



¿HACIA DÓNDE SE DIRIGE LA ECONOMÍA?

Inflación, crecimiento y política monetaria

Foro ANIF

Medellín, octubre 21 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: señales sombrías
2. Comercio exterior: déficit de la cuenta corriente, el talón de Aquiles
3. Crecimiento: ¿podrá el PIB mantenerse en su potencial?
4. Hacia adelante



1. El contexto externo: señales sombrías



Contrario a las economías de EU y GB, la de la Zona Euro, comenzando por Alemania (crecimiento PIB 1,2% 2014 y 1,3% 2015), y la de Japón (contracción de 7,1% en II trimestre) , aún no superan la sombra de la recesión. Y la confianza de consumidores y empresarios, cayendo. Su crecimiento seguirá siendo débil e inferior a su potencial durante un largo período, en medio de un excesivo déficit fiscal.

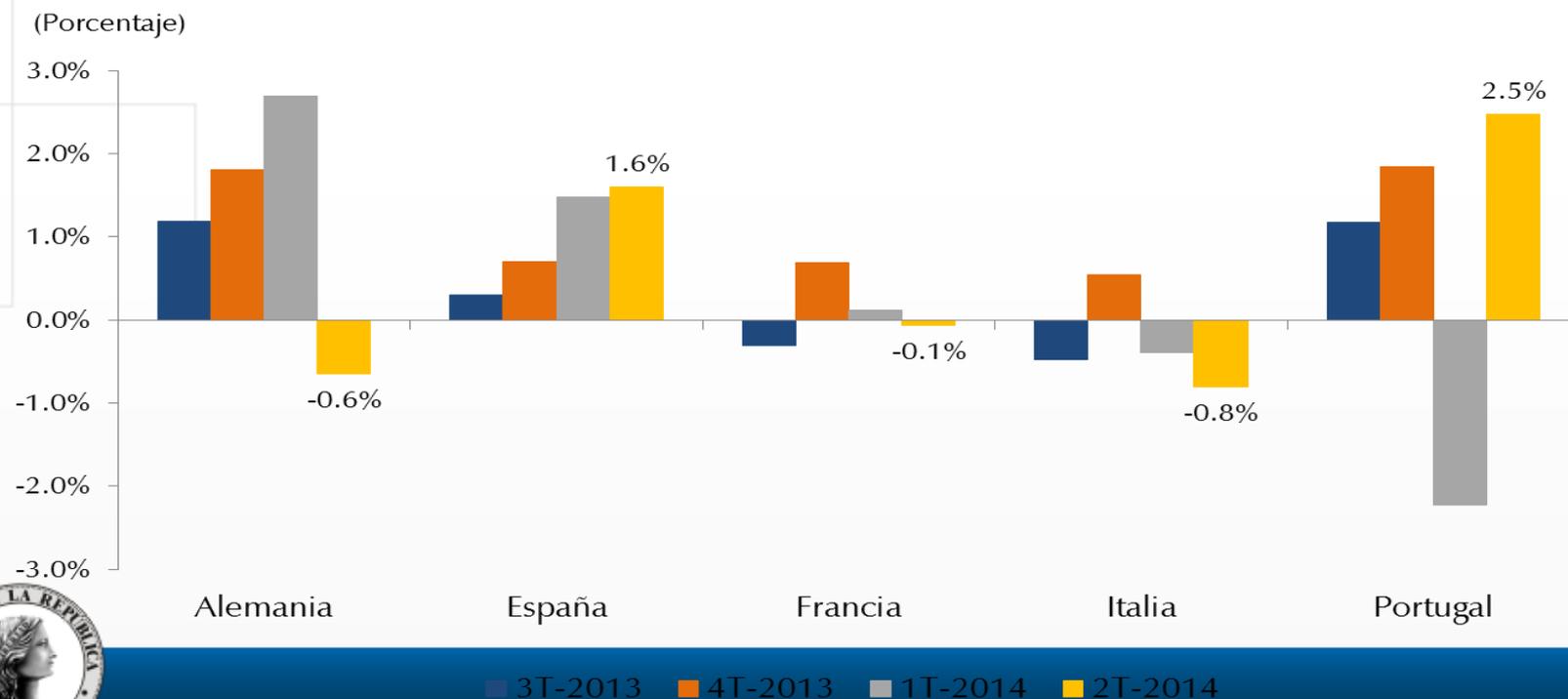


En la Zona Euro la inflación (0,3%) se halla muy por debajo de la meta (2%), su economía estancada, y el gran temor es la deflación. El desempleo se halla en 11,5%. En 2014 crecería sólo 0,9%. El BCE redujo aún más su tasa de interés de política (0,05%), y anunció el programa TLTRO (*Targeted Long-Term Refinancing Operations*), mediante el cual inyectará un billón de euros al sistema financiero en los próximos 4 años. Y anunció otro programa de compras de *Asset-Backed Securities*.



En el segundo trimestre Alemania se contrajo (-0,2%). Podría volver a la recesión. Italia en recesión. Francia en ceros. Estas tres economías representan tres cuartas partes de la del conjunto de la Zona Euro

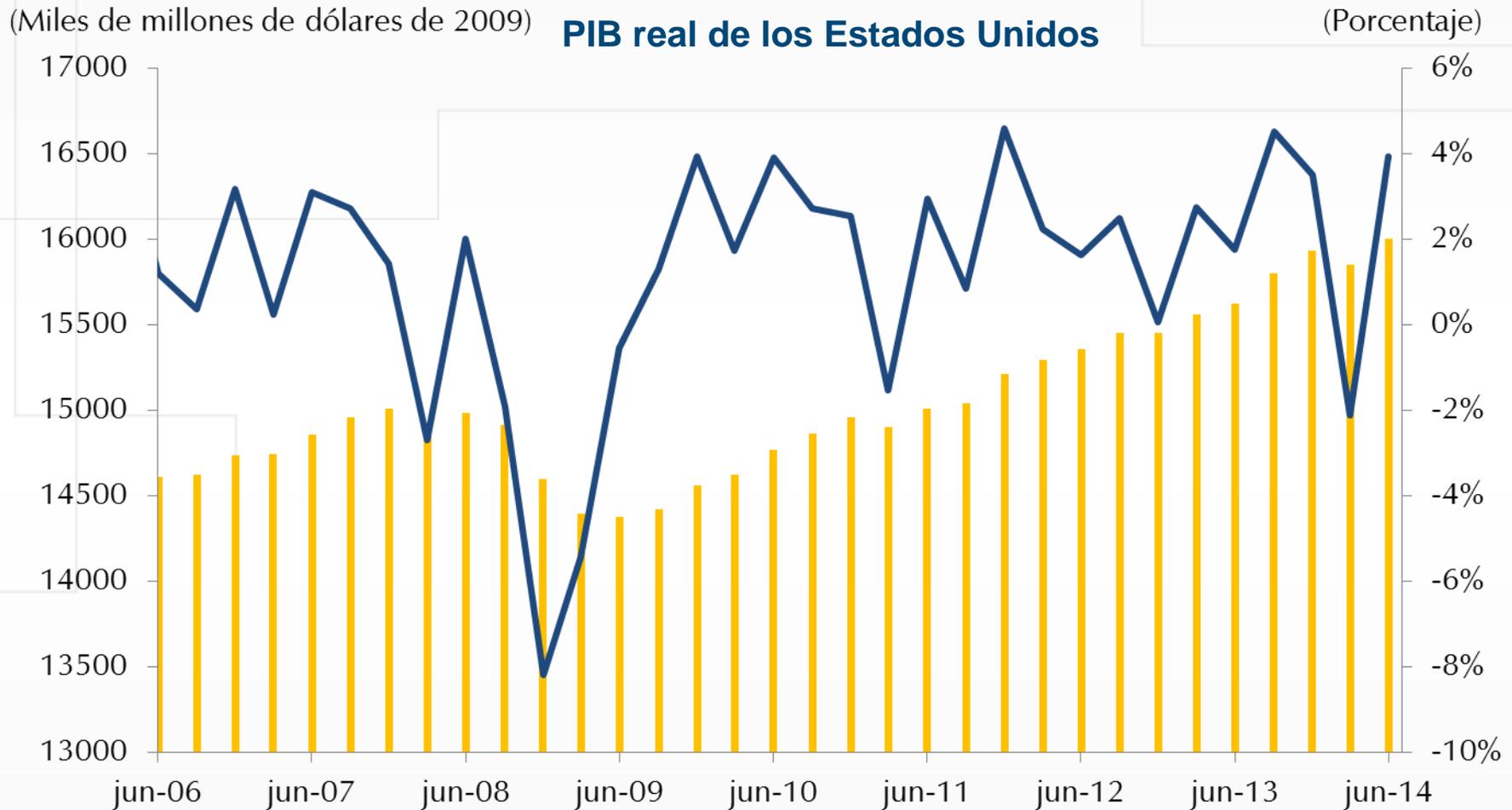
Variación trimestre anualizada del PIB de algunos países de la Zona Euro



EU mejor que la Zona Euro y Japón. Su tasa de desempleo se ha reducido del 10,8% en septiembre de 2008 al 5,9%, debido no solo al aumento de la ocupación sino también a la caída de su TGP. Sin embargo, en 2014 sólo crecería 1,9% (vs potencial de 3,5%). La probabilidad de que la actual tasa de interés de política de la FED - rango entre cero y 0,25% -, no sea reajustada antes de junio de 2015 se mantiene. Sin embargo, Janet Yellen y otros miembros de la FED han sugerido que sería posible anticiparse.



El PIB de EU, tras un decepcionante resultado en primer trimestre, se recuperó en el segundo creciendo 4,2%



■ PIB Real — Variación Trimestre Anualizado (eje derecho)

Fecha de actualización: 29 de Agosto de 2013

China: su crecimiento en 2014 podría ser 7,2%, y encaminándose hacia cercanías de 6,5% en 2015-2016.

Creciente preocupación por:

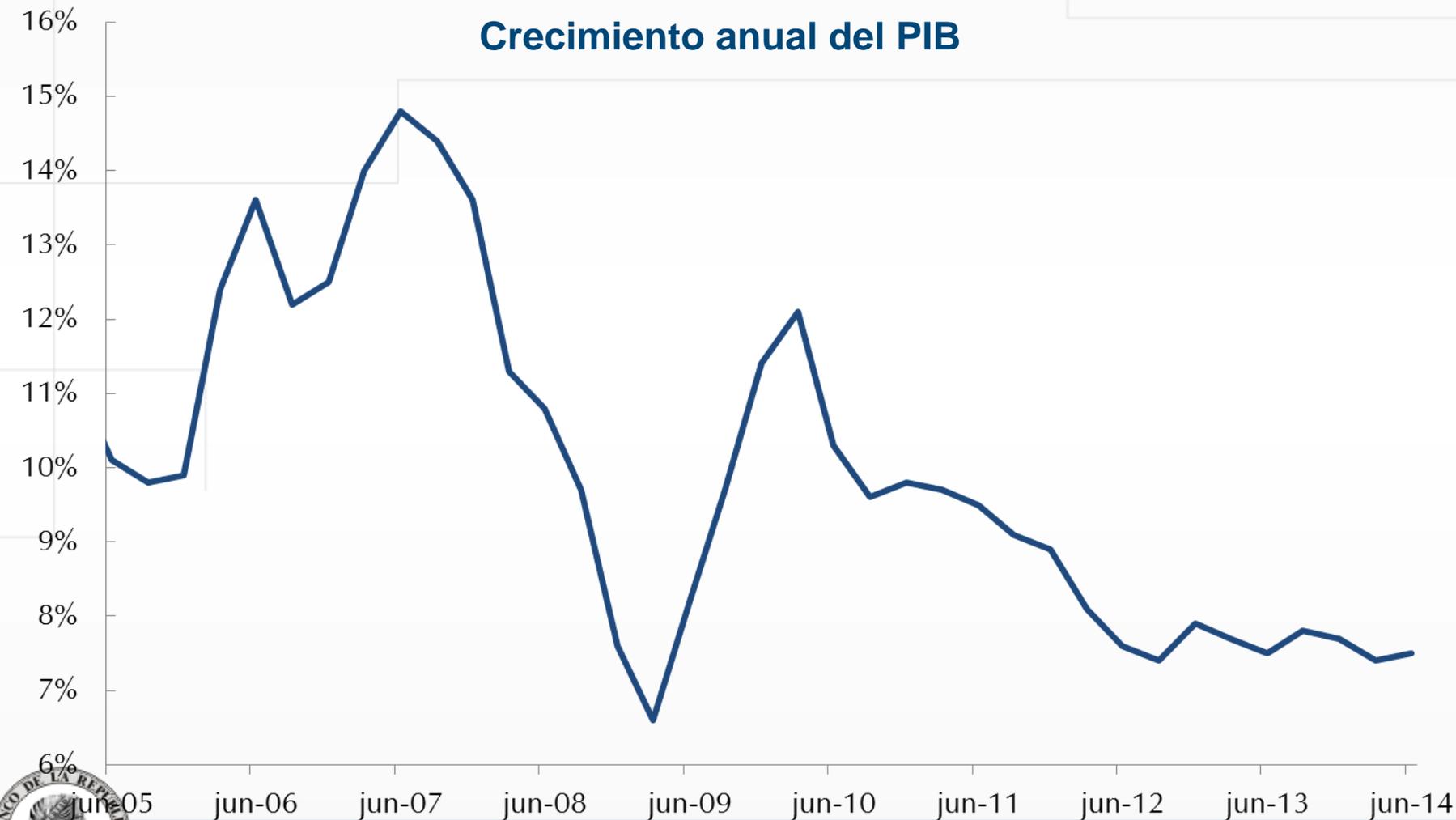
- Crecimiento desbordado del crédito y el endeudamiento de gobierno, empresas y hogares (250% sobre PIB).
- Caída de los precios de la vivienda nueva y usada en la mayoría de sus ciudades.
- Debilitamiento de la demanda interna.



El crecimiento de China continúa y continuará moderándose aún más

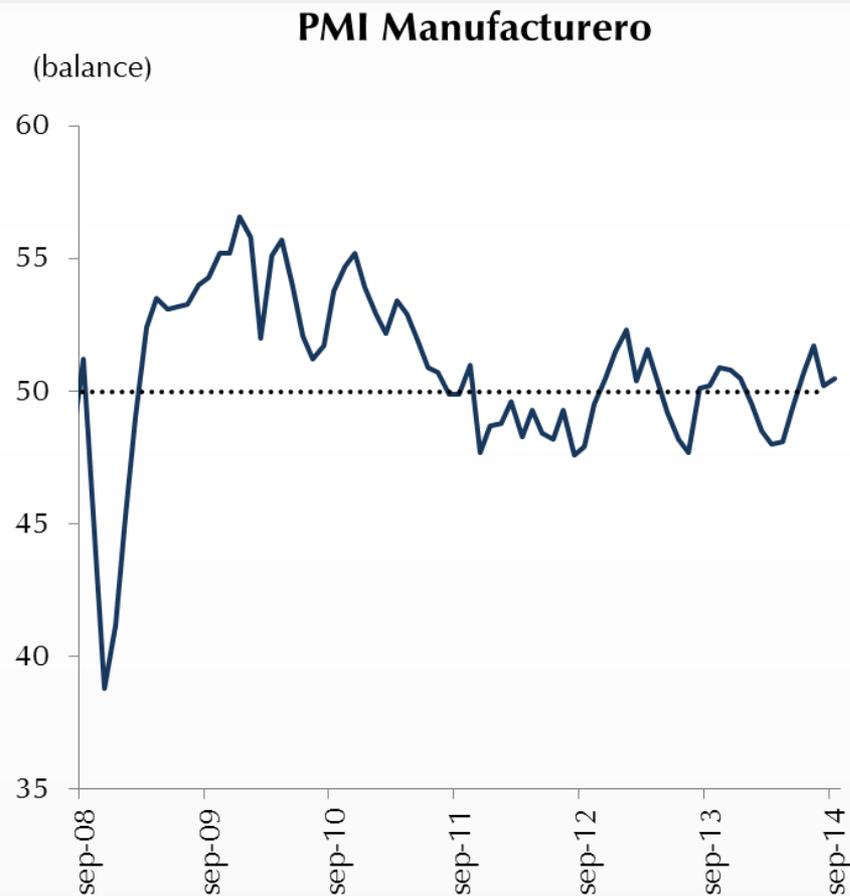
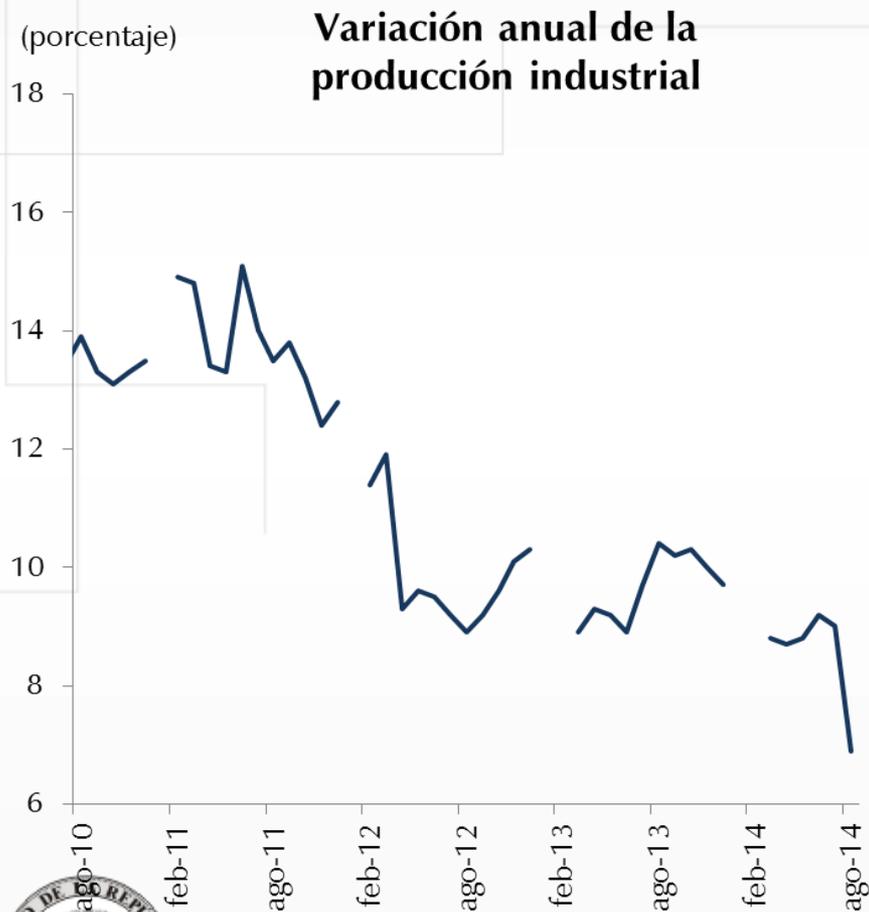
(Porcentaje)

Crecimiento anual del PIB



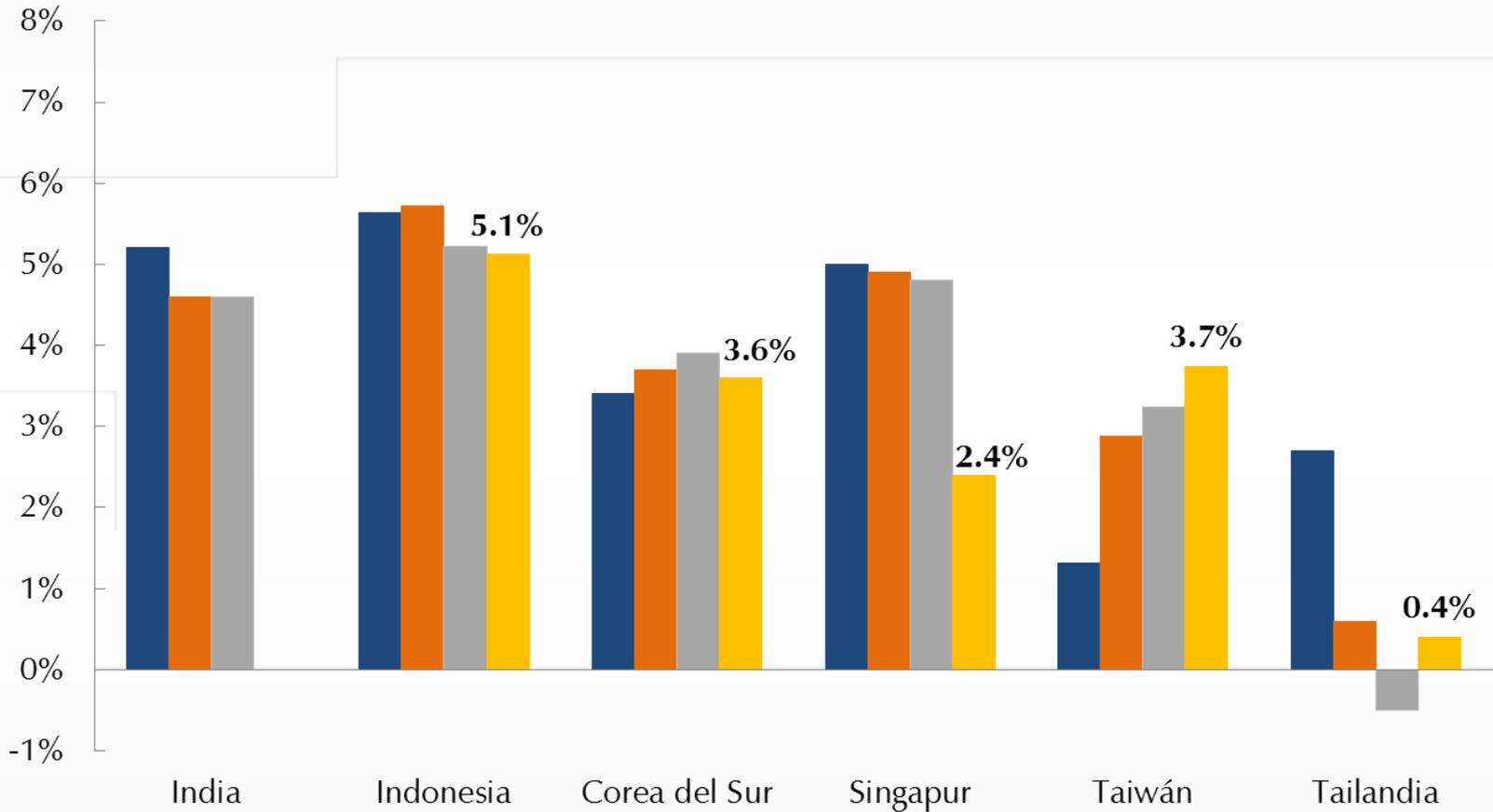
Fecha de actualización: 10 de Septiembre de 2013

Comportamiento de la industria china hasta septiembre sugiere pérdida importante de dinamismo en III trimestre. Desaceleración más fuerte que la esperada



Crecimiento de otros países de Asia Emergente

(Porcentaje)

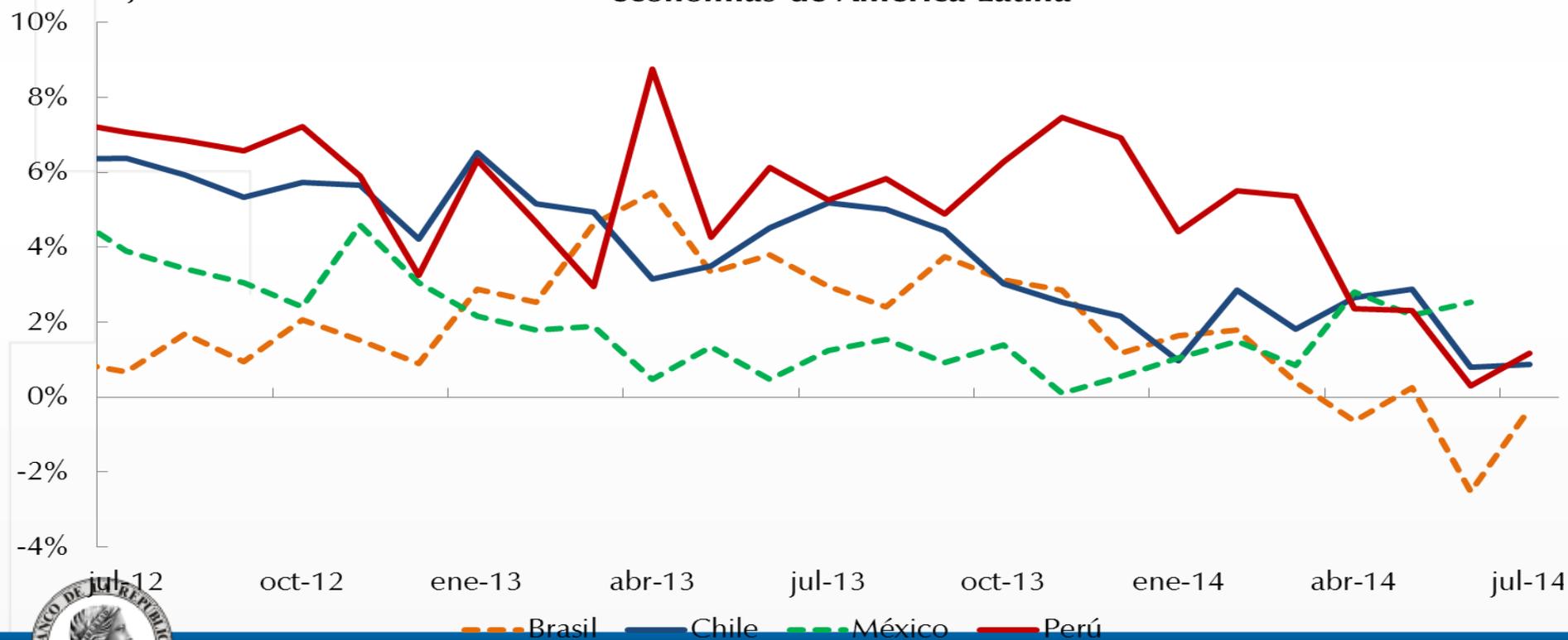


■ sep-13 ■ dic-13 ■ mar-14 ■ jun-14

América Latina: desaceleración generalizada. Brasil en 2014 crecería 0,28%, Chile 2%, y Perú y México 3,5%. Todos muy por debajo de su potencial. La excepción, Colombia. ¿Hasta cuando?

Variación anual de los índices de actividad económica mensual para algunas economías de América Latina

(Porcentaje)



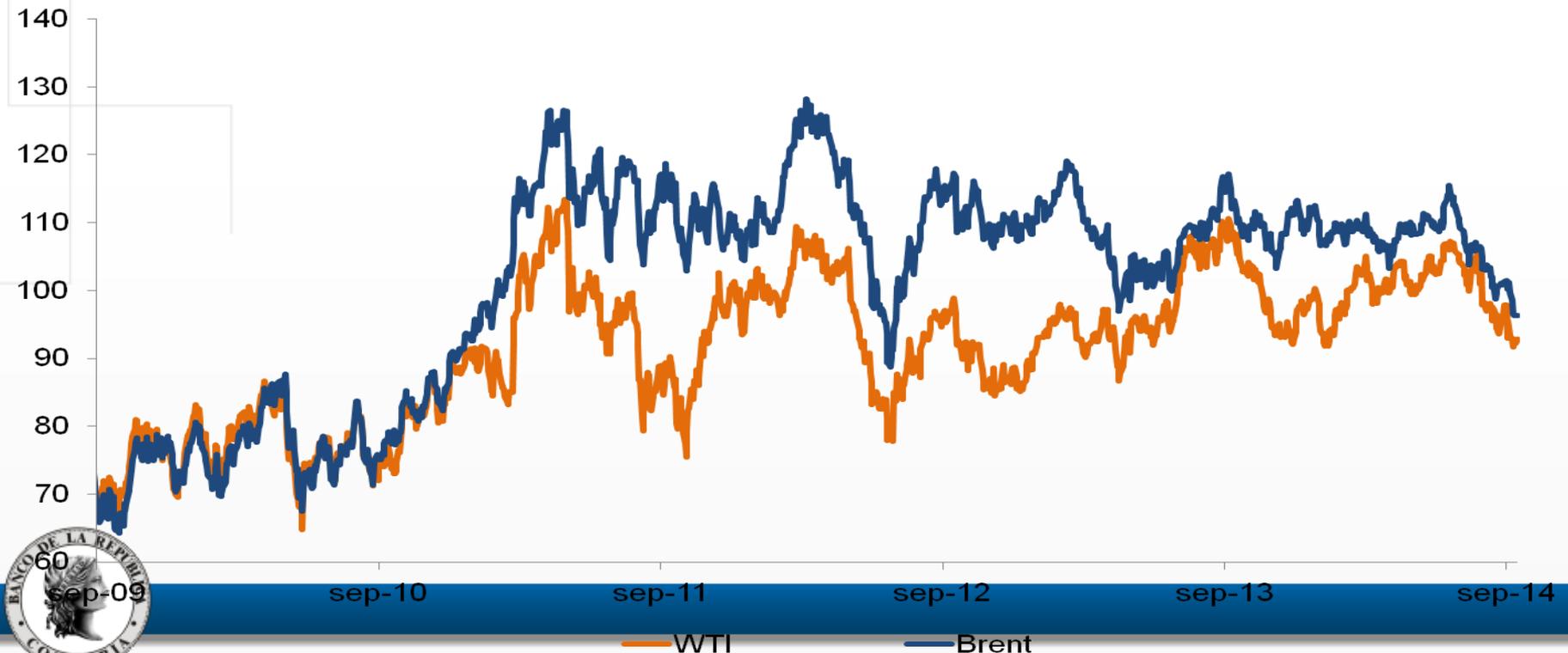
Venezuela y Ecuador

Las exportaciones industriales a Venezuela en terreno negativo, y con mal pronóstico por sus dificultades de pago. A Ecuador, enfrentando crecientes restricciones no arancelarias. Este país soportando creciente déficit fiscal, que según su presidente, terminará en -5% en 2015. En tanto que la mayoría del resto de los mercados emergentes, desacelerándose, con excepción de Colombia.

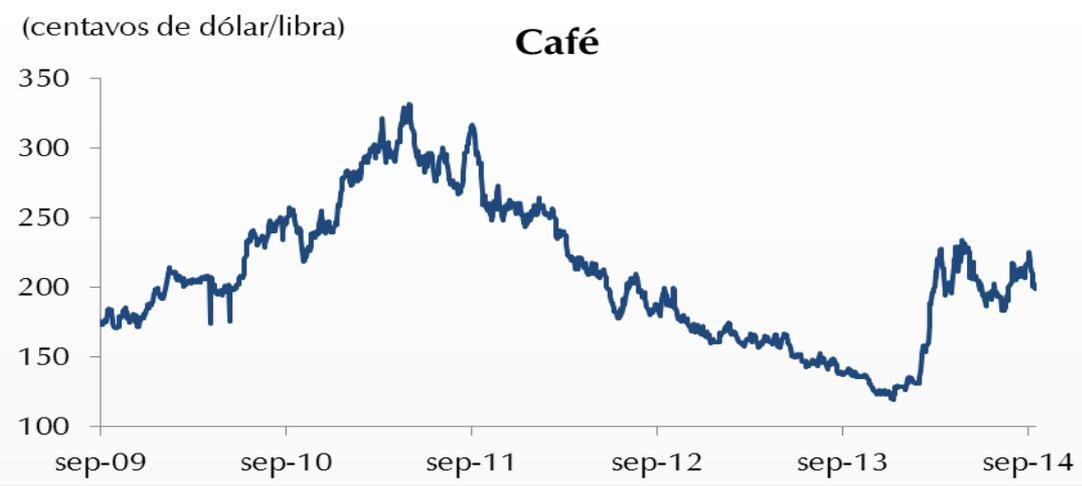
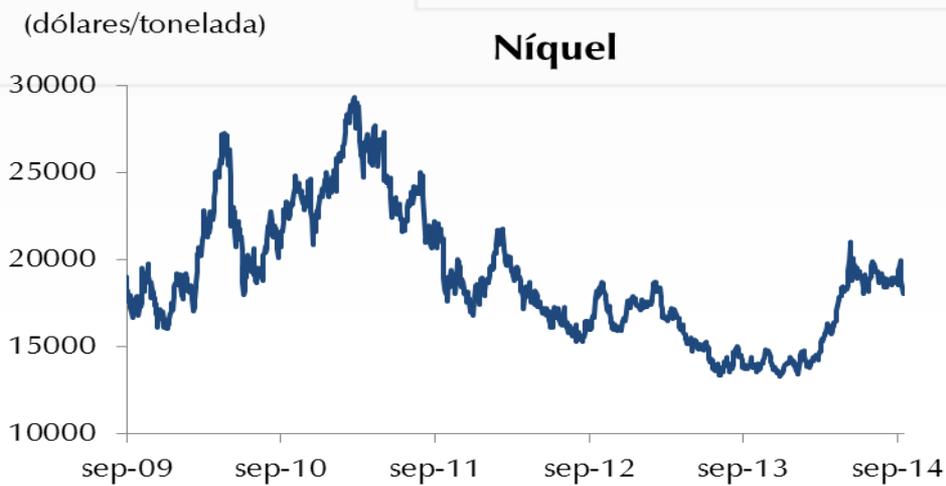
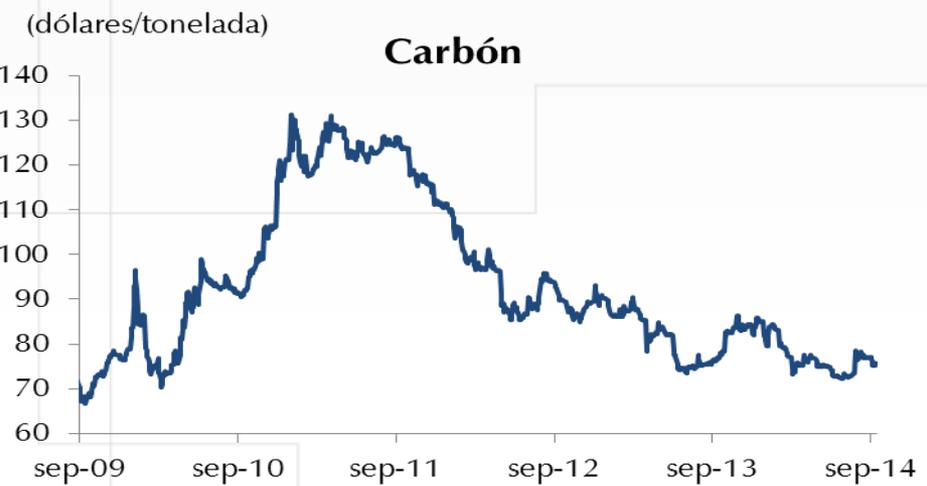


Precios del petróleo: ¿descolgándose hacia la franja USD 70-80 ? Mientras la demanda se debilita, sobretudo en China y Europa, la producción crece. Avanza la revolución energética de EU (8,8 mll de b/d, 80% más que 2008), cerca de igualar a Arabia Saudita con 10 mll. En gas superó a Rusia como primer productor mundial

(dólares/barril)



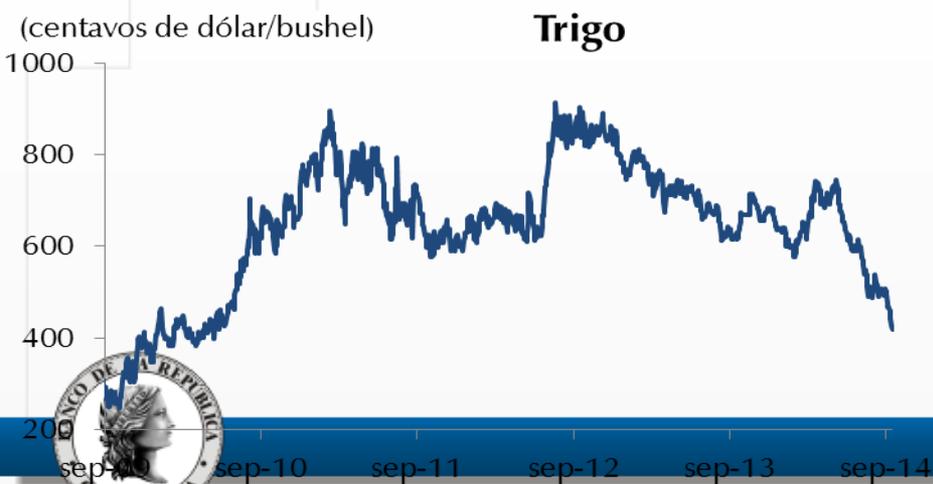
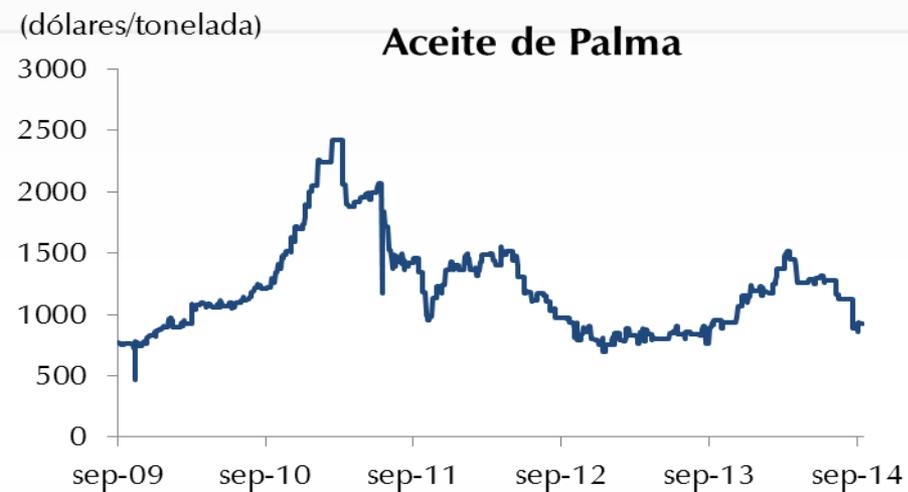
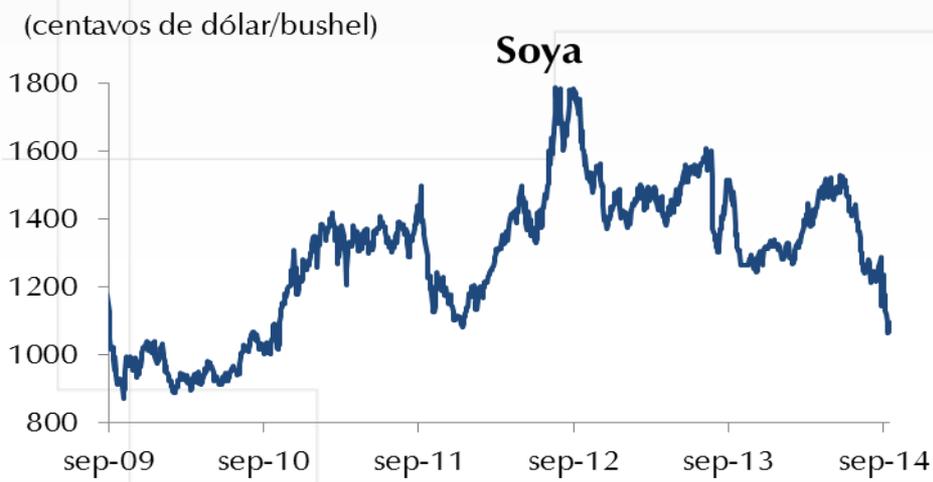
Otros bienes exportados por Colombia: sobresale repunte del café por mal clima en Brasil y roya en C. América



Precios de otros minerales: fuerte golpe para Perú y Chile



Precios de alimentos básicos a la baja por normalización del clima, debilitamiento de demanda y crecimiento de inventarios



Conclusión: el sector externo, muy enredado. La única excepción podría ser Estados Unidos, dependiendo de qué tanto lo afecte la coyuntura de sus pares ricos y China.



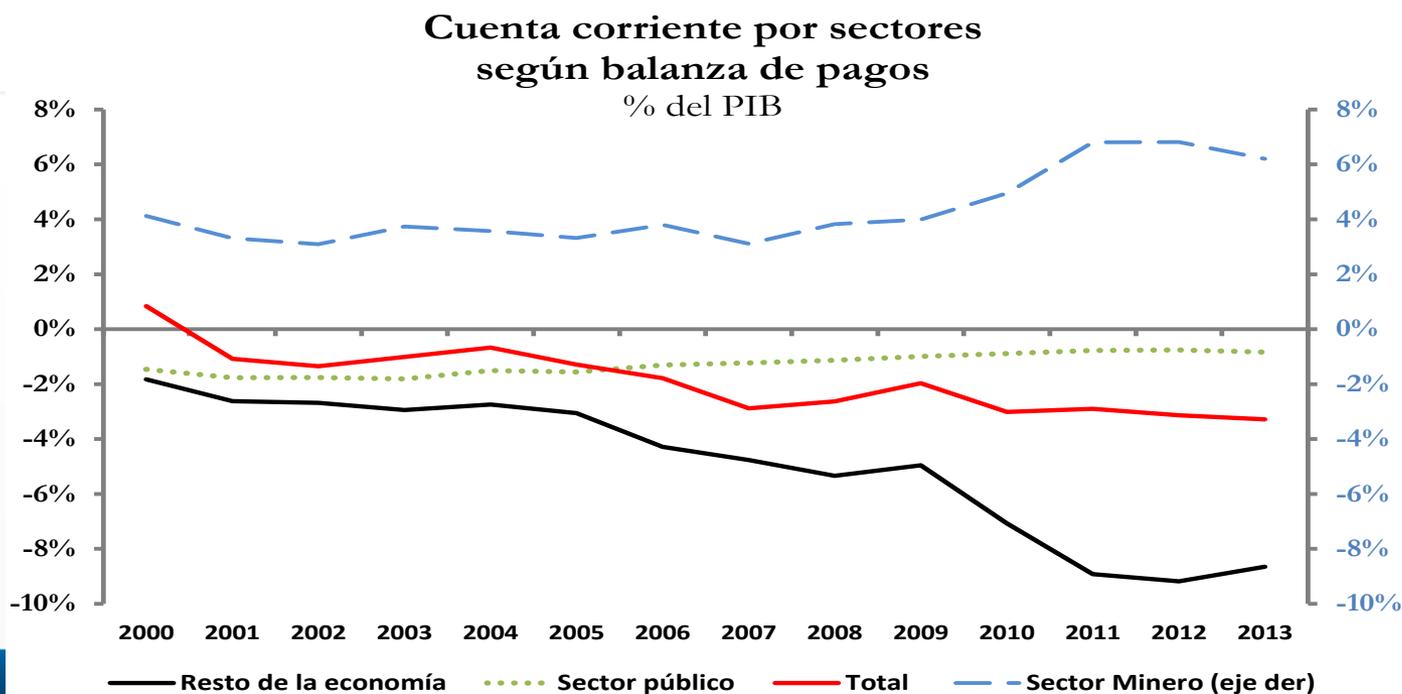
2. Comercio exterior: déficit de la cuenta corriente, el talón de Aquiles



Colombia: la enfermedad holandesa vino, dejó estragos y se marchó

- El sector minero-energético llegó al 8% del PIB y a generar más del 40% de los ingresos de la balanza de pagos y un 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
- Llegó a aportar cerca de 1/5 del recaudo de impuestos del Gobierno (sin dividendos de Ecopetrol ni regalías)
- Resultado: fuertes presiones revaluacionistas y el consiguiente debilitamiento de los sectores transables (agro e industria), acompañado de la gradual ampliación del déficit de la cta. cte., en especial a partir de 2005

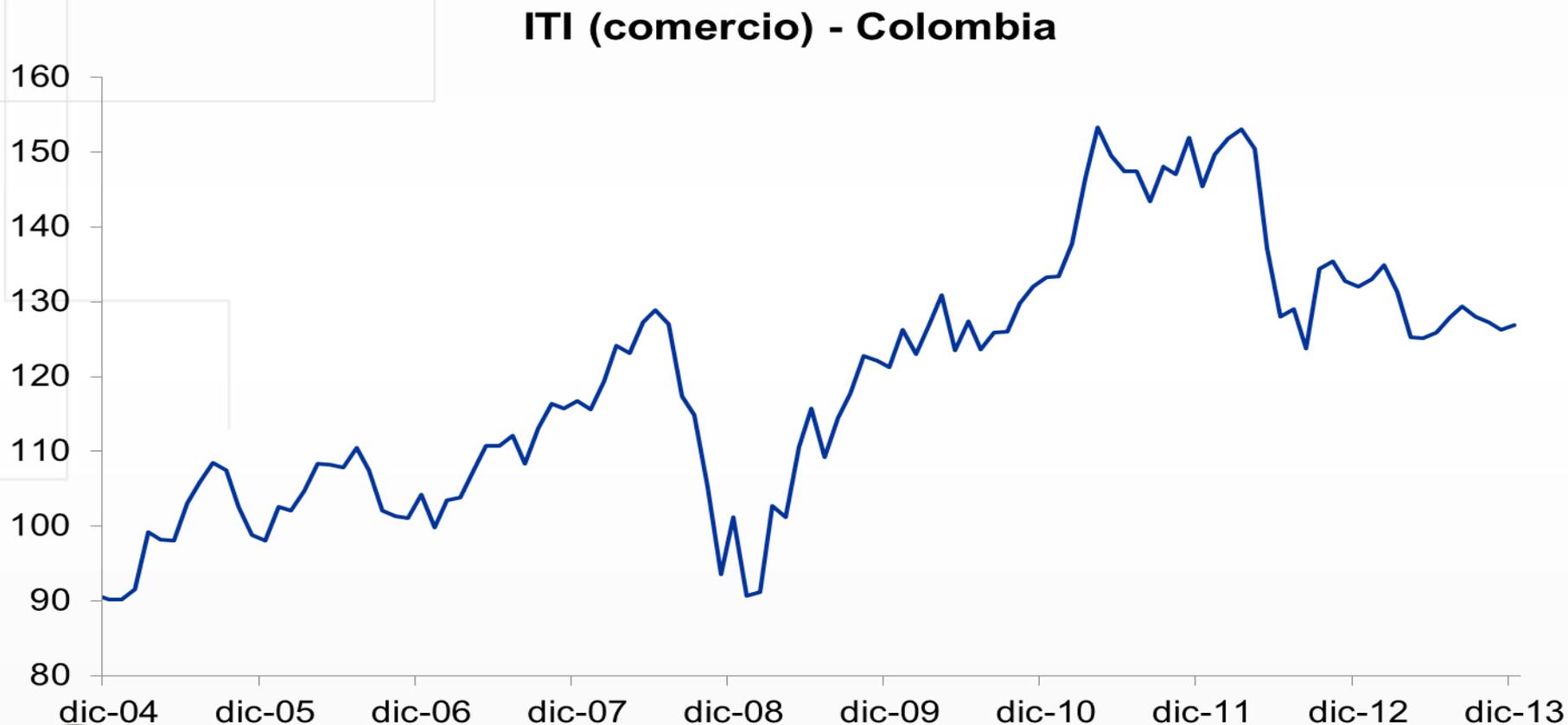
Déficit de Cta. Cte. con clara tendencia a aumentar desde 2005, superaría el 4% este año. Déficit del ‘resto de la economía’ desborda el superávit minero. La fuente de financiación: capitales foráneos. Y con EU recuperándose y los precios de los *commodities*, incluido petróleo, aflojando...¿probable *sudden stop*?



Fuente: Balanza de Pagos, Banco de la República.



Términos de intercambio, aunque con alguna volatilidad y aún altos, con tendencia descendente desde 2012 hasta 2013. Y ello sin considerar en este gráfico la caída de más del 20% del precio del petróleo desde junio de 2014



A julio las exportaciones seguían cayendo (-2,6%) con relación a igual período del año anterior, en tanto que las importaciones crecían 8,1%. Resultado: el déficit de la cta. cte. continúa ampliándose. A junio ascendía al -4,4% sobre el PIB



Ene-Jul 2013 = US\$ 33.940 mill

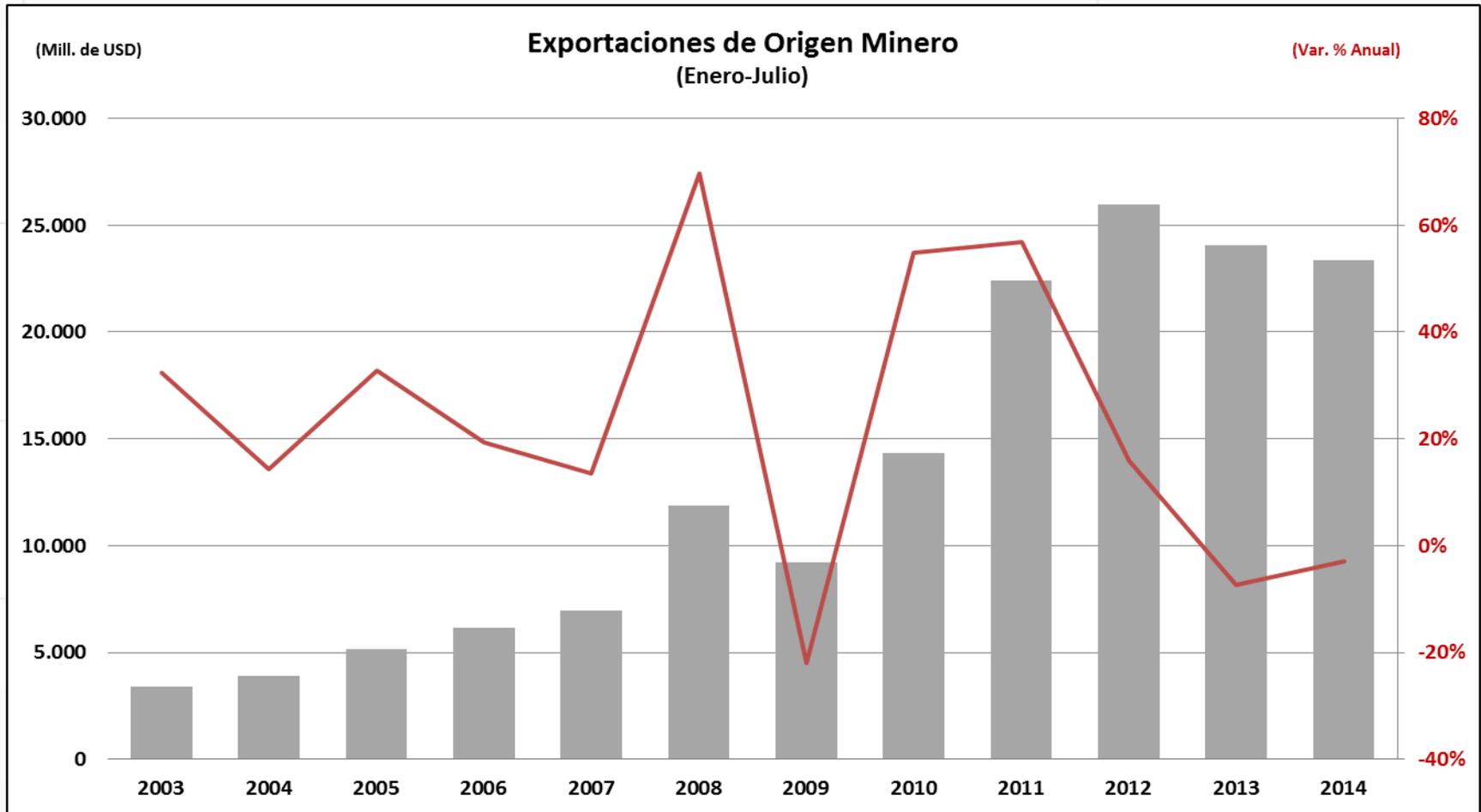
Ene-Jul 2014 = US\$ 33.048 mill

- var. % anual = -4,3%

- var. % anual = -2,6%



Las minero-energéticas, 70% del total, en caída



Ene-Jul 2013 = US\$ 24.074 mill

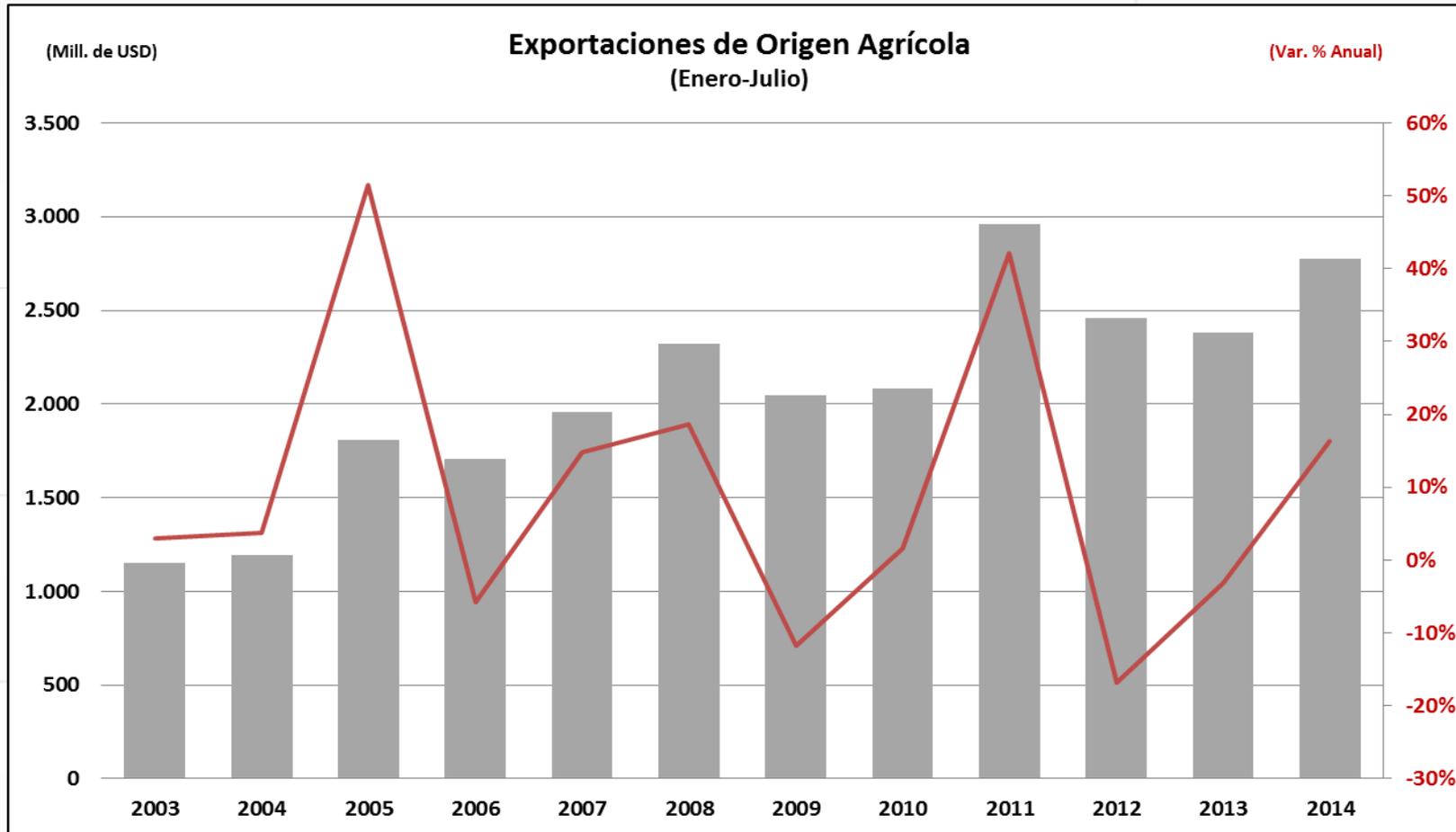
- var. % anual = -7,4%

Ene-Jul 2014 = US\$ 23.377 mill

- var. % anual = -2,9%

Fuente: DANE-DIAN.

La agrícolas (8%) creciendo por precios del café



Ene-Jul 2013 = US\$ 2.383 mill

- var. % anual = -3,2%

Ene-Jul 2014 = US\$ 2.772 mill

- var. % anual = 16,4%



Las industriales (22%), contrayéndose a todos los destinos, excepto EU



Ene-Jul 2013 = US\$ 7.483 mill

- var. % anual = 6,8%

Ene-Jul 2014 = US\$ 6.899 mill

- var. % anual = -7,8%



Fuente: DANE-DIAN.

(Mill. de USD)

Resto de Exportaciones a Estados Unidos (Enero-Julio)

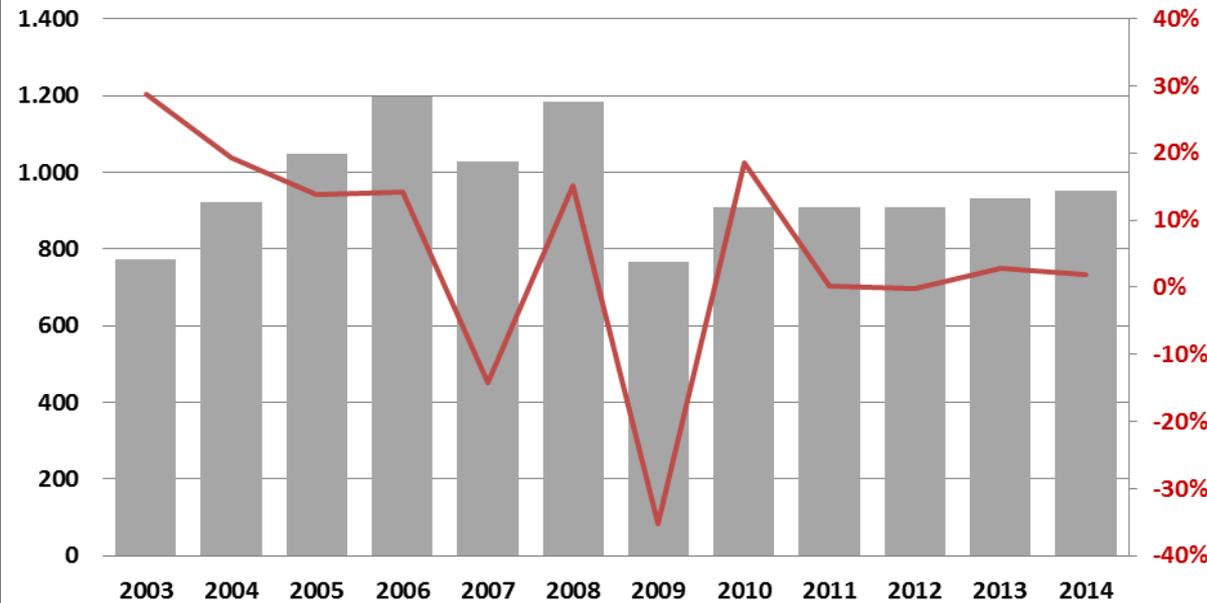
(Var. % Anual)

USA

Ene-Jul 2013 = 2,8%

Ene-Jul 2014 = 1,9%

(US\$ 950 mill)



Ecuador

Ene-Jul 2013 = 2,8%

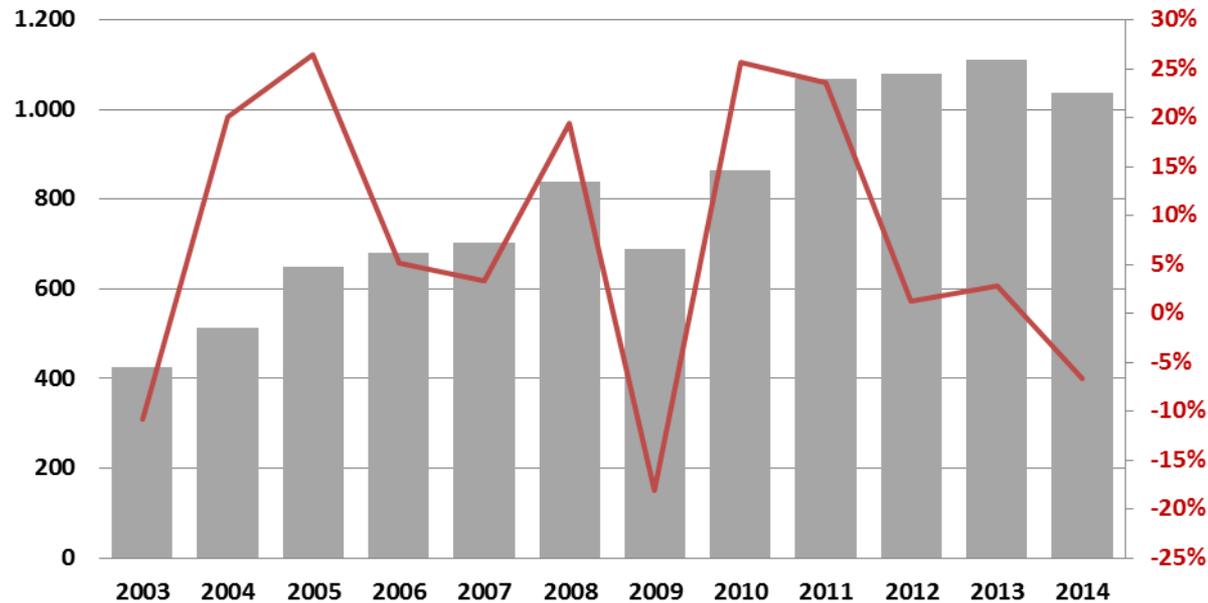
Ene-Jul 2014 = -6,6%

(US\$ 1.038 mill)

(Mill. de USD)

Resto de Exportaciones a Ecuador (Enero-Julio)

(Var. % Anual)





Venezuela

Ene-Jul 2013 = -5,8%

Ene-Jul 2014 = -11,6%

(US\$ 935 mill)

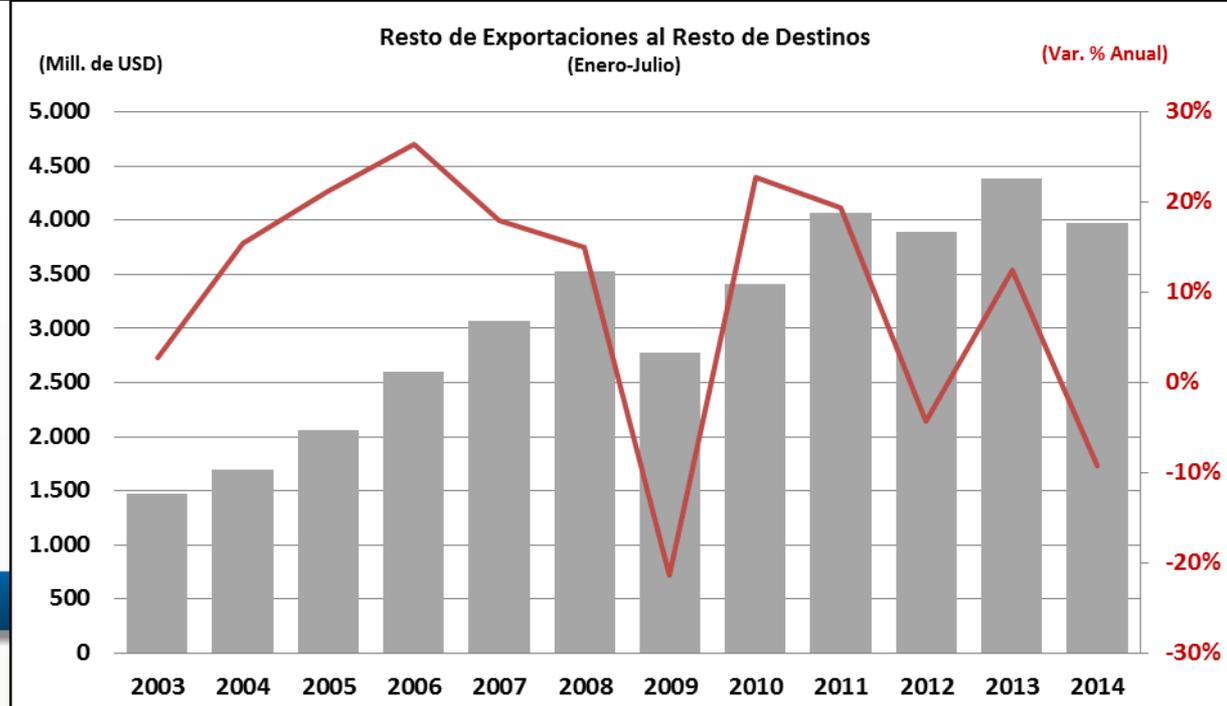
Resto de destinos

(Sin USA, Ecuador ni Venezuela)

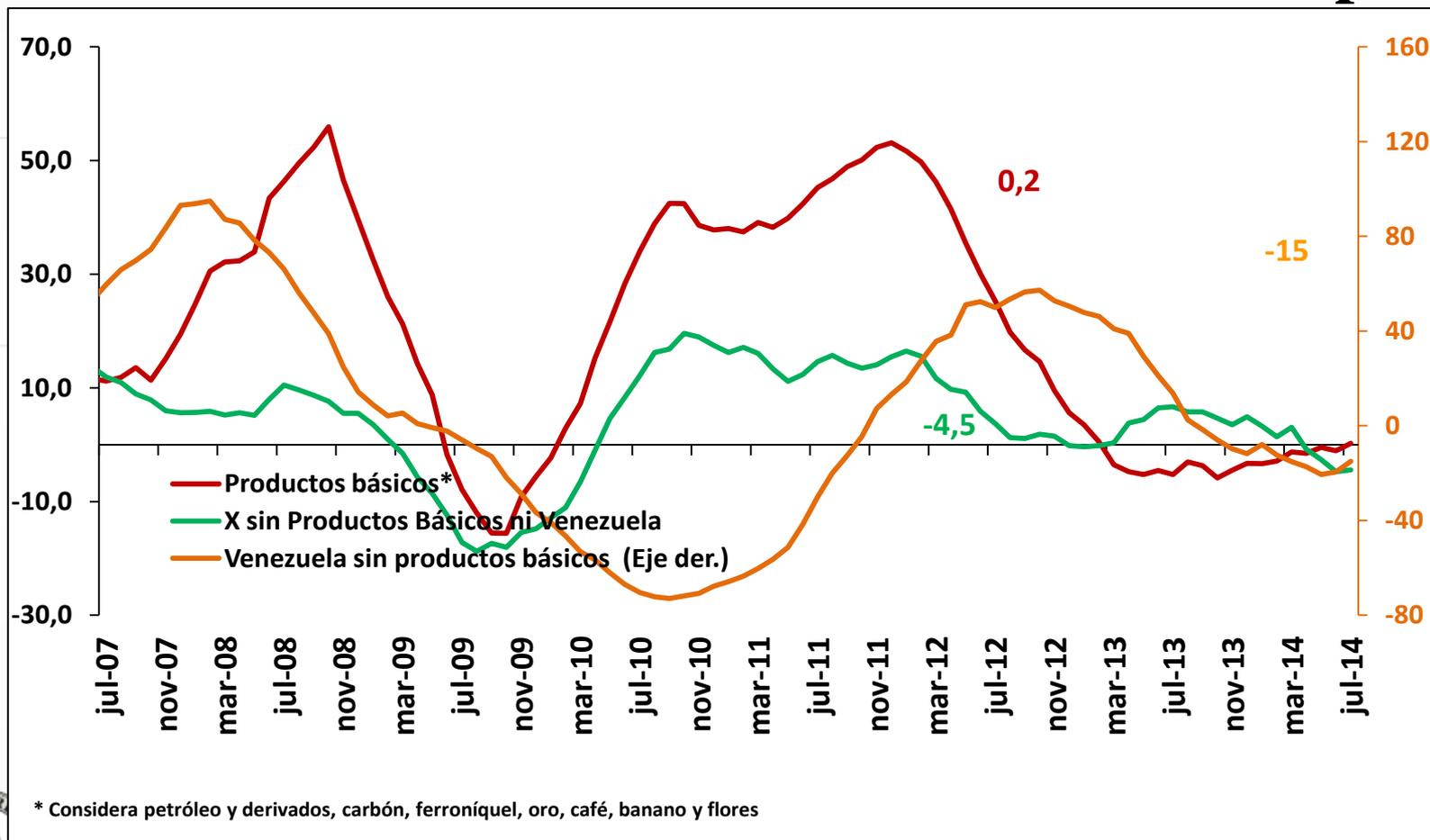
Ene-Jul 2013 = 12,5%

Ene-Jul 2014 = -9,3%

(US\$ 3.976 mill)



En resumen: crecimiento anual de las exportaciones en terreno negativo. Se esfuma el dinamismo de las minero-energéticas. Y las industriales caen a todos los destinos, excepto EU



* Considera petróleo y derivados, carbón, ferróníquel, oro, café, banano y flores



Una esperanzadora posibilidad: la realineación cambiaria. En lo corrido del año todas las monedas de la región se han devaluado. Hay que preservar la flotación

Revaluación en amarillo y devaluación en verde

Devaluación

Tipos de

Cambio

16-oct-14

LATAM	Devaluaciones							
	dia	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia Tasa Promedio a las 12:31:00	0,31%	1,45%	5,11%	7,53%	7,51%	10,11%	15,30%	9,02%
Colombia Tasa Ultima a las 12:31:00	0,08%	1,22%	4,87%	7,28%	7,26%	9,86%	15,04%	8,78%
Brasil	0,15%	2,62%	4,39%	4,20%	10,04%	13,00%	20,91%	41,06%
México	-0,04%	0,65%	2,12%	3,75%	3,63%	4,10%	5,64%	-0,09%
Argentina	0,02%	0,03%	0,75%	30,01%	5,93%	45,17%	79,33%	99,40%
Peru	-0,07%	-0,01%	1,59%	3,89%	4,80%	4,95%	12,55%	7,22%
Uruguay	0,37%	0,31%	1,17%	13,86%	7,02%	13,68%	21,41%	23,88%
Chile	0,50%	-0,40%	-1,06%	12,40%	5,96%	18,39%	25,06%	17,70%

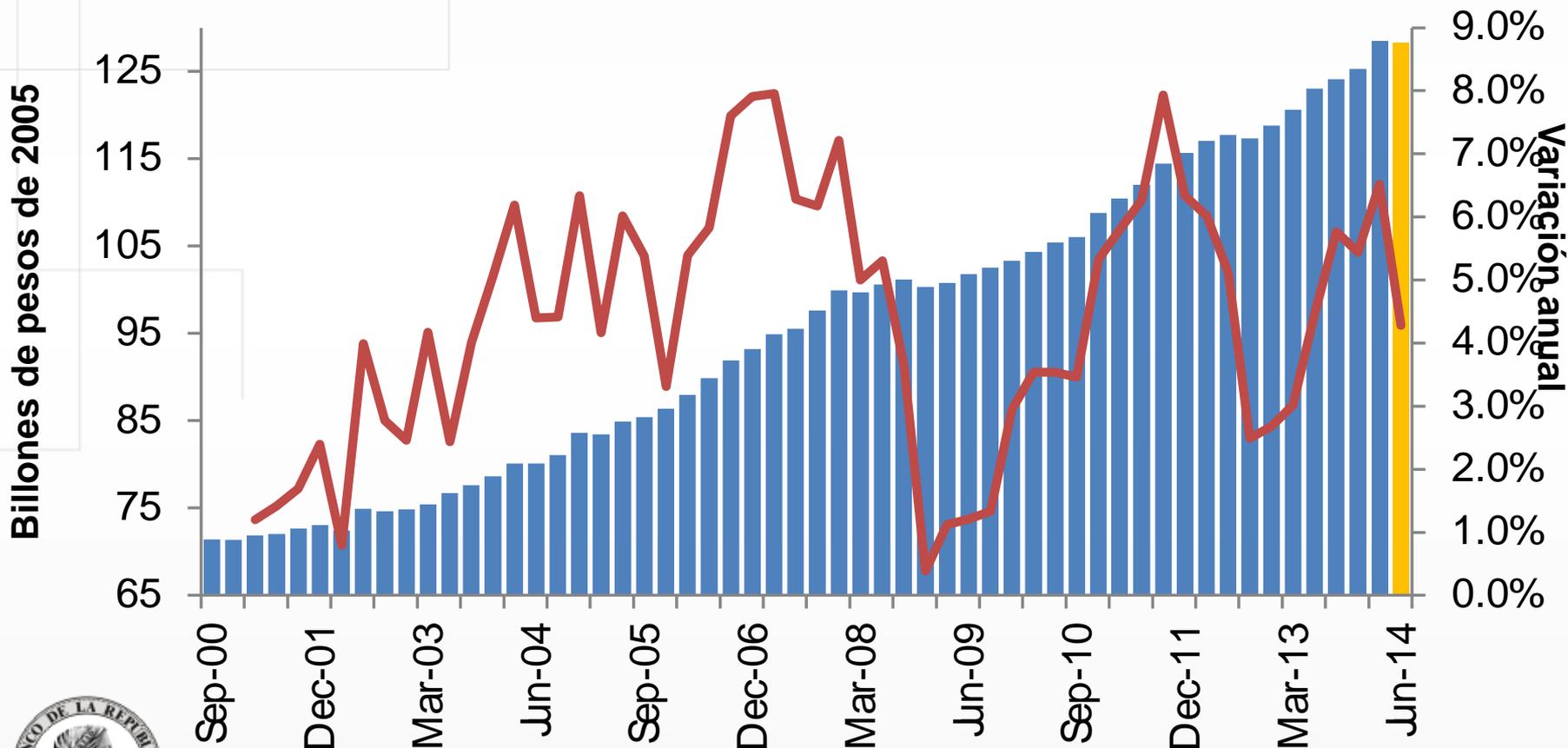


3. Crecimiento: ¿podrá mantenerse el PIB en su potencial?



Tras el sorpresivo 6,5% en primer trimestre, en el segundo el PIB creció 4,3%

Producto interno bruto



Se destaca el frente fiscal por obras civiles y el consumo del Gobierno, con fuerte dependencia del petróleo (en el corto plazo la mayor vulnerabilidad del crecimiento). En tanto que el consumo de los hogares modera dinamismo

	2014 T1	2014 T2*
Consumo Total	5.6%	5.0%
Consumo de Hogares	5.1%	4.5%
Bienes no durables	5.6%	4.9%
Bienes semidurables	6.8%	5.5%
Bienes durables	6.2%	5.9%
Servicios	4.3%	4.2%
Consumo Final del Gobierno	7.5%	6.8%
Formación Bruta de Capital	16.9%	7.8%
Formación Bruta de Capital Fijo	14.6%	11.2%
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3.7%	8.5%
Maquinaria y equipo	12.8%	11.2%
Equipo de transporte	3.6%	14.1%
Construcción y edificaciones	8.3%	1.4%
Obras civiles	25.4%	17.6%
Servicios	6.0%	4.0%
Demanda interna	8.7%	5.4%
Exportaciones Totales	6.9%	1.3%
Importaciones Totales	16.3%	9.5%
Producto Interno Bruto	6.5%	4.3%

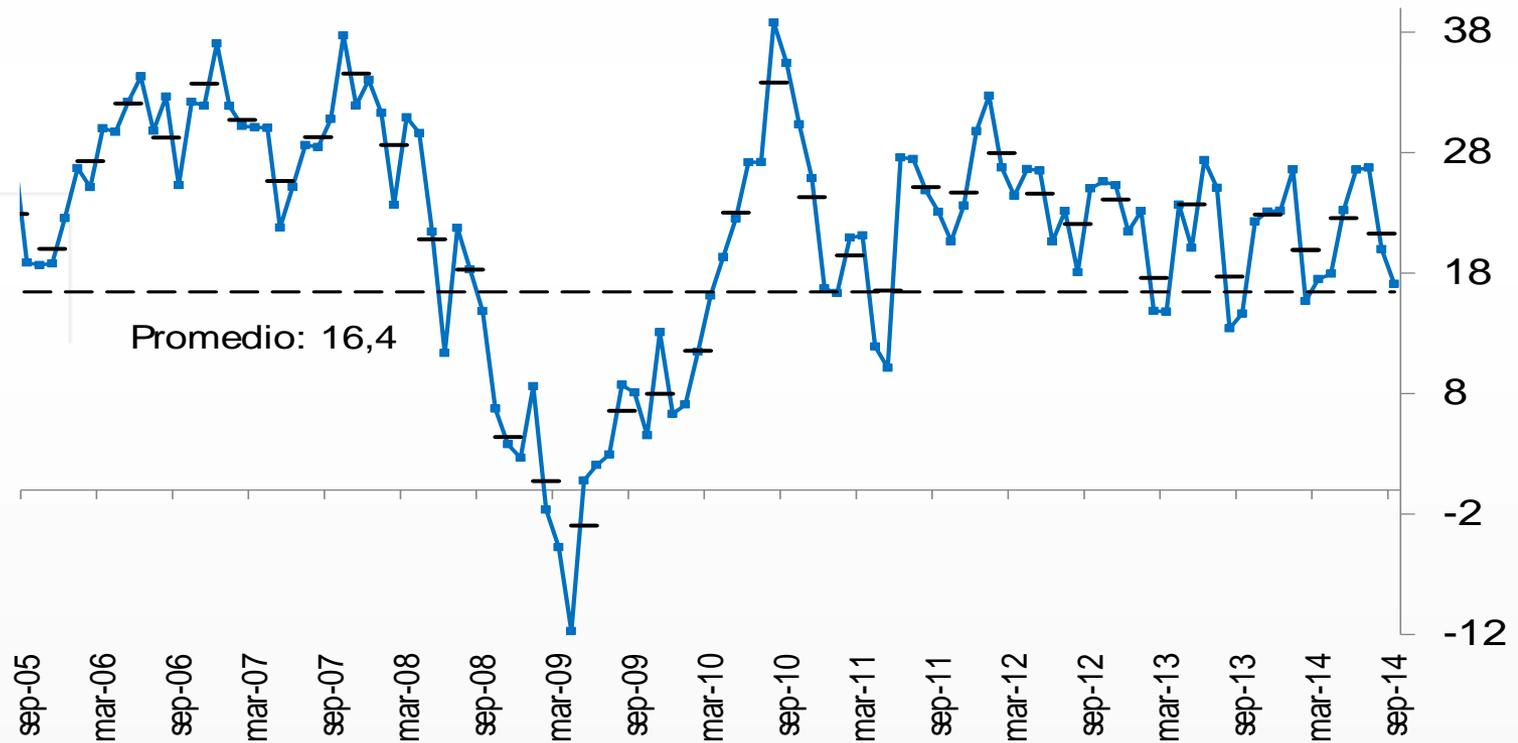
Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

*Estimativo



En septiembre la confianza de los consumidores se redujo por segundo mes consecutivo: indicio de mayor desaceleración de la dinámica del consumo de los hogares en el corto plazo

Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo

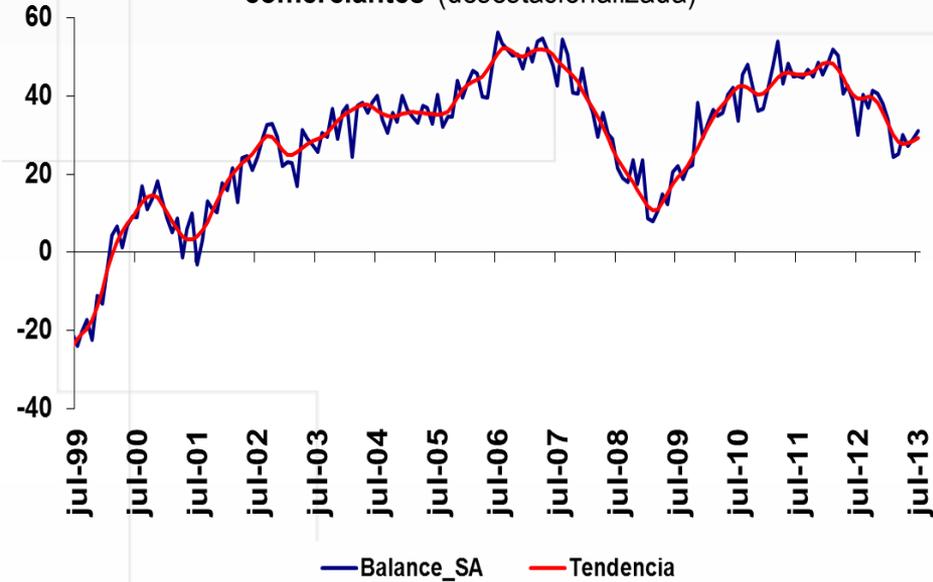


Fuente: Fedesarrollo.



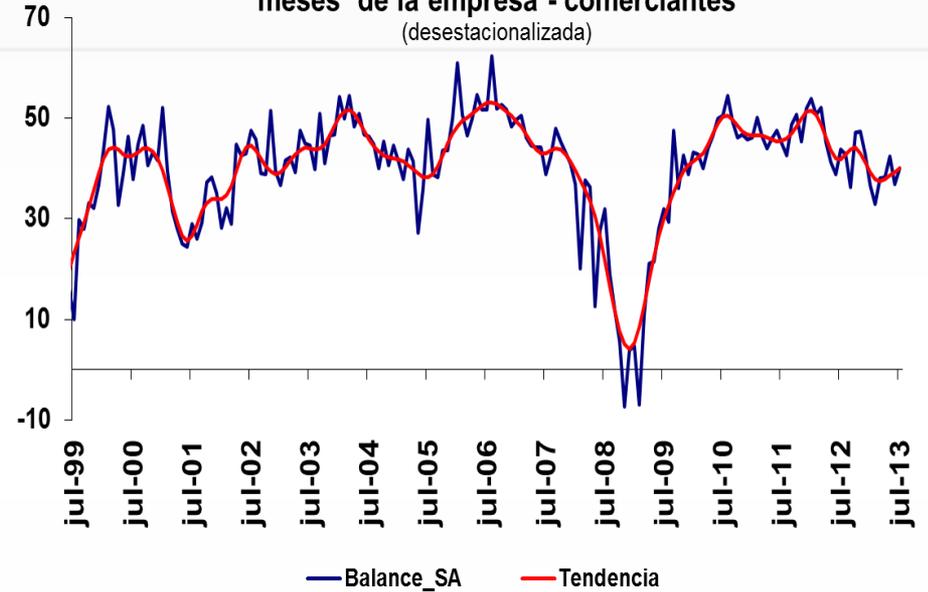
Expectativas de los comerciantes (Fedesarrollo)

Situación económica actual de la empresa - comerciantes (desestacionalizada)



↑
**Percepción
situación actual**

Situación económica esperada en los próximos seis meses de la empresa - comerciantes (desestacionalizada)



↑
**Percepción
situación futura (6 meses)**



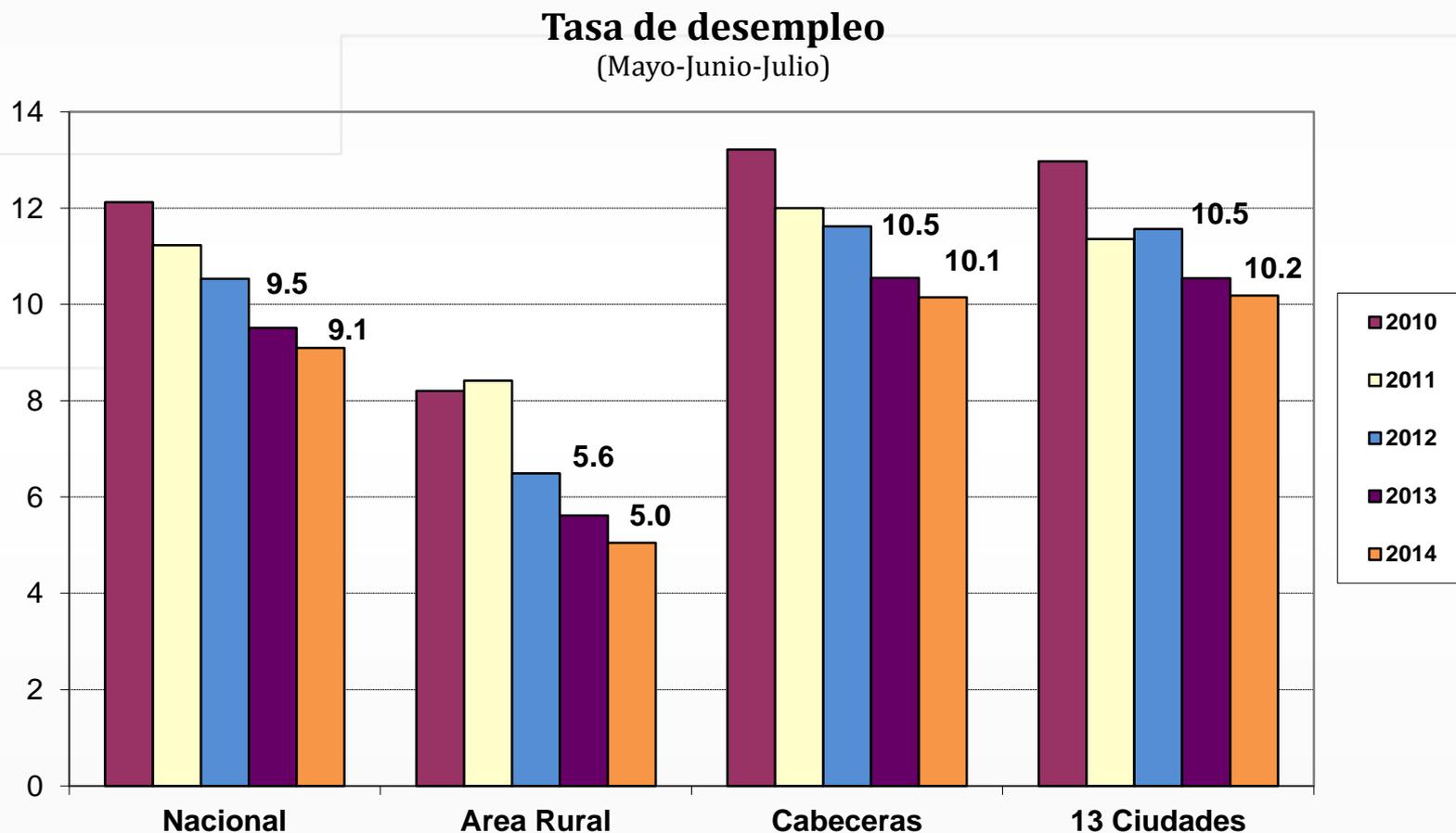
Expectativas de producción en la industria (Fedesarrollo)

Expectativas desestacionalizadas de producción en tres meses

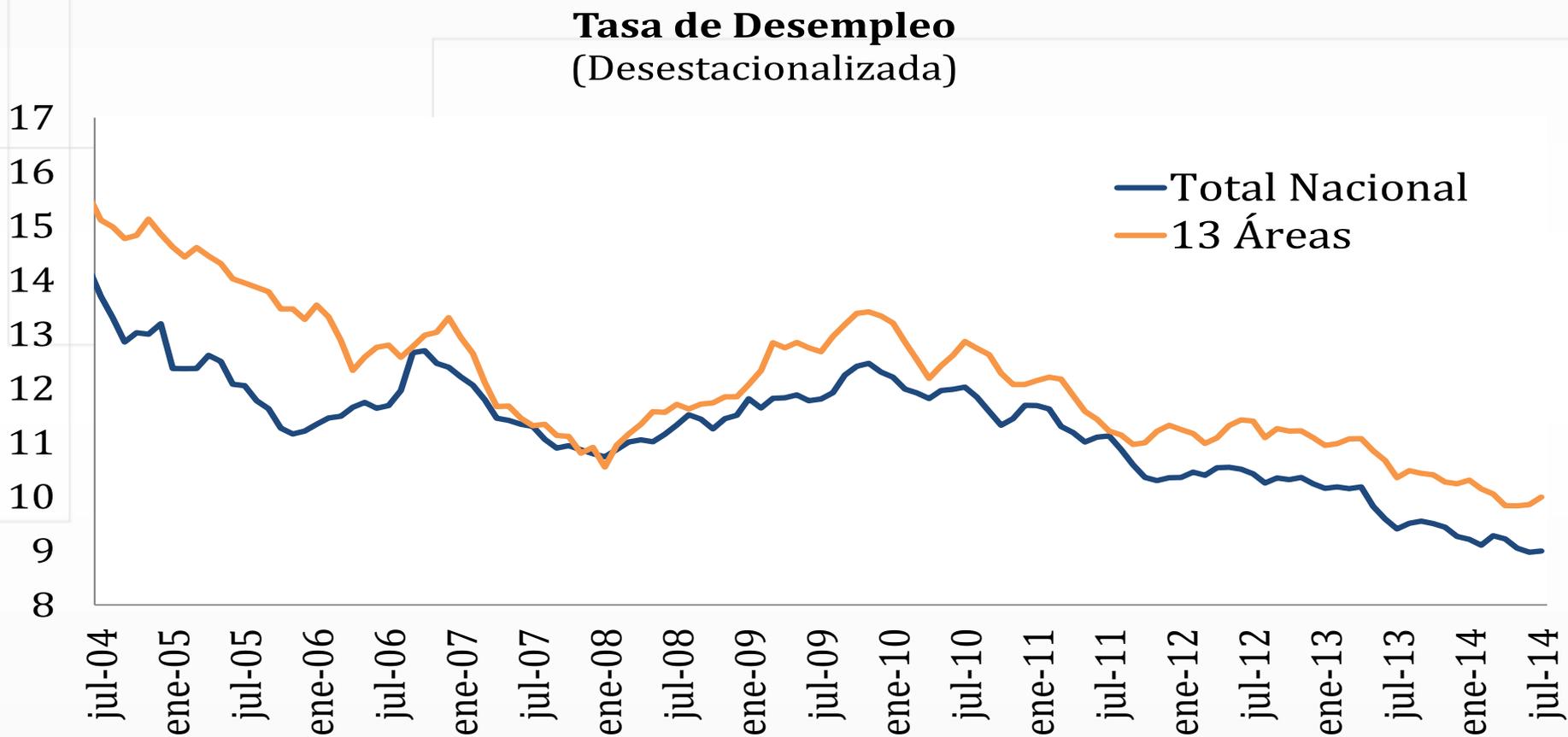


Fuente: Fedesarrollo

Hasta el trimestre móvil mayo-julio la tasa de desempleo (TD) continuaba reduciéndose para todos los dominios geográficos

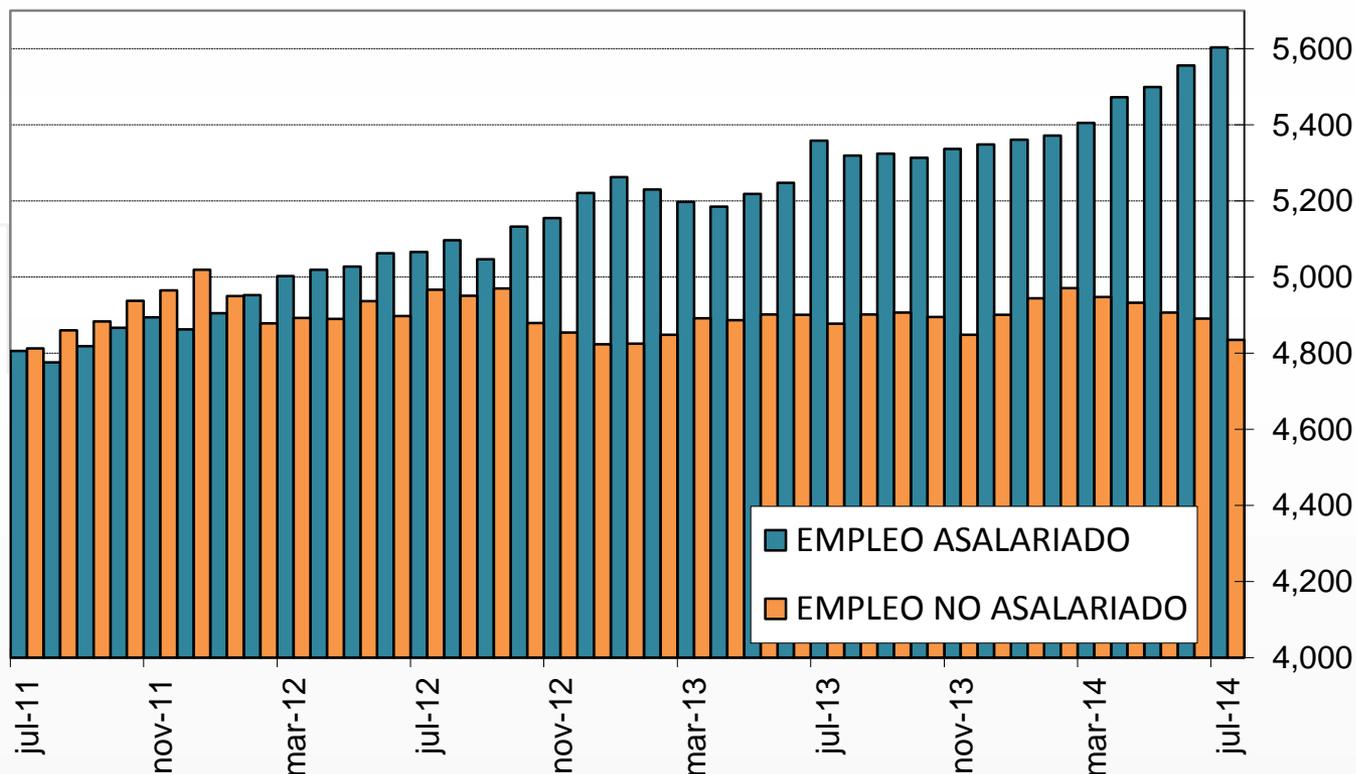


Descontando el efecto estacional, hasta mediados del año resultaba evidente la tendencia descendente de la TD



La porción del empleo asalariado crecía 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, al menos hasta mayo

Tasa de Subempleo Objetivo (Desestacionalizada)

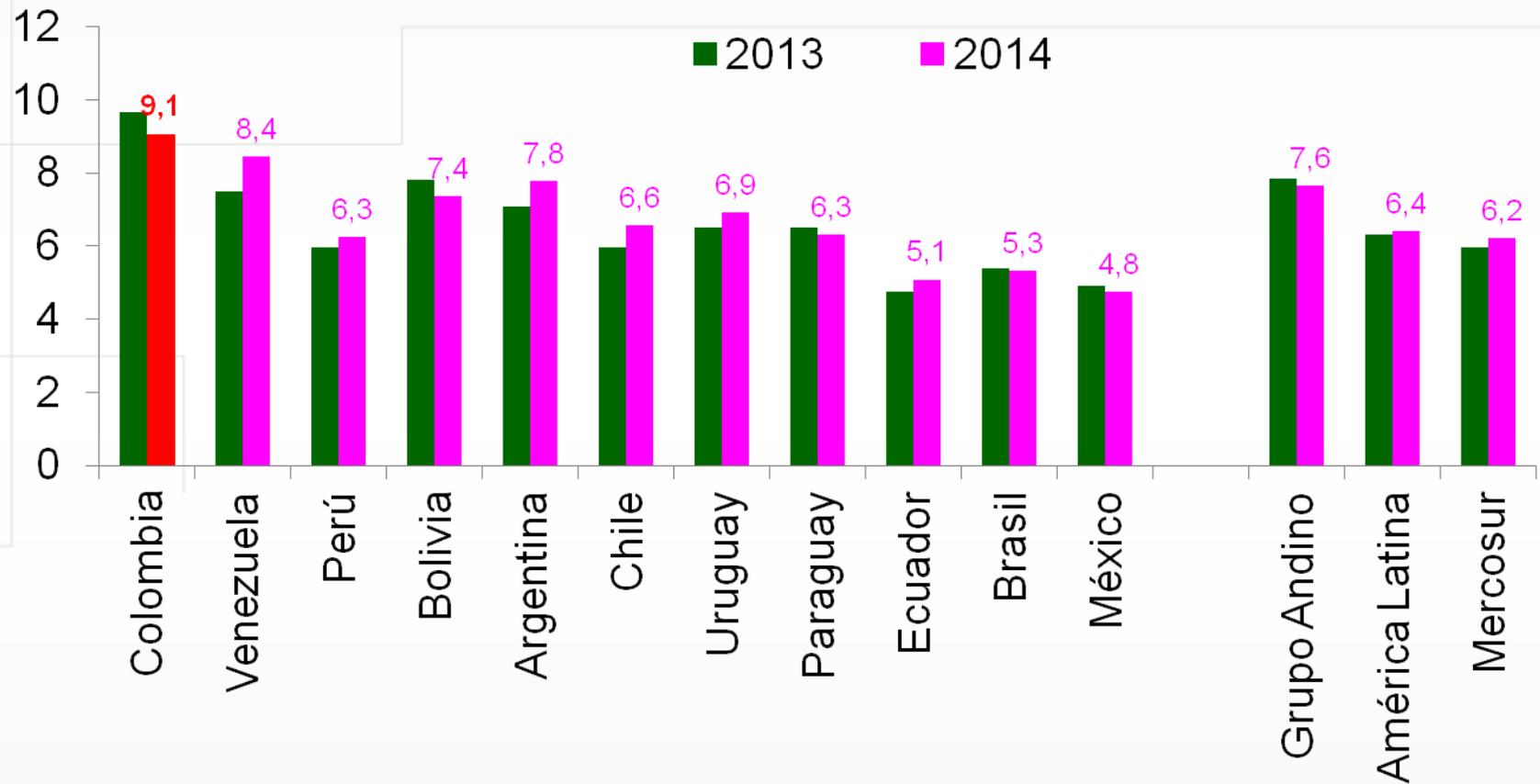


Subempleo objetivo: se refiere al deseo manifestado por el trabajador de mejorar sus ingresos, el número de horas trabajadas o tener una labor más propia de sus personales competencias. Además, han hecho una gestión para materializar su aspiración, y están en disposición de efectuar el cambio.

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



No obstante, la tasa de desempleo sigue siendo la más alta de la región



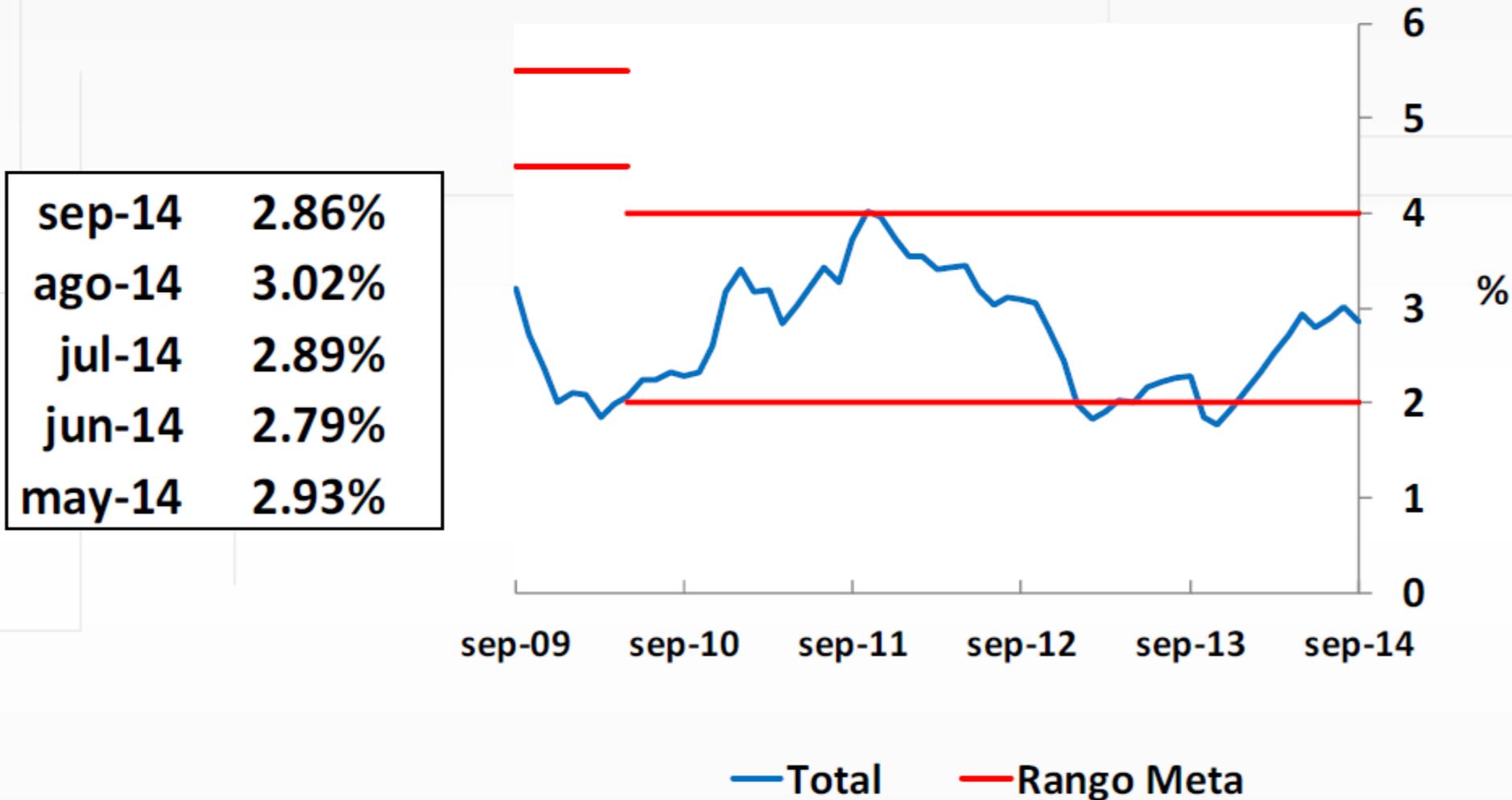
Fuente: LatAm. Concensus Forecast, Agosto 2014

4. Inflación y política monetaria: en la meta y en la zona de normalidad



Inflación anual al consumidor: por debajo de la meta del 3%

Inflación total al consumidor



La 'dominancia' alimentaria (y climática) de la inflación

Inflación anual de Alimentos

sep-14	3.25%
ago-14	3.47%
jul-14	3.26%
jun-14	3.11%
may-14	3.35%



La inflación sin alimentos, holgadamente por debajo de la meta

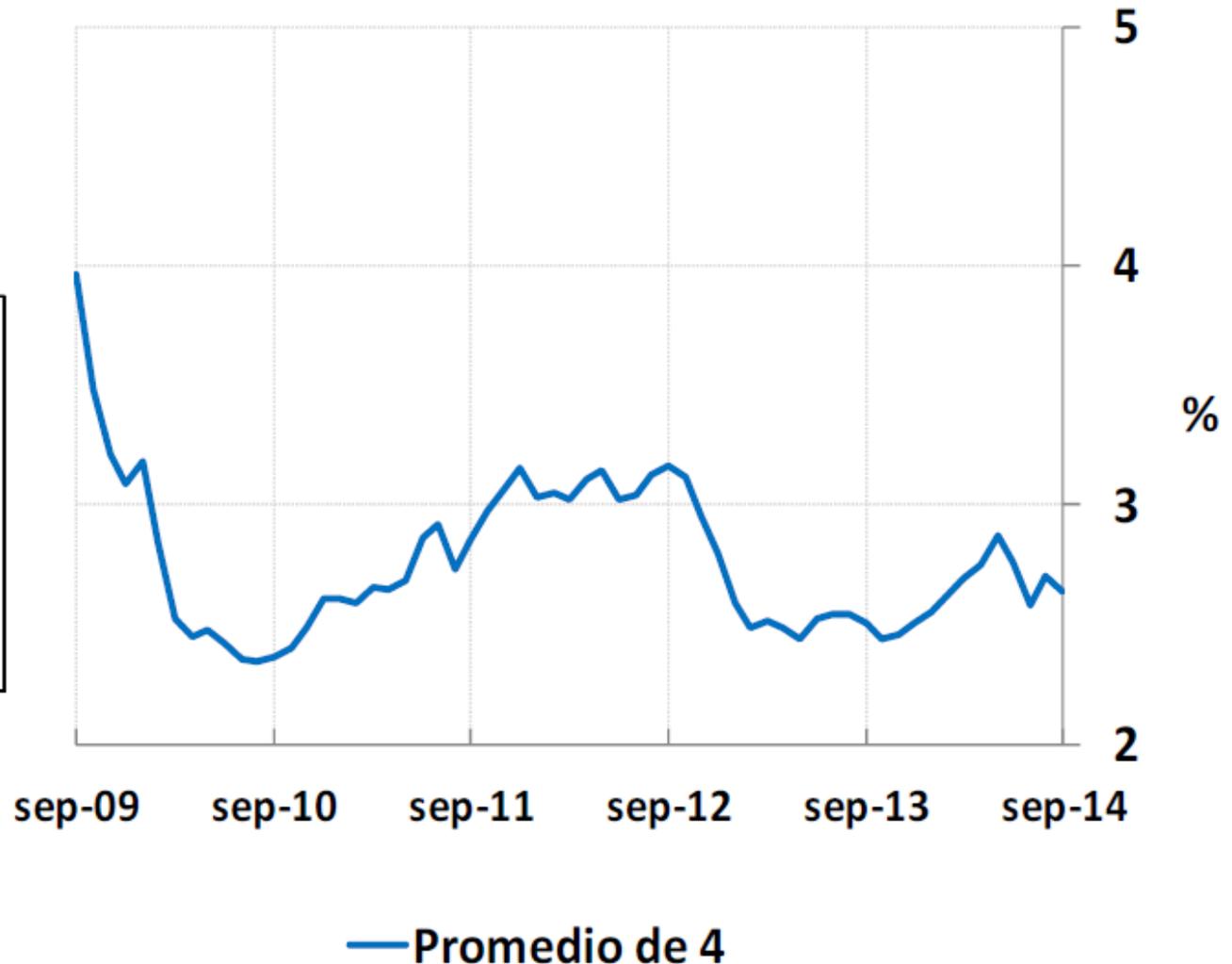
Inflación anual sin Alimentos



Promedio de los indicadores de inflación básica: asimismo holgadamente por debajo de la meta

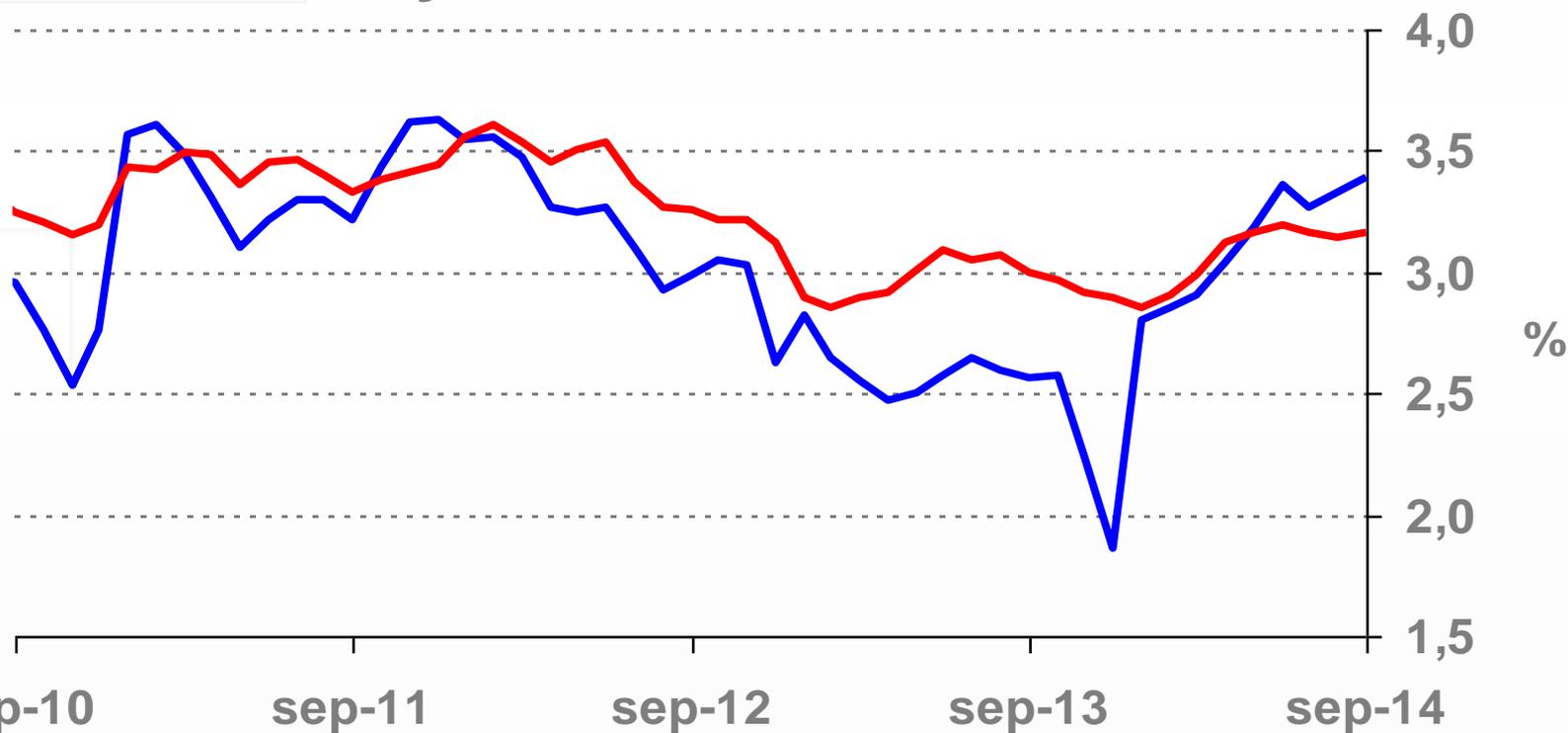
Indicadores de inflación básica

sep-14	2.63%
ago-14	2.70%
jul-14	2.58%
jun-14	2.76%
may-14	2.87%



Expectativas de inflación a diciembre y a 12 meses, convergiendo hacia la meta

Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa

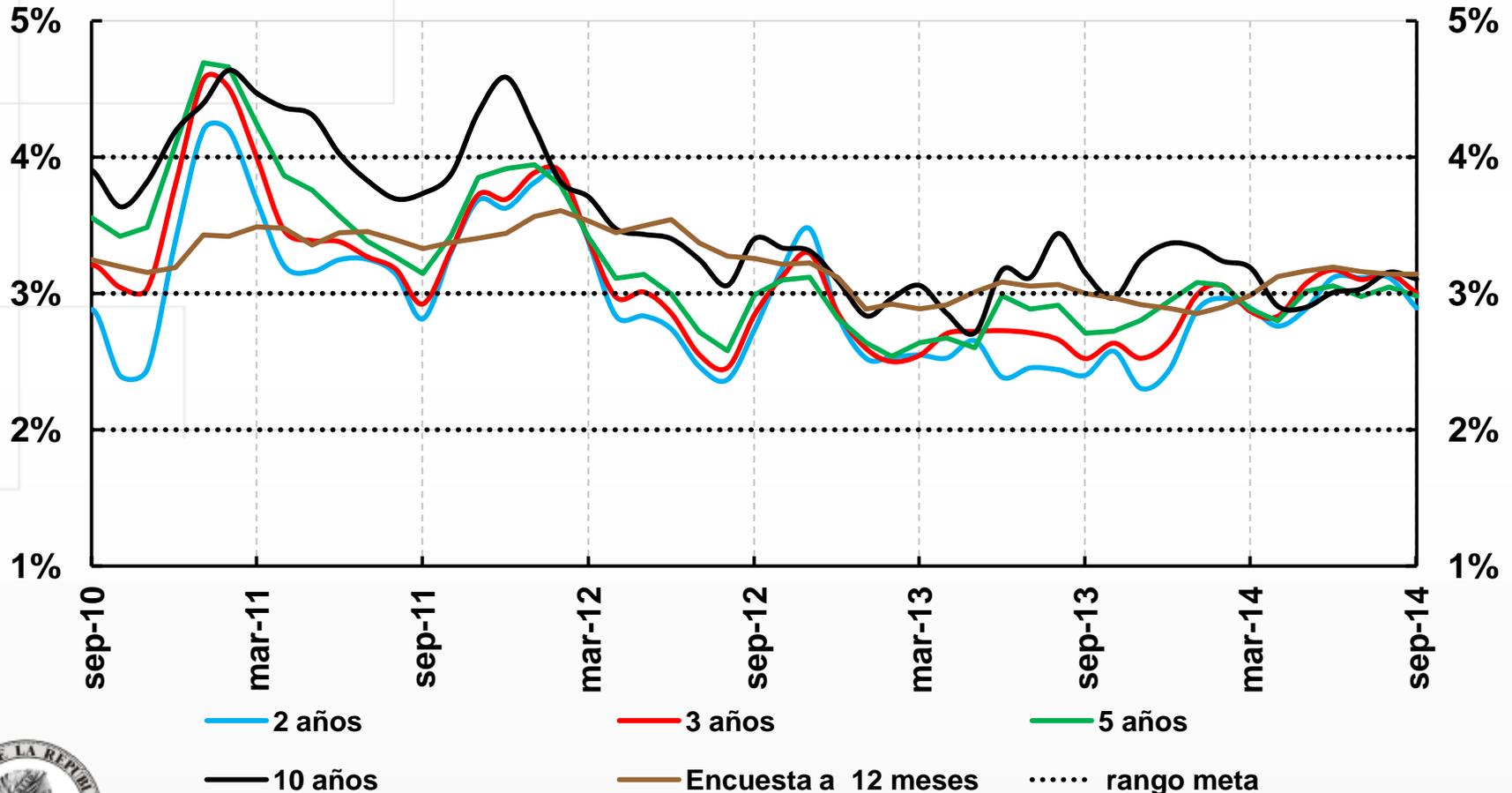


A dic. de cada año — **Doce meses adelante**

Fuente: Banco de la República.

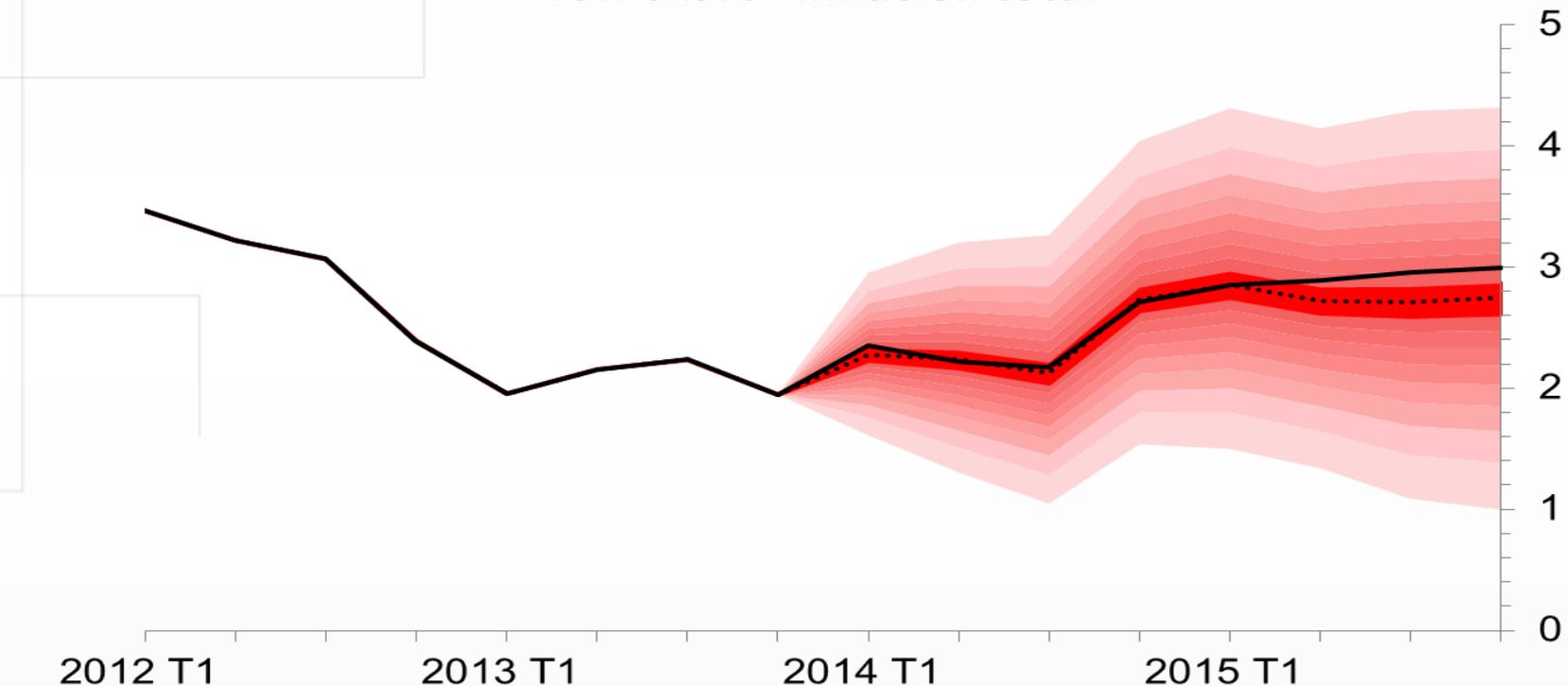
Expectativas de inflación a 2, 3, 5 y 10 años, firmemente ancladas en la meta

Break-Even Inflation a 2, 3, 5 y 10 años
Promedio mensual (*)



Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (Fan Chart): en la meta y sin riesgos hacia adelante

Fan Chart - Inflación total

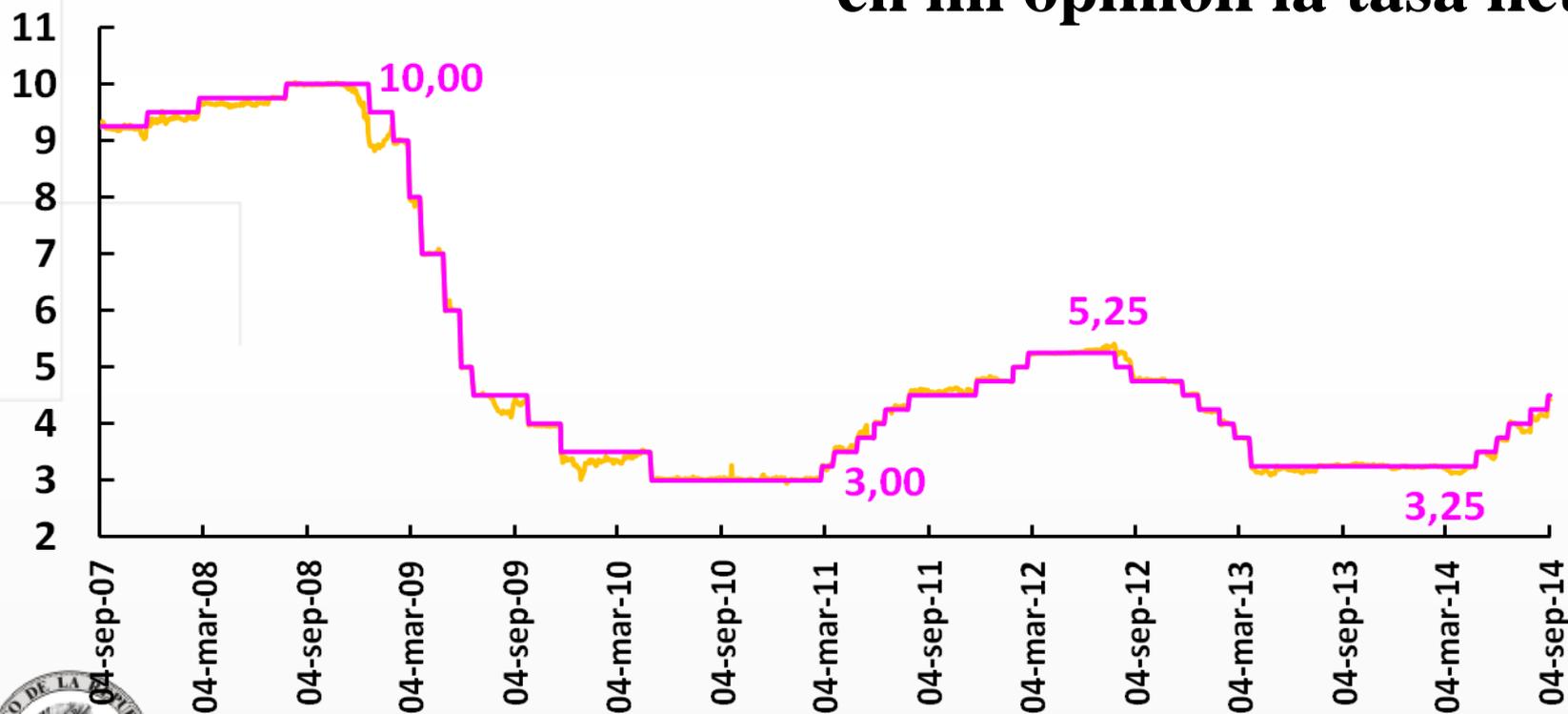


MMT (Modelo de Mecanismo de Transmisión).

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



Desde marzo de 2013 hasta abril de 2014, la tasa de interés de intervención en 3,25%: postura expansiva que dio los frutos esperados. A partir de entonces la Junta emprendió el proceso de normalización de la política monetaria hasta llegar a 4,5% en la reunión de agosto, en mi opinión la tasa neutral



— TIB — Intervención

Fuente: Banco de la República

Hacia adelante

- Según el comunicado de la Junta de agosto, *“la economía se está ajustando al cambio de postura de la política monetaria iniciado en el mes de abril. Se espera que con este aumento de 25 puntos básicos, la tasa de intervención mantenga la inflación y las expectativas cerca de la meta de 3% y la actividad económica en su nivel potencial.”*
- Un riesgo que no se puede descartar es que, más pronto que tarde, la brecha del producto regrese al terreno negativo. Si nuestras proyecciones y modelos así lo indicaren, la respuesta de política obviamente tendría que reflejarse, con suficiente anticipación, en un nuevo cambio de postura hacia una fase expansiva.

GRACIAS

