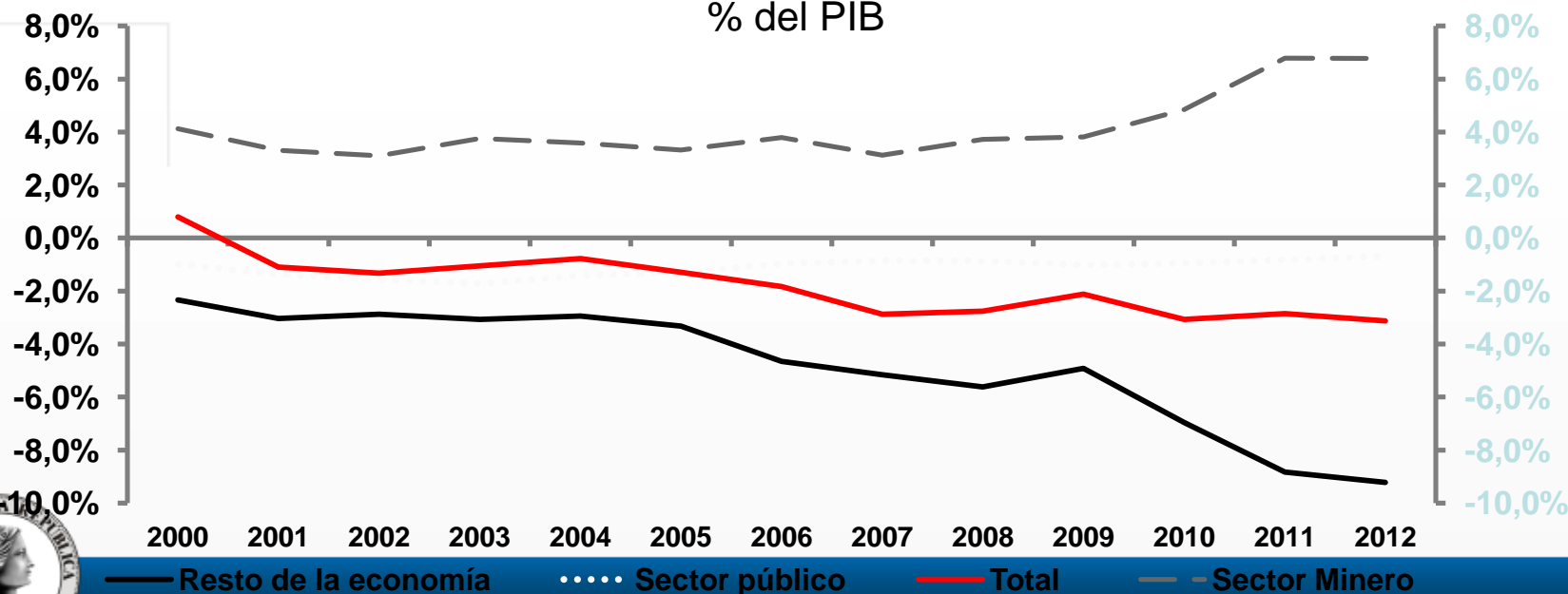


## Colombia: notable cambio de la estructura económica

- En muy breve término el sector minero-energético llegó a representar el 8% del PIB (igual que el agro). Llegó a generar más del 40% de los ingresos de la balanza de pagos y un poco más del 70% de total de las exportaciones, pero con sólo 220.000 empleos directos
- Alcanzó el 85 % de la inversión extranjera directa
- Es la principal fuente del mercado de divisas en el país
- Llegó a aportar cerca de 1/4 del recaudo de impuestos del Gobierno (sin dividendos Ecopetrol ni regalías)
- Resultado: fuertes presiones revaluacionistas y el consiguiente debilitamiento de la competitividad de los sectores transables como agro e industria

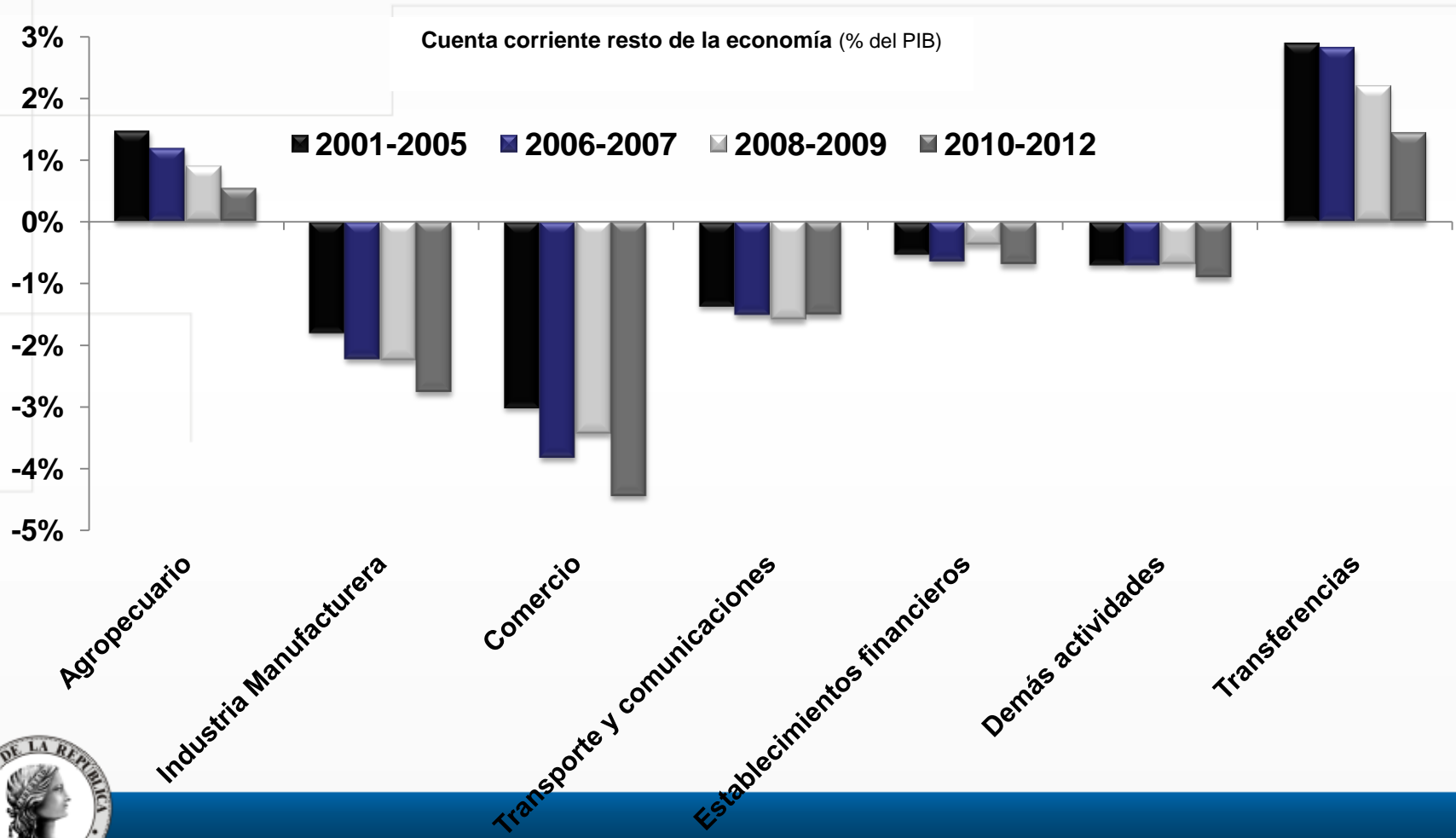
**Nuestro Talón de Aquiles: déficit de Cta. Cte. desde 2001, con clara tendencia a aumentar desde 2005, llegando a 3,7% - 3,8% este año. Déficit del ‘resto de la economía’ desbordó el superávit minero. La principal fuente de financiación: capitales foráneos. El superávit minero terminó en 2012 en 7%, y el déficit del ‘resto de la economía’ en 10%**

**Cuenta corriente por sectores según balanza de pagos**  
% del PIB



Fuente: Balanza de Pagos, Banco de la República.

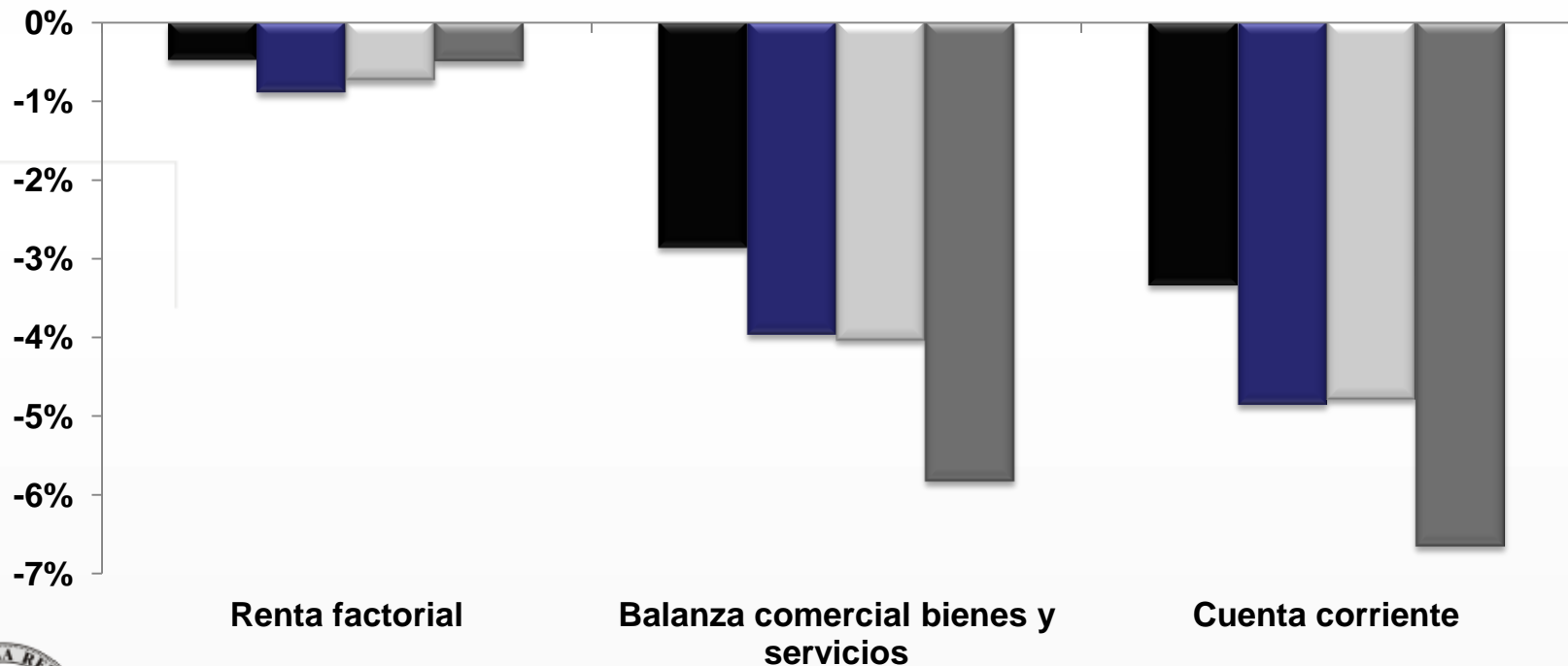
# Déficit del 'resto de la economía': marchitamiento del frágil superávit agropecuario, y sustancial ampliación del déficit de industria y comercio



Fuente: Balanza de Pagos, Banco de la República.

# El déficit conjunto de la cuenta corriente de industria, comercio y agricultura (el sector real de la economía) se disparó tras la caída de sus exportaciones

Componentes de la CC de los sectores comercio, manufacturas y agrícola (% del PIB)

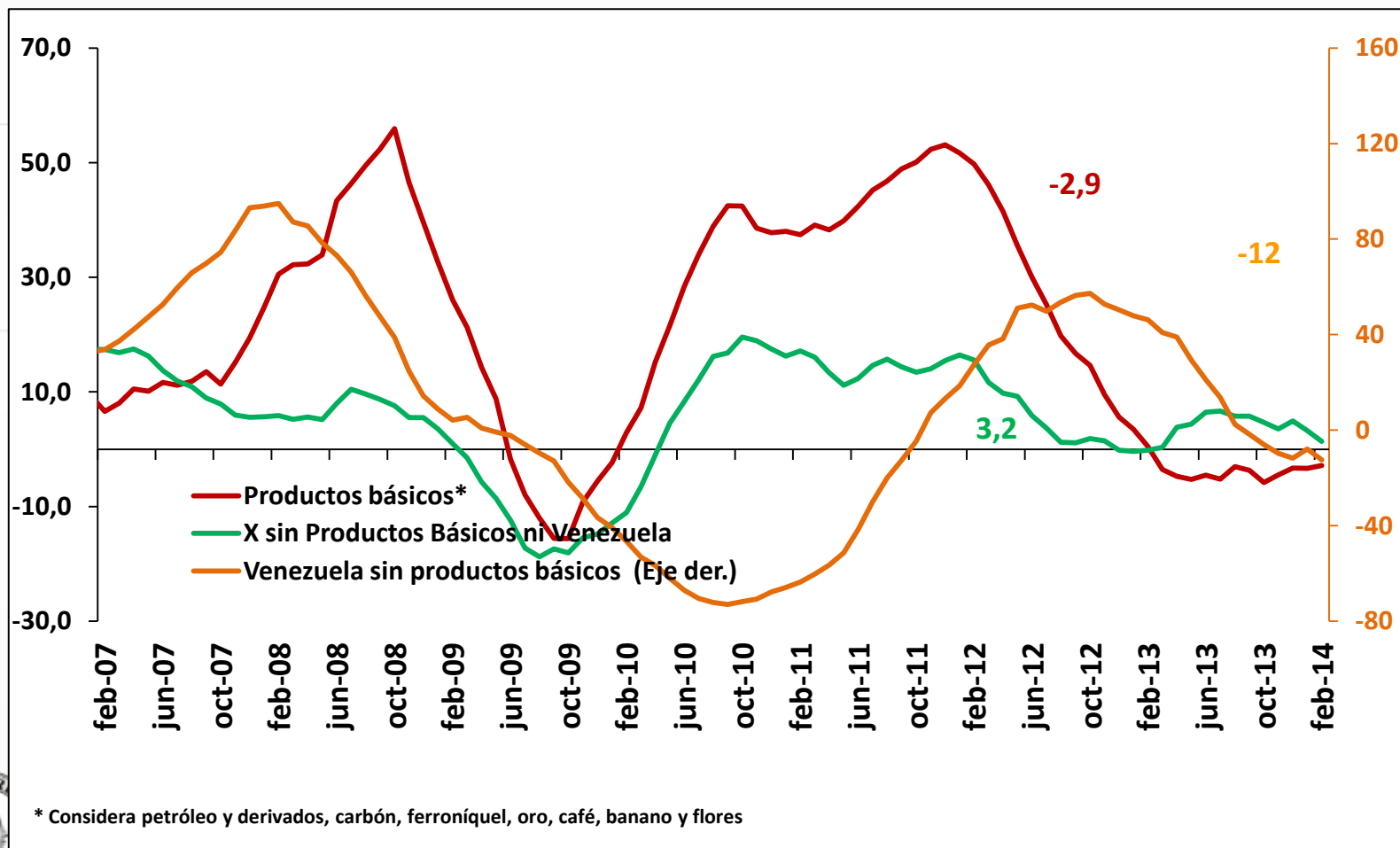


■ 2001-2005   ■ 2006-2007   ■ 2008-2009   ■ 2010-2012

Fuente: Balanza de Pagos, Banco de la República.



# Crecimiento anual de la exportaciones a febrero de 2014 en terreno negativo. Se esfuma el dinamismo de las exportaciones minero-energéticas y de las industriales a Venezuela, Ecuador y Estados Unidos



\* Considera petróleo y derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano y flores



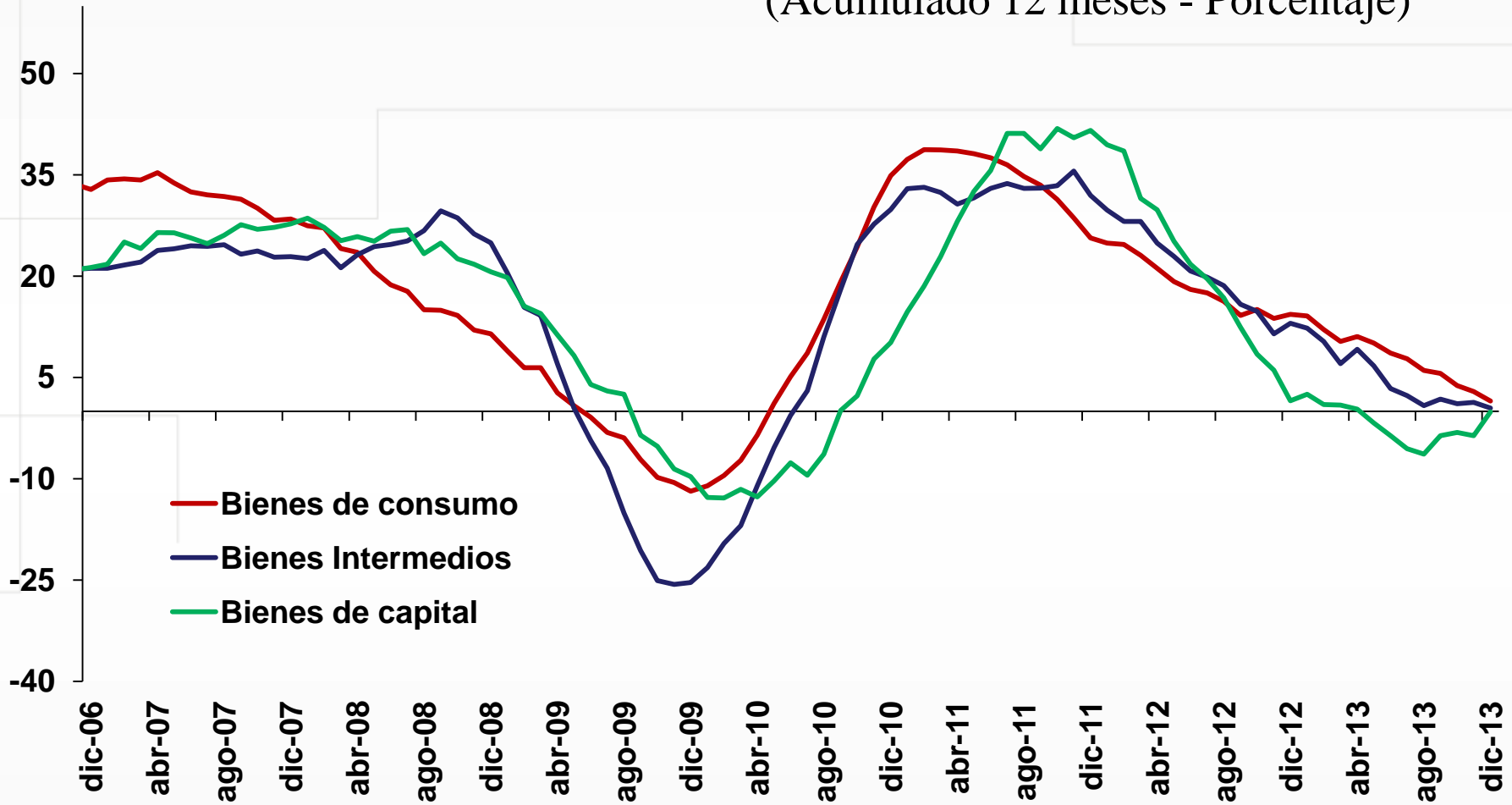
# Exportaciones en lo corrido del año a febrero

Exportaciones	2013		2014	
	Valores	Volúmenes	Valores	Volúmenes
<b>Totales</b>	<b>-2.7</b>	<b>-10.9</b>	<b>-4.6</b>	<b>10.9</b>
<b>Productos básicos</b>	<b>-6.1</b>	<b>-11.2</b>	<b>-3.5</b>	<b>11.4</b>
<b>Agrícolas</b>	<b>-11.1</b>	<b>-6.5</b>	<b>15.7</b>	<b>57.1</b>
Café	-9.1	31.3	-0.7	33.9
Banano	-13.3	-15.6	71.7	72.1
Flores	-13.5	-12.6	17.9	20.9
<b>Mineros</b>	<b>-5.6</b>	<b>-11.2</b>	<b>-5.3</b>	<b>10.5</b>
Petróleo, derivados	-0.5	4.5	0.2	11.6
Carbón	-26.1	-19.7	-7.3	9.8
Ferróníquel	-39.0	-30.8	-5.8	30.8
Oro	8.3	10.8	-54.5	-39.5
<b>Resto de exportaciones</b>	<b>11.9</b>	<b>-5.4</b>	<b>-8.7</b>	<b>0.3</b>



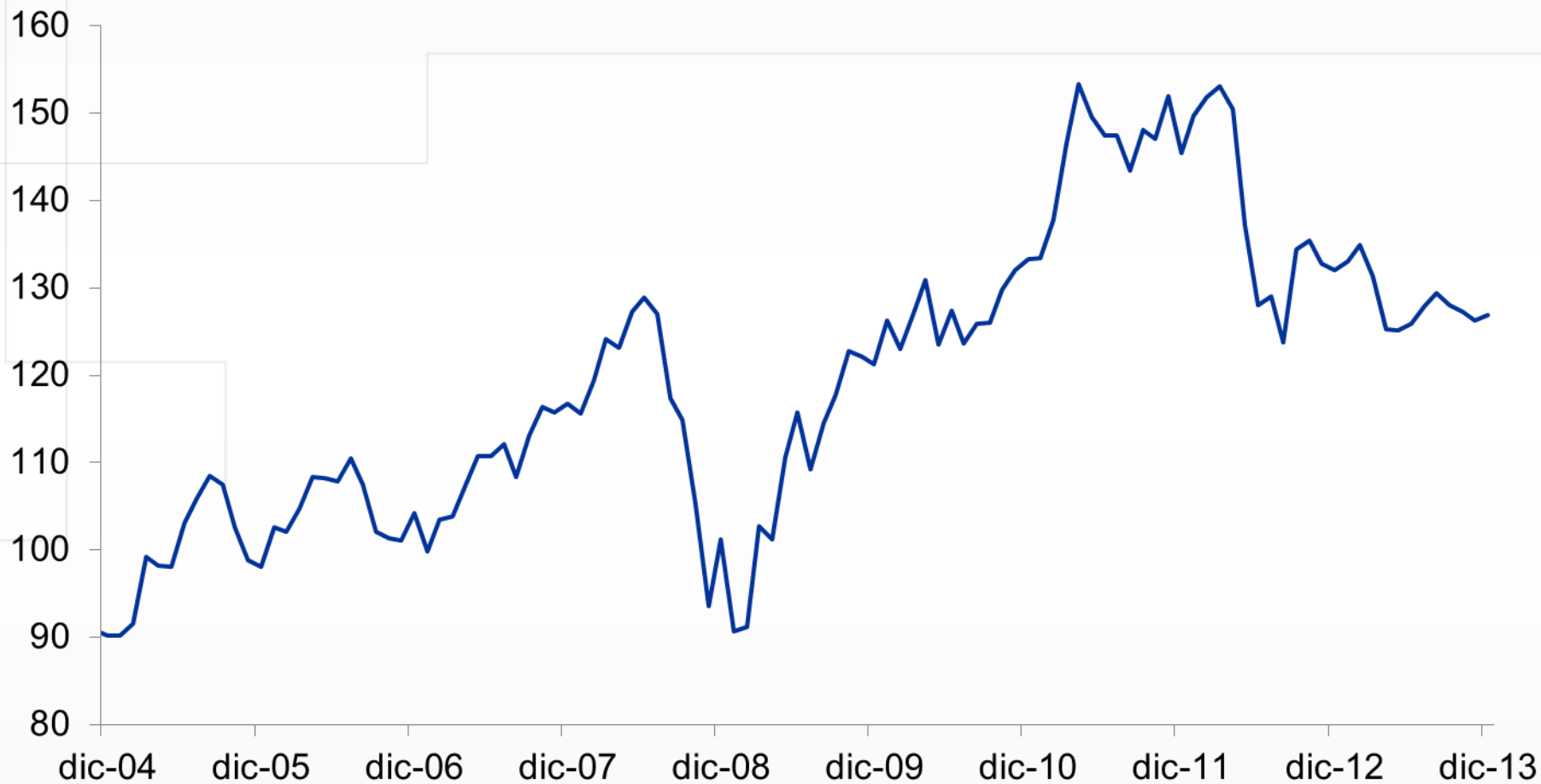
# Las importaciones en dólares (CIF): también cayendo, aunque a menor ritmo

(Acumulado 12 meses - Porcentaje)



# Términos de intercambio, aunque con alguna volatilidad y aún altos, con tendencia descendente

## ITI (comercio) - Colombia

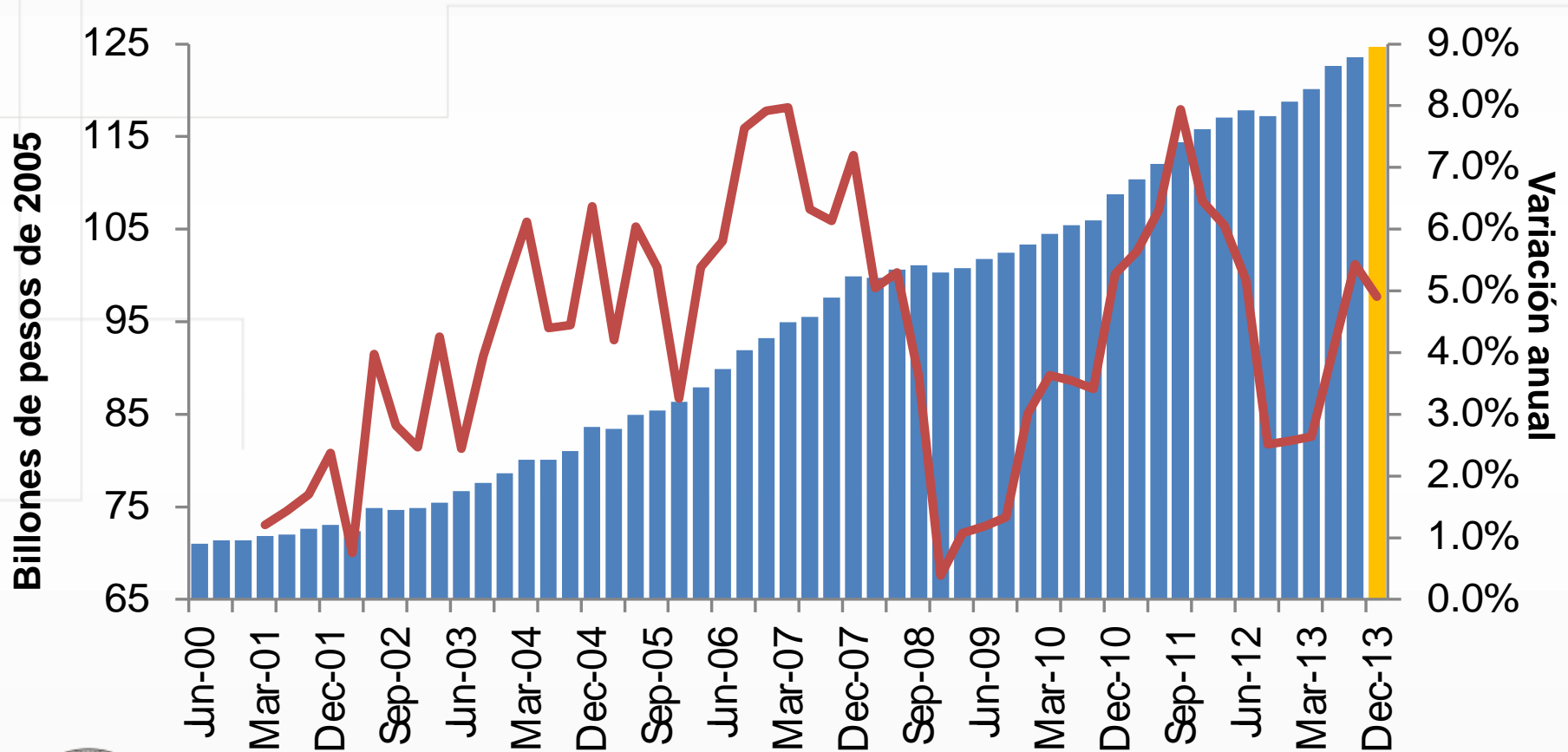


### **3. Crecimiento Económico: acercándose al potencial**



**En 2013 el PIB de Colombia creció 4,3%, cifra aún inferior al potencial de la economía (4,6% - 5%)**

## Producto interno bruto



# Por el lado de la demanda

	2012	2013				2013
	Año completo	I. Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año completo
<b>Consumo Total</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.7%</b>
Consumo de Hogares	4.4%	4.2%	4.6%	4.5%	4.9%	4.5%
Bienes no durables	3.6%	3.7%	4.7%	3.9%	4.9%	4.3%
Bienes semidurables	5.1%	6.4%	6.1%	7.1%	7.5%	6.8%
Bienes durables	7.6%	2.1%	4.4%	5.5%	3.8%	3.9%
Servicios	4.5%	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%	4.3%
Consumo Final del Gobierno	5.7%	5.9%	5.9%	6.1%	6.1%	6.0%
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>4.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>11.7%</b>	<b>9.9%</b>	<b>4.9%</b>
Formación Bruta de Capital Fijo	4.6%	3.2%	0.6%	11.3%	8.0%	5.7%
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	-13.5%	-1.0%	-6.7%	-9.5%	-11.7%	-7.3%
Maquinaria y equipo	13.1%	0.7%	4.2%	4.6%	4.6%	3.6%
Equipo de transporte	-11.0%	-10.8%	-10.2%	-1.5%	11.8%	-3.0%
Construcción y edificaciones	5.1%	9.8%	8.0%	27.0%	-2.0%	9.8%
Obras civiles	5.3%	6.9%	-1.7%	19.1%	20.4%	10.4%
Servicios	7.2%	4.2%	-2.0%	12.9%	3.4%	4.4%
<b>Demanda interna</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.2%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>4.9%</b>
<b>Exportaciones Totales</b>	<b>6.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>10.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>5.3%</b>
<b>Importaciones Totales</b>	<b>8.9%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.1%</b>
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.3%</b>



# Por el lado de la oferta

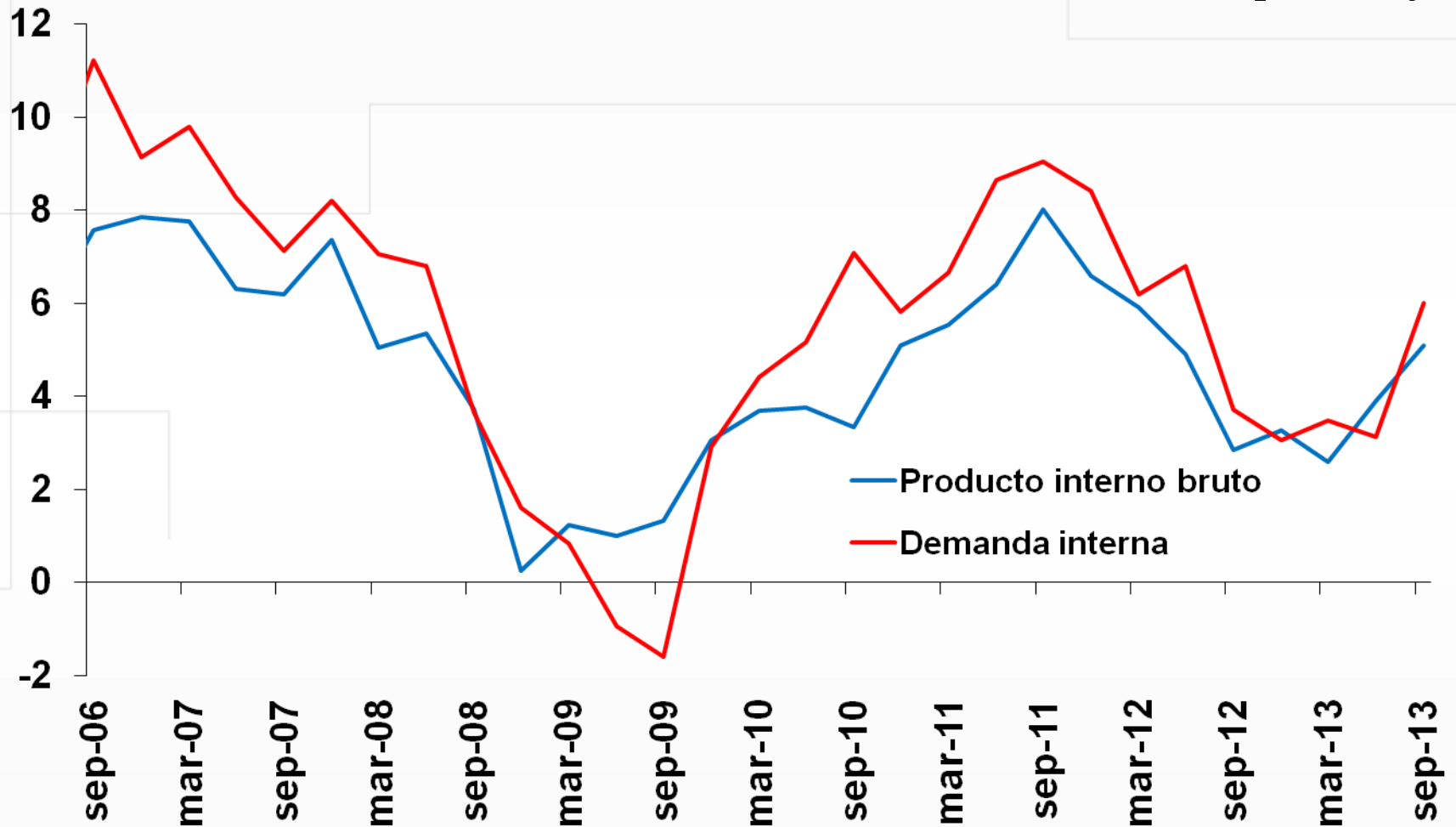
Ramas de actividad	2012	2013				2013
		I trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	2.5%	3.5%	7.2%	4.8%	5.2%	5.2%
Explotación de minas y canteras	5.6%	0.8%	4.3%	6.7%	7.7%	4.9%
Industrias manufactureras	-1.1%	-5.0%	0.9%	-0.5%	-0.1%	-1.2%
Suministro de electricidad, gas y agua	2.1%	4.5%	5.8%	4.0%	5.4%	4.9%
Construcción	6.0%	8.2%	2.4%	21.7%	8.2%	9.8%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	4.3%	2.9%	4.3%	4.7%	5.5%	4.3%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4.9%	2.4%	3.1%	3.4%	3.6%	3.1%
Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias	5.0%	3.7%	4.2%	5.7%	4.9%	4.6%
Actividades de servicios sociales, comunales y personales	5.0%	4.7%	5.2%	5.0%	6.3%	5.3%
Subtotal Valor Agregado	3.9%	2.5%	4.0%	5.4%	5.0%	4.2%
Impuestos	5.1%	3.8%	4.6%	5.6%	4.1%	4.5%
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.3%</b>





# Crecimiento anual real de la demanda interna: el determinante líder del PIB

(porcentaje)

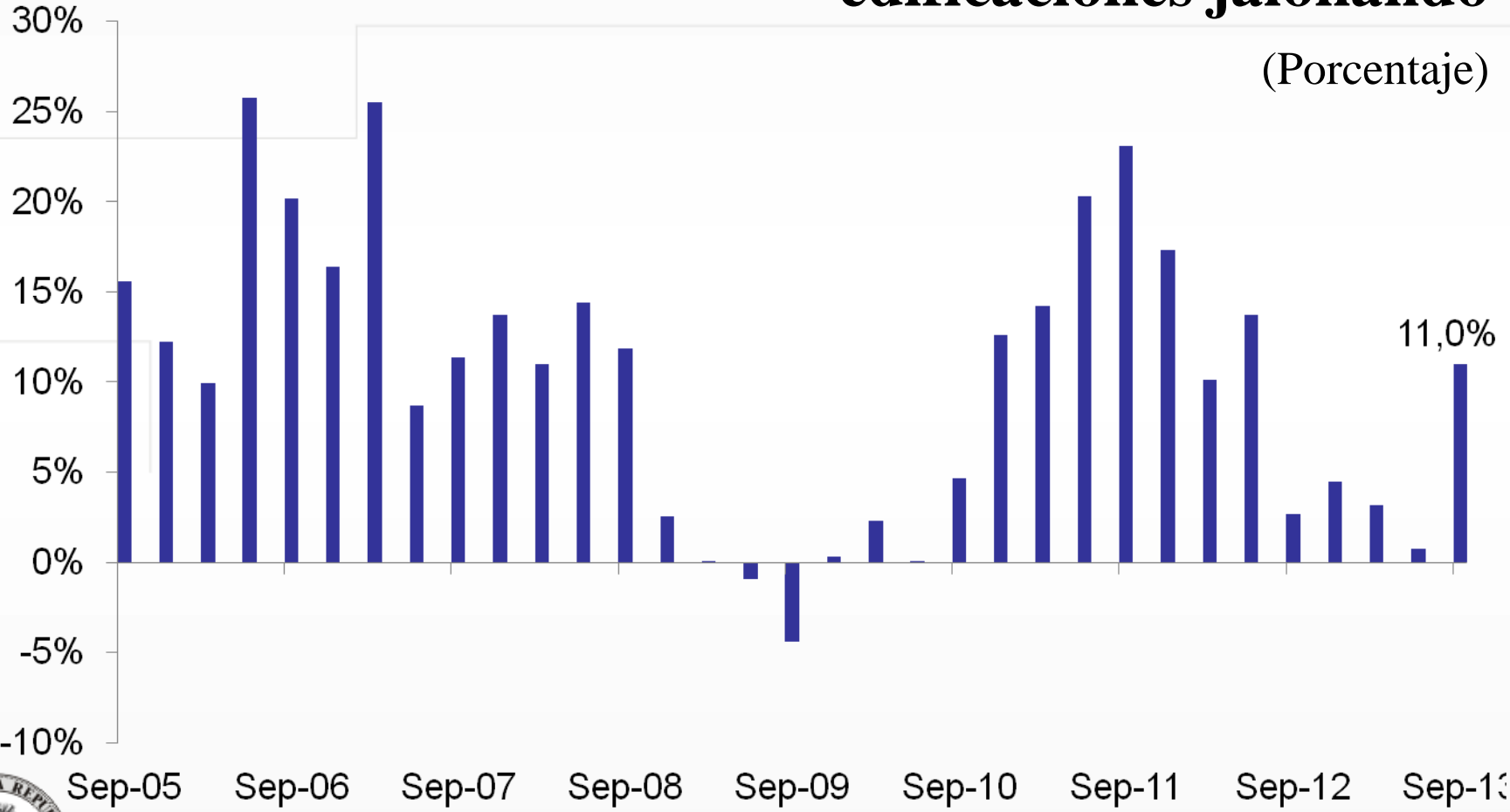


Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

# Crecimiento anual real de la

# Formación bruta de capital fijo: ahora (y se espera que en adelante) la construcción de obras civiles y edificaciones jalonando

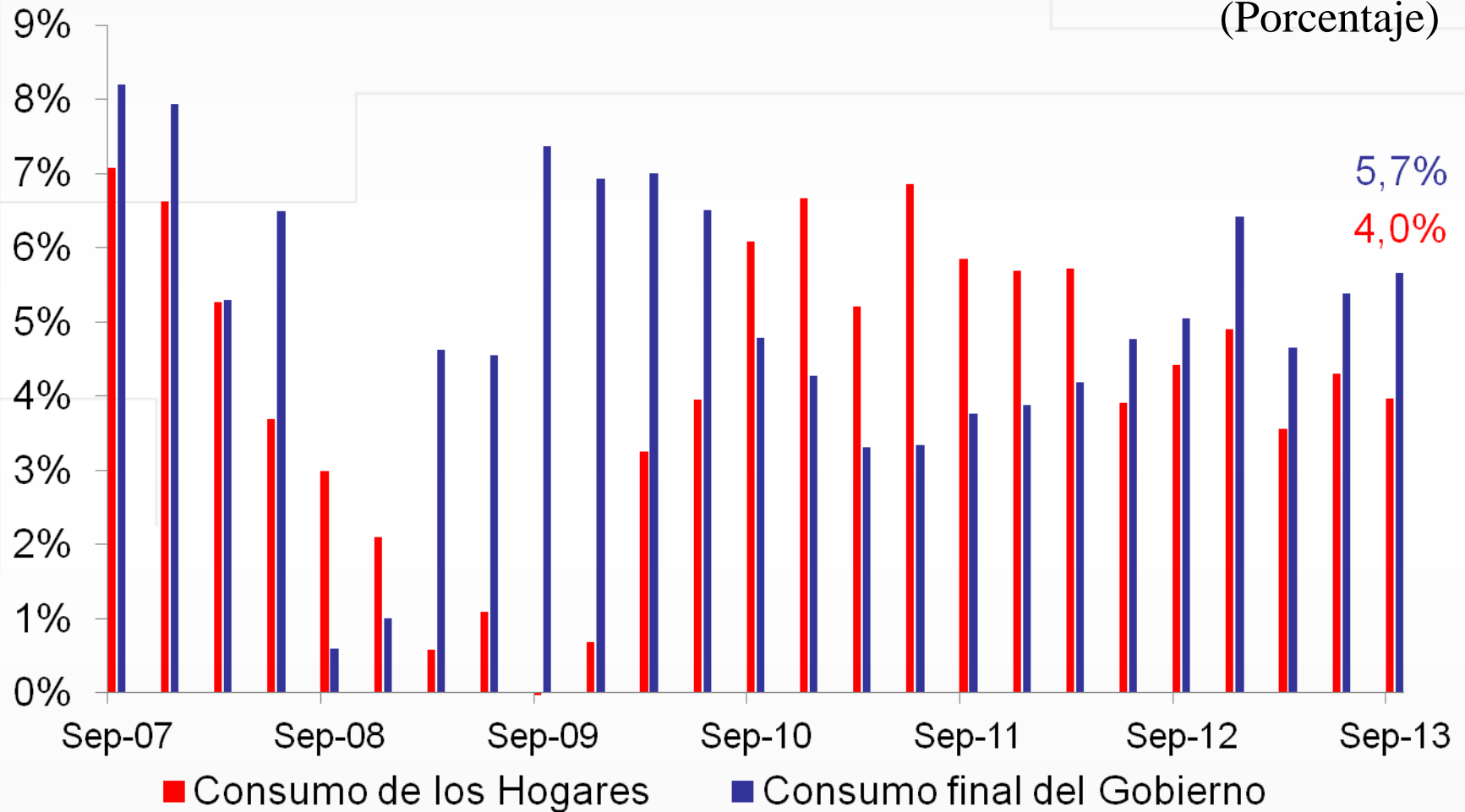
(Porcentaje)



Fuente: DANE. Corresponde a la inversión sin la variación de existencias.

# Crecimiento anual real del consumo: conserva su dinamismo

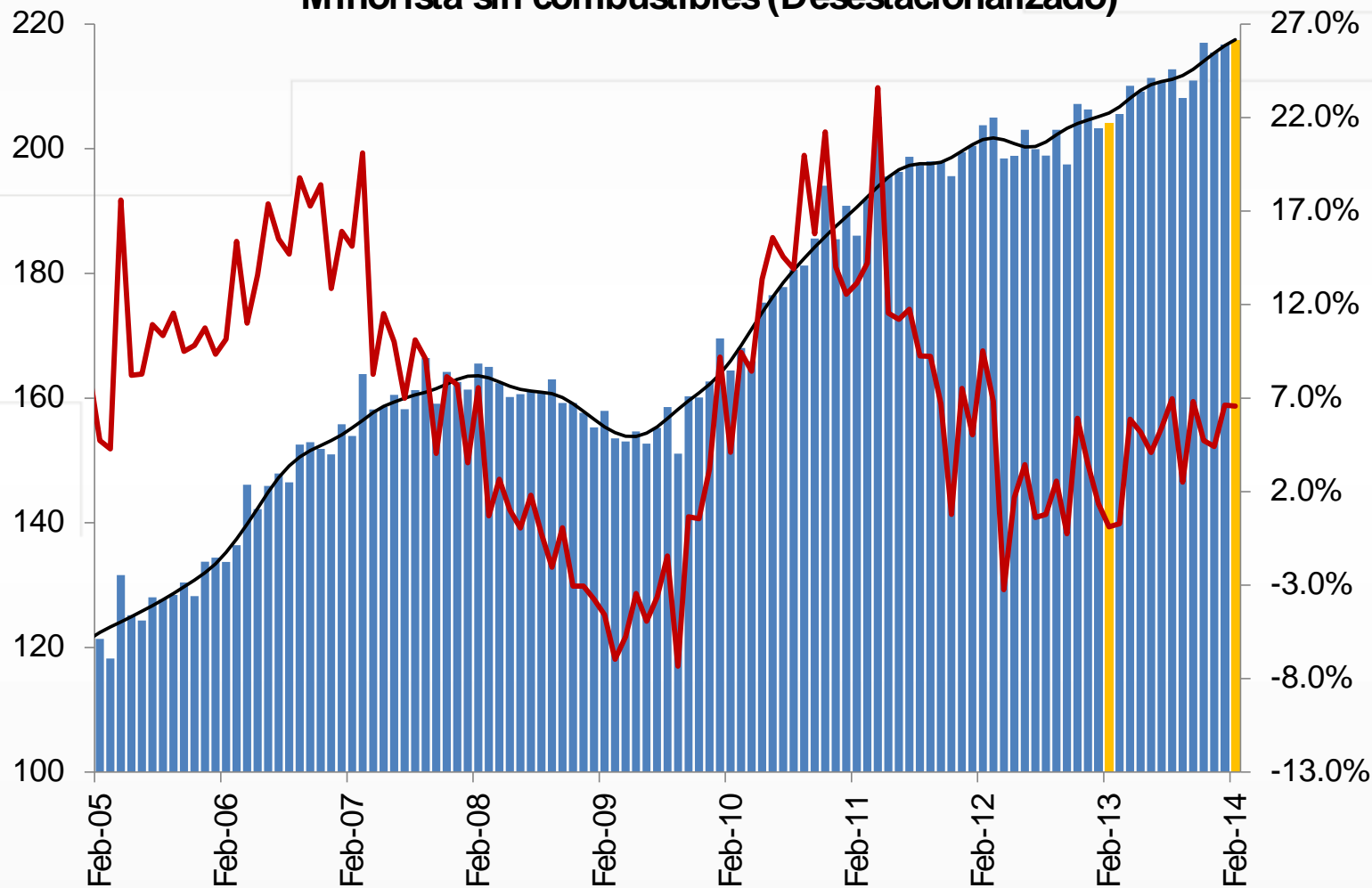
(Porcentaje)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

# Las ventas del comercio al por menor crecieron 6,6% en el bimestre enero-febrero

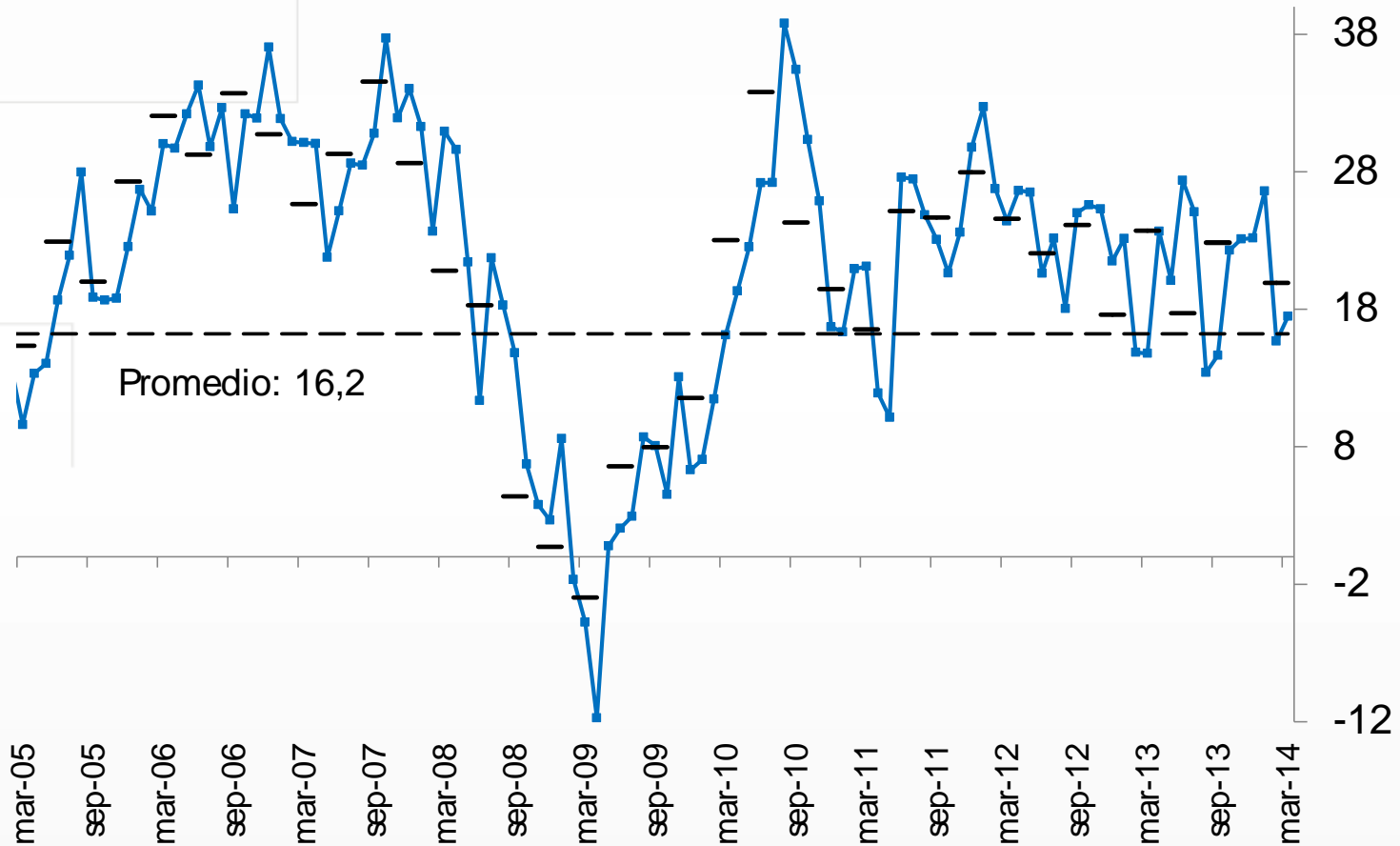
Muestra mensual de comercio al por menor - Total Comercio Minorista sin combustibles (Desestacionalizado)



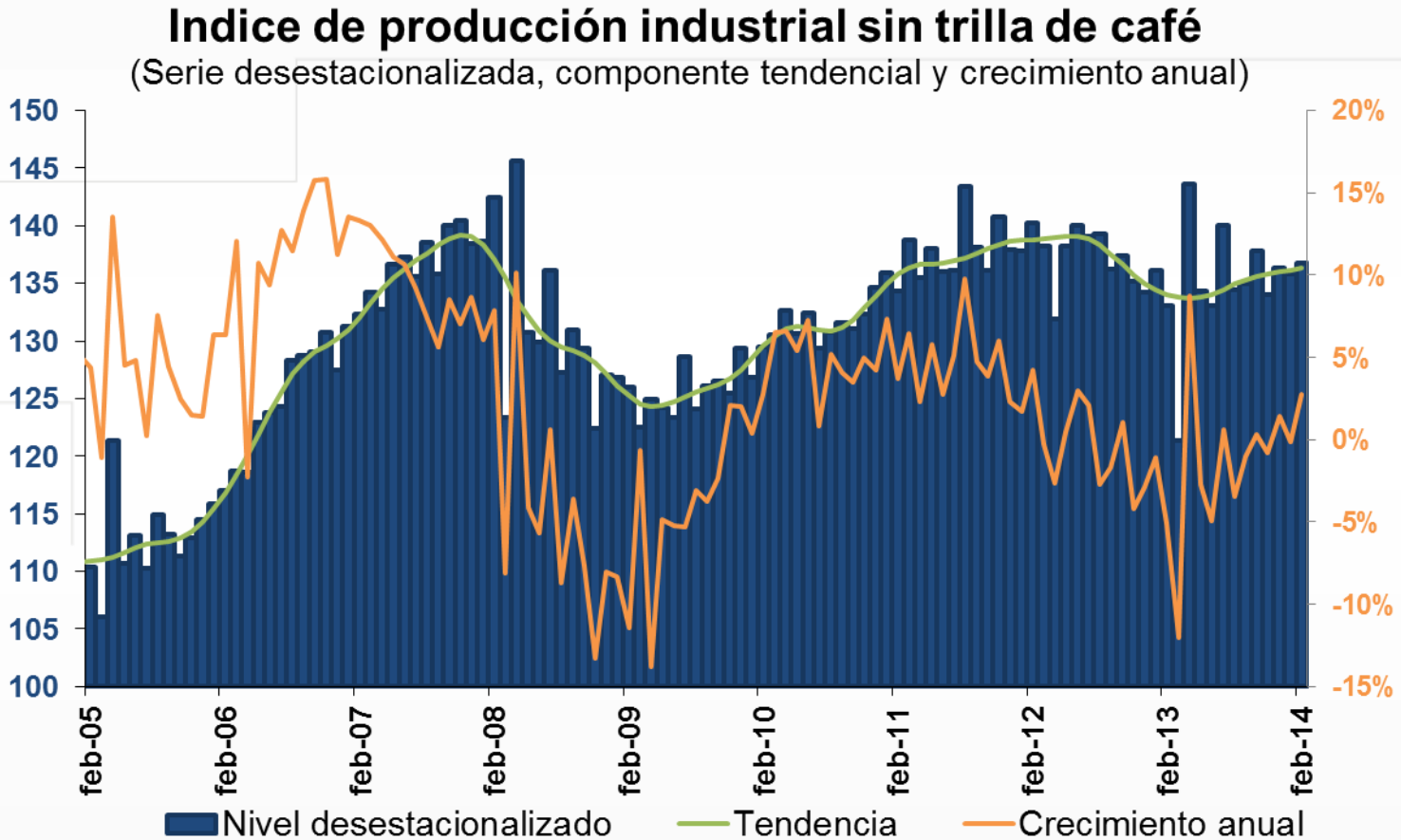
Fuente: MMCM – DANE, cálculos Banco de la República.

# En marzo la confianza de los consumidores mejoró levemente con respecto a los niveles registrados en febrero

Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo



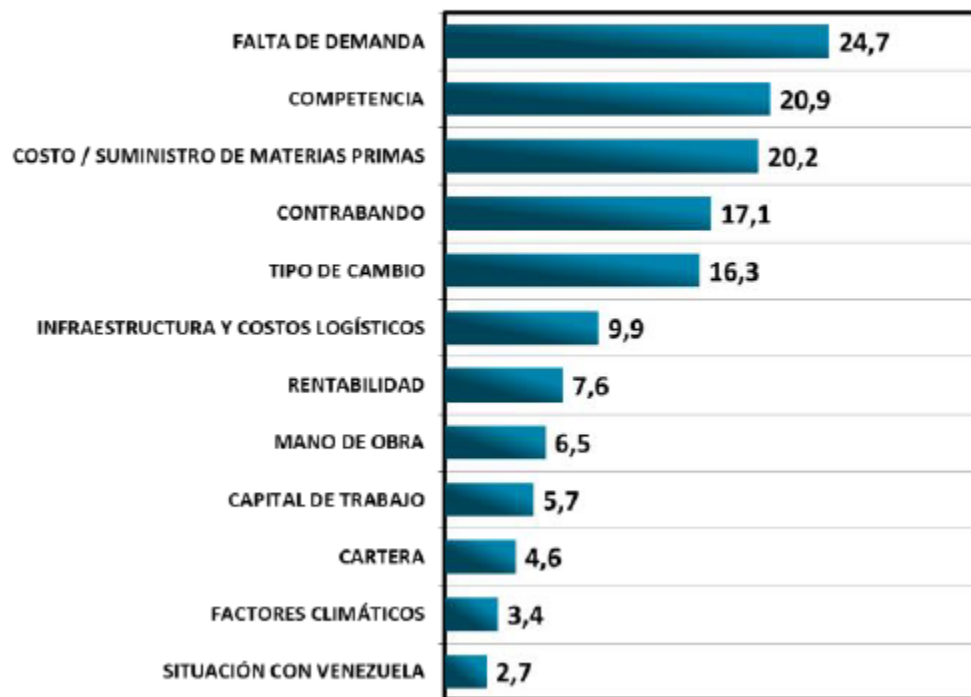
# En febrero el índice de producción industrial creció 2,8%. El componente tendencial mostraba ligera pendiente positiva



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

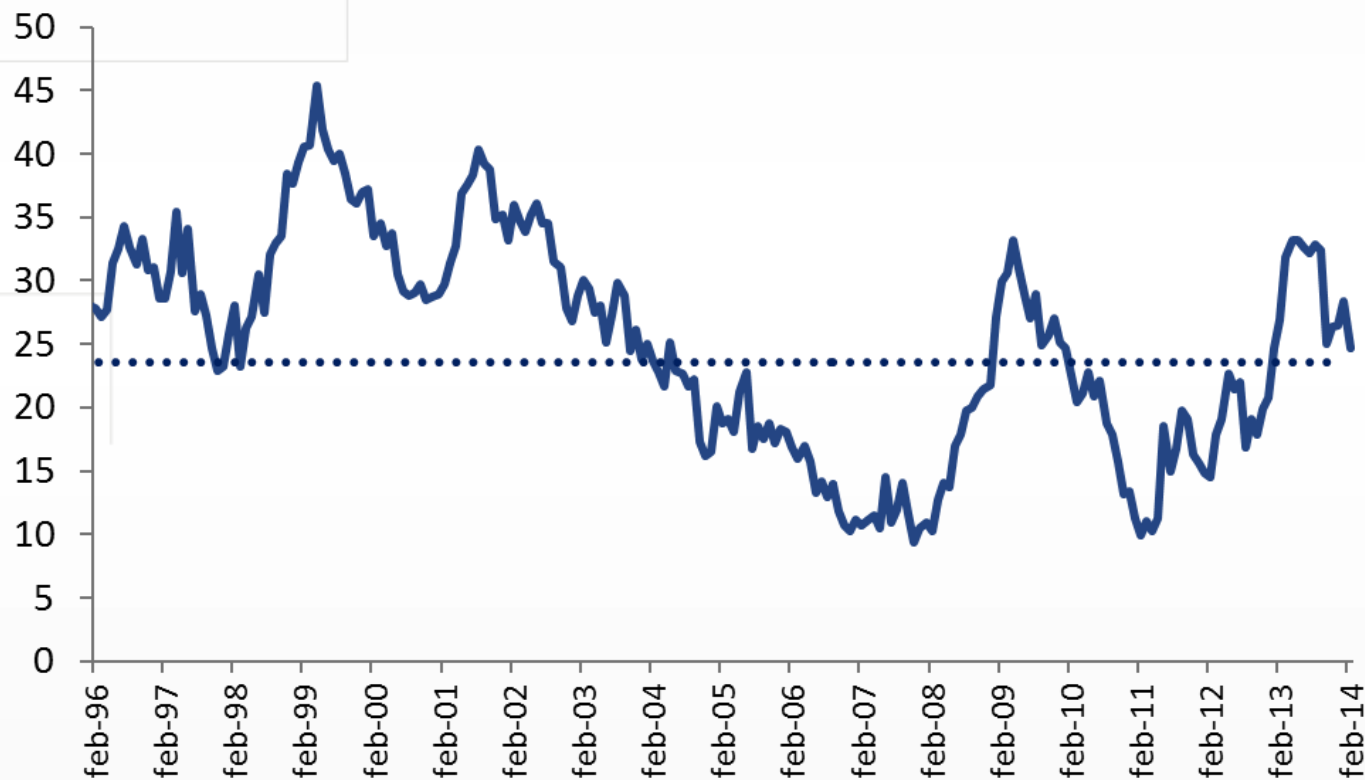
# Según la encuesta de la ANDI, los principales problemas que reportan los industriales son baja demanda y mayor competencia

**PRINCIPALES PROBLEMAS DE LA INDUSTRIA  
FEBRERO 2014 (Porcentaje de Empresas)**



# Aunque la demanda es considerada como el principal problema de la industria, la preocupación había disminuido en los últimos 6 meses

Demanda como principal problema de la industria

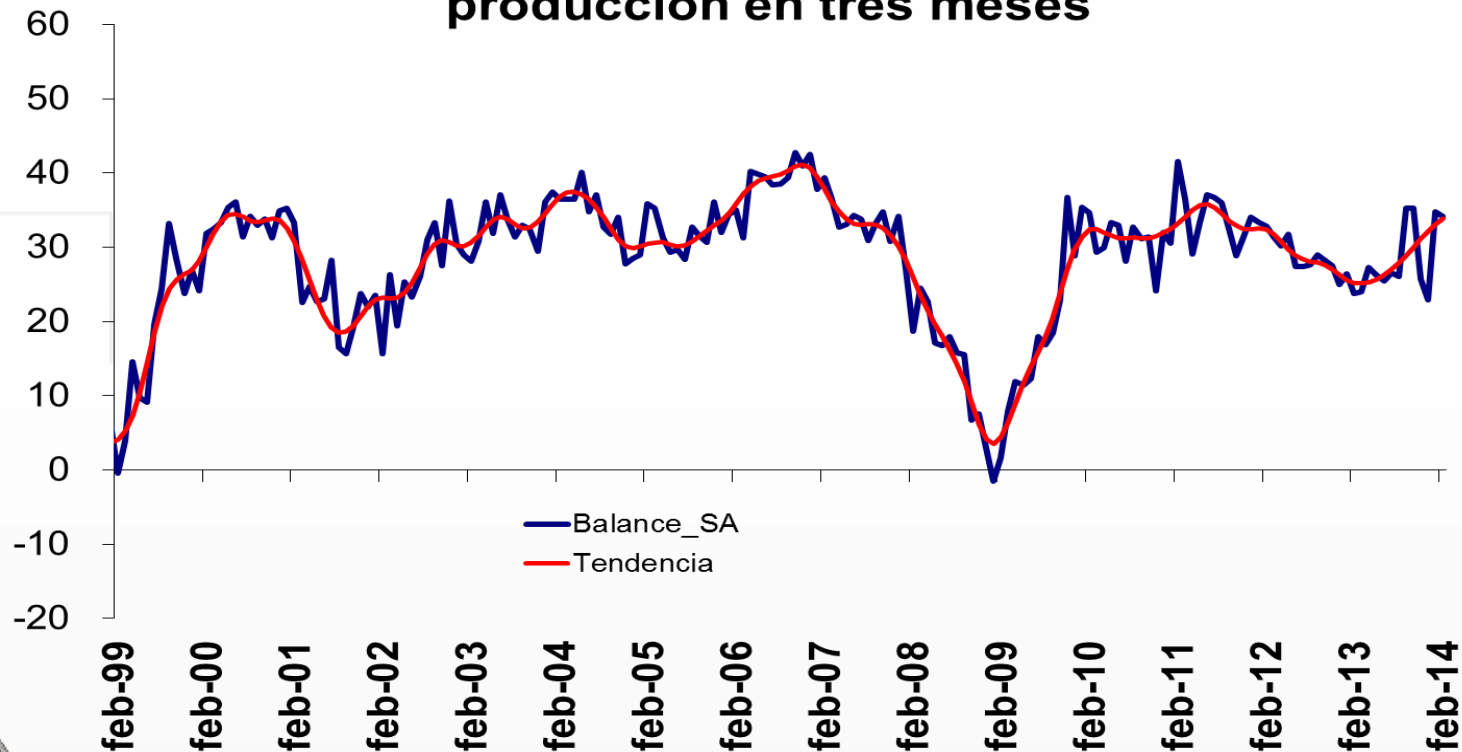


Fuente: ANDI



**En enero y febrero, el indicador de expectativas de producción a tres meses en febrero se mantenía en niveles relativamente altos. Y el componente tendencial continuaba creciendo**

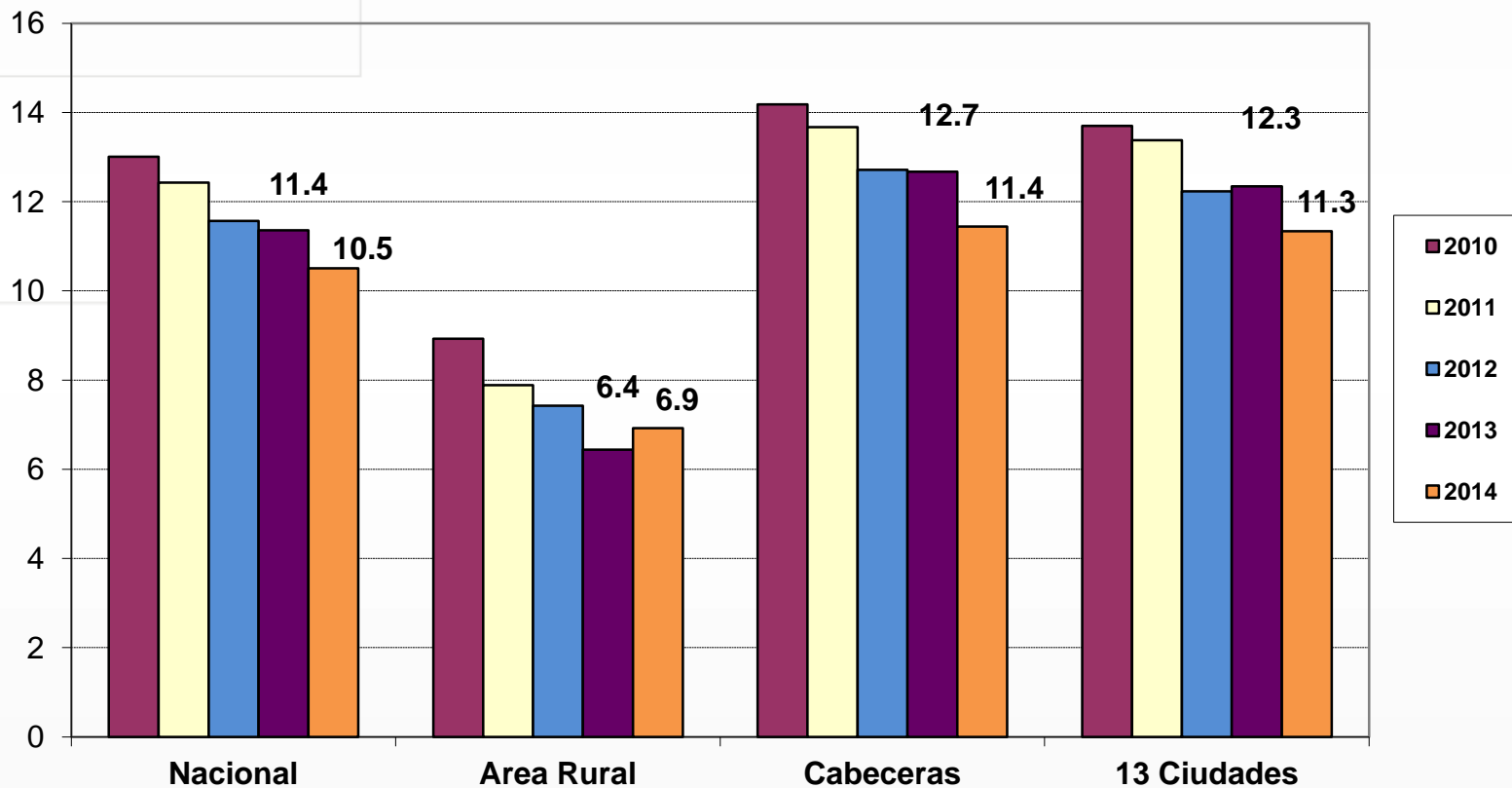
**Expectativas desestacionalizadas de producción en tres meses**



Fuente: Fedesarrollo

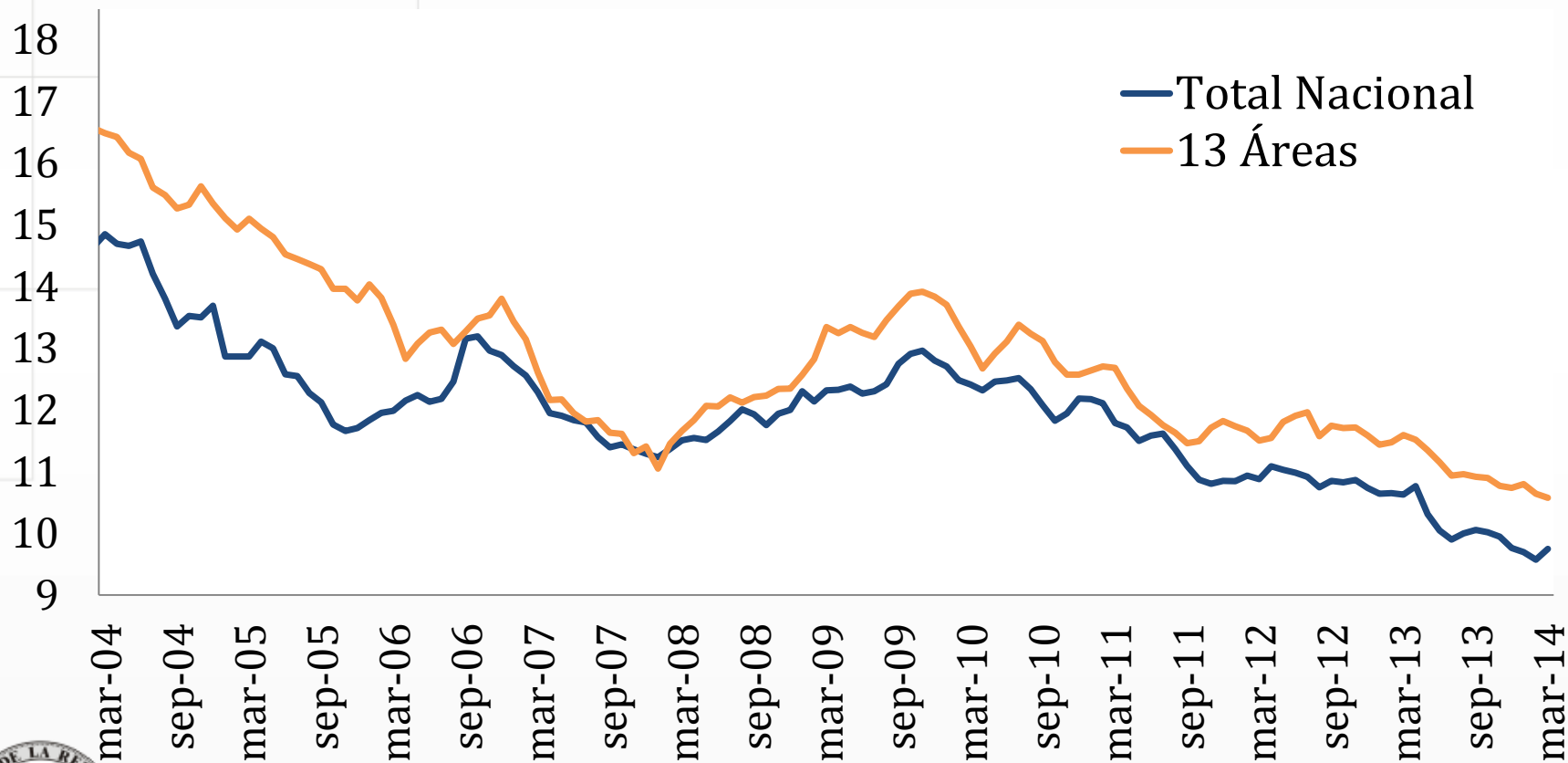
# La tasa de desempleo (TD) continúa reduciéndose

**Tasa de desempleo**  
(Enero-Febrero-Marzo)



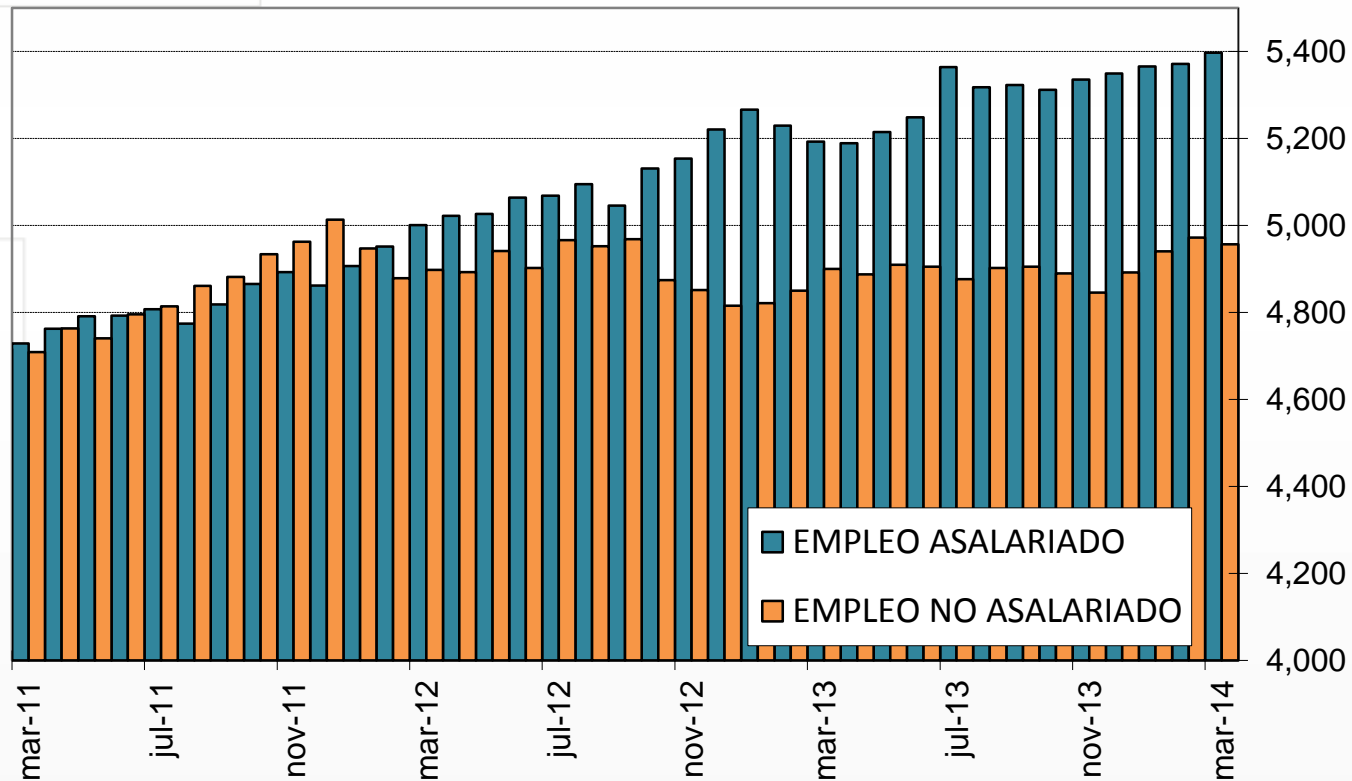
# Descontando el efecto estacional, resulta evidente la tendencia descendente de la TD

Tasa de Desempleo  
(Desestacionalizada)



# -La porción del empleo asalariado crece en contraposición al no asalariado, lo que sugiere un mejoramiento de su calidad y una mayor formalización

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



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

# Lo cual es coherente con la reducción continuada del subempleo objetivo

## Tasa de Subempleo Objetivo (Desestacionalizada)



**Subempleo objetivo:** se refiere al deseo manifestado por el trabajador de mejorar sus ingresos, el número de horas trabajadas o tener una labor más propia de sus personales competencias. Además, han hecho una gestión para materializar su aspiración, y están en disposición de efectuar el cambio.



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

## **4. Inflación: convergiendo hacia la meta**

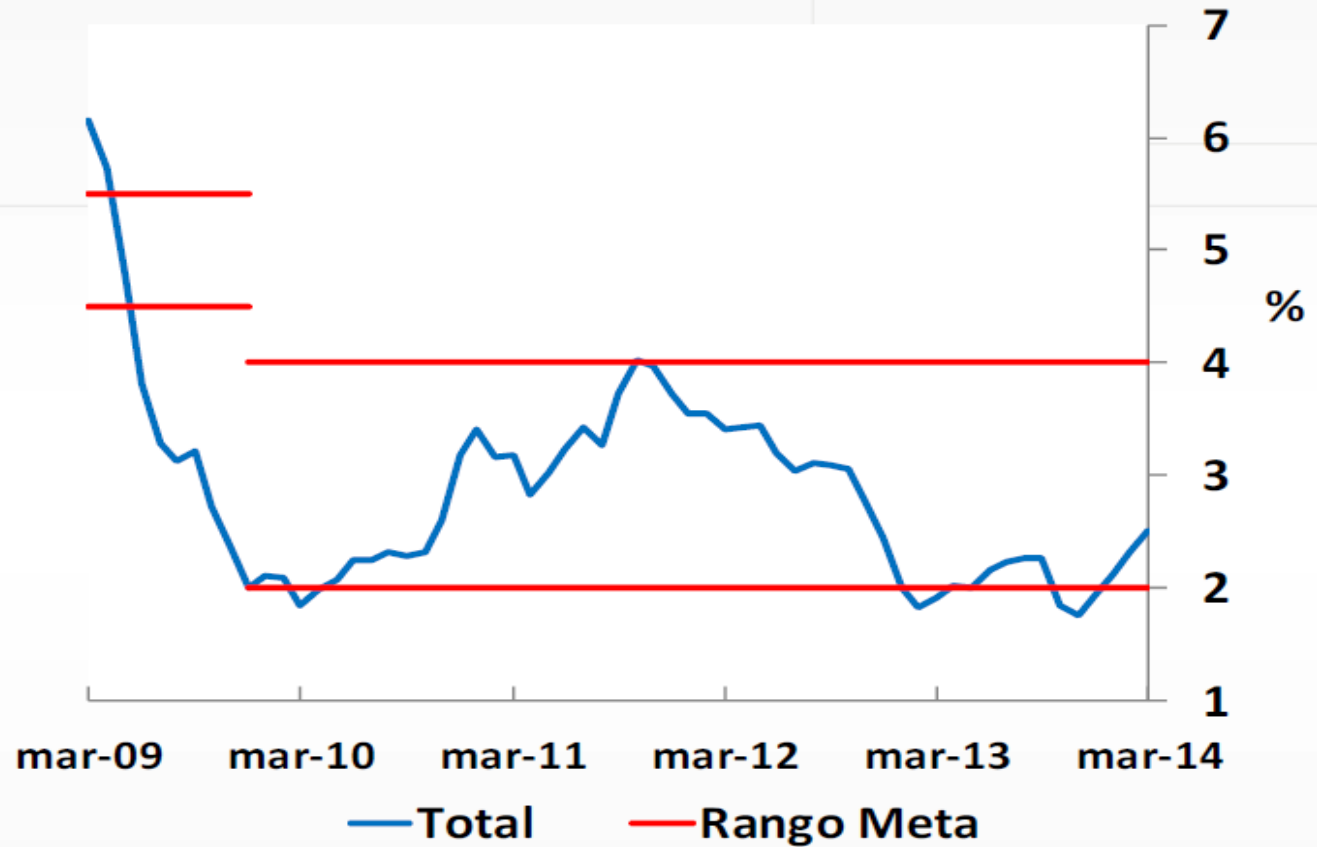


# Inflación anual al consumidor: aún por debajo de la meta pero acercándose a la misma

(Porcentaje)

## Inflación total al consumidor

mar-14	2.51%
feb-14	2.32%
ene-14	2.13%
dic-13	1.94%
nov-13	1.76%



# La ‘dominancia’ alimentaria de la inflación: contorno casi idéntico a la total

## Inflación anual de Alimentos

mar-14	2.23%
feb-14	1.78%
ene-14	1.20%
dic-13	0.86%
nov-13	0.62%





# La inflación sin alimentos, también por debajo de la meta pero igualmente acercándose a la misma

## Inflación anual sin Alimentos

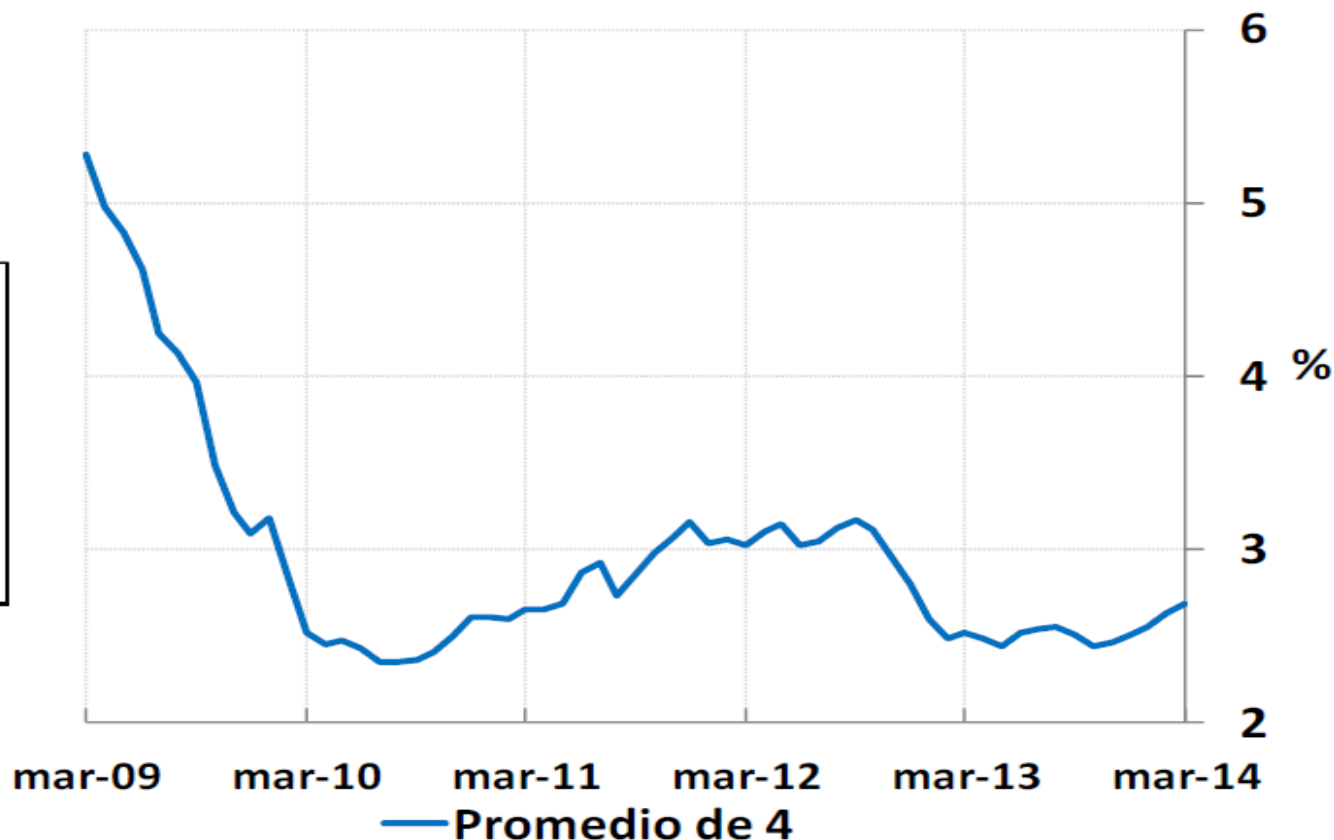
mar-14	2.62%
feb-14	2.53%
ene-14	2.49%
dic-13	2.36%
nov-13	2.21%



# Indicadores de inflación básica: su promedio en 2,69%, igualmente por debajo de la meta pero también acercándose a la misma

(Porcentaje)

## Indicadores de inflación básica



mar-14	2.69%
feb-14	2.63%
ene-14	2.55%
dic-13	2.50%
nov-13	2.46%

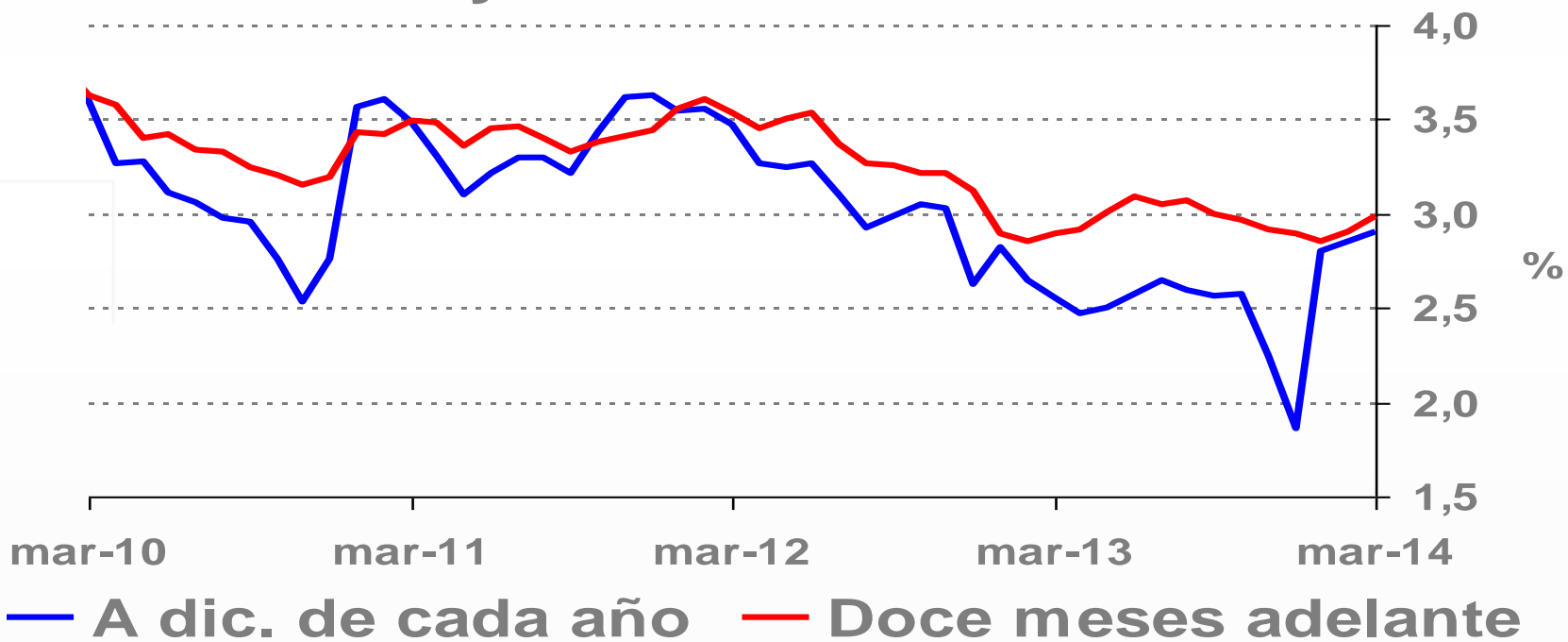


# Pronósticos de inflación a diciembre de cada año

## Bancos y comisionistas de bolsa: anclados en la meta

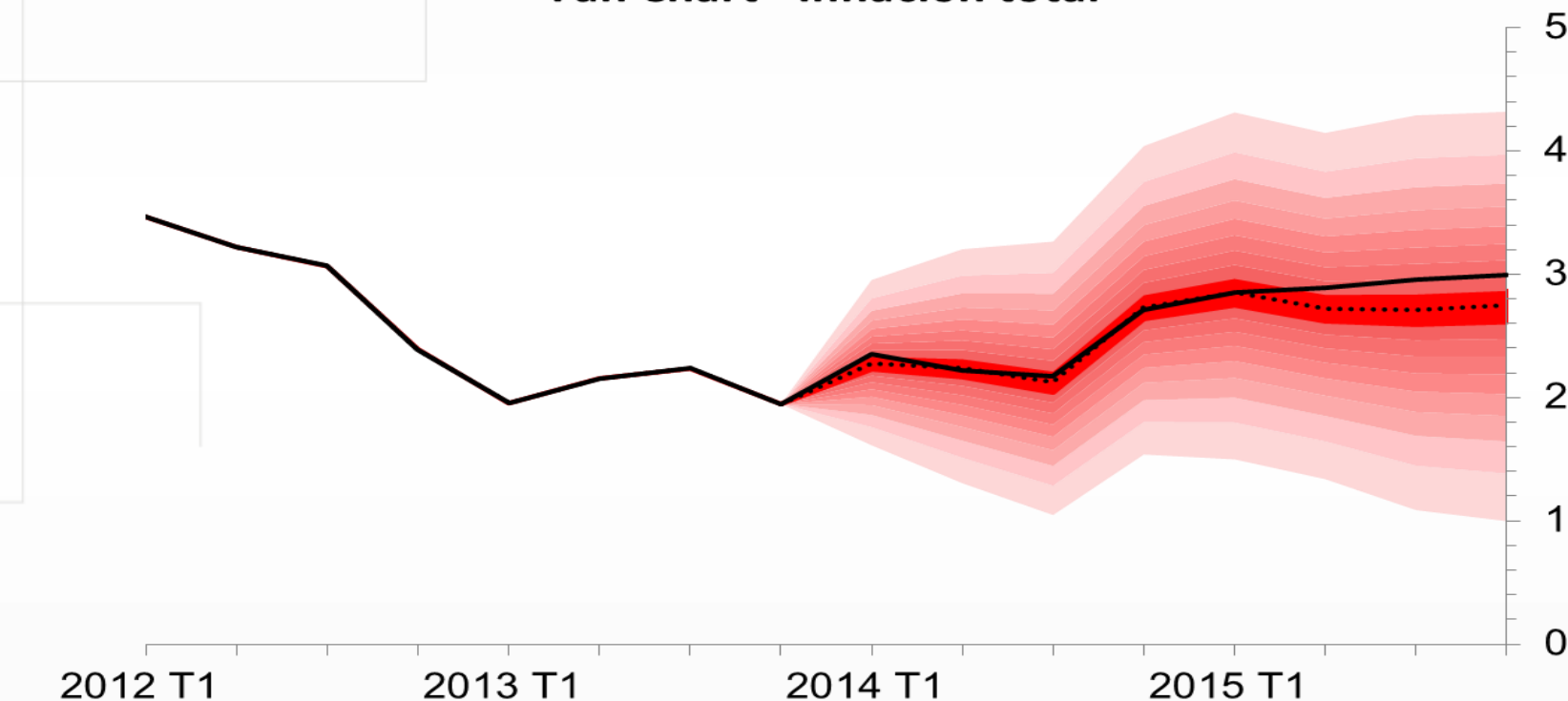
(Porcentaje)

### Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa



# Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (Fan Chart): convergencia hacia la meta

Fan Chart - Inflación total



MMT (Modelo de Mecanismo de Transmisión).

PATACON (Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs) - Modelo de Equilibrio General Dinámico Estocástico.

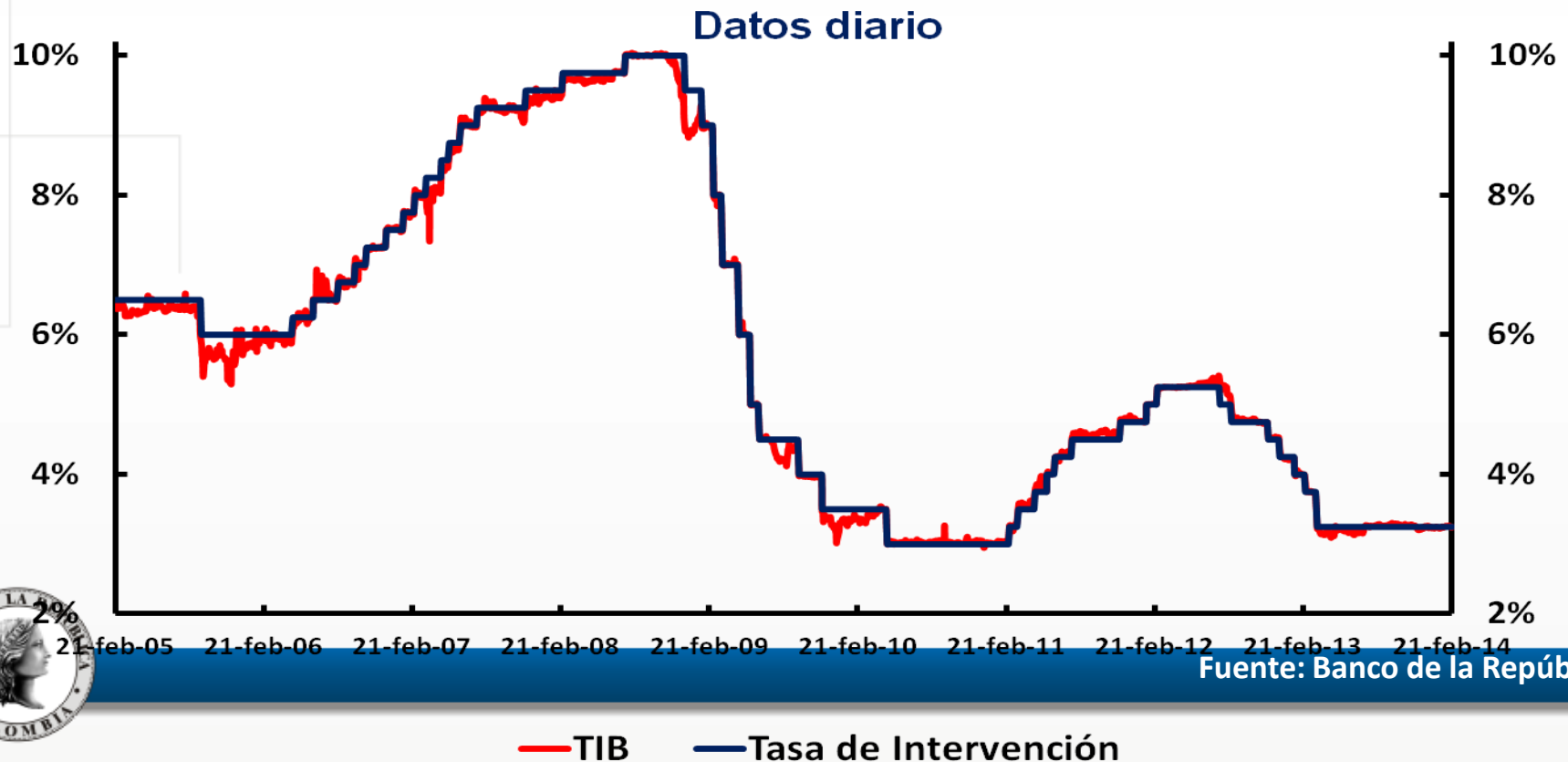


## **5. Política monetaria 2014: camino de la normalización**



Desde marzo del año anterior se había mantenido la tasa de interés de intervención en 3,25%: postura expansiva que dio los frutos esperados. El 25 de abril se redujo levemente su margen expansivo al reajustar la tasa en 25 puntos básicos

## Tasa de Intervención y TIB



# (1) El porqué de la ‘normalización de la política monetaria

- La inflación ya muestra signos inequívocos sobre su convergencia hacia la meta del 3% para el fin del año, antes de lo previsto en los meses anteriores. La total ha mostrado aumentos consecutivos durante los últimos cuatro meses, y el promedio de las básicas durante los últimos tres meses.
- Igualmente, las expectativas están convergiendo hacia la meta para el final del año, inclusive a un nivel ligeramente superior al 3%.



## (2) El porqué de la ‘normalización de la política monetaria

- En contraste con el débil comportamiento de las exportaciones, se mantiene el dinamismo de la demanda interna. La tasa de desempleo prosigue su disminución y se encamina hacia un terreno de un sólo dígito. Y aunque la brecha del producto sigue en terreno negativo, la probabilidad de que se cierre hacia mediados del año 2015.
- En mi opinión, el crecimiento del PIB este año estará cerca del 4,6%.





### (3) El porqué de la ‘normalización de la política monetaria

- Dado el rezago existente entre la adopción de medidas de política monetaria y el surtido pleno de sus efectos (en promedio seis trimestres), y el hecho de que la clave de una buena política monetaria yace en la capacidad de anticipación de sus autoridades, lo indicado es emprender desde ahora una gradual reducción del carácter expansivo de la actual postura de la misma.
- En virtud de que hay indicios de una reducción de la tasa natural (4% - 4,25%), la magnitud de los ajustes de la tasa de del Banco hasta llevarla a la normalización de la política monetaria, sería igualmente menor.



# En los dos últimos años el BR ha registrado las más altas compras de divisas de la historia, afianzando la confianza internacional

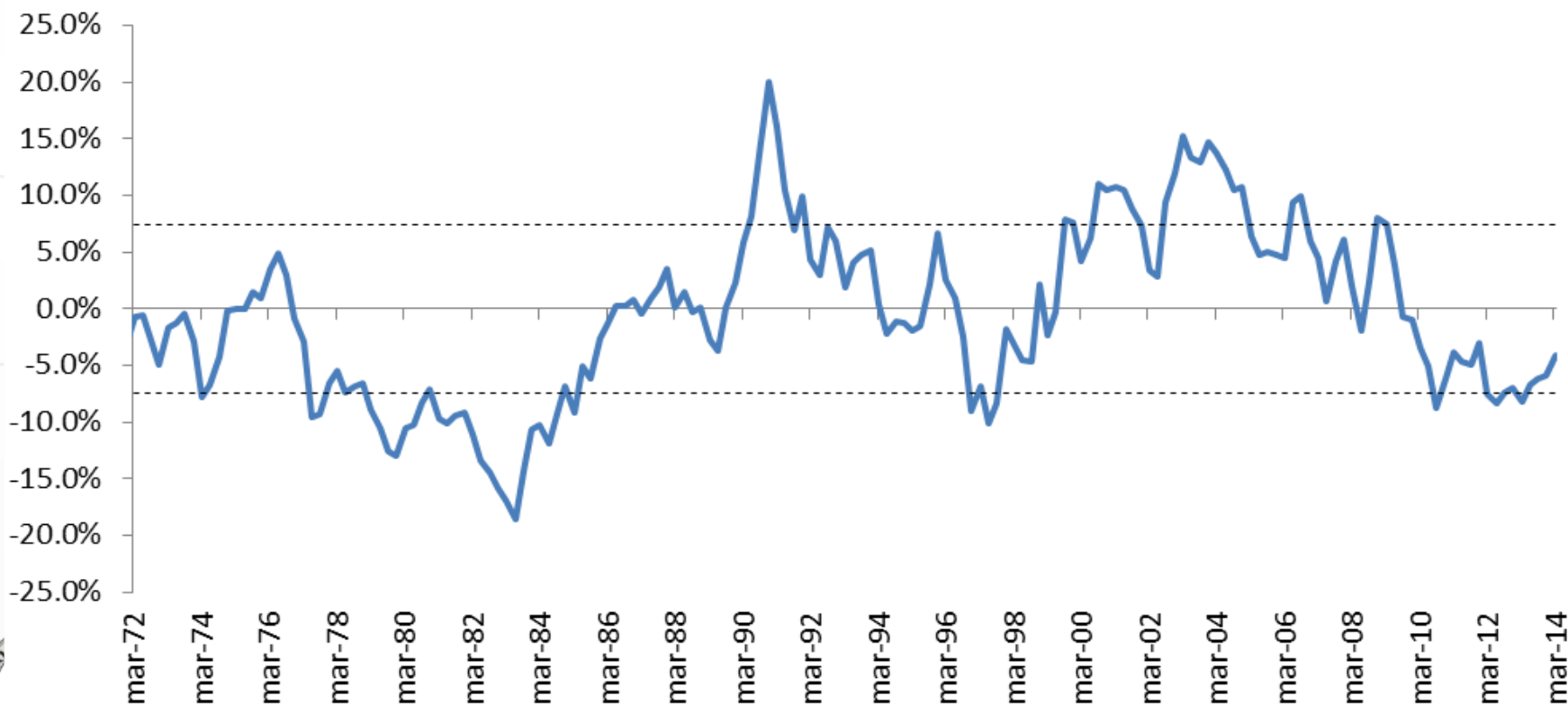
Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República			
(Millones de dólares)			
	Compras netas	Ventas al gobierno	Compras netas sin gobierno
2000	319	0	319
2001	629	0	629
2002	-163	0	-163
2003	-238	0	-238
2004	2405	500	2905
2005	1408	3250	4658
2006	-164	1000	836
2007	4713	0	4713
2008	2147	0	2147
2009	171	0	171
2010	3060	0	3060
2011	3720	0	3720
2012	4844	0	4844
2013	6769	0	6769
25-feb-14	360	0	360



Fuente: Banco de la República.

**Al 14 marzo continuaba el desalineamiento, pero a partir del día 19, tras el anuncio del rebalanceo de la inversiones de portafolio de JP Morgan, se agudizó la revaluación del peso. ¿Fenómeno transitorio?**

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



LATAM		Devaluaciones							
		día	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	Tasa Promedio a las 12:55 pm	0,00%	0,09%	-1,31%	0,22%	2,22%	5,95%	9,74%	9,12%
Colombia	Tasa Ultima a las 12:55 pm	0,15%	0,25%	-1,16%	0,37%	2,38%	6,11%	9,91%	9,29%
Brasil		0,01%	0,65%	-1,13%	-5,32%	-0,15%	11,41%	18,47%	38,43%
México		-0,12%	0,16%	0,27%	0,38%	0,49%	7,20%	0,91%	11,69%
Argentina		-0,01%	0,01%	-0,01%	22,71%	35,34%	54,46%	81,20%	95,95%
Peru		-0,02%	0,74%	0,07%	0,39%	1,16%	6,33%	6,49%	1,83%
Uruguay		0,44%	0,37%	1,42%	7,12%	6,65%	21,85%	16,00%	22,18%
Chile		0,57%	0,35%	2,58%	7,50%	9,99%	19,75%	16,86%	19,18%
		Devaluaciones							
		día	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Korea		0,26%	-0,63%	-2,41%	-1,58%	-2,58%	-6,17%	-8,57%	-3,00%
Indonesia		0,12%	-0,58%	2,20%	-5,00%	4,14%	18,91%	25,99%	35,35%
Tailandia		0,33%	0,04%	0,04%	-1,06%	4,18%	10,30%	5,30%	8,29%
China		0,03%	0,34%	0,85%	3,39%	2,77%	1,52%	-0,32%	-3,59%
Japón		-0,48%	-0,38%	-1,45%	-3,01%	4,03%	4,87%	27,96%	25,75%
Malasia		0,20%	-0,01%	0,12%	-0,31%	3,82%	7,34%	7,86%	10,21%
India		-0,15%	-1,20%	0,39%	-2,37%	-1,61%	12,13%	14,41%	36,09%
Turquía		-0,16%	-1,61%	-1,00%	-1,47%	6,25%	18,05%	20,43%	39,06%
Colombia		0,00%	0,09%	-1,31%	0,22%	2,22%	5,95%	9,74%	9,12%
Euro		-0,40%	-0,37%	-0,54%	-0,90%	-0,88%	-4,96%	-4,53%	6,94%
Libra		-0,29%	-0,56%	-1,46%	-1,89%	-4,92%	-7,83%	-3,81%	-1,31%
		Devaluaciones							
		día	semana	mes	año corrido	6 meses	Año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Islandia		-0,09%	-0,09%	-0,56%	-2,85%	-6,86%	-4,10%	-10,66%	0,63%
Nueva Zelanda		-0,63%	-0,20%	0,39%	-4,54%	-3,93%	-0,48%	-4,88%	-6,29%
Australia		-0,10%	0,15%	-0,33%	-3,88%	2,23%	11,79%	12,41%	17,97%
Rusia		0,04%	-0,04%	1,66%	8,50%	11,71%	14,81%	21,38%	30,75%
Polonia		-0,26%	-0,08%	0,12%	0,19%	-0,51%	-4,19%	-3,95%	14,41%
República Checa		-0,27%	-0,26%	-0,50%	4,21%	5,81%	1,09%	5,18%	21,77%
Canadá		0,04%	-0,76%	-0,68%	3,06%	4,48%	8,69%	10,90%	15,18%
Sur África		-0,28%	-0,59%	-0,51%	0,34%	5,86%	17,39%	35,37%	59,30%
Israel		-0,24%	-0,65%	-0,45%	-0,36%	-1,66%	-3,46%	-8,08%	2,70%
Colombia		0,00%	0,09%	-1,31%	0,22%	2,22%	5,95%	9,74%	9,12%



## **6. Tasa de cambio y regla fiscal: se agotó el ‘cuarto de hora’**



# El ‘efecto voracidad’ del *boom* minero-energético

- Los ME más dependientes del sector minero-energético, enfrentan el riesgo de que, a medida que aumente su participación dentro del PIB, el crecimiento de su gasto público se desborde y se torne típicamente pro-cíclico. A costa de su función estabilizadora de la economía.
- Gasto público que, en las fases expansivas típicas de las ‘bonanzas’ – lo que se llama el ‘efecto voracidad’ -, suele convertirse en una fuente primordial de presión sobre la demanda agregada, los precios y la tasa de cambio real.
- Resultado: el debilitamiento de las actividades económicas transables no petroleras, como la industria y la agricultura, las principales fuentes de empleo.



# **La salida: Regla Fiscal y aumento del ahorro público. Financiar con crédito externo el exceso de inversión sobre ahorro, reevalúa**

1. Desacoplamiento del gasto público (y del presupuesto) con respecto de la volatilidad de sus ingresos proveniente de los ciclos de las actividades minero-energéticas
2. Reducción de la proporción de la deuda pública dentro del PIB hasta niveles no superiores a los de otros países que aplican la Regla con rigurosa disciplina (Noruega, Chile)
3. Fondo de estabilización para ahorrar en el exterior los excedentes de las cuentas externas del sector minero-energético durante épocas de ‘vacas gordas’, adoptando cláusulas de salida que le permitan al Gobierno enfrentar de modo contra-cíclico las fases recesivas



## **7. Tasa de cambio y controles de capital: la instancia extrema**





# Colombia: clave monitoreo sobre entradas de capital por endeudamiento externo e inversiones de portafolio

- En Colombia antes de episodios de *boom* crediticios se suelen presentar masivas entradas de capital, ampliaciones *atípicas* de déficit en cuenta corriente y apreciación del peso.
- En tanto que los precios de los activos se comportan de manera pro-cíclica con respecto al *boom*.
- En lo corrido del año, el crecimiento del flujo de inversión extranjera de portafolio se ha duplicado.
- Pero no se debe descartar el fenómeno inverso, o sea *sudden stops*, en la medida en que avance el *tapering* y la economía norteamericana se recupere y comience a normalizar su política monetaria.



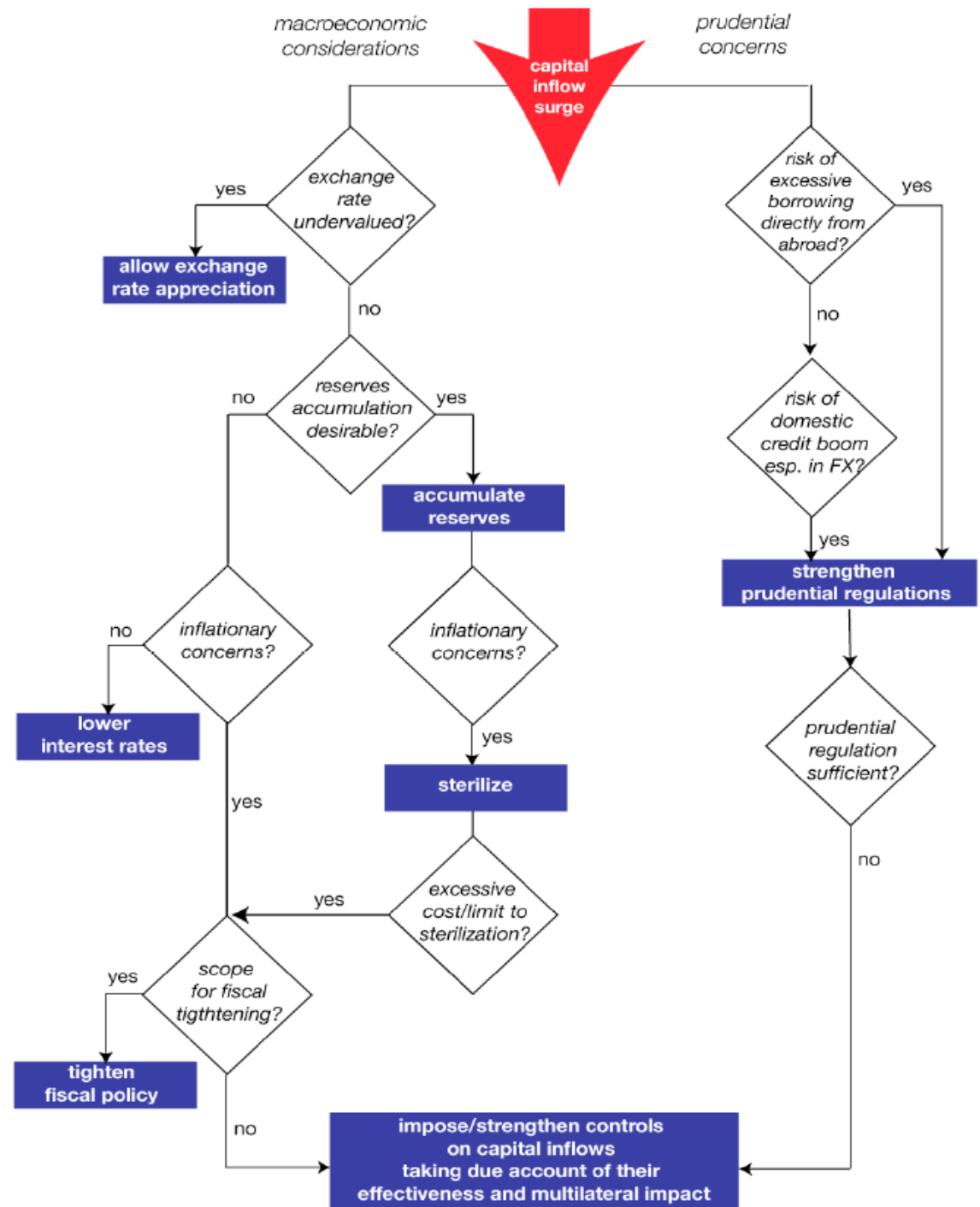
# Controles de capital de corto plazo: otra herramienta de regulación, sólo en casos estrictamente necesarios (Jonathan D. Ostry y otros del FMI, 2010)

- Dos razones adicionales para controles de capital: ponerle límites a la apreciación de la tasa de cambio real, y a la vulnerabilidad de la economía ante modalidades de financiamiento externo que se consideren de más alto riesgo (por ejemplo operaciones *'carry trade'*).
- Tales controles han sido un complemento muy útil de las demás herramientas macroeconómicas (fiscales, monetarias y regulatorias), *bajo circunstancias especiales y transitorias*



# ‘La regla de Ostry’

Si la economía se halla operando cerca de su potencial; el nivel de reservas es el adecuado; la tasa de cambio no está subvaluada; y es probable que los flujos de capital sean transitorios, el uso de controles se justificaría



# CDS de América Latina: las primas de riesgo de las principales economías se han reducido. Colombia, con la mejor calificación de su historia

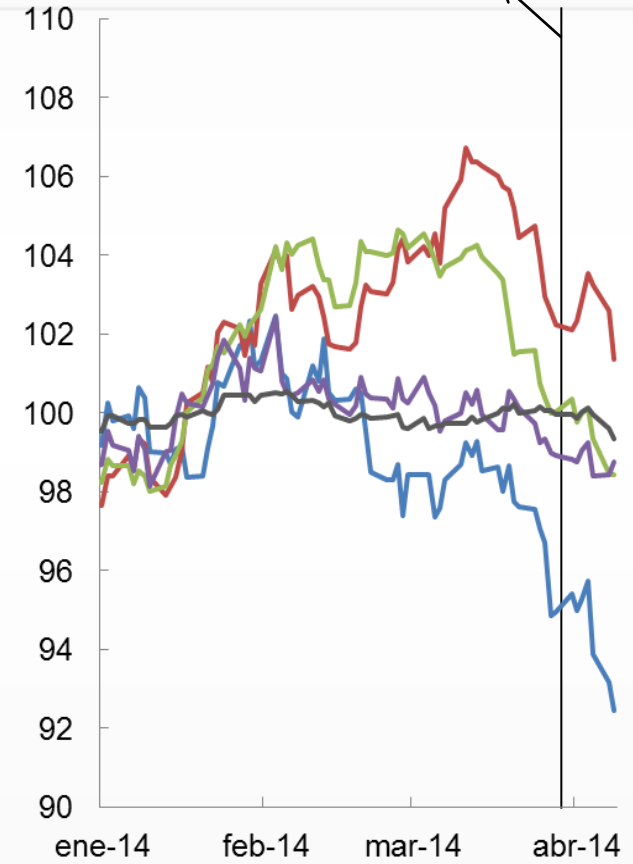
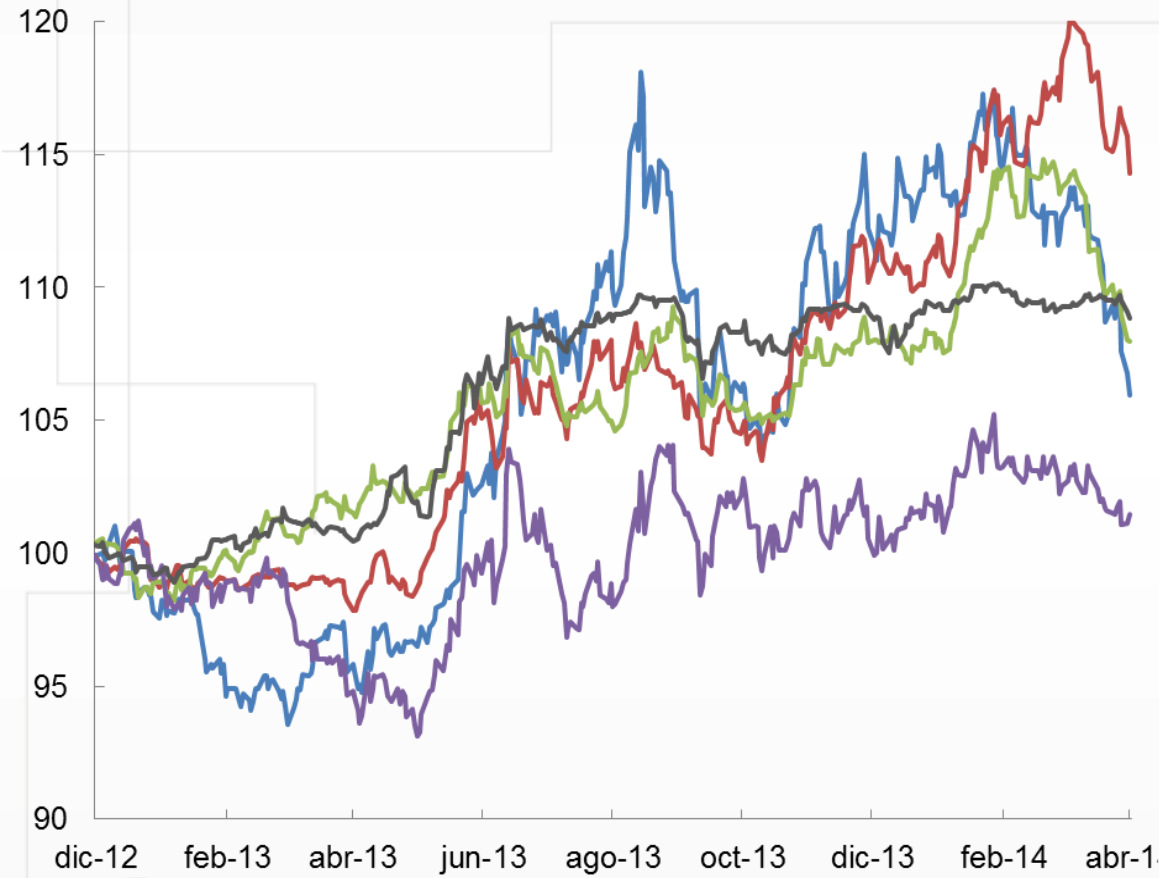


# De ahí la reciente apreciación de las tasas de cambio

Índice  
dic12=100

Índice  
ene14=100

Anuncio JP Morgan

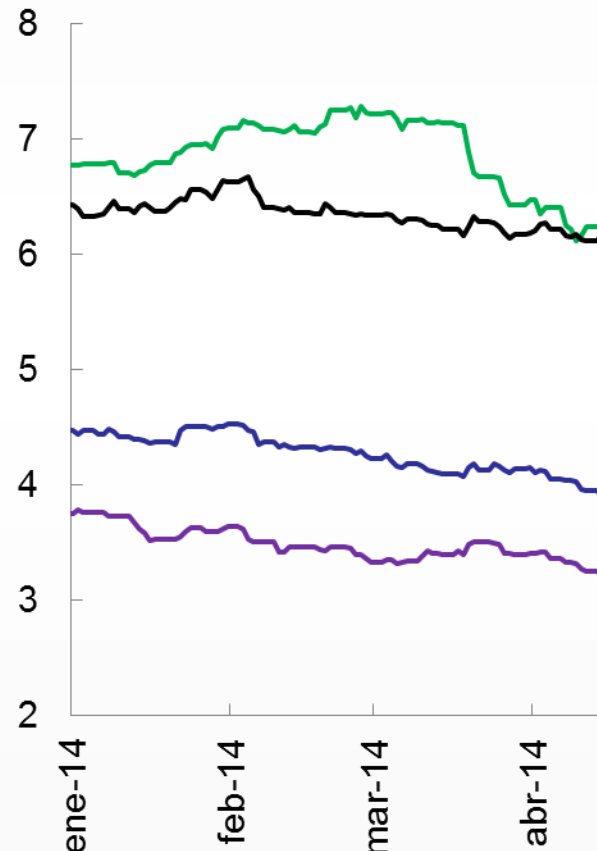
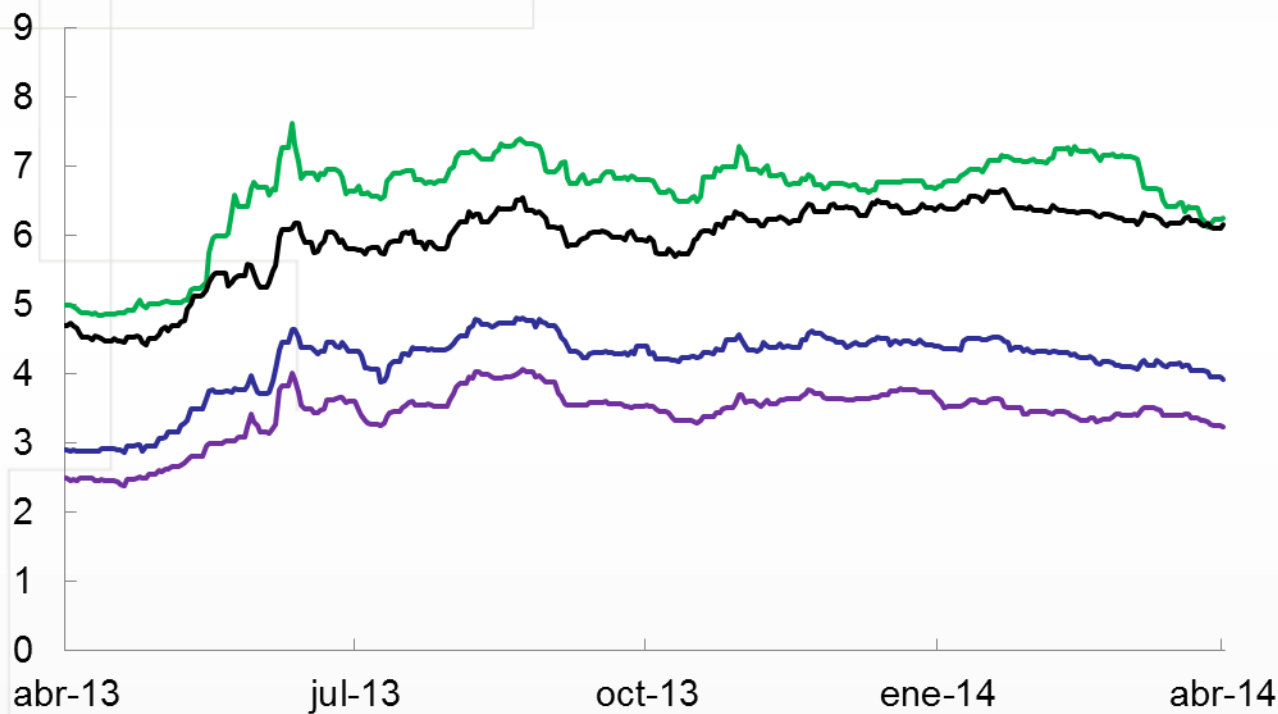


Brasil Chile Colombia Mexico Peru



# Las tasas de interés de la deuda pública de la región han caído, principalmente en Colombia

## Tasas de interés de los títulos de deuda pública a 10 años



— Colombia — Perú — México — Chile



# **La combinación de controles e intervención puede ser efectiva siempre que se cumplan las condiciones de la ‘regla de Ostry’: la evidencia de Colombia**

En Colombia, ni los controles de capital ni la intervención cambiaria utilizados por separado necesariamente fueron siempre exitosos para depreciar la tasa de cambio, arrojando resultados mixtos. Sin embargo, Rincón y Toro (2010) encontraron que entre 2007 y 2008, cuando los controles y la intervención fueron empleadas simultáneamente, la interacción de ambas políticas resultó ser estadísticamente significativa para incrementar el retorno de la tasa de cambio. O sea para depreciar el peso.



**Gracias**

