






## Revaluación, Inflación y Crecimiento Económico: la encrucijada en que hoy se encuentran los Bancos Centrales

Juan José Echavarría  
Co-Director, Banco de la República

11 de septiembre de 2008

1

## Temas

- Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación 
- Tasa de cambio: un objetivo adicional? 
- Conclusiones 



2

# Temas

- Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación
- Tasa de cambio: un objetivo adicional?
- Conclusiones



## Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación

- El esquema de inflación objetivo y la doctrina de la Corte Constitucional
- Crecimiento
- Inflación
- El balance de riesgos y las tasas de interés



## Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación

- El esquema de inflación objetivo y la doctrina de la Corte Constitucional
- Crecimiento
- Inflación
- El balance de riesgos y las tasas de interés



### El esquema de inflación objetivo, adoptado en 1999

$\pi^e - \pi^{meta}$  (3.5% - 4.5%)      -inflación **esperada** vs inflación **meta**

$\gamma^{\$} - \gamma^{pot}$  (5.5%?)      - crecimiento **esperado** del PIB vs PIB "**potencial**"

si  $\pi^e - \pi^{meta} > 0$  }  
o  $\gamma^{\$} - \gamma^{pot} > 0$ , } el Banco sube la tasa de interés real (y viceversa)

hasta hace poco...subir tasas de interés por **ambos criterios**



## Inflación objetivo y tasa de cambio

- La mayoría de países en el esquema de inflación objetivo “flotan”
- Si la revaluación es muy pronunciada
  - El PIB comenzará a crecer muy poco
  - La inflación será baja
    - Y el Banco bajará las tasas de interés

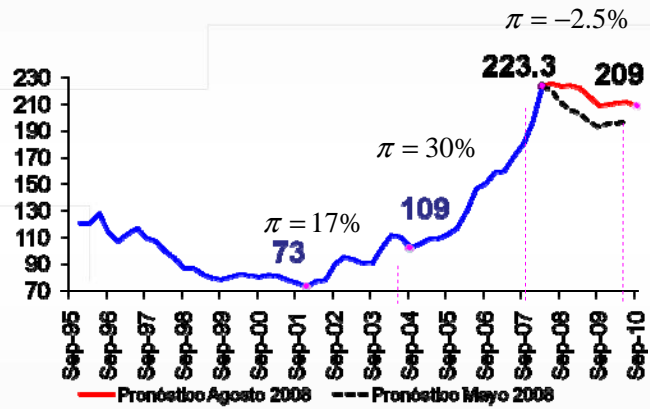


## El papel de los bancos centrales en la inflación

- El esquema de inflación objetivo debe operar en forma independiente del origen de la inflación
  - Sindicatos; choque petrolero; alimentos importados
    - Al banco le deben preocupar los efectos de “segunda vuelta” (expectativas, negociaciones salariales)
- M.Friedman, *Inflación, Causas y Consecuencias*
  - “La inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”



# Origen: un shock transitorio en inflación importada

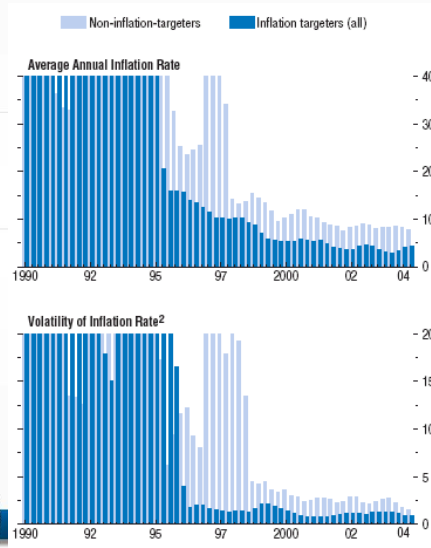


Fuente: EIU

Indice de Precios del Total de  
Commodities Sin Petróleo (WCF)



# Inflación (%) 1990-2004



La inflación ha caído más en países que adoptaron el esquema de inflación objetivo; y ha sido menos volátil

13 países emergentes; 8 países desarrollados

Fuente: World Economic Outlook (2005)



## Rose (2006)...Los países con inflación objetivo:

- No crecen menos
  - Ni muestran mayor volatilidad en el crecimiento del PIB
- muestran menor volatilidad de la tasa de cambio
- y menos “sudden stops” de flujos de capital
  - flotan sus tasas de cambio



1.1

- parece ser durable
  - ningún país se ha visto forzado a abandonar el esquema
- la cuenta corriente y las reservas internacionales
  - se comportan en forma similar en países con y sin inflación objetivo
- el sistema no ha sido planeado y no requiere coordinación internacional.
  - no hay un papel claro para el Fondo Monetario en este nuevo esquema



1.2

## Países que han adoptado el esquema de Inflación Objetivo

1	Australia	15	Slovak Republic
2	Canada	16	South Africa
3	Czech Republic	17	Spain
4	Finland	18	Sweden
5	Hungary	19	Switzerland
6	Iceland	20	Thailand
7	Indonesia	21	Turkey
8	Israel	22	United Kingdom
9	Korea		
10	New Zealand	23	Brazil
11	Norway	24	Chile
12	Philippines	25	Colombia
13	Poland	26	Mexico
14	Romania	27	Peru



13

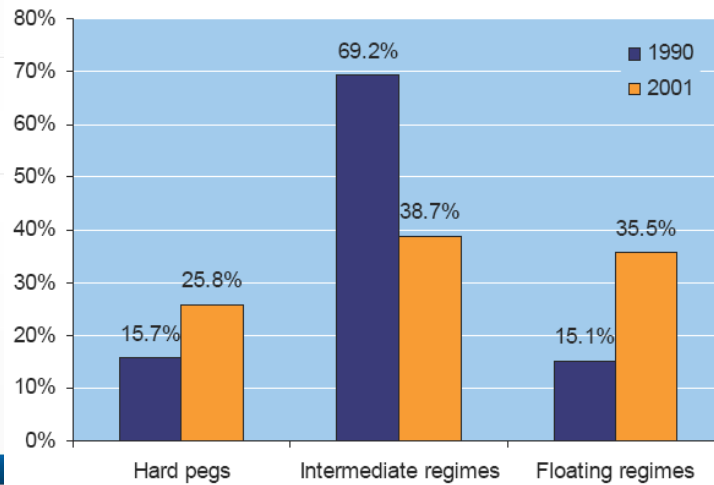
## No hay muchas alternativas para tener un ancla nominal...y controlar la inflación

- A) Inflación objetivo
- B) Tasa de cambio nominal fija
  - Después de la experiencia de 1999?
  - Los países han ido abandonando los regímenes cambiarios intermedios
- C) Crecimiento de los medios de pago
  - La demanda de dinero ha resultado muy inestable
  - Ningún banco central lo sigue en la actualidad
    - Un poco el Banco Central Europeo?



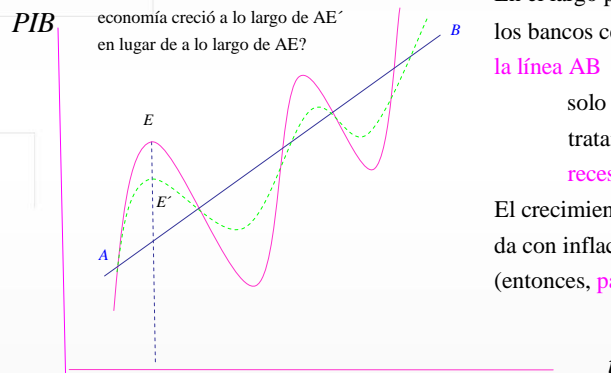
14

## Regímenes Cambiarios: 1990 y 2001: el movimiento hacia los extremos



## El papel de los bancos centrales en el crecimiento

Puede decirse que el Banco Central  
"castigó" el crecimiento por que la  
economía creció a lo largo de AE'  
en lugar de a lo largo de AE?



En el largo plazo (5 o más años)  
los bancos centrales **no cambian**  
la línea AB

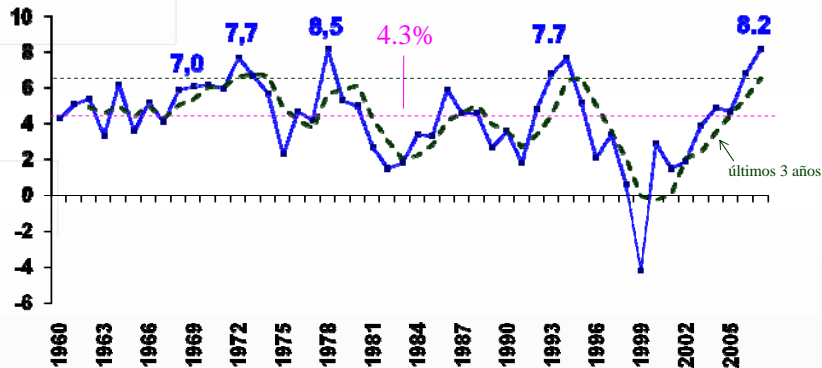
solo suavizan el ciclo  
tratan de **evitar una "gran**  
**recesión"** como la de 1999

El crecimiento a lo largo de AB se  
da con inflación de 2% o de 10%  
(entonces, **para qué tener 10%**?)





## Cómo evitar una recesión como la de 1999?...cómo lograr un crecimiento sostenido?



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

12

## De acuerdo con el mandato de la corte constitucional

- CP art. 334: Si bien la finalidad primaria de la actividad del Banco es la estabilidad de precios
  - esta institución no puede ser indiferente a otros objetivos de política económica de raigambre constitucional
    - como pueden ser la búsqueda del pleno empleo
    - o la distribución equitativa de los beneficios del desarrollo



13

- Sentencia C-481 de 1999
  - La preservación de la estabilidad de precios constituye no solo un derecho de los ciudadanos sino también un deber del Estado
    - Base para la coordinación entre el Gobierno y el Banco



19

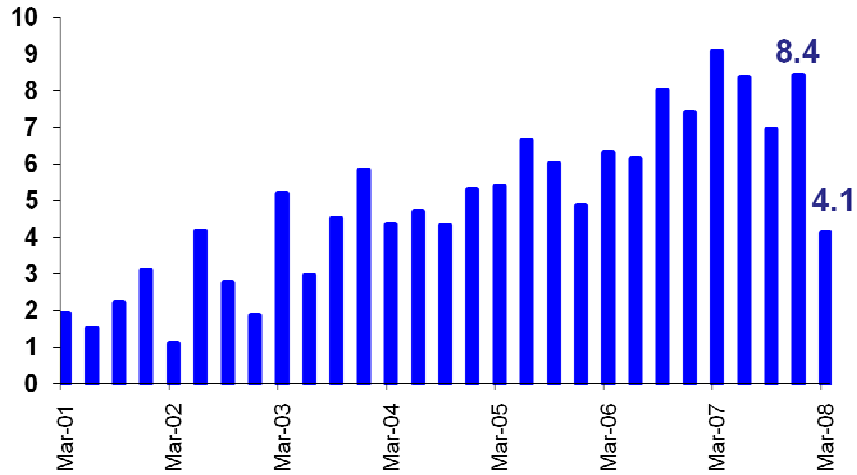
## Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación

- La doctrina de la Corte Constitucional y el esquema de inflación objetivo
- Crecimiento
- Inflación
- El balance de riesgos y las tasas de interés



20

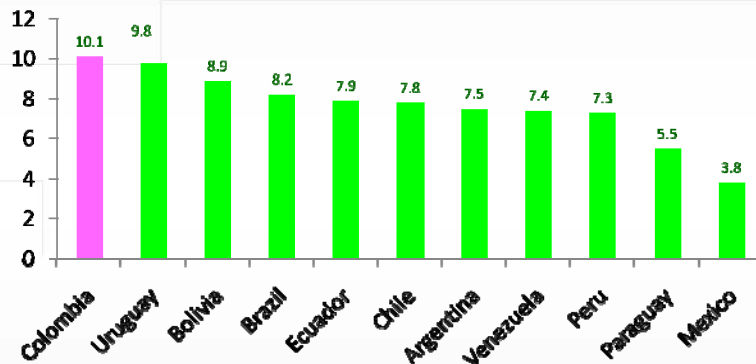
### Variación % anual del PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### Desempleo: Colombia es el más alto en la región

2008

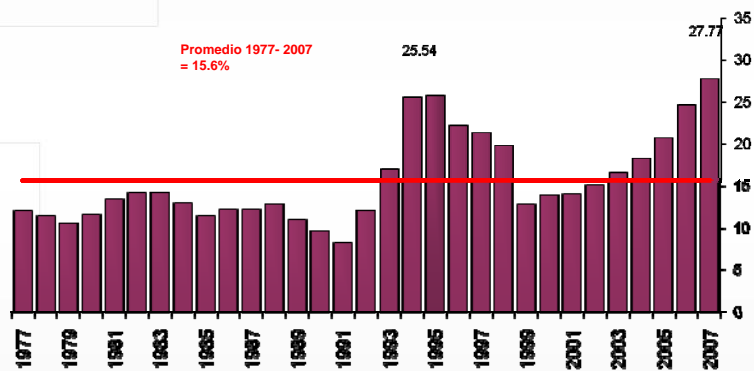


Fuente: Latin Focus Consensus Forecast, Agosto 2008

\*Proyecciones a Dic-08

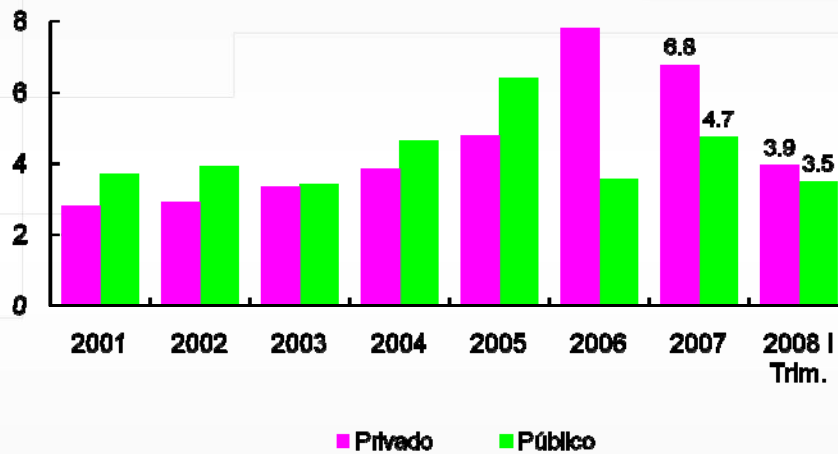


## Inversión (%) del PIB



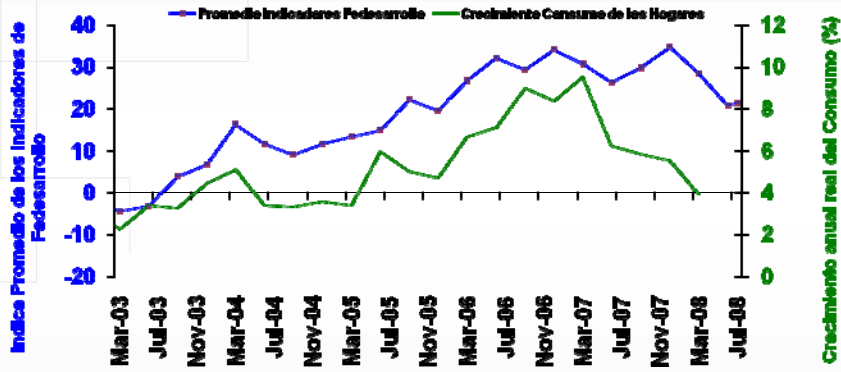
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

## Crecimiento del consumo (%)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

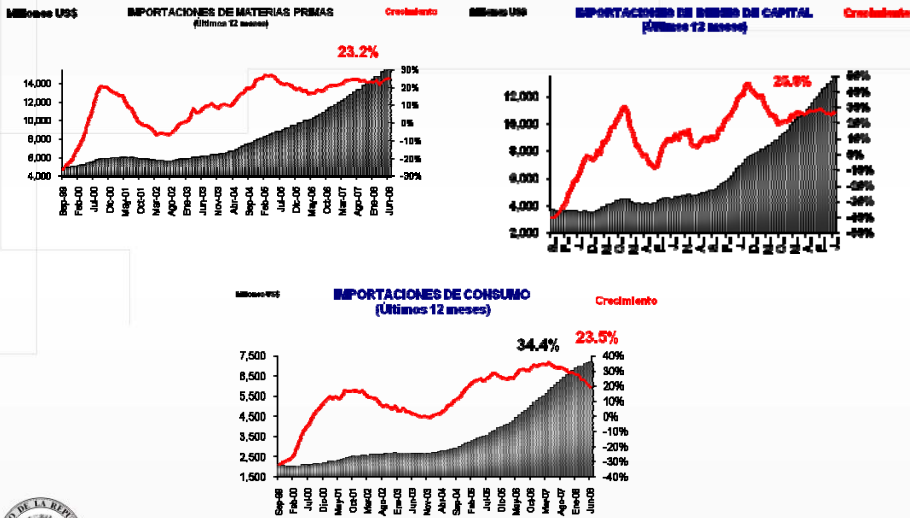
## Consumo de Hogares y Encuesta Fedesarrollo



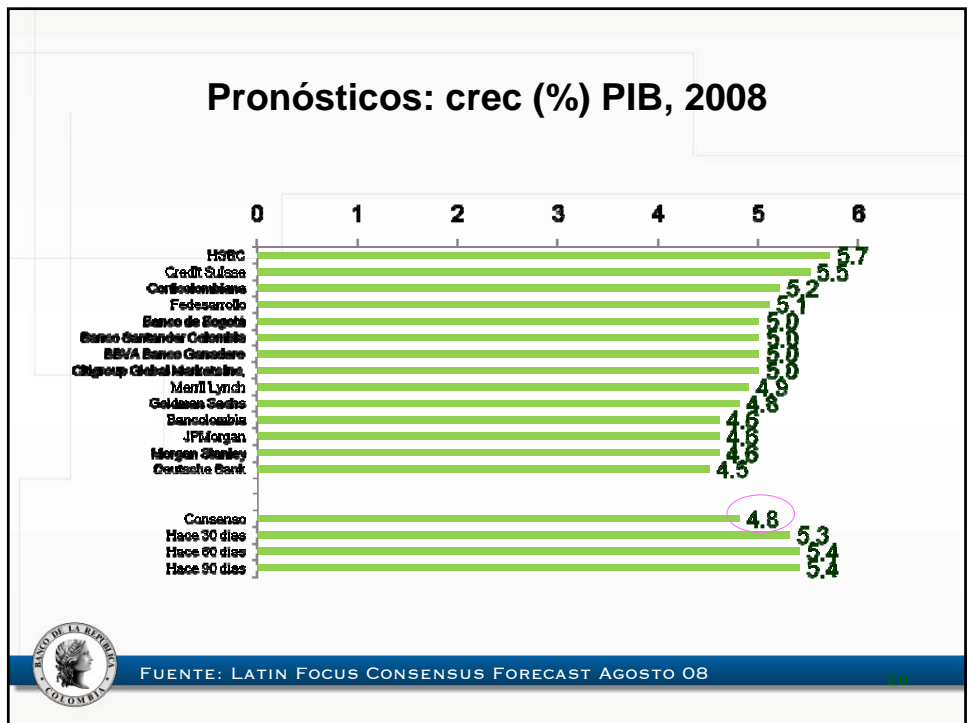
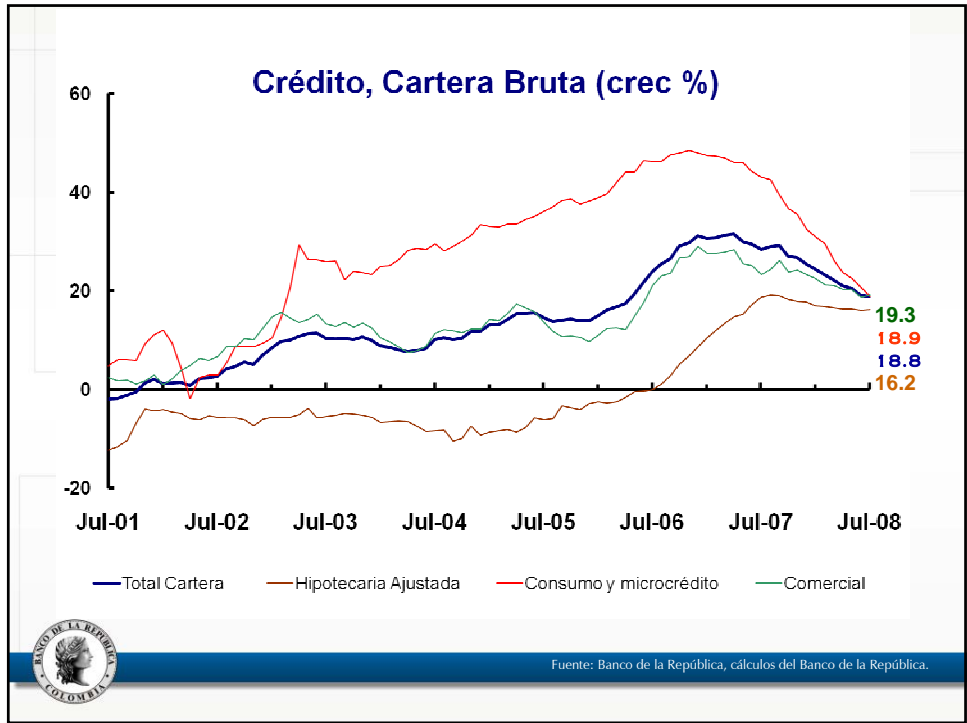
Fuente: Fedesarrollo

25

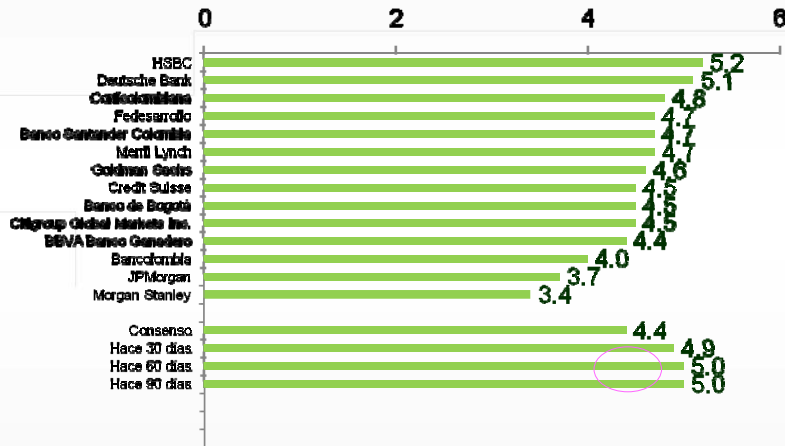
## Importaciones de bienes de capital, de consumo y de materias primas



Fuente: DANE



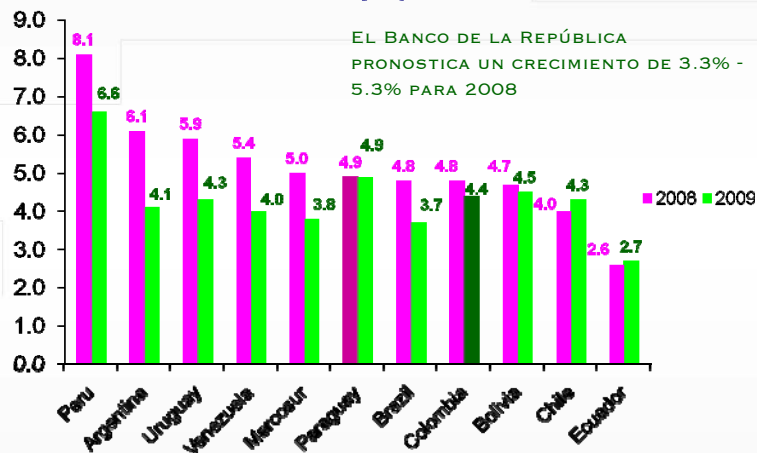
## Pronósticos: crec (%) PIB, 2009



FUENTE: LATIN FOCUS CONSENSUS FORECAST AGOSTO 08

29

## Crecimiento (%) del PIB

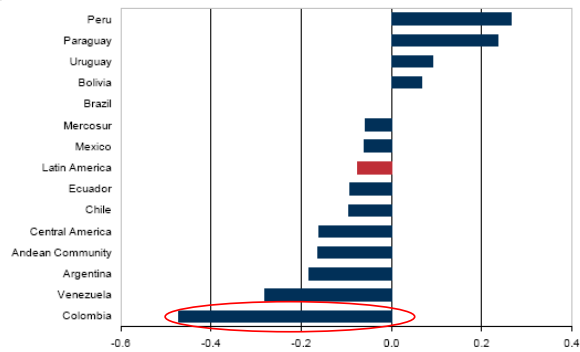


Fuente: Latin American Consensus Forecast, Agosto 2008, ordenado según cifras en 2008

30

## Han cambiado los pronósticos de crecimiento para 2008...principalmente para Colombia

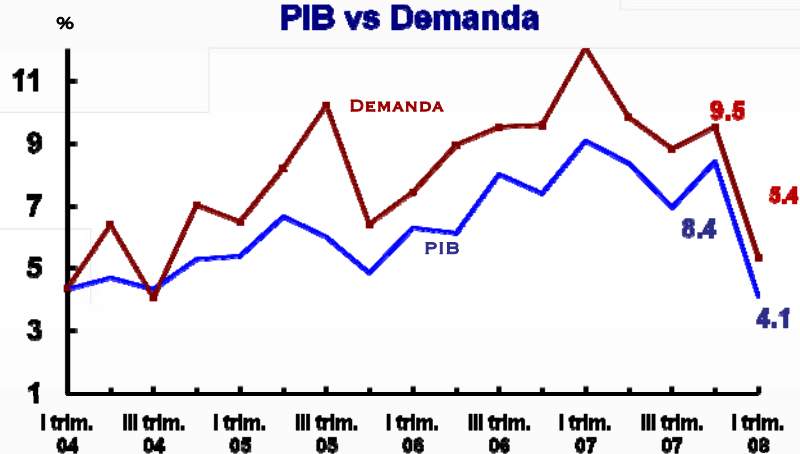
Change in 2008 GDP Growth Forecast



Note: Change between July 2008 and August 2008 in percentage points.  
Source: LatinFocus Consensus Forecast.



## PIB vs Demanda



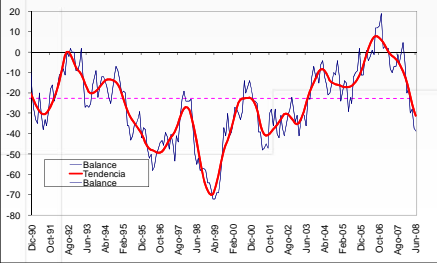
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.



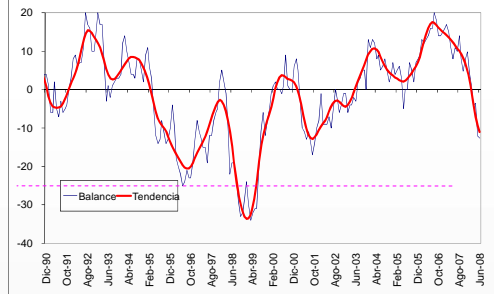
# Pedidos

## INDUSTRIA

Balance de la pregunta de EOE de volumen actual de pedidos



Balance del índice de Confianza de la Industria



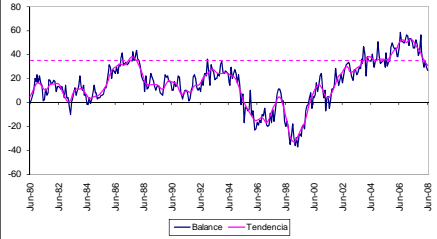
# Confianza



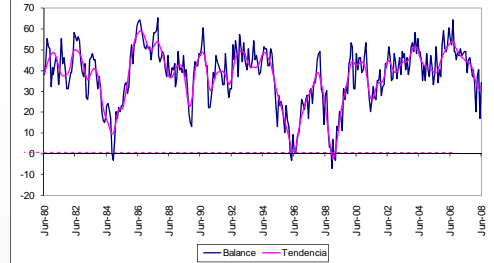
# Comercio: situación económica

## Actual

EOEC Situación económica actual



EOEC Situación económica próximos seis meses



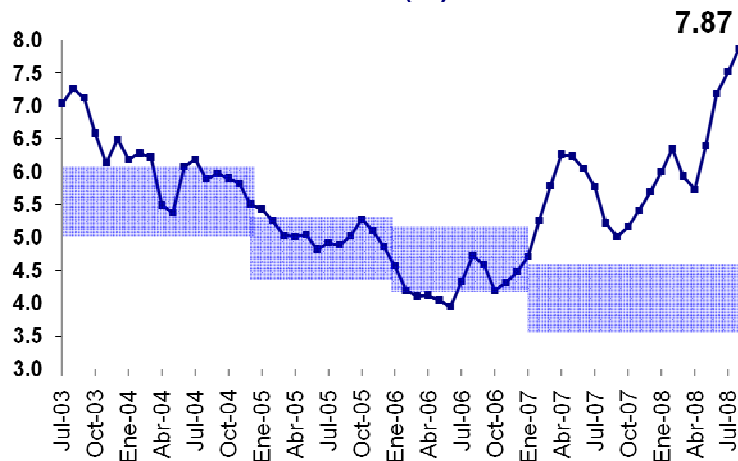
## Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación

- La doctrina de la Corte Constitucional y el esquema de inflación objetivo
- Crecimiento
- **Inflación**
- El balance de riesgos y las tasas de interés

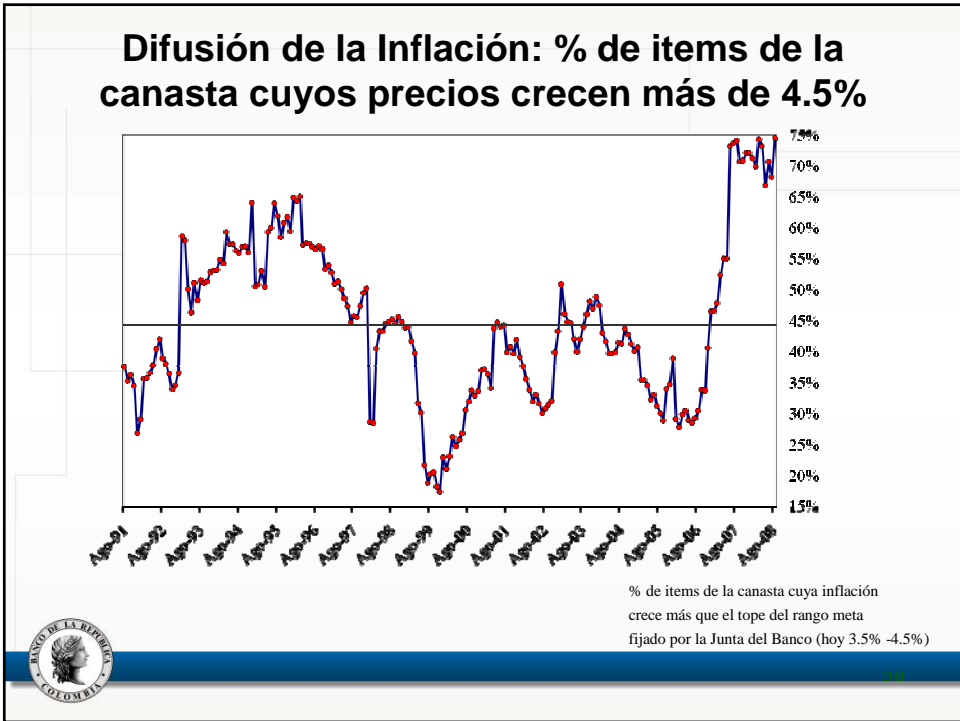
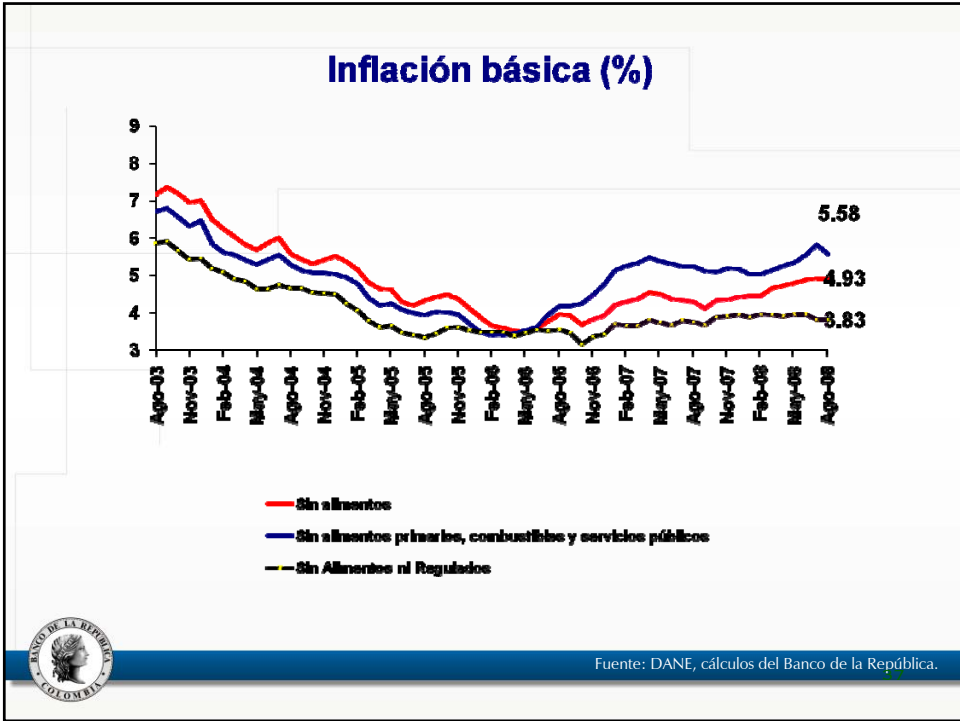


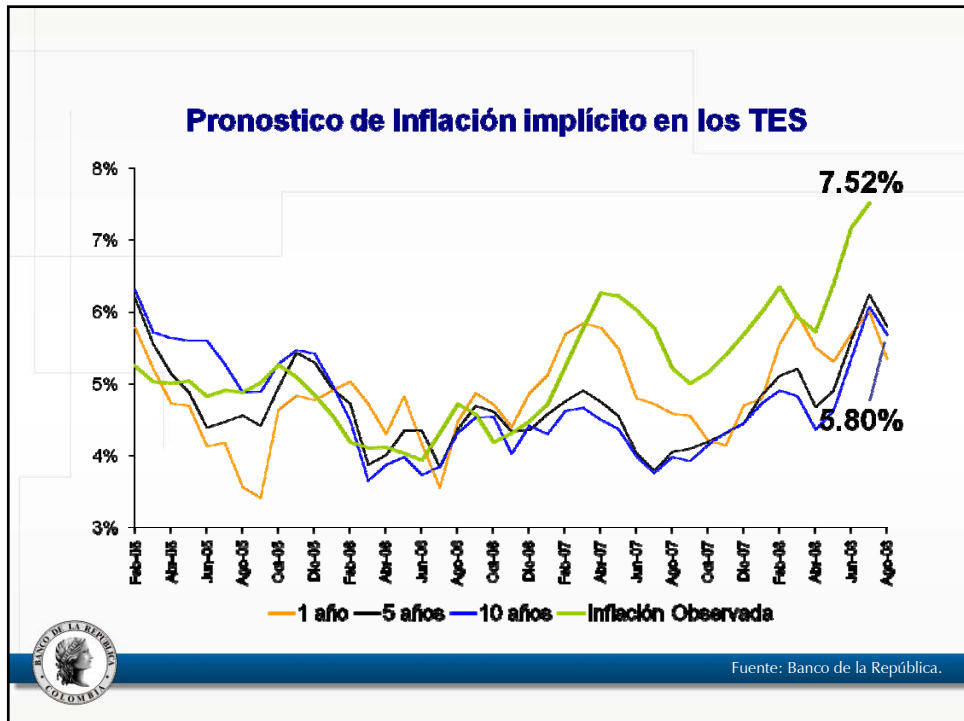
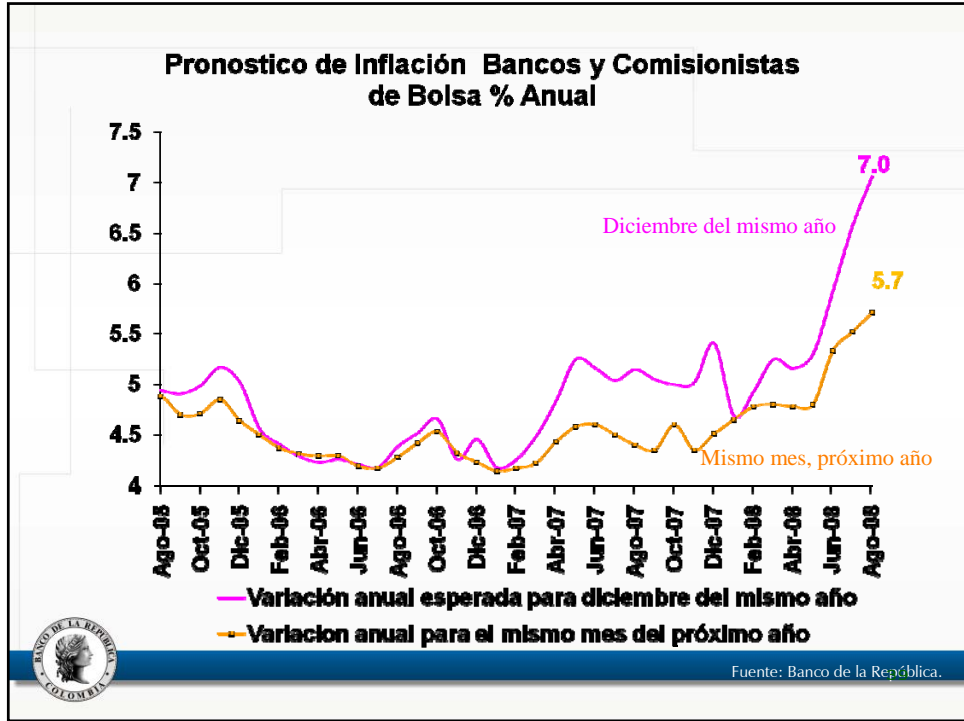
35

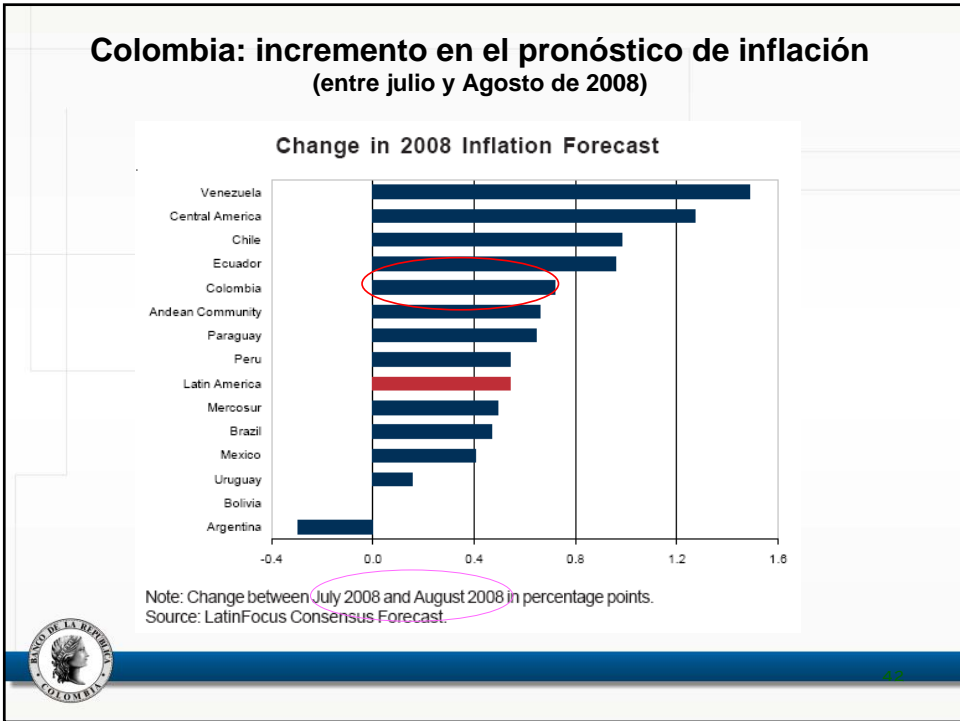
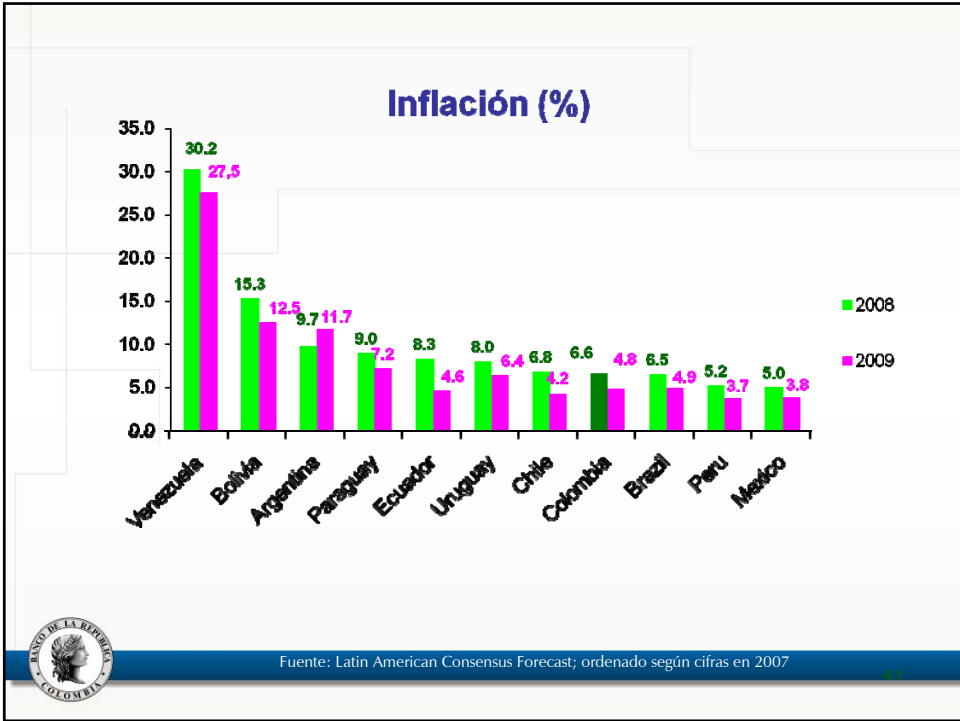
### Inflación anual al consumidor y rangos meta (%)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.







Países con esquema de inflación objetivo que están incumpliendo sus metas

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Dic 2006	3.1	2.6	4.5	4.1	1.1
Dic 2007	4.5	7.8	5.7	3.8	3.9
Mar 2008	4.7	8.5	5.9	4.2	5.5
Abr	5.0	8.3	5.7	4.5	5.5
May	5.5	8.9	6.3	4.9	5.4
Último dato	6.3	9.5	7.5	5.4	5.7
Meta 2008	2.5-6.5	2-4	3.5-4.5	3.0	1.0-3.0



Fuente: Bloomberg

43

No es sólo alimentos o choques de oferta... también la inflación "básica"

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Último dato	4.7	9.0	5.9	5.1	4.8
Meta 2008	2.5-6.5	2-4	3.5-4.5	3.0	1-3



Fuente: Bloomberg, Latin American focus- Agosto 2008, Informes de Inflación

44

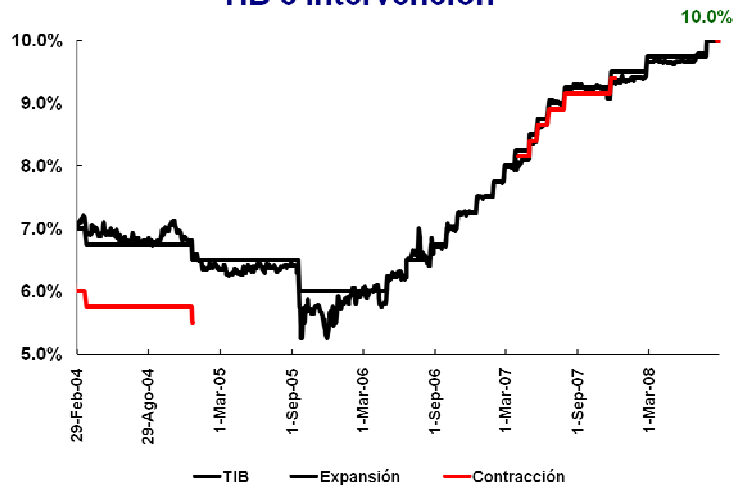
## Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación

- La doctrina de la Corte Constitucional y el esquema de inflación objetivo
- Crecimiento
- Inflación
- El balance de riesgos y las tasas de interés

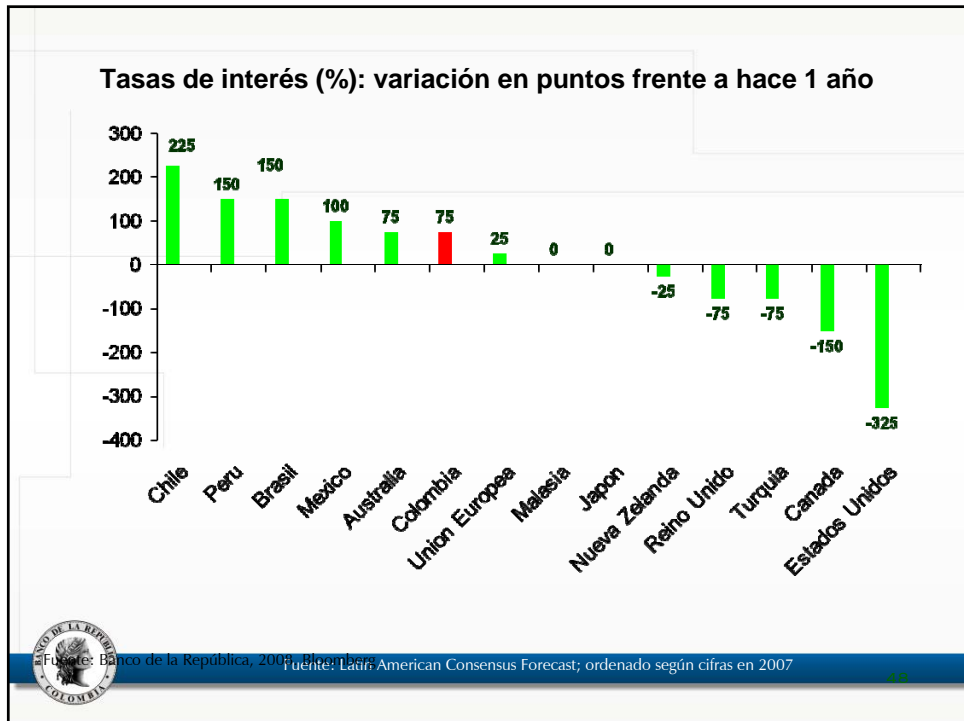
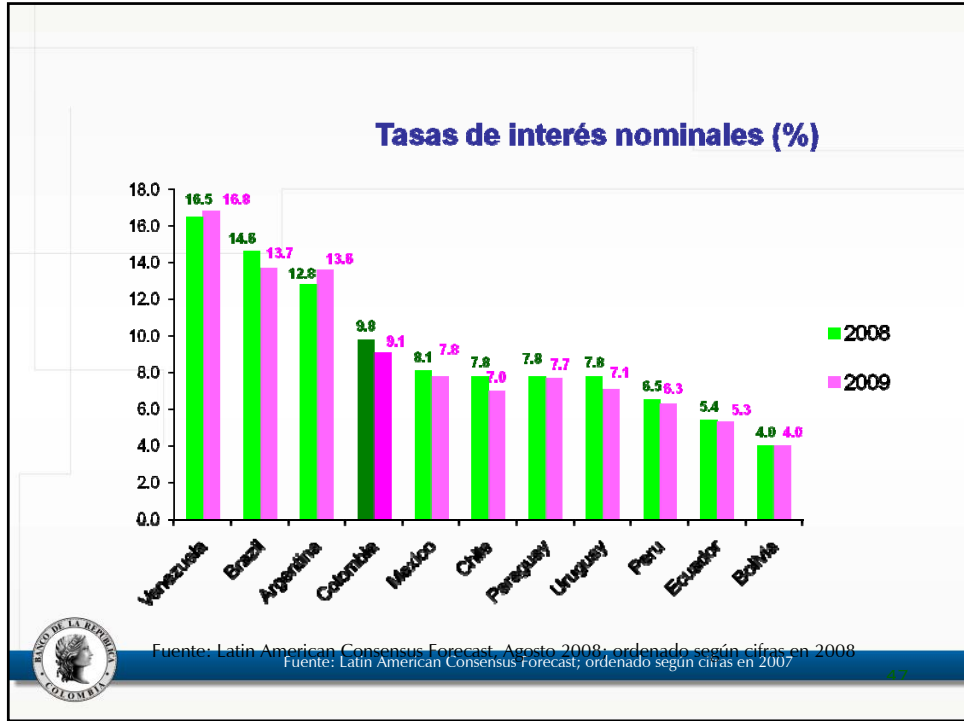


45

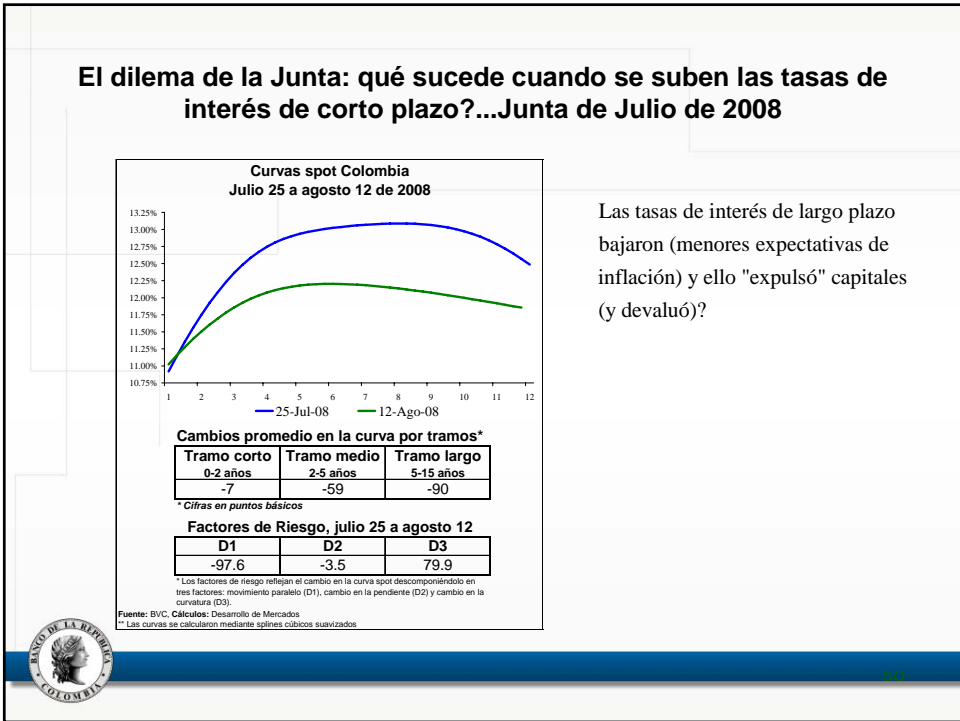
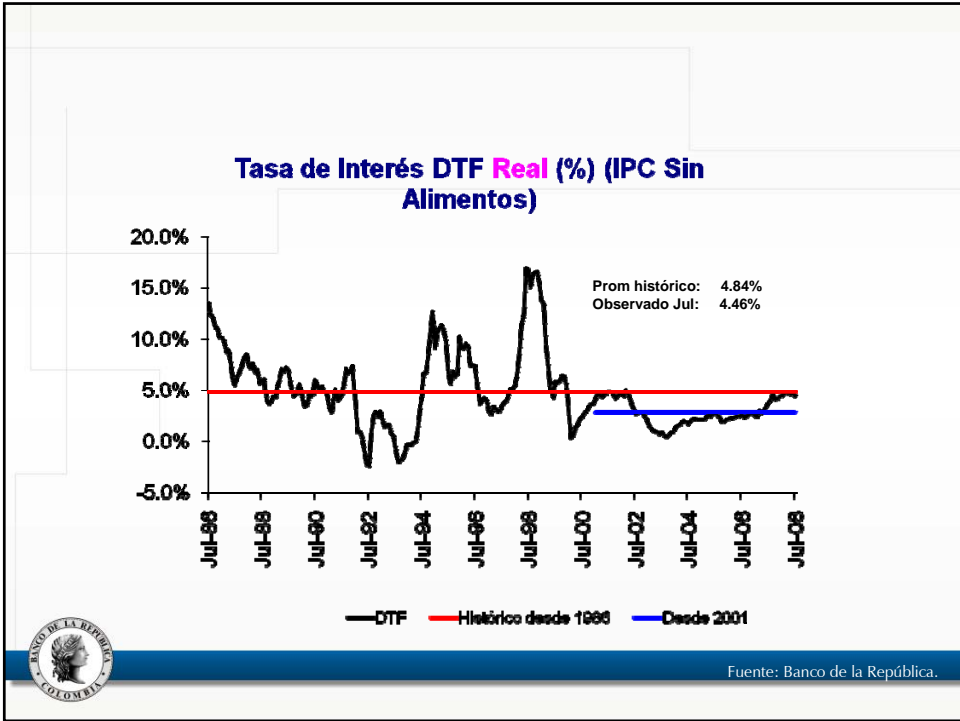
### TIB e Intervención



Fuente: Banco de la República.







## Dilemas de la Junta

- Si la Junta no sube HOY las tasas, pero los mercados esperan que las suba en el futuro
  - La inflación sigue siendo alta
    - Los agentes traen dinero a Colombia
      - La única **solución es frenar las expectativas de inflación**
- Y la Junta no controla las tasas de interés de largo plazo
  - Dependen de las expectativas de inflación
  - Dependen de la política fiscal



## Dilemas de la Junta

- Desde abril de 2006 existen nuevamente controles de capital en Colombia
  - Ello permite subir tasa de interés de corto plazo
    - Evitando las entradas de flujos de capital de corto plazo



# Temas

- Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación
- Tasa de cambio: un objetivo adicional?
- Conclusiones



## Tasa de cambio: un objetivo adicional?

- Exportaciones
- Tasa de cambio y flujos de capital
- Por qué se ha revaluado más la tasa de cambio en Colombia que en la mayoría de países?
- Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?

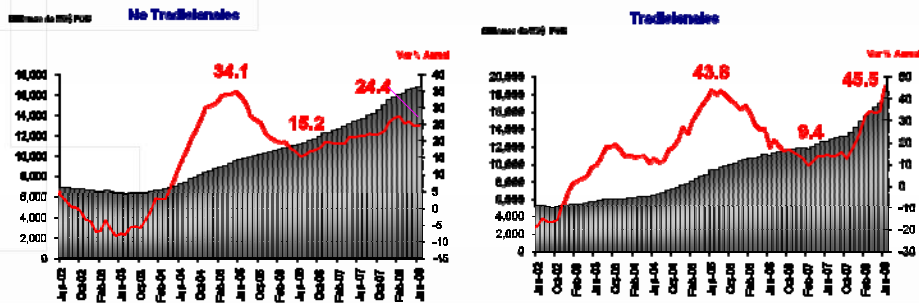


## Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?

- Exportaciones
- Tasa de cambio y flujos de capital
- Por qué se ha revaluado más la tasa de cambio en Colombia que en la mayoría de países?
- Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?



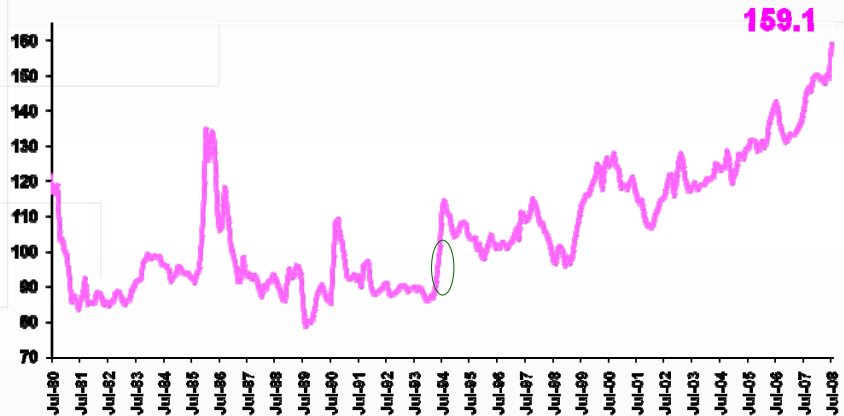
## Exportaciones



Fuente: DANE

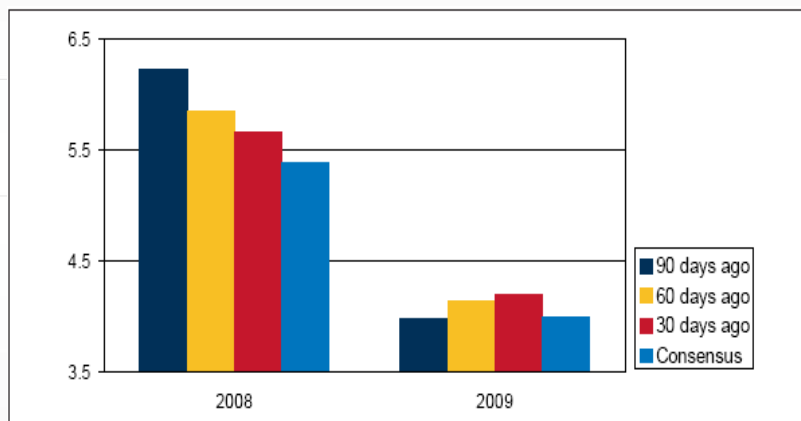


### Términos de Intercambio Media Geométrica de 1994 = 100



Fuente: Banco de la República.

### Pronósticos de crecimiento para Venezuela



Latin American Consensus Forecast, Agosto 08

## Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?

- Exportaciones
- Tasa de cambio y flujos de capital
- Por qué se ha revaluado más la tasa de cambio en Colombia que en la mayoría de países?
- Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?



61

## Evolución de la Tasa de Cambio en América Latina, últimos 3 años

	3 años
Brasil	-29,58%
Uruguay	-20,33%
Colombia	-13,75%
Perú	-9,75%
Chile	-4,81%
México	-3,42%
Argentina	4,27%

	2 años
Brasil	-22,58%
Uruguay	-19,28%
Colombia	-16,95%
Perú	-8,68%
México	-4,85%
Chile	-4,35%
Argentina	-1,97%

	1 año
Uruguay	-18,31%
Brasil	-15,75%
Colombia	-8,41%
Perú	-6,48%
México	-6,25%
Argentina	-3,83%
Chile	-1,45%

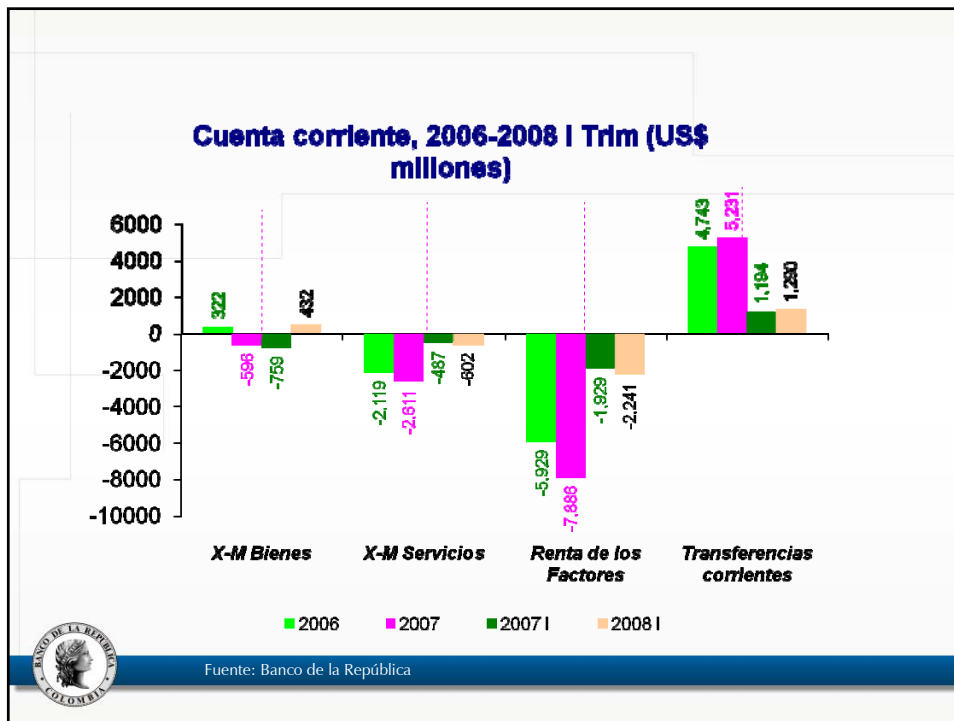
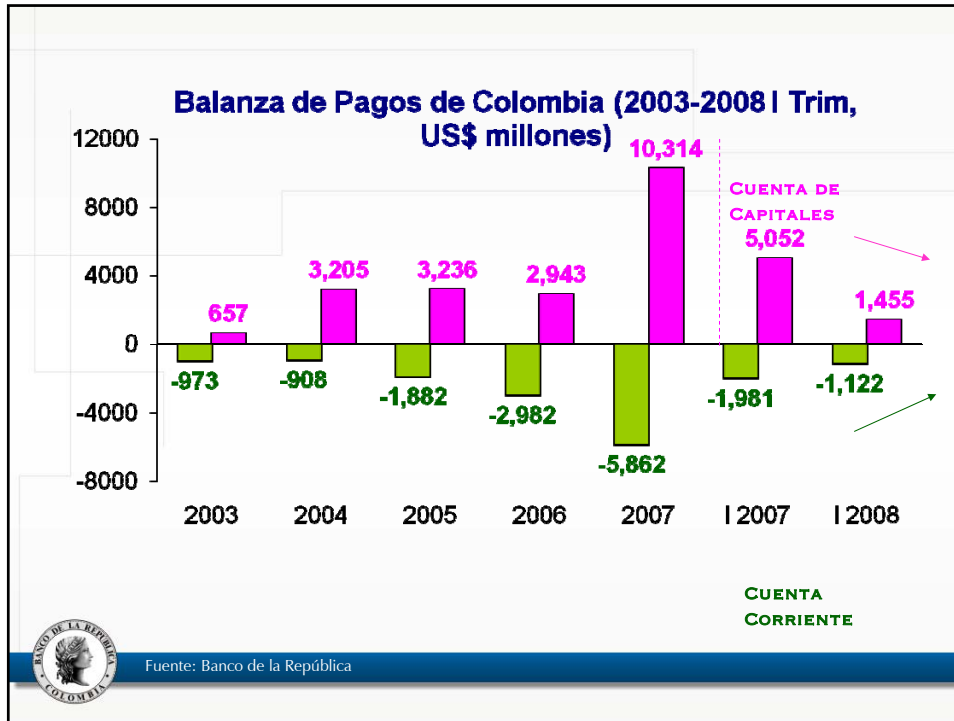
	mes
Argentina	-0,27%
Uruguay	0,65%
Chile	2,29%
México	3,45%
Perú	5,32%
Brasil	6,03%
Colombia	11,54%

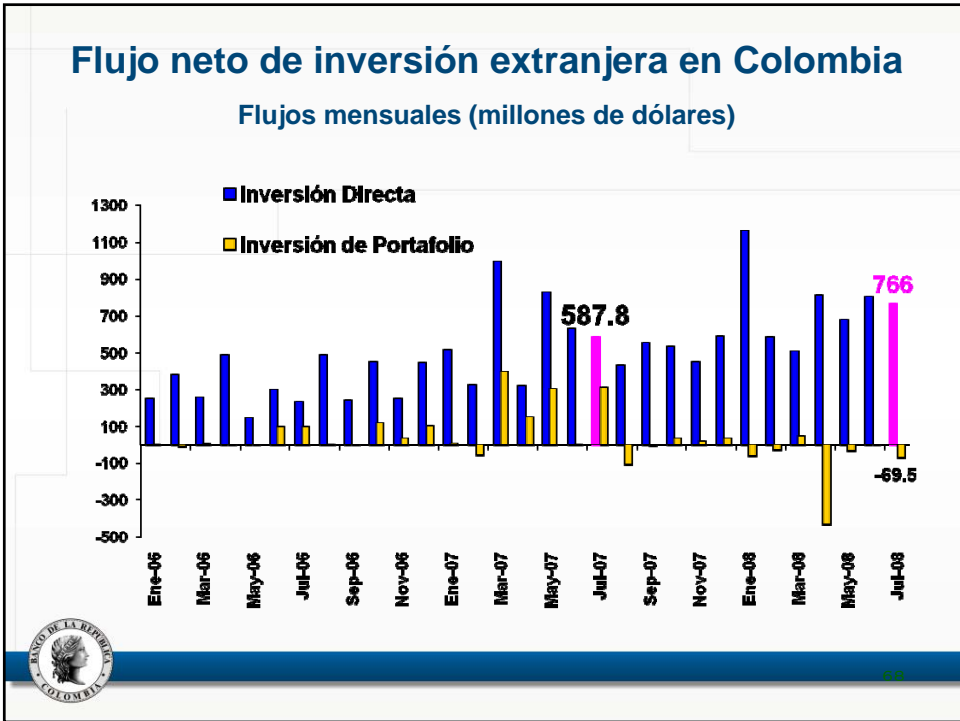
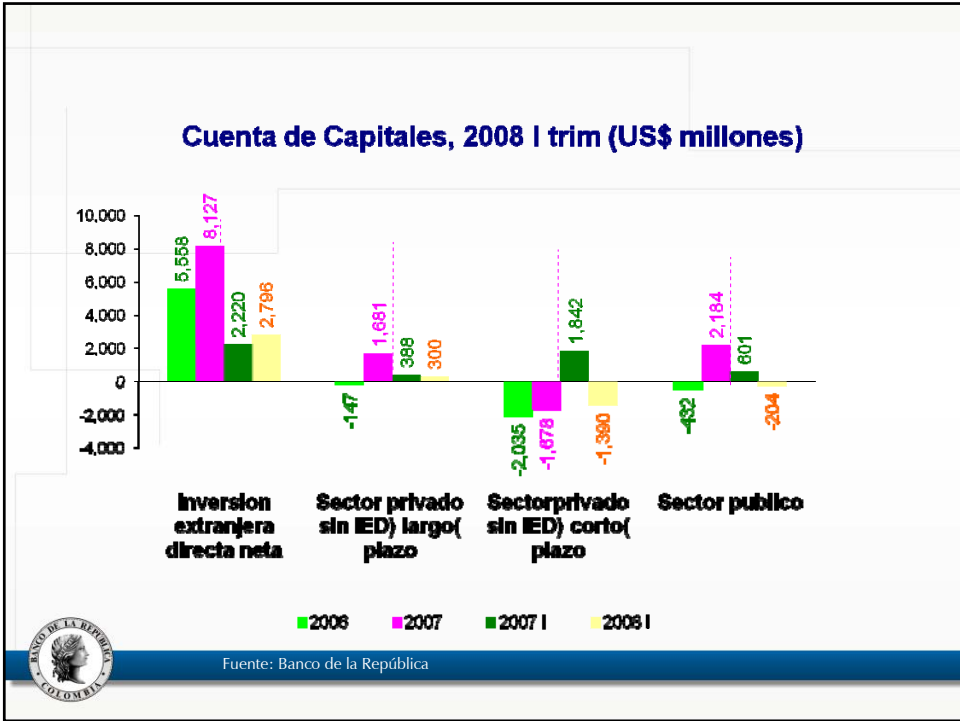


62



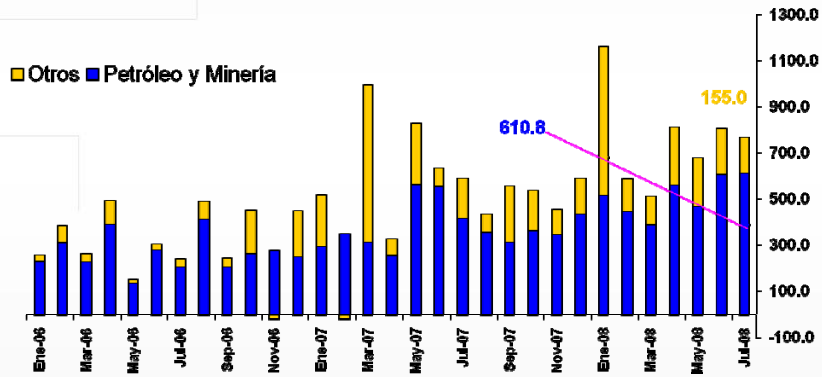






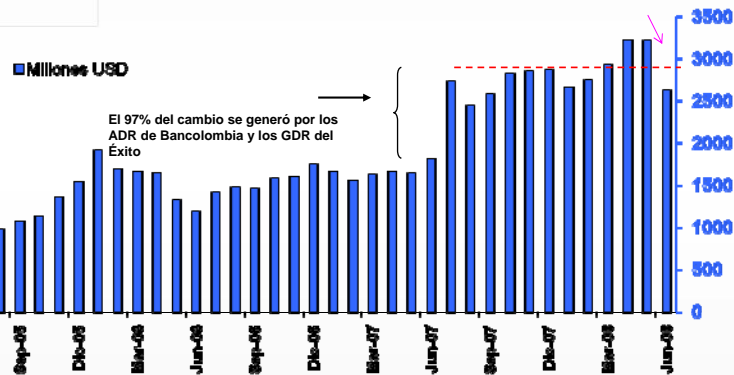
# Inversión Extranjera Directa

Flujo neto de Inversión extranjera directa en Colombia  
Flujos mensuales (millones de dólares)

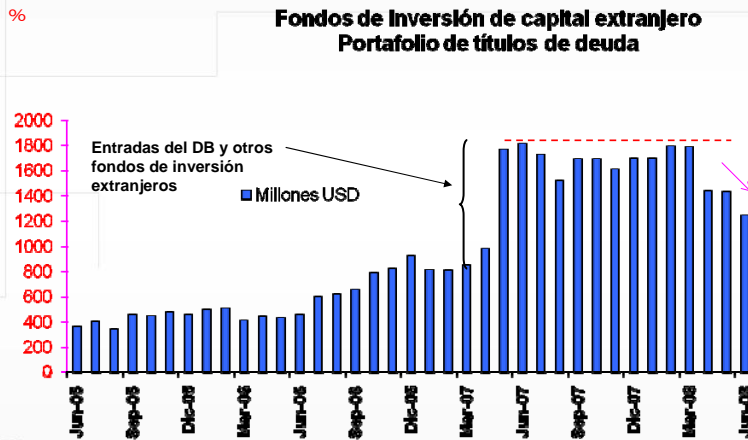


# Fondos de Inversión de Capital Extranjero: inversión extranjera en acciones

Fondos de inversión de capital extranjero  
Saldos de portafolio en títulos participativos

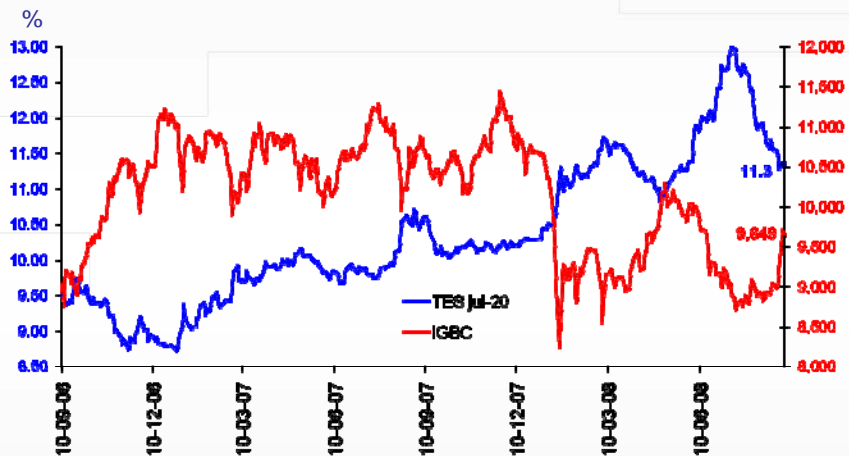


## Inversión del exterior en títulos de deuda: inversión extranjera en TES y en bonos privados



71

## Tasas de interés de los TES vs IGBC



72

## Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?

- Exportaciones
- Tasa de cambio y flujos de capital
- Por qué se ha revaluado más la tasa de cambio en Colombia que en la mayoría de países?
- Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?



73

## Colombia

- Presenta el mayor cambio en crecimiento en la región
- Presenta el mayor cambio en inversión en la región
- Presenta el mayor cambio en inversión extranjera en la región
- Presenta uno de los menores ajustes fiscales en la región
  - Aún cuando el balance en cuenta corriente...
- Arancel promedio?



74

## INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (% PIB)

	2000-04	2005-07	Cambio
	(1)	(2)	(2)-(1)
ARGENTINA	2.04	2.19	0.16
BRASIL	3.18	1.80	-1.38
CHILE	5.94	5.80	-0.14
COLOMBIA	2.79	5.79	3.00
MÉXICO	2.45	1.46	-0.99
PERÚ	0.22	1.18	0.95
VENEZUELA	1.36	-0.07	-1.43



Fuente: WEO

75

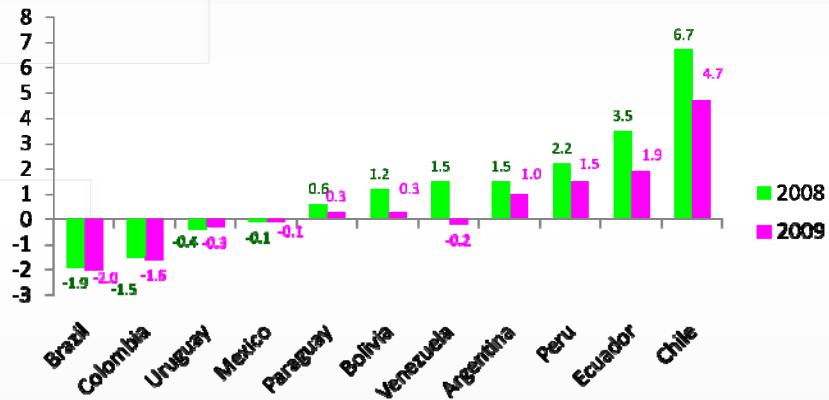
## INVERSIÓN TOTAL (% PIB)

	2000-04	2005-07	Cambio
ARGENTINA	15.4	21.3	5.9
BRASIL	15.8	16.1	0.3
CHILE	20.1	24.5	4.3
COLOMBIA	14.4	23.3	8.9
MÉXICO	19.8	21.5	1.7
PERÚ	17.9	21.4	3.5
VENEZUELA	22.0	30.2	8.2



76

## Balance Fiscal del Sector Público

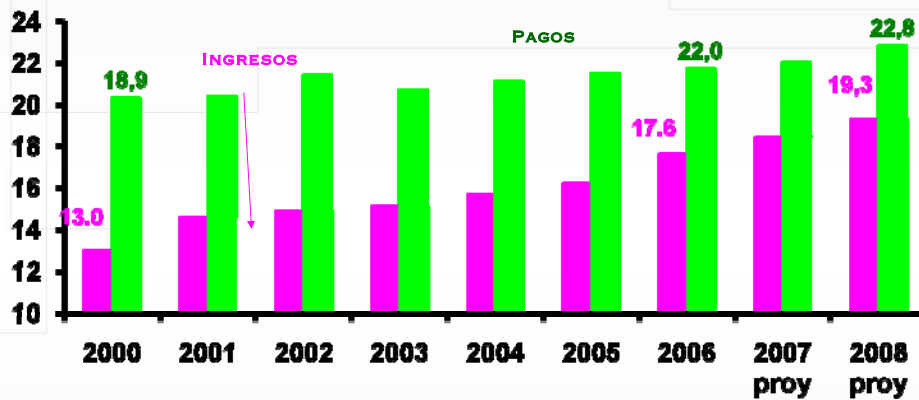


Fuente: Latin American Consensus Forecast, Agosto 08

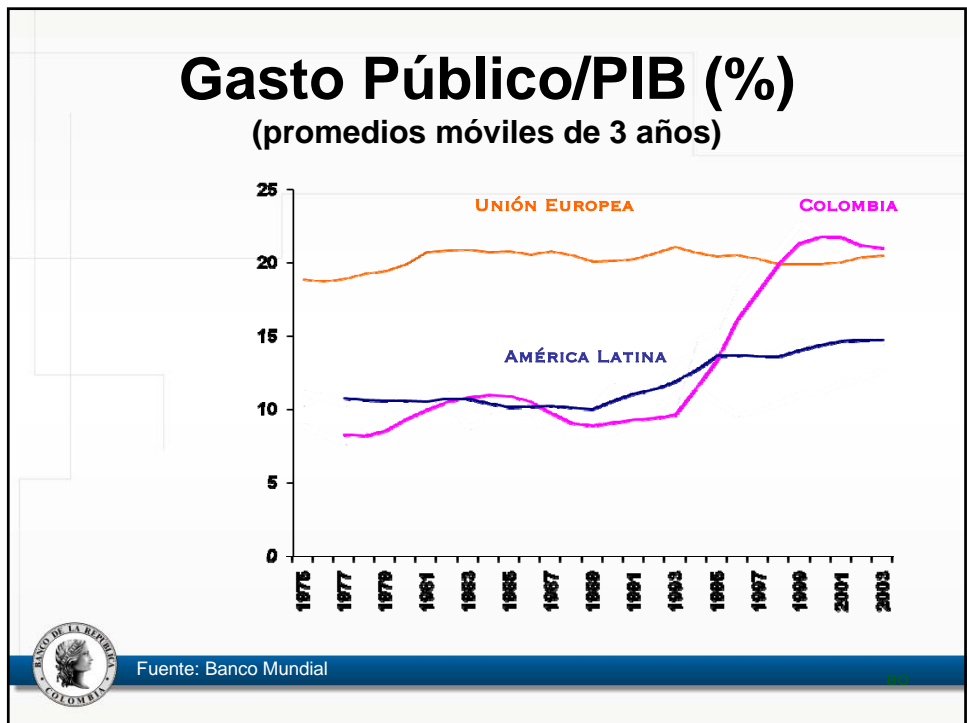
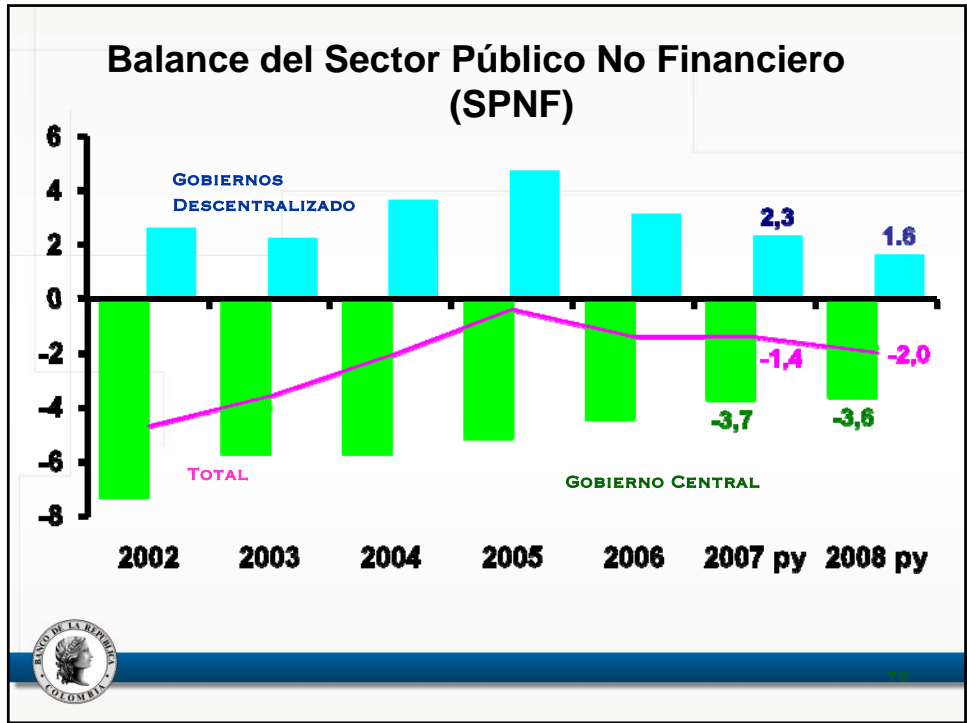
77

## El recorte fiscal ayudaría a suavizar la revaluación.

Pagos e Ingresos, Gobierno Nacional Central (% del PIB)

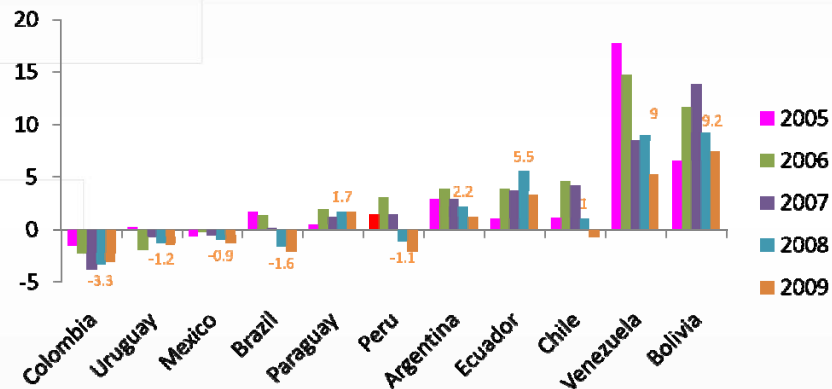


78





## Está la tasa de cambio desequilibrada? déficit de cuenta corriente



Fuente: Latin American Consensus Forecast, Agosto 08

## Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?

- Exportaciones
- Tasa de cambio y flujos de capital
- Por qué se ha revaluado más la tasa de cambio en Colombia que en la mayoría de países?
- Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?



- De alguna forma la tasa de cambio está incorporada en el esquema de inflación objetivo
  - Si la tasa de cambio es muy baja, ello va a impactar negativamente el crecimiento
    - Y el banco central bajaría las tasas de interés



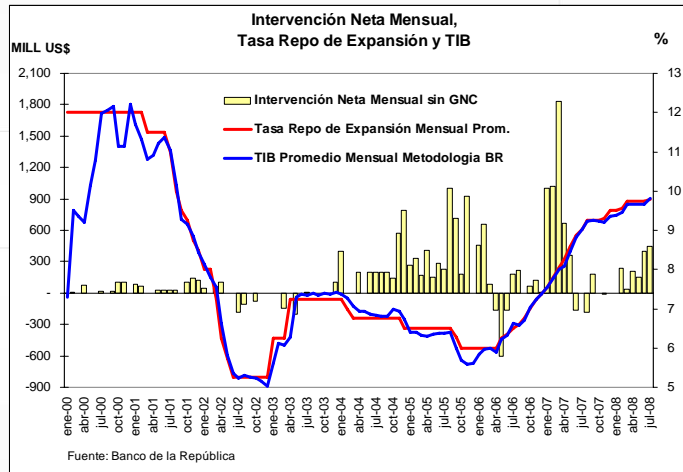
23

## **Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?**

- La literatura es sumamente prudente en este campo
  - Ataques especulativos que derrotan a los bancos centrales cuando intervienen
    - Pierden credibilidad
  - Trilogía imposible
    - Imposible apuntar a 3 objetivos: tasa de cambio fija; movilidad de capitales; política monetaria poderosa para evitar el ciclo
      - Hay que escoger 2 de las 3 posibilidades



24



Fuente: Banco de la República

## Temas

- Los dos objetivos del Banco Central: crecimiento e inflación
- Debe ser la tasa de cambio un objetivo adicional?
- Conclusiones



## Conclusiones

- Los dilemas de los bancos centrales
  - Cómo evitar que un choque temporal de alimentos y petróleo
    - Cree inflación permanente en Colombia?
      - Que a la postre implicará menor crecimiento económico
        - » Colombia pagó un enorme costo para bajar la inflación de 20% a 1 dígito (tomó más de 2 décadas)
        - » Pagaremos nuevamente el costo de bajarla?
    - Cómo proteger a Colombia de otra crisis como la de 1999?
- El crecimiento económico proyectado para 2008 y 2009 es satisfactorio
  - 4.5% - 5.7% para 2008
  - 3.4% - 5.2% para 2009
    - Luego de haber crecido al 6% promedio en los últimos 3 años; 8.2% en 2007
  - Pero...las noticias recientes no han sido buenas
    - Gran incertidumbre



37

## Conclusiones

- La tasa de cambio se ha revaluado fuertemente en la región..y en el mundo entero
  - Existen factores “positivos” que explican la mayor revaluación relativa en Colombia
- ...ayudaría
  - Un mayor ajuste fiscal?
  - Menores aranceles a la importación?



38

# Conclusiones

- La tasa de cambio no debe ser un objetivo adicional de la Junta
  - Más y más países han decidido NO fijar la tasa de cambio
    - Se pierde la política monetaria
      - Fue la crisis de 1999 parcialmente causada por una meta cambiaria en medio de políticas fiscales irresponsables?
    - Los especuladores frecuentemente derrotan a los bancos centrales
  - Crecimiento alto e inflación baja son retos suficientes
    - Más objetivos (como el cambiario)?
      - Siempre existirían “razones” para no cumplir la meta de inflación



59

- Los exportadores han logrado exportar MUCHO MAS...A pesar de la revaluación
  - No es éste un síntoma de un enorme cambio en productividad?
    - No estaríamos TODOS satisfechos con una tasa de cambio de \$ 2000/US\$ en el 2009?



60