

Choques macroeconómicos y retos de la política monetaria en Colombia

Hernando Vargas
Gerente Técnico
Banco de la República
Febrero, 2016

Motivación

- La economía colombiana ha sufrido fuertes cambios desde mediados de 2014:

La tasa de cambio nominal pasó de \$1846 en promedio entre 2010 y junio de 2014 a \$3284 en enero de 2016

La inflación pasó de 2.7% en promedio entre 2010 y junio 2014 a 6.77% en diciembre de 2015

El crecimiento pasó de 4.8% en promedio entre 2010 y 2014 a 2.9% proyectado en promedio en 2015 y 2016

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de 3.5% del PIB entre 2010 y 2014 a 6.5% (proyectado) en 2015 y 6% (proyectado) en 2016

¿Qué pasó?

- Una combinación de fuertes choques macroeconómicos de diversa índole y duración golpeó a la economía:
 - Caída del precio del petróleo (términos de intercambio)
 - Condiciones financieras externas menos holgadas (mayores primas de riesgo y tasas de interés externas)
 - Choques climáticos que elevan temporalmente los precios (relativos) de los alimentos

- Los cambios señalados son resultado del ajuste de la economía a dichos choques
- ¿Cuál es la naturaleza de los choques? (duraderos o transitorios)
- ¿Qué efectos han tenido?
- ¿Cuál ha sido la respuesta de la política del Banco de la República y de la política macroeconómica en general ante ellos?

Contenido

1. Situación inicial de la economía
2. Los choques
3. Efectos de los choques
4. Ajuste de la economía
5. Respuesta de la política del Banco de la República

1. Situación inicial de la economía

- Las siguientes características de la economía colombiana en el momento de recibir los choques son importantes para entender sus efectos y la respuesta de política macroeconómica:

- Fuerte dependencia del petróleo en las cuentas externas:

Exportaciones petroleras = 42.6% de exportaciones totales en 2010-2014

IED en petróleo = 35.4% de IED total en 2010-2014

Exportaciones no tradicionales a Ecuador y Venezuela = 24.5% de exportaciones no tradicionales en 2010-2014

- Fuerte dependencia del petróleo en las cuentas fiscales:

Ingresos petroleros del GN = 13.7% ingresos totales (2.21% del PIB) en 2010-2014 y 17.4% (2.9% del PIB) en 2012-2014

Las finanzas de algunos gobiernos locales también dependen fuertemente de la regalías petroleras

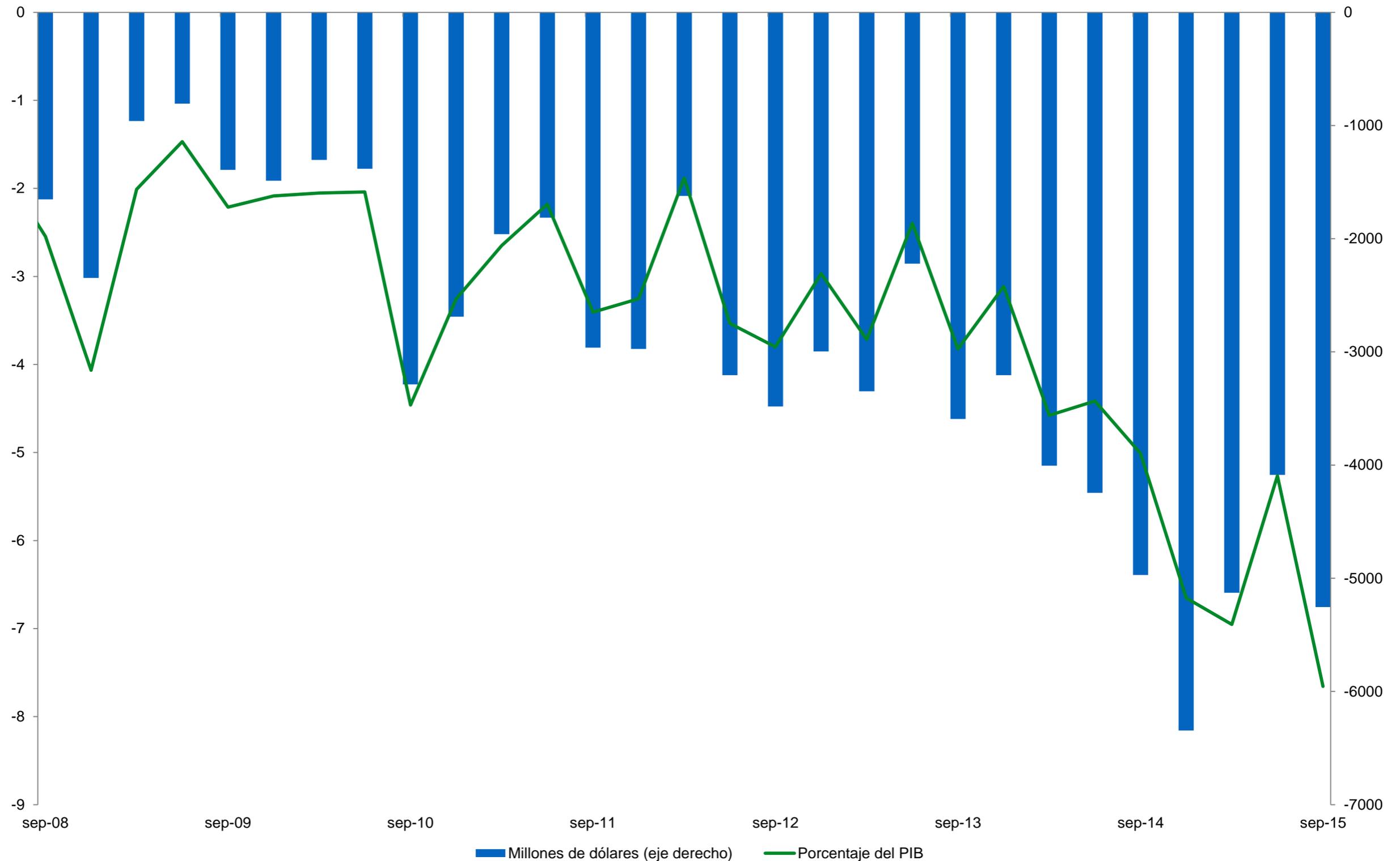
- Alto crecimiento de la demanda interna (mayor que el crecimiento del PIB) y fuertes entradas de capitales...

... Estas últimas relajaron las condiciones crediticias internas (rápido crecimiento del crédito y bajas tasas de interés activas y pasivas)

Crecimiento anual del PIB y de la Demanda Interna (%)



Por lo cual, se registraba un déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos ...



2. Los choques

- Como otras economías emergentes, Colombia disfrutó de una década de condiciones externas muy favorables...
- Con altos precios internacionales de nuestros principales productos de exportación
- Y amplio acceso a bajo costo a la financiación externa, especialmente IED e inversión de portafolio
- Estas condiciones cambiaron en 2014

- El precio internacional del petróleo se desplomó desde más de USD 100 por barril a cerca de USD 30.... ¡70%!
- Esta caída refleja factores de oferta (petróleo de esquisto, cambio en la estructura del mercado, Irán) y de demanda (debilitamiento del crecimiento global, especialmente de economías emergentes-China-)
- La amplia liquidez internacional existente se empieza a recortar ...

en la medida que la economía de los EEUU se recupera de la crisis financiera de 2007-2009, la Reserva Federal inicia período de normalización monetaria

- CLAVE: Nótese que ambos choques obedecen a situaciones duraderas....

No se espera una recuperación pronta de los precios del petróleo hacia los USD100 por barril

Ni una rebaja de las tasas de interés en los EEUU

- Por lo tanto, estos choques deberían ser entendidos en buena parte como permanentes, o al menos como indefinidos por parte de los formuladores de política económica

- En contraste, los choques climáticos son de naturaleza más transitoria

Los efectos de El Niño sobre los precios de los alimentos deberían revertirse en unos pocos meses

- Por ende, las autoridades económicas deben lidiar con una combinación de choques internos y externos de diversa índole y duración

==> Reto mayor

3. Efectos de los choques

Efectos del choque de petróleo

- **La caída de los precios del petróleo representa un deterioro marcado de nuestros términos de intercambio...**

Es decir, del poder de compra de nuestras exportaciones...

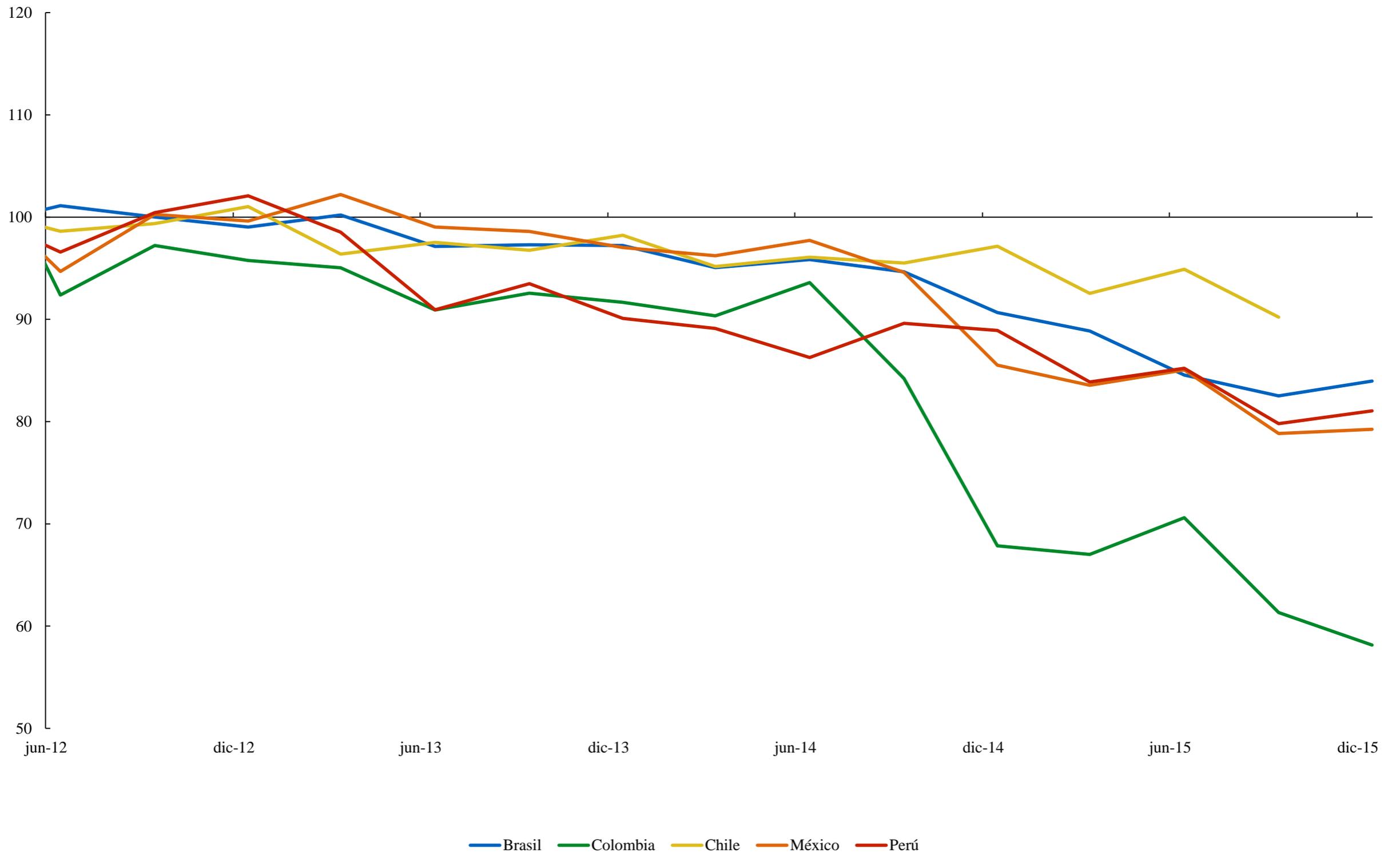
Ahora podemos comprar menos importaciones con nuestros ingresos de exportación

Por esa razón, la caída del precio del petróleo se asimila a una **reducción del INGRESO NACIONAL**

Esta caída ha sido más pronunciada en Colombia que en otros países de América Latina

Índice de Términos de Intercambio

(Índice 2012 = 100)



- El valor de las exportaciones petroleras cayó USD1.885 m (6.8%) en 2014 y **USD12.302 m (50.4%)** en 2015

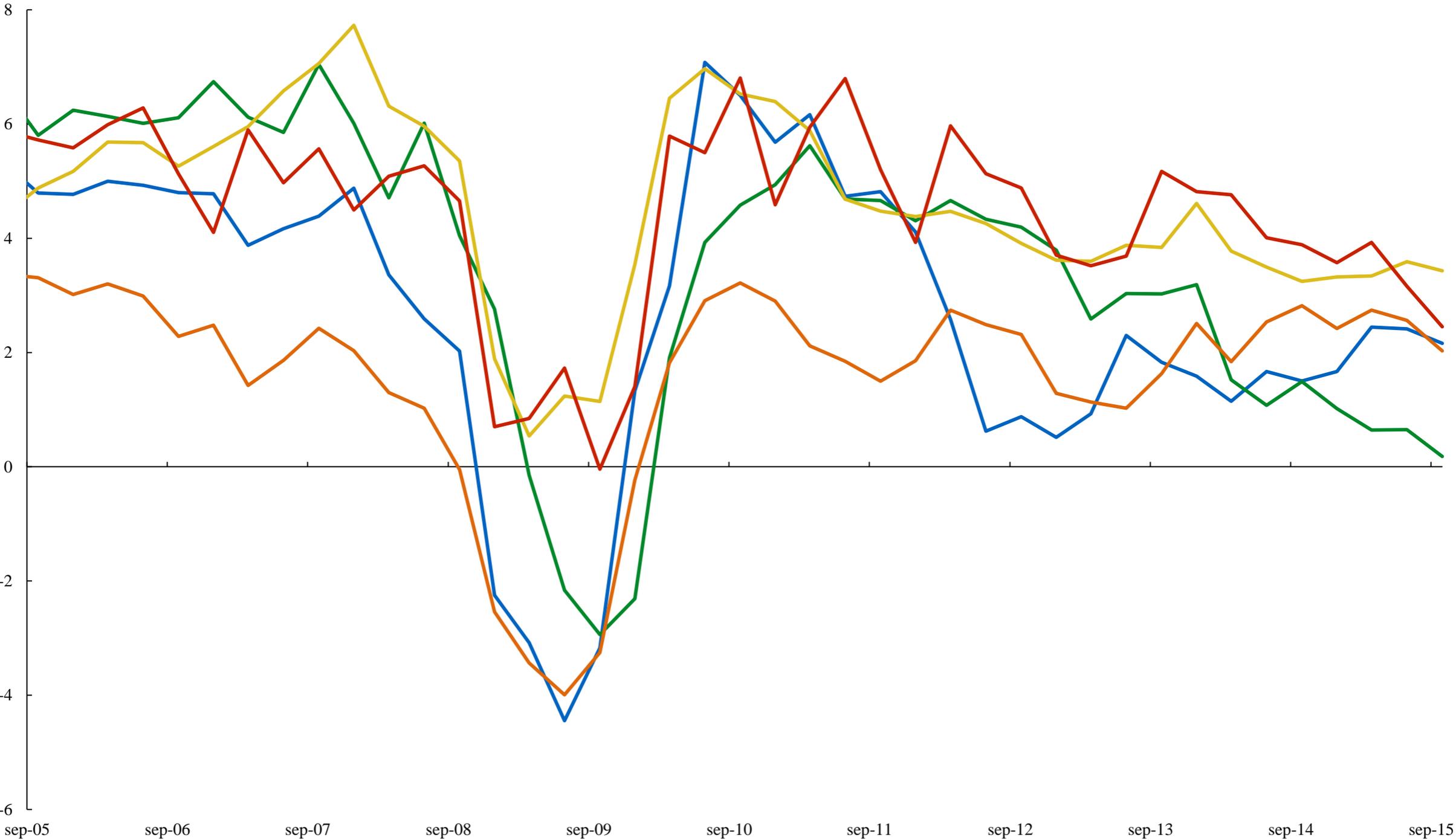
Recuérdese que las exportaciones de petróleo representaban más del 40% de las exportaciones totales

- Esto representa un golpe fuerte al ingreso nacional (aunque parte de la reducción de las exportaciones recae en los productores extranjeros que remiten ahora menos utilidades al exterior)

- La caída del precio internacional no sólo afecta el valor de sus exportaciones y el ingreso nacional, ...
- Sino que reduce además el ingreso de nuestros socios comerciales petroleros (Ecuador y Venezuela)...
- Por lo cual el crecimiento de los socios comerciales de Colombia se ha desacelerado más que el de los socios de otras economías de la región...

Crecimiento Promedio de los Socios Comerciales

(Porcentaje)



Brasil Colombia Chile México Perú

- Como resultado, no solo se han reducido las exportaciones de petróleo, sino también las **exportaciones no tradicionales**
- Las exportaciones no tradicionales a Ecuador y Venezuela cayeron 22.4% y 42.5% respectivamente entre noviembre de 2014 y noviembre de 2015 ... En total **USD1050**
- Esto se ha juntado con disminuciones de otras exportaciones de bienes básicos que exporta el país (carbón y níquel) ==> las exportaciones totales cayeron 35% en el mismo período

- La caída del precio del petróleo **también redujo la IED** hacia el sector en USD380 m (7.4%) en 2014 y USD807.7 m (21%) en 2015
- Por su fuerte impacto en el valor de las exportaciones (petroleras y no tradicionales) y la IED, el choque petrolero reduce sensiblemente la entrada de divisas en la economía
- Al ser de carácter duradero, no solo afecta la entrada de divisas actual, sino la esperada en el futuro ==> fuerte impacto en la tasa de cambio

- En Colombia el grueso de los ingresos petroleros es percibido por el sector público
- Por ende, **la caída del ingreso petrolero se refleja en una fuerte reducción de los ingresos públicos**
- Estos bajaron de 2.9% del PIB en 2012-2014 a 1.2% en 2015 y mucho menos en 2016 y 2017
- De nuevo, al ser duradero, el choque petrolero implica una reducción permanente de los ingresos públicos
- En tanto esta pérdida no se compense con un ajuste fiscal permanente, se eleva el riesgo crediticio de la nación

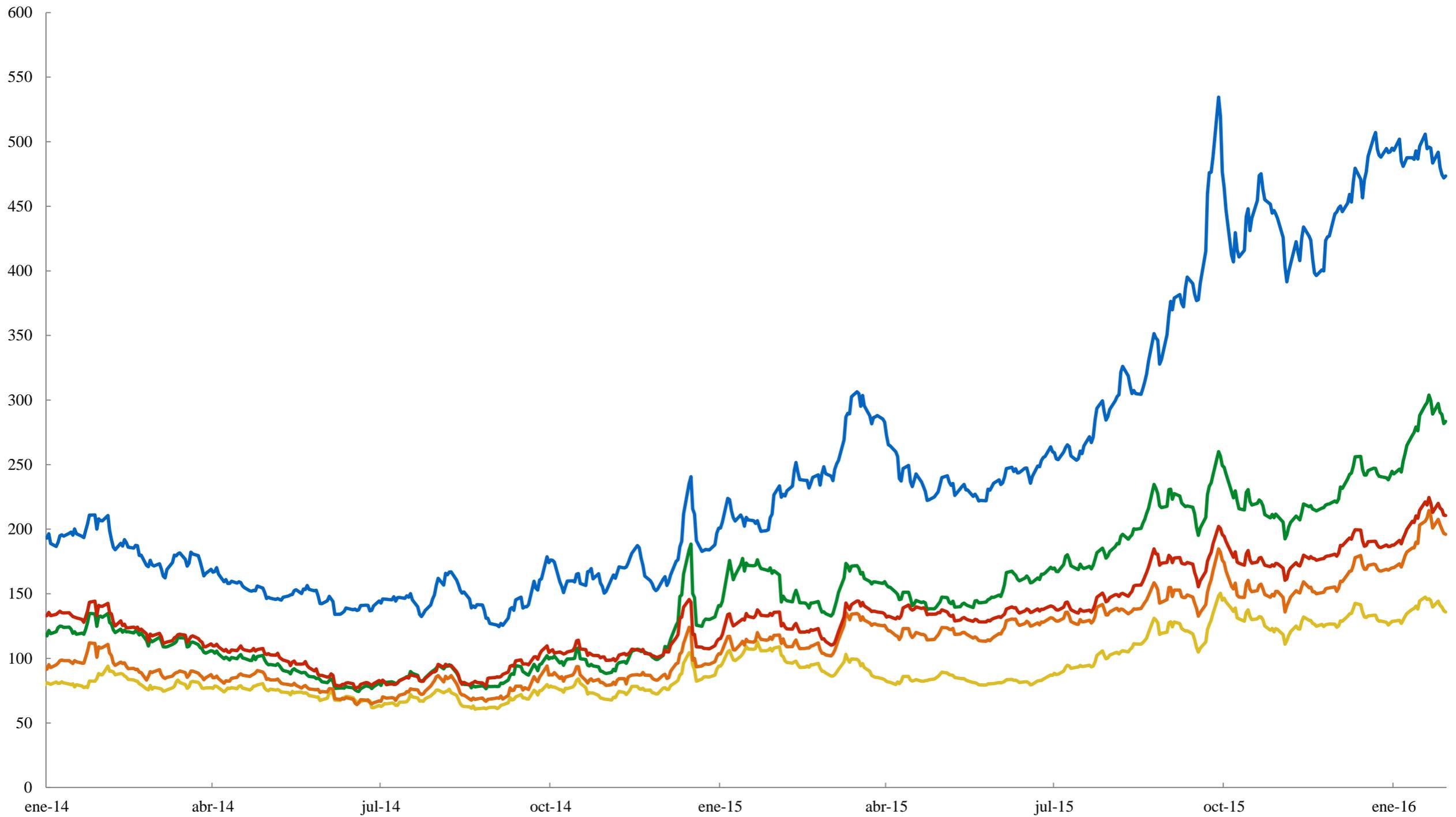
Efectos de la menor liquidez global

- El recorte de la liquidez global implica alzas en las tasas de interés en los EEUU y en las "primas de riesgo" pagadas por las economías emergentes...
- En Colombia, este efecto se exagera con la caída del ingreso nacional y público...

Al menor apetito por invertir en economías emergentes se añade un mayor riesgo crediticio de la nación

- Las primas de riesgo de Colombian aumentan más que las de otras economías de la región...
- Y las entradas de divisas a la economía se reducen

Primas de riesgo: CDS 5 años

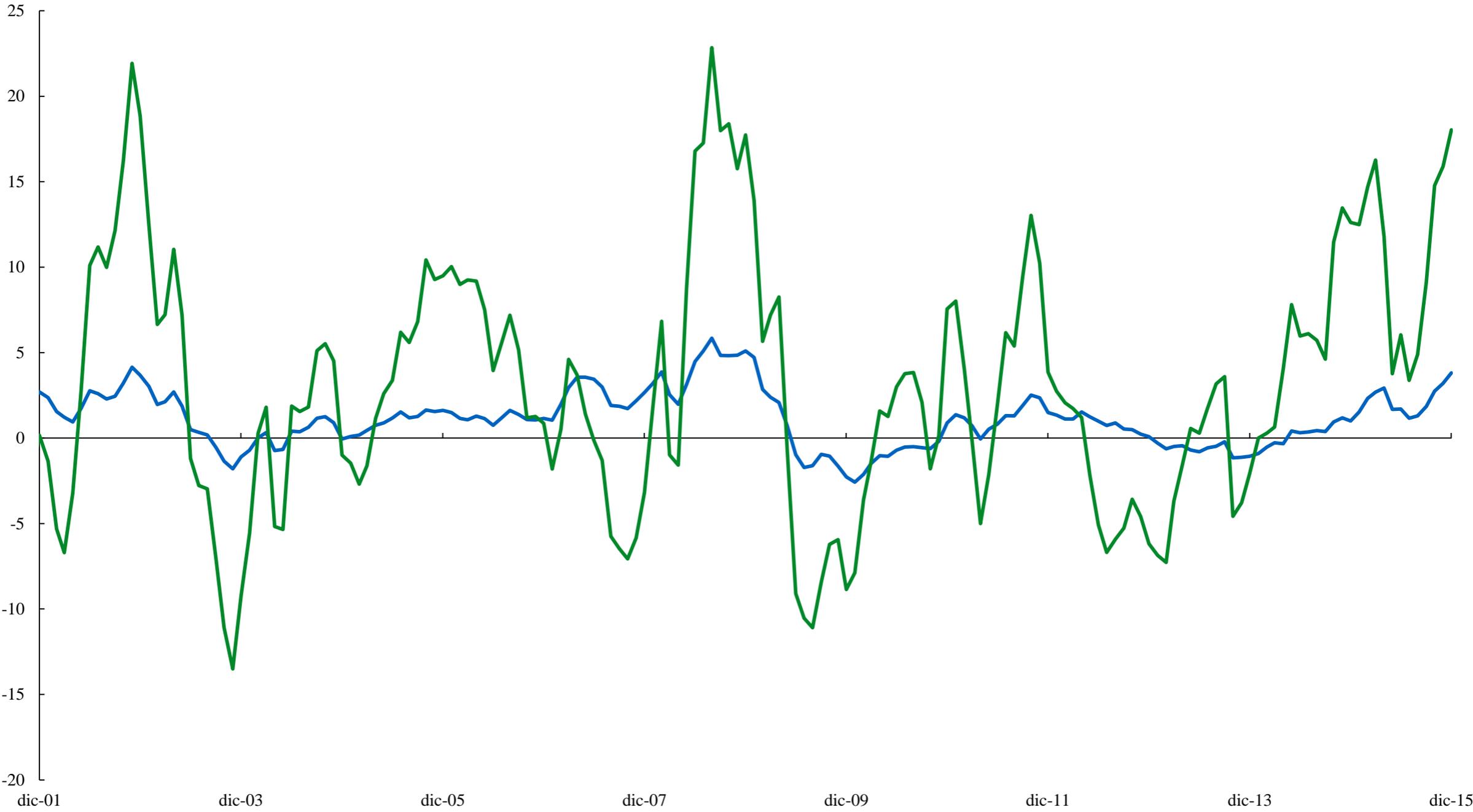


— Brasil — Colombia — Chile — México — Perú

Efectos de los choques climáticos

- A comienzos de 2015 se presentaron aumentos en los precios de los alimentos por cuenta de factores climáticos
- Desde finales de 2015 un fenómeno de El Niño de gran intensidad ha tenido efectos similares
- Estos últimos podrán prolongarse por unos meses
- También es posible que se afecten los precios de la energía
- A diferencia de los choques externos, estos son transitorios y en el pasado se han revertido rápidamente

Variación anual de los precios relativos de los alimentos (%)



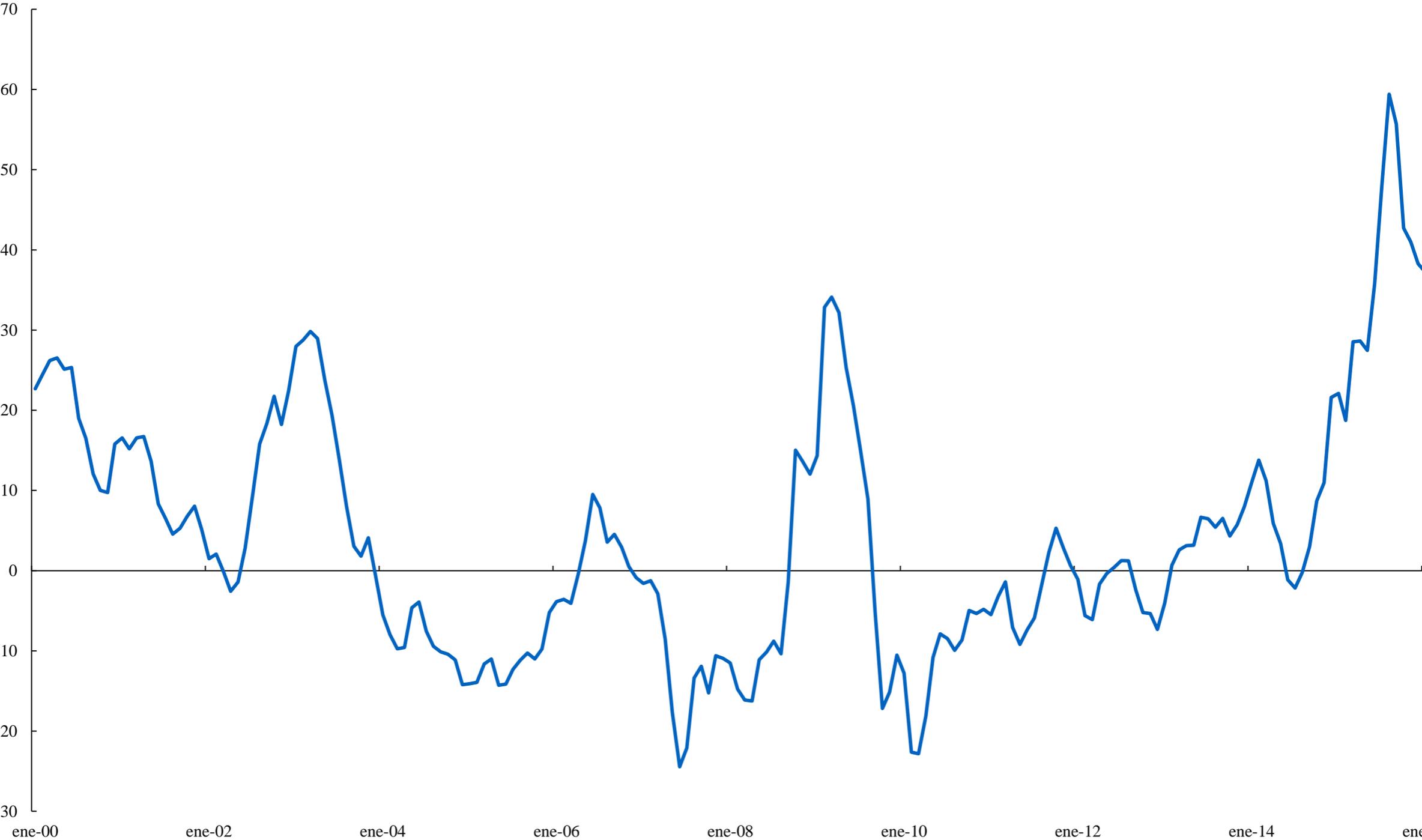
— IPC Alimentos / IPC Total — IPC Alimentos Perecederos / IPC Total

Consecuencias macroeconómicas de los choques

- La fuerte caída de las exportaciones ha redundado en un **aumento del déficit en cuenta corriente,...**
- Que se suma a la tendencia creciente que ya se observaba por el exceso de gasto interno sobre ingreso antes de los choques
- En consecuencia, se alcanzan niveles de déficit como % del PIB que son "record" históricos: 6.5% en 2015

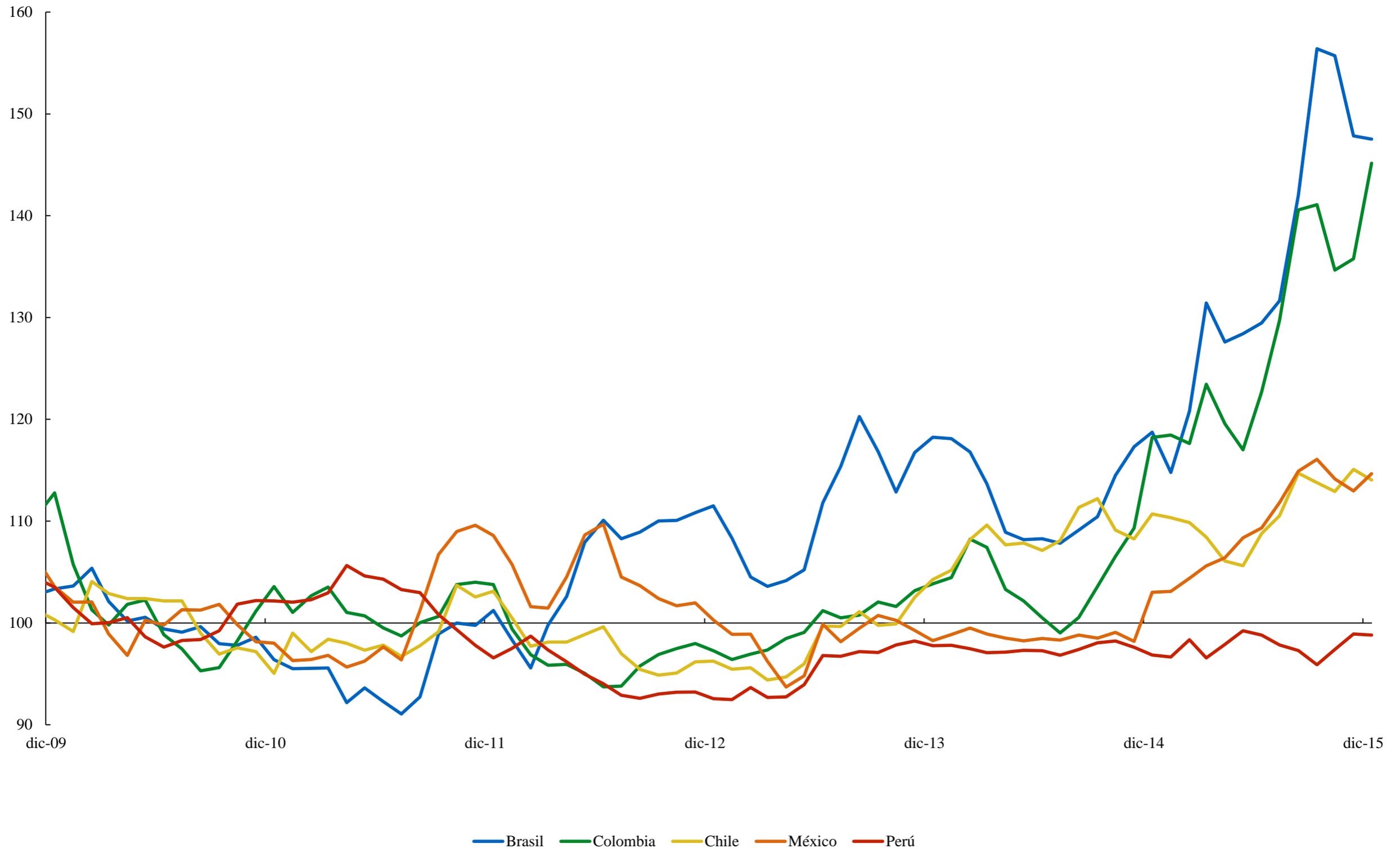
- La reducción observada y esperada en las entradas de divisas producto de la contracción de las exportaciones, la menor IED y el mayor costo del financiamiento externo han generado **una fuerte depreciación nominal y real del peso colombiano...**
- ... Que ha sido más fuerte que en otros países de la región... Debido a la importancia relativamente alta del petróleo en nuestras cuentas externas
- Dado el carácter duradero de los choques petrolero y de liquidez global, es improbable una reversión del nivel de la tasa de cambio a los niveles anteriores a los choques
- No se espera entonces que la tasa de cambio continúe subiendo mucho más, pero tampoco que baje fuertemente en el futuro próximo

Depreciación nominal anual del peso contra el dólar



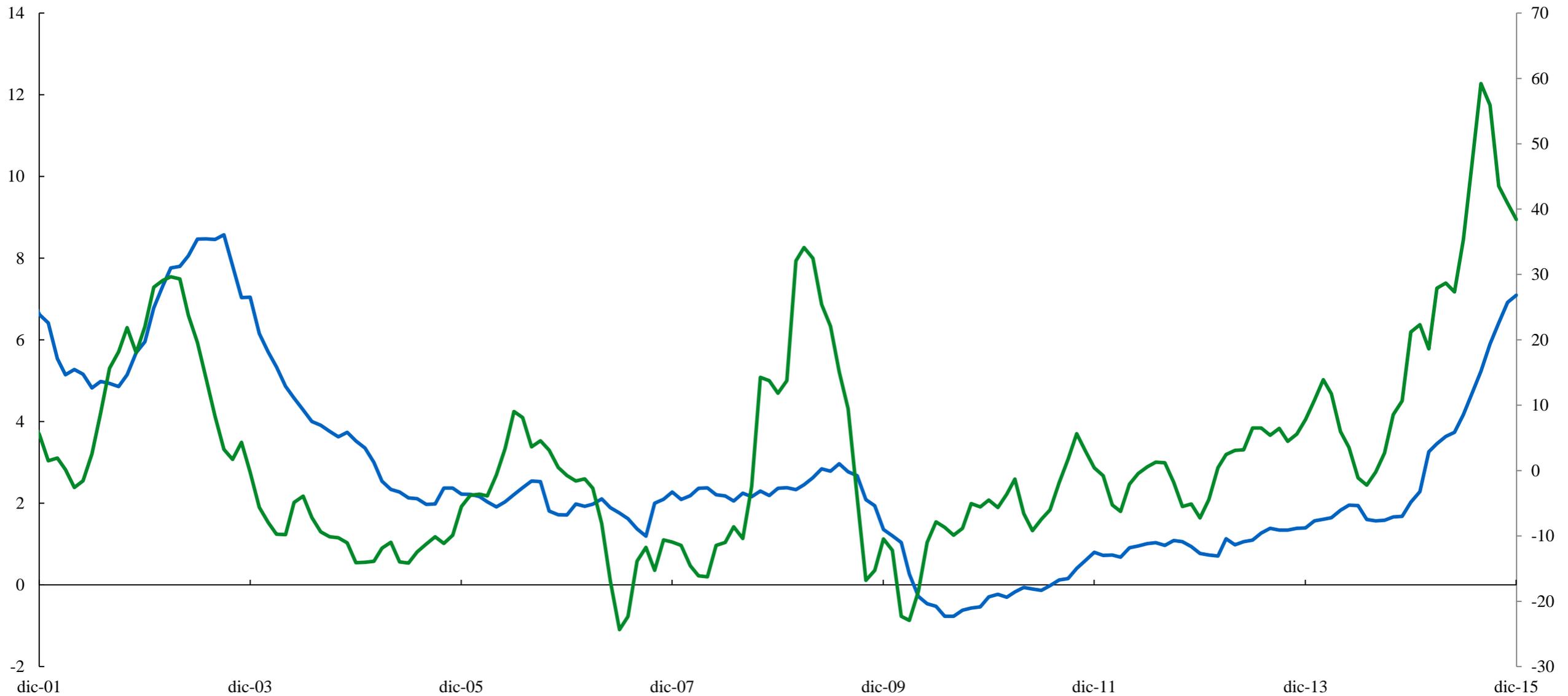
Depreciación real de varias monedas en América Latina

(Índice 2010 = 100)



- La fuerte depreciación se ha transmitido a los precios internos, especialmente a aquellos vinculados con la tasa de cambio (bienes "transables")
- Dicha transmisión es baja en Colombia, pero la gran magnitud de la depreciación ha afectado la inflación
- Además, puesto que los choques externos son duraderos y no se espera una reversión en el nivel de la tasa de cambio, es posible que la transmisión sea mayor en esta oportunidad

Variación anual del IPC transable (sin alimentos ni regulados) y depreciación anual del peso (%)



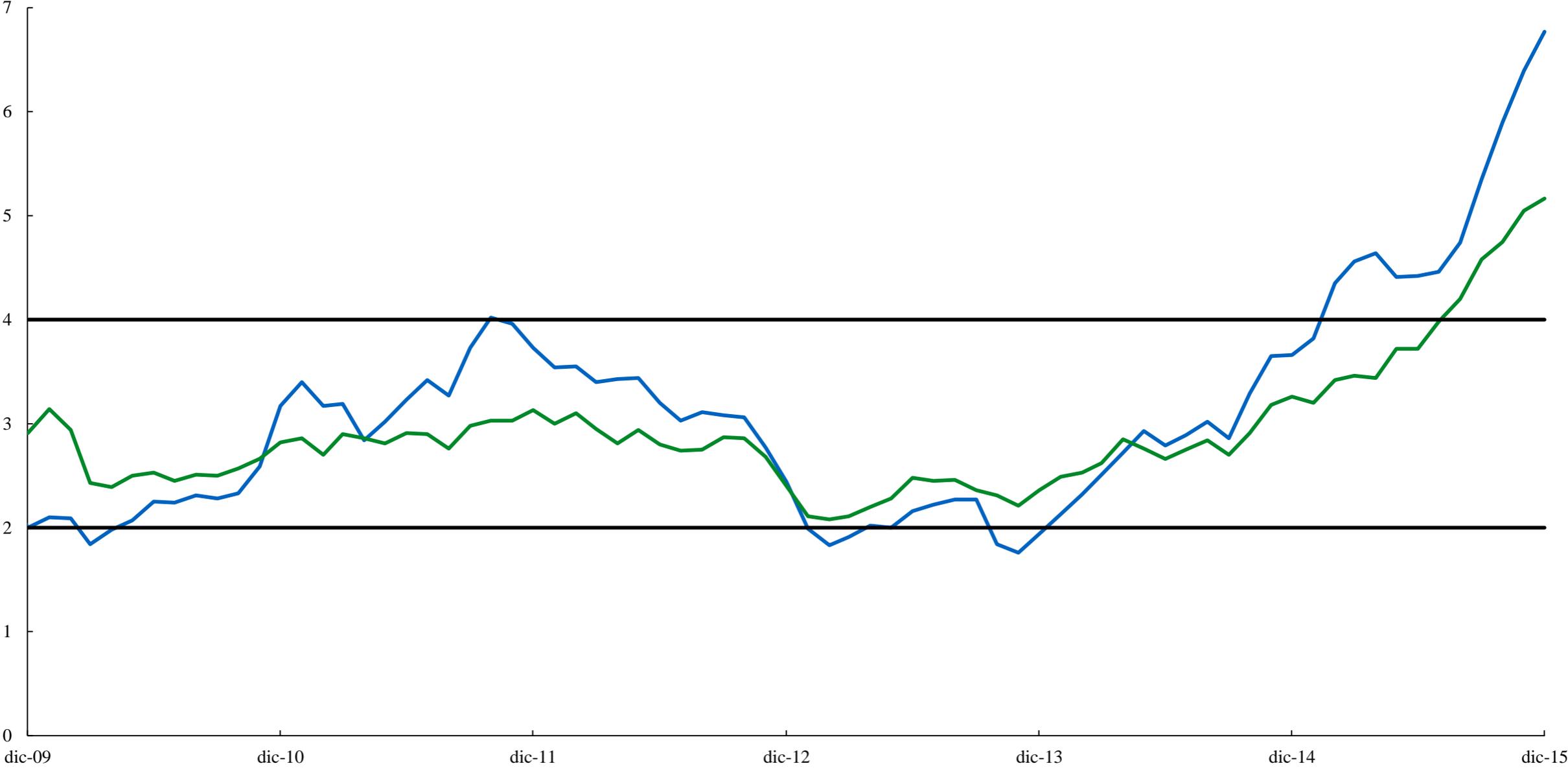
— Var. Anual IPC Transables Sin Alimentos Ni Regulados

— Var. Anual peso/dólar (eje derecho)

- Por otro lado, los choques climáticos han presionado fuertemente la inflación al alza
- **La combinación de estos choques y de los efectos de la depreciación del peso han empujado a la inflación fuera del rango admisible alrededor de la meta del 3%**
- Más de la mitad del aumento de la inflación en 2015 se explica por los aumentos de los precios de los alimentos

Inflación del IPC

(Índice 2010 = 100)



Total

Sin alimentos

Rango Meta

- CLAVE: Ambos choques tienen efectos TRANSITORIOS sobre la inflación:
 - Los precios de los alimentos muy probablemente se revertirán cuando las condiciones climáticas cambien
 - La tasa de cambio probablemente no va a bajar fuertemente, pero tampoco seguirá en ascenso... No debería presionar la inflación al alza en el futuro

- La caída del ingreso ha producido una **desaceleración de la demanda interna y una reducción del crecimiento económico** (4.8% a 2.9%)
- Sin embargo, la desaceleración ha sido modesta, dada la magnitud de los choques...

No se compara con la desaceleración de otros países de la región después de choques menos fuertes

4. Ajuste de la economía

- Dada la naturaleza duradera del choque petrolero, se debe considerar este choque como una reducción de nuestro ingreso PERMANENTE
- Si la caída del ingreso fuese temporal, la economía podría sostener un nivel estable de gasto interno y financiarlo con ahorro externo,.....

Porque dicha financiación se pagaría con mayor ingreso futuro

- No obstante, en este caso la caída del ingreso es permanente y debe acomodarse con un ajuste a la baja del gasto interno...

No es sostenible mantener un gasto estable ==> en algún punto no nos financiarían más del exterior

- Esto implica que la política económica debe aceptar una desaceleración del gasto interno y la producción...

De forma tal que la dinámica del gasto vuelva a ser coherente con la del ingreso y se reduzca el déficit en cuenta corriente

- Puesto que la economía presentaba un exceso de gasto al sufrir los choques, la desaceleración requerida puede ser fuerte
- Tratar de mantener el crecimiento del gasto interno y del PIB prevaleciente antes de los choques sería un grave error

- Durante 2015 hubo una desaceleración y una corrección del déficit en cuenta corriente
- Que, sin embargo, resultan insuficientes habida cuenta de la magnitud de la caída del precio del petróleo y del **exceso inicial de gasto**
- ¿Por qué no ha habido una desaceleración mayor?

Porque el Gobierno no le ha transmitido al país la caída del ingreso nacional

- Para ello se requiere la reforma tributaria: Se reemplazarían las rentas petroleras públicas perdidas y se propiciaría un ajuste del gasto privado

- El ajuste de la economía al choque permanente incluye también una reasignación sectorial de la producción y el gasto
- Se requiere reducir el gasto en bienes importados y estimular la producción de los bienes exportables
- Para ello es necesario un aumento de los precios relativos de dichos bienes
- Esto se logra mediante una depreciación real del peso

6. Respuesta de la política del Banco de la República

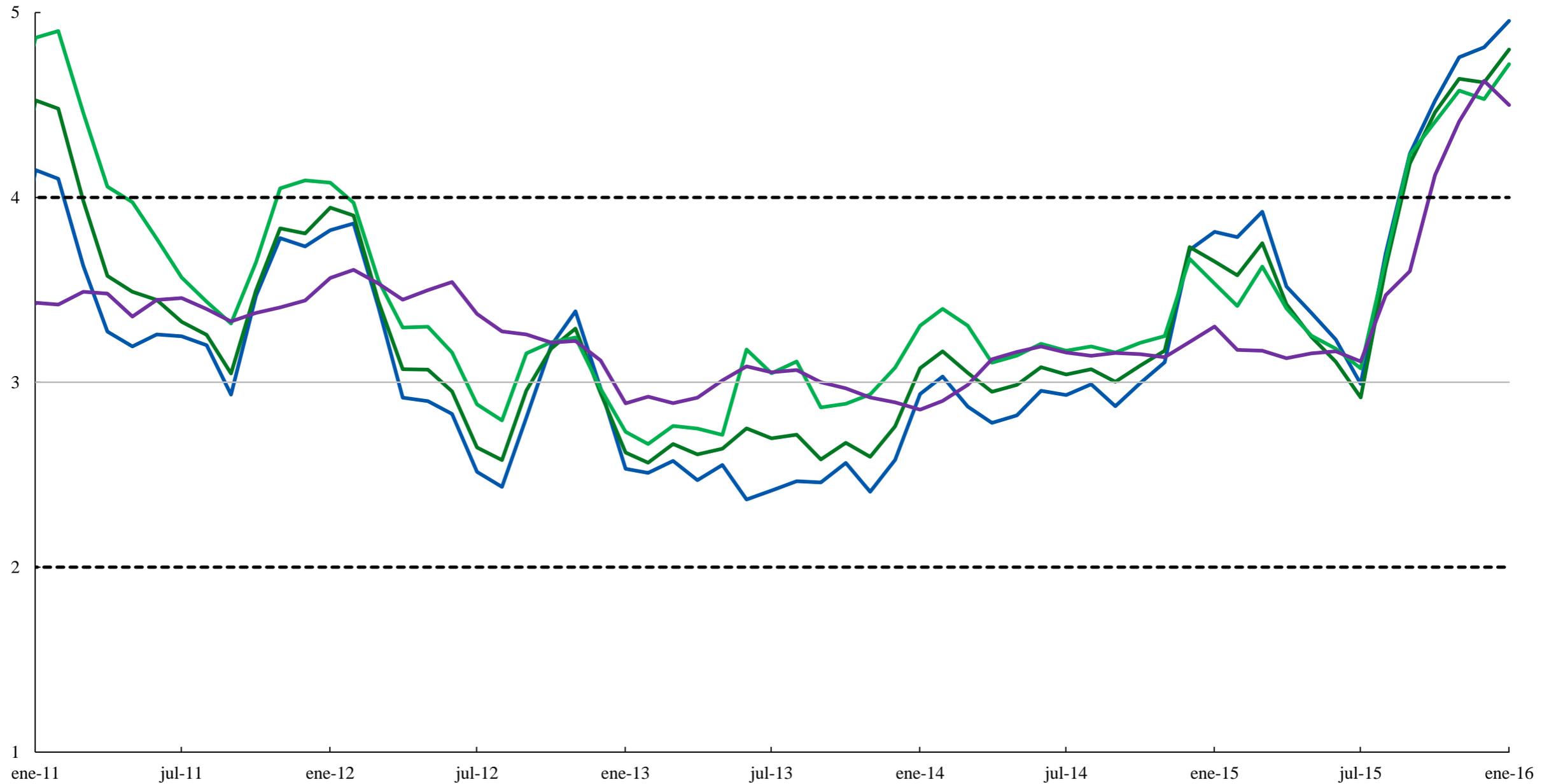
- El Banco enfrenta retos importantes en la coyuntura descrita
- Por un lado, debe garantizar una convergencia de la inflación a la meta de 3%, tras la desaparición de los efectos de los choques climáticos y de depreciación
- Esto incluye mitigar los efectos de los choques en las expectativas de inflación (a más de un año) y en las medidas de inflación "básica" (sin choques)
- De no hacerlo, se arriesga a que la inflación se desvíe por mucho tiempo de la meta
- Dificultad: Determinar el tamaño y persistencia de esos efectos

- Por otro lado, el Banco debe admitir una desaceleración de la economía que sea compatible con el ajuste de la economía al choque de ingreso permanente
- Sin embargo, debe evitar una desaceleración excesiva
- De lo contrario, corre el riesgo de permitir un aumento injustificado del desempleo
- Dificultad: Determinar si la desaceleración es la adecuada

- Durante la primera mitad de 2015, el Banco monitoreó las tendencias de la inflación básica, las expectativas de inflación y el crecimiento para establecer cuál de los riesgos mencionados se tornaba más relevante
- Hacia el tercer trimestre de 2015 era claro que el crecimiento de la demanda interna mantenía una fuerte dinámica ...
- Y que las expectativas de inflación a un año o más se apartaban continuamente de la meta del 3%
- Por esta razón, el Banco inició un ciclo de aumentos de la tasa de interés, desde niveles muy bajos

Expectativas de inflación

(Índice 2010 = 100)



— a 2 años (TES)

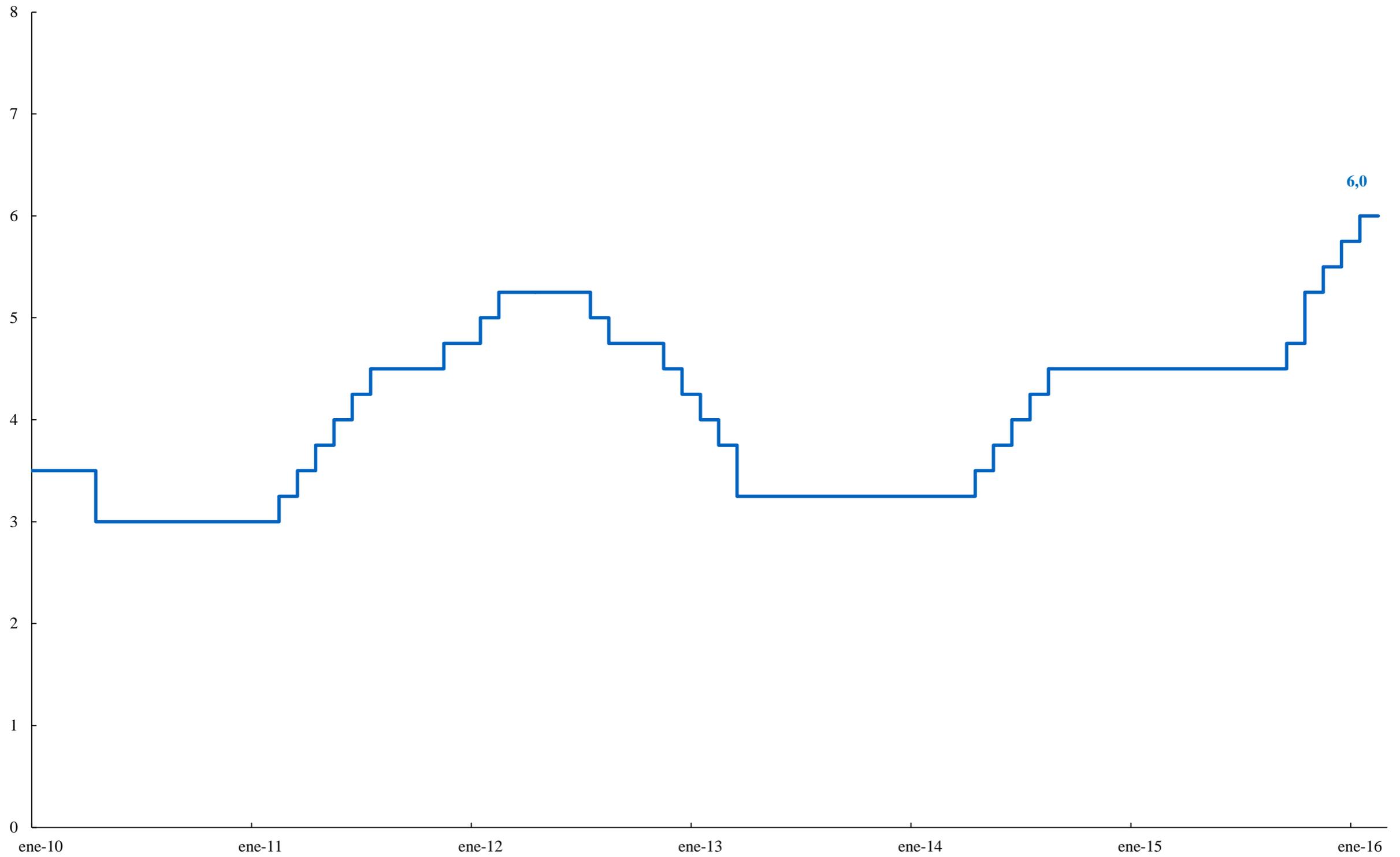
— a 3 años (TES)

— a 5 años (TES)

— a 1 año (analistas)

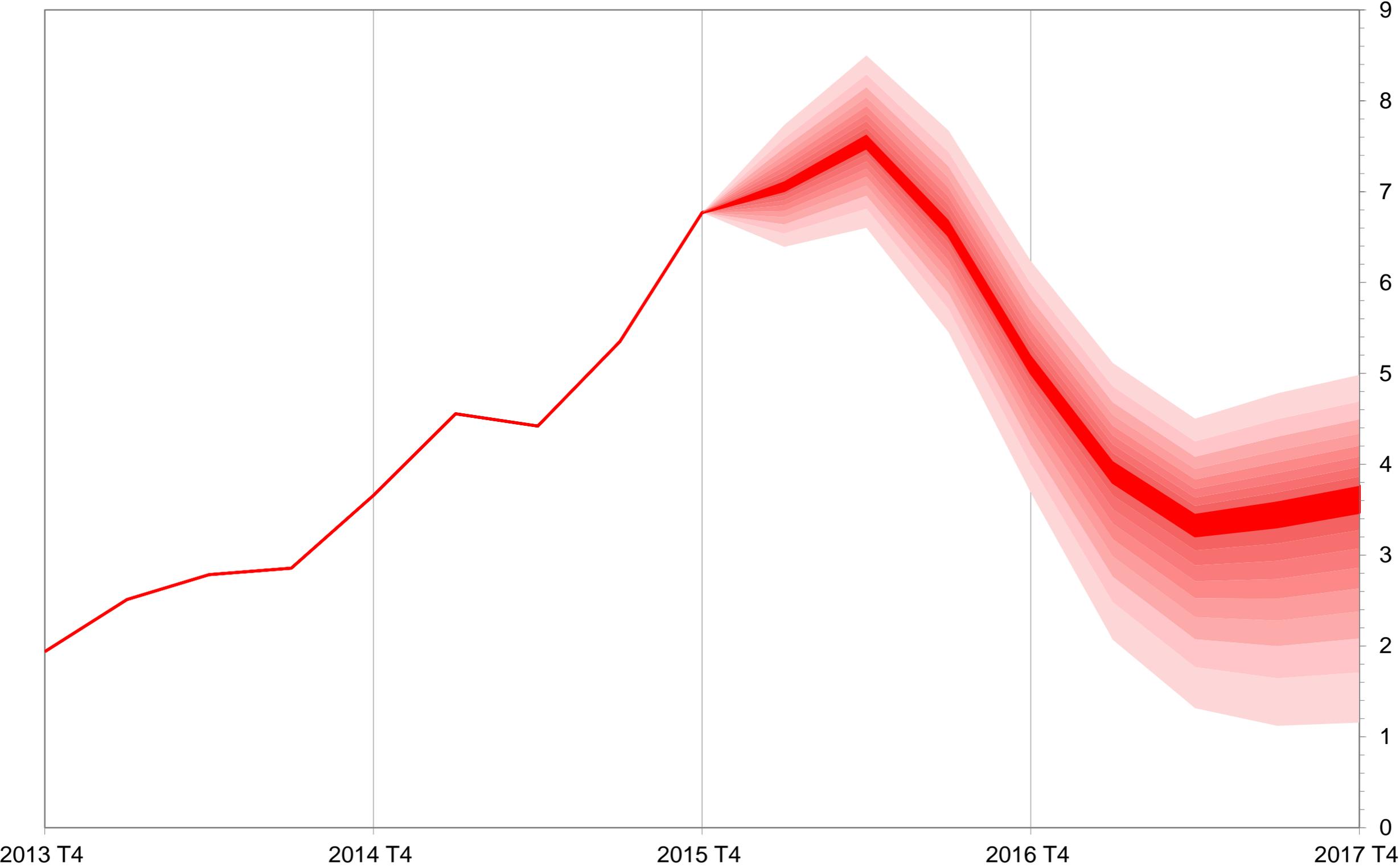
- - - - rango meta

Tasa de interés de política



- Los choques de alimentos y de tasa de cambio han sido tan fuertes, que tratar de llevar la inflación a la meta del 3% en un plazo corto (v.g. un año) requeriría un aumento muy fuerte de la tasa de interés y una desaceleración excesiva de la actividad económica
- Por otro lado, una convergencia muy lenta de la inflación a la meta entraña el riesgo de mantener altas expectativas de inflación y, por ende, de requerir una contracción excesiva de la economía en el futuro para alcanzar la meta
- Por esta razón, la política monetaria se calibra para llevar la inflación cerca de la meta en 2017

"Fan Chart" Total Inflation



- Finalmente, dada la necesidad de un ajuste de la tasa de cambio para re-orientar sectorialmente el gasto y la producción de la economía, el Banco ha permitido una amplia flexibilidad al respecto
- Hasta el momento no ha intervenido en el mercado cambiario vendiendo divisas
- Sin embargo, estableció un mecanismo de intervención contingente para irrigar liquidez al mercado cambiario o para prevenir efectos adversos de una depreciación adicional excesiva sobre las expectativas de inflación

Referencias

- CHOQUES MACROECONÓMICOS Y RETOS DE LA POLÍTICA MONETARIA 2014-2015

http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/hvh_nov_2015.pdf

- Efecto de la caída de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional bruto disponible real: experiencias de Chile, Colombia y Perú

Informe sobre Inflación, Julio de 2015

http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/isi_jun_2015.pdf