



*Banco de la República*  
*Colombia*

# INFORME SOBRE POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

José Darío Uribe

Gerente Técnico – Banco de la República



# Contenido

- I. Preliminares
- II. Situación actual y perspectivas del crecimiento del PIB
- III. Situación actual y perspectivas de inflación
- IV. Conclusión: Política monetaria y cambiaria



# I. PRELIMINARES



# A. Estrategia Monetaria

- Los objetivos de la política monetaria son:
  - La inflación
  - La desviación del producto alrededor de su tendencia de largo plazo.



Sin embargo, como existen rezagos, largos y variables, entre la acción del Banco Central y su efecto sobre la inflación y la brecha del producto, la forma de actuar es fijando la tasa de interés de intervención en un nivel tal que los pronósticos de inflación y de brecha del producto se dirijan hacia la meta cuantitativa de inflación y cero, respectivamente.



## B. Tasa de Cambio

### DEFINICIÓN

- La tasa de cambio nominal es el precio de una moneda –por ejemplo el dólar – en términos de otra moneda – por ejemplo el peso colombiano.



# Implicaciones

1. Existen muchas tasas de cambio (TC), no una sola.
2. La TC es un precio relativo entre dos (o más) monedas. Cualquier evento que afecte el valor de una moneda afectará la tasa de cambio de esa moneda con relación a las otras.

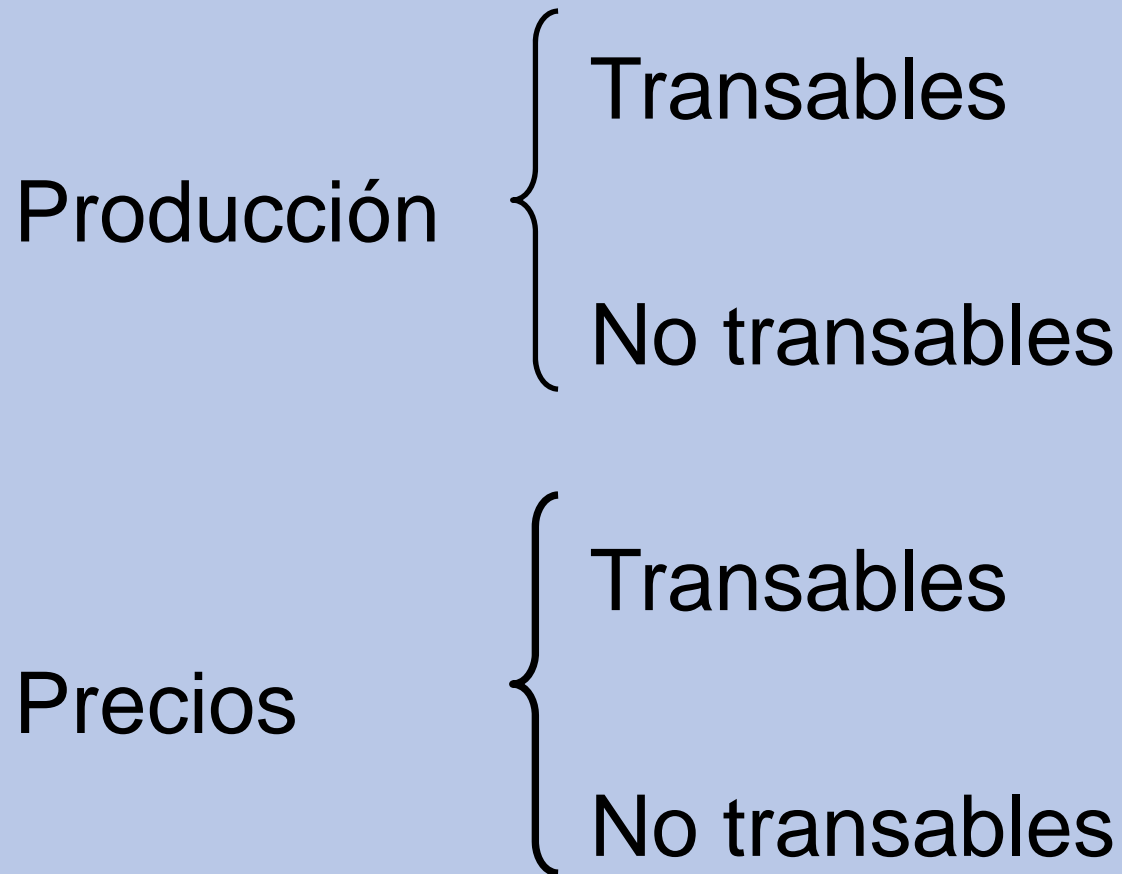


3. Variaciones de la TC pueden reflejar modificaciones efectivas o esperadas de la política económica de Colombia, Estados Unidos, o los dos países.
4. La TC es el precio de un activo, por lo cual se ve afectada por las expectativas de los inversionistas sobre su valor futuro. A su vez, las expectativas están basadas en información.





# C. Dos Sectores





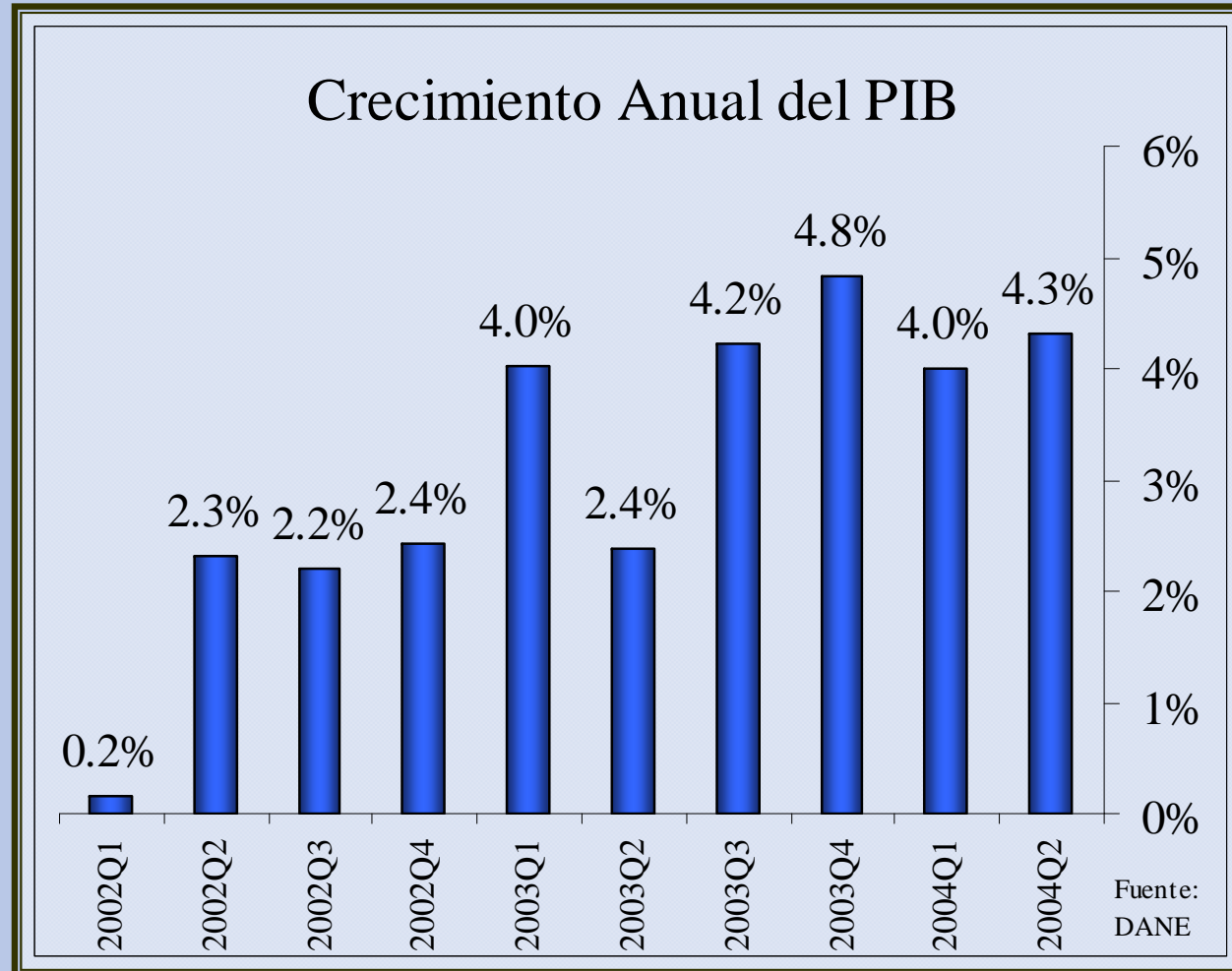
## II. SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DEL PIB



# A. SITUACIÓN ACTUAL

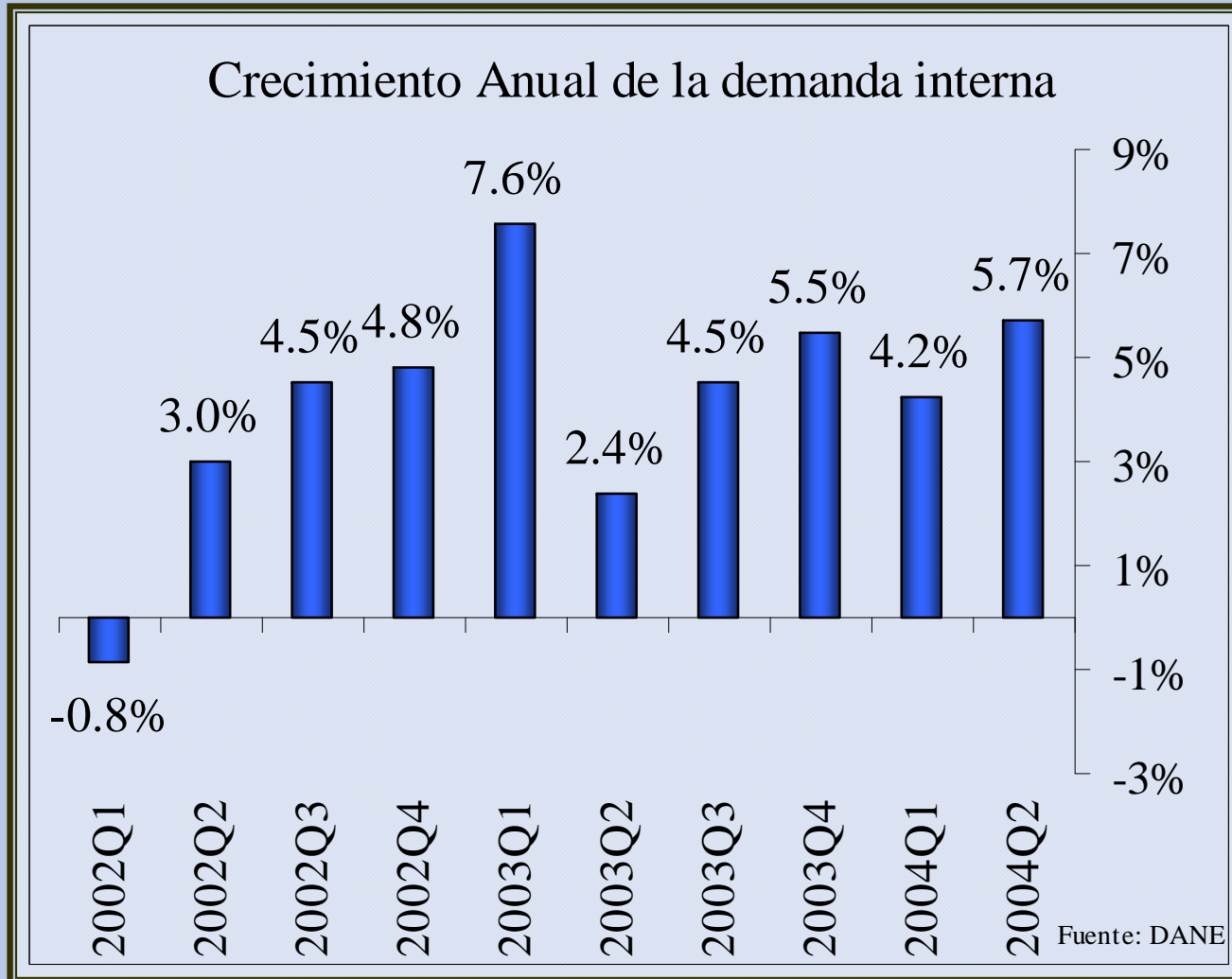


# El crecimiento económico se aceleró en el segundo trimestre...



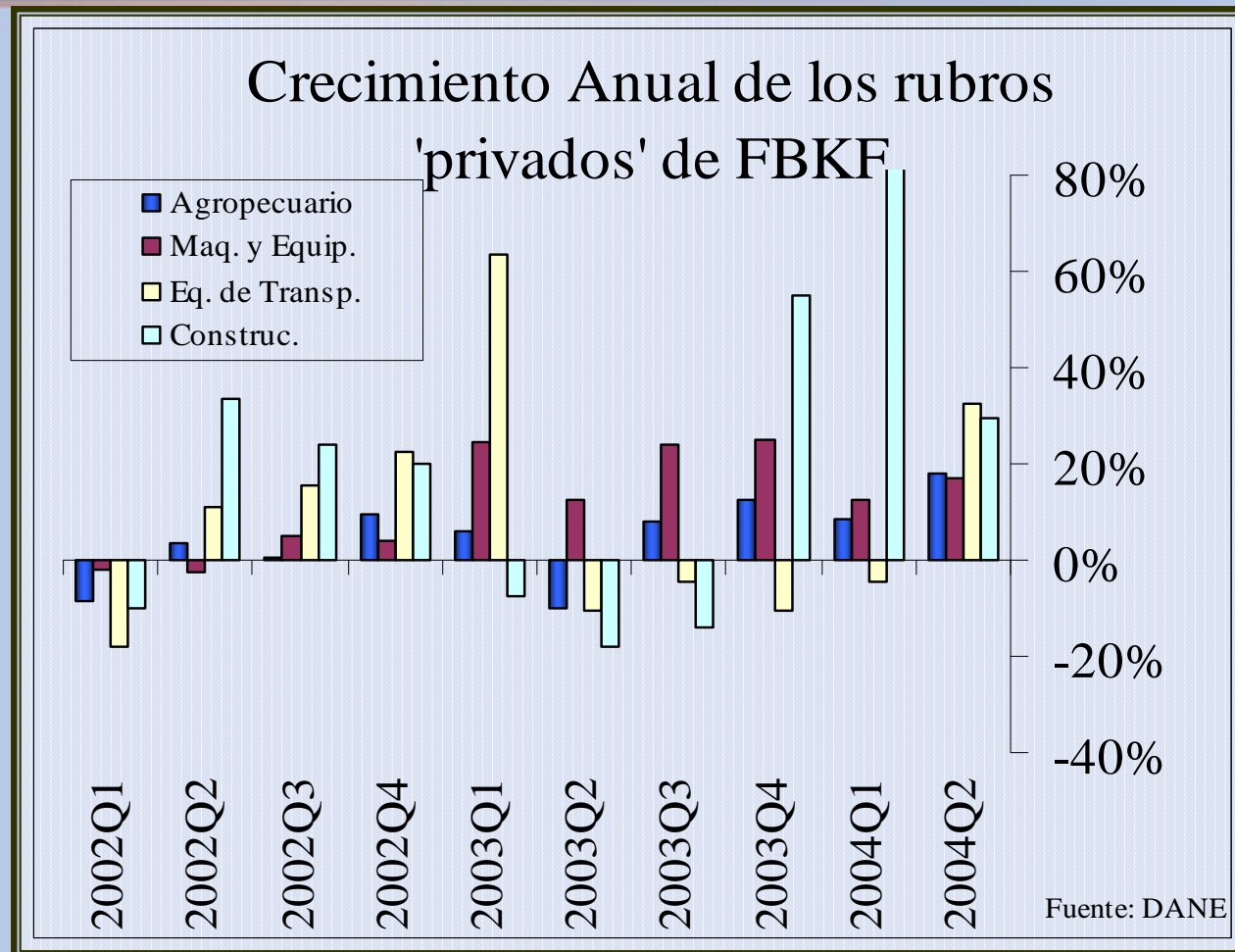


# ...impulsado por el dinamismo de la demanda interna





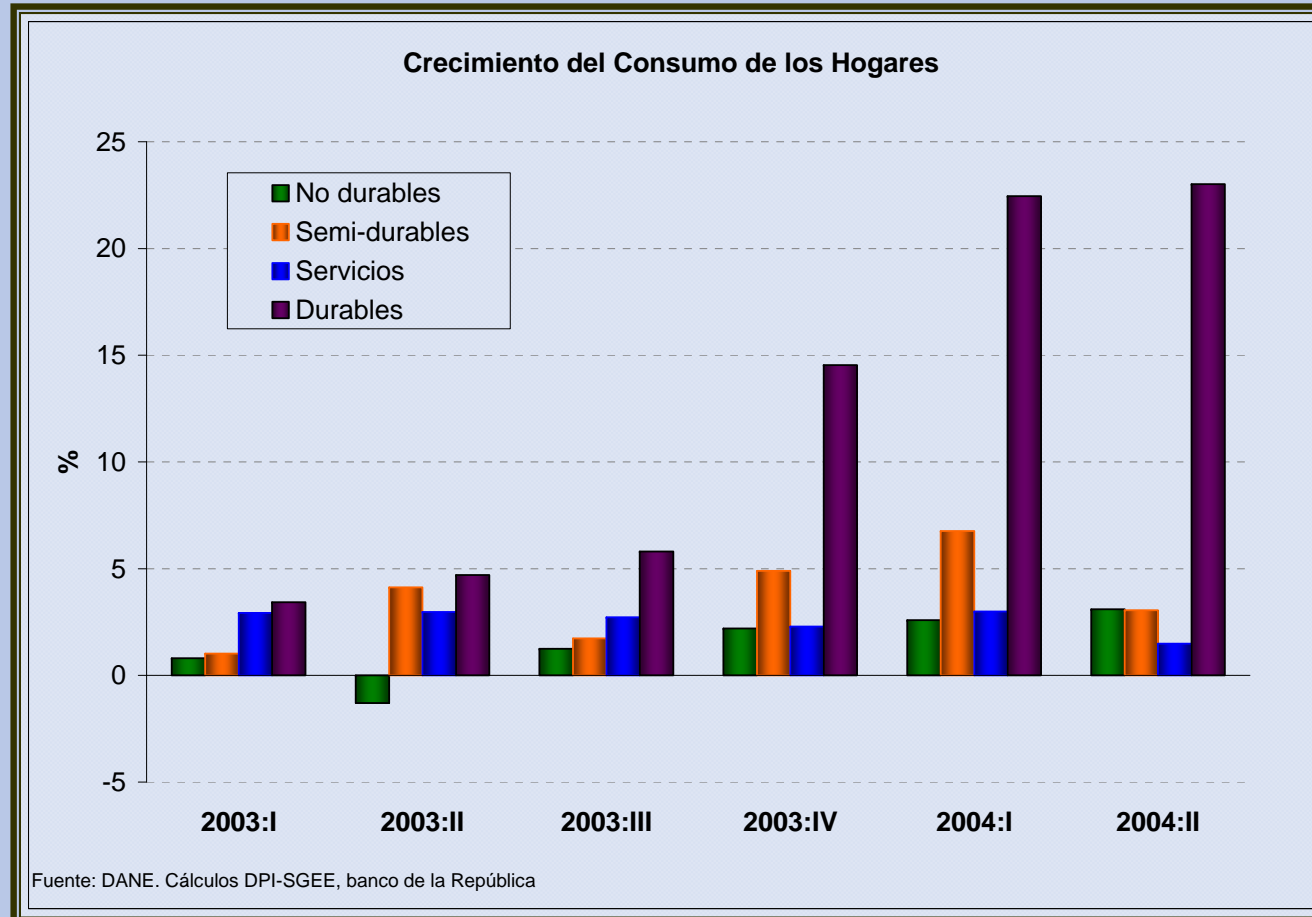
## En especial, de la inversión privada en construcción



Aunque también ha sido alta la inversión en maquinaria y equipo y equipo de transporte



# Y del consumo de bienes durables que crece a tasas excepcionalmente altas



Fenómeno común a los procesos de recuperación de las economías



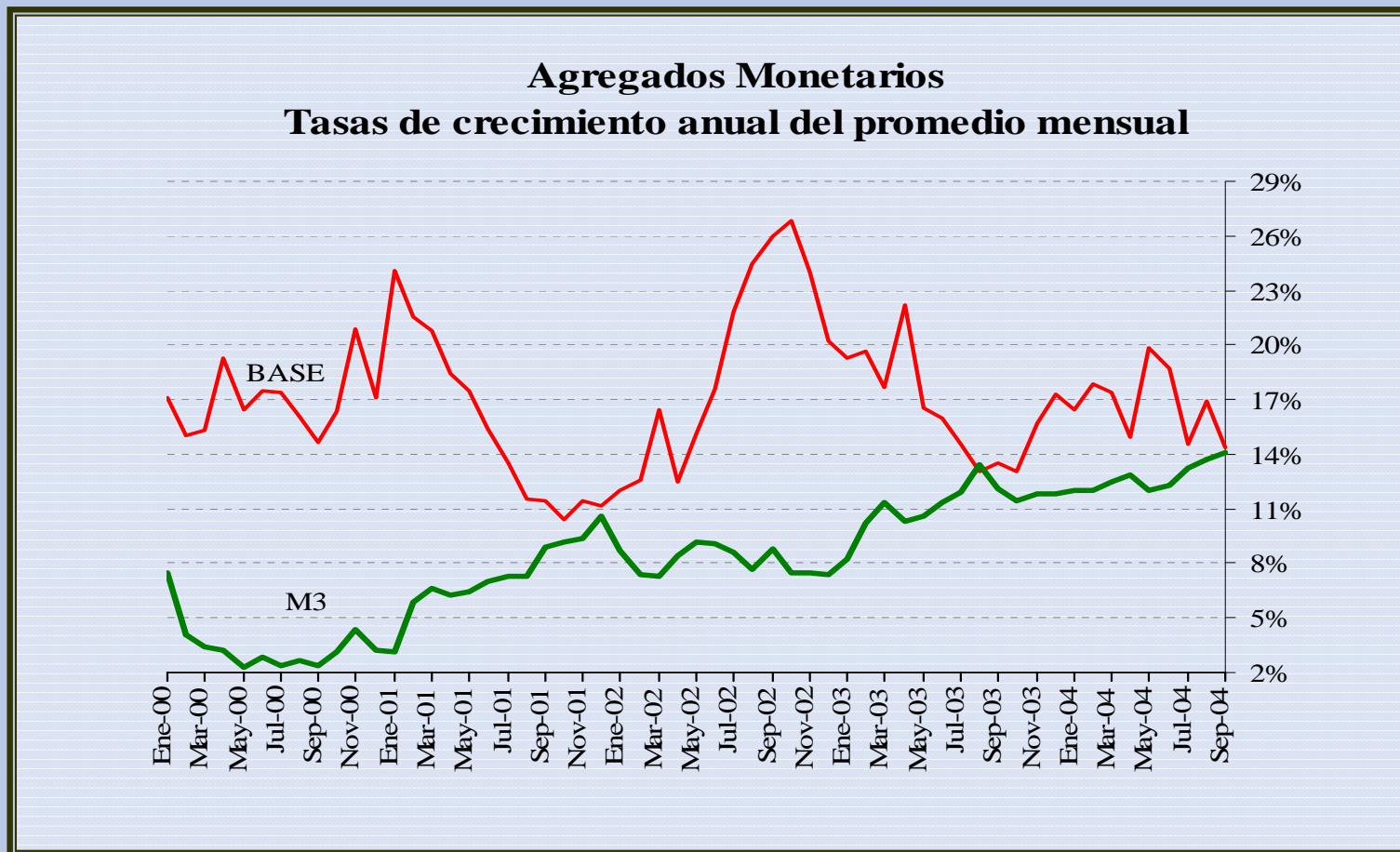
# **Fuentes de recuperación del crecimiento del PIB**

- 1. Política Monetaria**
- 2. Confianza**
- 3. Ingreso disponible**





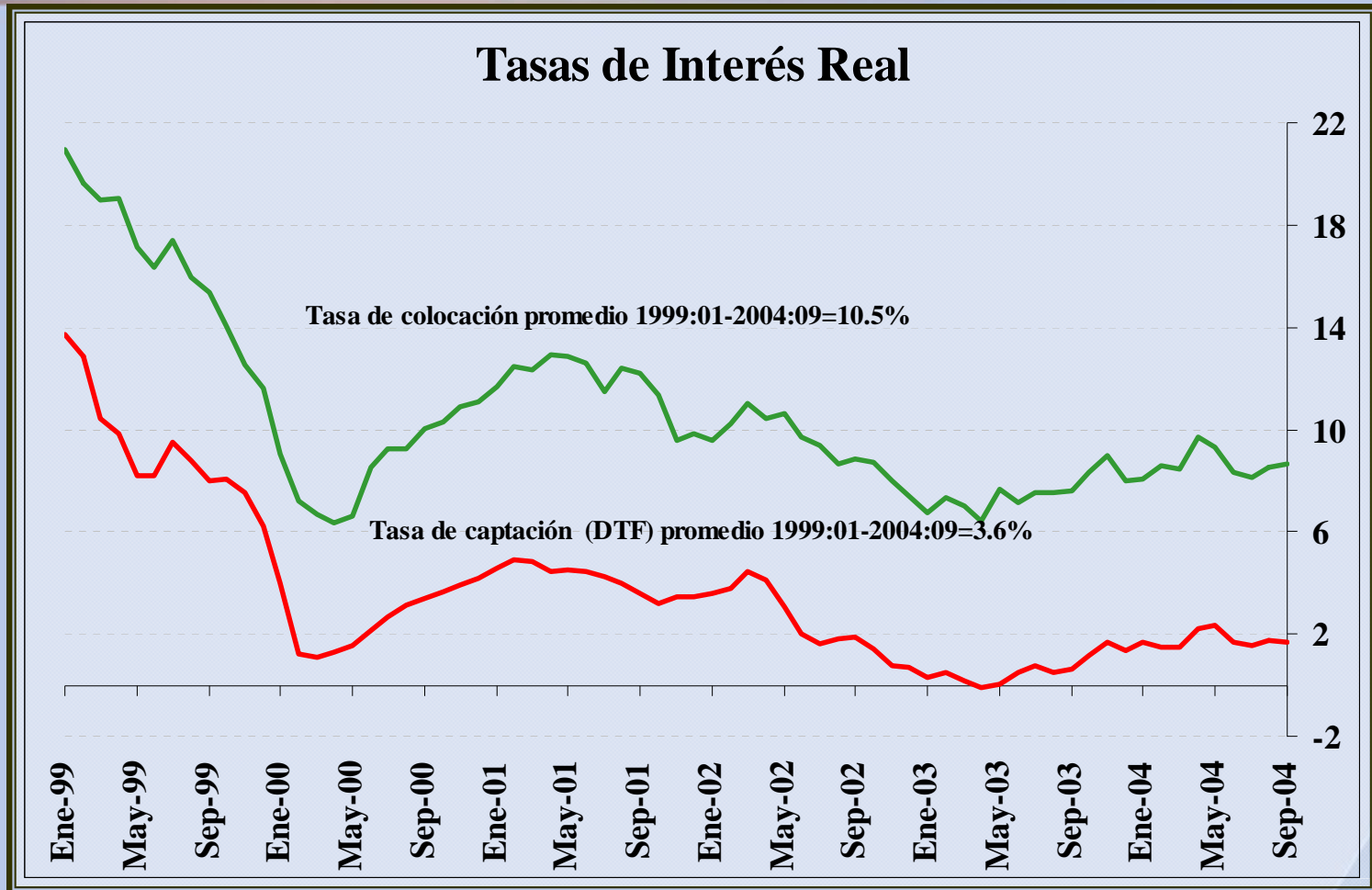
# 1. Liquidez abundante



...con una base monetaria creciendo los últimos 5 años por encima del PIB nominal



# Y un periodo prolongado de bajas tasas reales de interés

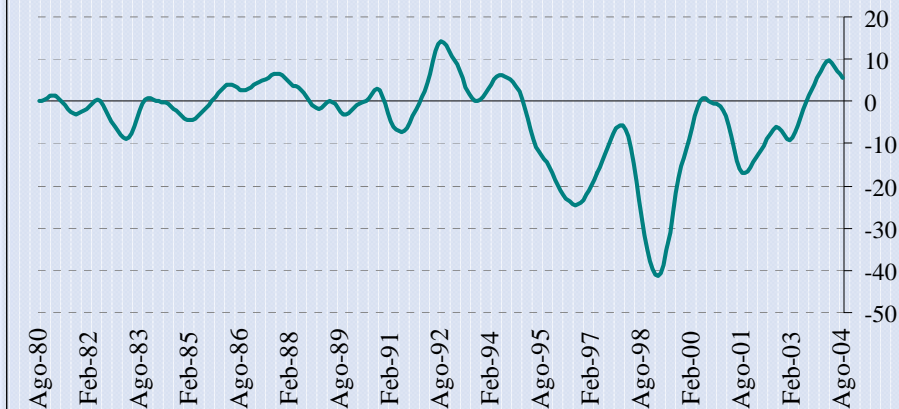


Lo cual ha impulsado la inversión en vivienda y el consumo de bienes durables (muy sensitivos a tasas de interés).



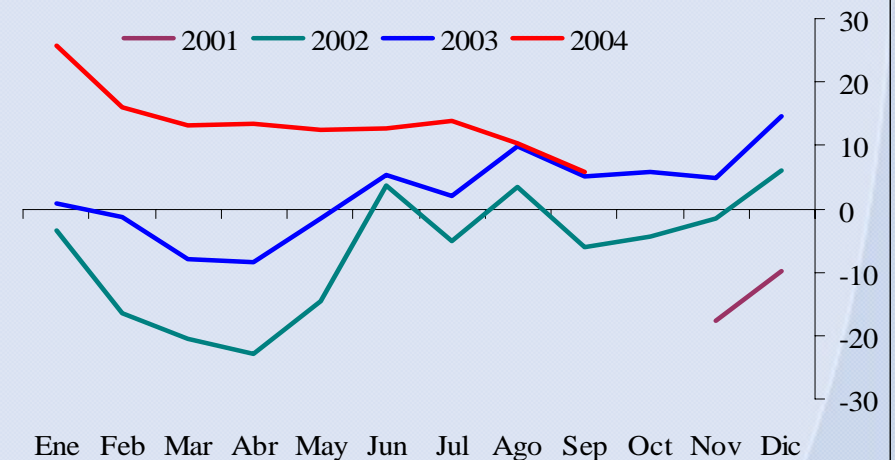
## 2. Mejora en el nivel de confianza de los empresarios y consumidores

**Indicador de Confianza de la Industria**  
(Componente tendencial)



Fuente: Fedesarrollo y SGEE

**Indice de Confianza del Consumidor**

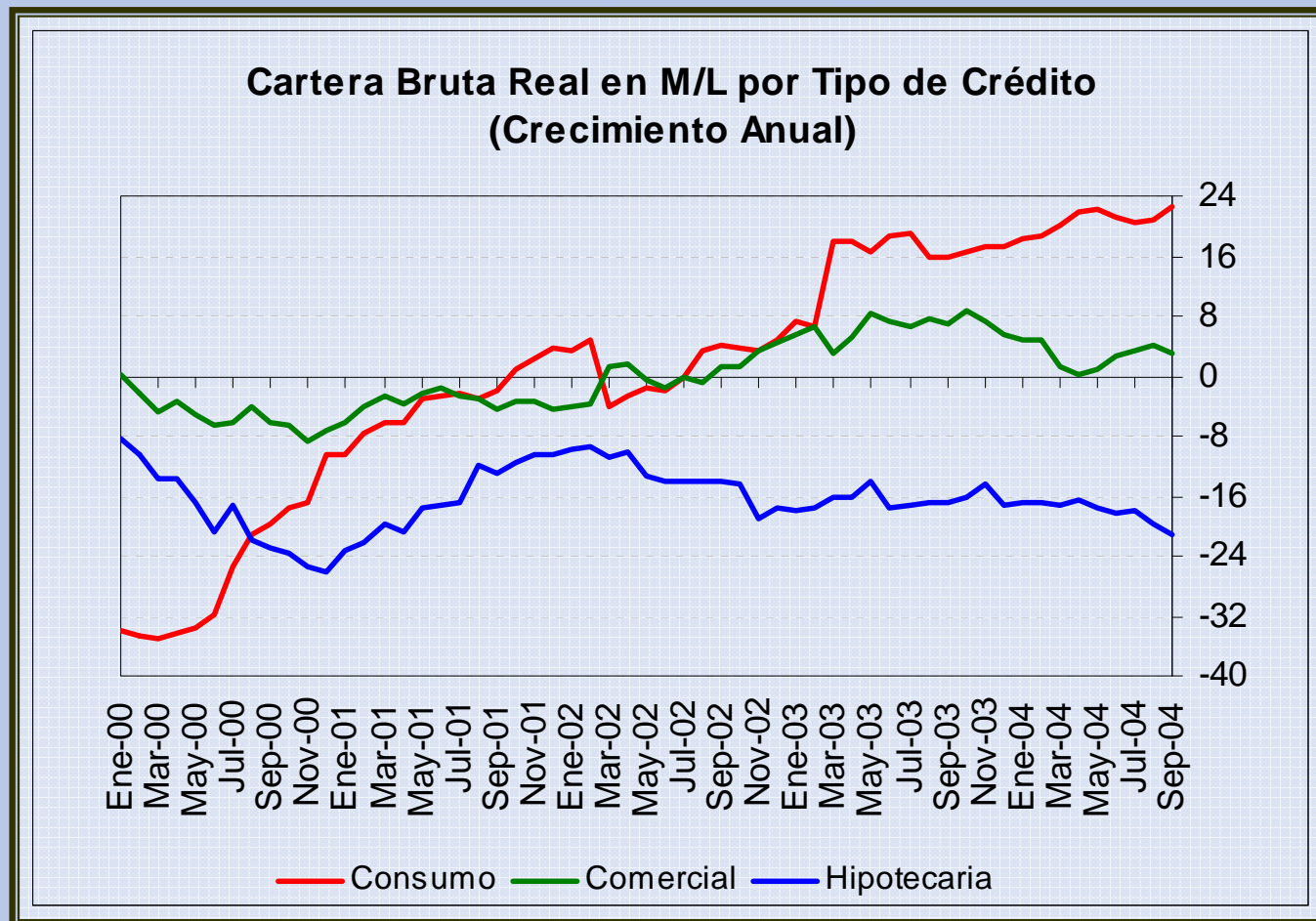


Fuente: Fedesarrollo

Lo cual los hace más optimistas sobre la durabilidad de la recuperación



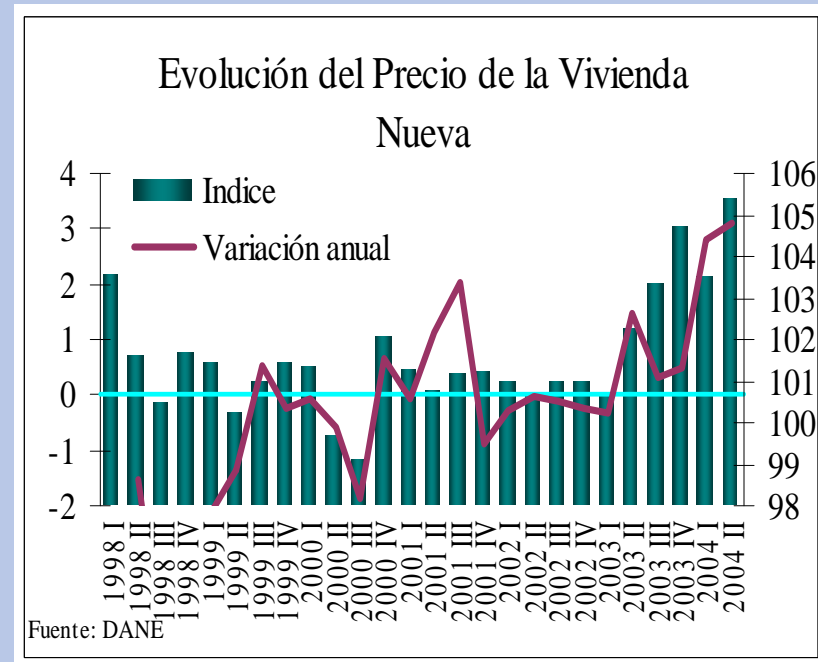
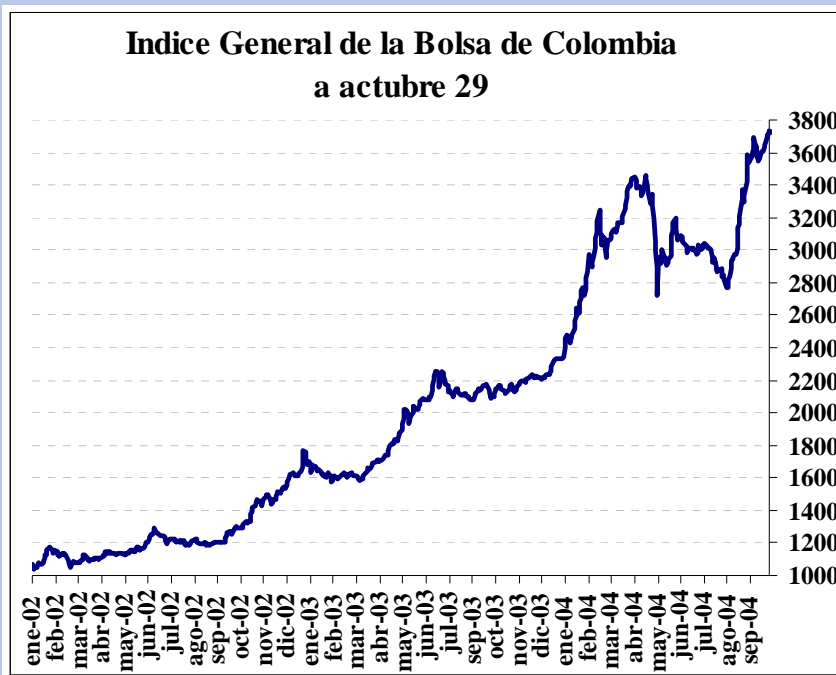
## Con confianza y una política monetaria amplia el crédito de consumo crece a tasas altas



...y supera el de las empresas (que se financian con las utilidades, crédito externo y bonos)



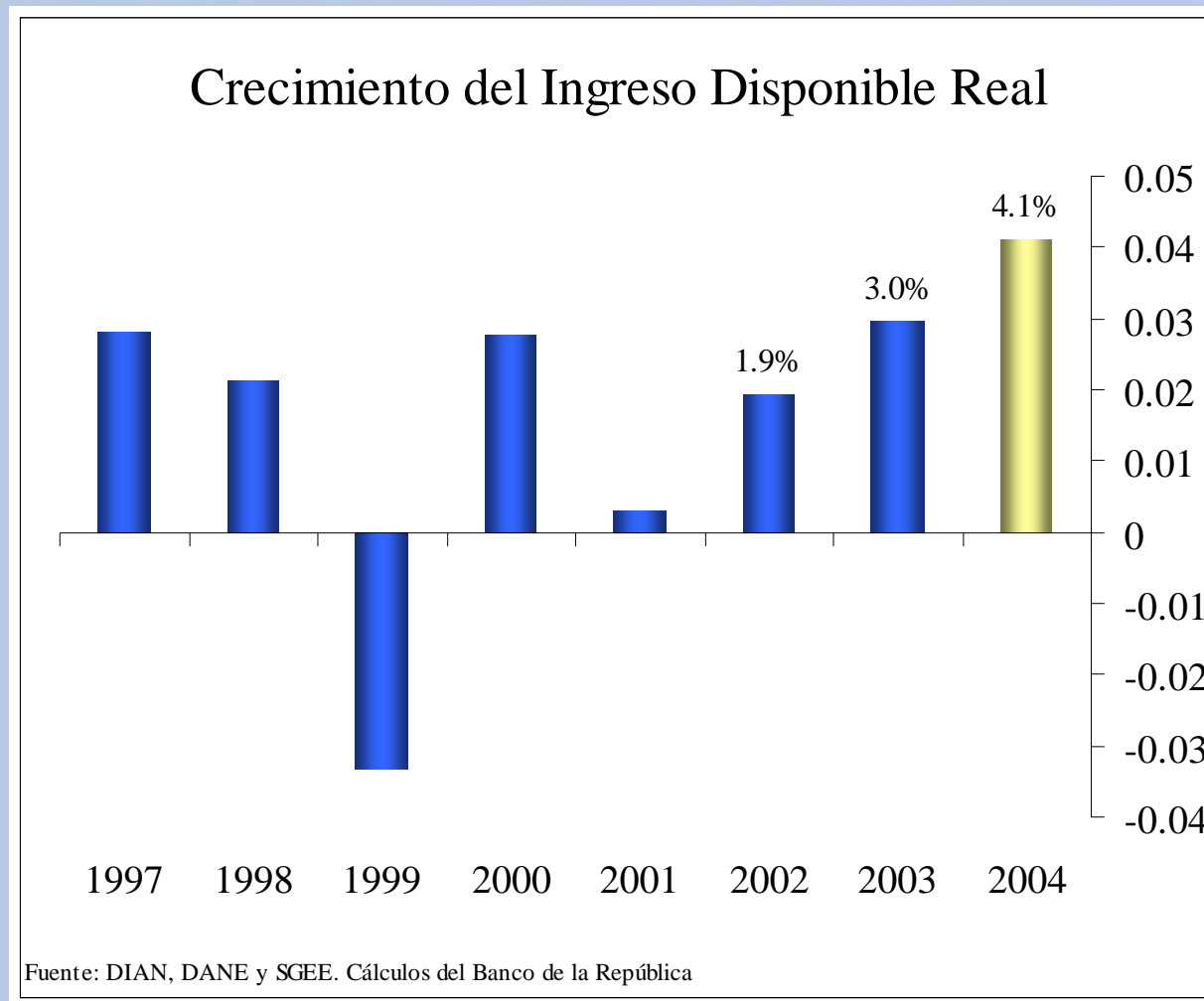
# Además, los precios de los activos se recuperan



Lo cual tiene un efecto riqueza positivo



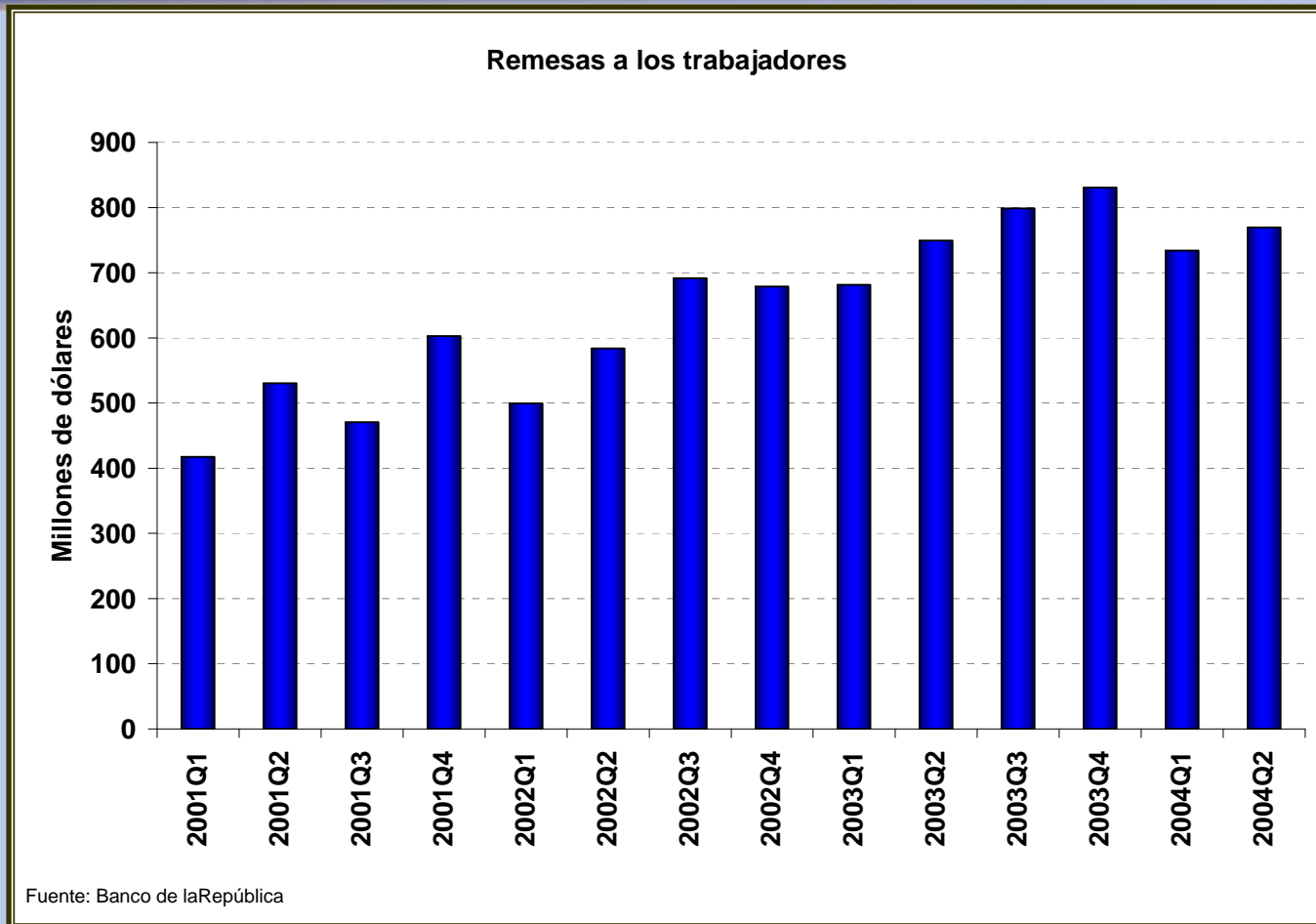
### 3. El mayor crecimiento del ingreso disponible



...A pesar de las sucesivas reformas tributarias



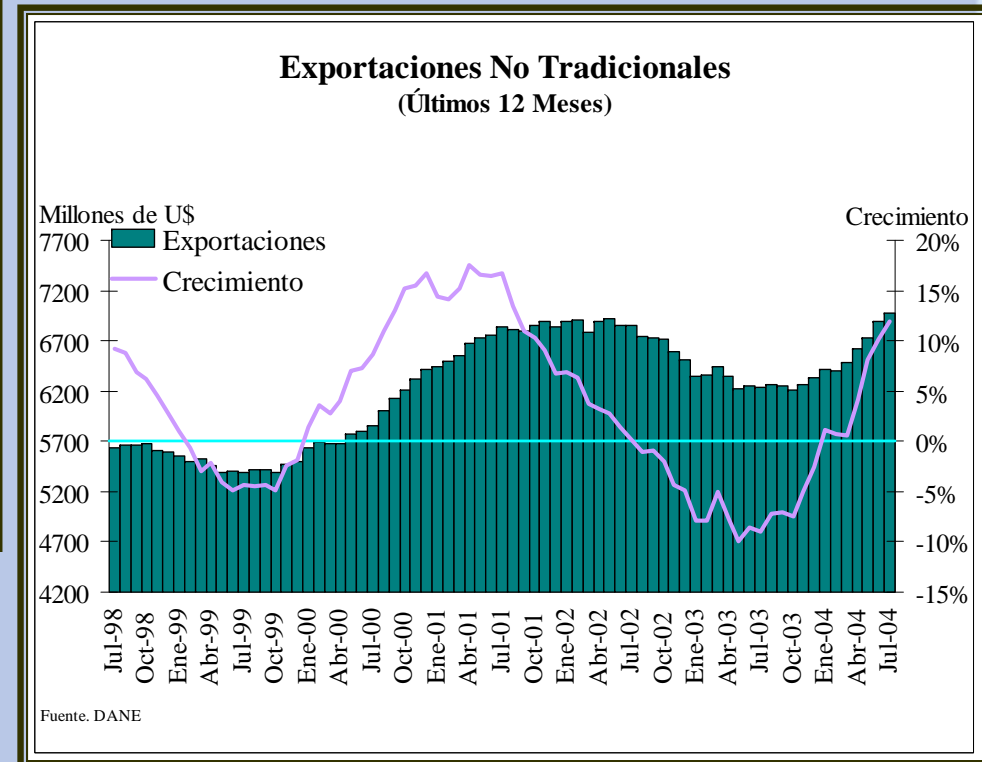
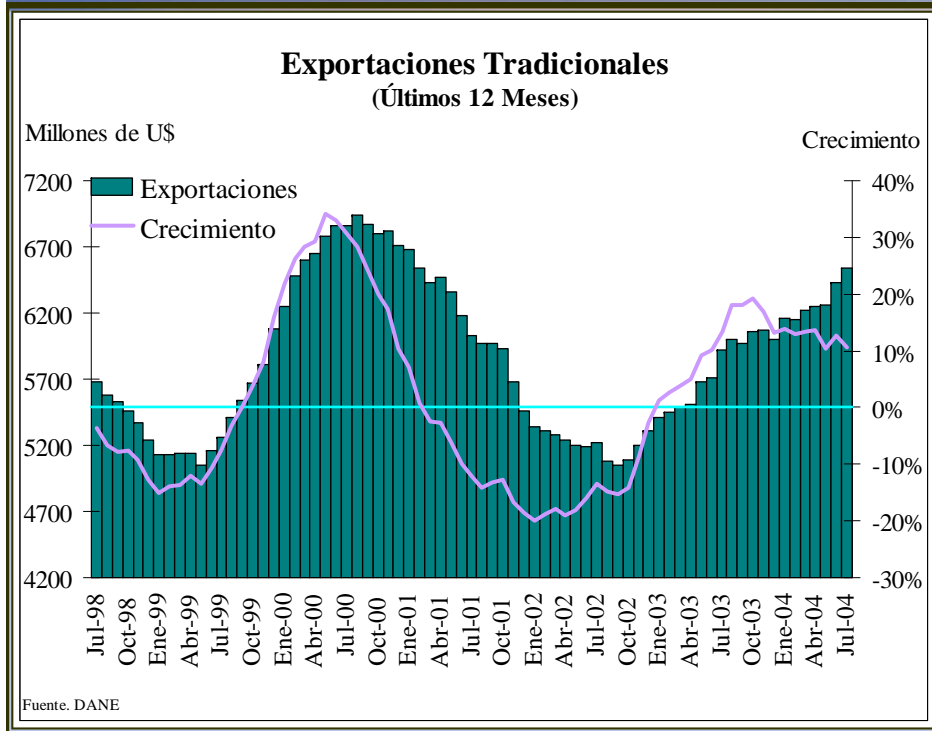
# En parte, por choques externos positivos



Como el aumento de las remesas de los trabajadores



# Y el mayor dinamismo de las exportaciones



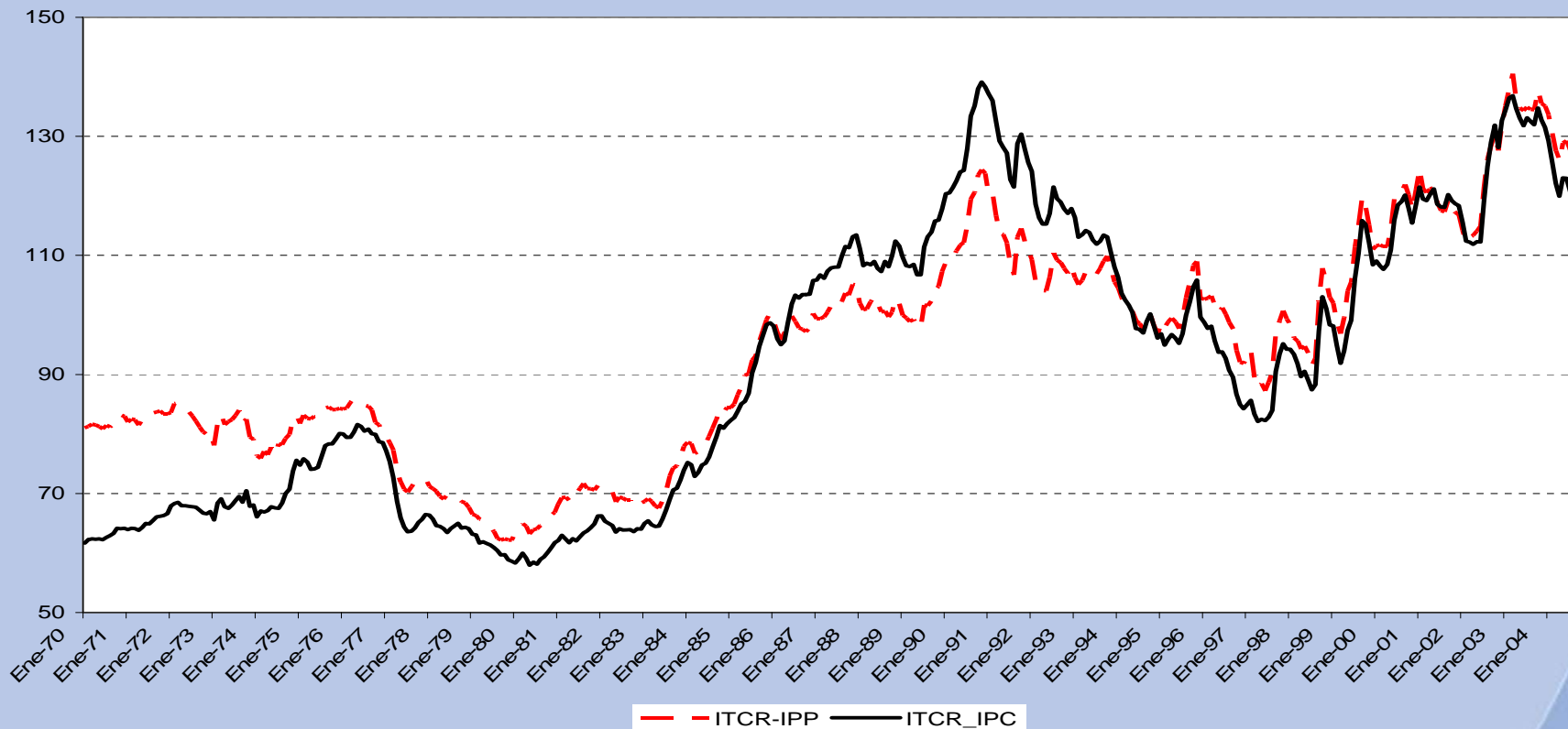
Por mejora en los precios internacionales y recuperación de la economía mundial





# Que han contrarrestado el efecto de la revaluación

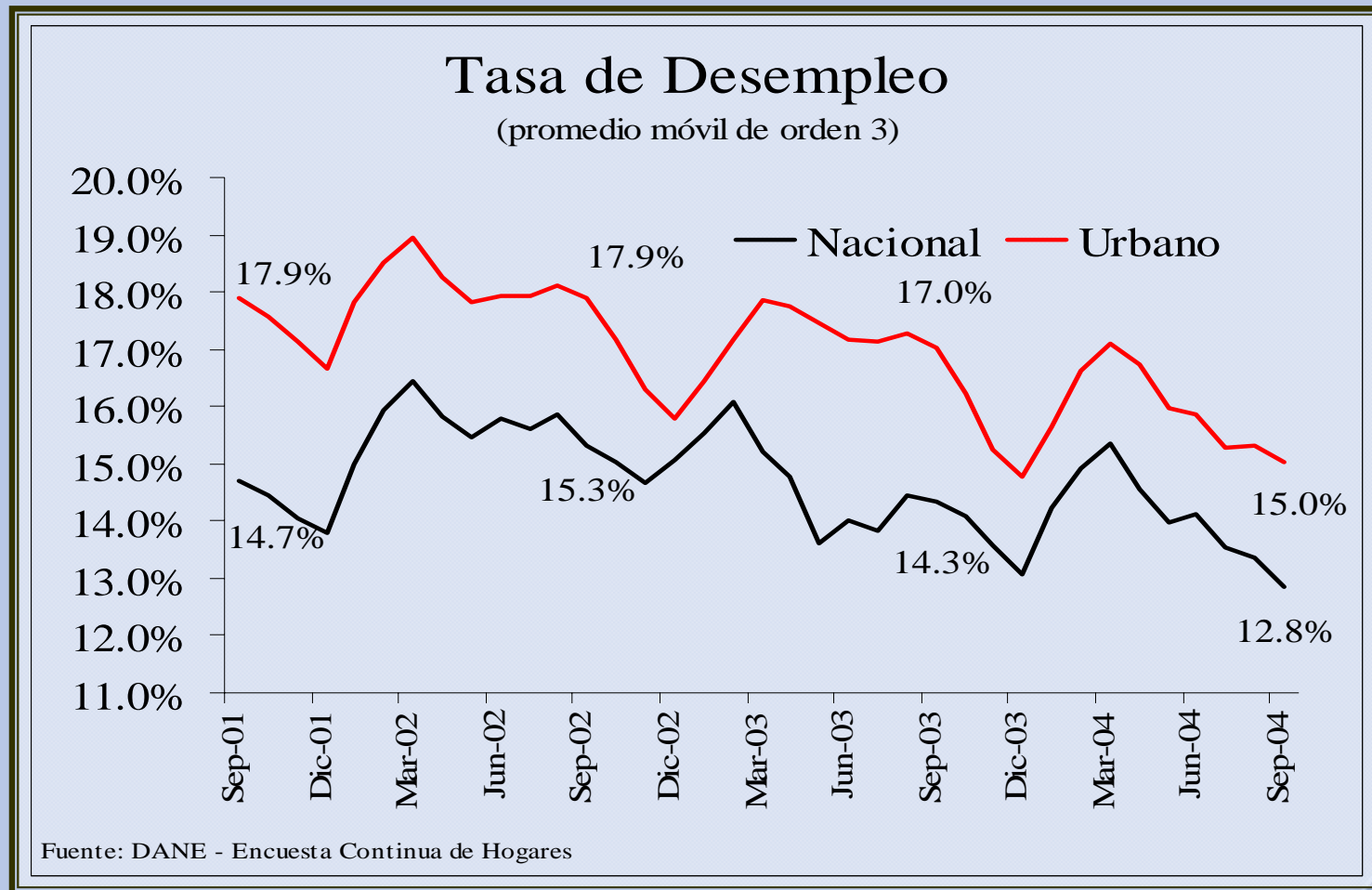
INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL CON PONDERACIONES TOTALES  
PROMEDIO GEOMÉTRICO 1994 = 100



Moderada, en promedio, pero golpea fuerte las utilidades de algunas empresas o sectores



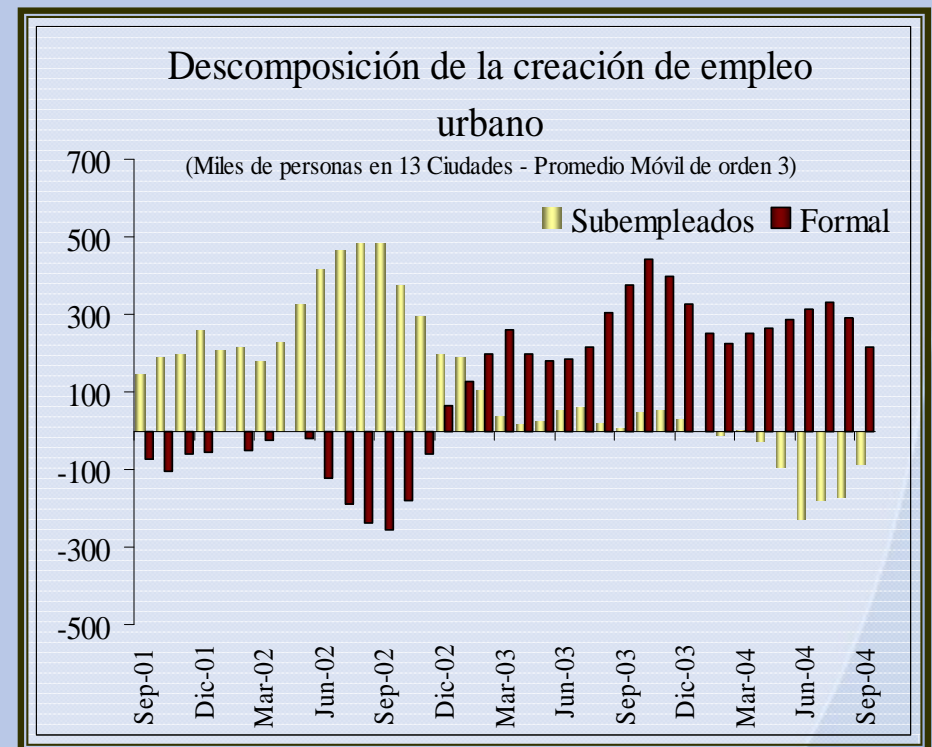
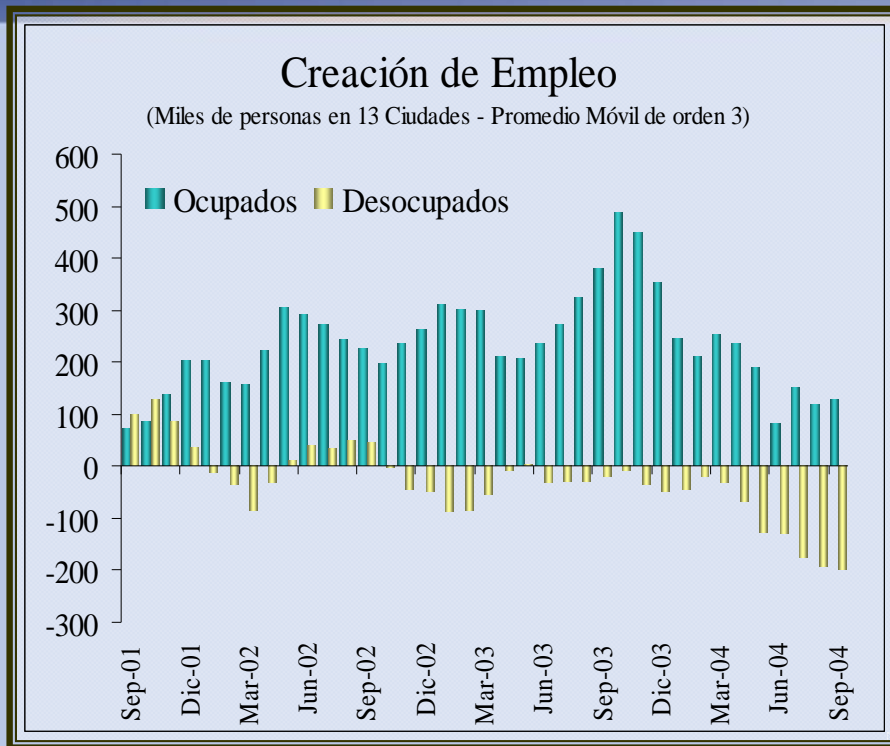
# Adicionalmente, han mejorado las condiciones de empleo



Con i) una tasa de desempleo que disminuye...



...ii) un empleo formal que crece y iii) un subempleo que disminuye



Lo cual contribuye al mayor gasto de las familias



## En síntesis

La recuperación económica tiene una base más amplia (con empresarios y hogares contribuyendo al crecimiento del gasto).

Y se explica por algunos factores internos

- Política monetaria amplia y mayor confianza.
- Mejora en las condiciones del mercado laboral.



## Y otros externos

- Precios internacionales altos.
- Mayor crecimiento de la economía mundial.
- Incremento en los ingresos por remesas.
- Bajas tasas externas de interés.



## B. PERSPECTIVAS



# 1. Condiciones externas: menos favorables o estables

- Menos favorables
  - Tasas externas de interés
  - Crecimiento mundial (pequeña reducción).
- Estables
  - Precios internacionales de productos básicos.
  - Remesas

E incierto el futuro de la TCR



## 2. Condiciones internas

- **Confianza**

- Fundamental las reformas pensional y tributaria.
- Condiciones similares a las de este año en seguridad (?).
- Incertidumbre política (?).

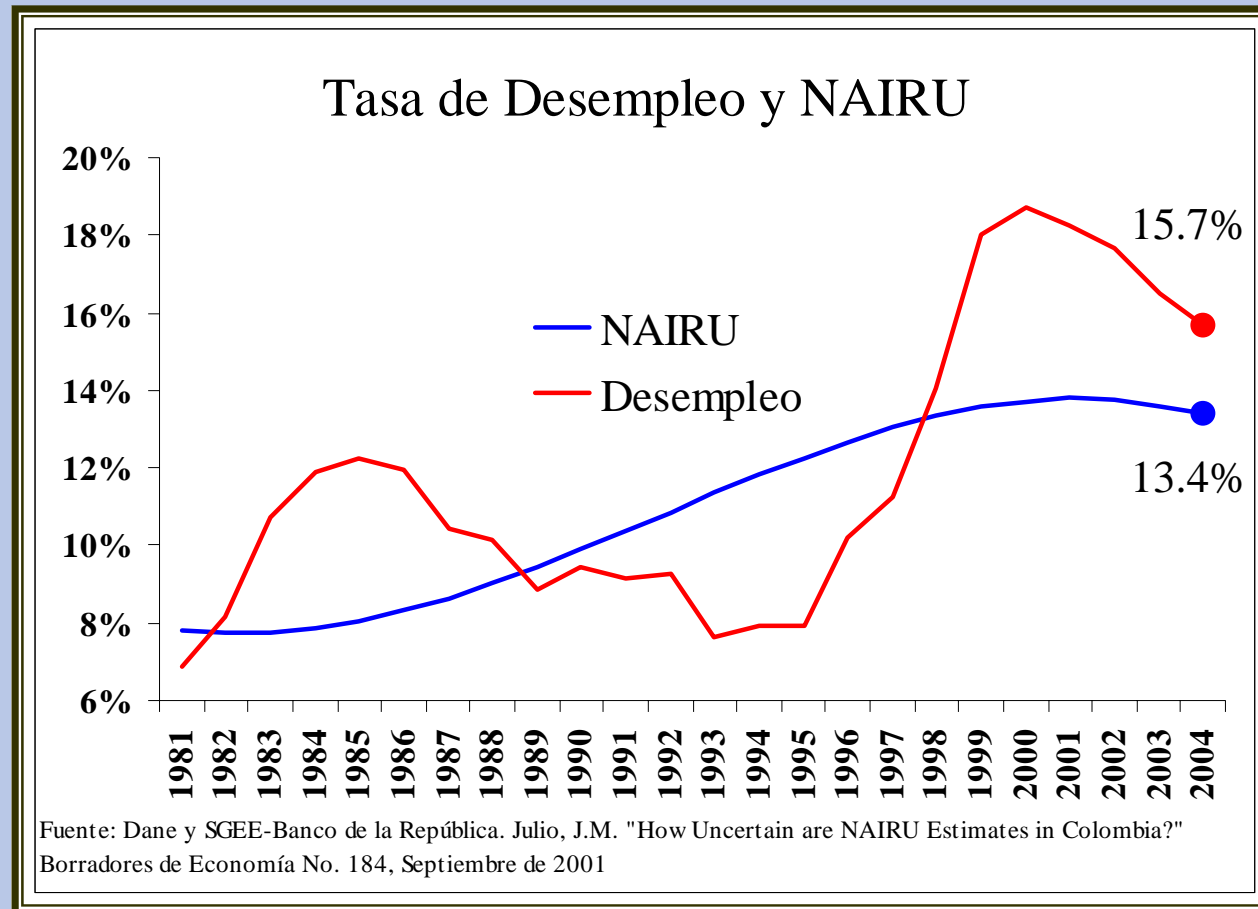
- **Mercado laboral**

Define, en gran medida, la sostenibilidad de la recuperación. La generación de ingresos de quienes entran a la actividad productiva es fundamental para la sostenibilidad de la recuperación





...teniendo en cuenta la existencia de desempleo cíclico



Aunque preocupa un aparente incremento en el NAIRU en los últimos años



## **¿Y la política monetaria?**

Falta la otra parte de la historia: la  
inflación y las expectativas de  
inflación.



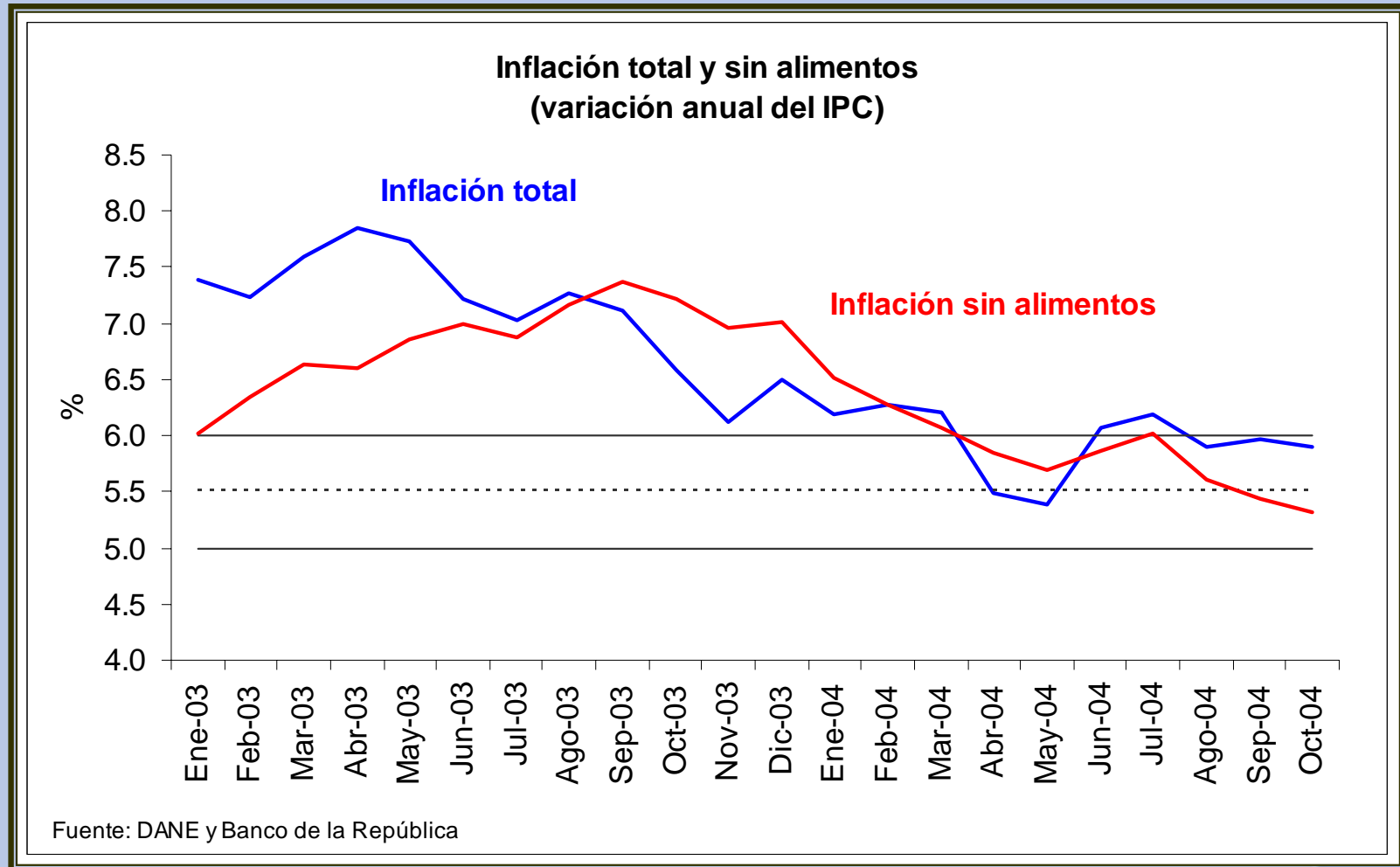
# III. SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN



# A. SITUACIÓN ACTUAL

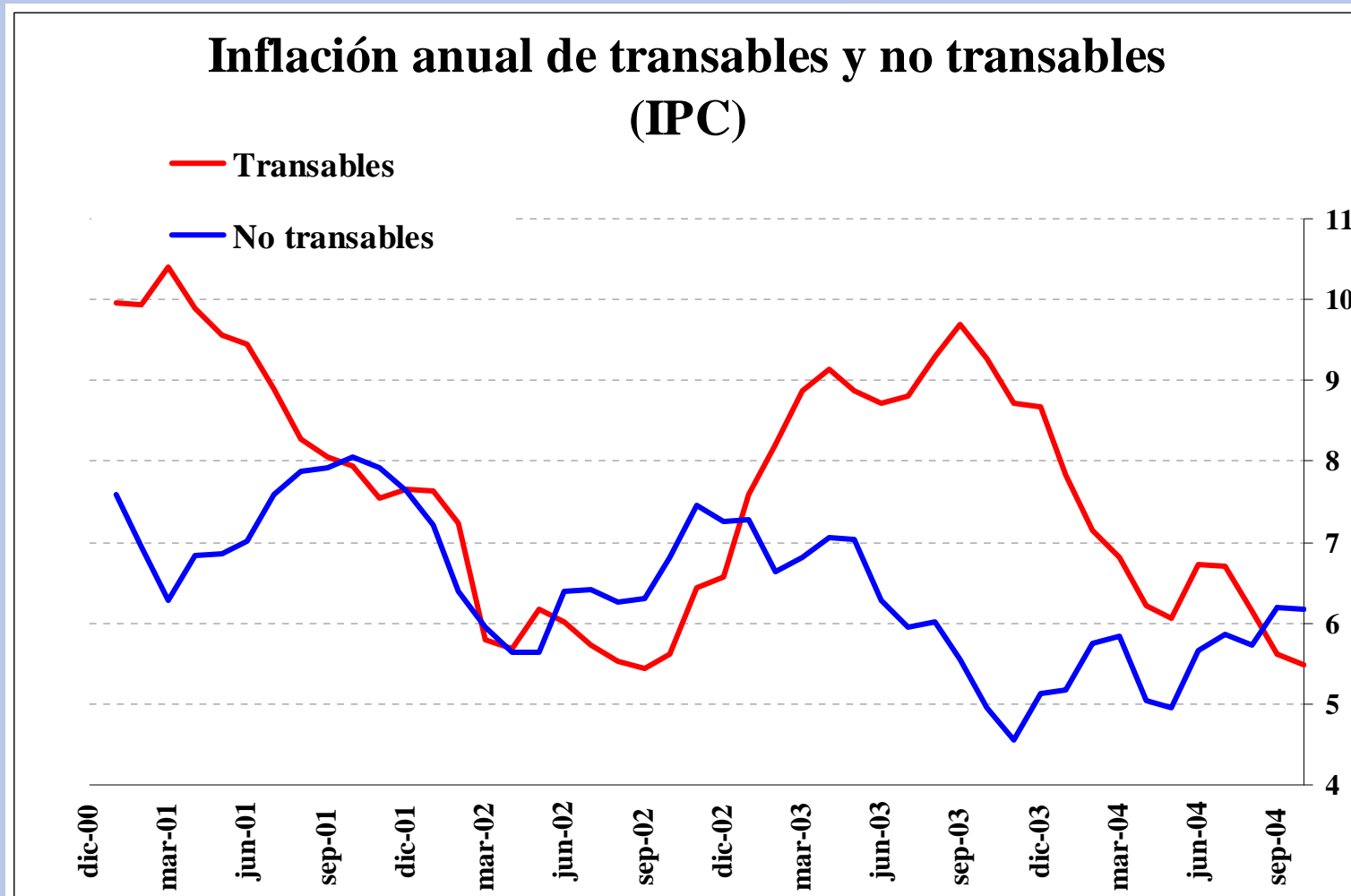


# La inflación se encuentra ligeramente por debajo del límite superior de la meta





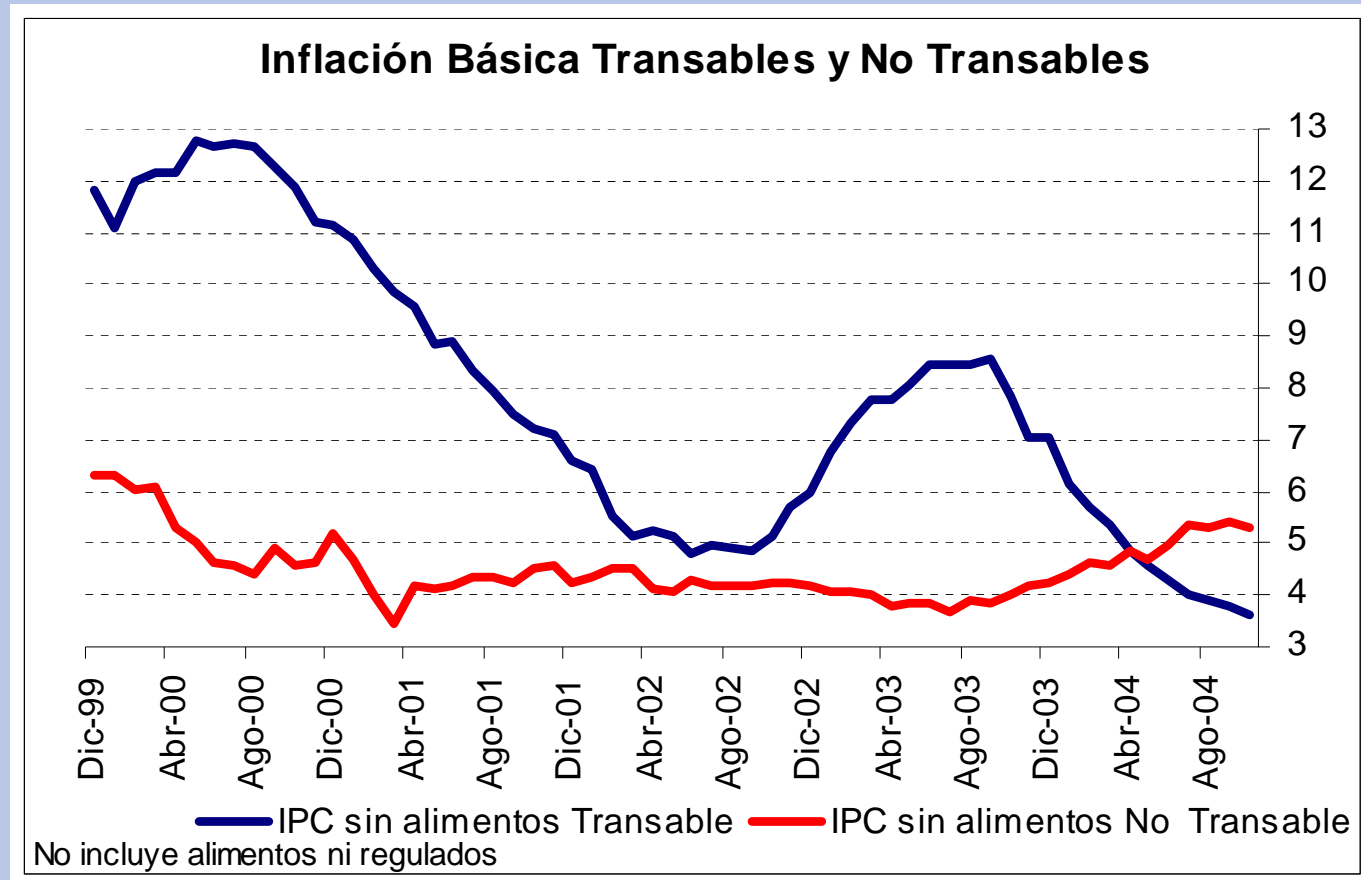
# Con tasas anuales de inflación de transables y no transables en niveles similares



Aunque con tendencias opuestas



...y afectadas de manera significativa por los precios de los bienes regulados



Siendo ahora más alta la inflación básica de no transables



- Coherente con el dinamismo en la demanda interna y el aumento en los precios de la propiedad raíz.
- Como también lo es la caída de la inflación de transables por la apreciación **sostenida** del peso frente al dólar.





## Revaluación que se explica por

1. Devolución parcial de una devaluación excesiva (definir) en el segundo semestre de 2002 y principios de 2003.
2. Incremento del riesgo en inversiones en dólares.
  - Fuerte y prolongado déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.
  - Peso de la corrección del desequilibrio externo en la devaluación (y no en el gasto).

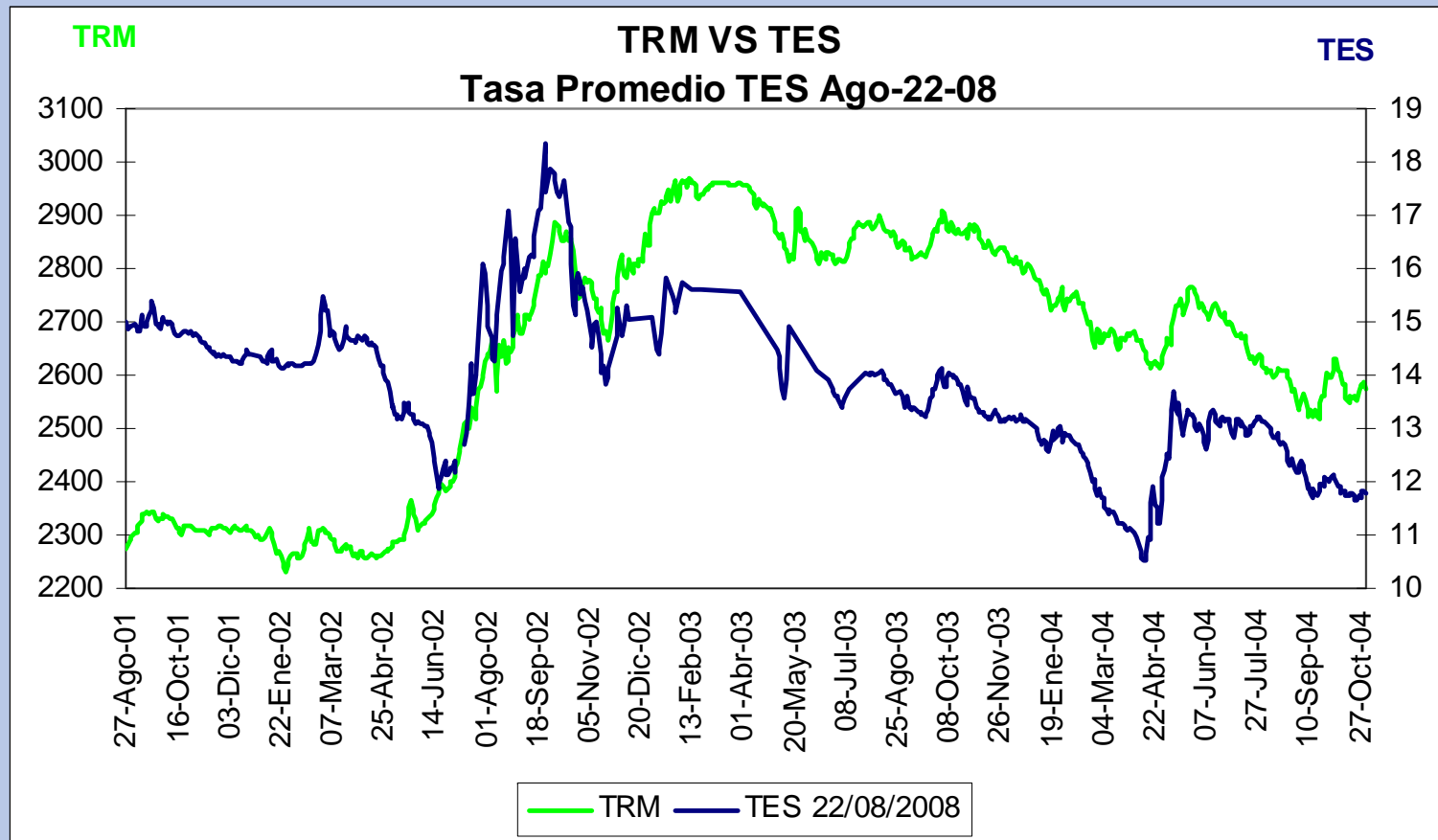


- Alta proporción de inversiones en dólares en los portafolios de los inversionistas internacionales.
- Financiación del déficit externo de USA con reservas de los países asiáticos.

3. Precios internacionales y demanda externa.



## 4. Diferencial de tasas de interés a favor de inversiones en TES



Que lleva a la venta de dólares para comprar deuda interna pública



## B. PERSPECTIVAS



Las perspectivas de inflación están en función de:

1. El comportamiento futuro de la tasa de cambio.
2. La evolución de la brecha del PIB.
3. La credibilidad de la política monetaria (en conclusión).



# 1. Tasa de cambio

El efecto sobre la inflación se da en la medida que la revaluación o la devaluación sea sostenida. Bajo un supuesto de estabilidad en los niveles promedio de este año, la reducción de la inflación de bienes transables en 2005 sería menor a la observada este año. Sin embargo, como se anotó en la sección I, el comportamiento futuro de la TC es impredecible, y la tasa puede moverse en cualquier dirección.



## 2. Brecha del PIB

Es una medida muy imprecisa. Sin embargo, algunos datos sugieren que no está lejos su cierre.

- Estimaciones de producto potencial.
- Grado de utilización de capacidad de la industria.
- Porcentaje de empresarios que dicen que la demanda no es problema (en encuesta Fedesarrollo).
- Inversión para ampliar capacidad productiva



# IV. CONCLUSION





# A. POLÍTICA MONETARIA



# 1. Lo que ha hecho la JD

- Reducir gradualmente la inflación
- Impulsar el crecimiento con una postura monetaria amplia.



## 2. La etapa siguiente de la JD

- Continuar reduciendo gradualmente la inflación (todavía está alta).
- Hacer el tránsito hacia una postura monetaria que permita una expansión económica sostenible.



### 3. El reto de la JD

Hacer la transición descrita de una manera tal que maximice el crecimiento económico al tiempo que la inflación se mueve hacia el objetivo de largo plazo (2% - 4%).



...y si se tiene en cuenta el análisis anterior, puede concluirse que hay evidencia a favor de la idea de que la economía en un futuro cercano podría comenzar a no necesitar todo el estímulo que actualmente recibe de la política monetaria.



Por último, como puede fácilmente deducirse de la introducción dedicada a explicar la estrategia monetaria, los hechos y la evaluación permanente de la economía determinarán la senda apropiada sobre la cual se moverán las tasas de interés del Banco.



## B. TASA DE CAMBIO



# 1. Principios Básicos

- El sistema cambiario es de flotación. La TC no es meta.
- Flotación no significa que el Banco Central deba ser indiferente a la TC.
- La TC tiene efectos profundos sobre la economía, incluyendo las variables objetivo de la política monetaria.
- La respuesta de la política monetaria a los movimientos de la TC depende del origen de dicho movimiento.





## 2. Lecciones de la Experiencia

- Buena parte de las fluctuaciones de la TC son temporales.
- Algunos ciclos largos de la TC son incoherentes con el comportamiento de sus “fundamentos”.
- TC desalineadas pueden tener efectos devastadores de la economía.



### 3. Implicaciones

- La intervención cambiaria es justificada en una economía con tasas flexibles.
- La intervención con inflación objetivo es válida siempre y cuando no comprometa el logro de los objetivos de la política monetaria (Ej. Inflación).
- Intervenir, pero sin meta alguna de TC (nominal o real).