



Inflación, crecimiento económico y política monetaria

Juan Pablo Zárate Perdomo*

Bucaramanga, 12 de Agosto de 2015

* Presentación Seminario Macroeconómico Regional ANIF. Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Agenda

- **Los choques externos.**
- El ajuste ante choques externos.
- El crecimiento.
- La devaluación.
- La Inflación.
- Reflexiones de política monetaria y cambiaria.



Los choques externos (i)

- Términos de Intercambio. Con la drástica caída de los precios del petróleo, los términos de intercambio han descendido de una forma más intensa que para nuestros pares latinoamericanos.
- Crecimiento mundial. El crecimiento mundial y el de nuestros socios comerciales ha sido menor al esperado disminuyendo las exportaciones de renglones distintos a los bienes básicos.

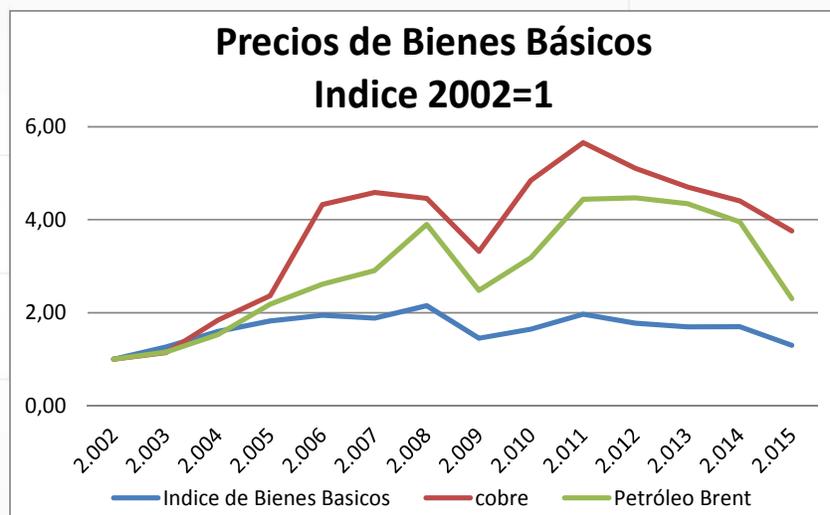


Los choques externos (ii)

- Los flujos de capital. Los flujos de capital dependen de la tasa de política monetaria externa, la curva de rendimientos externa y las primas de riesgo. Las primas ya se han venido incrementando, la curva en E.E.U.U se ha empinado moderadamente y se espera un aumento en las tasas de política de la FED para los próximos meses.

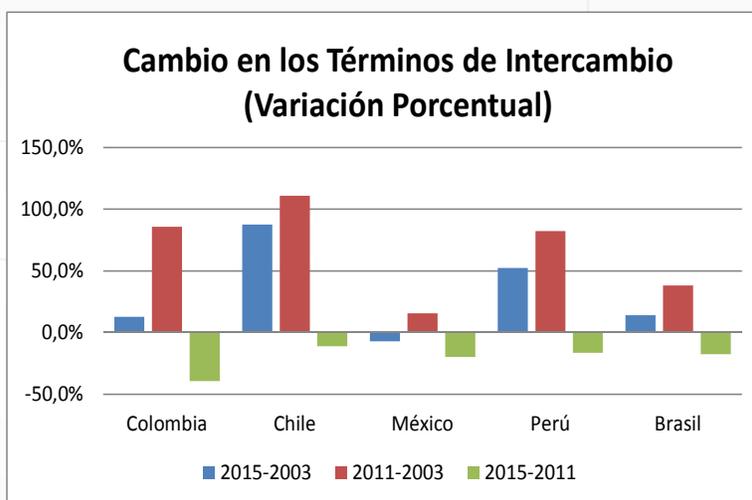


El precio del petróleo ha descendido fuertemente desde el segundo trimestre de 2014, incluso más que otros Bienes Básicos.



Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios.

El choque de términos de Intercambio ha sido fuerte, superior a los otros países de la región con Inflación Objetivo



Fuente: Bancos Centrales. Cálculos Banco de República

El crecimiento de la Economía mundial ha sido menor al esperado

Proyecciones de Crecimiento 2015/FMI				
	oct-14	abr-15	jul-15	
Mundo	3,8	3,5	3,3	Rojo
Economías Avanzadas	2,3	2,4	2,1	Amarillo
Economías Emergentes	5,0	4,3	4,2	Rojo
USA	3,1	3,1	2,5	Rojo
Zona Euro	1,3	1,5	1,5	Verde
Japón	1,7	1,0	0,8	Rojo
China	7,1	6,8	6,8	Rojo
India	6,4	7,5	7,5	Verde
América Latina	2,2	0,9	0,5	Rojo
Brasil	1,4	(1,0)	(1,5)	Rojo
México	3,5	3,0	2,4	Rojo



Rojo: Deterioro. Amarillo: Estabilidad. Verde: Mejoría
Fuente: FMI.

Al Igual que el de los principales socios comerciales del país.

Proyecciones 2015/Banco de la República			
	may-15	ago-15	
Socios	1,3	0,9	Rojo
USA	2,8	2,4	Rojo
Zona Euro	1,3	1,3	Amarillo
China	6,8	6,7	Rojo
Brasil	-0,6	-1,5	Rojo
Ecuador	1,5	1,2	Rojo
Venezuela	-5,0	-6,0	Rojo
Perú	4,0	3,5	Rojo
México	3,0	2,7	Rojo
Chile	3,0	2,8	Rojo

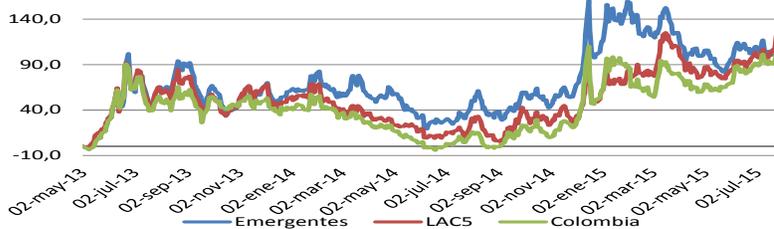


Rojo: Deterioro. Amarillo: Estabilidad. Verde: Mejoría
Fuente: FMI.

Los CDs se han incrementado en el último año, en algunos casos más fuertemente que con el anuncio de Bernanke en 2013

	may-13	jul-13	jun-14	jul-15	Diferencia Julio a Mayo 2013	Diferencia Julio 2015 a junio 2014
COLOMBIA	77,0	147,1	77,9	174,5	70,1	96,7
BRASIL	110,1	192,9	139,0	270,0	82,9	131,0
MEXICO	76,9	138,4	68,8	131,8	61,5	63,0
PERU	85,7	150,9	80,7	140,6	65,2	59,9
CHILE	65,3	101,4	68,2	95,2	36,0	27,0
TURQUIA	114,4	196,8	177,2	222,1	82,4	44,9
Sur África	148,9	222,9	175,7	212,3	73,9	36,6
INDONESIA	126,8	215,3	144,2	170,7	88,5	26,6
TAILANDIA	83,9	120,0	117,5	102,6	36,1	-15,0
RUSIA	130,4	196,3	180,7	331,6	65,9	150,9

**Cambio en los CDs
(Mayo 2013=0)**



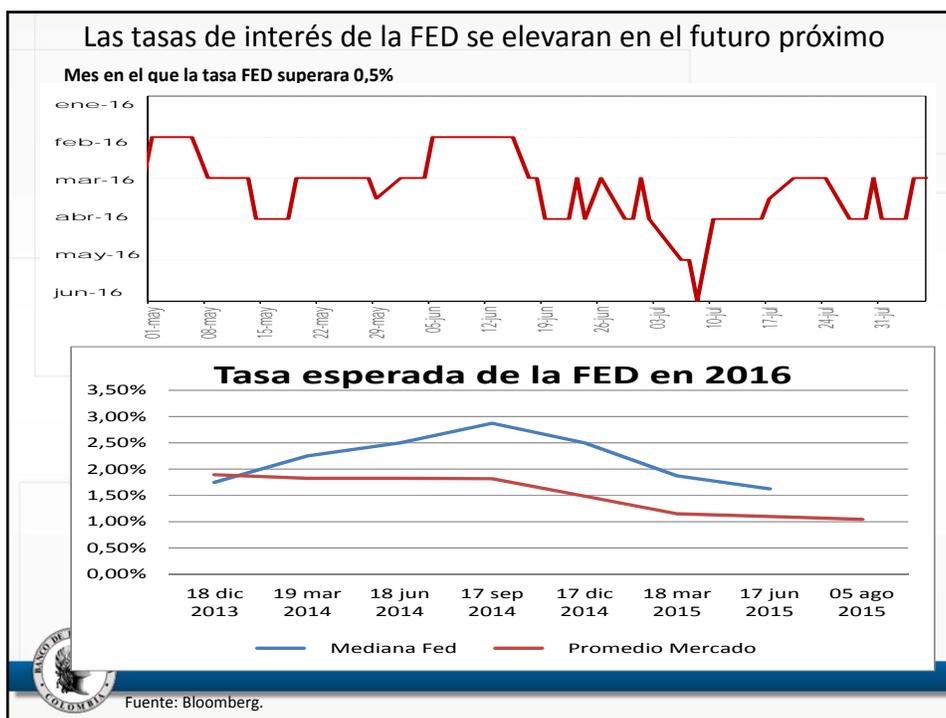
Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios.

Las tasas largas en USA han presentado moderados incrementos desde inicios de año

Tesoros a 10 años



Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios.



Agenda

- Los choques externos.
- **El ajuste ante choques externos.**
- El crecimiento.
- La devaluación.
- La Inflación.
- Reflexiones de política monetaria y cambiaria.

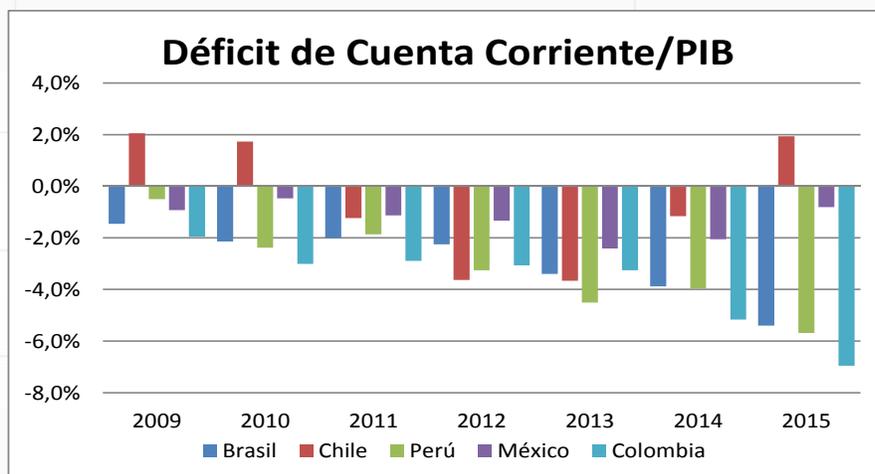


Ajuste ante los choques externos

- Ante los choques externos, la Economía colombiana requiere un ajuste de la Demanda Interna.
- La tasa de cambio es la primera señal de precios para ese ajuste.
- El ajuste ya ha comenzado a darse a un ritmo razonable. Continuar con el mismo, es muy importante para conservar la solvencia externa del país.



Condiciones iniciales del balance externo



Fuente: Bancos Centrales. Cálculos Banco de la República



Capacidad de gasto (consumo más inversión)

$$Cap. \text{gasto} \downarrow = \frac{1}{Pa} * (DCC \downarrow + Y * Py \downarrow + y^*)$$

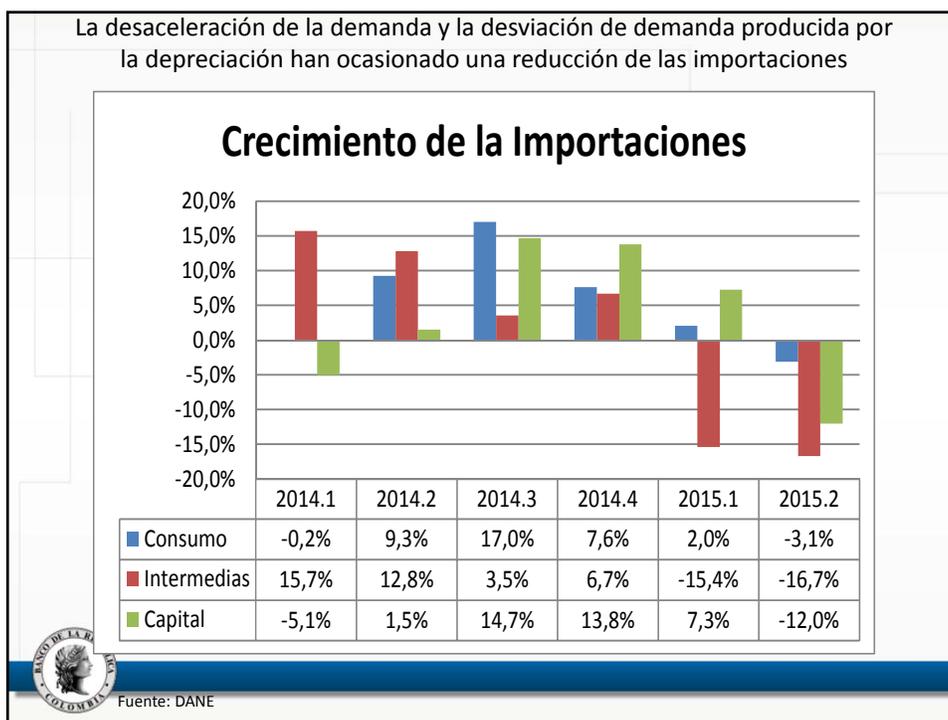
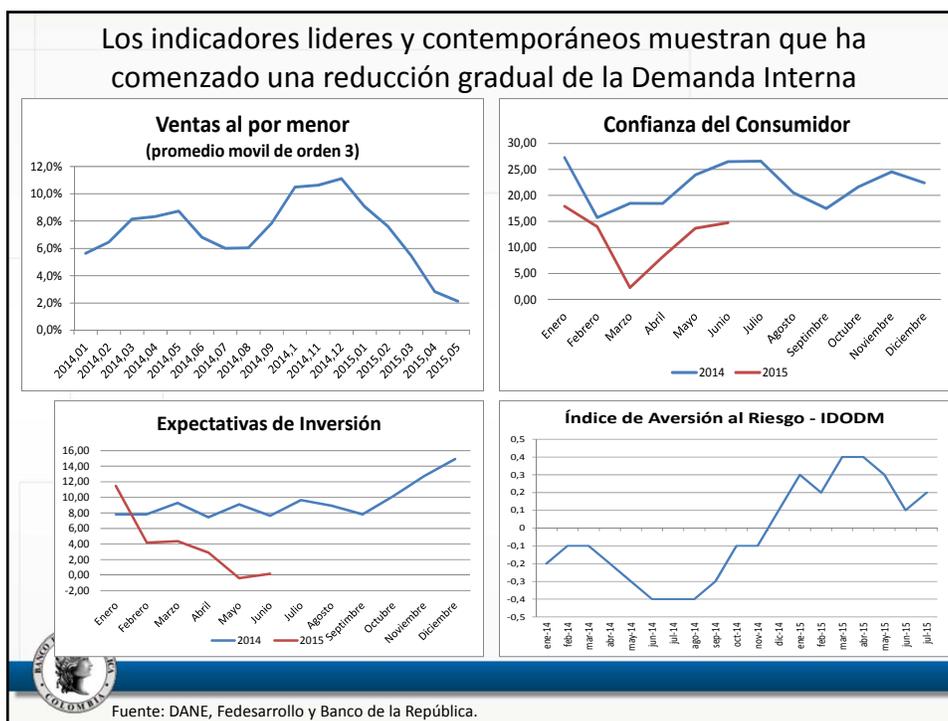
- La Capacidad de gasto o Demanda Interna depende de tres factores: Lo que esté dispuesto a prestarnos el resto del mundo, lo que vale lo que producimos en el país y los ingresos netos de nuestros nacionales fuera del país.
- El deterioro en los términos de intercambio y el alza en las tasas de interés externas reducen dos de estas variables.
- En la medida en que parte de estos choques son permanentes, la Economía requiere una reducción en el crecimiento del Gasto.



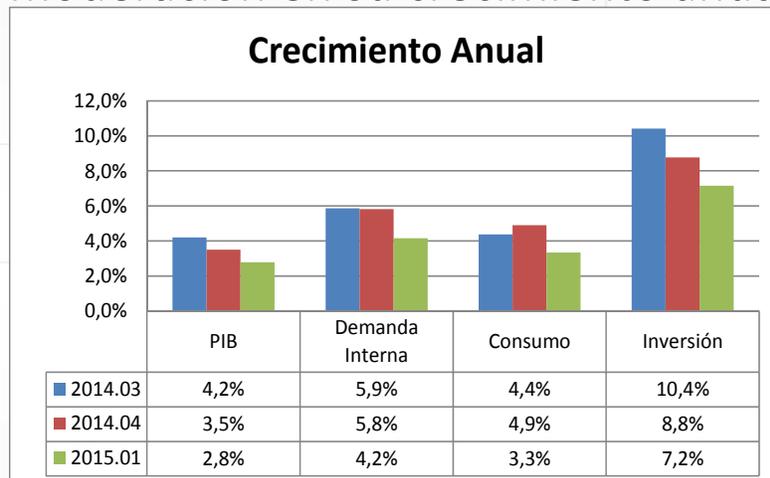
Para minimizar los costos del ajuste es necesario un buen funcionamiento del marco de política.

- Flotación.
 - Bajos descalces cambiarios.
 - Traspaso de devaluación a inflación moderado, que no afecte las expectativas.
- Inflación y proyecciones de inflación ancladas a la meta en el horizonte de política.
- Nivel adecuado de liquidez externa.



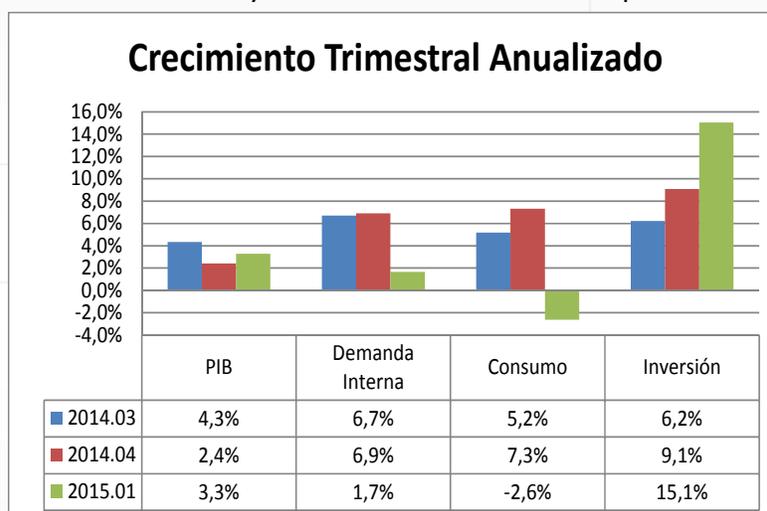


La demanda interna muestra una moderación en su crecimiento anual



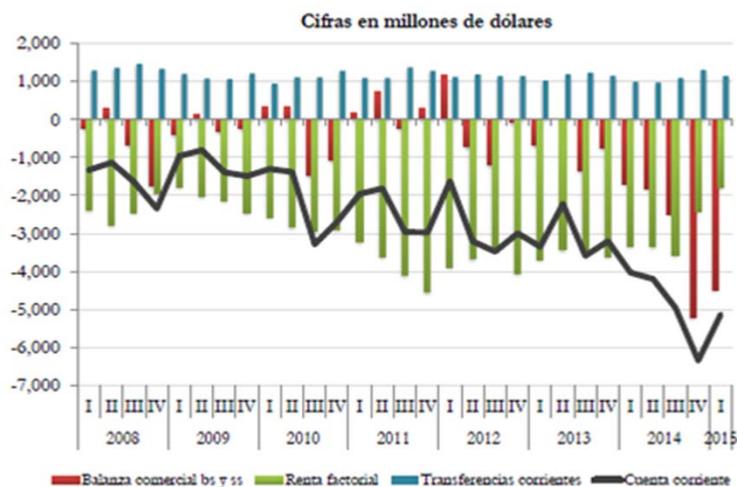
Fuente: DANE

El crecimiento anualizado del último trimestre muestra que la demanda interna ya comenzó a crecer menos que el PIB.



Fuente: DANE

Y el déficit de la Cuenta Corriente en Dólares se comenzó a ajustar.



Fuente: Banco de la República.

Agenda

- Los choques externos.
- El ajuste ante choques externos.
- **El crecimiento.**
- La devaluación.
- La Inflación.
- Reflexiones de política monetaria y cambiaria.

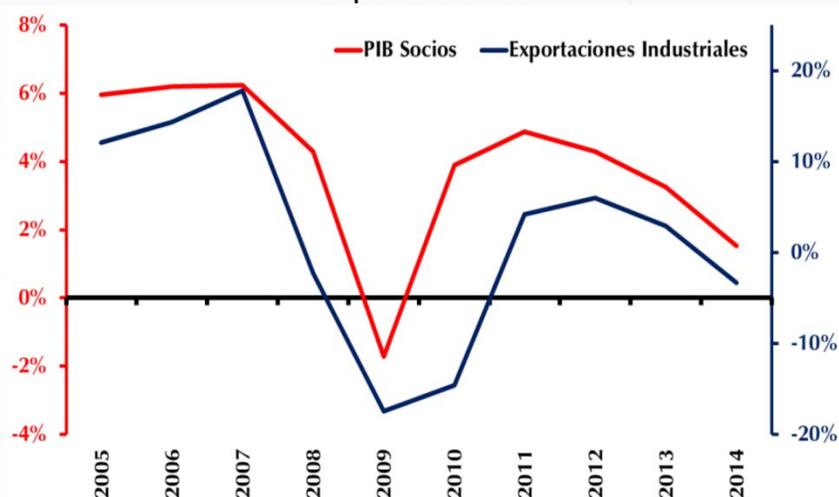


Crecimiento

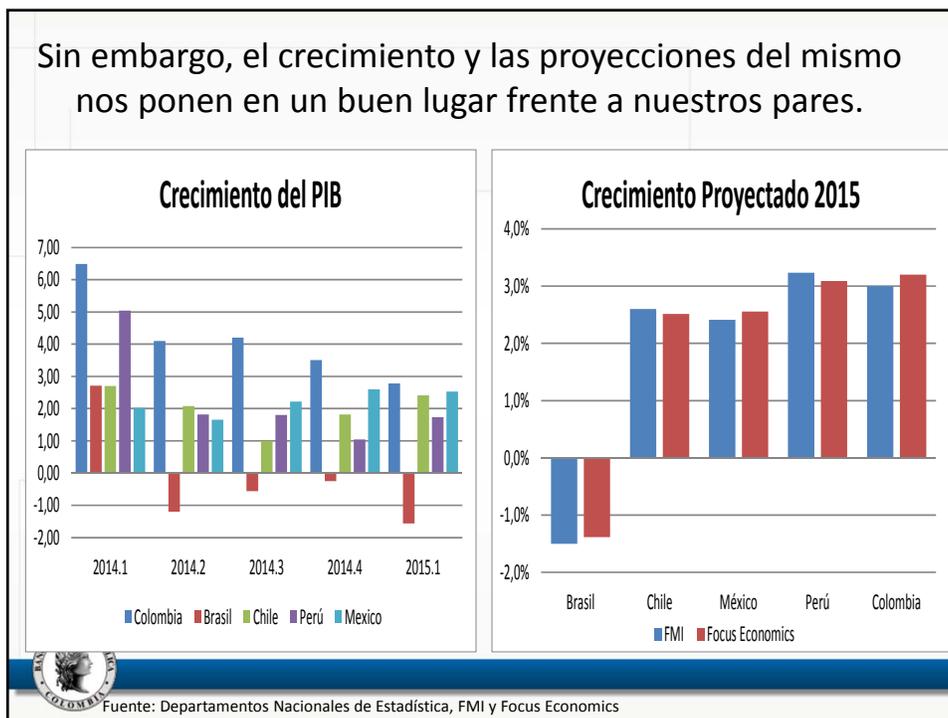
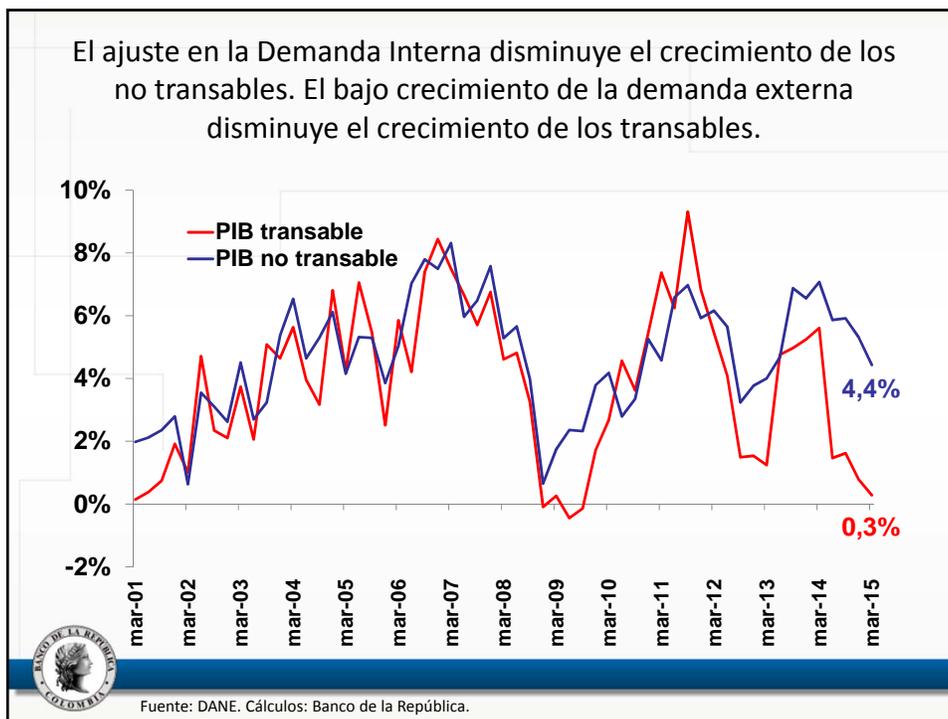
- Ante el ajuste de la Demanda Interna y el bajo dinamismo de los socios comerciales es muy probable que el crecimiento se desacelere.
- Sin embargo, el buen funcionamiento del marco de política y factores específicos de la economía colombiana han permitido que, hasta el momento, el proceso sea gradual.
- En estas condiciones el Equipo Técnico del BR proyecta una desaceleración del PIB y una Brecha del Producto negativa.



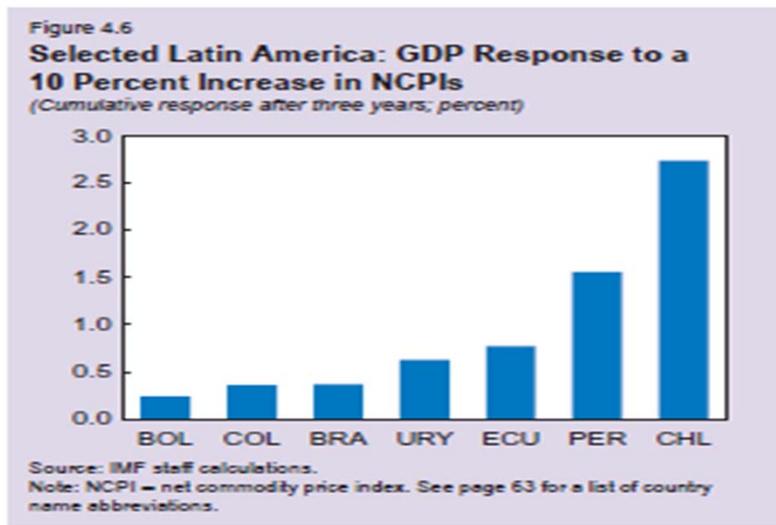
El bajo crecimiento de los socios comerciales ha afectado las exportaciones



Fuente: FMI y DANE. Cálculos: Banco de la República.



El choque de términos de Intercambio fue muy fuerte, pero la elasticidad del PIB a los términos de Intercambio puede ser menor que en la de otros países.



Tomado de: FMI, 2014, Regional Economic Outlook, Western Hemisphere

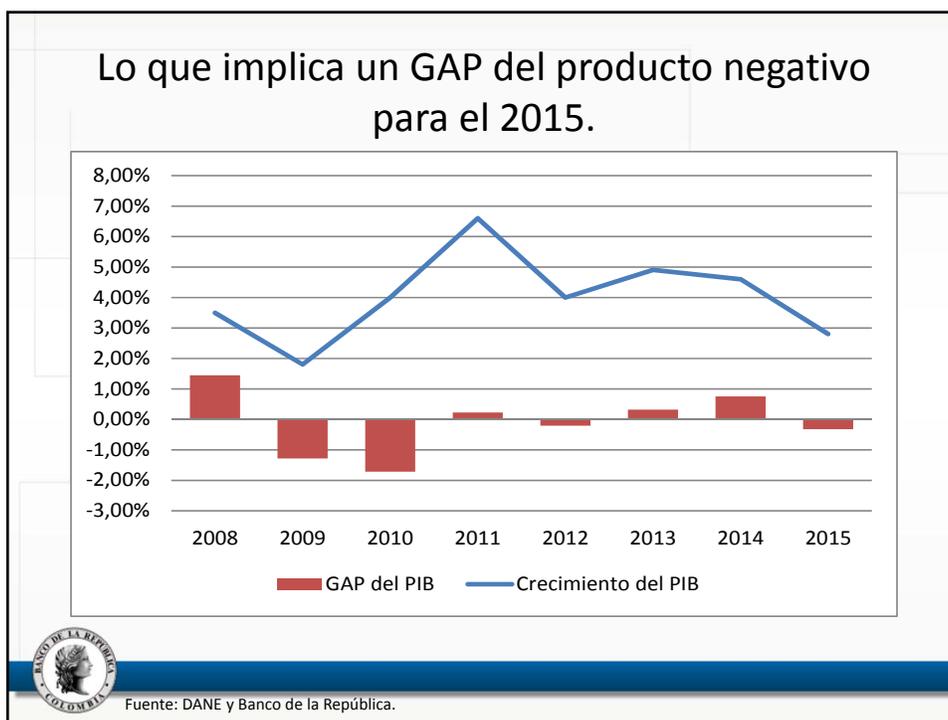
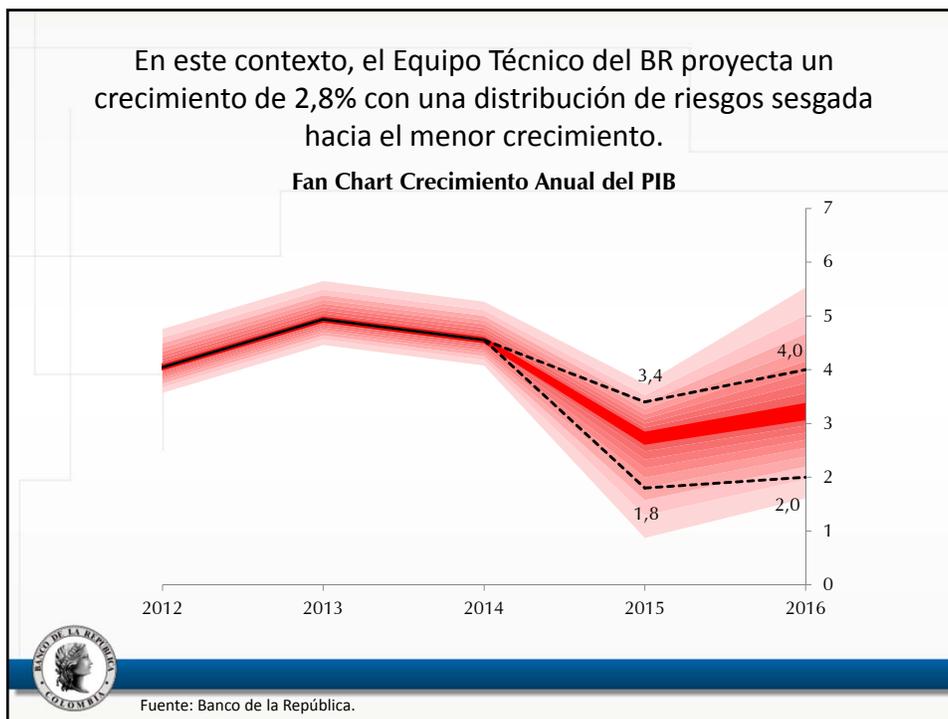
Hay condiciones iniciales favorables...

La tasa de inversión en bienes transables esta en máximos históricos, lo que facilita el ajuste del gasto sesgado hacia importaciones .

El mercado laboral ha mostrado una gran fortaleza y flexibilidad. Efectos de la Ley 1607 de 2012?



Fuente: DANE. Cálculos: Banco de la República.



Agenda

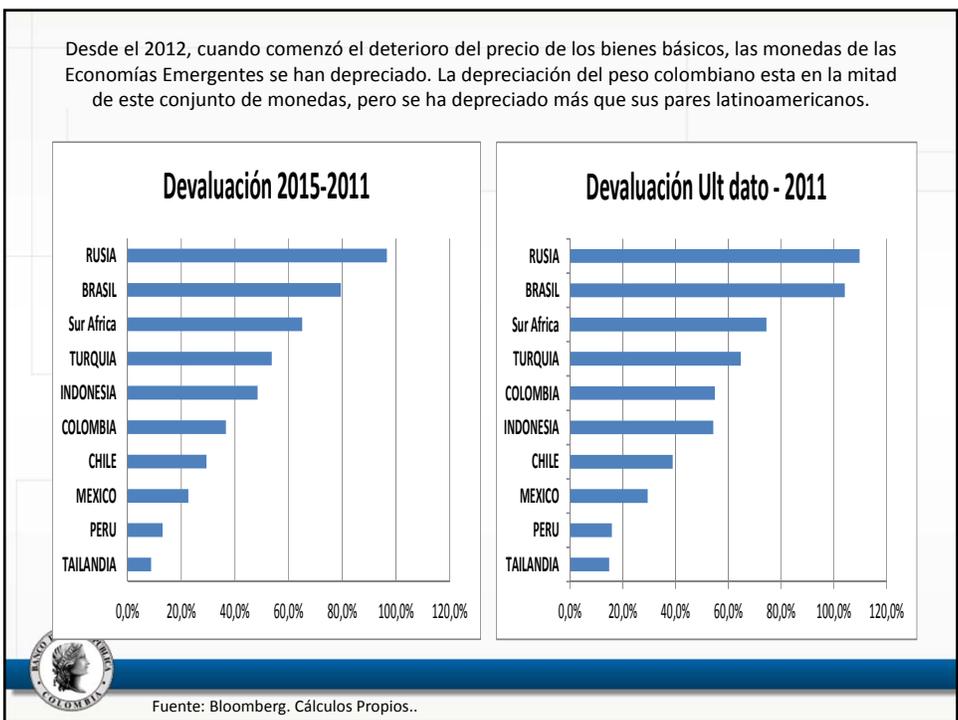
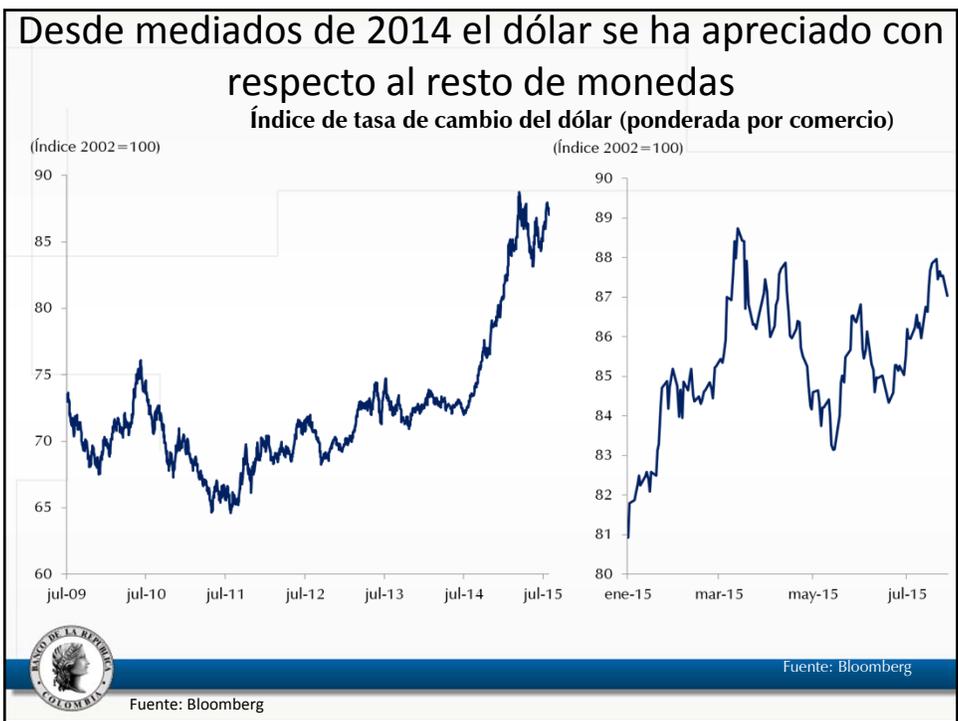
- Los choques externos.
- El ajuste ante choques externos.
- El crecimiento.
- **La devaluación.**
- La Inflación.
- Reflexiones de política monetaria y cambiaria.



La depreciación del tipo de cambio

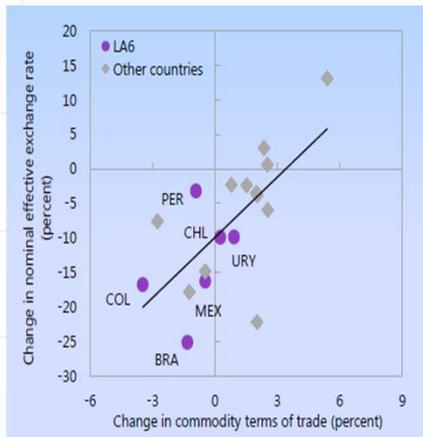
- Ante la inminencia del incremento en las tasas de intervención de la FED el dólar se ha apreciado con respecto al resto de monedas.
- El peso se ha depreciado en mayor medida, en línea con el ajuste en términos de intercambio. Lo que sería consistente con el Tipo de Cambio de Mediano Plazo si buena parte del fenómeno fuera permanente.
- El deterioro de los términos de intercambio y el déficit en Cuenta Corriente han aumentado las primas de riesgo. La devaluación en lo corrido del año ha respondido ante este incremento.



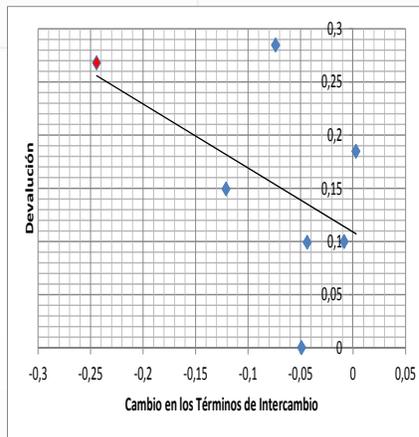


El comportamiento del peso es bien explicado por los Términos de Intercambio.

Términos de Intercambio y Revaluación del Dólar (2014-2011)



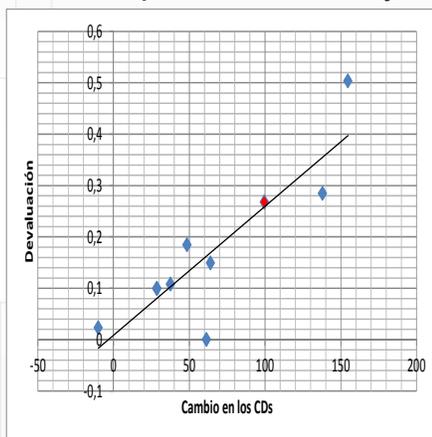
Términos de Intercambio y Devaluación (2015-2013). Colombia color Rojo.



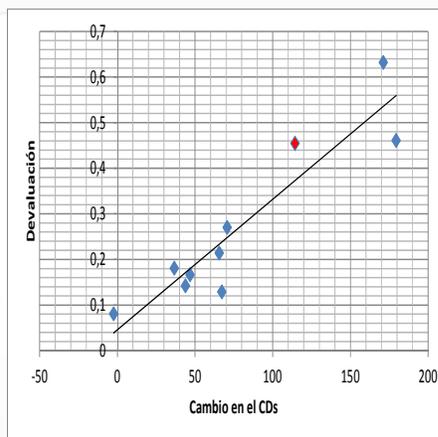
Tomado de: FMI."Outlook for Latin America and the Caribbean. Fuente: Bloomberg y Bancos Centrales. Cálculos: Banco de la República.

La devaluación también ha sido consistente con el incremento en los CDs

Devaluación y CDs (2015.08-2014.06). Colombia color Rojo.



Devaluación y CDs (2015.08.11-2014.06). Colombia color Rojo.



Fuente: Bloomberg. Cálculos Propios.

Agenda

- Los choques externos.
- El ajuste ante choques externos.
- El crecimiento.
- La devaluación.
- **La Inflación.**
- Reflexiones de política monetaria y cambiaria.

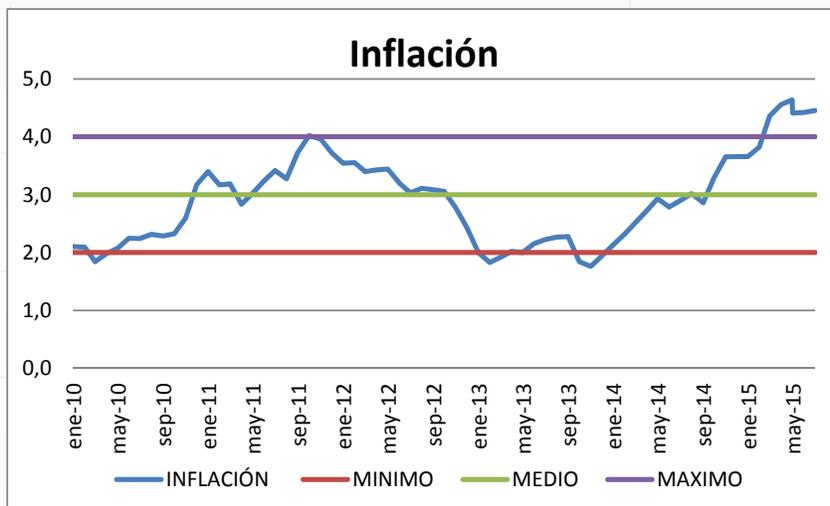


Inflación

- La Inflación se ha acelerado y supera el rango meta establecido por el Banco de la República.
- El índice de inflación ha sido afectado por dos choques que, en principio, son transitorios para la inflación. Un choque transitorio de oferta de alimentos y el cambio en el precio relativo de los bienes transables.
- Las expectativas de inflación están ancladas a la meta y la brecha del producto negativa ejerce una presión deflacionaria.



Durante la mayor parte de 2015 la inflación ha estado por encima del rango meta.

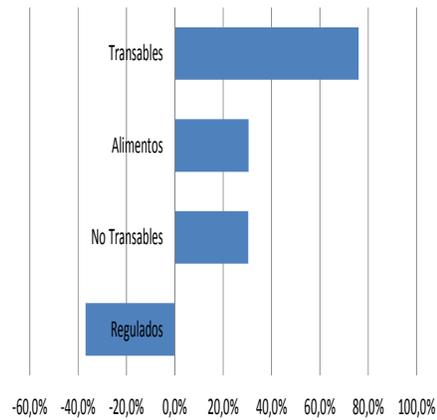


Fuente: DANE



Las dos sub-canastas que más contribuyen al incremento en la inflación son Transables y Alimentos. Los alimentos comenzaron a moderar sus alzas desde Mayo.

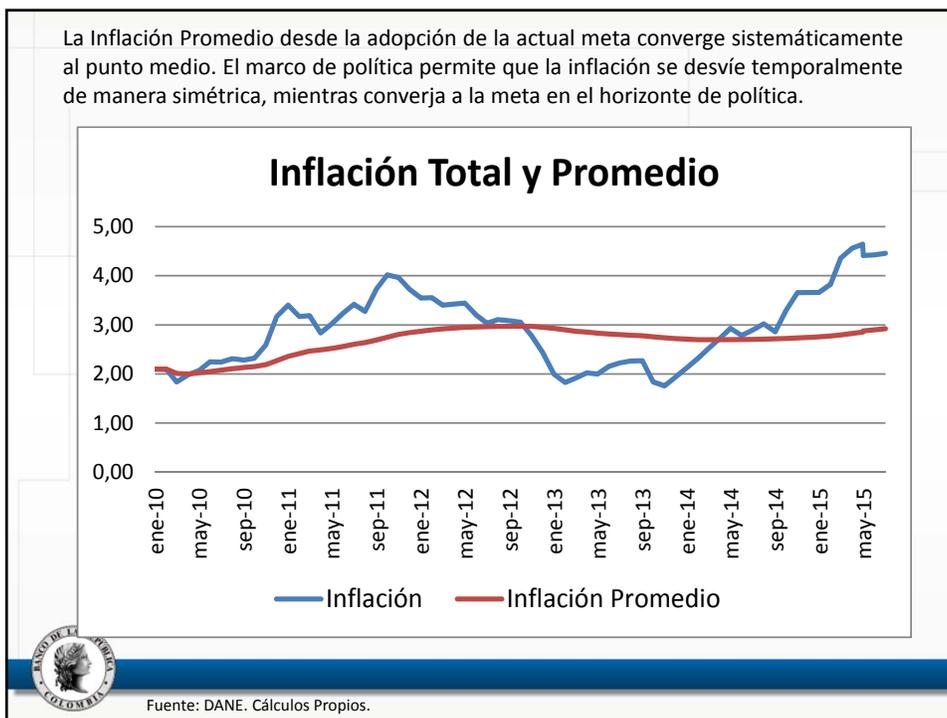
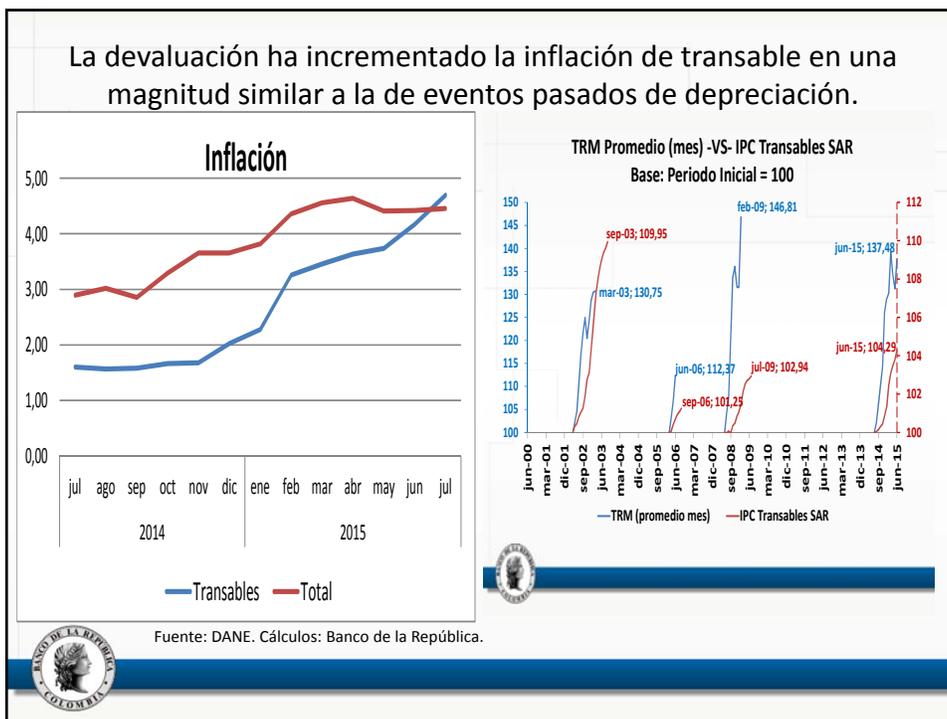
Contribución al incremento en la inflación



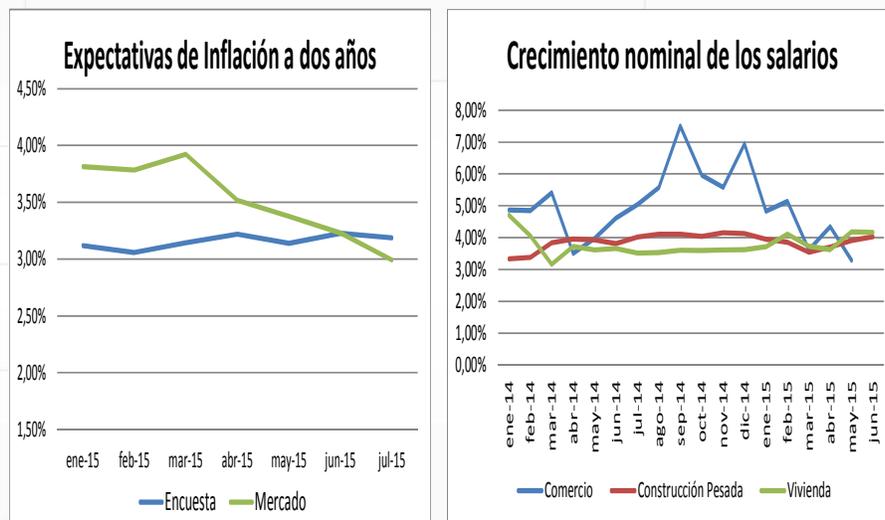
Inflación



Fuente: DANE. Cálculos: Banco de la República.

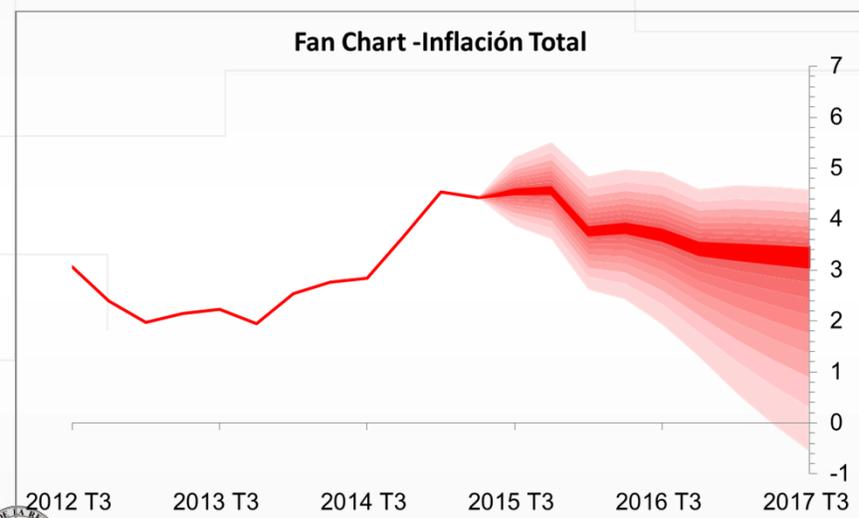


En esta ocasión, este proceso es posible gracias al anclaje de las expectativas de inflación que se refleja también en el incremento en los salarios.



Fuente: DANE y Banco de la República.

Las proyecciones del Equipo Técnico del BR señalan una convergencia hacia la Meta de Inflación en 2016 y 2017.



Fuente: Banco de la República.

Agenda

- Los choques externos.
- El ajuste ante choques externos.
- El crecimiento.
- La devaluación.
- La Inflación.
- **Reflexiones de política monetaria y cambiaria.**

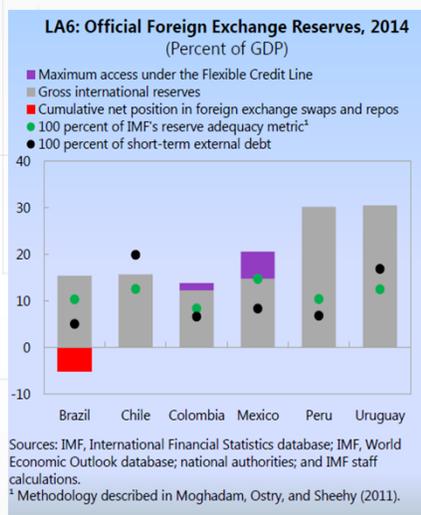


Reflexiones de Política Monetaria

- La política monetaria está bajo presión por la ocurrencia simultánea de dos cambios estructurales en las condiciones externas (precios de bienes básicos y política monetaria en E.E.U.U.)
- El carácter permanente de buena parte de estos cambios y las condiciones iniciales de la balanza de pagos restringen la capacidad de tener una política contracíclica.
- El buen anclaje de las expectativas de inflación y el efecto esperado del GAP del producto sobre los precios han permitido mantener la postura monetaria, evitando dar un sesgo procíclico a la política.



Reflexiones de política cambiaria



- La flotación cambiaria es el primer instrumento de reacción frente a choques externos.
- Colombia tiene un acervo adecuado de reservas, que le permite intervenir cuando las circunstancias lo requieran.

Reflexiones de Política cambiaria

- Para que la intervención cambiaria sea efectiva y eficiente en términos de bienestar se debe hacer cuando hay desalineamientos evidentes del tipo de cambio y existe evidencia que la escasez de divisas está causando desanclaje en las expectativas de inflación, sobre ajuste en el precio de los activos o poniendo en riesgo la estabilidad financiera.

