



LA ENFERMEDAD HOLANDESA EN COLOMBIA: SÍNTOMAS, CAUSAS Y TRATAMIENTO

**ANALDEX: II ENCUENTRO LOGÍSTICO E INDUSTRIAL
DEL CARIBE**

Santa Marta, Mayo 23 de 2013

**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

A) El sector externo

B) La declinación de la industria

C) La inflación

D) La apreciación del peso

E) Regla fiscal y tasa de cambio

F) Política cambiaria y controles de capital

Algunas referencias

A. EL SECTOR EXTERNO

“Una ‘bonanza’ no debe confundirse con una bendición”

En breve tiempo 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 a ocupar el 85 % de la inversión extranjera directa.

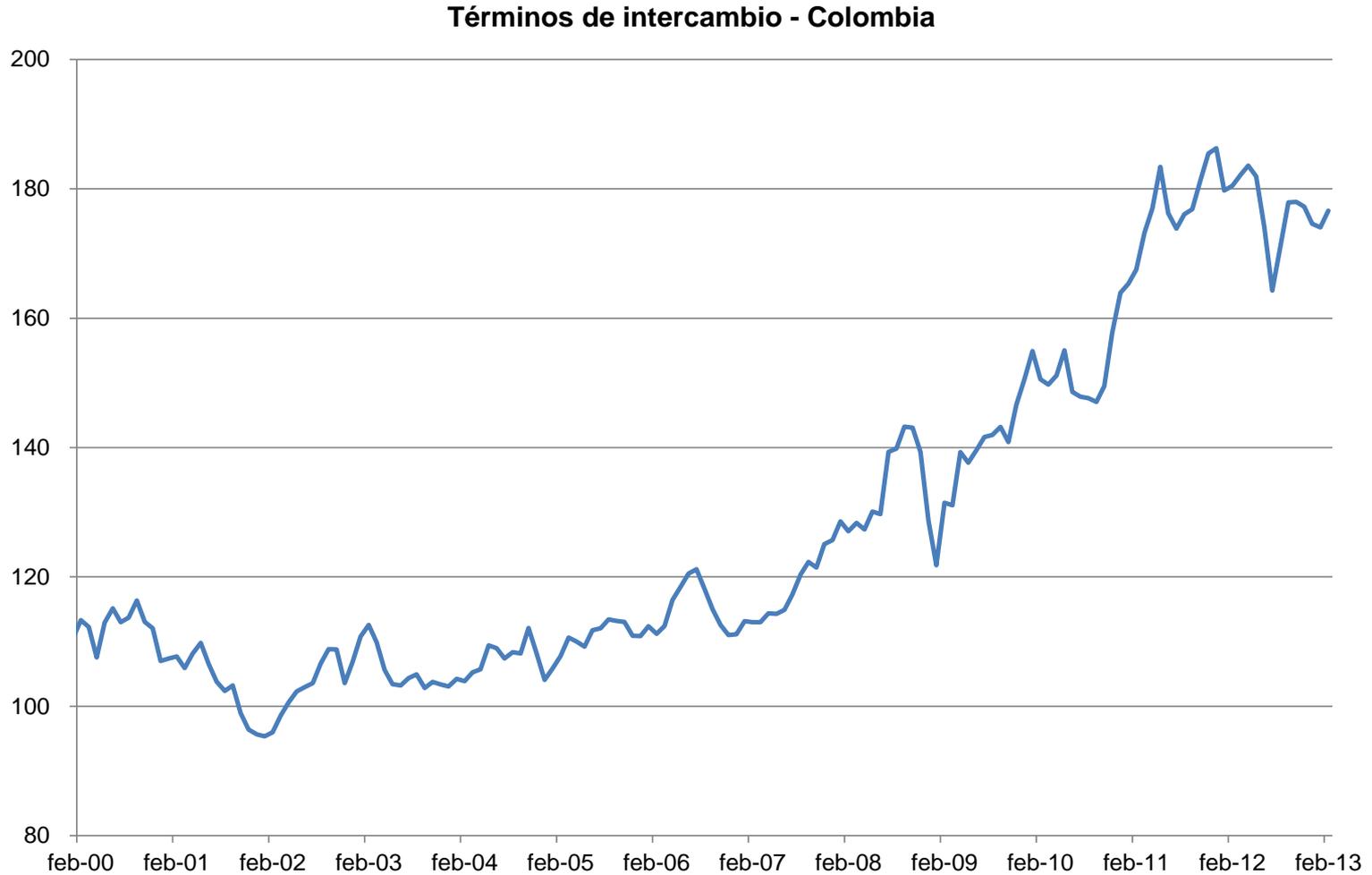
Es la principal fuente del mercado de divisas en el país

Llegó a aportar cerca de 1/4 del recaudo de impuestos del Gobierno (sin incluir los muy importantes ingresos por concepto de los dividendos pagados por Ecopetrol, ni las regalías).

Síntomas de la ‘enfermedad holandesa’

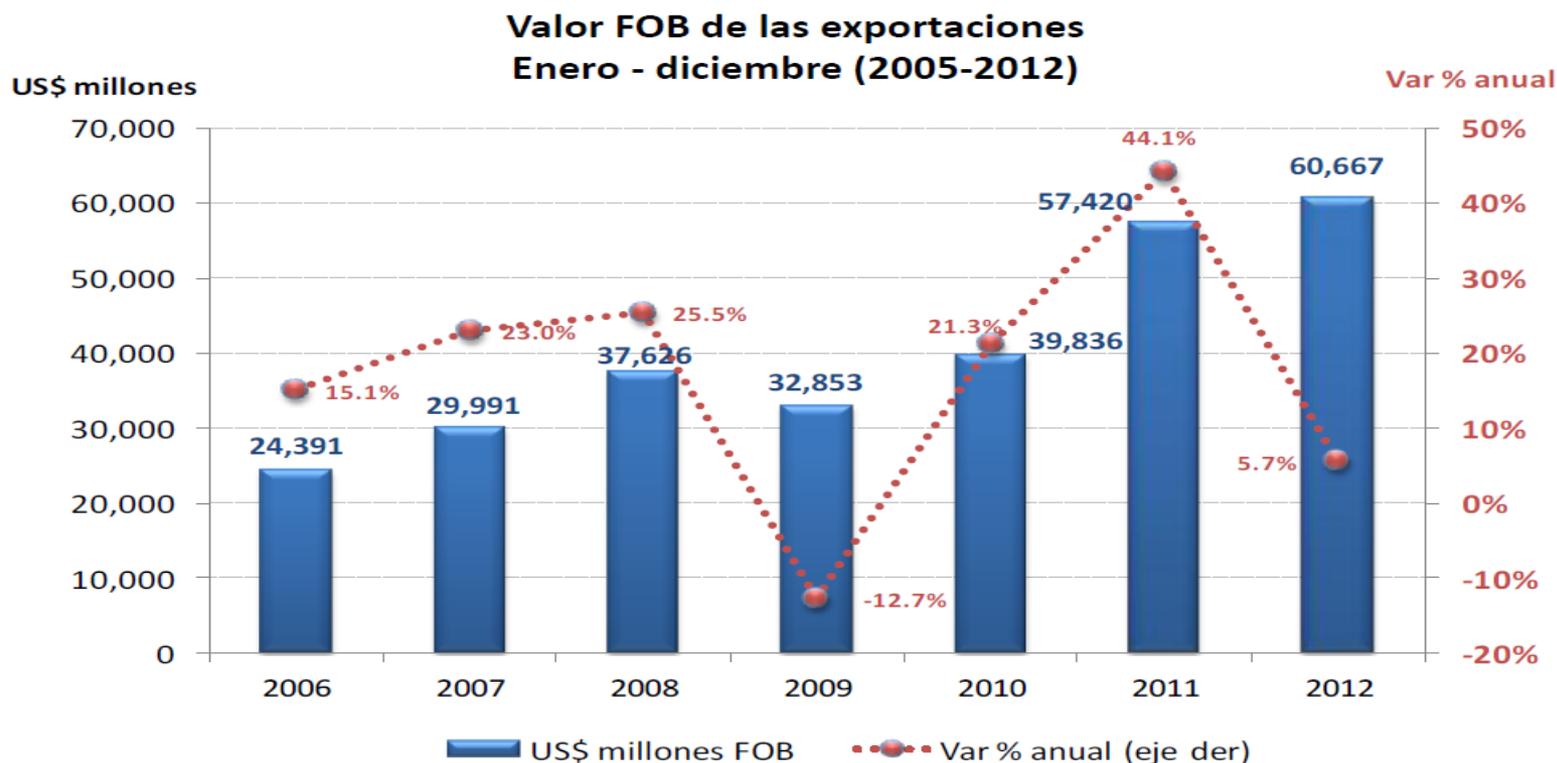
En la medida en que las entradas de capital destinadas a dichas actividades predominen sobre el resto, y, como resultado, en que de la misma forma y proporción evolucionen sus exportaciones, se provocan fuertes presiones sobre la apreciación del peso. Y el consiguiente debilitamiento de la competitividad de los sectores transables como agro e industria.

Sin embargo, los términos de intercambio han caído, aunque aún se mantienen en terreno alto



Las exportaciones totales: su dinámica se desplomó en 2012. Crecieron ese año con relación a 2011 sólo 5,7%, que contrasta con 44,1% del año anterior

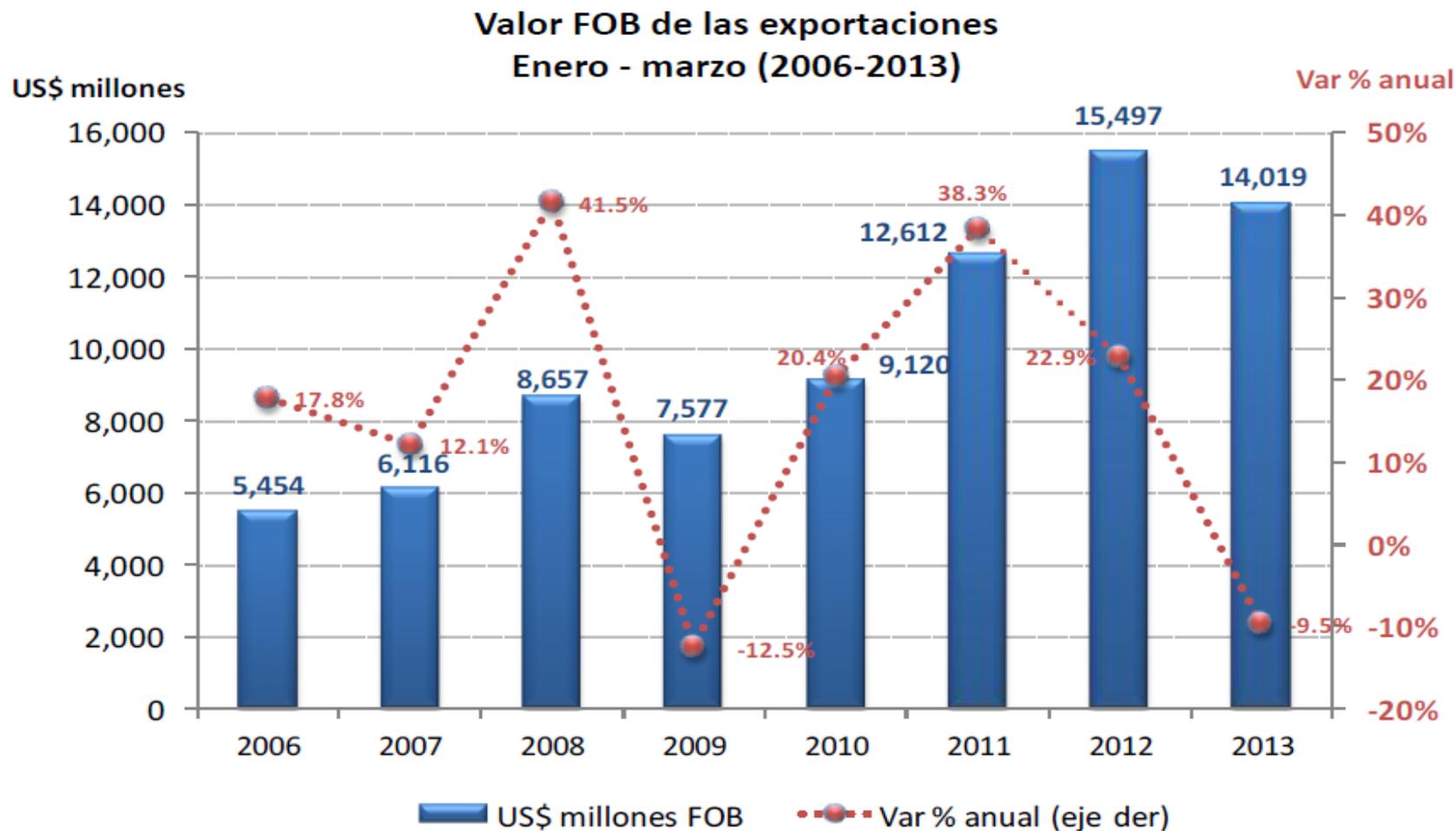
Exportaciones totales acumuladas.



En el año 2012, las exportaciones FOB del país sumaron US\$ 60,667 millones (m), equivalente a 16,3% del PIB nominal estimado. El valor importado por el país registró una variación anual de 5,7% (US\$ 3,246 m), inferior al registrado un año atrás (44%).

Y este año corrido a marzo iban cayendo 9,5% con relación al mismo período de 2012, cuando crecían 23%

Exportaciones totales acumuladas.



En lo acumulado del año a marzo, el valor FOB exportado sumó US\$ 14.019 m, con caída anual de 9,5%. Un año atrás, la tasa de crecimiento fue de 23%.

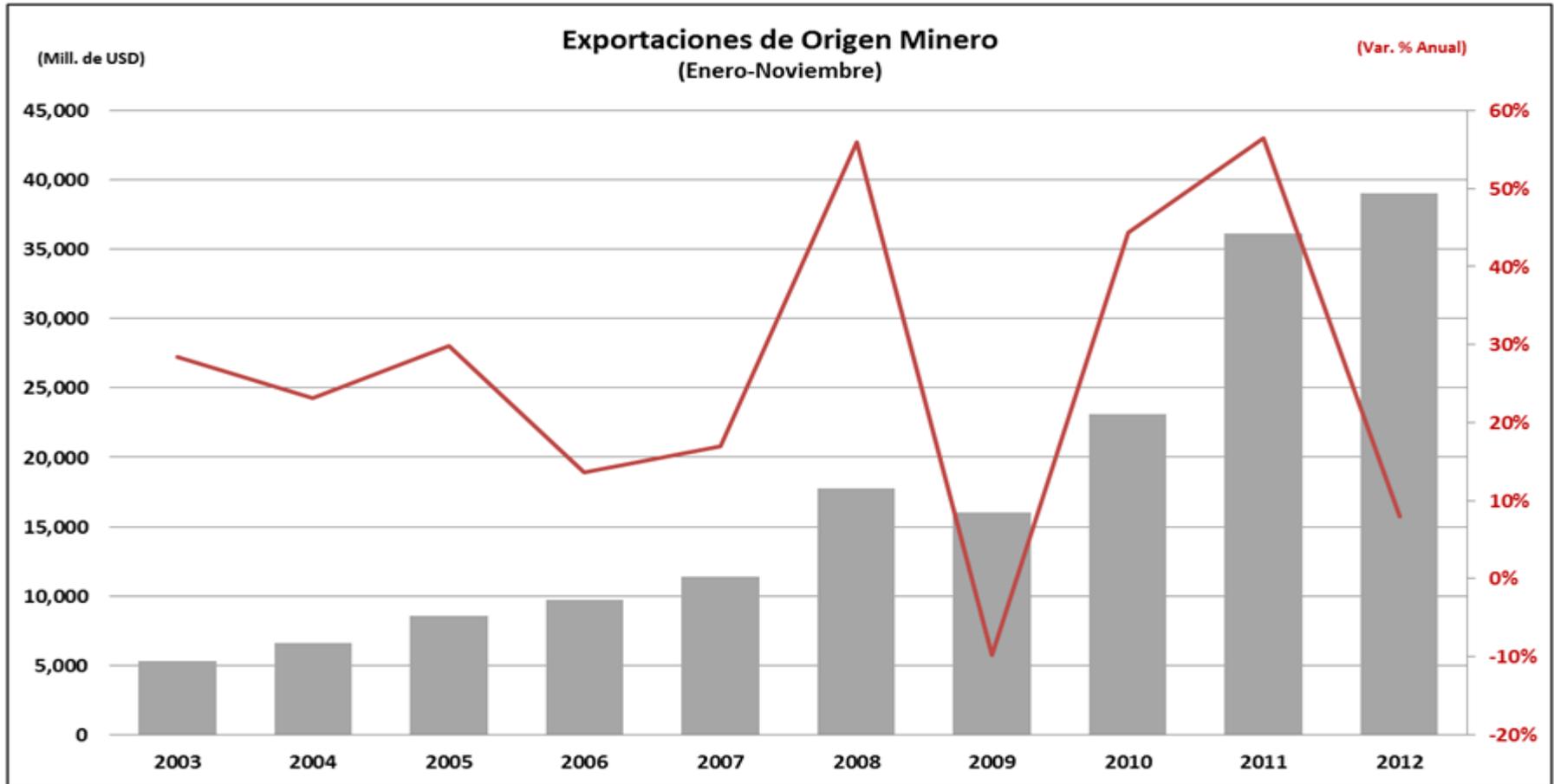
Por productos de exportación: caída liderada principalmente por carbón (huelga y precios)

US\$ millones	Enero - Marzo		Part (%)	Variación	
	2012	2013		Absoluta	%
Principales productos	12,626	11,033	79	-1,593	-12.6
1. Petróleo crudo	6,869	6,676	47.6	-193	-2.8
2. Carbón	2,176	1,199	8.6	-977	-44.9
3. Fuel-oil y otros derivados	1,429	1,250	8.9	-179	-12.5
4. Oro no monetario	771	787	5.6	16	2.1
5. Café	575	465	3.3	-110	-19.1
6. Flores	387	327	2.3	-60	-15.6
7. Ferroníquel	264	181	1.3	-83	-31.4
8. Banano	155	147	1.1	-7	-4.6
Resto de productos (clas-CIIU)	2,872	2,987	21	115	4.0
9. Sector Agropecuario	61	68	0.5	6	10.6
10. Sector Industrial	2,737	2,771	20	35	1.3
11. Sector Minero	16	8	0.1	-8	-52.2
12. Otros	58	140	1.0	82	141.2
Total exportaciones	15,497	14,019	100	-1,478	-9.5

Fuente: DANE-DIAN.

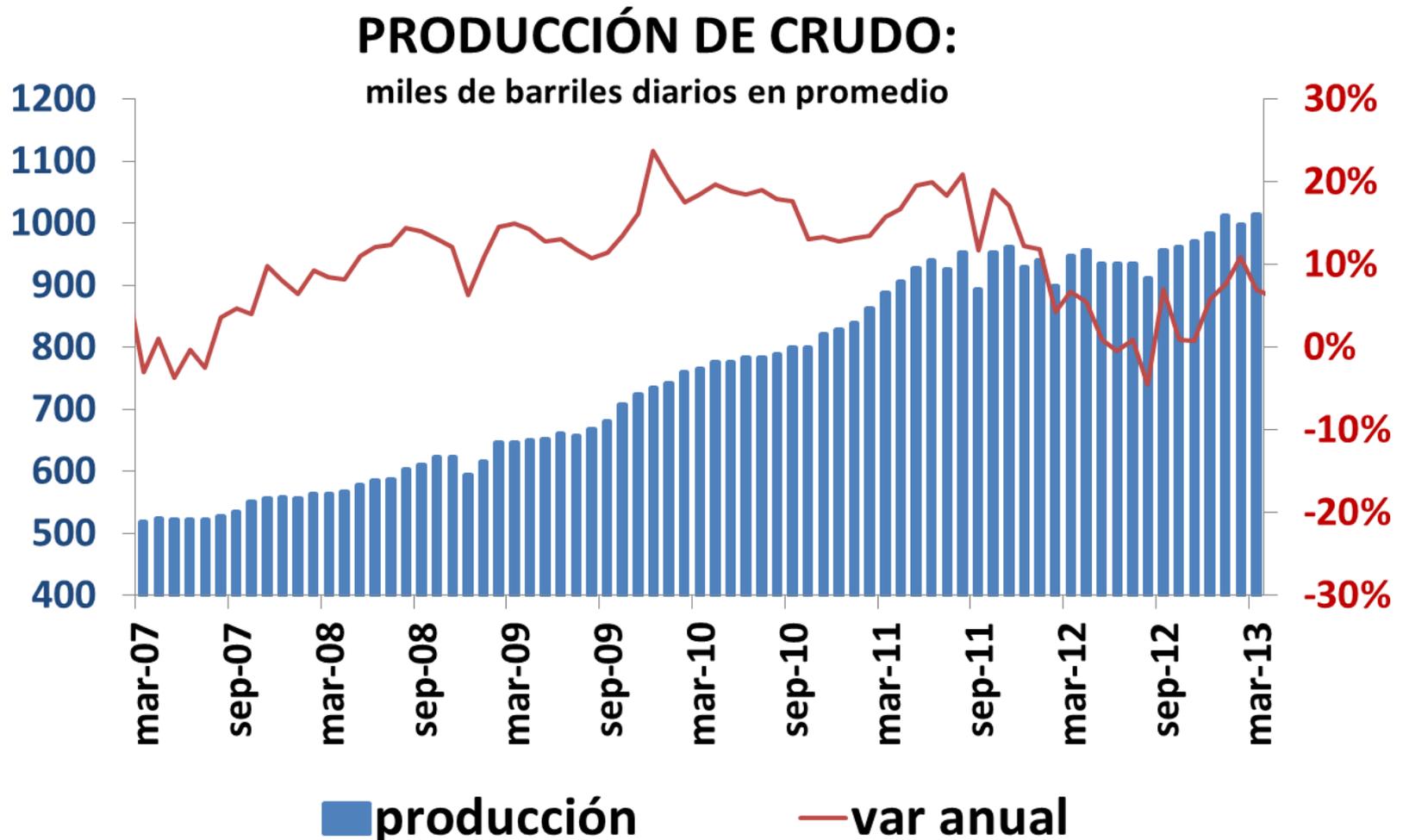
La caída de 9,5% en las exportaciones totales estuvo originada principalmente por el menor valor exportado de carbón y petróleo crudo y sus derivados. Adicionalmente se registraron disminuciones en las ventas externas de ferroníquel y principales productos agrícolas. En lo corrido del año a marzo el valor exportado de productos industriales aumentó 1,3% en términos anuales.

¿Se esfuma el 'boom' minero energético...y por ende la sombra de la 'enfermedad holandesa'? Es posible...



Ene-Nov 2011	= US\$ 36.140 mill	- var. % anual =	56%
Ene-Nov 2012	= US\$ 39.038 mill	- var. % anual =	8%
Año completo		=	8%

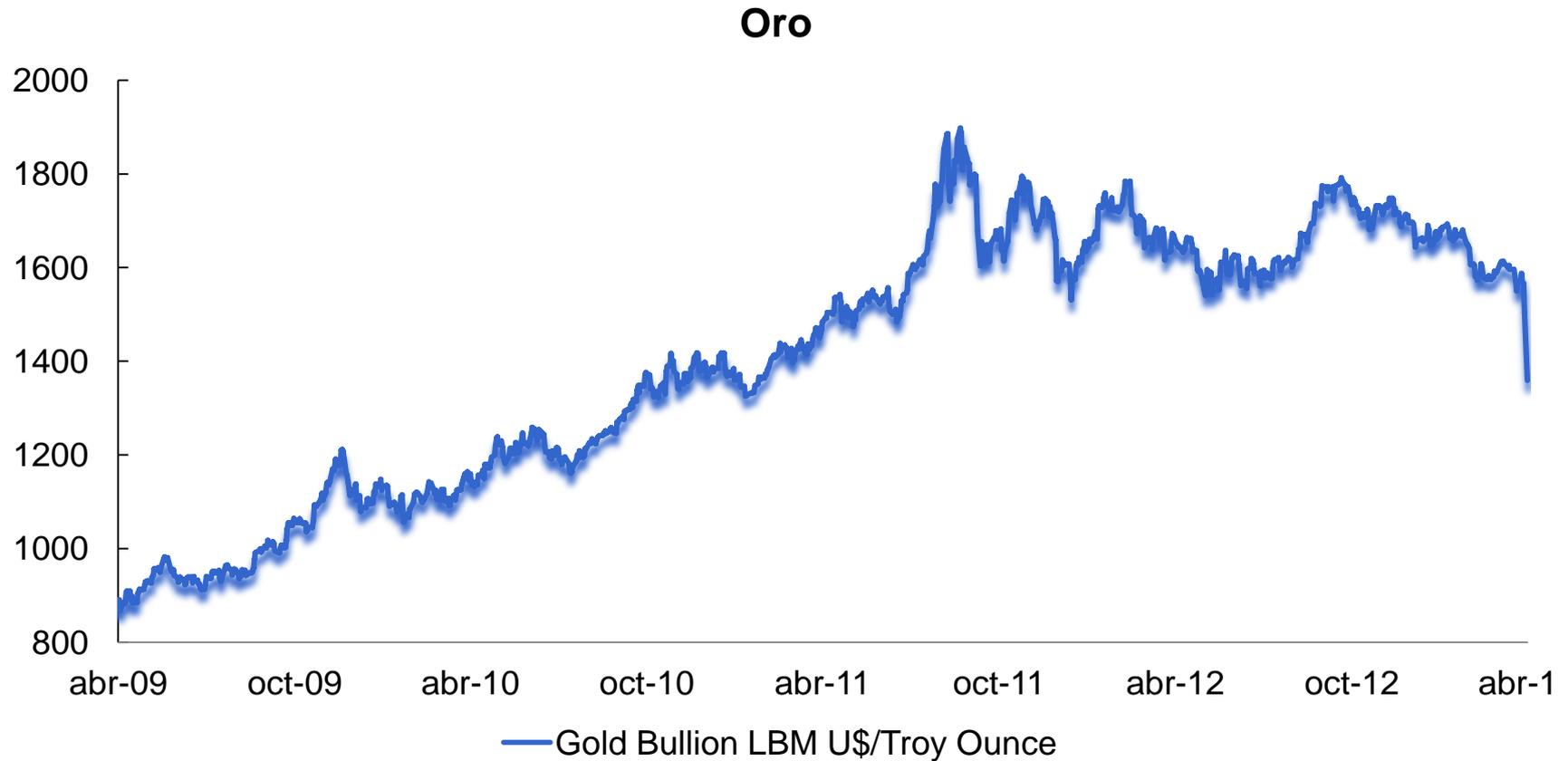
**Producción de petróleo en miles de barriles diarios.
Hacia el futuro crecimientos más cercanos al 5%-7%
que a los dos dígitos del pasado reciente (excepto si se
diera ‘el gran hallazgo’)**



Petróleo: precios en caída. ¿Por fin la recesión mundial pesa más que las tensiones geopolíticas del oriente medio?

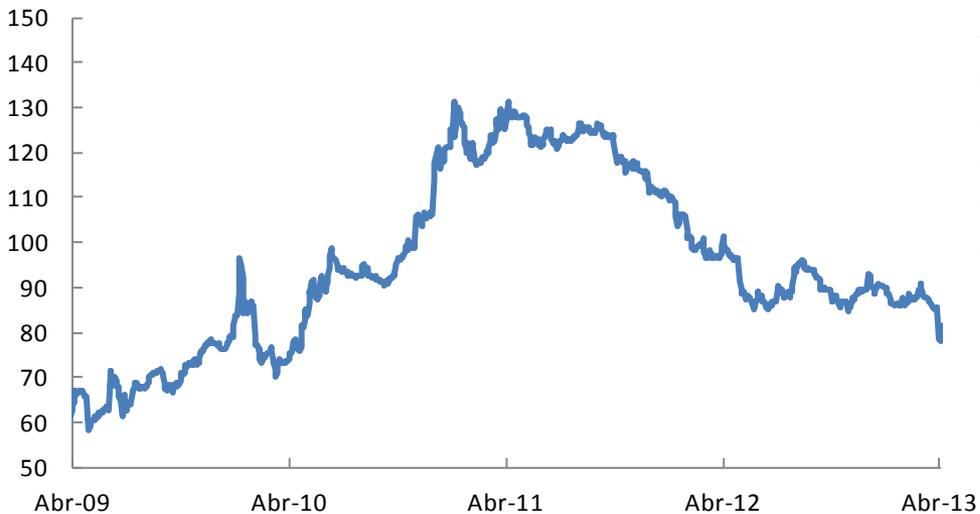


Oro: precio también cayendo. ¿Perdiendo fortaleza como activo de refugio?

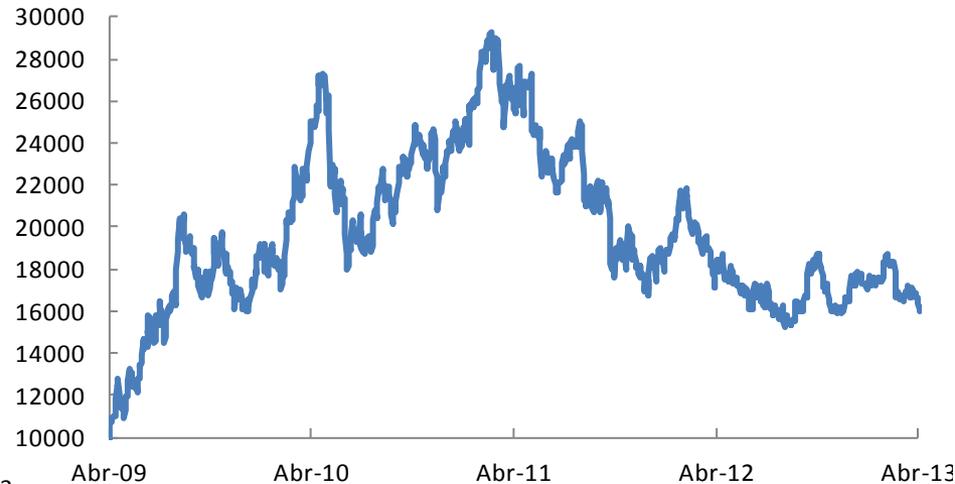


Otros bienes mineros exportados por Colombia: precios igualmente debilitándose

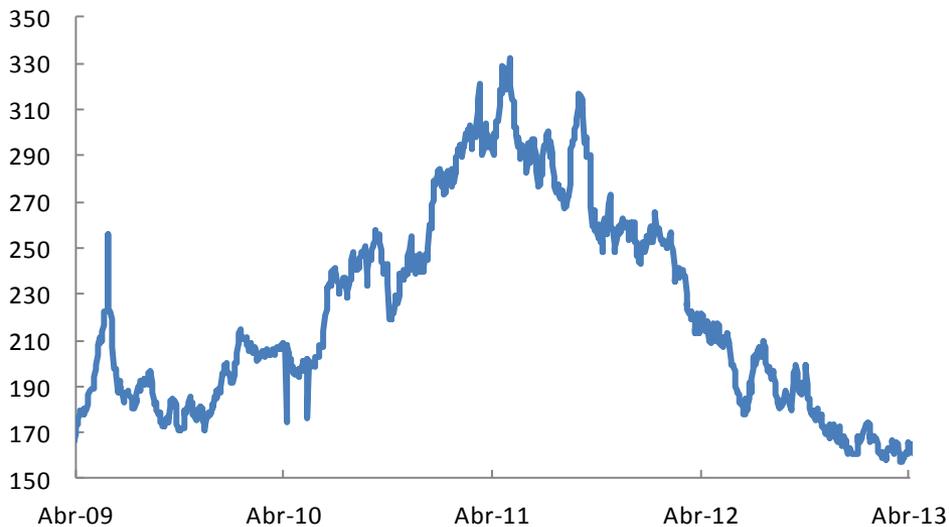
Carbón



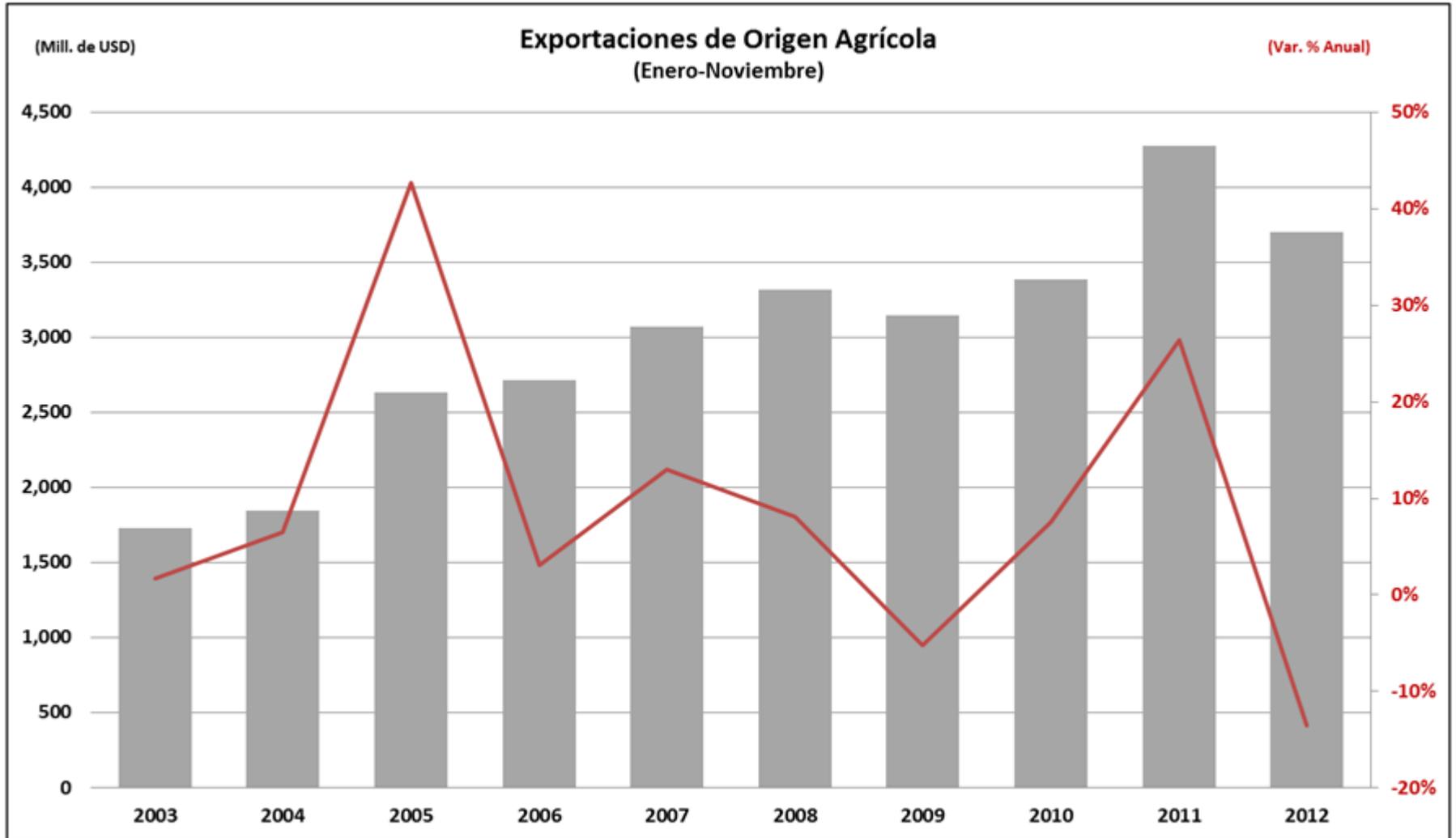
Níquel



Café de colombia (bolsa de NY)



Gran caída de las agrícolas, especialmente por café

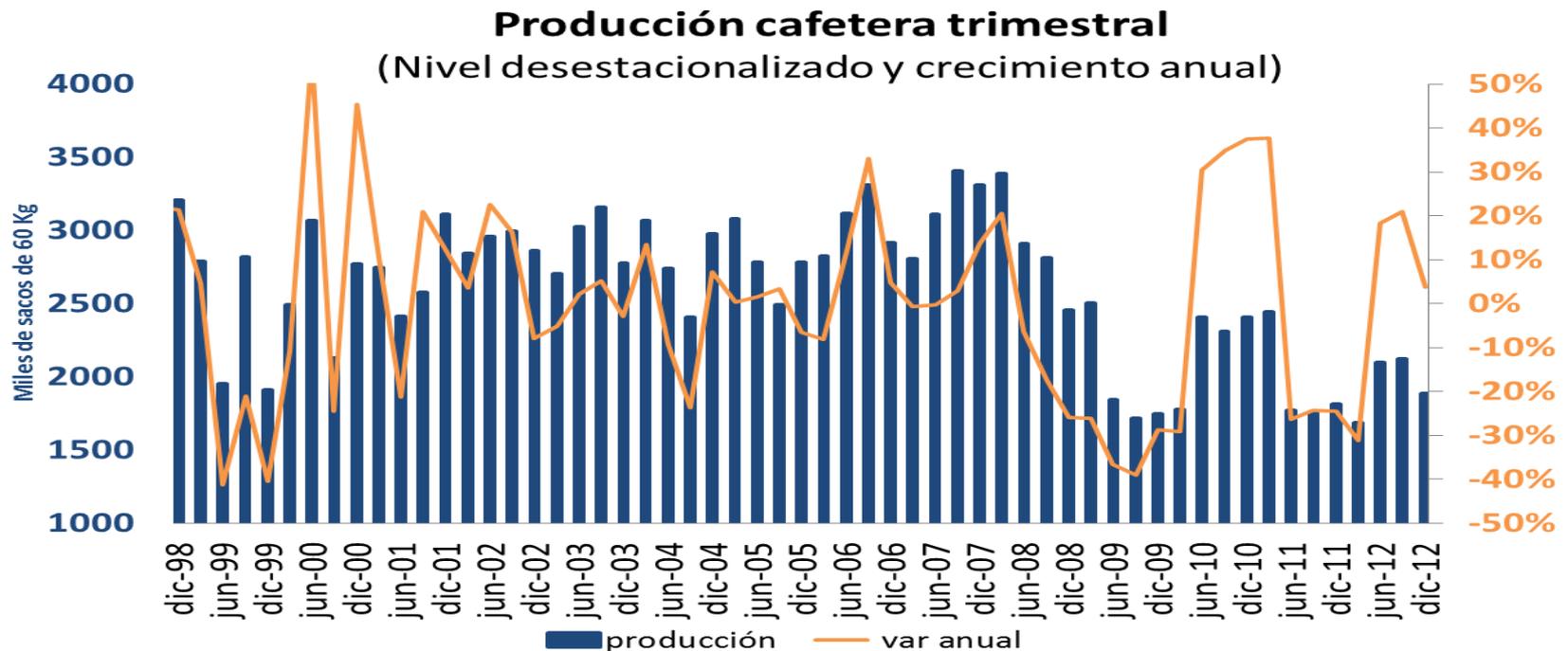


Ene-Nov 2011 = US\$ 4.278 mill - var. % anual = 26%

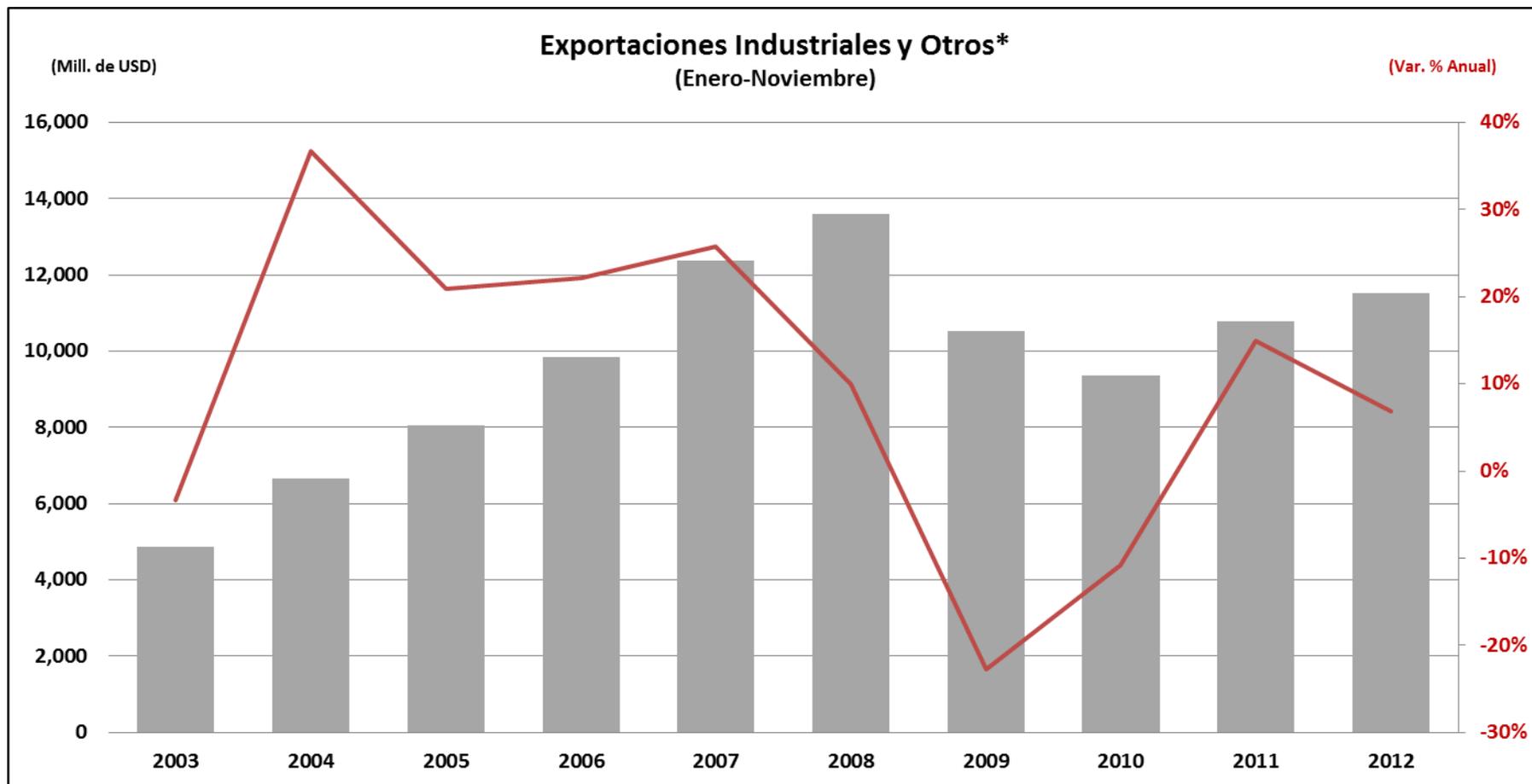
Ene-Nov 2012 = US\$ 3.700 mill - var. % anual = -14%

Año completo = -14%

La producción de café se derrumbó (en apenas 20 años su participación en el mercado mundial pasó de 16% a 6%). La causa fundamental: el desplome de la productividad. En igual período, de 17 cargas por ha. pasó a 8,5 : la tercera parte de la de Brasil y la mitad de la de Honduras y Costa Rica. Además, su ‘empresarización’ de halla atascada en la sobre-regulación comercial

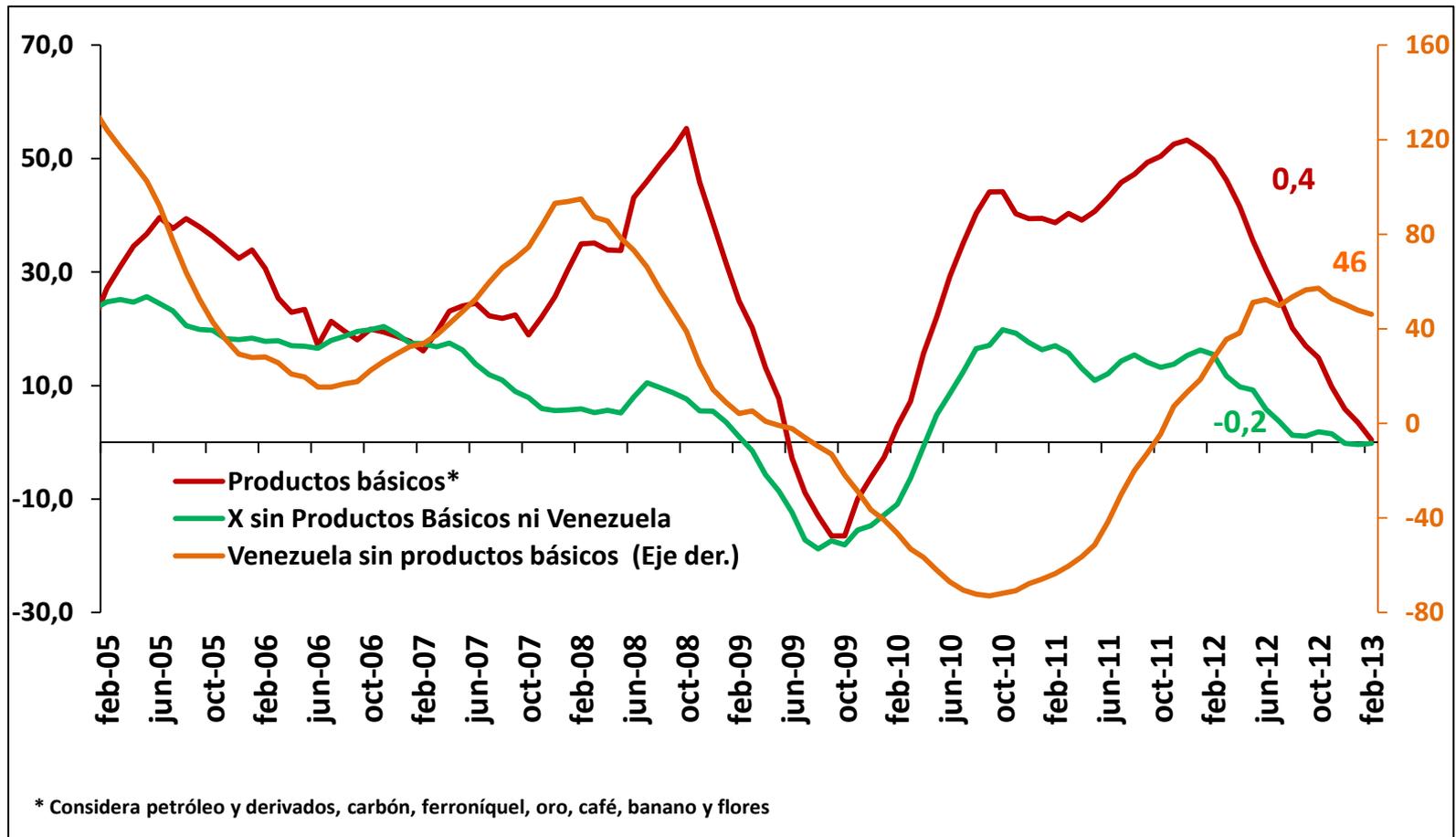


Las industriales aún en terreno positivo principalmente por Venezuela y Ecuador, dos vecinos petroleros (???)



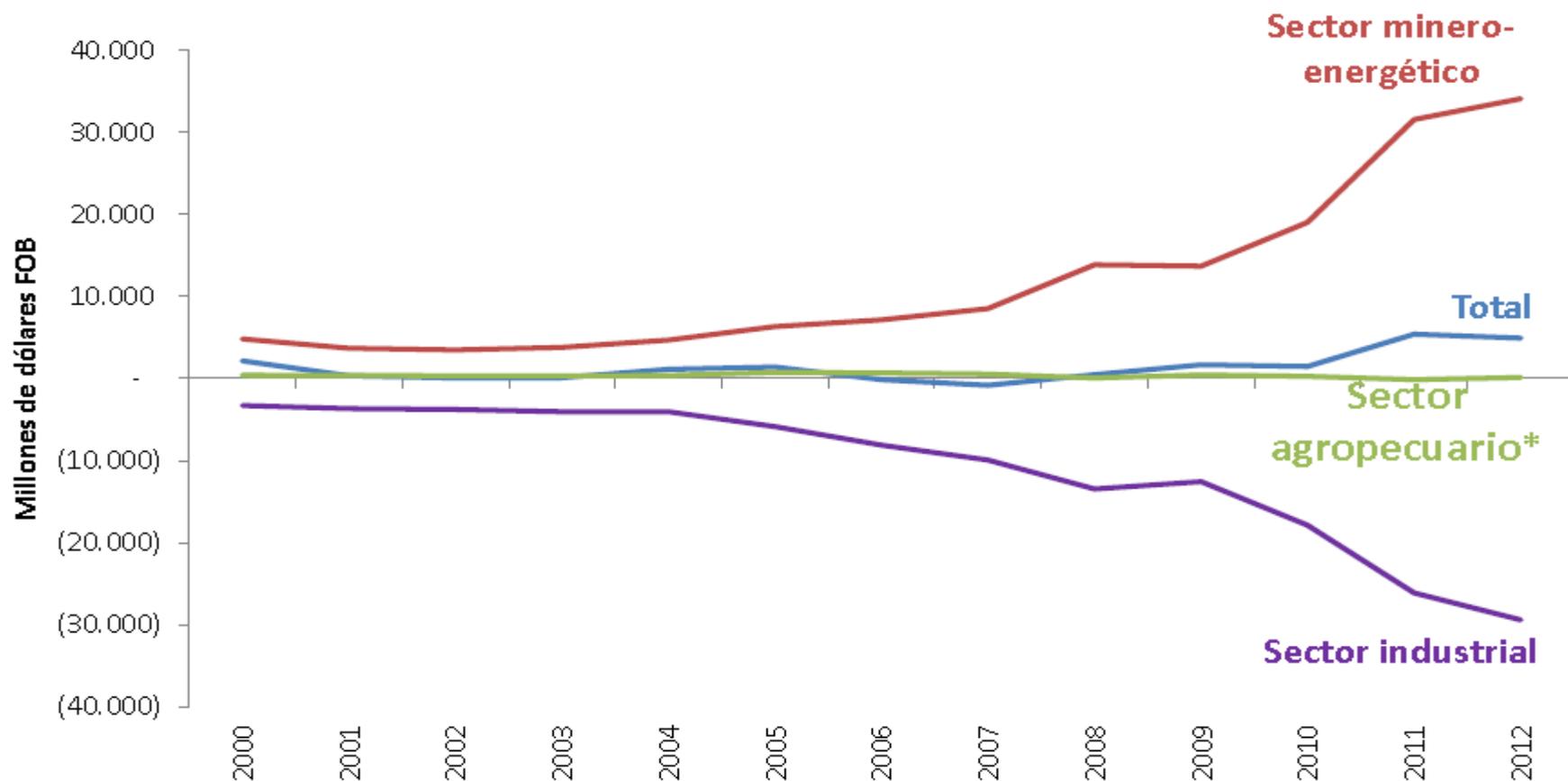
Ene-Nov 2011	= US\$ 10.776 mill	- var. % anual =	15%
Ene-Nov 2012	= US\$ 11.520 mill	- var. % anual =	7%
Año completo		=	5,9%

Balance del crecimiento anual de las exportaciones: los productos básicos en cero, principalmente por caída de las mineras; las industriales excluyendo Venezuela en negativo; y Venezuela el destino que más sigue creciendo para la industria (¿hasta cuándo?)



B. LA DECLINACIÓN DE LA INDUSTRIA

Como lo advierte el director de Fedesarrollo (2013), a la par del aumento del superávit de la balanza comercial minero-energética y el equilibrio de la agrícola, preocupa la creciente ampliación del déficit de la industrial

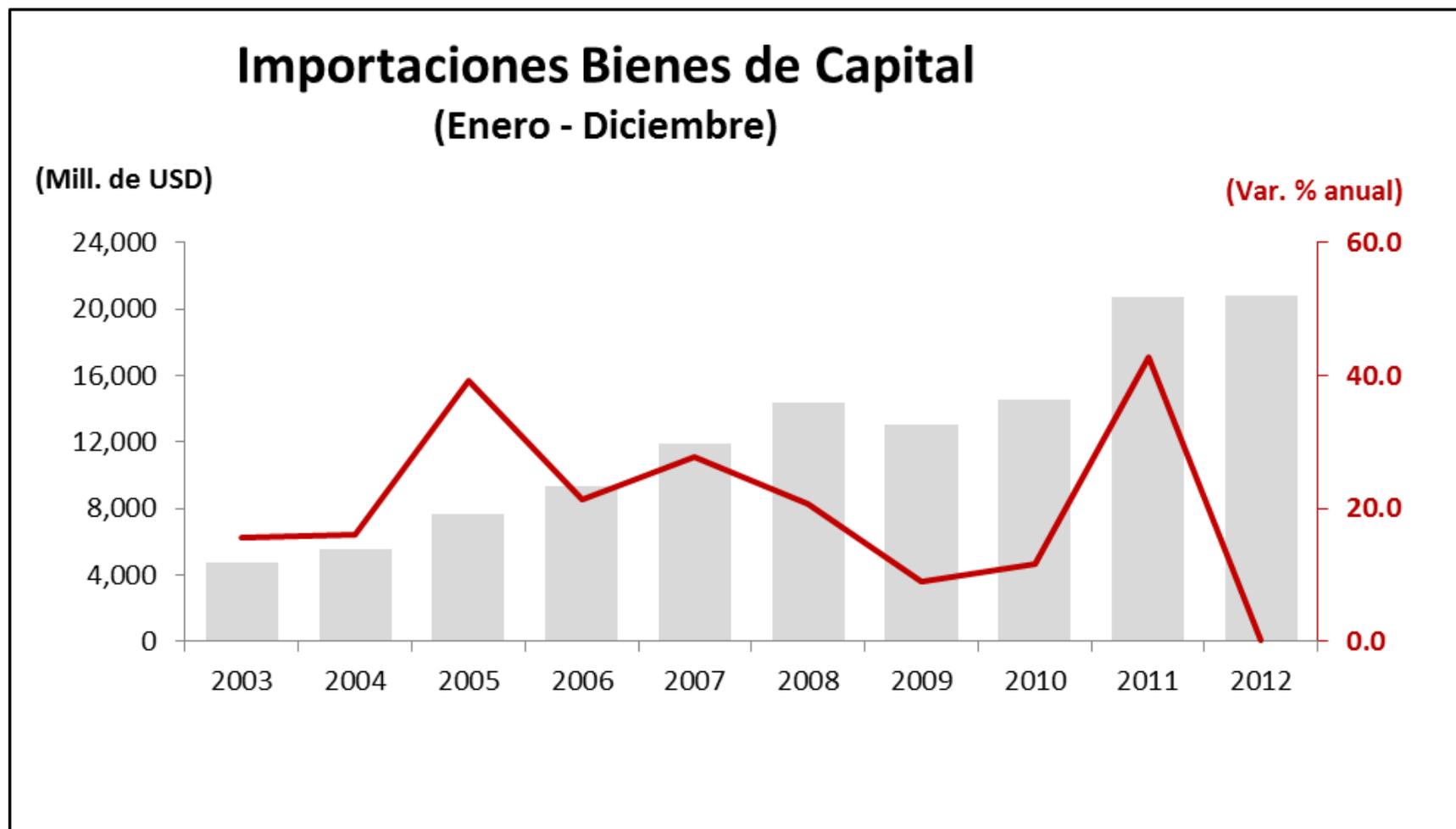


*Incluye ganadería, caza y silvicultura.

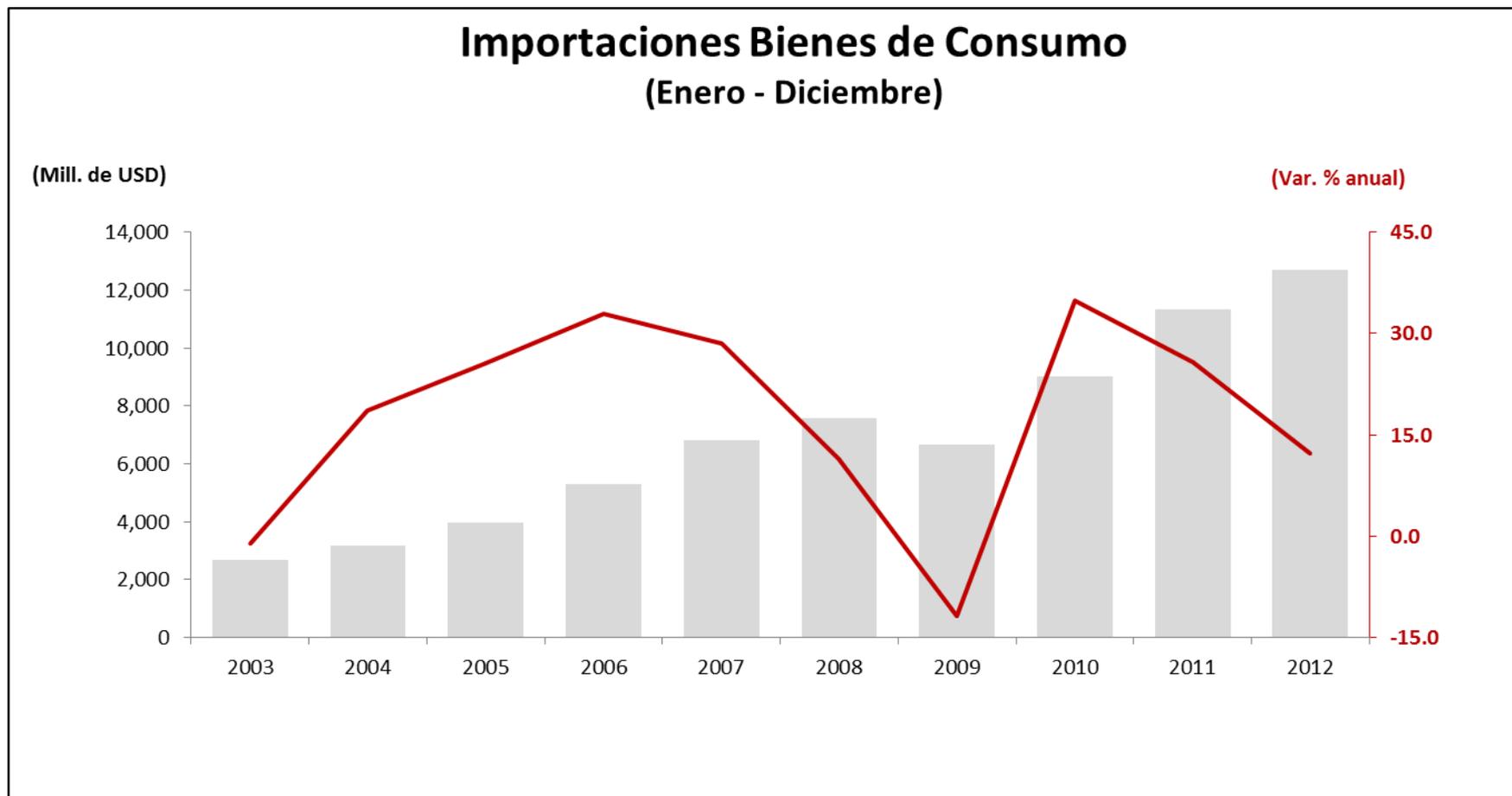
Nota: La balanza comercial es calculada de acuerdo a la clasificación CIIU Rev. 3 y usando un factor de conversión anual para las importaciones en dólares CIF.

Fuente: DANE, Cálculos propios.

Semejante déficit industrial no se puede explicar por las importaciones de bienes de capital, cuyo crecimiento anual se desplomó del 42,7% en 2011 al 0,3% en 2012



En contraste, a pesar de que también perdieron dinamismo, las importaciones de bienes de consumo crecieron 12% en 2012, más del doble que las totales



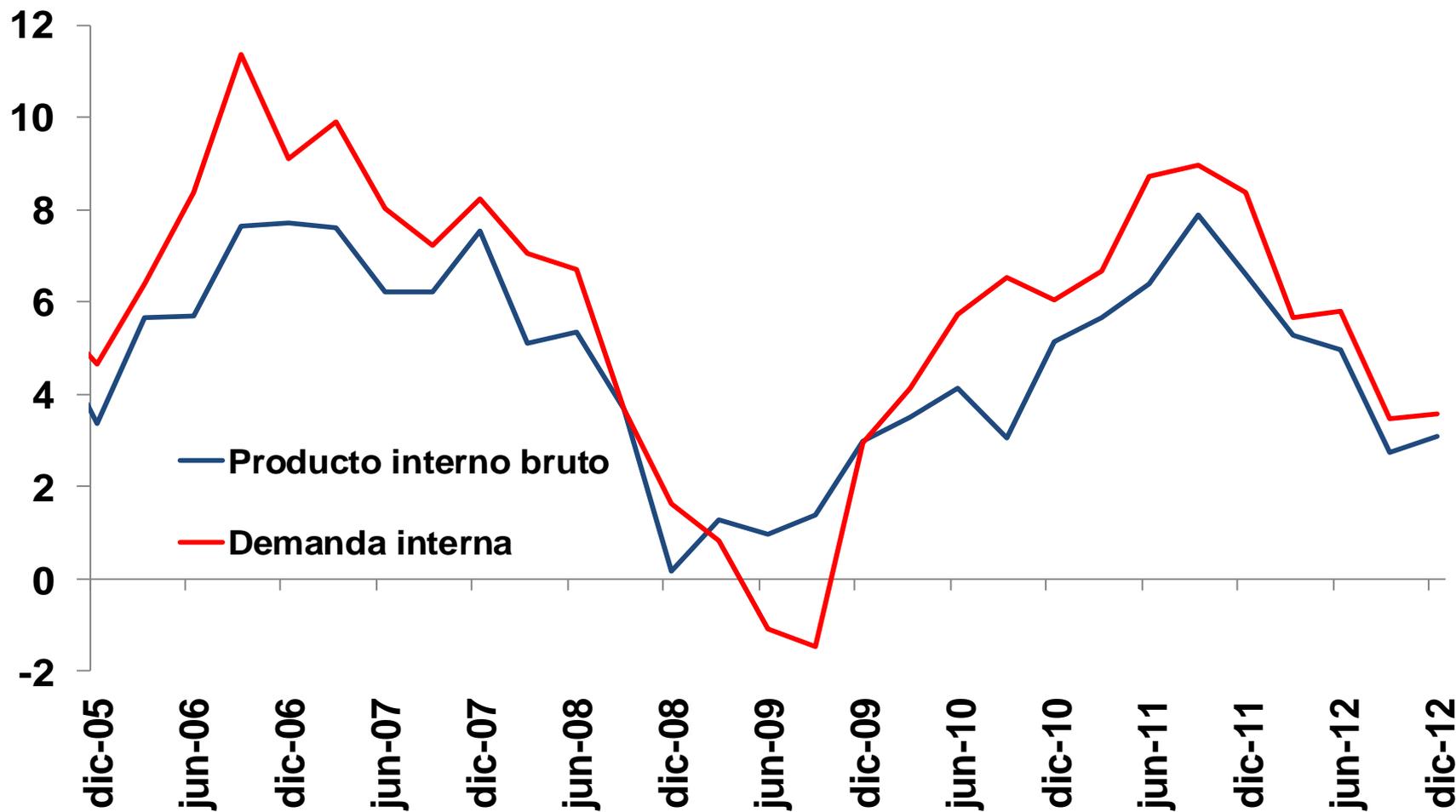
Ene-Dic 2011 = US\$ 11.315 mill
= US\$ 12.702 mill

- var. % anual = 25.7% Ene-Dic 2012
- var. % anual = 12%

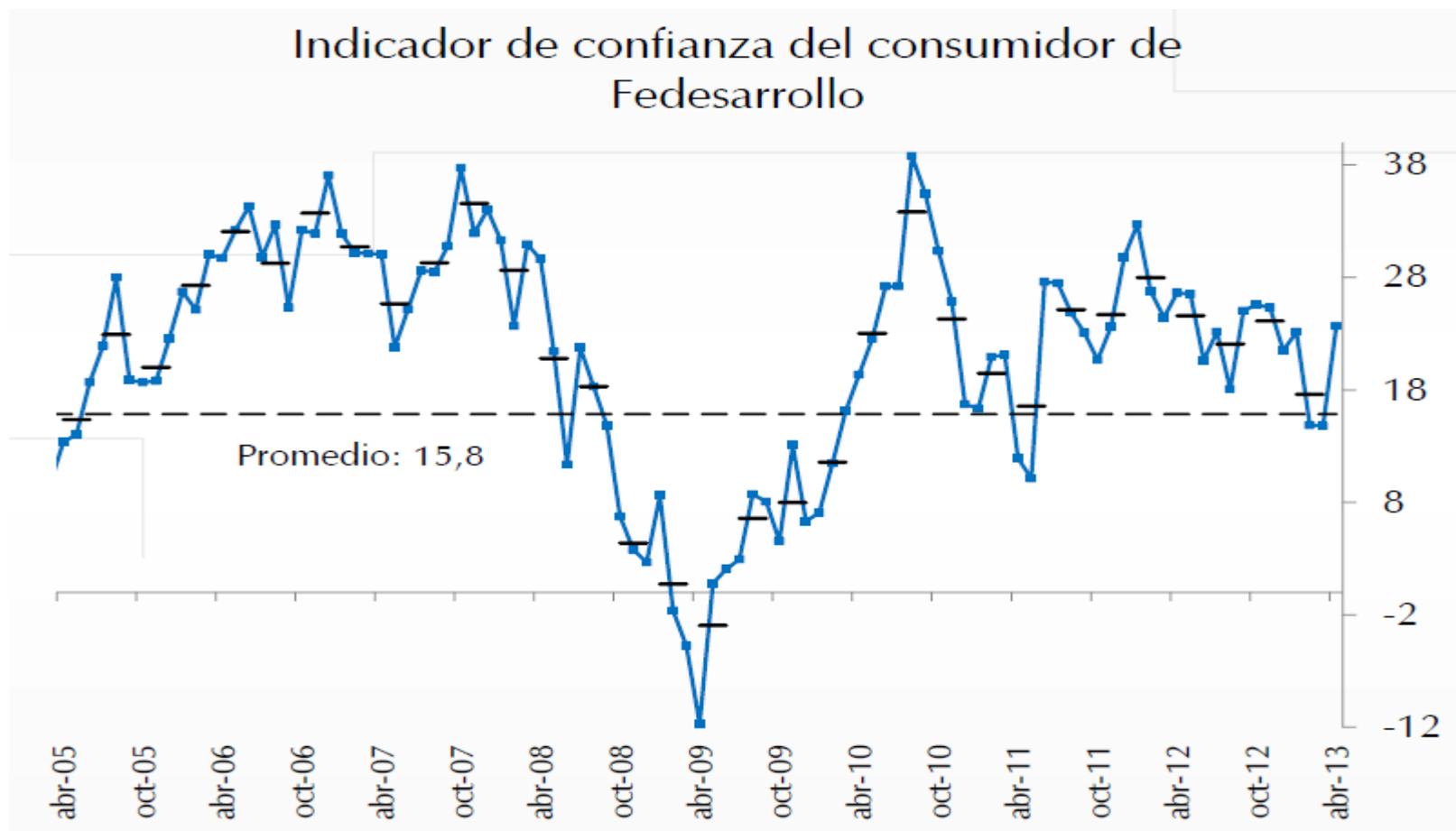
Durante los últimos seis meses los industriales vienen señalando, cada vez en mayor intensidad, la debilidad de la demanda como su principal problema



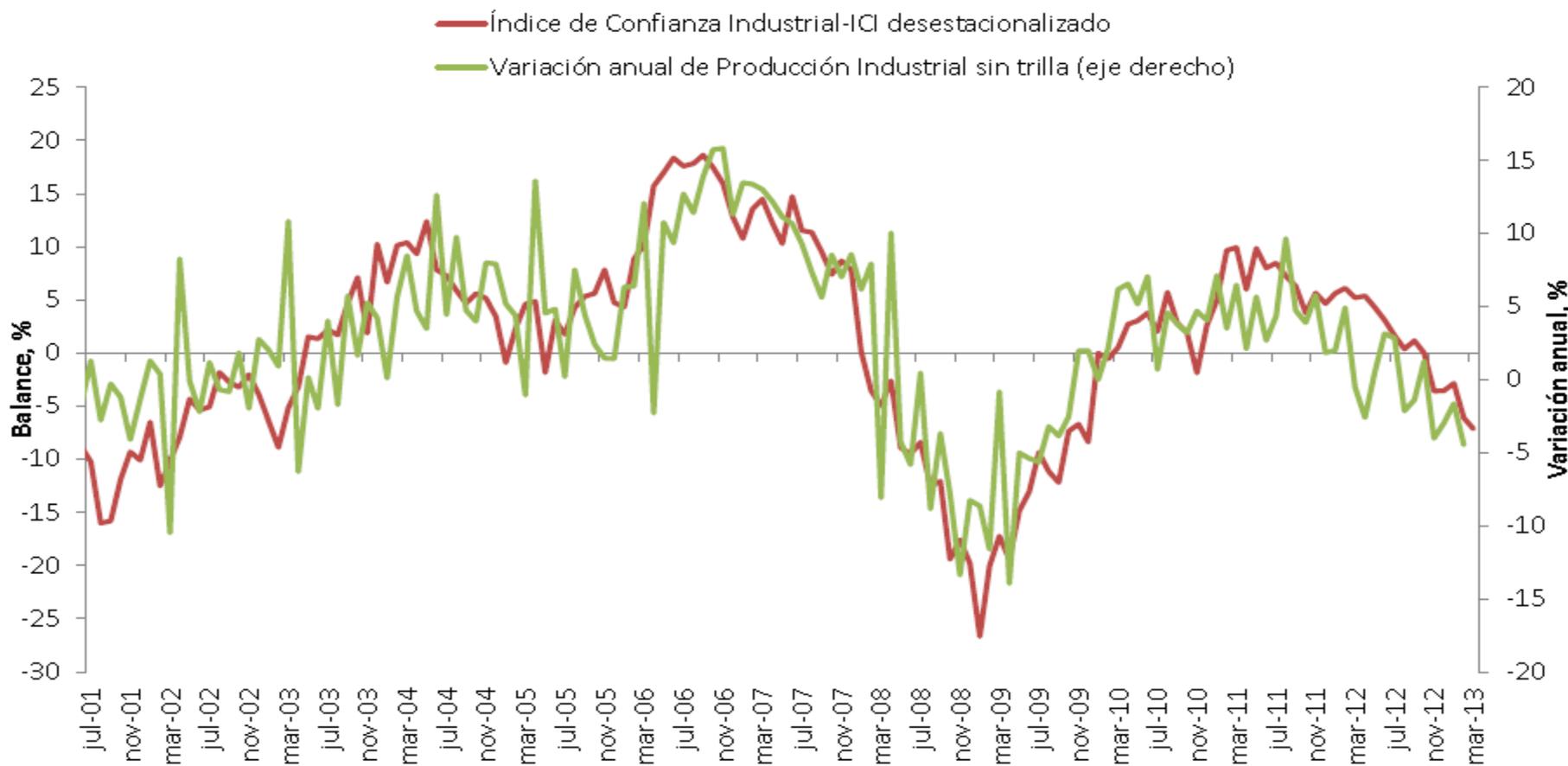
Ello coincide con el notable debilitamiento del crecimiento anual real de la demanda interna. Todo esto revela sustitución de bienes nacionales por importados



No obstante, tras su fuerte caída anterior, la confianza del consumidor tuvo una favorable recuperación en abril: ¿acaso resultado combinado de la reducción de 50 pb en la tasa de interés del Banco y el ‘Pipe’?



Sin embargo, el índice de confianza industrial, un buen predictor de la producción, sigue cayendo, lo cual sugiere que la contracción del sector continuaría

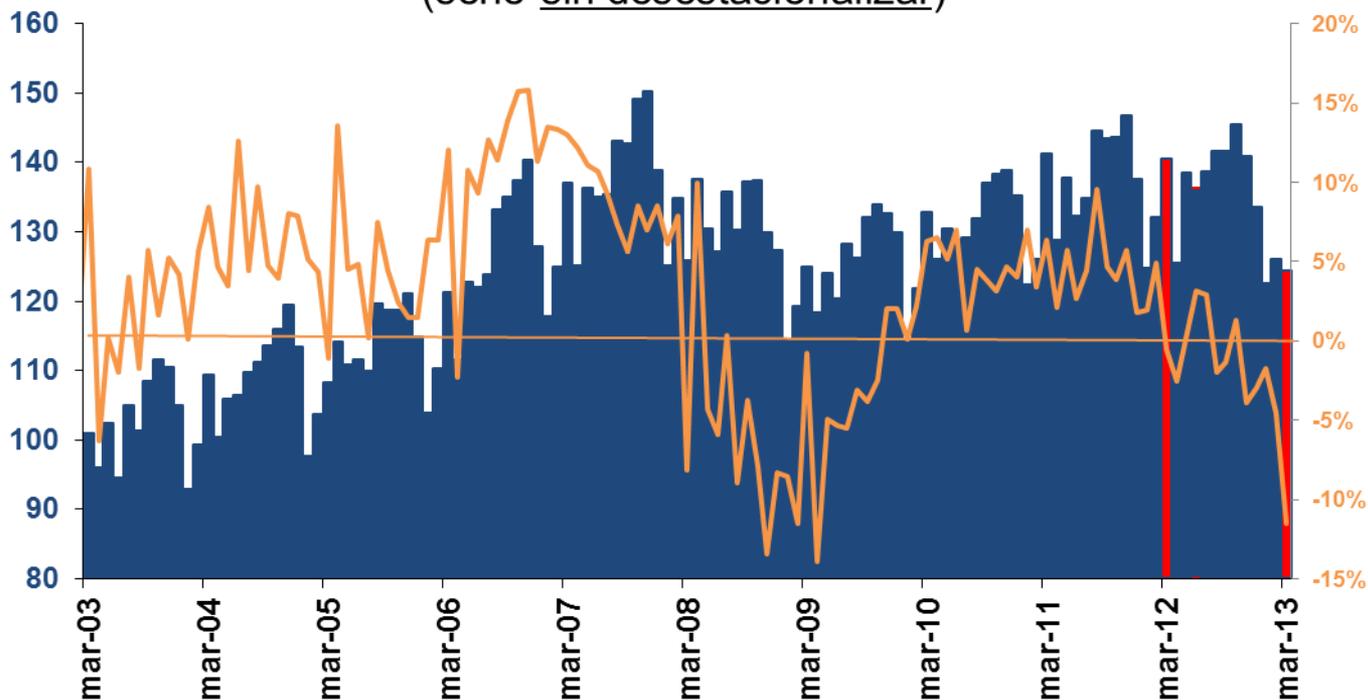


En efecto, en marzo la industria se desplomó en -11,5% anual. Y en año corrido en más del -6%

Crecimiento anual del IPI mensual

mar-12	-0.6%
abr-12	-2.6%
may-12	0.5%
jun-12	3.2%
jul-12	2.9%
ago-12	-2.0%
sep-12	-1.3%
oct-12	1.3%
nov-12	-3.9%
dic-12	-2.9%
ene-13	-1.7%
feb-13	-4.6%
mar-13	-11.5%

IPI sin trilla de café
SERIE ORIGINAL y CRECIMIENTO ANUAL
 (serie sin desestacionalizar)



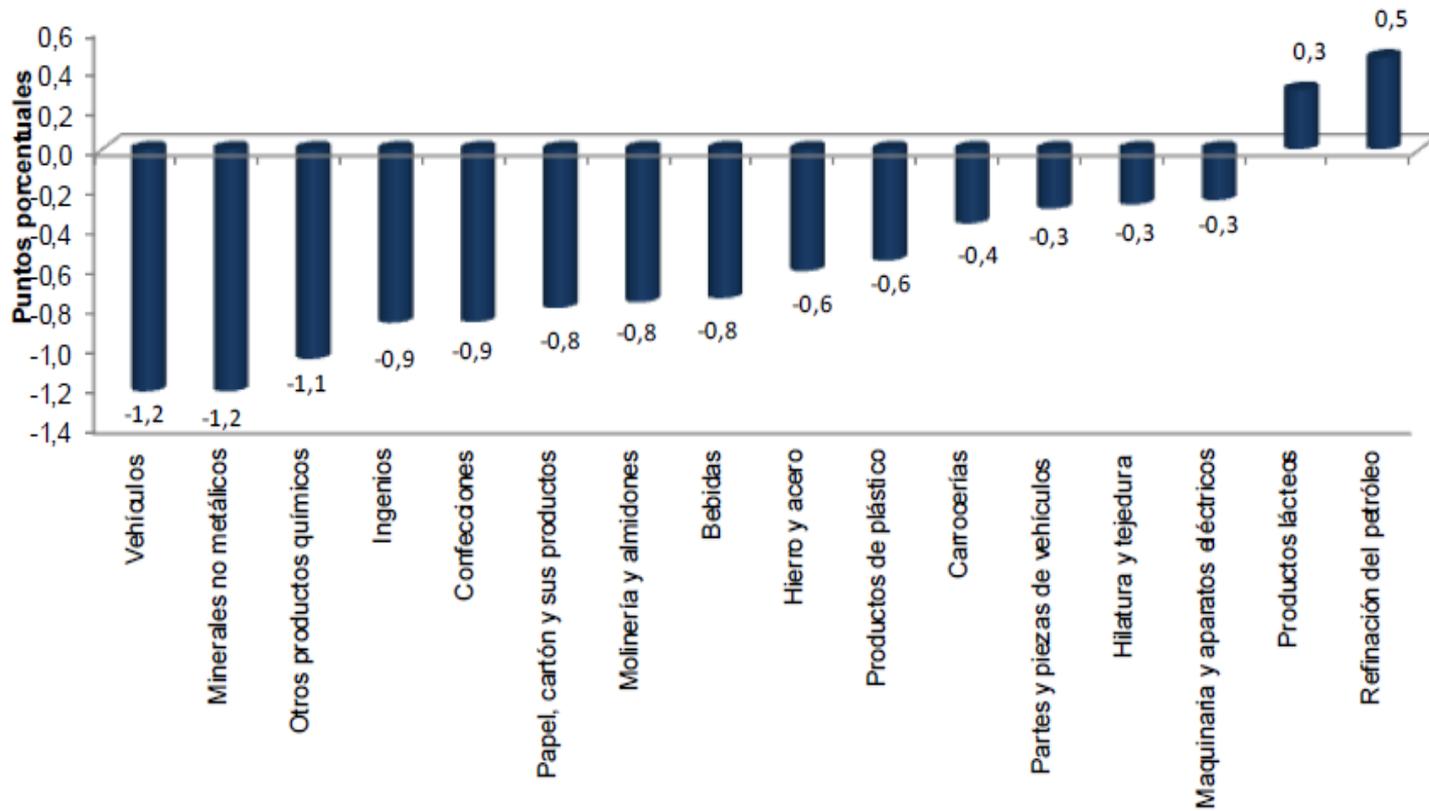
■ Dato de mar. de 2013 vs. mar. de 2012

Contribuciones por subsector manufacturero

Principales contribuciones a la variación anual de la producción real sin trilla de café, según actividad manufacturera

Total nacional

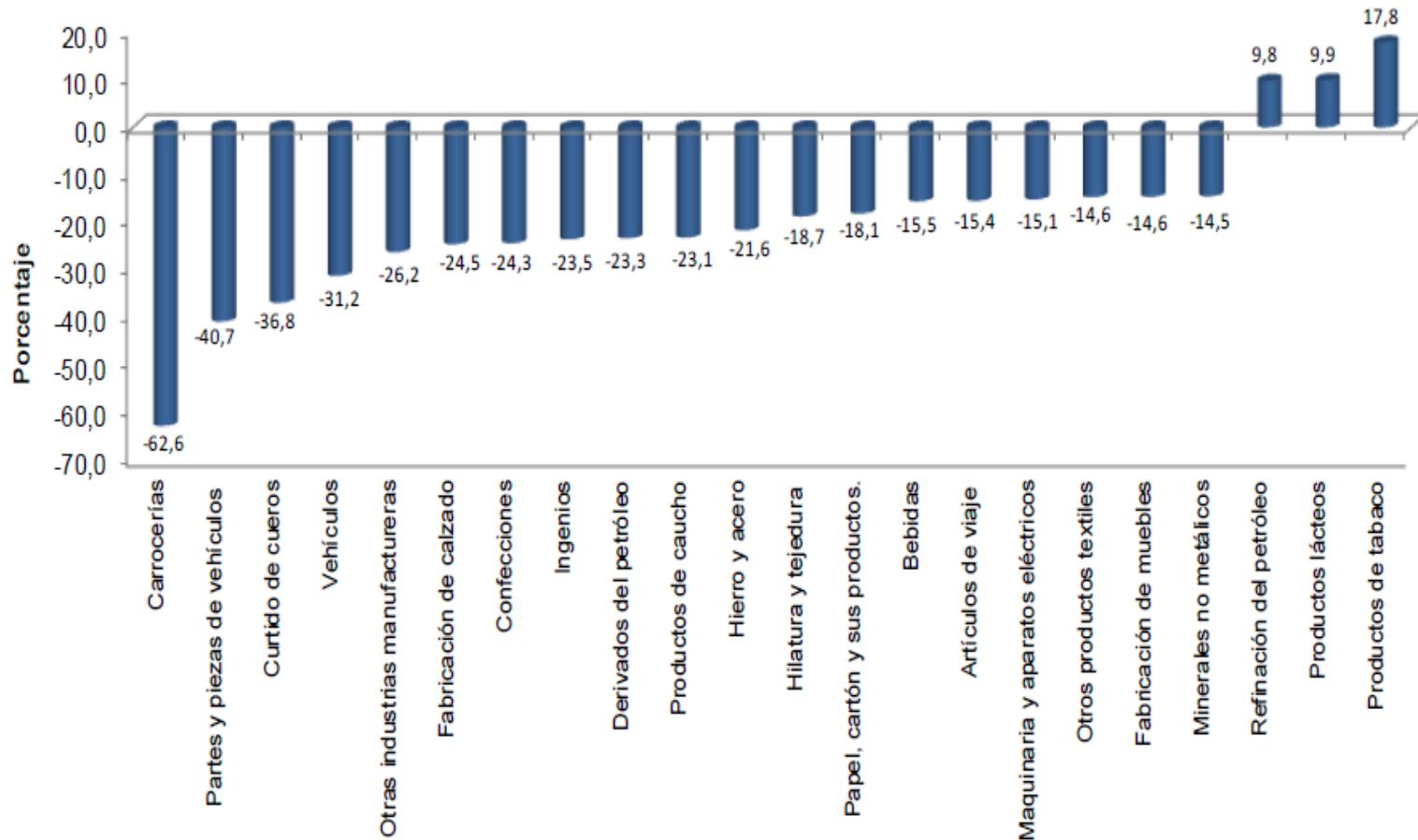
Marzo 2013 / 2012



Crecimientos por subsector manufacturero

Principales variaciones anuales de la producción real sin trilla de café, según actividad manufacturera

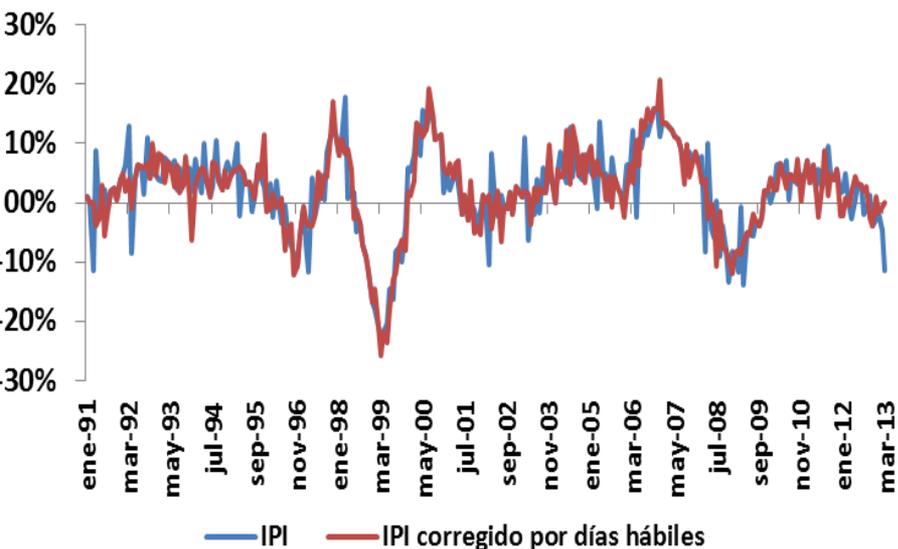
Total nacional
Marzo 2013 / 2012



Fuente: DANE – MMM

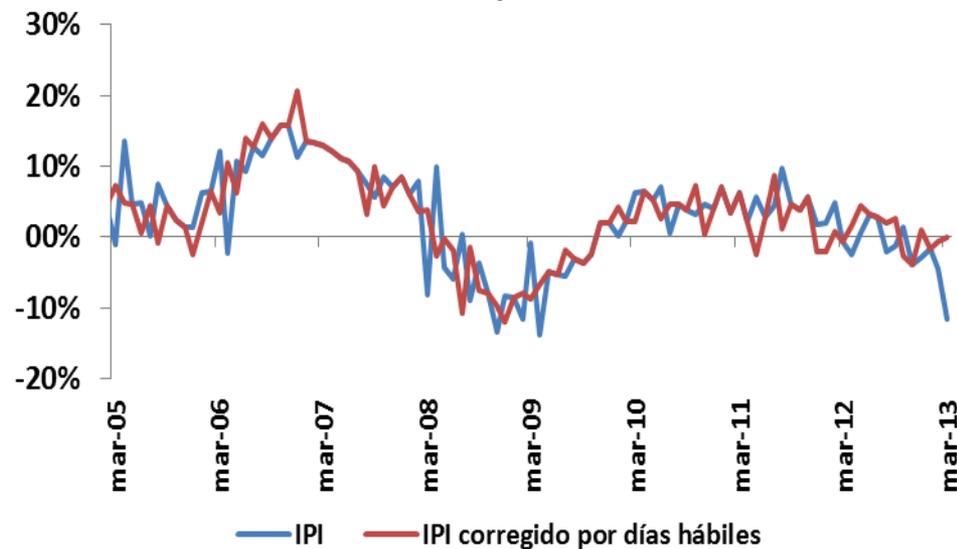
Al corregir por el menor número de días hábiles de marzo con relación a marzo de 2012, la industria habría mostrado crecimiento de cero. Y en año corrido caída cercana al -3%. Y Según el DANE en marzo el personal ocupado por el sector manufacturero cayó en -2,25% frente a marzo de 2012. Y en año corrido en -1,8%

Variación anual de la producción industrial



Histórico

Variación anual de la producción industrial



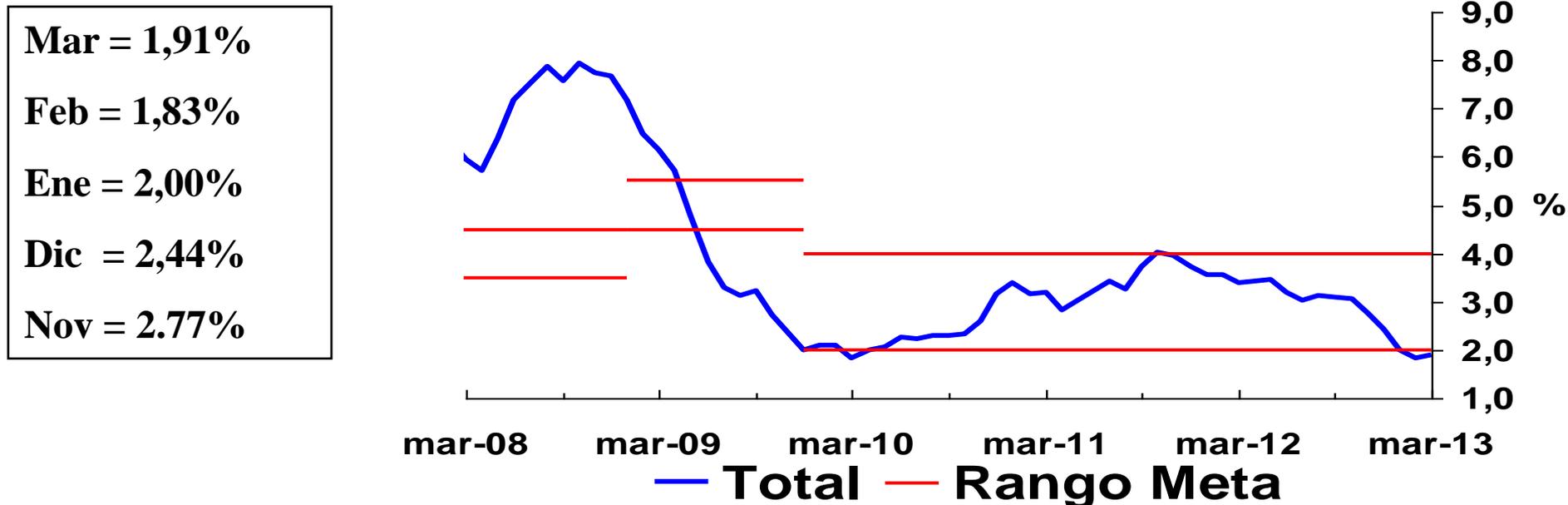
Desde 2005

C. LA INFLACIÓN

La inflación anual viene por debajo de la meta del 3%.

En abril terminó en 2%. En tanto que el PIB, en mi opinión, crece por debajo del potencial. Por tanto, según el esquema Inflación-Objetivo, la postura de la política monetaria debería seguir siendo expansiva y contracíclica, hasta garantizar el retorno de la inflación a la meta y el cierre de las brechas del producto y el empleo

Inflación total al consumidor



El promedio de los indicadores de la inflación básica, igualmente por debajo de la meta

Promedio de 4

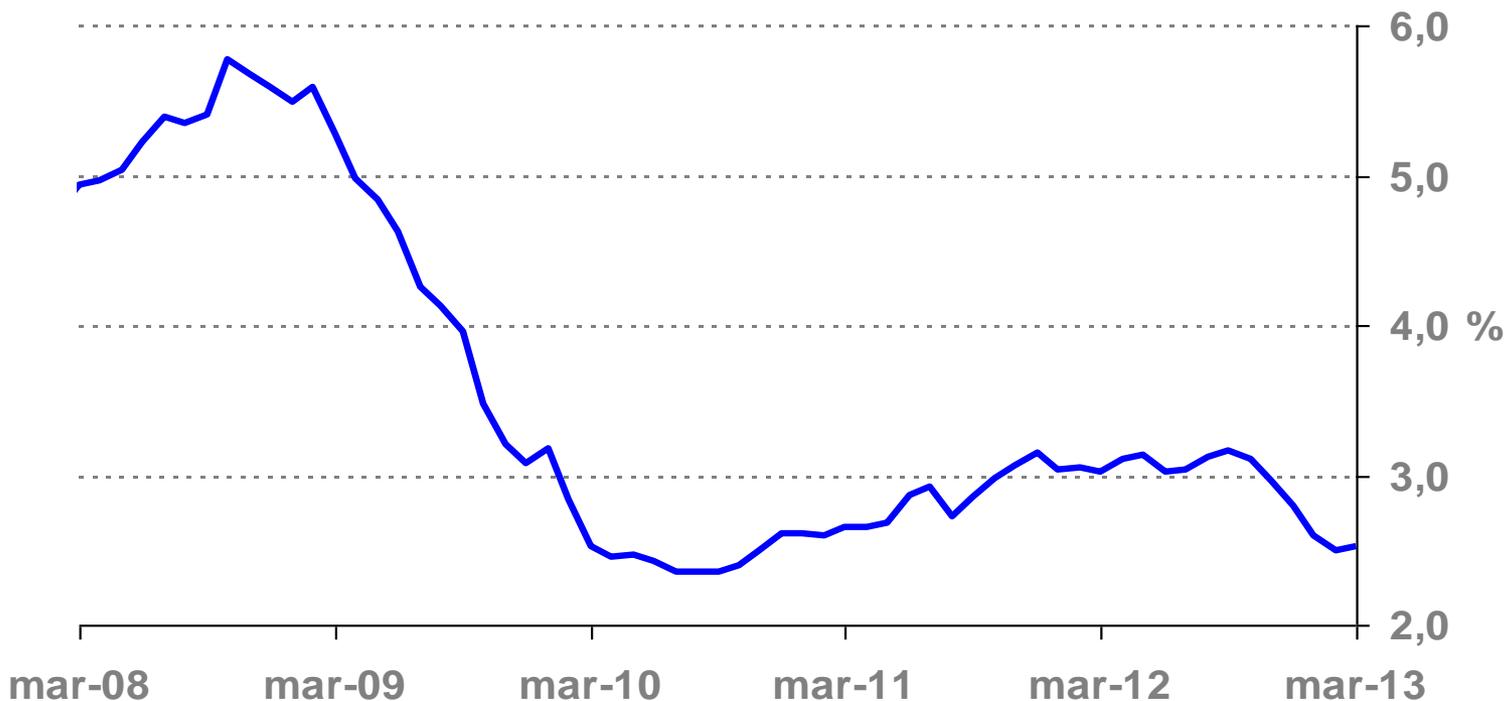
Mar = 2,52%

Feb = 2,49%

Ene = 2,59%

Dic = 2,80%

Indicadores de Inflación Básica

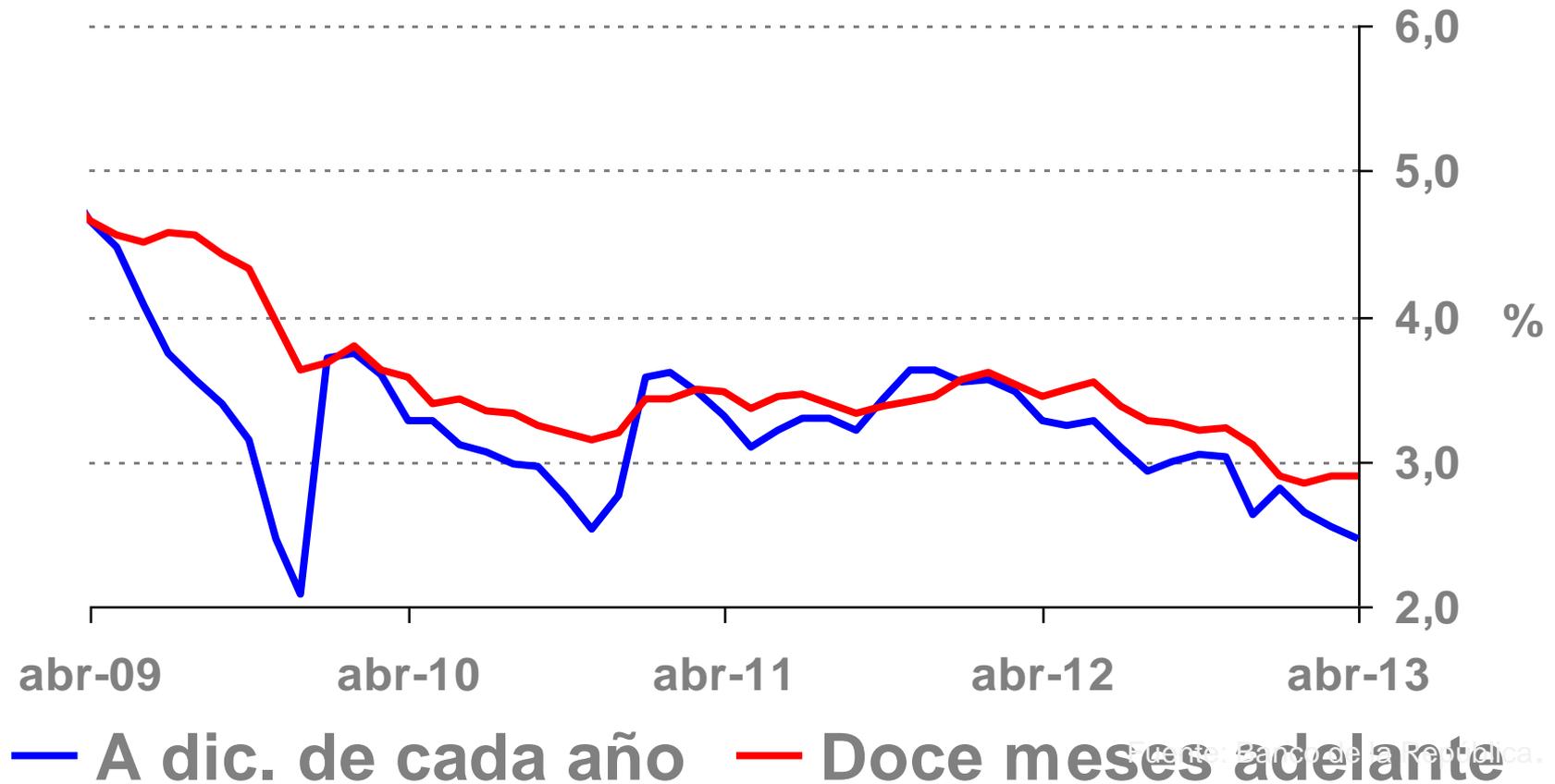


— Promedio de 4

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

Al igual que las expectativas de inflación para el final del año y a 12 meses

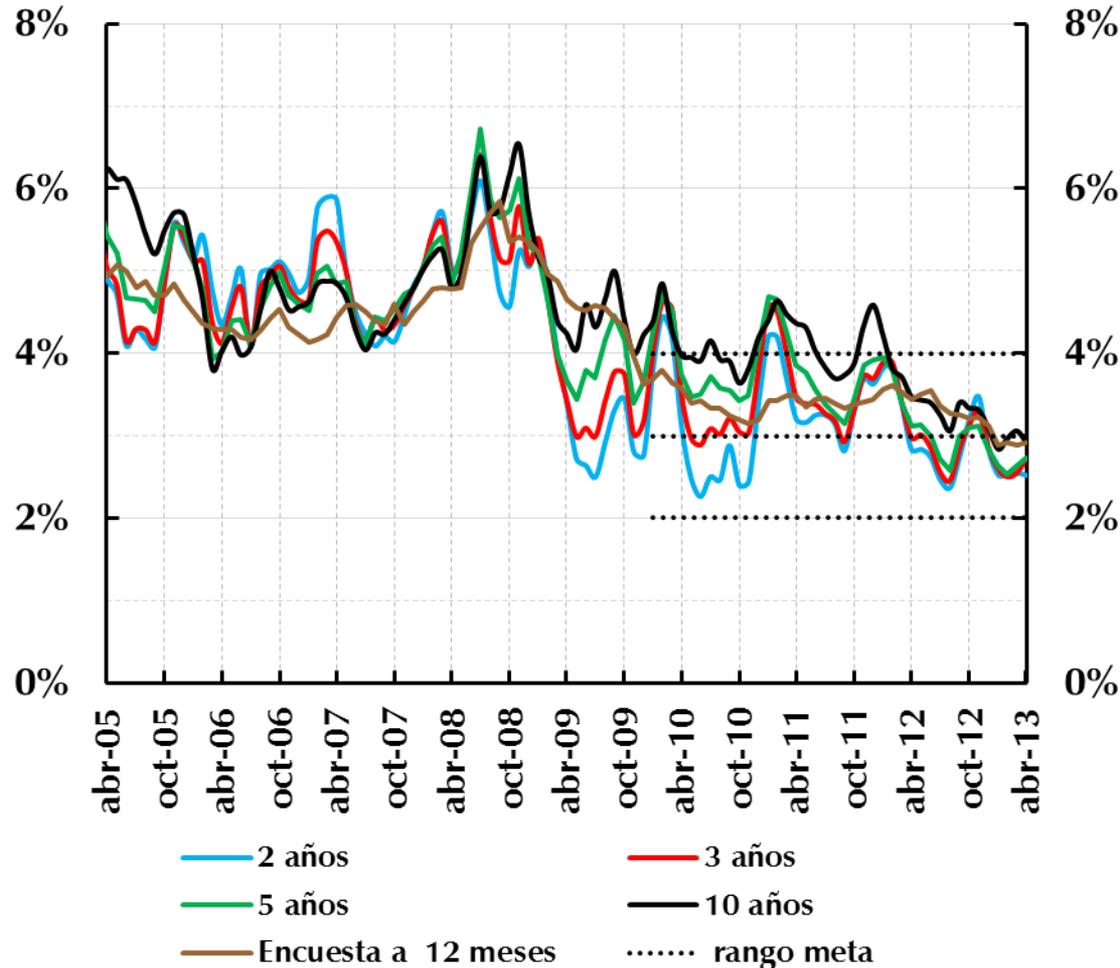
Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa



Y también a uno, dos y tres años

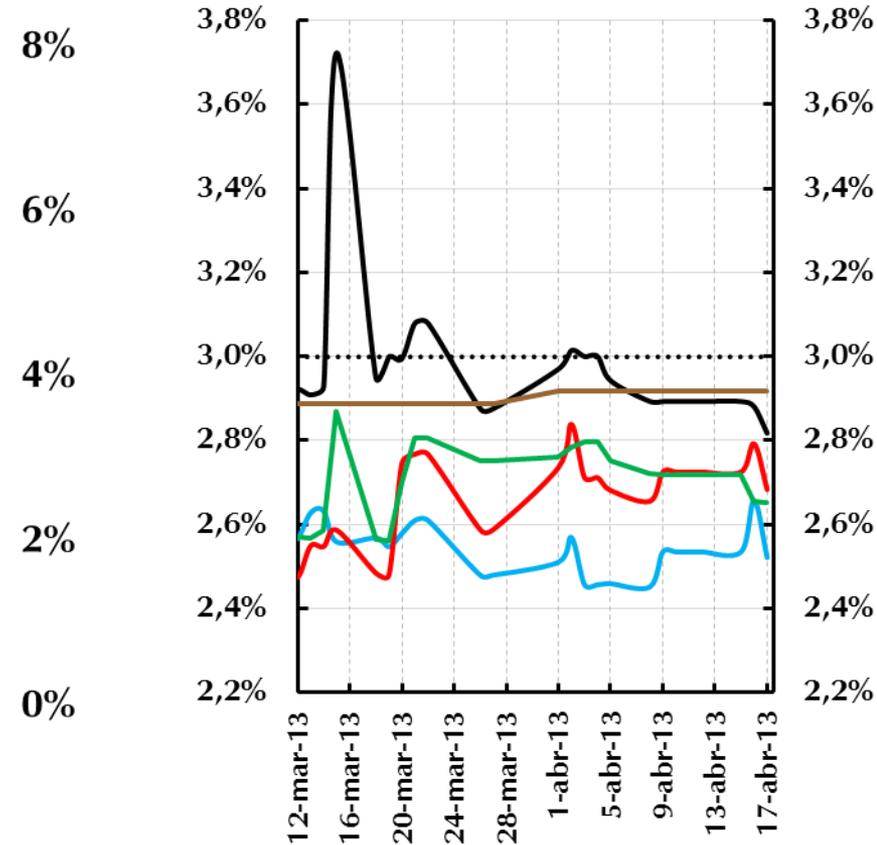
Break-Even Inflation a 2, 3, 5 y 10 años

Promedio mensual (*)



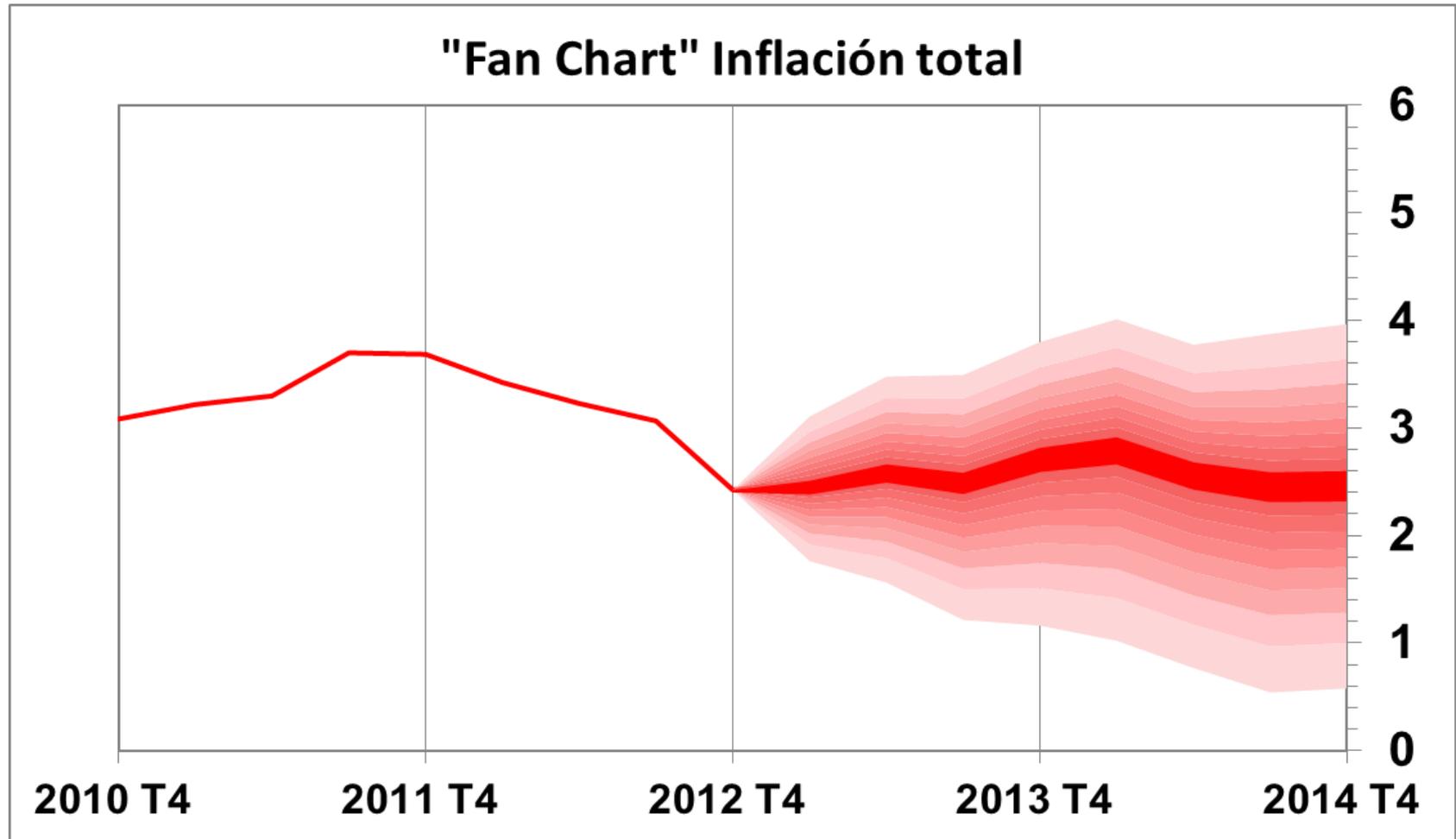
(*) Metodología Nelson y Siegel. Datos a Abril 17 de 2013.

Datos diarios



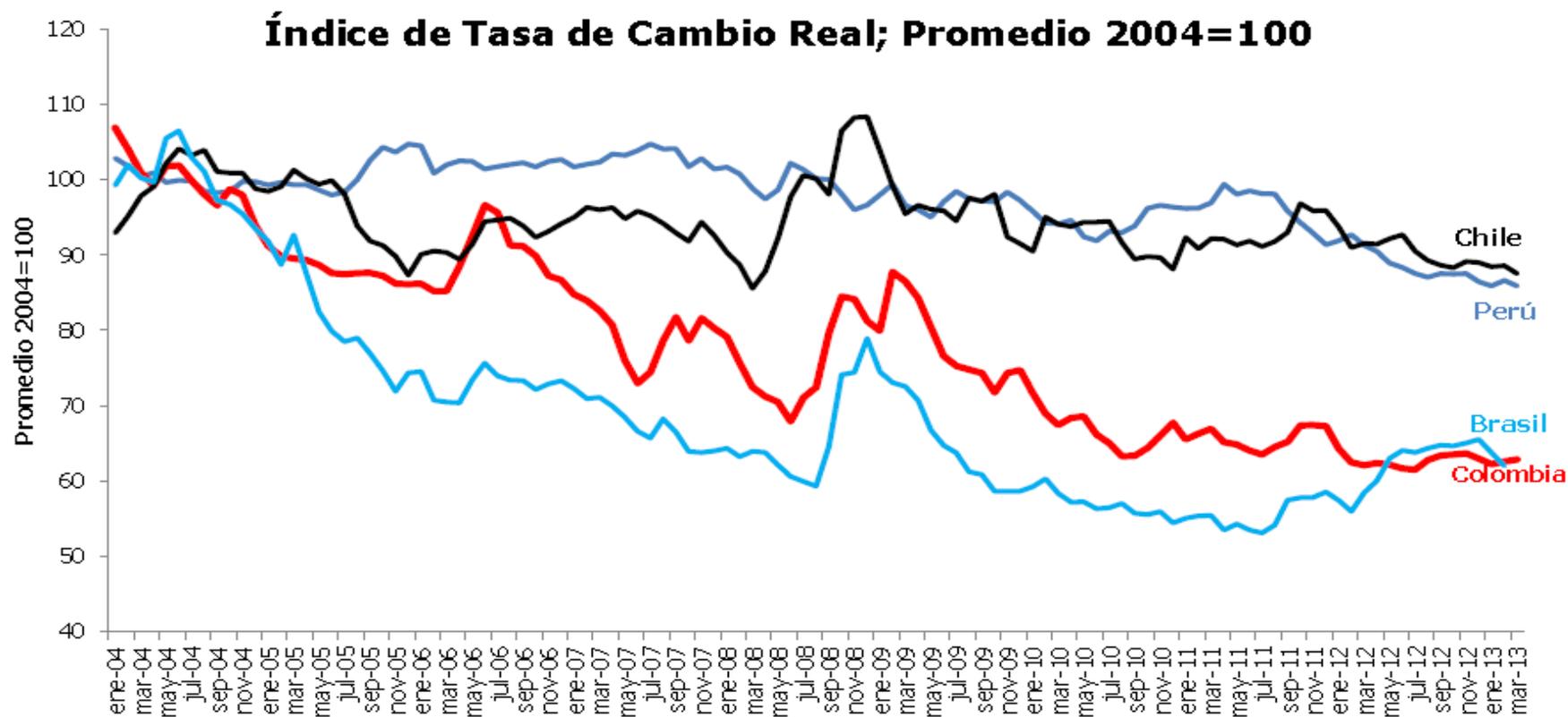
Fuente: MEC y SEN, Cálculos Banco de la República

Según la distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (*fan chart*), no aparece en el horizonte de mediano plazo riesgo alguno por encima de la meta



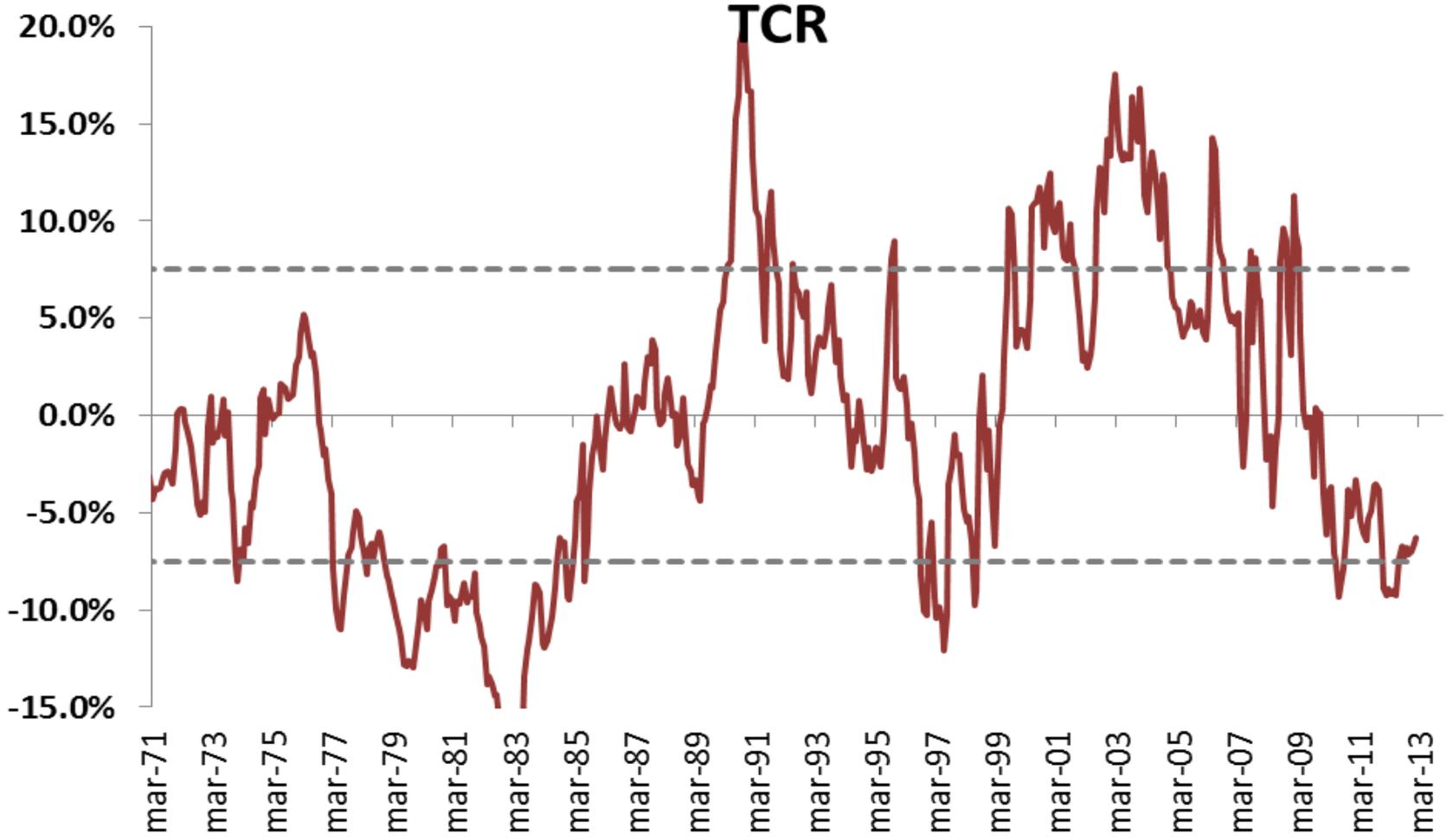
D. LA APRECIACIÓN DEL PESO

Según lo muestra L.Villar (2013), desde el promedio de 2004 hasta marzo de 2013 el peso se había apreciado 37% en términos reales, similar a Brasil, pero mucho más que Chile y Perú, que han avanzado más en productividad que Colombia



El promedio de los modelos del BR confirma la sobrevaloración de la TRC con relación a la de equilibrio: entre 7% y 8%

Desalineamiento promedio estimado de la



Sin duda una tasa de cambio real inferior a su nivel de equilibrio lesiona la producción nacional de bienes y servicios transables. En primer término, a la que compete con importaciones. Y, en segundo, a la que se exporta

Los bancos centrales (BC) de los mercados emergentes deben reconocer abiertamente que la estabilidad de su tasa de cambio real hace parte de su función objetivo. (Blanchard, 2010)

Esto no implica que el esquema Inflación-Objetivo se tenga que abandonar. Para ello el BR cuenta con otros instrumentos como las intervenciones en el mercado cambiario y diversos mecanismos de esterilización monetaria.

Hace apenas un año, el peso era sin duda la moneda más apreciada de la región

Devaluaciones (en verde) y

Revaluaciones (en amarillo)

A 3 de abril de 2012

	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	-8,80%	-9,85%	-4,40%	-7,85%	-26,58%
Brasil	-2,22%	-0,39%	13,58%	4,13%	-18,78%
México	-8,58%	-6,01%	7,51%	4,79%	-5,00%
Argentina	1,87%	4,11%	8,10%	12,94%	18,80%
Peru	-1,07%	-3,46%	-5,07%	-5,92%	-13,78%
Uruguay	-2,05%	-3,74%	2,31%	1,30%	-18,92%
Chile	-7,31%	-9,27%	1,42%	-6,35%	-17,59%

Pero hoy no se podría afirmar lo mismo, gracias, al menos en parte, a la intervención cambiaria del BR. Lo cual habla bien de la efectividad de este instrumento

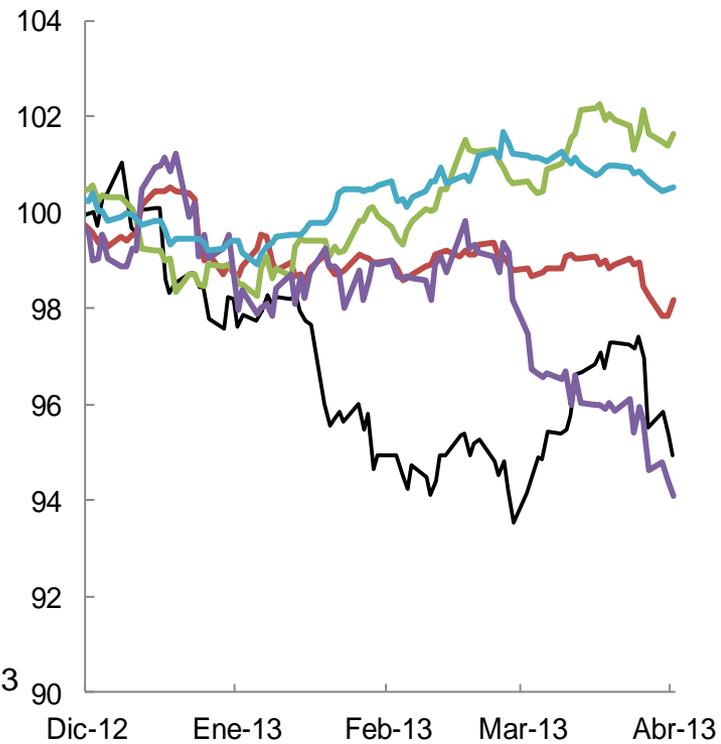
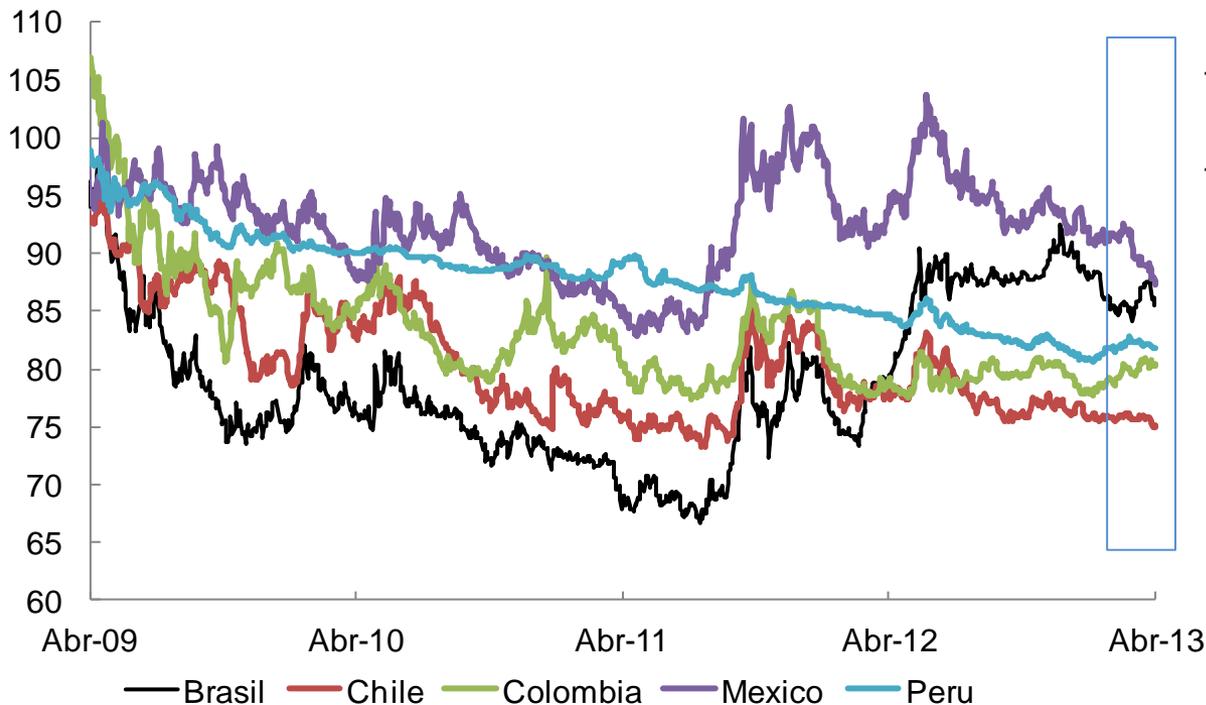
21-may-13

Devaluaciones en verde y revaluaciones en amarillo					
	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	4,53%	1,26%	1,32%	1,70%	-7,25%
Brasil	-0,82%	-3,04%	-0,35%	27,61%	8,24%
México	-4,34%	-5,86%	-10,21%	5,91%	-5,16%
Argentina	6,76%	8,98%	17,57%	28,45%	33,84%
Perú	3,72%	2,00%	-0,90%	-4,58%	-7,08%
Uruguay	-0,74%	-3,36%	-4,81%	2,08%	-1,10%
	1,01%	1,27%	-4,31%	3,55%	-11,36%

En las últimas semanas las monedas de Brasil, Chile y México se han apreciado. En relación con diciembre de 2012 las únicas que se han depreciado son las de Colombia y Perú

Índice de tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina (base ene09=100)

Base dic2012=100



Sin embargo, a pesar de que la intervención del BR en 2012 ha sido la más alta del presente milenio, su impacto luce insuficiente: ¿Acaso algo más hace falta...?

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
01-Abr-13	2153	0	2153

E. REGLA FISCAL Y TASA DE CAMBIO

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. Creación de panel para vigilar cumplimiento de la Regla va en la dirección correcta

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

**E. POLÍTICA CAMBIARIA Y
CONTROLES DE CAPITAL**

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*.
- El crecimiento de la cartera en moneda extranjera (USD 9.646 millones) se ha vuelto a reactivar en proporciones no despreciables (35% en el último año a mayo 10, 37% últimas cuatro semanas). Al igual que el flujo de inversión extranjera de portafolio (USD 2.112 millones, 75% corrido del año).
- Pero tampoco hay que descartar el fenómeno inverso, o sea *sudden stops*, si la crisis global llegare a empeorar.

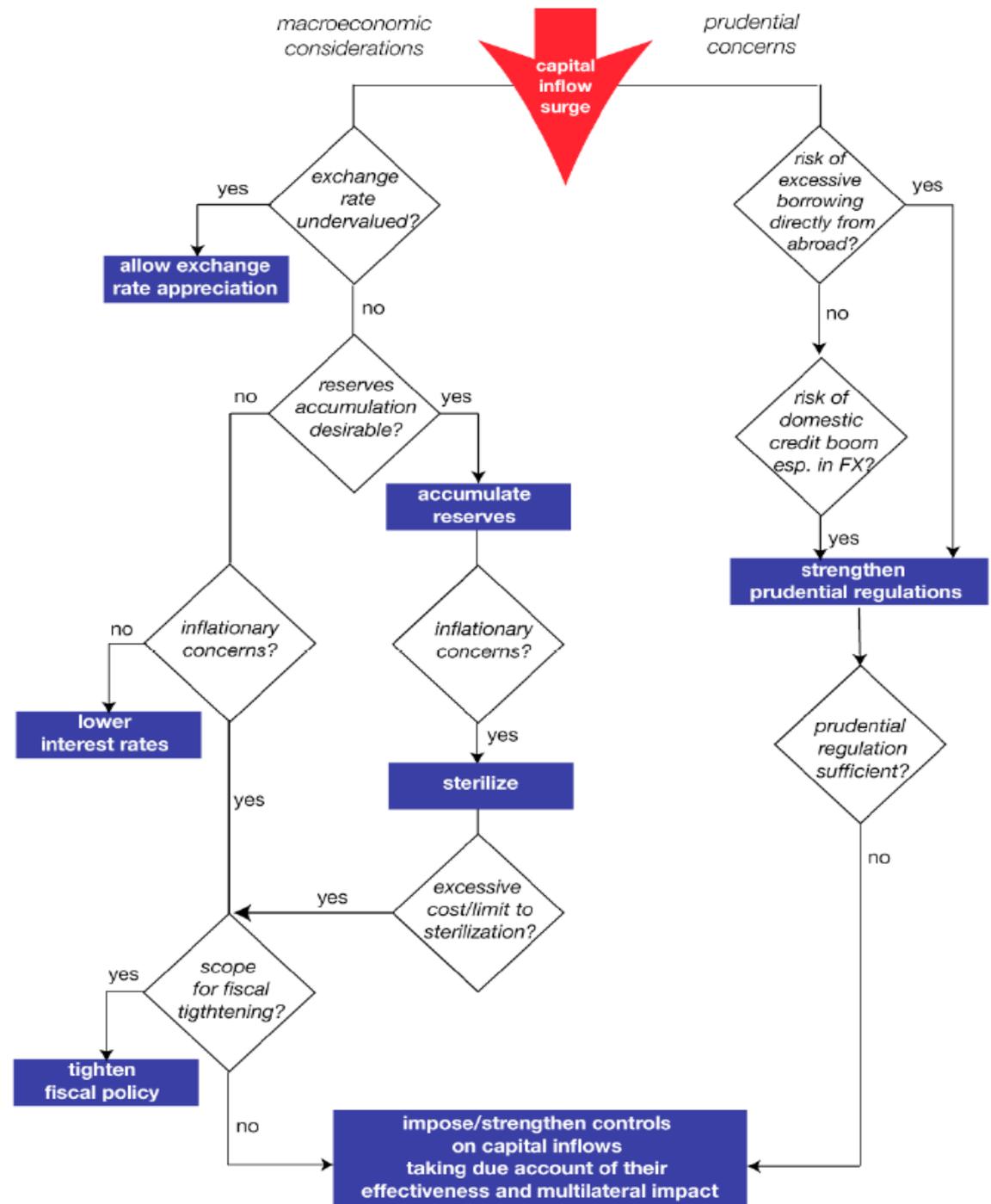
Controles de capital de corto plazo: otra herramienta de regulación, sólo en casos estrictamente necesarios (Jonathan D. Ostry y otros del FMI, 2010, 2012)

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’

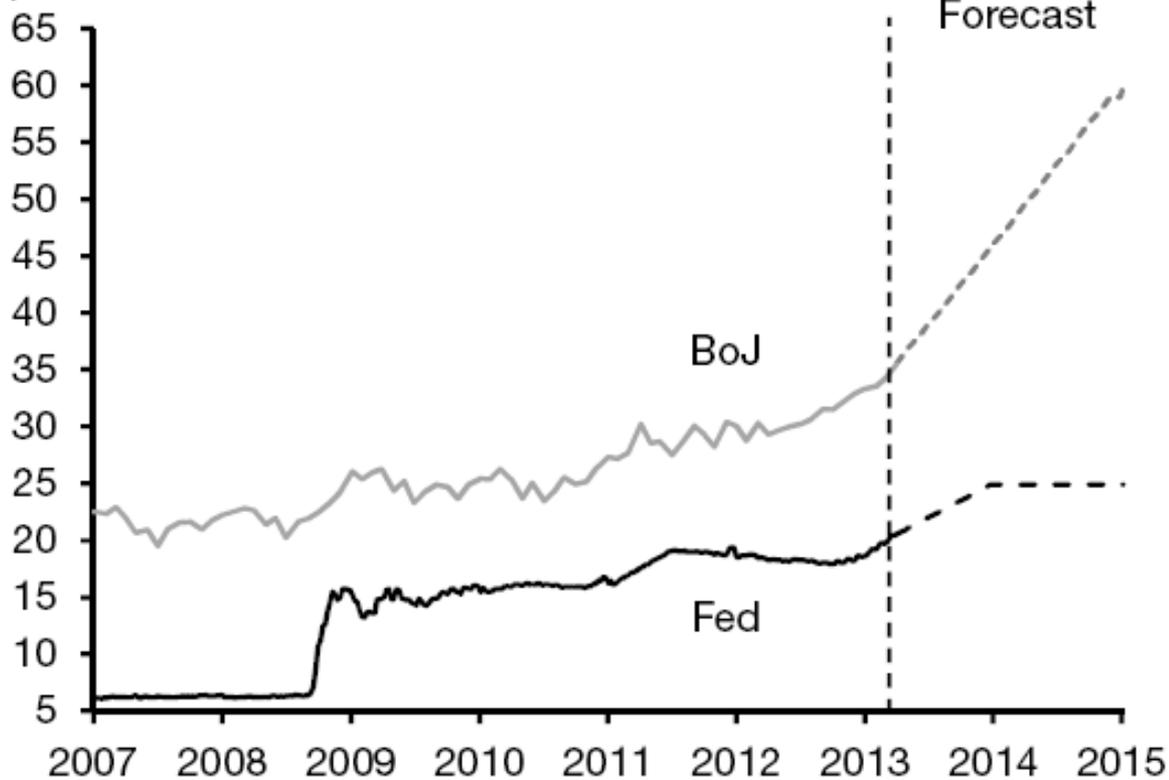
Si la economía se halla operando cerca de su potencial; el nivel de reservas es el adecuado; la tasa de cambio no está subvaluada; y es probable que los flujos de capital sean transitorios, el uso de controles se justificaría



La política monetaria de Japón, aún más expansiva que la de la FED en términos relativos, podría agregarle mayor volumen a los flujos de capital hacia las economías emergentes como Colombia

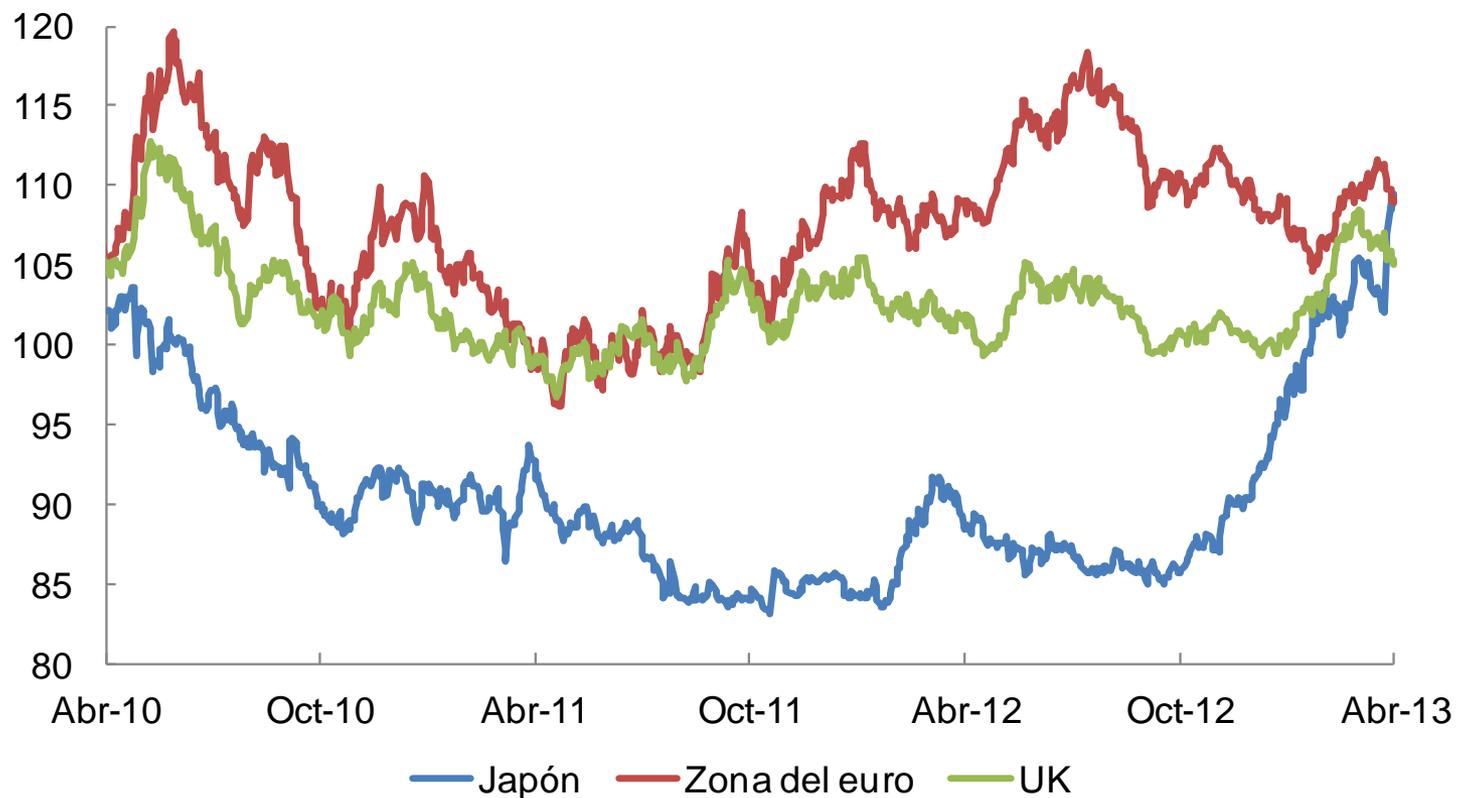
Central Bank Balance Sheets: Total Assets

percent of GDP



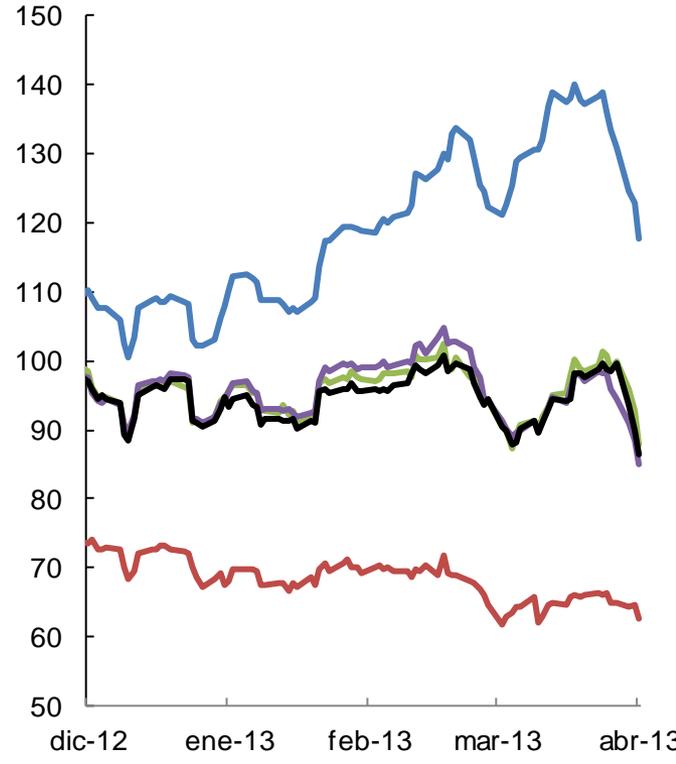
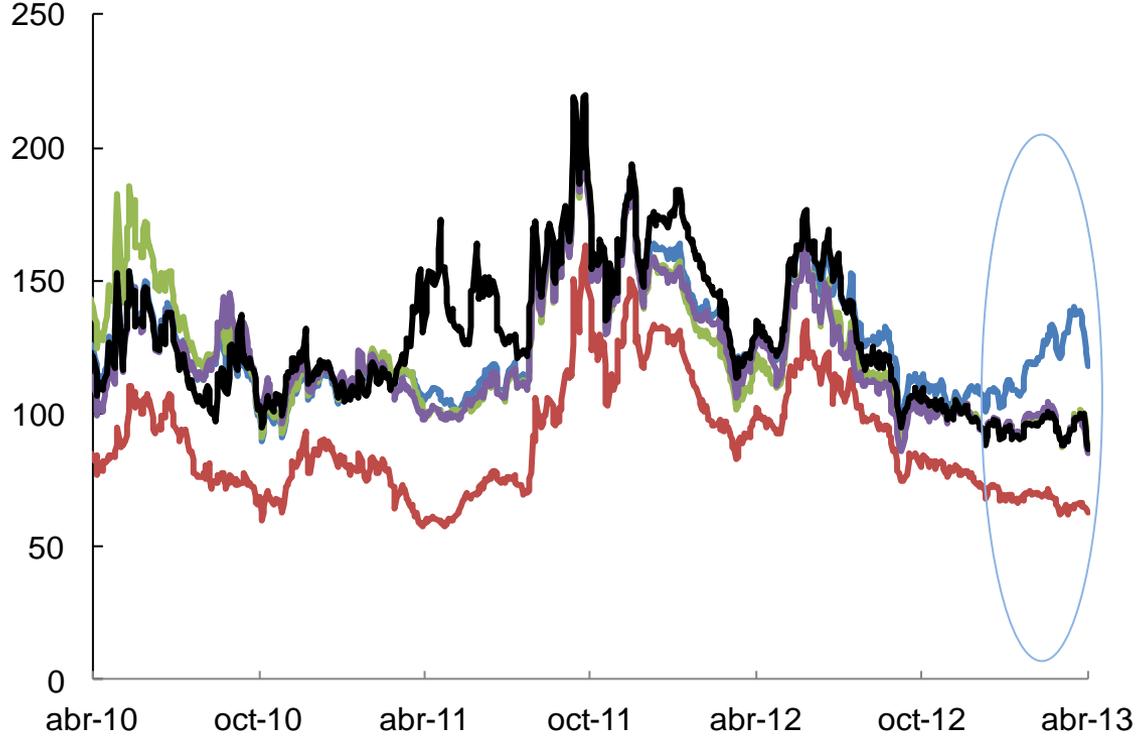
Las medidas del banco central de Japón han logrado su cometido de debilitar el yen

Índice de tasa de cambio nominal para algunas economías desarrolladas (ene10=100)



A ello se suma la reducción de las primas de riesgo de las principales economías de la región. Colombia ostenta ahora la mejor calificación de su historia

CDS a cinco años para algunos países de América Latina



— Brasil — Chile — Colombia — México — Perú

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 de modo combinado y complementario, la interacción de ambas políticas resultó ser estadísticamente significativa para incrementar el retorno de la tasa de cambio. O sea para depreciar el peso.

Algunas Referencias

- Cano, C.G (2010) “Regla Fiscal y Estabilidad Macroeconómica en Colombia”. Borradores de Economía No. 607. Banco de la República, Bogotá
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. and Mauro, P. (2010) “Rethinking Macroeconomic Policy”. IMF
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Hebermeir, K., Chamon, M., Qureshi; M.S., Reinhardt, D. (2010) “Capital Inflows: The Role of Controls”. IMF
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Chamon, M. (2012) “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Markets Economies”. IMF
- Rincón, H. y Toro, J. (2010) “Are Capital Controls and Central Bank Intervention Effective?” Banco de la República, Borradores de Economía Núm. 625. Bogotá
- Villar, L. (2013) “Perspectivas sobre producción industrial en Colombia”. Presentación en el Seminario del Banco de la República para periodistas económicos. Villa de Leyva, Abril 27

GRACIAS