



LA ECONOMÍA Y LA INFLACIÓN: DESAFÍO Y RESPUESTA

Universidad de los Andes

Bogotá, abril 22 de 2016

**Carlos Gustavo Cano
Codirector**

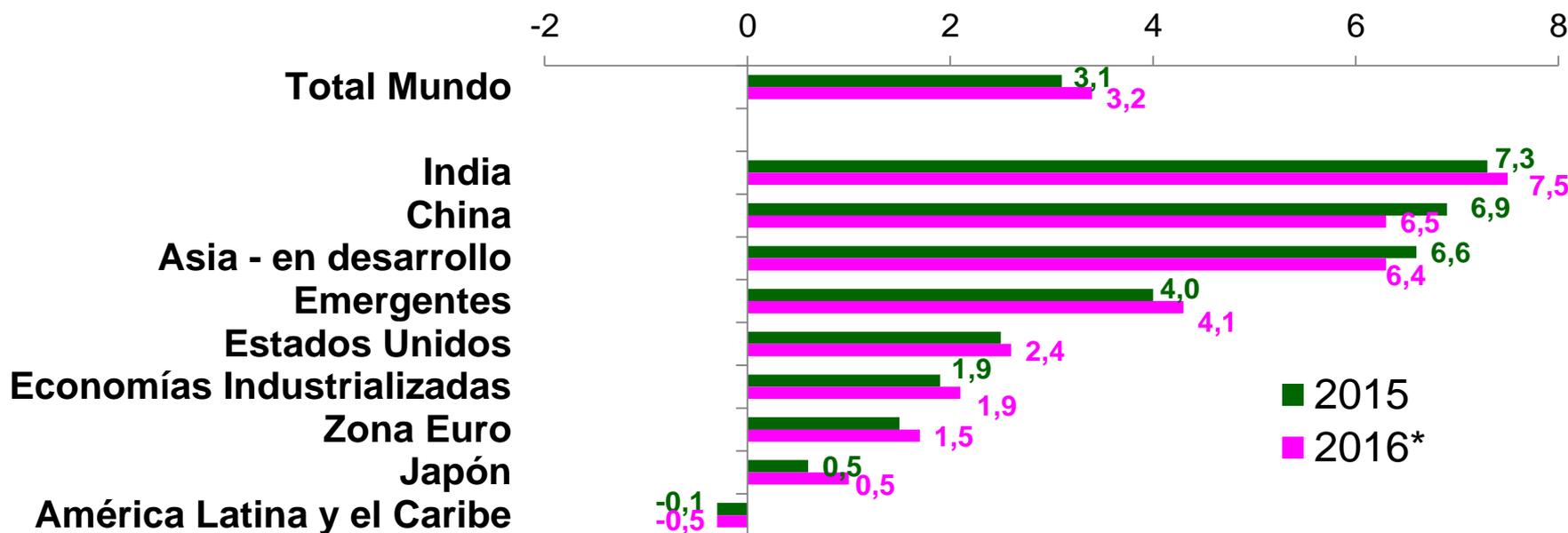


Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva

LA ECONOMÍA



Crecimiento PIB por regiones. A. Latina en caída, en especial por Brasil y Venezuela. Asia la líder. Se destacan India (+7,5%) y Vietnam (+6,7%). China en desaceleración estructural. EU cerca del pleno empleo. Z. Euro, Japón y GB acosados por la deflación (variación porcentual anual)

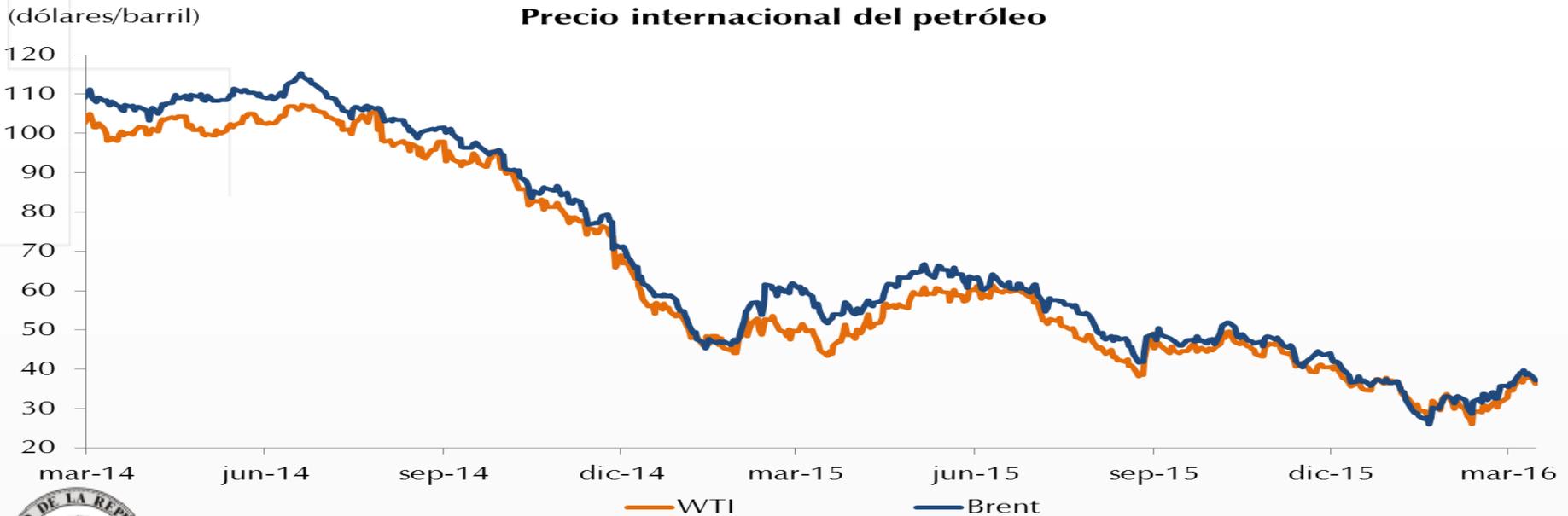


PIB e inflación de nuestros principales socios de A. Latina: en crecimiento Perú y Colombia adelante, en tanto que en cumplimiento de metas de inflación (sin Venezuela) Brasil y Colombia atrás

País	Crecimiento PIB 2015	Crecimiento PIB 2016 (p)	Inflación observada 15 de abril	Inflación 2016 (Bloomberg)
Brasil	- 3,8%	- 3,8%	9,4%	8,5%
Colombia	+ 3,1%	+ 2,5%	8,0%	6,7%
Chile	+ 2,1%	+ 1,5%	4,5%	4,0%
Ecuador	- 0,5%	- 1,7%	2,6%	2,9%
México	+ 2,5%	+ 2,4%	2,6%	3,1%
Perú	+ 3,3%	+ 3,7%	4,3%	3,7%
Venezuela	- 10,0%	- 8,0%	181% (Gob)	700% (FMI)

Fuente: Banco de la República, demás bancos centrales, FMI y Bloomberg

En Colombia, fin de la fiesta: fin de la renta petrolera del Gobierno. En 2013 llegó a 3,3% del PIB (20% del recaudo), hoy en cero. O sea, ‘huevo fiscal’ de 3,3% del PIB (20% del recaudo). Precios del petróleo rondando los USD 40. ¿Han tocado piso? Según Fedesarrollo 2016 terminará con déficit fiscal del 4%



Según Fedesarrollo, incluso con fuerte reducción del gasto sin reforma tributaria no sería posible el cumplimiento de la regla fiscal: indeseable e insostenible escenario

Balance fiscal del GNC

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos totales	16.7	16.1	14.9	14.2	14.0	13.3	13.2
Renta petrolera	2.6	1.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
Tributarios no petroleros	13.1	13.8	13.9	13.6	13.3	12.4	12.3
Otros ingresos*	0.9	1.2	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6
Gastos totales	19.1	19.1	18.9	19.2	18.9	18.6	18.7
Inversión	3.0	2.7	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
Intereses	2.2	2.6	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6
Funcionamiento	13.9	13.8	14.0	14.3	13.8	13.3	13.3
Déficit total	2.4	3.0	4.0	5.0	4.9	5.3	5.5
Deficit estructural Regla Fiscal	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.6	1.4

Nota: Cifras a diciembre de 2015.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. proyecciones Fedesarrollo.

El desplome de los términos de intercambio hasta el año pasado le pegó muy duro al ingreso nacional. Por tanto, el ajuste de la economía por el lado del gasto resulta forzoso, en particular del público, y también del lado tributario (la reforma estructural apremia)

Evolución del Índice de Términos de Intercambio (TI)

Según datos de comercio exterior



Fuente: Cálculos en base información DANE- DIAN. Base 2005=100. El cálculo de los ITI sin productos básicos excluye las exportaciones de petróleo y derivados, carbón, oro, ferroníquel, café, flores y banano, así como las importaciones de combustibles y lubricantes y otros commodities como soya y trigo.

Los TI en diciembre de 2015 cayeron 18,5% frente a lo registrado un año atrás. Al excluir los bienes básicos exportados y los principales commodities importados la disminución anual es de 4%.

Resultante ampliación del déficit de la cuenta corriente, el talón de Aquiles de la economía: gastamos más de lo que nos ingresa

- El déficit en 2014 fue 5,2% sobre PIB, y terminó en 2015 en 6,5%: la mayor vulnerabilidad de la economía
- Aunque reduciéndose en términos absolutos, en porcentaje sobre PIB todavía es el más alto entre las economías de tamaño similar o superior en el mundo
- A mediados de abril la IED en petróleo y minería de la balanza cambiaría caía - 56%, pero la de portafolio sólo caía - 4%, con relación al mismo período del año anterior. Y la cartera en moneda extranjera caía en -17%

Exceptuando la argentina, las monedas más devaluadas hasta el final de 2015 fueron las de Brasil y Colombia. Lo excesivo no fue la devaluación, sino la revaluación que la precedió. En lo que va corrido del año ha retornado la revaluación (- 7,7%) debido al repunte de los precios del crudo y a monetizaciones

21-Abr-16

LATAM	Devaluaciones							
	dia	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia Tasa Promedio a las 13:00:00	1,08%	-2,20%	-4,63%	-7,74%	0,45%	17,62%	51,60%	59,47%
Colombia Tasa Ultima a las 13:00:00	1,54%	-1,76%	-4,20%	-7,32%	0,91%	18,15%	52,29%	60,19%
Festivo Brasil Inf 20 abril	0,07%	1,04%	-1,27%	-10,76%	-9,52%	16,56%	58,03%	76,25%
México	1,31%	0,34%	-0,48%	1,72%	5,50%	13,39%	34,06%	45,90%
Argentina	-0,53%	-0,30%	-1,57%	10,43%	50,03%	60,92%	78,47%	173,48%
Peru	0,76%	-0,18%	-3,35%	-4,29%	-0,08%	4,32%	17,85%	25,62%
Uruguay	0,08%	1,46%	-0,90%	6,30%	8,11%	18,85%	38,68%	67,37%
Chile	0,81%	0,15%	-1,90%	-6,14%	-3,16%	8,00%	18,29%	40,87%



Repunta la industria: en año corrido a febrero crece 7,9% contra el mismo período de 2015. Sin Reficar, 5,7% en febrero, y la tendencia es hacia la recuperación. Claro efecto de la sustitución de importaciones por tasa de cambio. El repunte de las exportaciones tomará más de tiempo por las dificultades de Venezuela y Ecuador. Sin embargo, si la revaluación de profundizara.....



LA INFLACIÓN

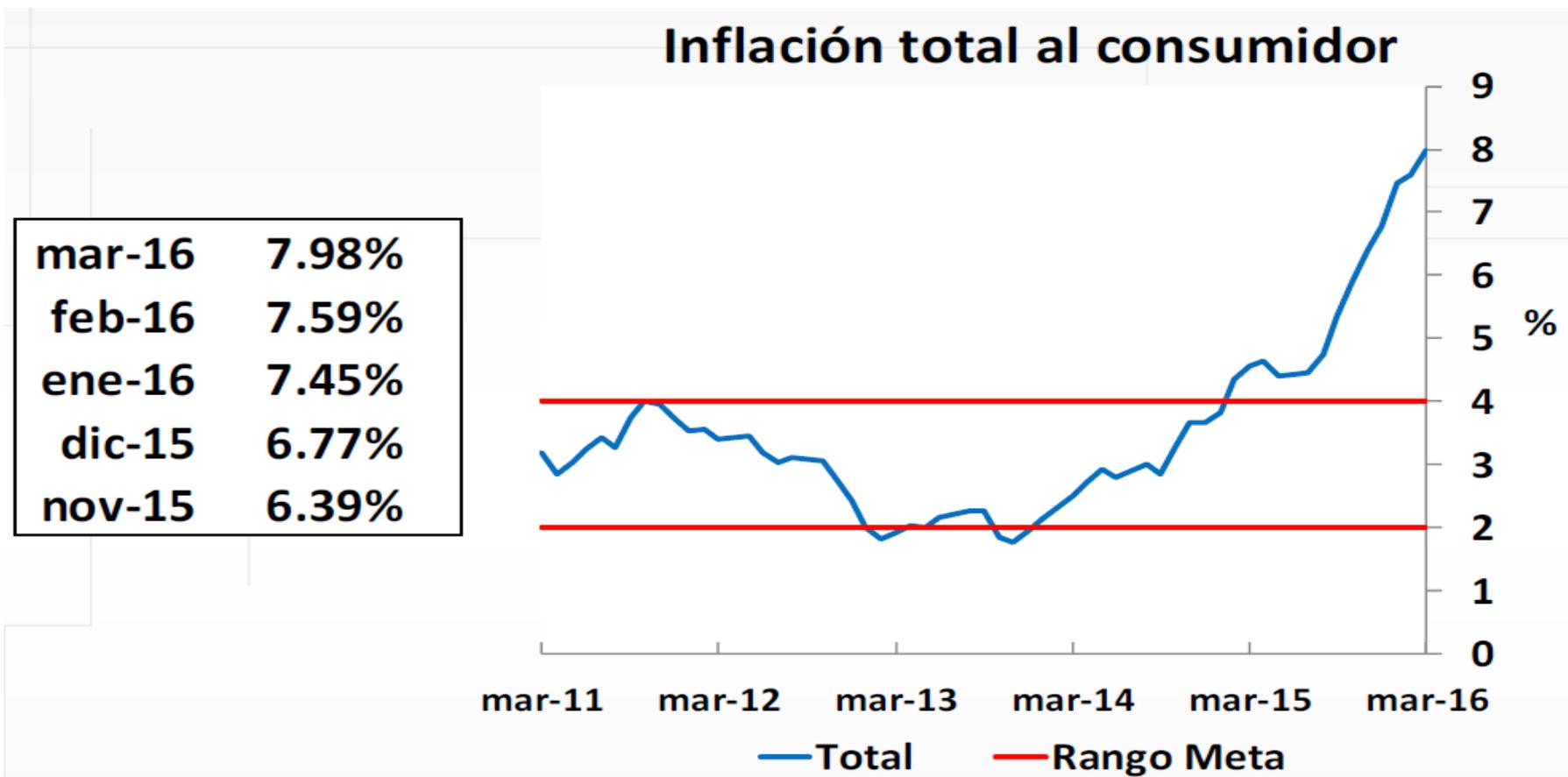


IPC: VIVIENDA (arriendos y servicio doméstico – salario mínimo, servicios públicos, muebles y enseres), ALIMENTOS (importados, agua y clima, energía) Y TRANSPORTE (vehículos, tarifas transporte público, combustibles) PESAN 73,5% DE LA CANASTA FAMILIAR

(Variaciones anuales a marzo de 2016)

	Ponderaciones en el IPC	Variación Mensual			Variación Año corrido			Variación 12 meses		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Clasificación DANE										
Alimentos	28,21	0,61	1,17	1,62	1,96	4,56	5,98	2,23	7,37	12,35
Vivienda	30,10	0,37	0,58	0,84	1,19	1,11	2,26	3,11	3,61	6,58
Vestuario	5,16	0,18	0,21	0,46	0,40	0,41	1,47	1,23	1,51	4,07
Salud	2,43	0,58	1,00	1,19	1,96	2,63	3,93	4,25	4,15	6,63
Educación	5,73	0,01	0,03	0,03	3,81	4,41	5,67	4,04	4,72	6,39
Diversión	3,10	-0,61	-0,53	-0,96	-2,07	-0,84	1,14	0,59	4,09	6,60
Transporte	15,19	0,22	-0,15	0,26	1,52	1,35	1,82	2,13	3,07	5,35
Comunicaciones	3,72	1,54	0,91	2,28	1,96	3,35	2,59	2,75	3,70	3,93
Varios	6,35	0,19	0,63	1,05	0,89	1,66	3,25	1,06	2,99	8,56
Total	100,00	0,39	0,59	0,94	1,52	2,40	3,55	2,51	4,56	7,98
Indicadores de Inflación Básica										
IPC sin alimentos	71,79	0,31	0,35	0,66	1,35	1,55	2,55	2,62	3,46	6,20
IPC núcleo 20	76,94 *	0,25	0,32	0,54	1,13	1,41	2,62	2,86	3,70	6,48
IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos	76,60	0,20	0,45	0,61	1,20	2,37	2,99	2,53	3,95	6,57
IPC sin alimentos ni regulados	56,52	0,30	0,42	0,57	1,18	1,88	2,34	2,74	3,52	5,91
Promedio indicadores de inflación básica		0,27	0,39	0,59	1,21	1,80	2,63	2,69	3,65	6,29
Clasificación B R										
Transables - IPC	38,16	0,27	0,48	0,90	0,68	2,60	2,98	0,63	4,22	8,11
No transables - IPC	61,84	0,47	0,65	0,97	2,05	2,27	3,92	3,72	4,76	7,89
Transables - IPC Sin Alimentos	28,92	0,38	0,27	0,79	0,94	1,36	1,96	1,29	2,42	6,22
No transables - IPC sin Alimentos	42,87	0,27	0,40	0,58	1,59	1,65	2,89	3,41	4,06	6,19
Transables - IPC Sin Alimentos ni Regulados	26,00	0,42	0,62	1,00	0,79	2,21	2,48	1,65	3,46	7,38
No transables - IPC Sin Alimentos ni Regulados	30,52	0,22	0,27	0,25	1,46	1,64	2,24	3,55	3,56	4,83
Regulados	15,26	0,33	0,12	0,96	1,95	0,41	3,26	2,21	3,25	7,24

Inflación anual al consumidor a marzo 8% (para los estratos bajos 8,5%). Es la más alta en diez años. Ha permanecido por encima del límite superior del rango meta (3% +/- 1%) durante catorce meses y hoy lo dobla



La inflación de alimentos (12,3%) – dominada por factores climáticos -, es la que más ha jalonado la total.

Un choque de oferta ante el cual en principio no debería reaccionar la política monetaria, diseñada para controlar sólo la demanda. Excepto si se afectan las expectativas de inflación, que desde hace al menos cinco meses se hallan desancladas de la meta

Inflación anual de Alimentos



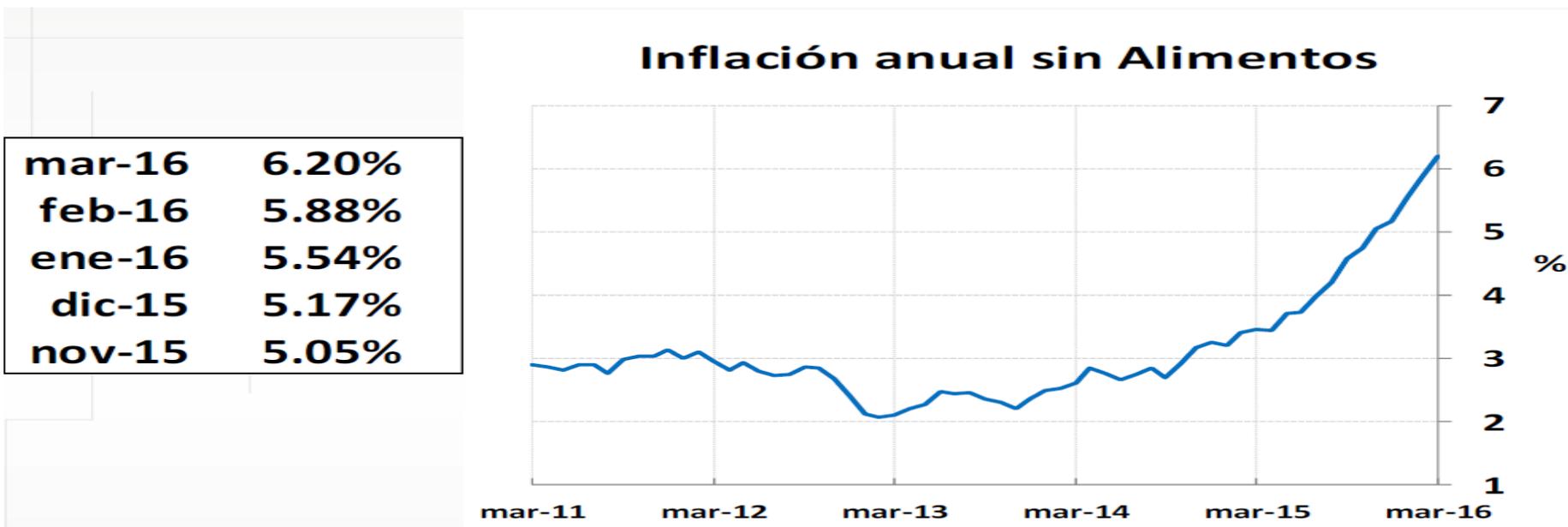
mar-16	12.35%
feb-16	11.86%
ene-16	12.26%
dic-15	10.85%
nov-15	9.81%

Frente a los choques de oferta de alimentos y energía

- La política monetaria por sí sola no puede controlar la inflación de alimentos y energía provocada por el clima
- Indispensable el concurso de una política fiscal ambiental que le haga frente al estrés hídrico gravando las emisiones de carbono y, mediante créditos tributarios, remunere la prestación de servicios ambientales como la restauración asistida del bosque natural y la deforestación evitada en páramos y cuencas; la conservación de bosques en pie; la reforestación y la forestación nueva; la regeneración y la conservación de la biodiversidad; la conversión de ganadería extensiva a silvo-pastoreo; y el riego por goteo



Sin embargo, aún la inflación sin alimentos (6,2%), subiendo sin cesar durante el último año y medio. Fuera de la de alimentos, las más fuertes por igual son las de salud, diversión y vivienda (6,6%). En 6,6% también va el IPC sin alimentos perecederos, combustibles y servicios públicos: serios indicios de excesos de demanda



El promedio de las básicas (6,3%), que suele reflejar mejor la dinámica de la demanda y excluye choques de oferta, aumentó por décimo octavo mes consecutivo. Se trata del indicador más relevante, junto al de expectativas, para fijar la postura de política monetaria

Indicadores de inflación básica



mar-16	6.29%
feb-16	6.07%
ene-16	5.73%
dic-15	5.43%
nov-15	5.40%



**Todos los indicadores relevantes de la inflación al alza. No sólo se trata de la persistencia de la inflación, sino de ‘la persistencia de su aumento’.
Cifras en % anual al cierre de marzo de cada año**

Tipo de inflación	2014	2015	2016
IPC	2,5	4,6	8,0
Sin alimentos	2,6	3,5	6,2
Sin alimentos ni regulados	2,7	3,5	5,9
No transables	3,7	4,8	7,9
No transables sin alimentos ni regulados	3,5	3,6	5,8
Promedio de las básicas	2,7	3,6	6,3

El ‘des-anclaje’ de las expectativas de inflación

- Tanto las encuestas como los modelos probabilísticos del Banco arrojan evidencia de que las expectativas de inflación de mediano plazo han permanecido técnicamente desancladas del objetivo fijado por la Junta al menos durante los últimos cinco meses
- Ello indica que la credibilidad pública en la autoridad monetaria y en su política podría lesionarse



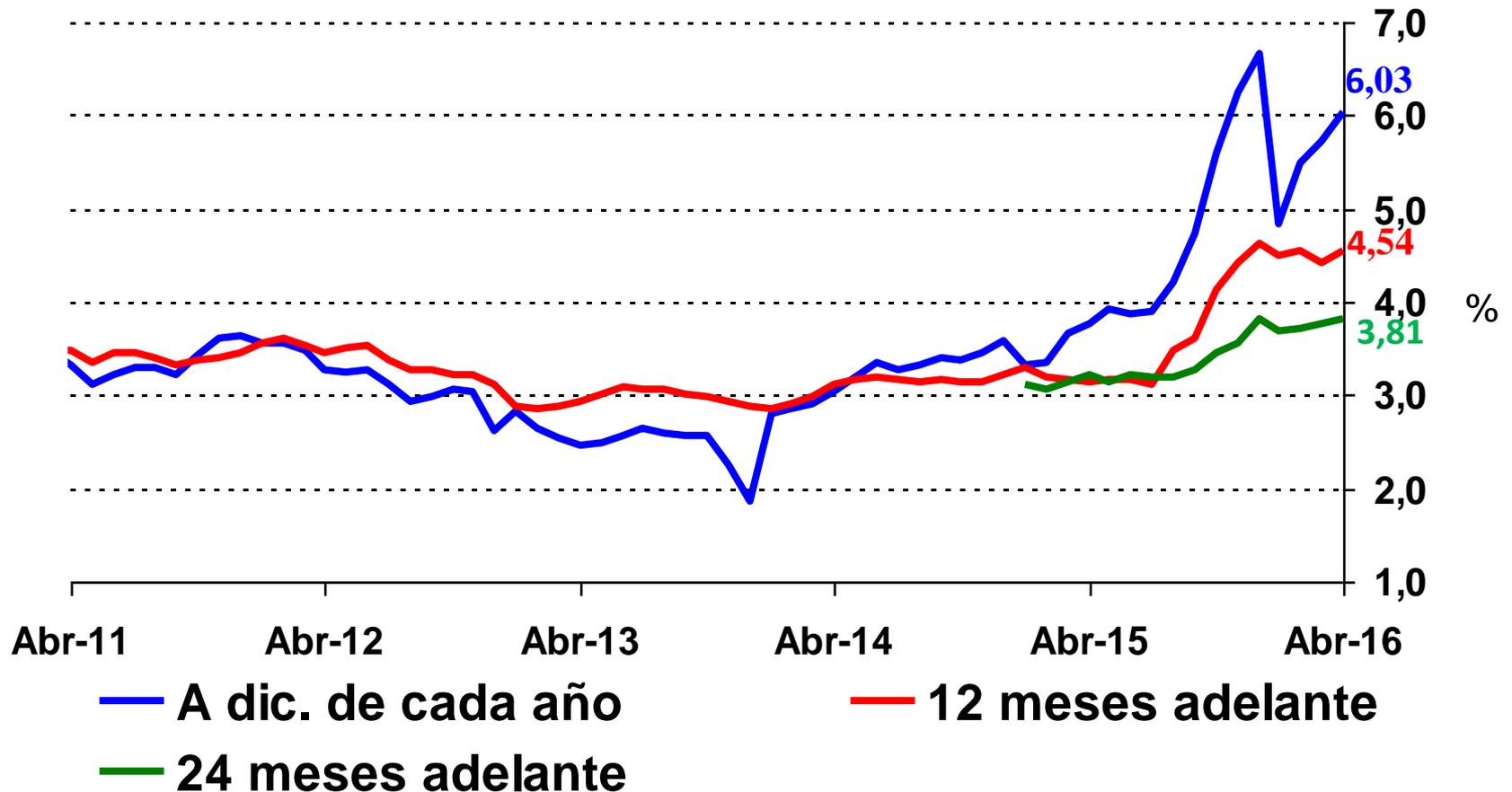
“Not only do expectations about policy matter, but, at least under current conditions, very little else matters.”

(Michael Woodford)

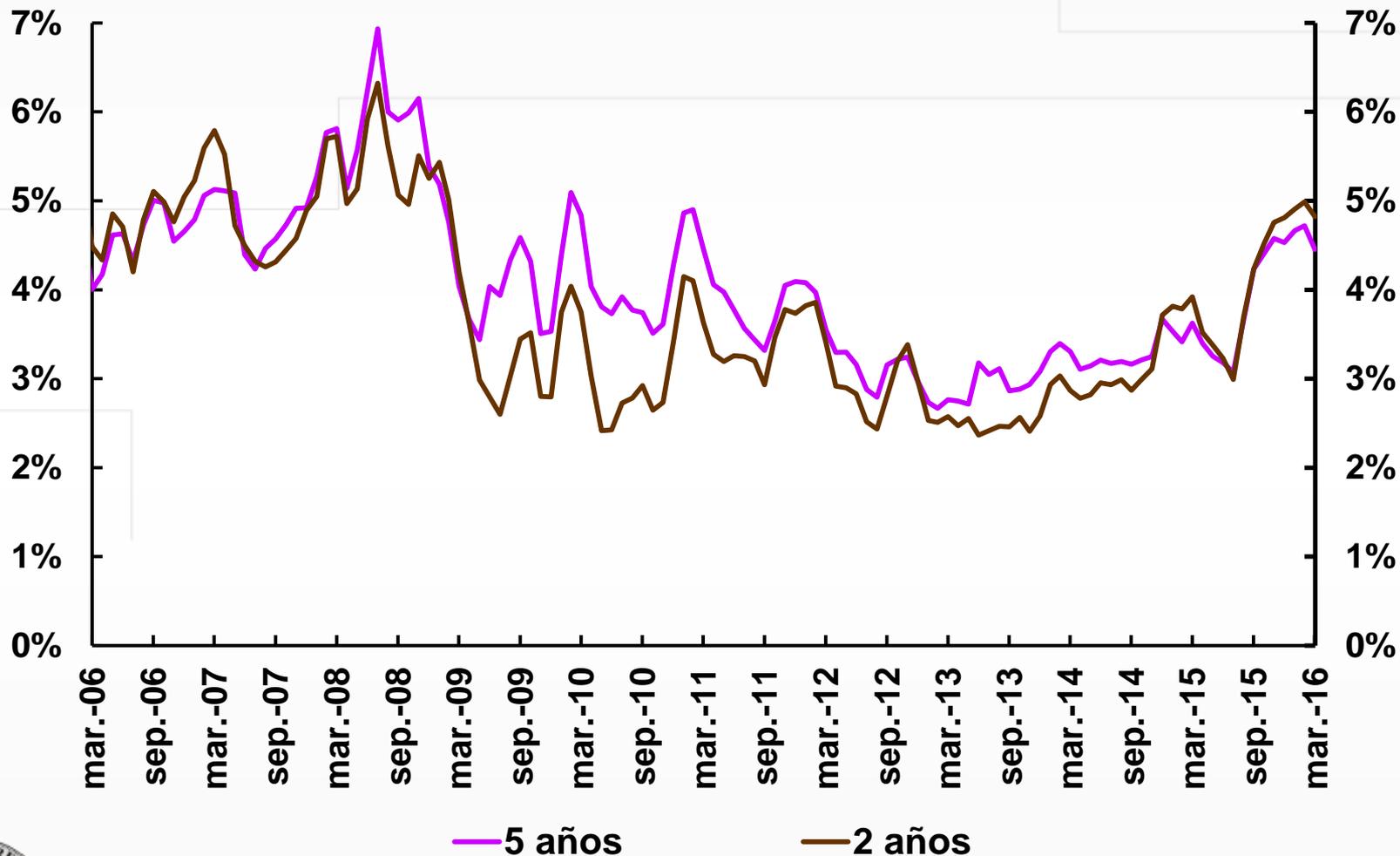


Según la última encuesta del Banco en abril, las expectativas de inflación de los analistas al alza

Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa

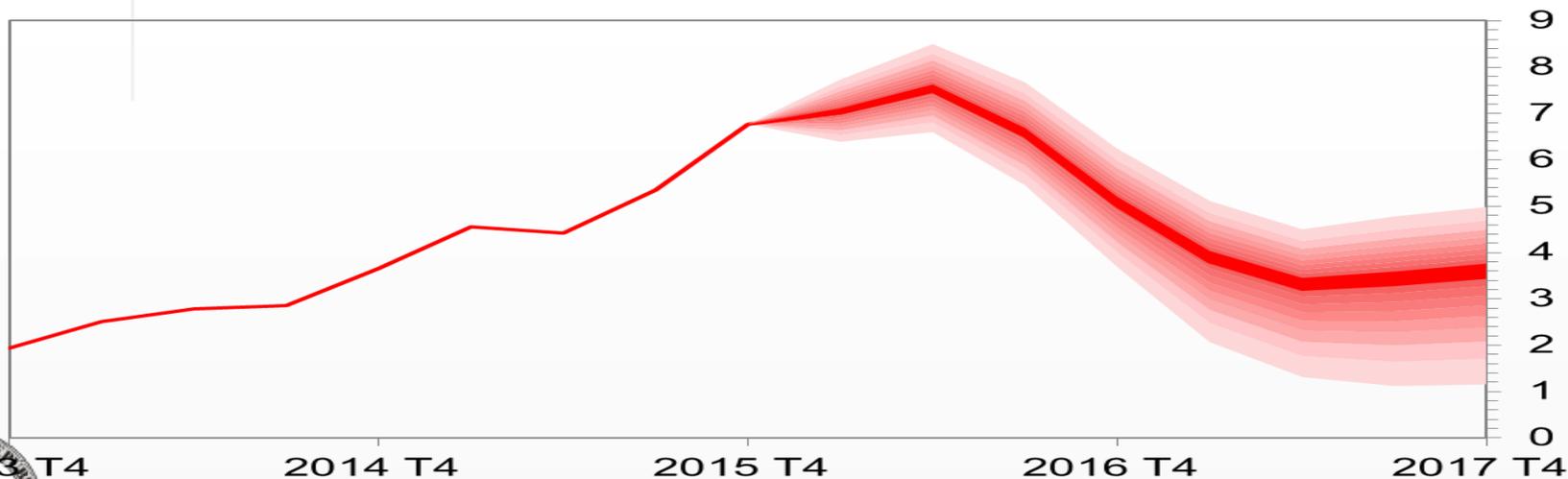


Las expectativas de inflación a mediano plazo medidas en marzo: por encima del límite superior del rango



Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (*Fan Chart*): su máximo a mediados de 2016, de ahí convergiendo a la meta, y regresando al rango en 2017. Supone fuerte caída de precios de los alimentos el segundo semestre por terminación del actual ciclo del fenómeno de El Niño. Pero también supone política monetaria activa. Esto es, tasas de interés más altas

"Fan Chart" Inflación Total



LA RESPUESTA



Las tres claves de una política monetaria exitosa

- la anticipación
- la contra-ciclicidad
- la comunicación



La ‘prueba de estrés’ de la política monetaria

- La tasa de interés real de intervención del Banco, deflactada por el IPC, se mantuvo durante el primer semestre de 2015 en cerca de cero, y desde julio ha estado en terreno negativo (hoy en aprox - 1,4%)
- La tasa neutral podría hallarse en cerca de 2%
- El resultado de la ‘prueba’: la postura de la política monetaria continúa siendo claramente expansiva, en medio de un persistente aumento de la inflación y el desanclaje de sus expectativas de la meta



La respuesta de política hasta ahora

La Junta ha elevado la tasa de interés de intervención en 200 puntos básicos a partir de septiembre de 2015 hasta hoy: de 4,5% a 6,5%



Opinión del grupo que ha venido proponiendo incrementos de 50 puntos básicos de la tasa de interés, consignada en las Minutas correspondientes a la reunión de la Junta el 18 de marzo

“...una senda de incrementos más fuertes de tasas de interés habría acelerado la convergencia de las expectativas de inflación a la meta, contribuido a una reducción más fuerte del déficit de la cuenta corriente, y permitido terminar antes la senda de incrementos de tasa de interés...”



Conclusión

Pese a que en política monetaria jamás se debe aplicar, por peligroso y contraproducente, el “más vale tarde que nunca”, aún se precisan reajustes más contundentes a fin de asegurar la convergencia de la inflación y las expectativas a la meta



GRACIAS

