



**SEMINARIO MACROECONOMICO Y
SECTORIAL
ANIF – FEDESARROLLO**

Juan Pablo Zárate Perdomo*

Medellín, Miércoles 6 de marzo de 2013

* Opiniones personales. No comprometen a la Junta Directiva del
Banco de la República

AGENDA

- **El Marco de política**
- Qué explica la política monetaria en 2012 y 2013?
- Perspectivas
- Política cambiaria, competitividad y sector transable



EL MARCO DE POLÍTICA

El Banco de la República trabaja con un esquema de “inflación objetivo ampliado”.

Principales objetivos:

1. Mantener la inflación alrededor del 3%.
2. Lograr la plena utilización de los factores productivos (empleo y capital), sin que esto genere presiones inflacionarias.
3. Evitar la conformación de desequilibrios externos o de mercados de activos que pongan en riesgo la sostenibilidad de la inflación y el crecimiento.



AGENDA

- El Marco de política
- **Qué explica la política monetaria en 2012 y 2013?**
- Perspectivas
- Política cambiaria, competitividad y sector transable

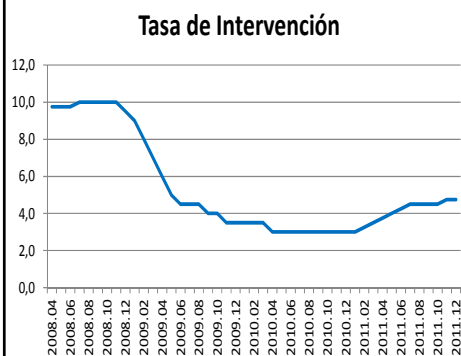


LA SITUACIÓN A FINALES DE 2011

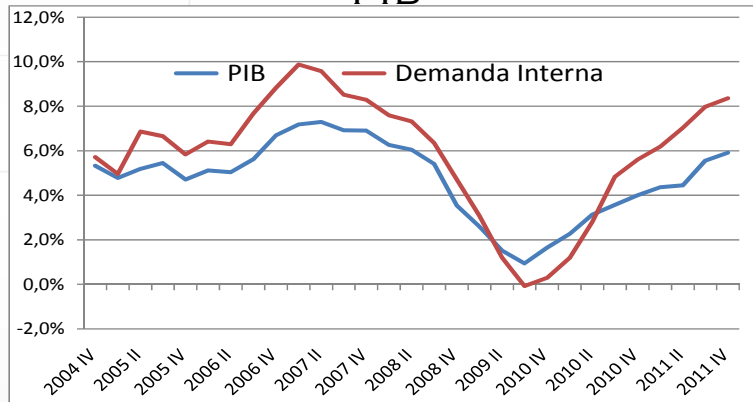
- Tasas de interés reales históricamente bajas
- Alto crecimiento de la demanda interna y excesos en la utilización de la capacidad instalada.
- Indicios de formación de vulnerabilidades financieras a niveles bajos pero crecientes.



A PESAR DE LOS INCREMENTOS DEL 2011 LA TASA DE INTERVENCIÓN AUN SE ENCONTRABA EN NIVELES INFERIORES A SUS PROMEDIOS HISTÓRICOS.



SE PRESENTABA UN ELEVADO CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA PRIVADA QUE ESTABA IMPULSANDO EL CRECIMIENTO DEL PIB



Fuente: DANE, cálculos propios.



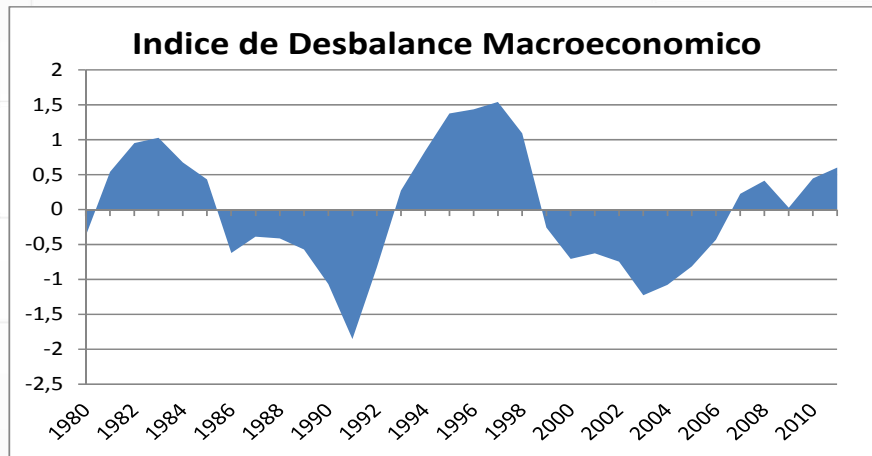
GENERANDO EXCESOS DE DEMANDA AGREGADA



Fuente: Banco de la Republica



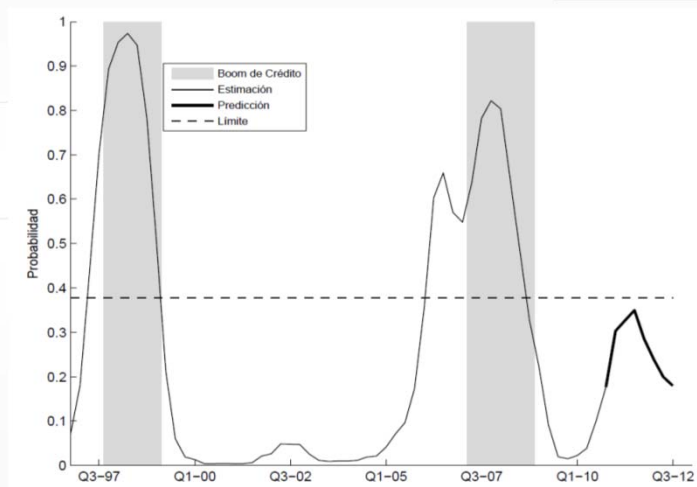
INCIPIENTES EVIDENCIAS DE DESBALANCES MACROECONÓMICOS...



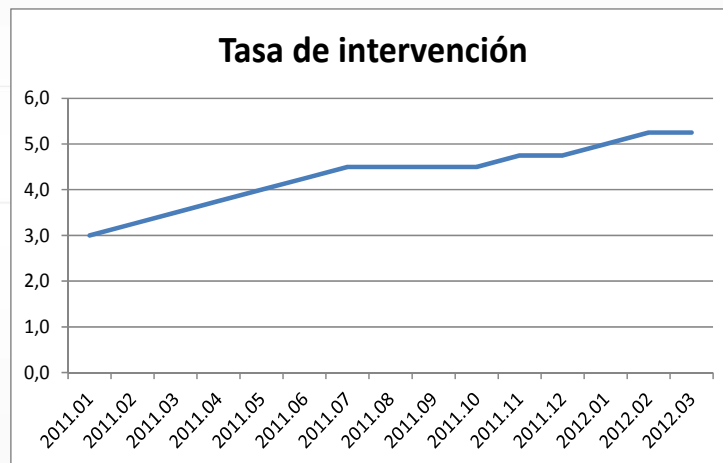
Fuente: Banco de la República.



PROBABILIDAD DE BOOM DE CRÉDITO (DATOS AL III TRIMESTRE DE 2012)



LA RESPUESTA DE POLÍTICA FUE CONTINUAR CON
LOS INCREMENTOS EN LA TASA DE INTERVENCIÓN
EN ENERO Y FEBRERO



LA TRANSMISIÓN DE LAS TASAS

	2011.02	2012.03	Diferencia
Tasas Nominales			
Intervención	3,0%	5,3%	2,3%
Comercial	8,6%	10,8%	2,3%
Consumo	17,5%	19,4%	1,9%
Hipotecaria	12,8%	13,5%	0,8%
Tasas Reales			
Intervención	0,4%	2,2%	1,8%
Comercial	5,8%	7,6%	1,8%
Consumo	14,5%	15,9%	1,3%
Hipotecaria	9,9%	10,2%	0,3%

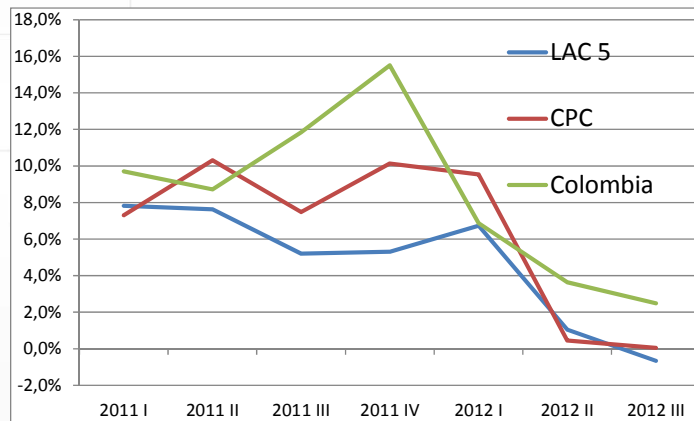


LOS CHOQUES DE 2012 Y LO QUE VA CORRIDO DEL 13

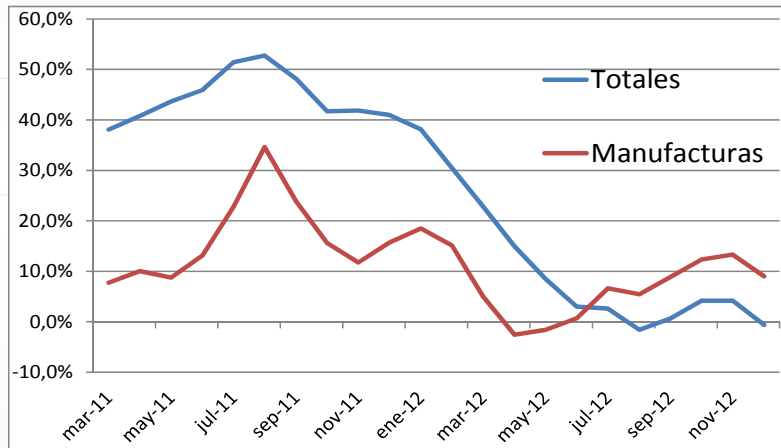
- El ambiente externo
- El ciclo de los bienes durables
- La demanda pública
- El bono inflacionario



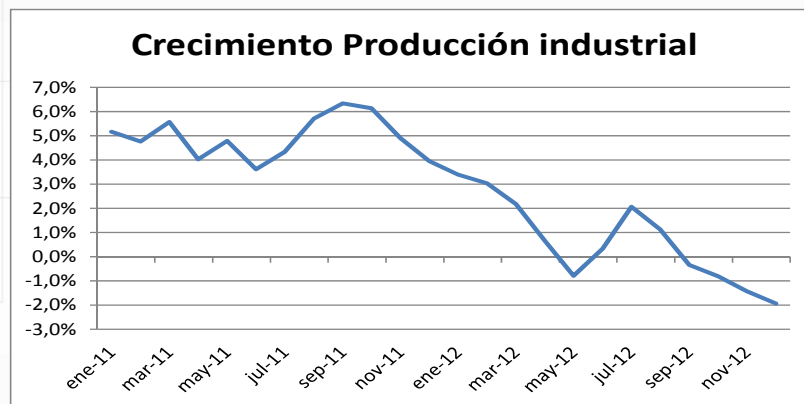
EL DÉBIL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL SE REFLEJÓ EN LAS EXPORTACIONES DE LOS PAÍSES EMERGENTES. CRECIMIENTO DE EXPORTACIONES



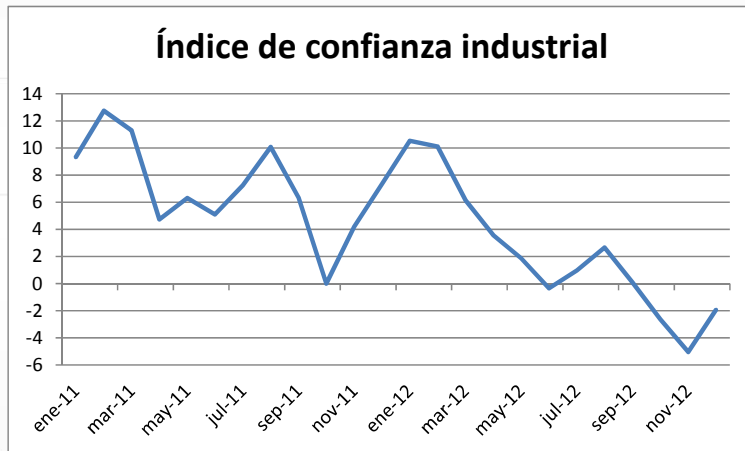
EN COLOMBIA DESDE EL SEGUNDO TRIMESTRE AFECTÓ LAS EXPORTACIONES DE MANUFACTURAS



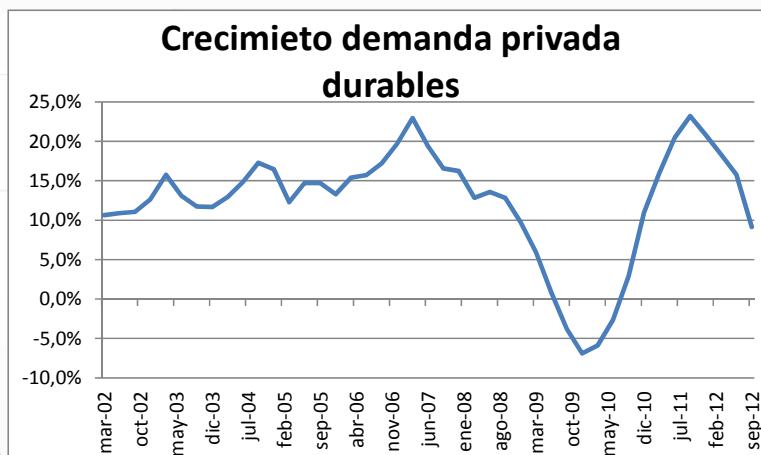
LO QUE SE REFLEJÓ EN LA DISMINUCIÓN EN EL CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



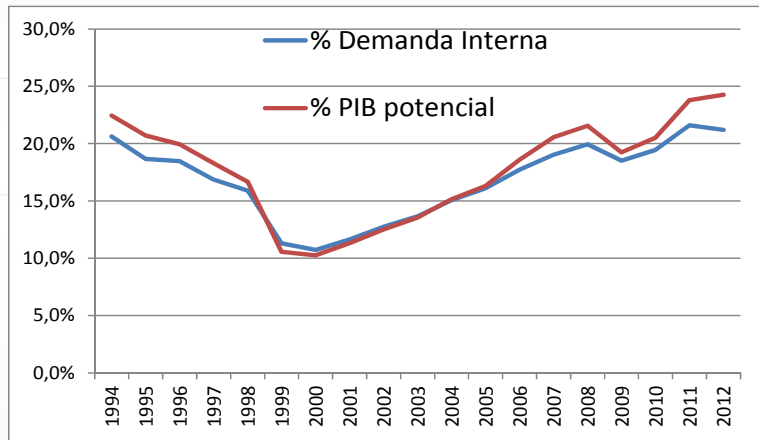
Y EN UN FLOJO DESEMPEÑO DE LA
CONFIANZA DE LOS EMPRESARIOS DEL
SECTOR



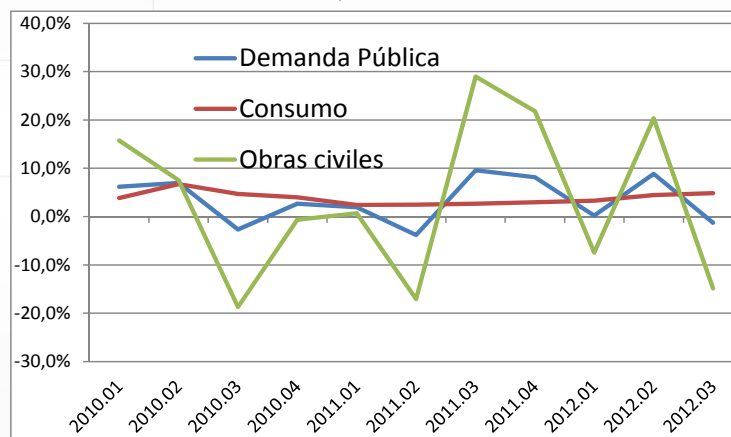
DESPUÉS DE ALTOS CRECIMIENTOS DE LA
DEMANDA DE BIENES DURABLES DURANTE UNA
DÉCADA, EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRE SE
DESACELERÓ



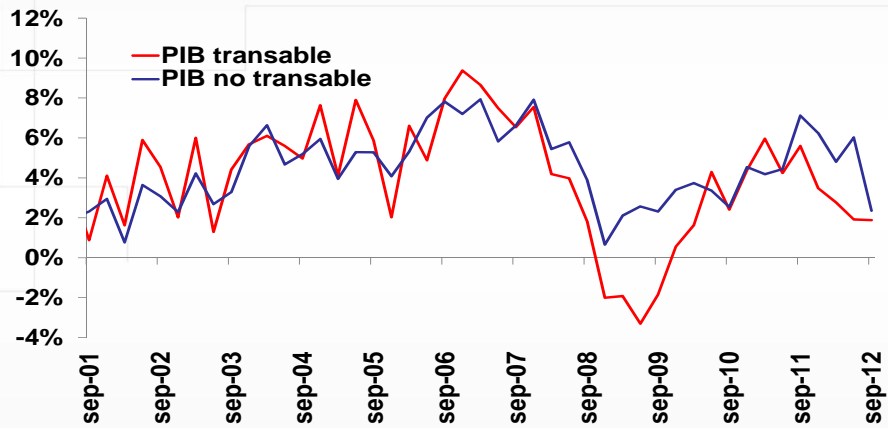
SE ACABÓ ESTA FUENTE DE DEMANDA? DEMANDA PRIVADA DE BIENES DURABLES



EN EL TERCER TRIMESTRE SE PRESENTARON DISMINUCIONES EN LA DEMANDA PÚBLICA, ESPECÍFICAMENTE EN INVERSIÓN



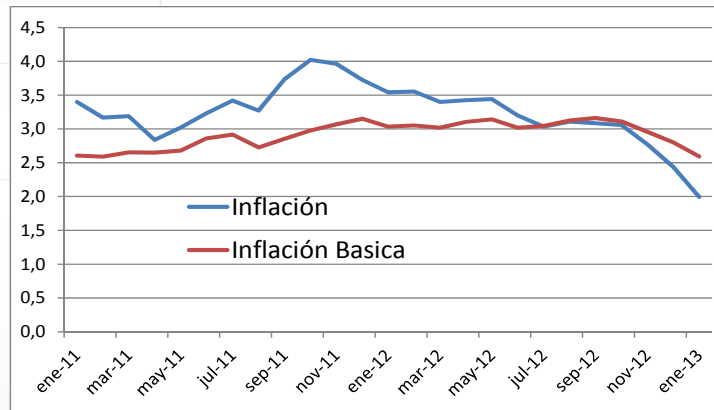
CON ESTOS CHOQUES INICIALMENTE SE
DESACELERO EL SECTOR TRANSABLE Y LUEGO SE
GENERALIZO A OTROS SECTORES DE LA ECONOMÍA



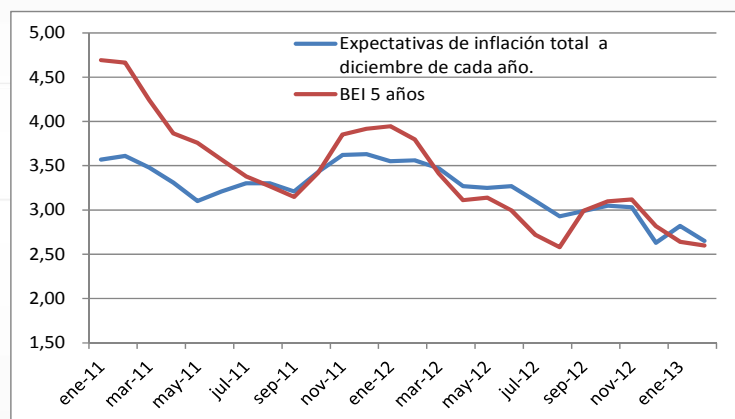
CON LO QUE SE LLEGÓ A EXCESOS DE
CAPACIDAD INSTALADA



EN LOS ÚLTIMOS MESES SE HA PRESENTADO UN FENÓMENO DE DESINFLACION....

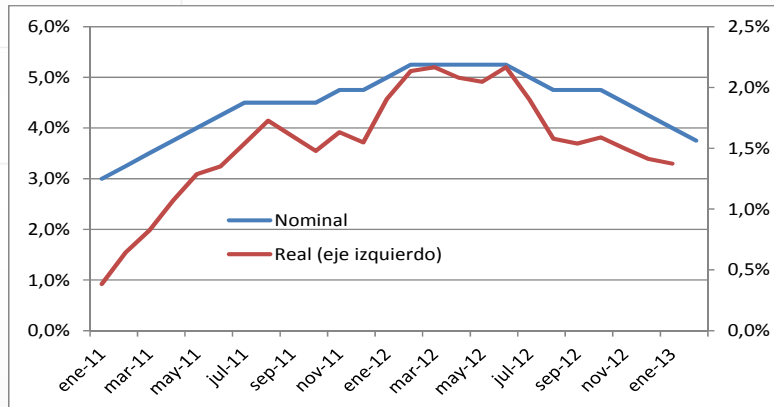


MEDIDAS DE EXPECTATIVAS



RESPUESTA DE POLÍTICA NOMINAL Y REAL

TASAS DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN



TRANSMISIÓN DE LAS TASAS

	2012.07 (1)	2012.09 (2)	2012.12 (3)	2013.02 (4)	(2) - (1)	(3) - (2)	(4) - (3)
Tasas Nominales							
Intervención	5,25	4,75	4,25	3,75	-0,50	-0,50	-0,50
Comercial	10,46	10,20	10,01	9,15	-0,25	-0,20	-0,85
Consumo	19,34	18,50	18,05	18,44	-0,84	-0,45	0,39
Hipotecaria	13,01	13,26	13,07	12,22	0,25	-0,19	-0,85
Tasas Reales							
Intervención	2,14	1,54	1,41	1,13	-0,60	-0,13	-0,28
Comercial	7,20	6,83	7,01	6,40	-0,37	0,18	-0,61
Consumo	15,81	14,87	14,84	15,45	-0,94	-0,04	0,62
Hipotecaria	9,68	9,79	9,99	9,38	0,11	0,20	-0,61



AGENDA

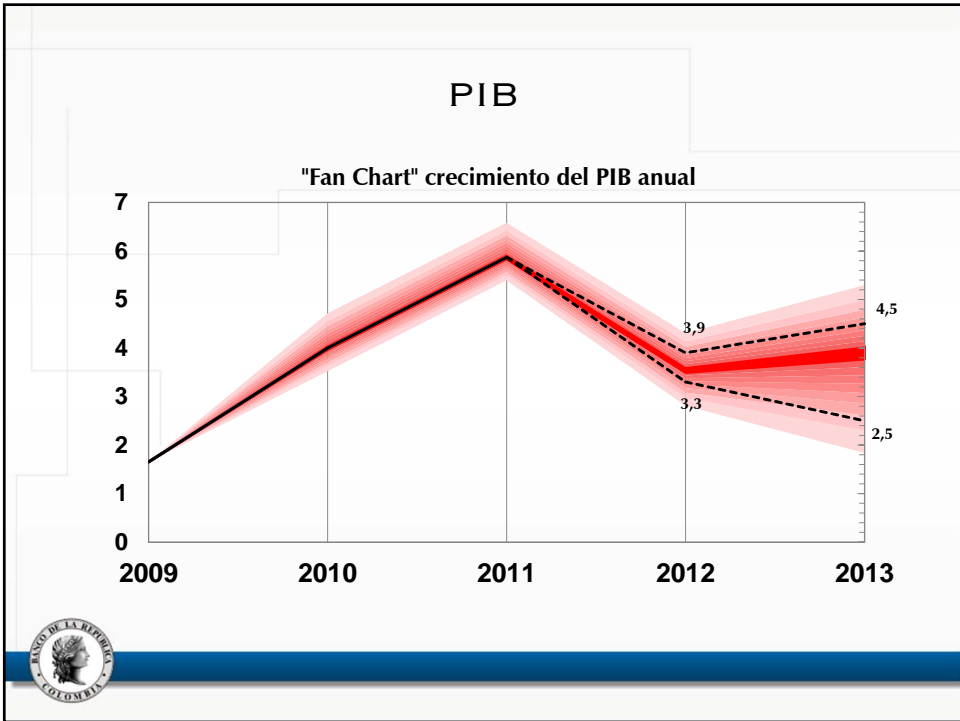
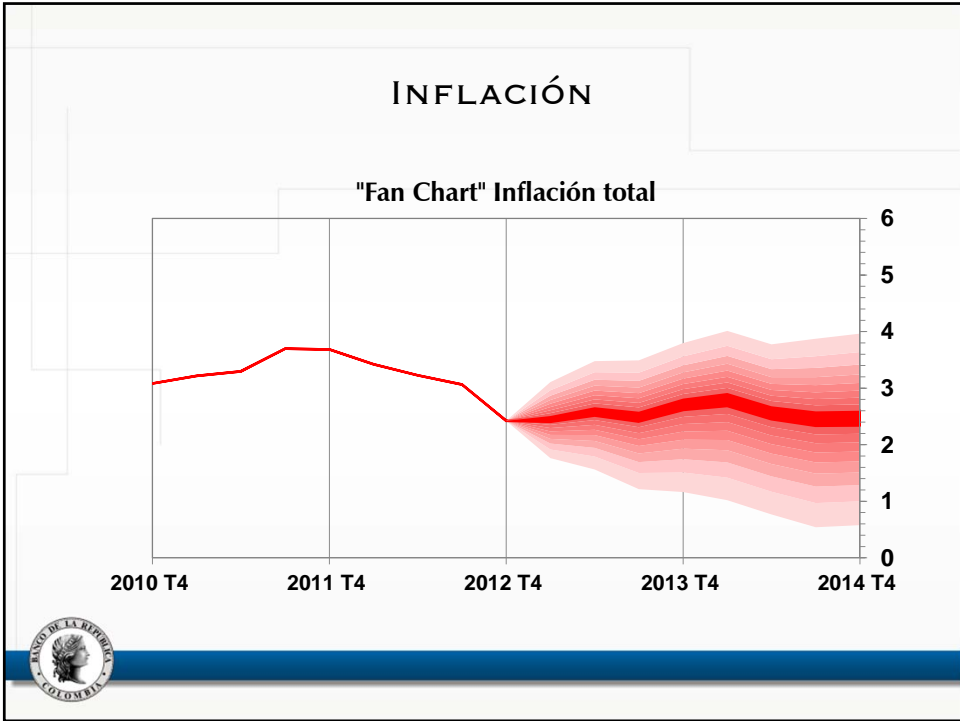
- El Marco de política
- Qué explica la política monetaria en 2012 y 2013?
- **Perspectivas**
- Política cambiaria, competitividad y sector transable



ELEMENTOS PRINCIPALES DEL ESCENARIO CENTRAL DE PRONÓSTICO

- Débil recuperación del mundo desarrollado y crecimientos altos en el mundo emergente (especialmente China).
- Persistencia de bajas tasas de interés mundiales y flujos de capitales hacia emergentes en el horizonte de política (Dudas última minuta de la FED).
- Recuperación moderada de la demanda interna.
- Precios de alimentos y regulados sin choques negativos.





QUÉ SIGUE PARA LA POLÍTICA.

- El punto inicial de la política es expansionista (bajas tasas de interés) debido a la baja inflación (observada, proyectada y expectativas) y excesos de capacidad instalada.
- Mientras no existan choques, el sesgo va a seguir siendo expansionista...
- Reducciones más fuertes dependen de consolidaciones de expectativas de inflación por debajo de la meta, el comportamiento del sector real y los mercados de activos...



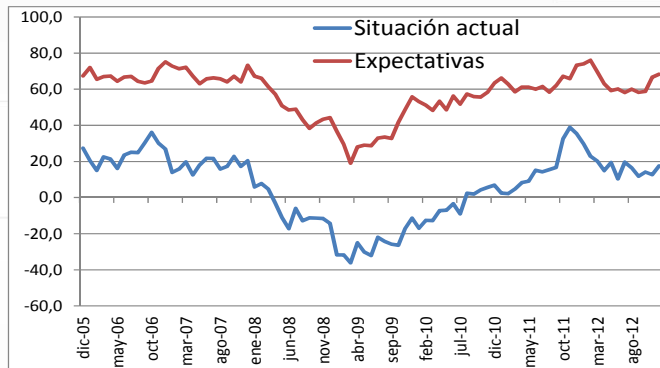
BUENAS (O NO TAN MALAS) NOTICIAS EN ALGUNOS SECTORES (ESPECIALMENTE NO TRANSABLES)



La encuesta de comerciantes sigue dando buenos resultados y la de industriales mejora levemente.



ALGUNAS ENCUESTAS SEÑALAN UN AMBIENTE ECONÓMICO NORMAL.

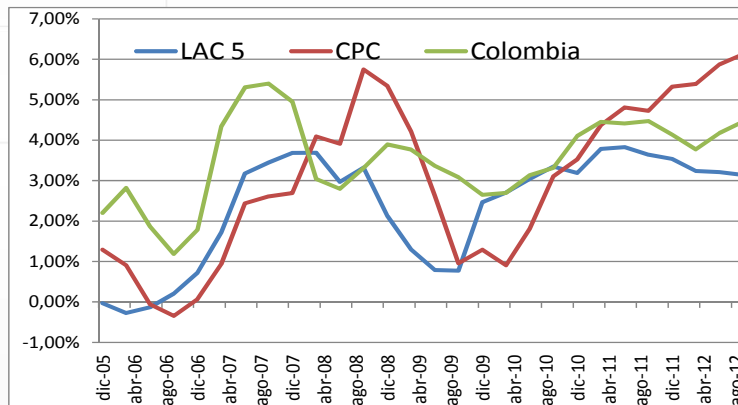


Tanto le encuesta del consumidor de Fedesarrollo como la regional del BR muestran normalidad y/o mejora.

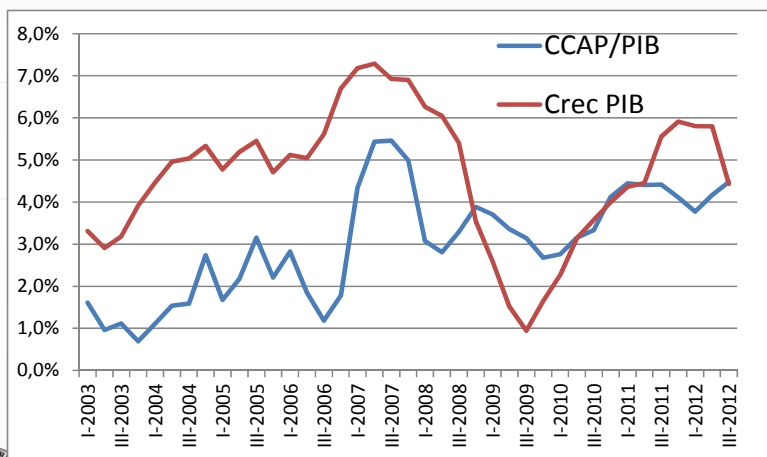


LOS CAPITALES SIGUEN LLEGANDO CON FUERZA A AMÉRICA LATINA

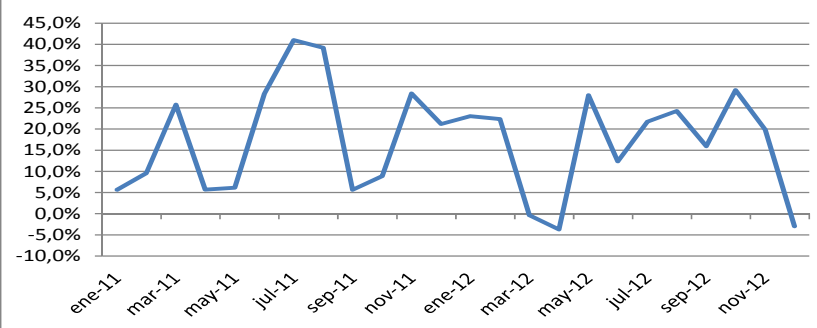
CUENTA DE CAPITALES/PIB



LA AMPLIA LIQUIDEZ INTERNACIONAL Y LA AFLUENCIA DE CAPITALS PUEDE IMPULSAR LA DEMANDA PRIVADA HACIA EL SEGUNDO SEMESTRE DEL AÑO



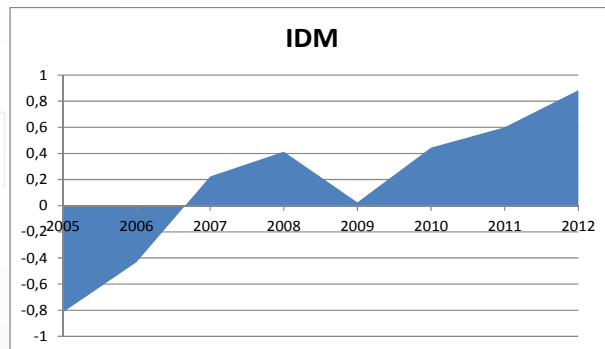
Exportaciones Industria a Lat. Amer.



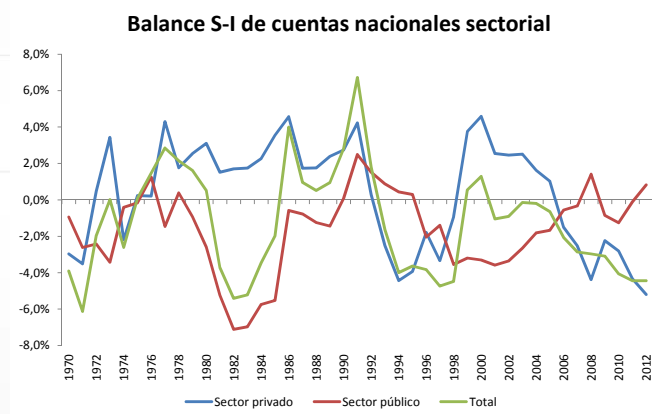
EN SENTIDO OPUESTO PUEDEN JUGAR LA CONTINUACIÓN DEL DECLIVE EN EL CICLO DE TRANSABLES Y LA DESACELERACIÓN EN EL COMERCIO INDUSTRIAL CON AMÉRICA LATINA



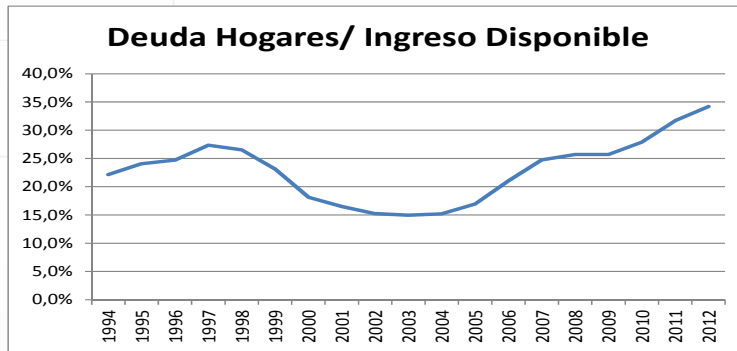
EL APALANCAMIENTO Y LOS FLUJOS DE ENDEUDAMIENTO PUEDEN SER UNA LIMITACIÓN PARA UNA POLÍTICA MÁS EXPANSIVA..EL ÍNDICE DE VULNERABILIDADES NO CEDE...



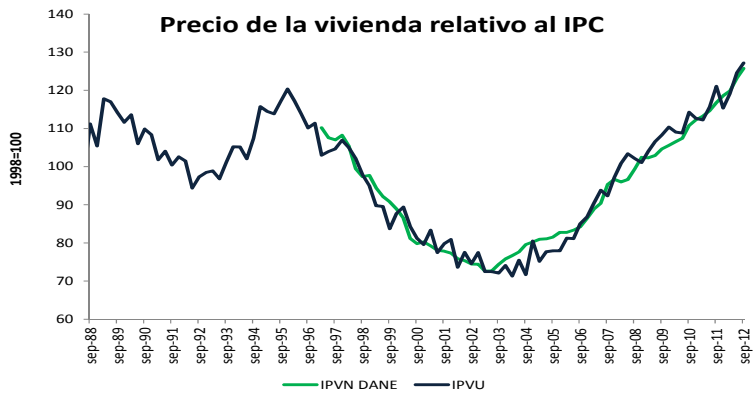
EL GASTO DEL SECTOR PRIVADO SUPERA A SU NIVEL DE INGRESO EN 5% DEL PIB, CUANTO MÁS PODRÁ CRECER EL DÉFICIT



EL APALANCAMIENTO DE LOS HOGARES SIGUE HISTÓRICAMENTE ALTO Y CRECIENTE...

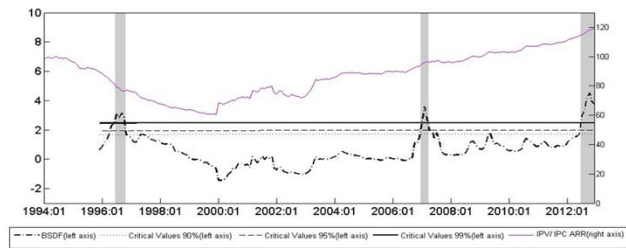


PRECIO DE ACTIVOS.



Results applied to the ratio IPV/Rent index.

Bubbles detected on 1996 (07-10), 2007(01-03) and 2012 (07-12)



AGENDA

- El Marco de política
- Qué explica la política monetaria en 2012 y 2013?
- Perspectivas
- **Política cambiaria, competitividad y sector transable**



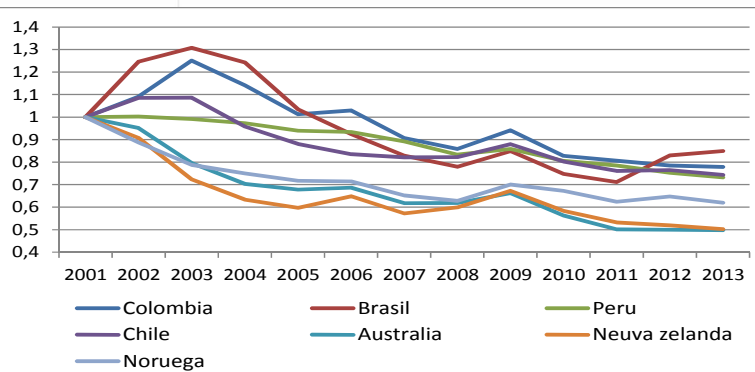
LA COMPETITIVIDAD Y EL SECTOR TRANSABLE. (ILUSIONES Y DECISIONES).

- Hay elementos comunes a buena parte del mundo emergente y productor de bienes básicos.
- Hay evidencia de una moderada revaluación real con respecto a lo que sería consistente con nuestro nivel de ingreso.
- Y reciente evidencia de desalineamiento de la tasa de cambio nominal.

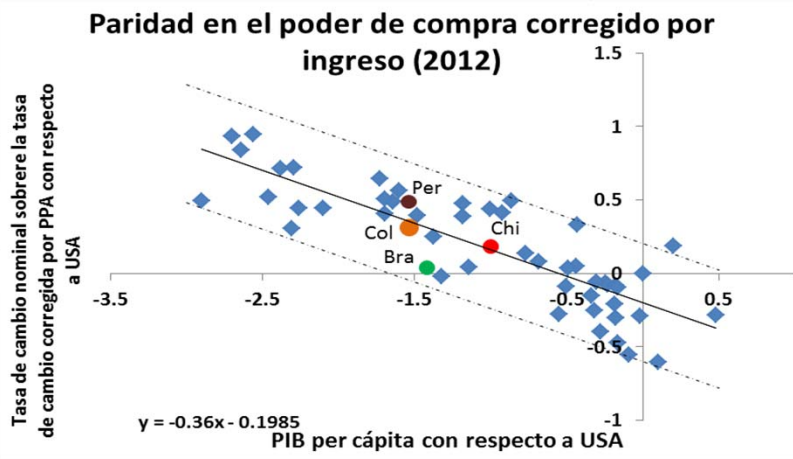


LA REVALUACIÓN NOMINAL HA SIDO UN FENÓMENO GLOBAL.

INDICE DE TASA DE CAMBIO NOMINAL 2001 = 100



LO IMPORTANTE PARA LA COMPETITIVIDAD ES NUESTRA TASA DE CAMBIO REAL COMPARADA CON EL RESTO DEL MUNDO...



* FUENTE: FMI, CÁLCULOS BANCO DE LA REPÚBLICA.



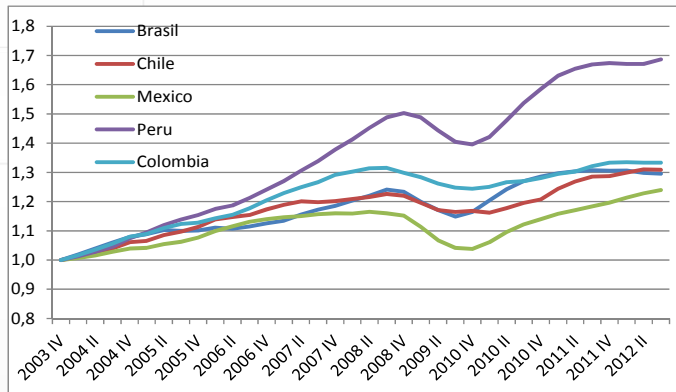
CONTEXTO EN EL QUE COLOMBIA MUESTRA UNA LIGERA SOBREVALUACIÓN

Muy Sobrevaluados	Sobrevaluados	Levemente Sobrevaluados	Levemente subvaluados	Subvaluados	Muy Subvaluados
>20%	20%>10-5%	<5%	<5%	20%>10-5%	>20%
Suiza	Brasil	Costa Rica	Chile	Honduras	Ecuador
Noruega	Uruguay	Colombia	Reino Unido	España	India
Nigeria	Guatemala	China	Grecia	Portugal	Panamá
Australia	Filipinas		Islandia	Sudafrica	Argentina
Indonesia	Japon		Holanda	Vietnam	Hungria
Dinamarca	Suecia		Alemania	Luxemburgo	Corea
Venezuela	Paraguay		Irlanda	Bolivia	Polonia
Nueva Zelanda	Emiratos Arabes Unidos			Jamaica	Singapur
	Italia			Israel	
	Francia			Republica Dominicana	
	Canada			Peru	
				Nicaragua	
				Mexico	
				Tailandia	
				Estados Unidos	

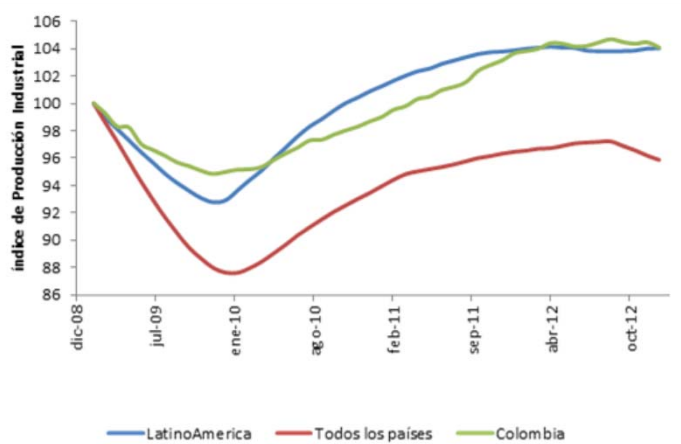


BUENA PARTE DE LOS EFECTOS INDESEABLES DE LA APRECIACIÓN TAMBIÉN SON GLOBALES, COMO EL CASO DEL BAJO DESEMPEÑO INDUSTRIAL.

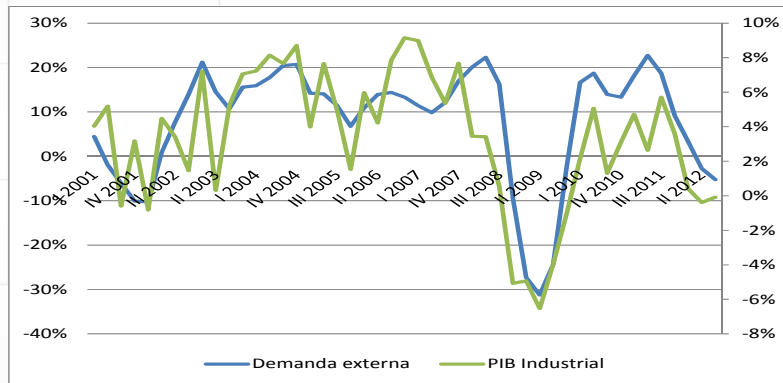
INDICE DE PIB INDUSTRIAL. 2003=1



SIENDO GENERALIZADO PARA BUENA PARTE DEL MUNDO.



Y PUEDE TENER QUE VER CON LA DEMANDA MUNDIAL DE BIENES INDUSTRIALES Y SU RELACIÓN CON LA ECONOMÍA MUNDIAL



LA POLÍTICA CAMBIARIA

En el corto plazo se han conjugado factores:

- “leve” sobrevaluación real.
- Alguna evidencia de desalineamiento del tipo de cambio nominal.
- Utilidad de mayores niveles de reservas.
- Fase expansiva de la política monetaria.



LA POLÍTICA CAMBIARIA

Estas condiciones han permitido que se incremente el ritmo de intervención, sin tener un objetivo de tasa de cambio nominal o real, por dos razones:

- i) No incurrir en posibles contradicciones con los objetivos centrales de política y
- ii) Mantener la flotación como un elemento central para prevenir descalces cambiarios.



LA POLÍTICA CAMBIARIA

El ritmo de la intervención se ha venido incrementando:

Compras diarias promedio	
Junio – Julio (2012)	US\$ 20 millones
Septiembre (2012)-Enero(2013)	US\$ 27 millones
Febrero – Mayo (2013)	US\$37 millones

Sin embargo, la efectividad de la política es incierta, difícilmente es permanente y no ataca las disyuntivas estructurales....



LA REVALUACIÓN ES LA CONTRAPARTE DE INGRESOS DE DIVISAS (BIENES PRIMARIOS Y CAPITALES) QUE SUELEN PRODUCIR EFECTOS POSITIVOS PARA LA ECONOMÍA

La utilidad de la explotación minero/energética.

Inversión.

El Estado del bienestar.



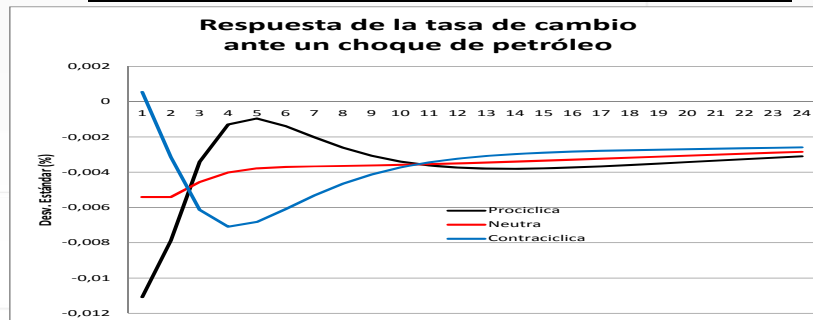
LA DISYUNTIVA MINERO ENERGÉTICA

BUENA PARTE DE LOS PAISES MÁS APRECIADOS DEL MUNDO SON PRODUCTORES DE BIENES BASICOS...ALGUNOS BIEN MAJENADOS FISCAL E INSTITUCIONALMENTE

Muy Sobrevaluados	Sobrevaluados
>20%	20%>X>5%
Suiza	Brasil ???
Noruega	Uruguay
Nigeria	Guatemala
Australia	Filipinas
Indonesia	Japon
Dinamarca	Suecia
Venezuela	Paraguay
Nueva Zelanda	Emiotos Arabes Unidos
	Italia
	Francia
	Canada



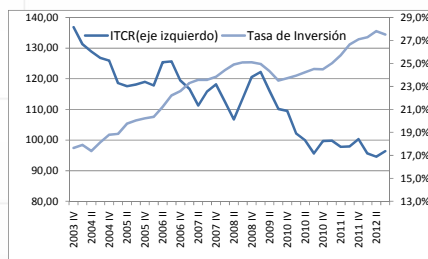
LA DISYUNTIVA MINERO ENERGÉTICA



- Simulaciones de estudios realizados en el BR, indican que la mejor regla es ahorrar el ingreso transitorio a través de un mejor balance fiscal.
- Sin embargo, independientemente de la política fiscal se presentan apreciaciones duraderas y posibles reasignaciones de recursos(aunque varían en intensidad).



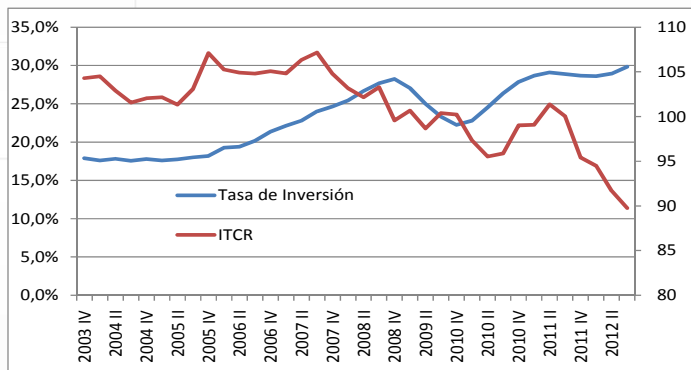
LOS INCREMENTOS FUERTES EN LA INVERSIÓN



Aumentos estructurales en la gama de proyectos rentables usualmente requieren ahorro externo, en la medida en que el ahorro interno es menos flexible.



**COMO CORROBORA LA EXPERIENCIA
RECIENTE DE PERÚ....EN EL ÚLTIMO
PERIODO EL INCREMENTO EN LA INVERSIÓN
SE HA FINANCIADO CON AHORRO EXTERNO**



**EL ESTADO DEL BIENESTAR A LA
COLOMBIANA**

Consumo Público/PIB	
Brasil	0,195
Mexico	0,092
Colombia	0,161
Perú	0,092
Chile	0,117

La variable fiscal más fuertemente relacionada con la apreciación es el consumo público por su alta composición de no transables. En Colombia es alto desde la constitución del 91.



A MANERA DE CONCLUSIÓN....

1. Dentro del marco de “inflación objetivo”, la coyuntura actual de niveles de inflación proyectados y esperados por debajo del punto medio del rango meta y excesos de capacidad instalada indican la conveniencia de mantener una postura expansionista de la política monetaria.



2. Este hecho junto con la existencia de posibles desalineamientos del tipo de cambio nominal y la utilidad de incrementar el acervo de reservas han permitido un mayor ritmo de intervenciones.

3. Los movimientos de precios relativos tienen como trasfondo profundos determinantes institucionales y disyuntivas complejas para el bienestar. En este contexto la sociedad debe pensar en las decisiones de fondo y los agentes acomodarse a un marco de precios relativos volátiles.



4. En el diseño de la política monetaria y de la política cambiaria se deben tener en cuenta las implicaciones sobre la estabilidad financiera. Especialmente el apalancamiento de hogares, bancos y empresas y los posibles descalces cambiarios que se puedan generar, porque algún día las tasas de interés externas subirán.....



