



# **EL ESTADO DE LA ECONOMÍA Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA**

**Hewlett Packard**

**Bogotá, febrero 3 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**

# Contenido

1. Contexto externo: prosiguen las sombras
2. Comercio exterior: ‘enfermedad holandesa’ y déficit de la cuenta corriente - nuestro talón de Aquiles -
3. Crecimiento: consecuente y esperada desaceleración
4. Comportamiento de la vivienda
5. La respuesta de la política monetaria



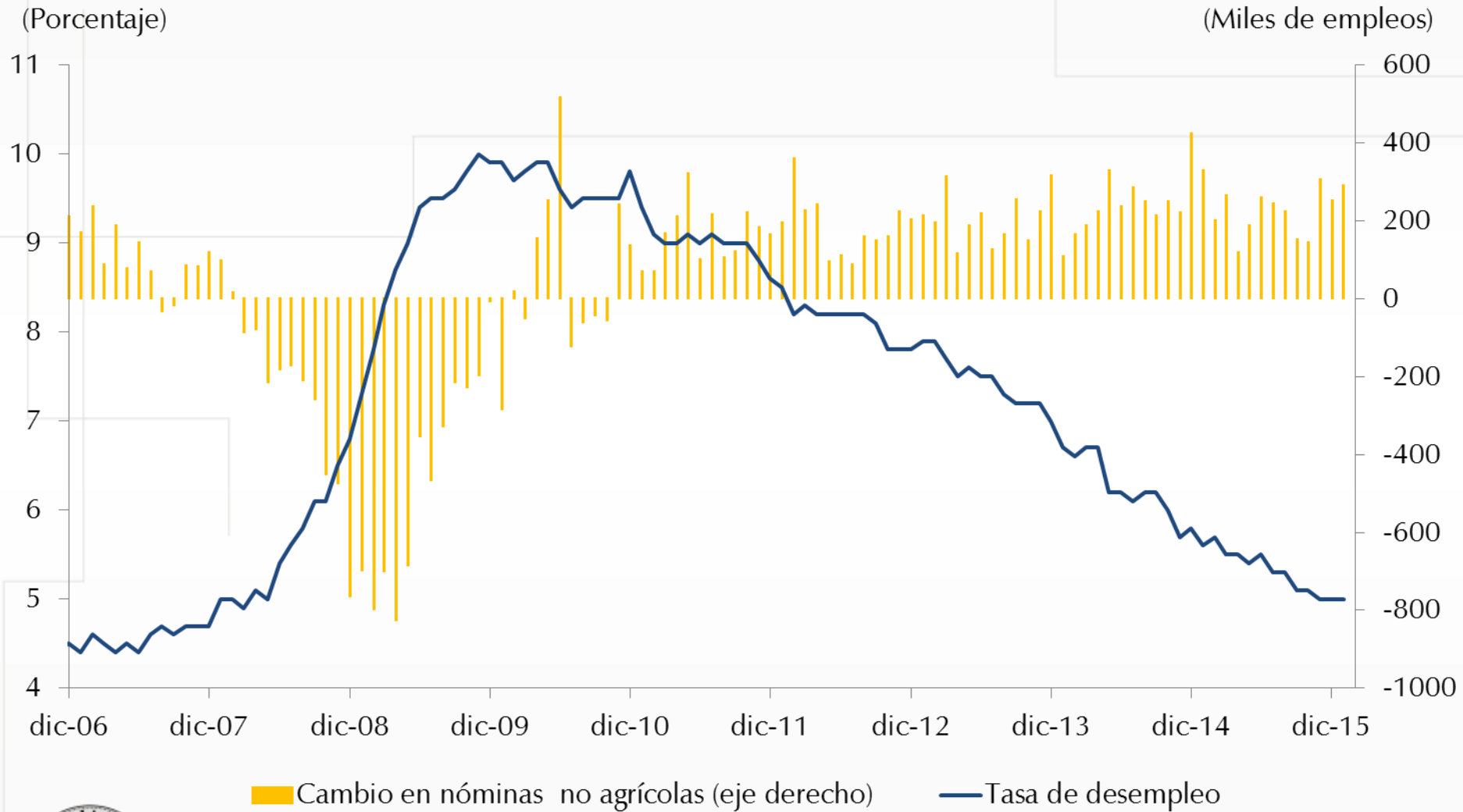
# **1. Contexto externo: prosiguen las sombras**



- PIB 2015 +2,5%. En 2016 sería igual. Impulso proviene del consumo interno por ‘efecto riqueza’ debido al repunte de precios de la vivienda y a la fuerte caída de los combustibles que ha incrementado el ingreso disponible de los hogares
- Pero con inflación de 0,7%, aún muy inferior a su meta del 2%, por combustibles y revaluación
- Su tasa de desempleo (10,8% en octubre de 2008) en 5%, cerca de la ‘NAIRU’, o del nivel de pleno empleo
- Reajustes adicionales de la tasa FED durante 2016



# EU: tasa desempleo en 5%, llegando a su nivel 'natural'



# Zona del Euro: aún bajo el acoso de la deflación

- PIB 2015 +1,5% y pronóstico para 2016 +1,6%
- El desempleo sólo ha bajado de 11,5% a 10,5%
- La inflación subió a +0,4%, pero aún lejos de la meta del 2%
- BCE: tasa de interés se mantiene en 0,05%, y profundizando sus programas de relajamiento monetario (*'quantitative easing'*) tratando de acercarse a la meta de inflación



## Japón y GB: también bajo el acoso de la deflación

- Japón PIB 2015 +0,6%, desempleo 3,3%, e inflación de sólo +0,3%, principalmente por combustibles. Su BC ha adoptado tasas de interés negativas y aumentado sus programas de '*quantitative easing*'
- Gran Bretaña también muy cerca de la deflación (+0,2%), pero con crecimiento de salarios del 2,5%, desempleo del 5,1% y PIB 2015 +2,4%

PIB 2015 +6,9%, el más bajo en 25 años. En 2016 sería +6,4%.

¿Encaminándose hacia el +5%? Creciente preocupación por:

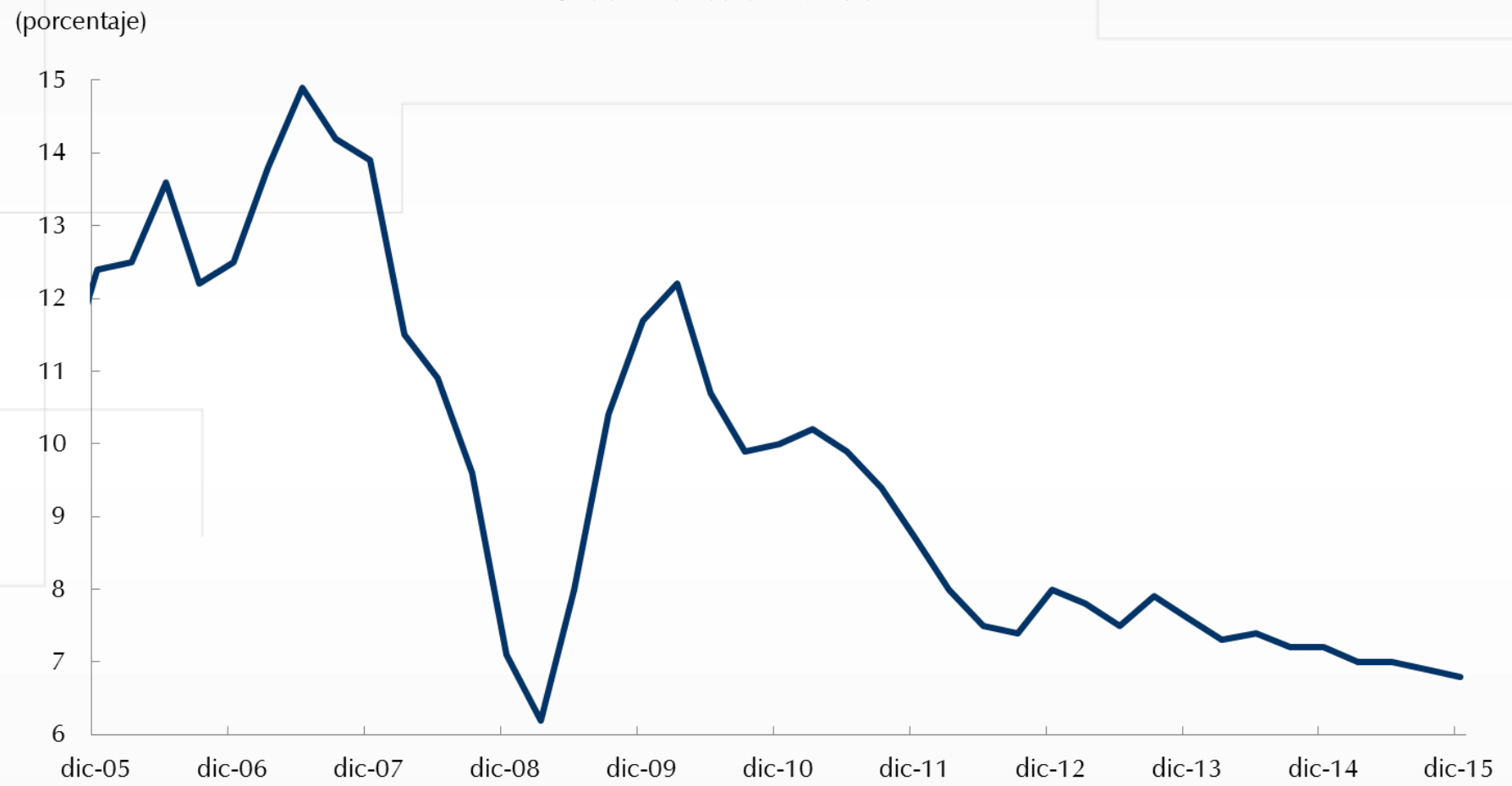
- El motor que la sostiene, el sector financiero
- Crecimiento desbordado del crédito y el endeudamiento de gobierno, empresas y hogares (250% sobre PIB)
- Caída de los precios de la vivienda nueva y usada
- Debilitamiento de la demanda interna
- Desplome de las bolsas de Shanghai y Shenzhen



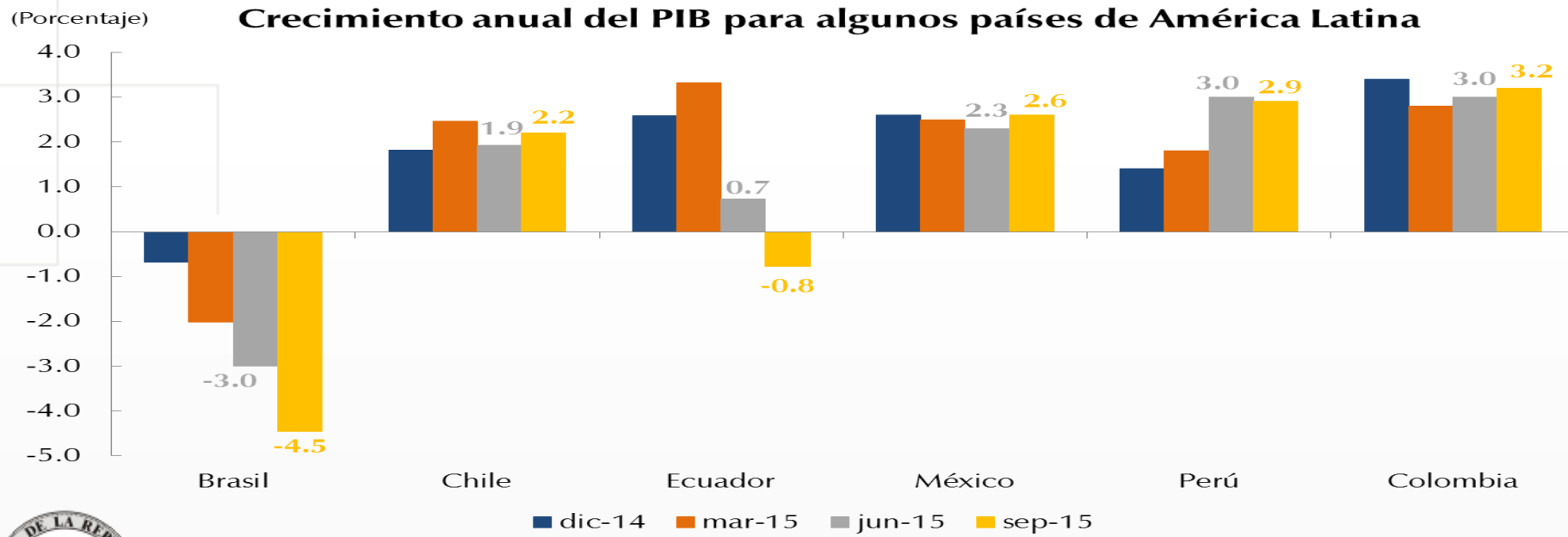


# La desaceleración de China es estructural

## Crecimiento anual del PIB



**A. Latina: PIB de Brasil cayó en 2015 - 3,8% con inflación de 10,5% (en 2016 caería - 3,5%). Chile +2,1% (y + 2,1%). México +2,4% (y +2,7%). Perú +2,8% (y +3,2%). Colombia +3% (y +2,5%). Venezuela -15%, con inflación de 500% - 700% (según el FMI). Ecuador entrando en recesión 0% (y - 0.8%)**



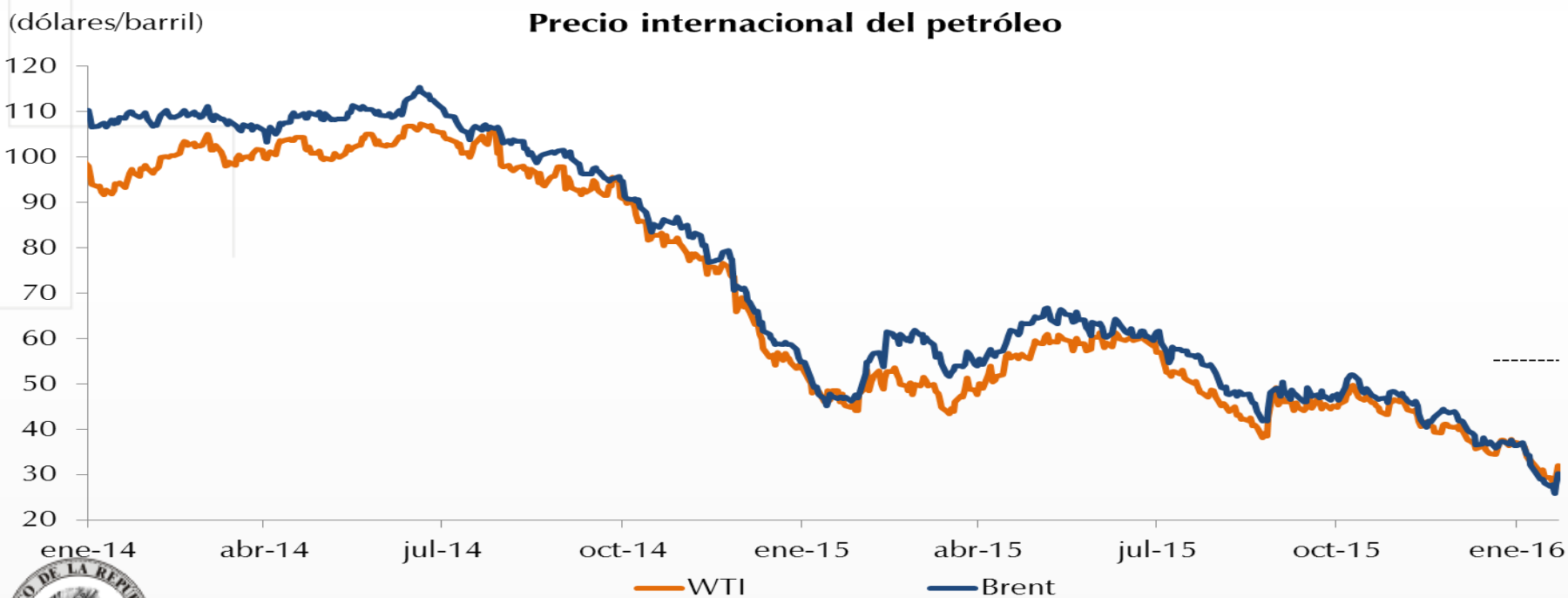
## **2. Comercio exterior: ‘enfermedad holandesa’ y déficit de la cuenta corriente - nuestro talón de Aquiles -**



# ‘Flor de un día’ (2004 - 2013) y ‘enfermedad holandesa’

- En sólo una década el sector minero-energético sorprendió al haber pasado de menos de 2% a 8% del PIB, superando al agro, y al haber llegado a generar 70% de las exportaciones
- Alcanzó el 85 % de la inversión extranjera directa de la balanza cambiaria, y un tercio de la de la balanza de pagos
- Es la principal fuente del mercado de divisas
- En 2013 llegó a aportar cerca de 1/5 del recaudo de impuestos del Gobierno, incluyendo los dividendos de Ecopetrol
- Resultado: fuertes presiones revaluacionistas y el consiguiente debilitamiento de los sectores transables (agro e industria), acompañado de la ampliación del déficit de la cta. cte., en especial a partir de 2005. Esto es la enfermedad holandesa

**Fin de la fiesta: fin de la renta petrolera del Gobierno. En 2013 llegó a 3,3% del PIB (20% de su recaudo), hoy en cero. O sea, 'hueco fiscal' de 3,3% del PIB (20% de su recaudo). Su precio cerca de USD 30 , el más bajo en 13 años...La edad de piedra terminó antes de que se acabara la piedra...Lo mismo le sucederá al petróleo...**

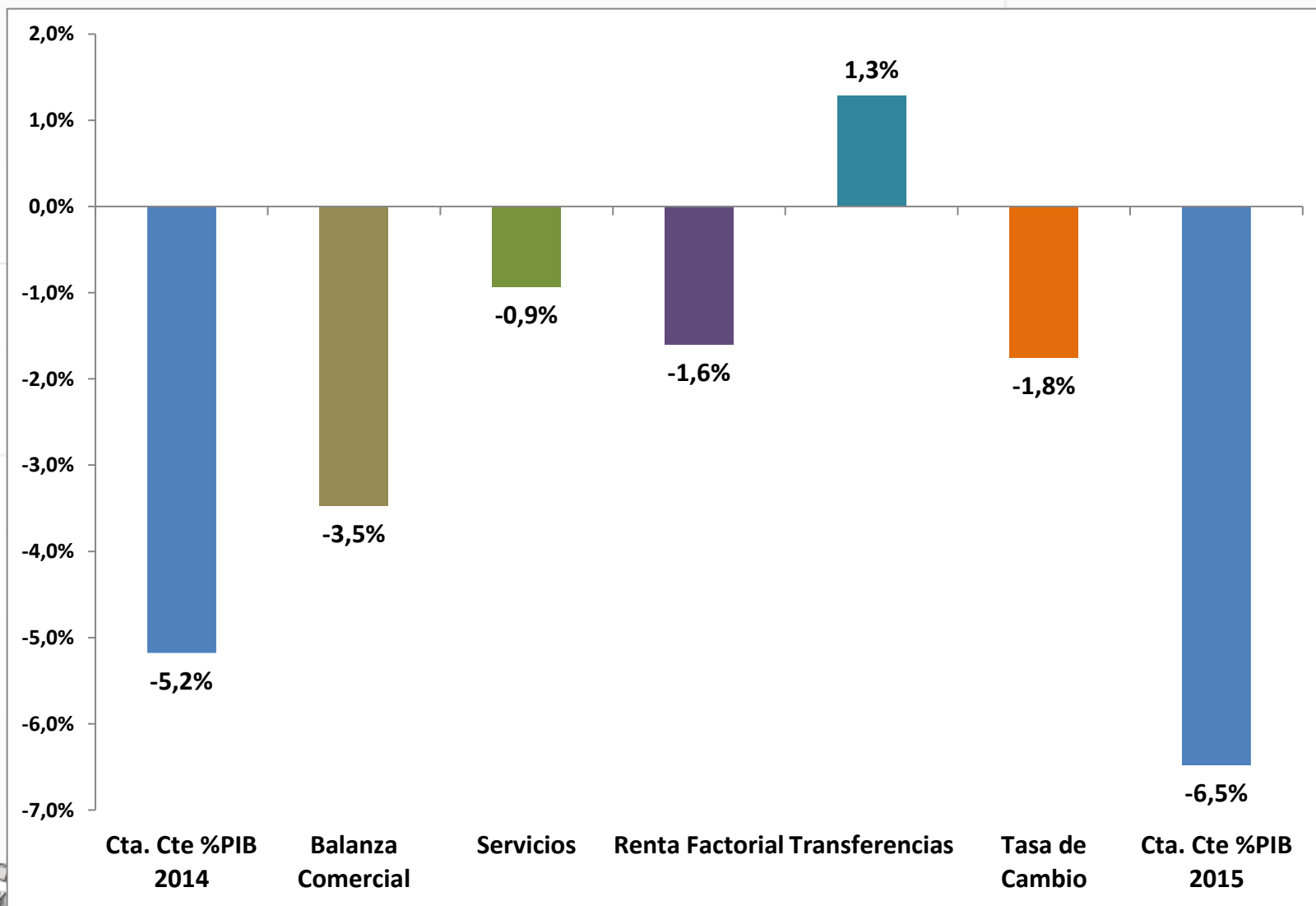


# Resultante ampliación del déficit de la cuenta corriente, el talón de Aquiles de la economía

- El déficit en 2014 fue 5,2% sobre PIB, y terminaría en 2015 en 6,5%: la gran 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
- En 2015 la IED en petróleo y minería de la balanza cambiaría cayó - 35% y la de portafolio - 64% vs 2104. En tanto que la cartera en moneda extranjera en -14%



# Descomposición del déficit en Cuenta Corriente

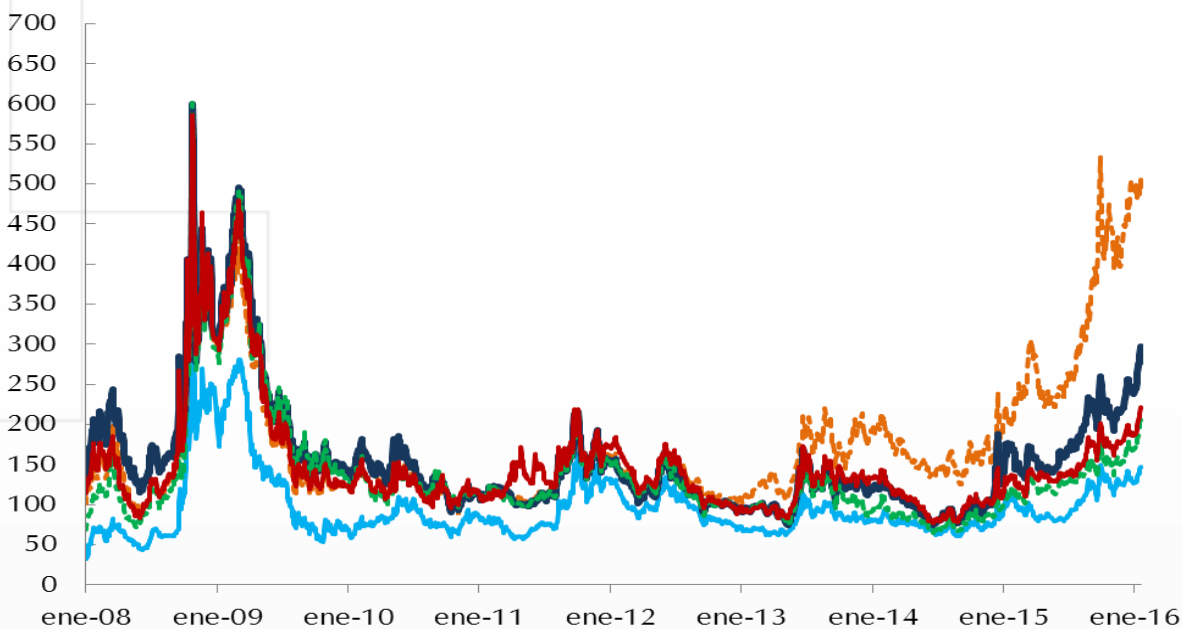


# Las primas de riesgo de América Latina se han incrementado en los últimos meses, principalmente en Brasil y Colombia. El de Colombia, doblando a la que ostentaba durante el *boom* y la más alta en 7 años

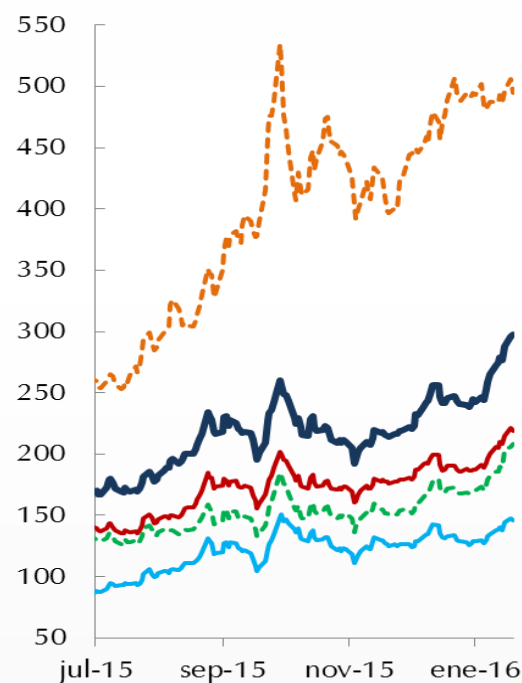
(Puntos básicos)

## Credit Default Swaps a cinco años para algunas economías de América Latina

(Puntos básicos)



(Puntos básicos)



--- Brasil    — Chile    — Colombia    --- México    — Perú





**Real brasilero y pesos argentino y colombiano, los más devaluados. Pero nuestra tasa de cambio aún se halla dentro del rango de equilibrio y es coherente con los ‘fundamentales’ de la economía . Lo excesivo fue la revaluación, no la devaluación. Para absorber choques externos, hay que preservar el régimen de flotación**

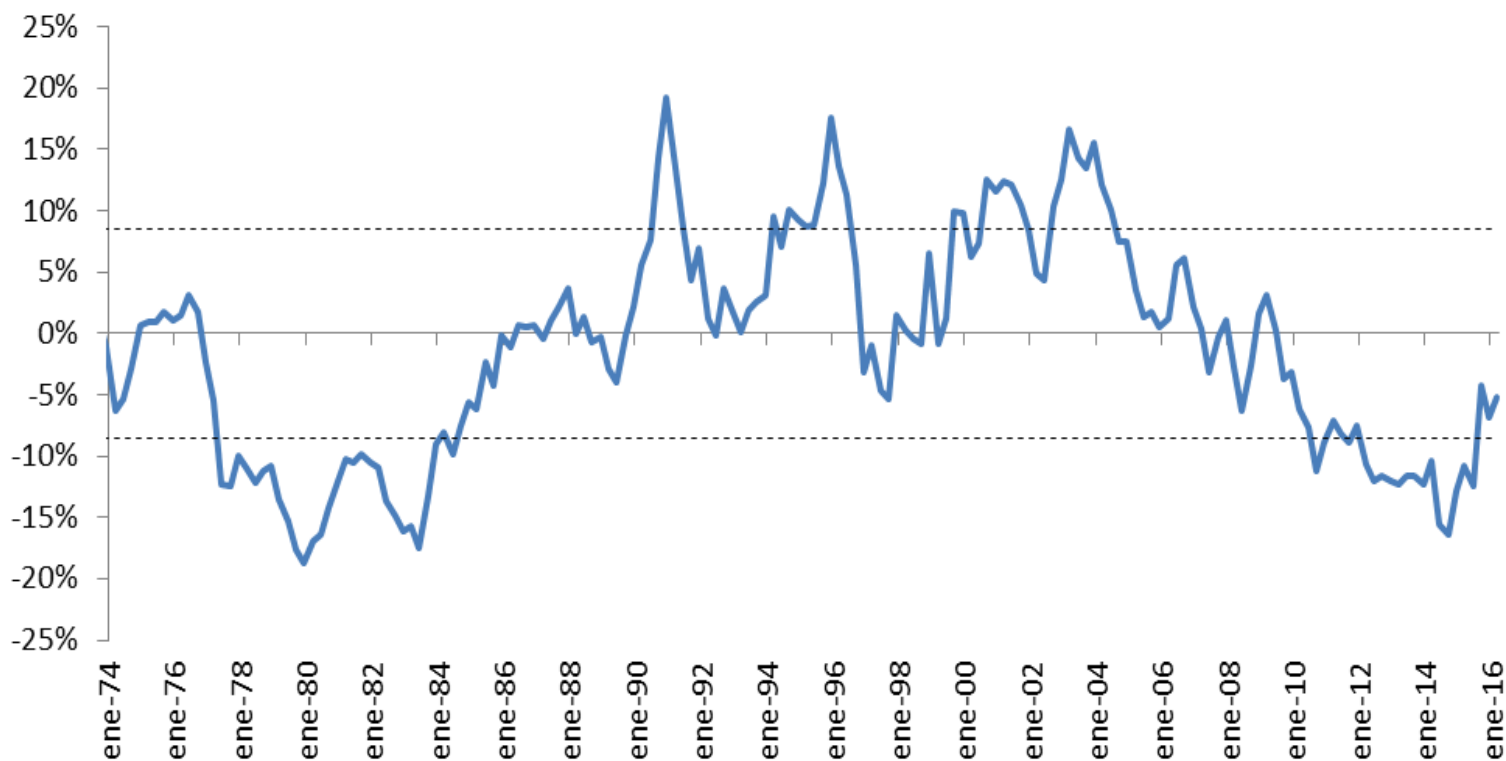
01-feb-16

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	1,27%	-2,10%	4,80%	4,80%	13,81%	36,33%	65,03%	87,30%
Colombia Tasa Ultima a las 13:00:00	1,28%	-2,09%	4,81%	4,81%	13,82%	36,34%	65,04%	87,32%
Brasil	-0,62%	-2,83%	0,35%	0,35%	14,51%	52,61%	64,96%	102,44%
México	0,78%	-1,92%	5,70%	6,04%	11,95%	23,33%	36,53%	43,84%
Argentina	1,19%	2,32%	9,18%	9,18%	53,48%	63,43%	76,08%	181,73%
Peru	0,29%	0,52%	2,01%	2,01%	9,02%	14,44%	23,60%	35,16%
Uruguay	-0,03%	0,15%	3,52%	3,78%	8,93%	27,68%	39,80%	63,22%
Chile	0,06%	-1,20%	0,49%	0,49%	5,01%	13,46%	30,09%	50,91%



**Según los modelos, el peso aún estaría desalineado (en - 5,3%) con relación a la tasa de cambio real de equilibrio. O sea, todavía revaluado**

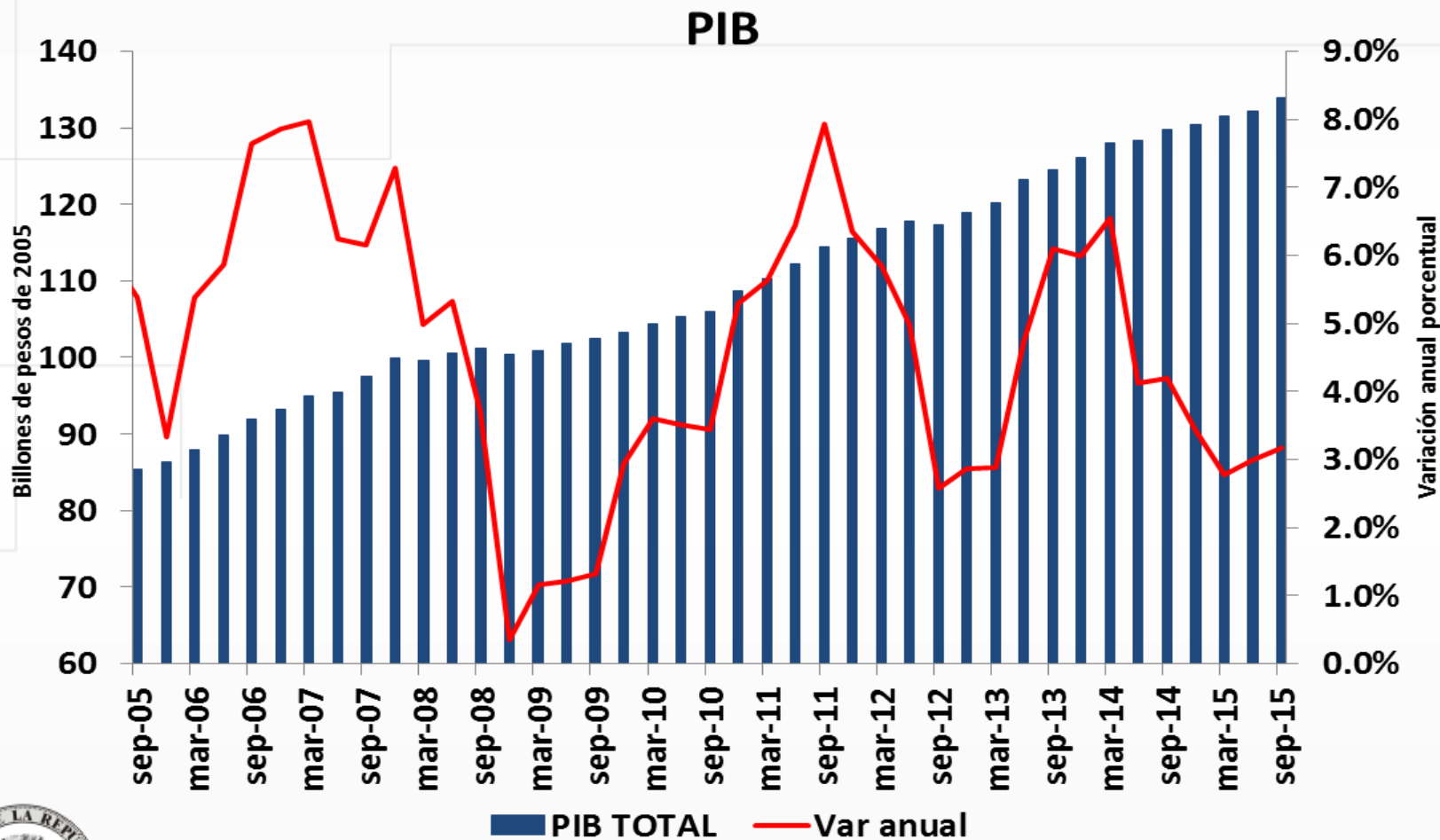
**Desalineamiento promedio estimado de la TCR**



### **3. Crecimiento: consiguiente y esperada desaceleración**

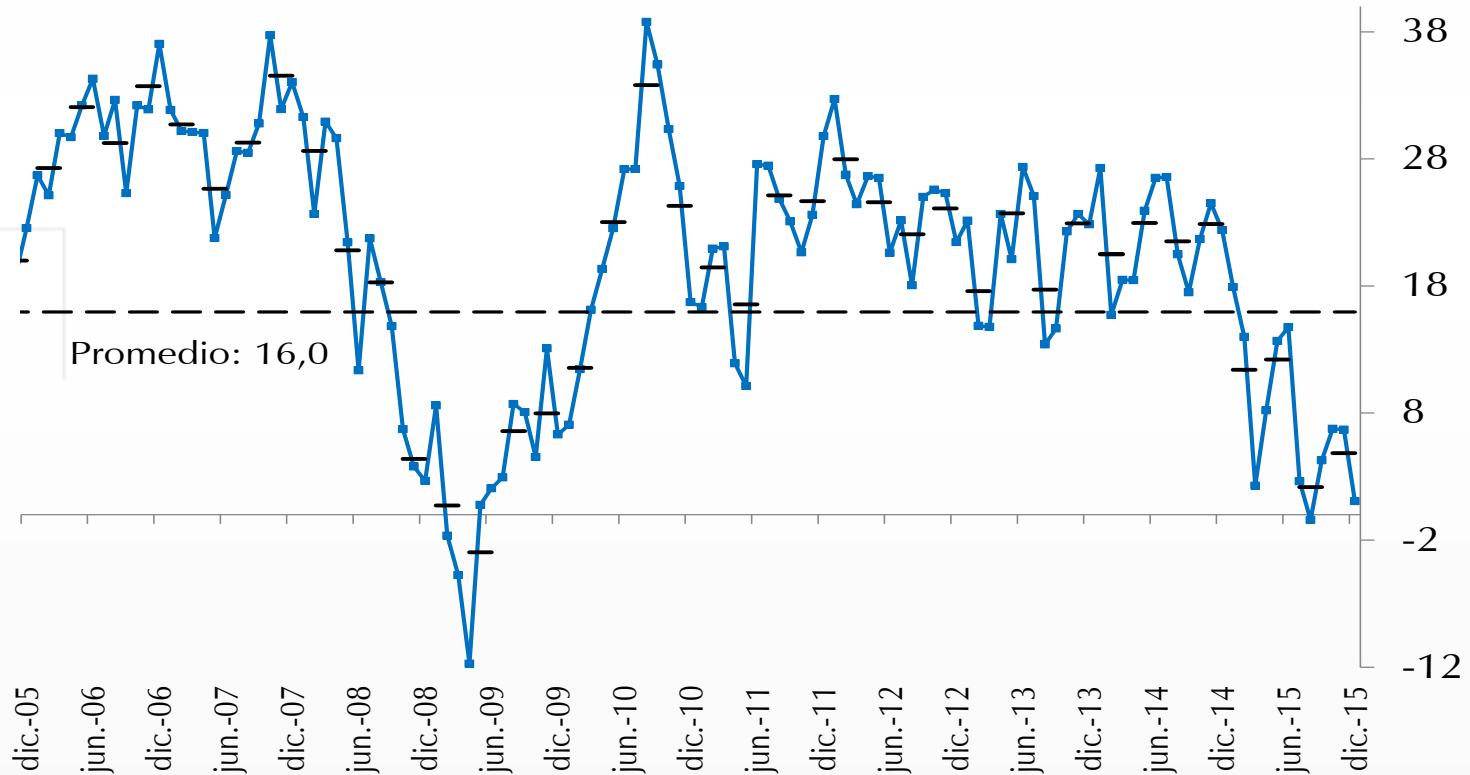


**El primer trimestre de 2015 el PIB creció 2,8%, el segundo 3% y el tercero 3,2%. Se espera que en año completo 2015 alcance 3%. En 2016, 2,7%**



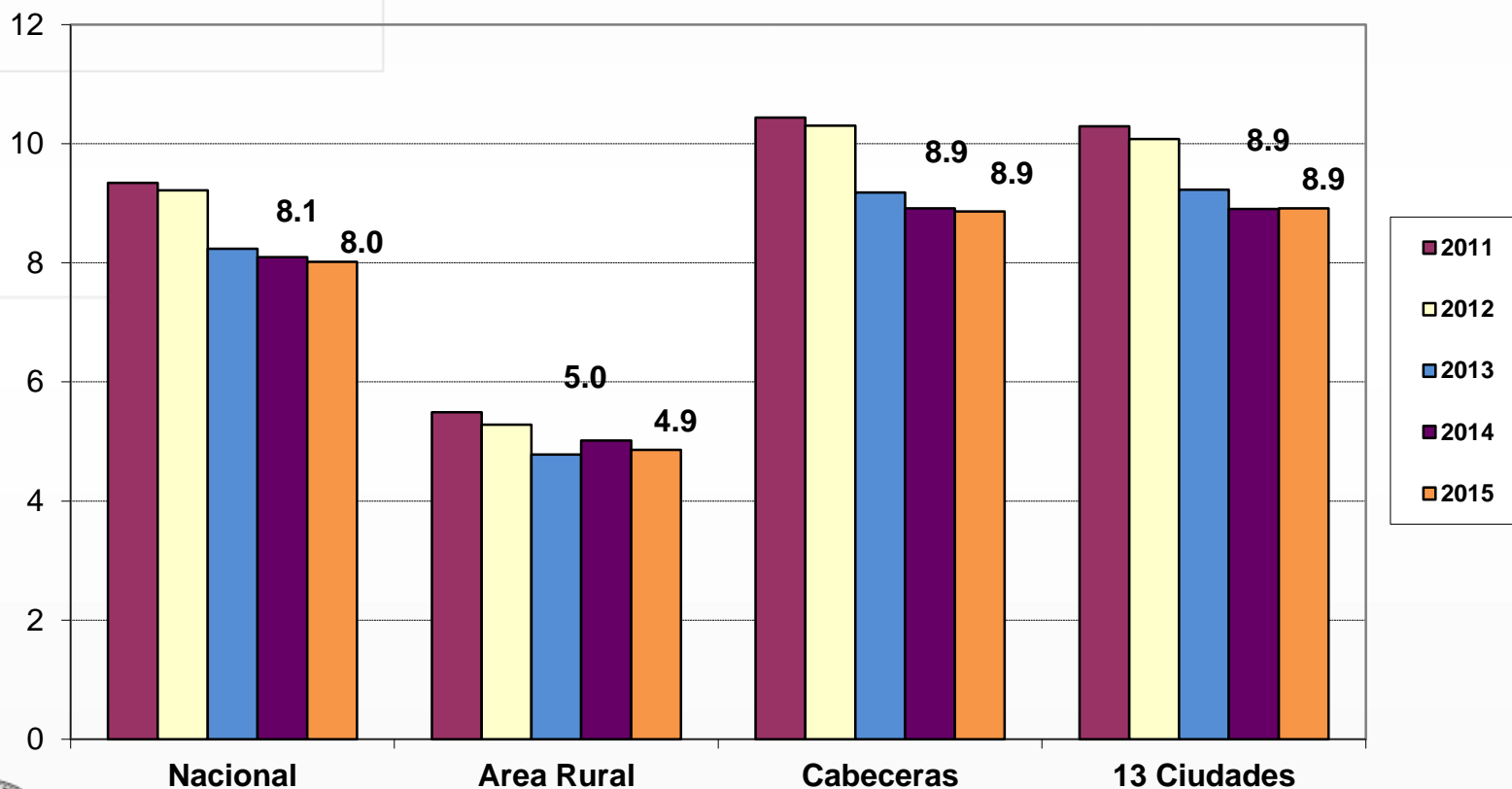
# En diciembre el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) cayó frente a octubre y noviembre, significativamente por debajo de su promedio histórico

Índice de Confianza del Consumidor (Fedesarrollo)



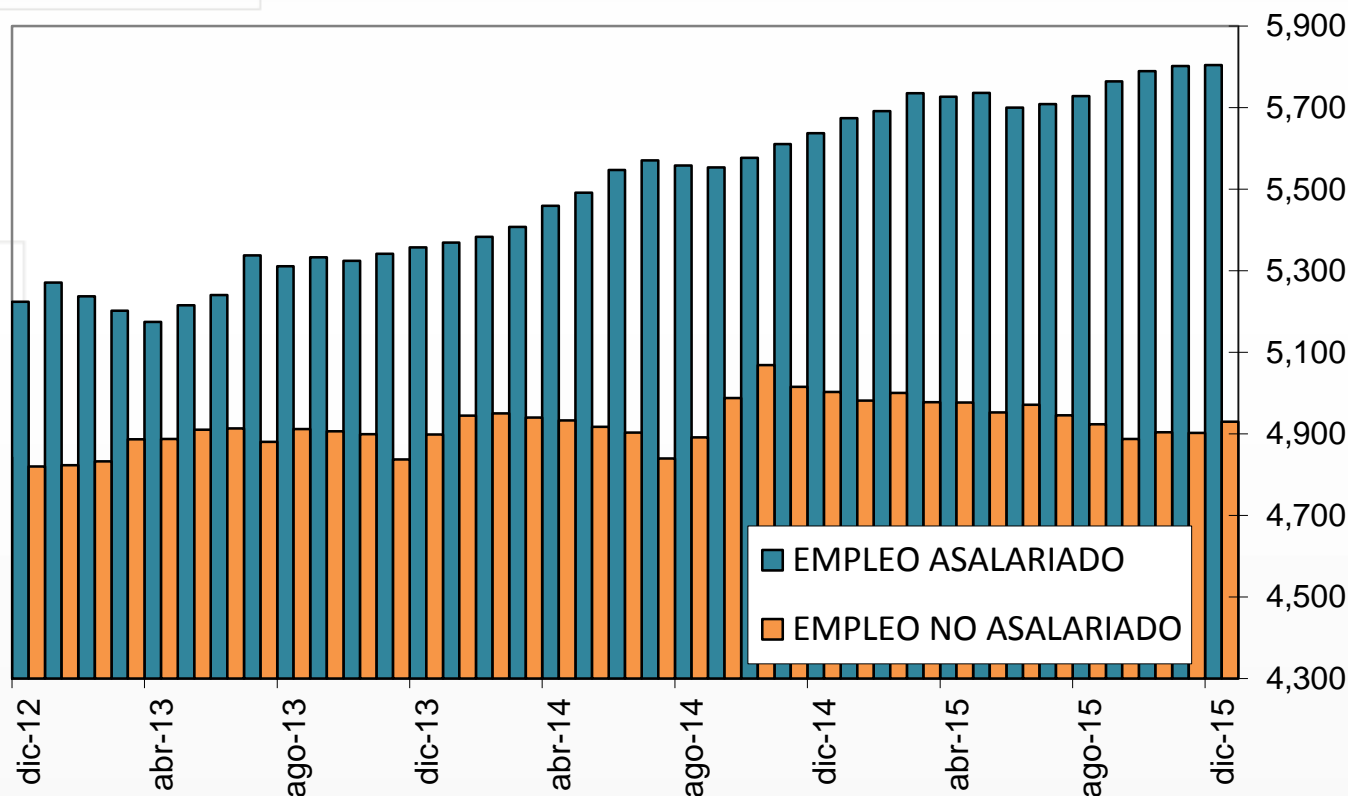
# En el trimestre móvil octubre – noviembre - diciembre la TD en las áreas urbanas no varió, y en la rural y a nivel nacional el cambio fue mínimo

Tasa de desempleo  
(octubre-noviembre-diciembre)



# El empleo asalariado con tendencia positiva y el no asalariado con tendencia decreciente

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



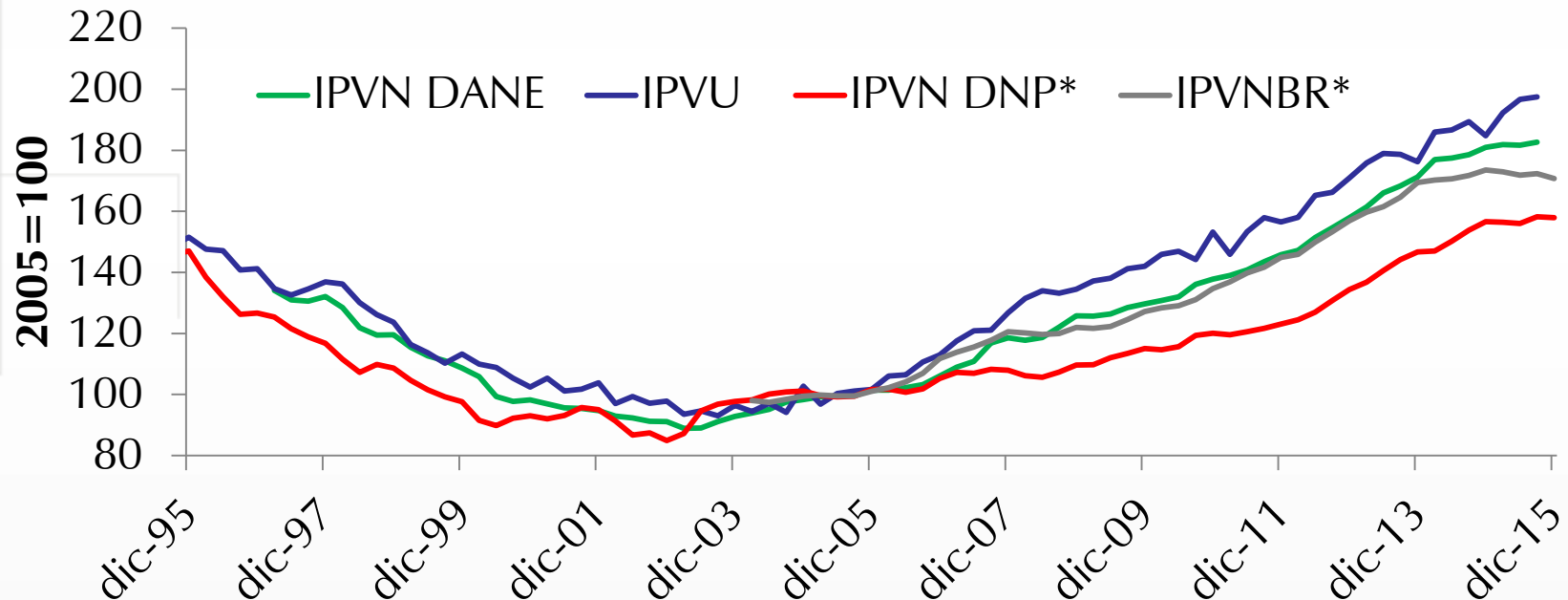
Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.

## **4. Comportamiento de la vivienda**





**Índices de precios de la vivienda (relativos al IPC): notable crecimiento durante el *boom* minero energético 2004-2013, masivas entradas de capital extranjero y consecuente expansión crediticia. Pero tras el fin del *boom*, su pendiente se ha morigerado**



\*A Diciembre 2015

Fuentes: DANE, DNP y Banco de la República

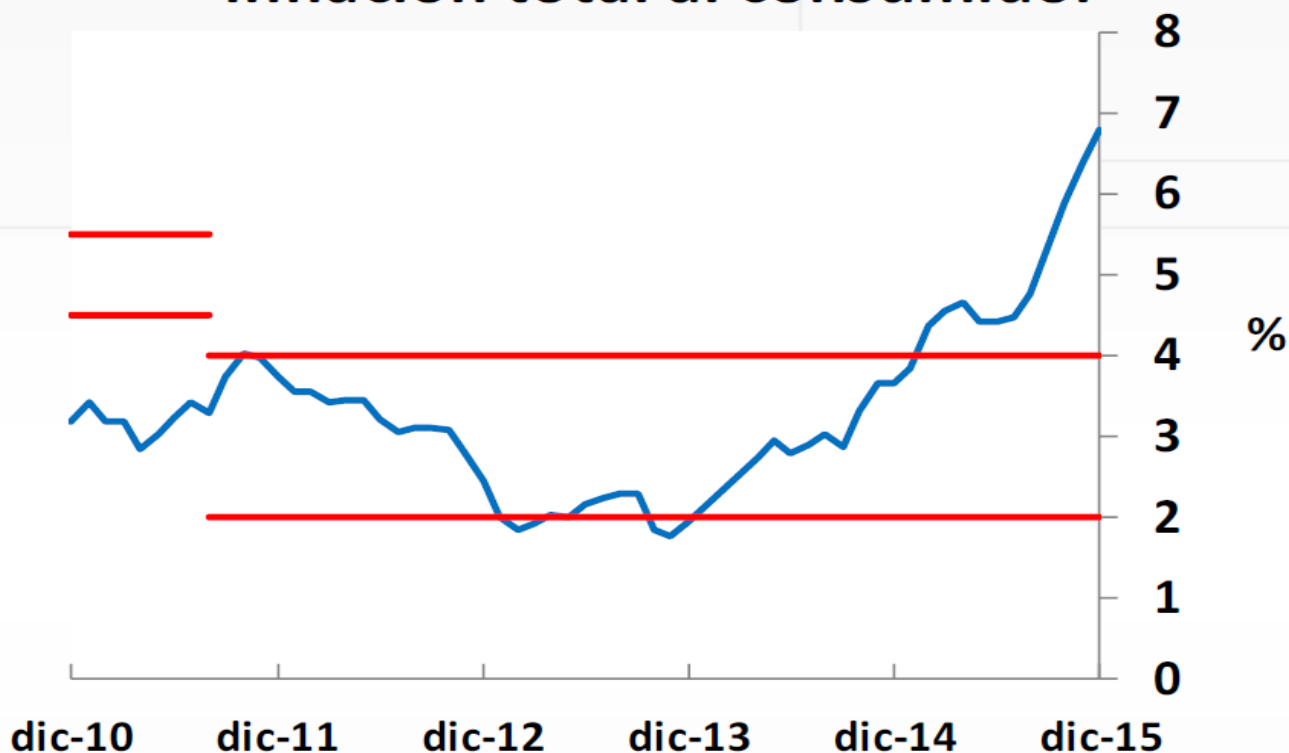
## **4. La respuesta de la política monetaria**



**Inflación a diciembre – 6,8% anual -, la más alta desde abril de 2009 y por undécimo mes consecutivo por encima del límite superior del rango meta (2% - 4%), y 2,3 veces la meta puntual del 3%**

### Inflación total al consumidor

<b>dic-15</b>	<b>6.77%</b>
<b>nov-15</b>	<b>6.39%</b>
<b>oct-15</b>	<b>5.89%</b>
<b>sep-15</b>	<b>5.35%</b>
<b>ago-15</b>	<b>4.74%</b>



— Total

— Rango Meta

**Ciertamente la inflación anual de alimentos (10,9% a diciembre) ha sido la que más ha jalonado la total. En teoría se trata de choques de oferta transitorios ante los que en principio no debería reaccionar la política monetaria. A no ser que se afecten las expectativas de inflación (que se hallan desancladas de la meta)**

**Inflación anual de Alimentos**



dic-15	10.85%
nov-15	9.81%
oct-15	8.80%
sep-15	7.30%
ago-15	6.11%

**Sin embargo, ya no es sólo por la de alimentos. Aún la inflación sin alimentos, que hace un año era 3,4%, se ha trepado al 5,2%. Excluyendo además regulados, en el último año se dobló, pasando de 2,8% a 5,4%**

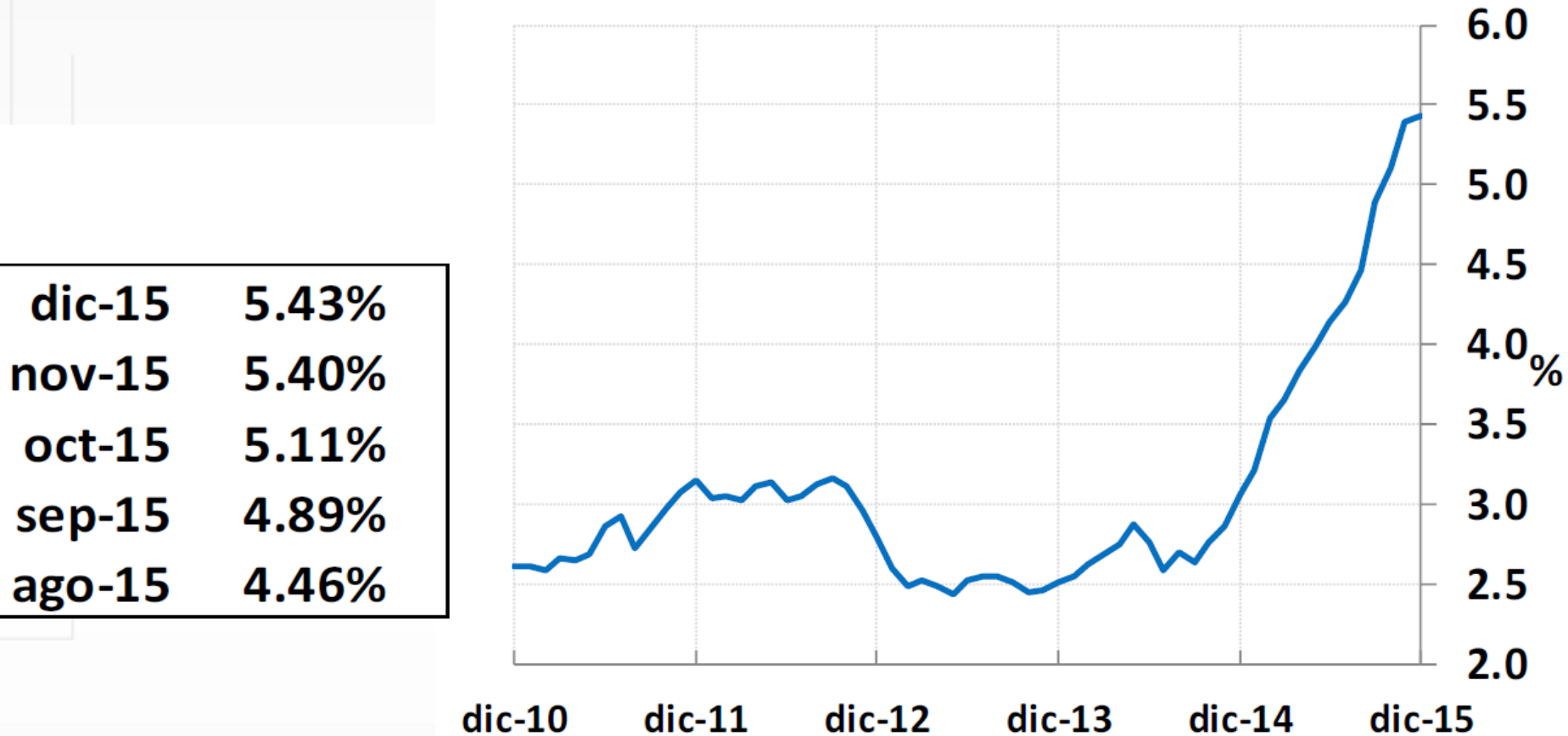
### Inflación anual sin Alimentos

dic-15	5.17%
nov-15	5.05%
oct-15	4.75%
sep-15	4.58%
ago-15	4.20%



**El promedio de las básicas aumentó en diciembre por décimo quinto mes consecutivo. Hace dos años era 2,5%. Hace uno 3,1%. Hoy se sitúa en 5,4%**

## Indicadores de inflación básica



dic-15	5.43%
nov-15	5.40%
oct-15	5.11%
sep-15	4.89%
ago-15	4.46%

— Promedio de 4

La persistencia del aumento de todos los indicadores relevantes de la inflación anual, cada vez más distantes del límite superior del rango meta fijado por la Junta, – el IPC, la inflación sin alimentos, la inflación sin alimentos ni regulados, la de transables, la de no transables y el promedio de las básicas –, evidencia la existencia de presiones inflacionarias de demanda



Entretanto, la tasa de interés real de intervención del Banco se ha mantenido cerca de cero desde principios del año pasado



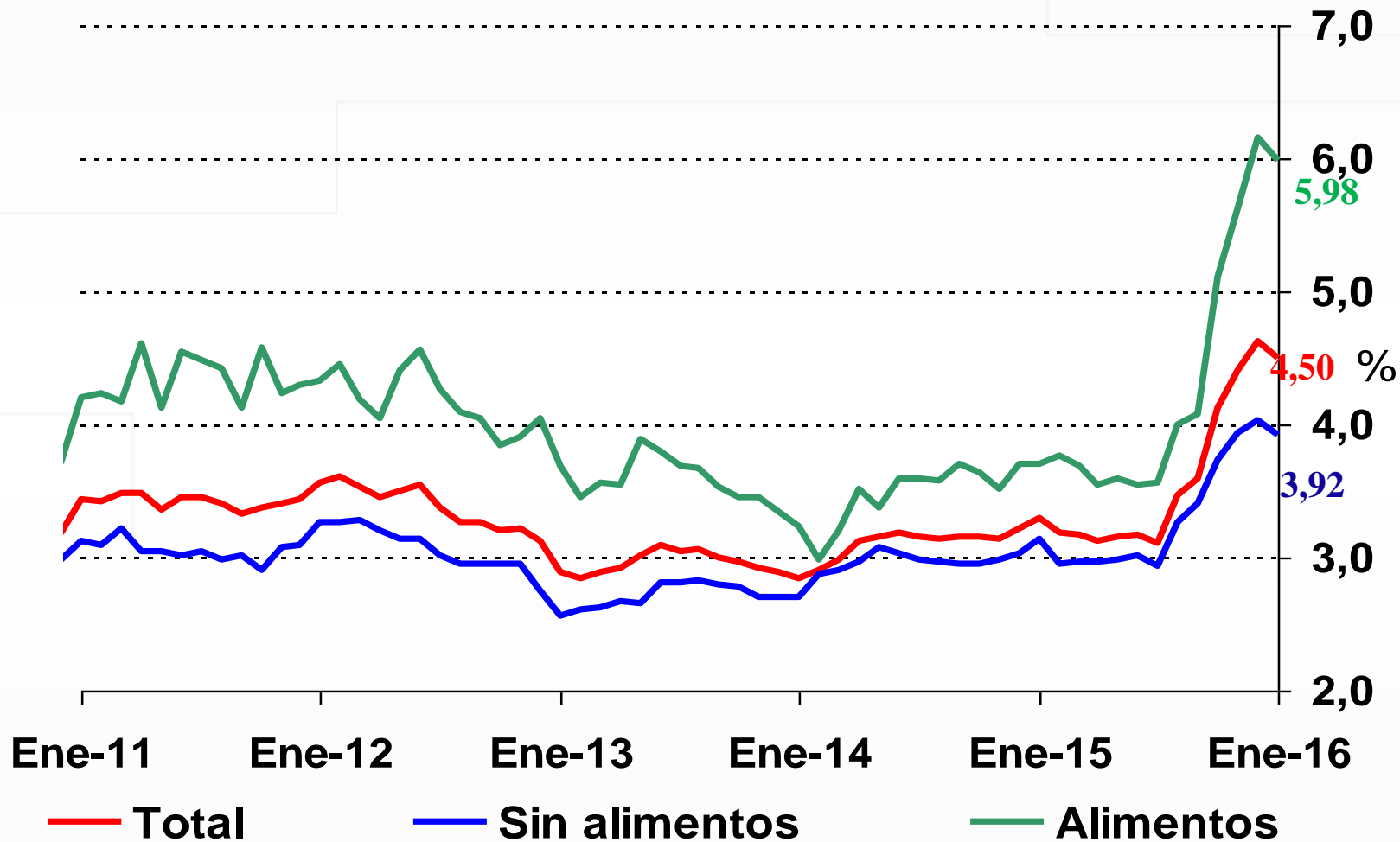


# El 'des-anclaje' de las expectativas de inflación

- Tanto las encuestas como los modelos probabilísticos del Banco arrojan evidencia de que las expectativas de mediano plazo se hallan técnicamente desancladas del objetivo fijado por la Junta
- Ello indica que la credibilidad pública en la autoridad monetaria y en su política se halla lesionada



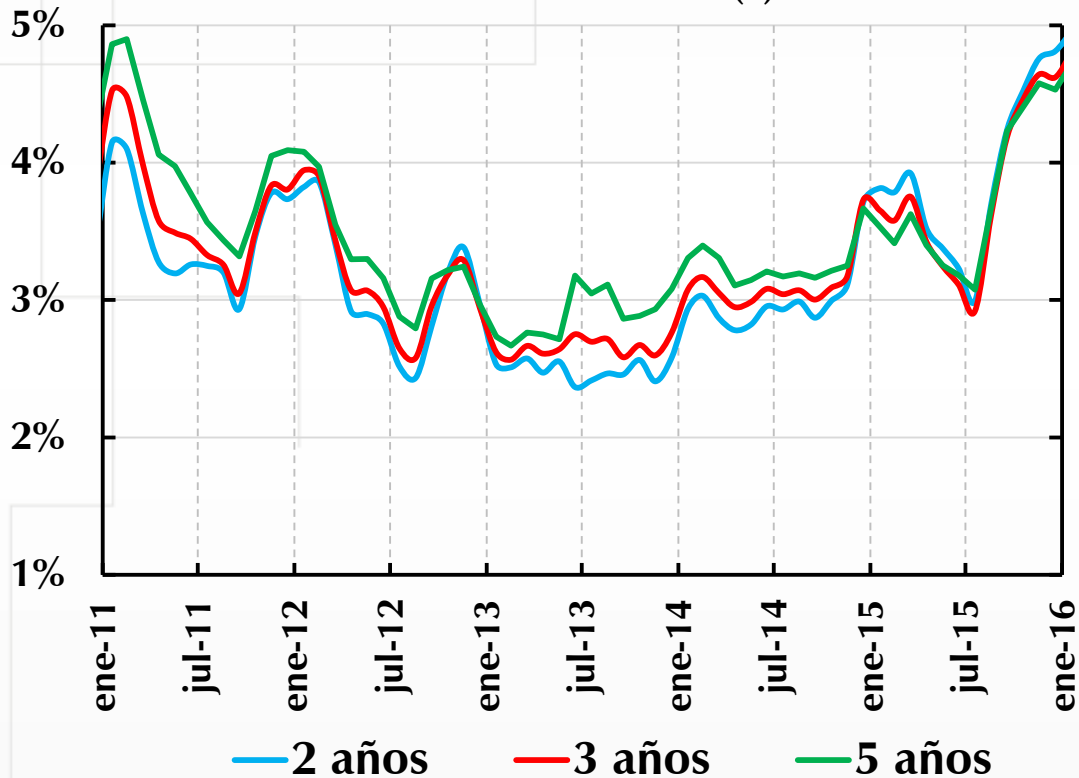
# Expectativas de inflación a un año de los analistas financieros: arriba del límite superior del rango meta



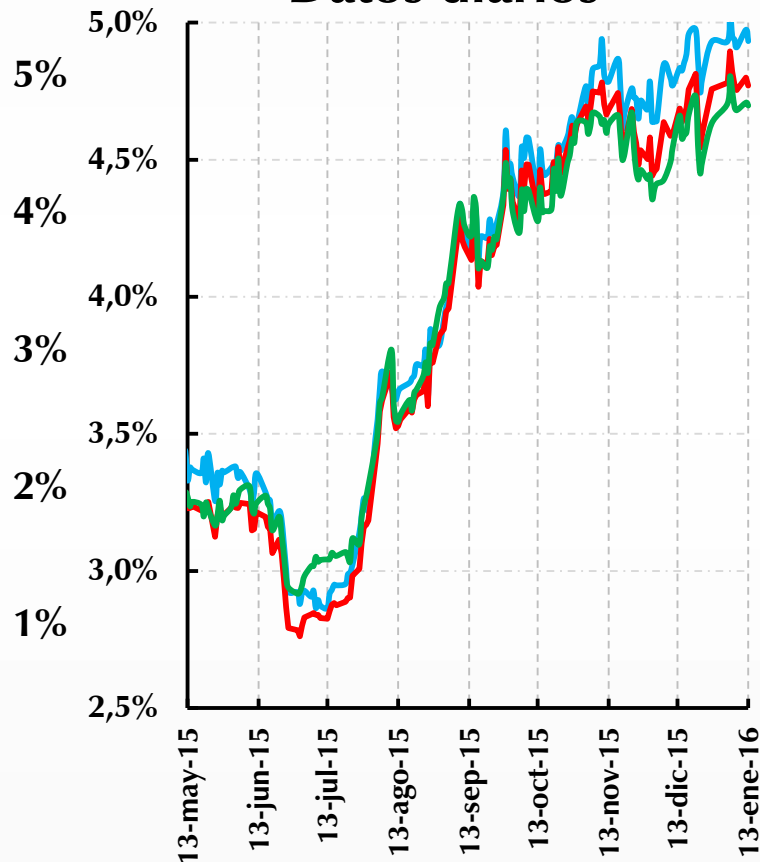
# La expectativas de inflación a mediano plazo, igualmente por encima del límite superior del rango meta

## Break-Even Inflation a 2, 3 y 5 años

Promedio mensual (\*)

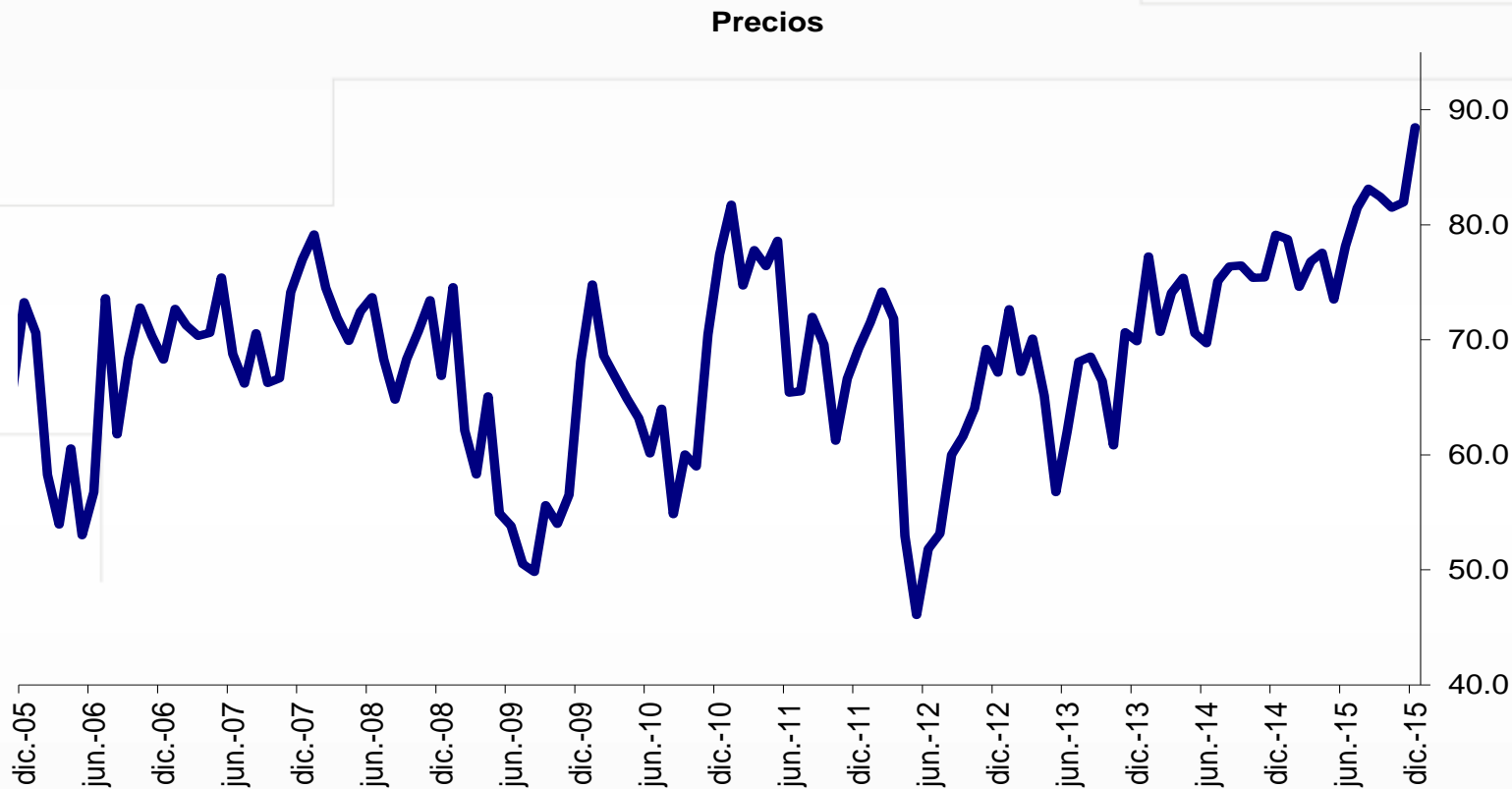


## Datos diarios



(\*) Metodología Nelson y Siegel.

# La percepción de incrementos futuros de precios llegó a su máximo histórico...la credibilidad en el cumplimiento de la meta se halla en sus mínimos



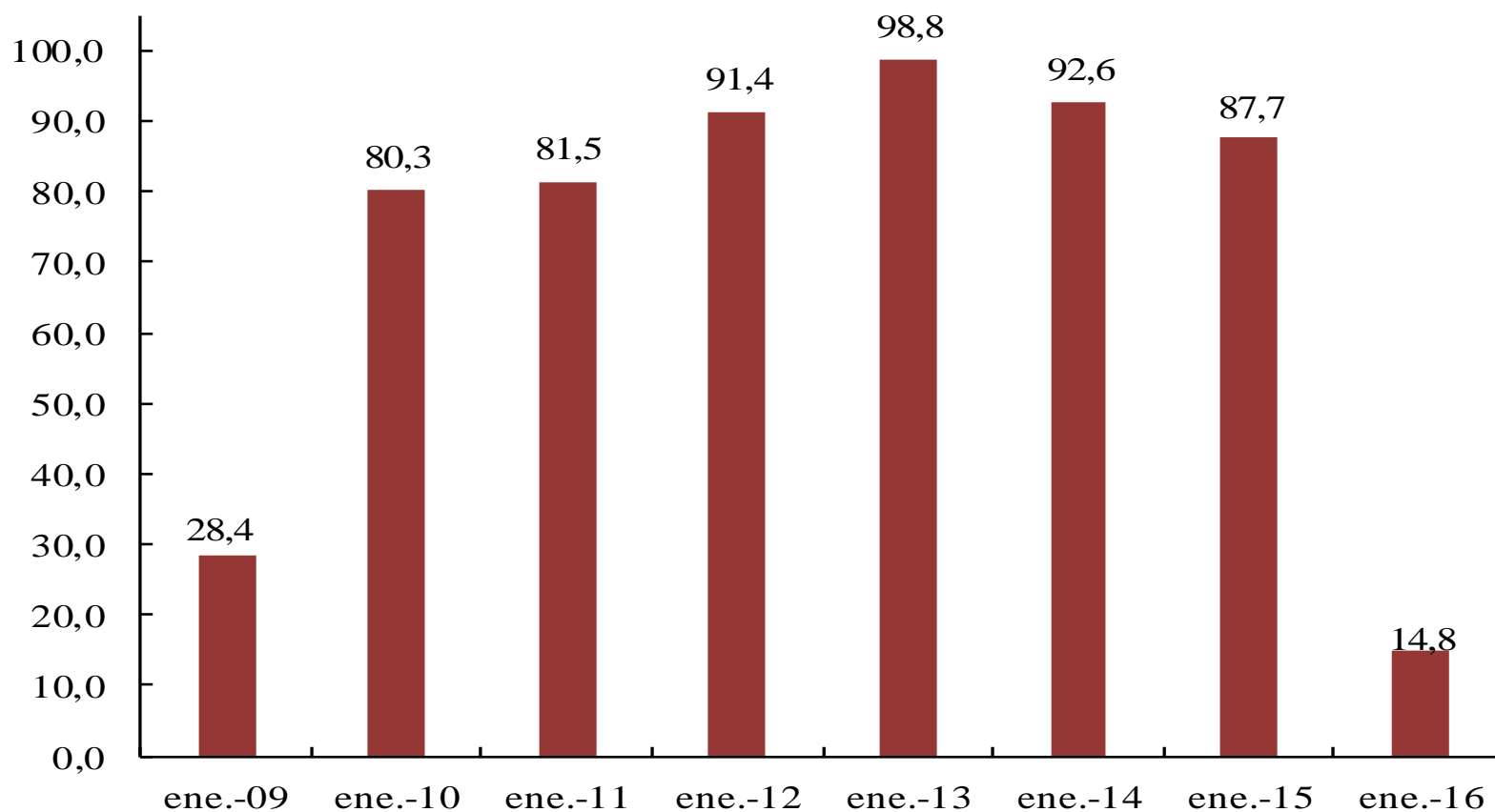
¿Cree usted que durante los próximos doce meses los precios de las cosas subirán o bajarán? (balance)



# La credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación en 2016, en su mínimo

## PORCENTAJE DE CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN de los años 2009 a 2016

(encuesta aplicada en enero de cada año)

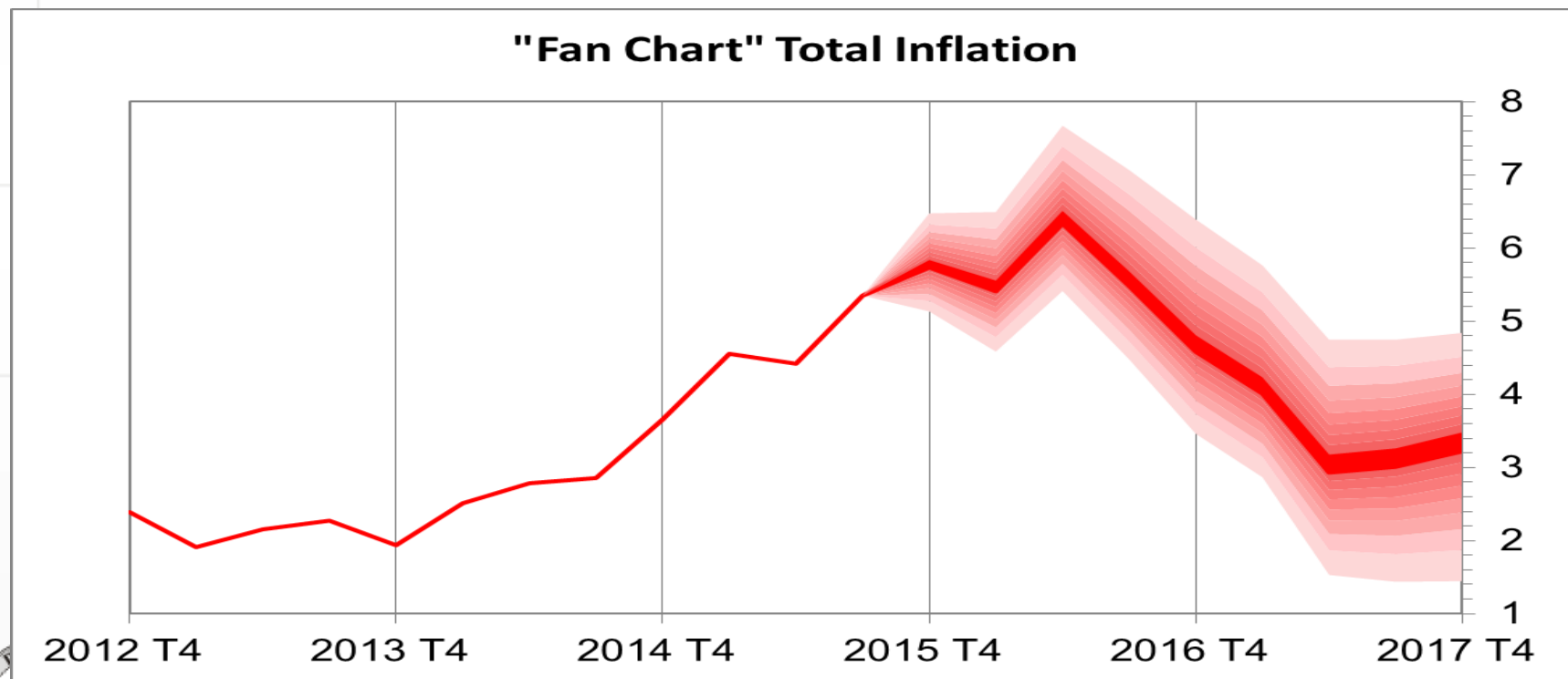


Meta: 3,5%-4,5% 4,5%-5,5%

2,0%-4,0%



**Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (Fan Chart): tocando su máximo a mediados de 2016, y a partir de allí convergiendo hacia la meta. Pero este ejercicio supone política monetaria activa. Esto es, elevación de la tasa de interés**



# Decisiones de política

- Tras haber mantenido por unanimidad la tasa de interés de intervención en 4,5% desde agosto de 2014, en julio de 2015 dicha unanimidad cesó
- La Junta de septiembre tomó la determinación de elevarla en 25 puntos básicos. Octubre en 50. Noviembre en 25. Diciembre en 25. Y enero en 25
- Reajustes adicionales son necesarios e ineludibles



**GRACIAS**

