



# La política monetaria en la actual coyuntura monetaria y cambiaria

Seminario ANIF-FEDESARROLLO

Bogotá, 13 de Junio de 2013

---

Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva

# Agenda

- I. **La coyuntura de los últimos dos trimestres de 2012 y el primero de 2013.**
- II. Segundo trimestre de 2013. Cambio de tendencia?
- III. Consideraciones de política monetaria y cambiaria.

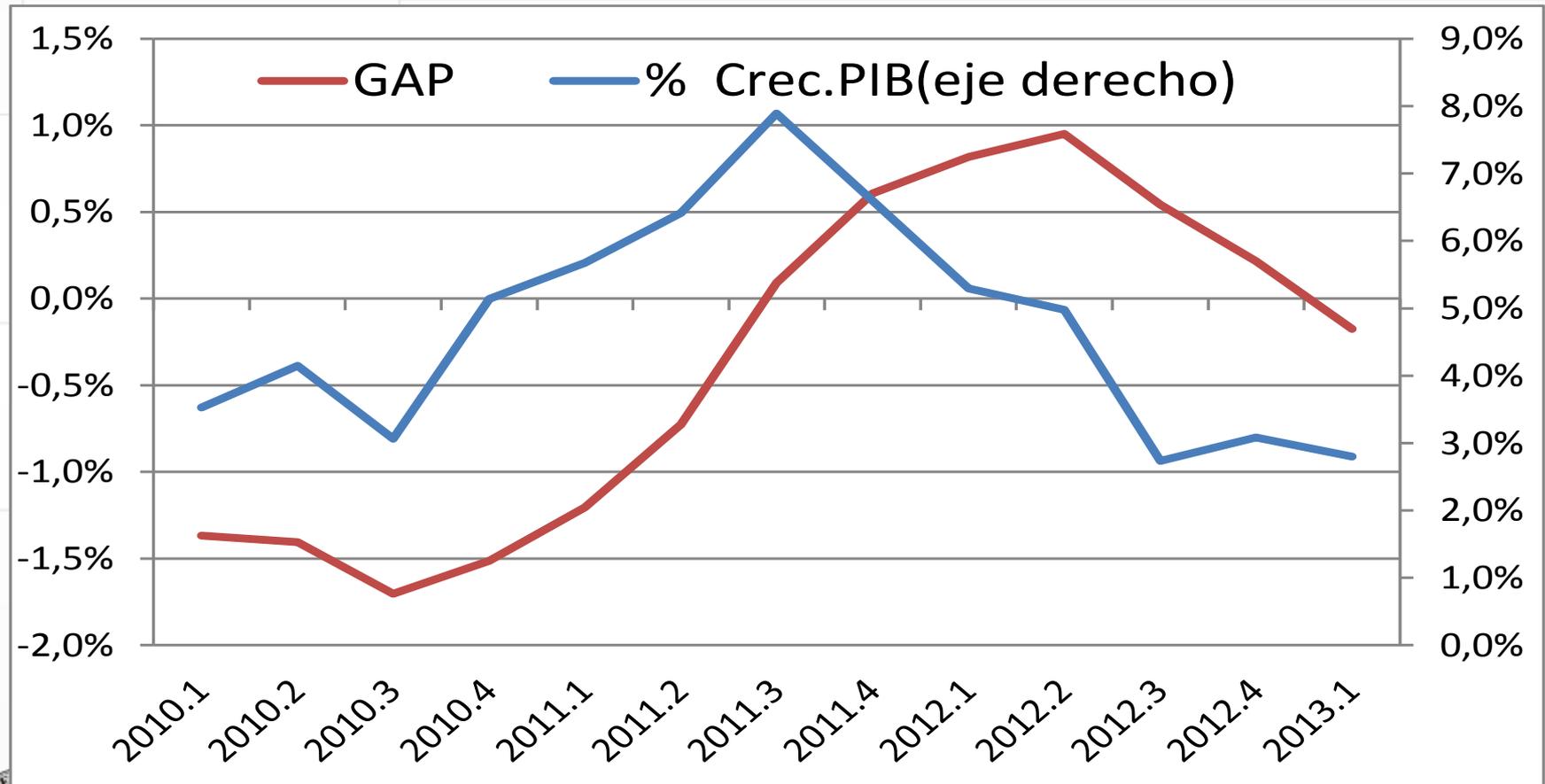


# I. La coyuntura de los últimos dos trimestres de 2012 y el primero de 2013

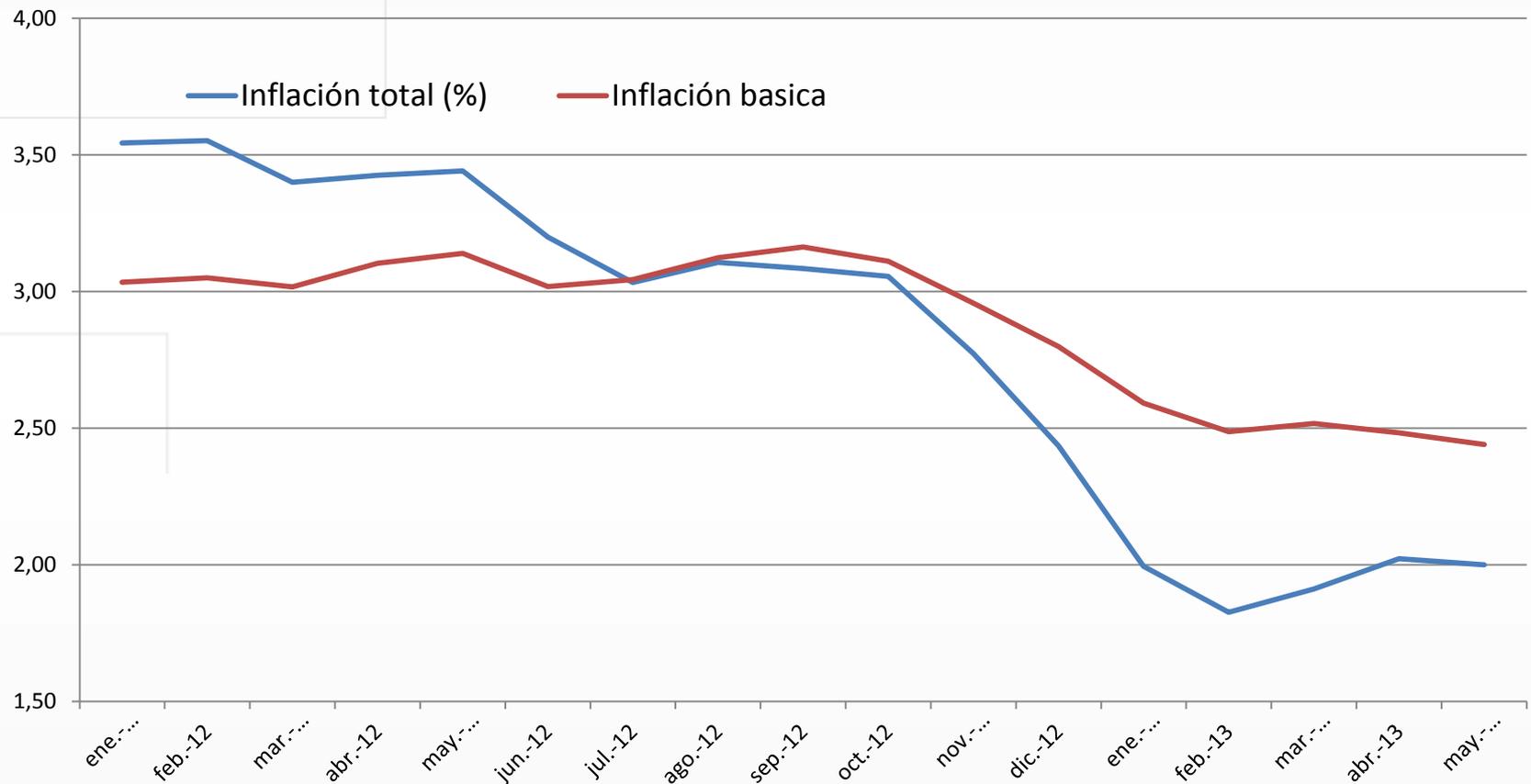
- Disminución de la demanda agregada.
- Amplia liquidez externa y mercados de capitales.
- Indicadores de leves y decrecientes “excesos financieros”.
- La respuesta de política.



Desde el segundo semestre de 2012 el PIB está creciendo por debajo de su potencial; por lo cual en el primer trimestre de 2013 se tendrían excesos de capacidad instalada.



Consistente con una reducción de la demanda agregada, tanto la inflación como la inflación básica se encuentran por debajo del punto medio del rango meta



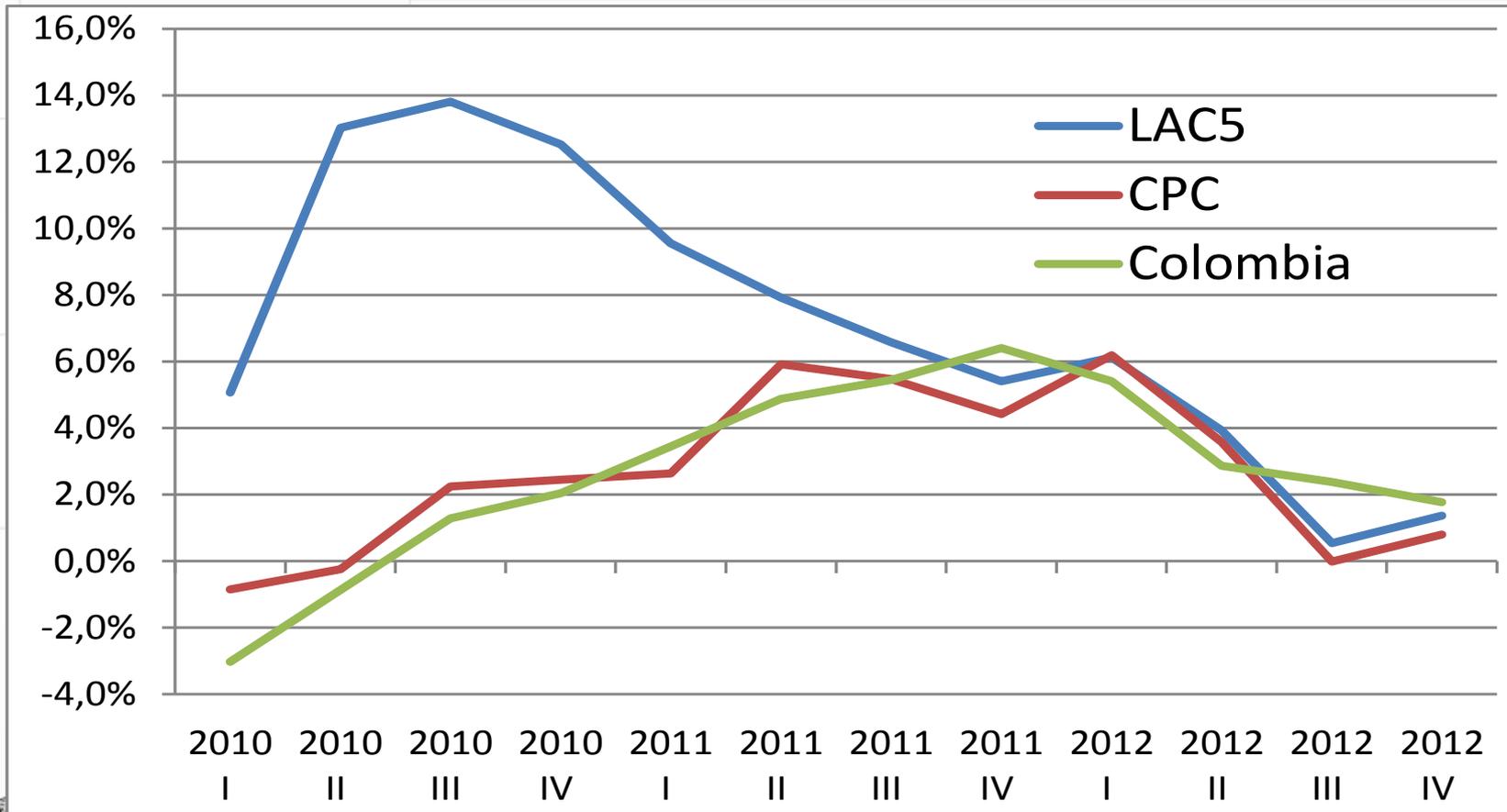
# Qué produjo la desaceleración en los tres últimos trimestres?

- Choque de menor demanda externa.
- Menor demanda privada, especialmente de bienes durables (Consumo durable e inversión).
- Desaceleración de la inversión pública.

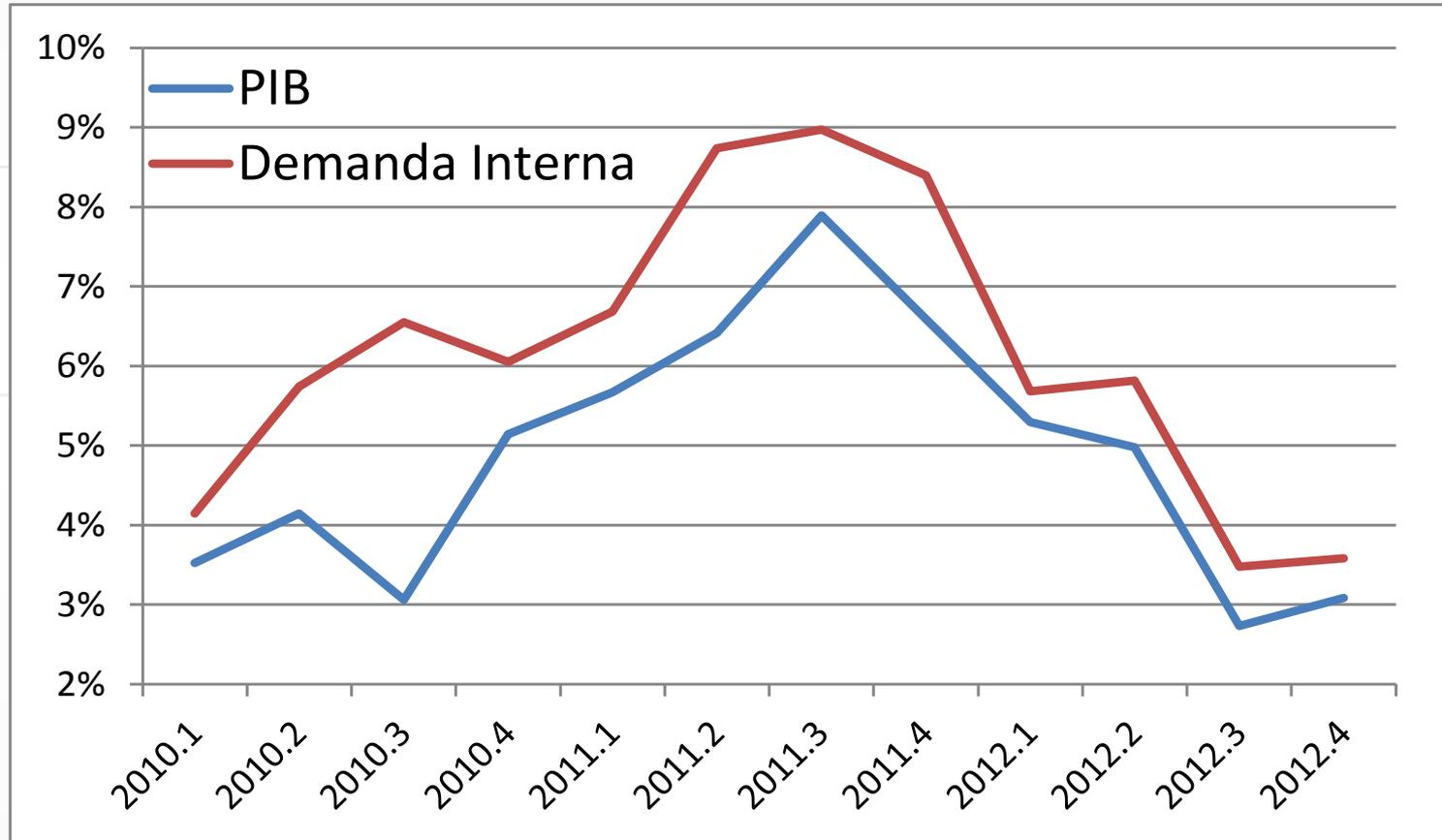


La menor demanda externa se ha reflejado en una desaceleración de las exportaciones generalizada en América Latina.

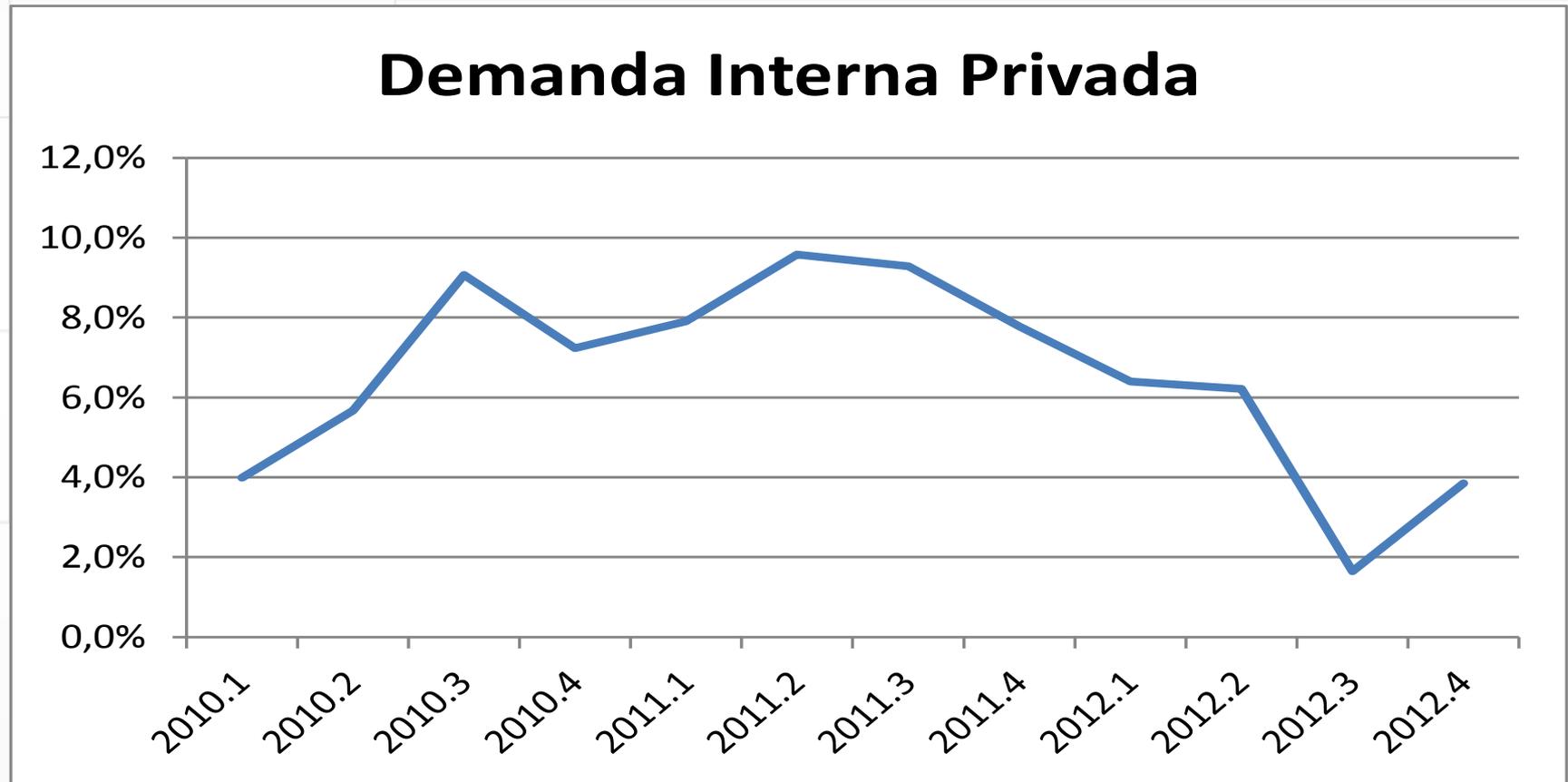
## Crecimiento anual de las exportaciones reales.



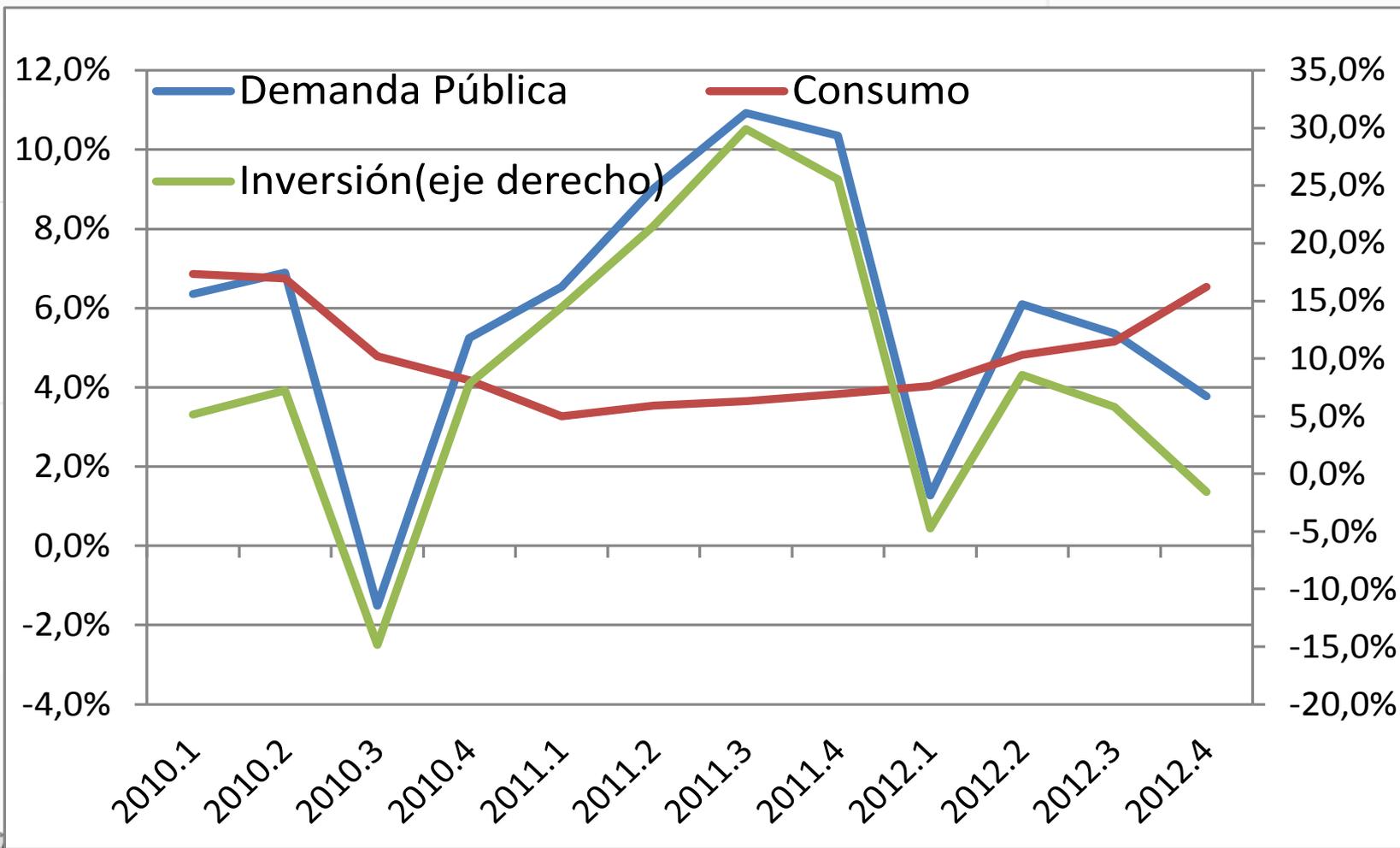
# Buena parte del comportamiento del PIB ha sido inducido por la demanda interna



# El crecimiento de la demanda interna privada se redujo en el segundo semestre de 2012



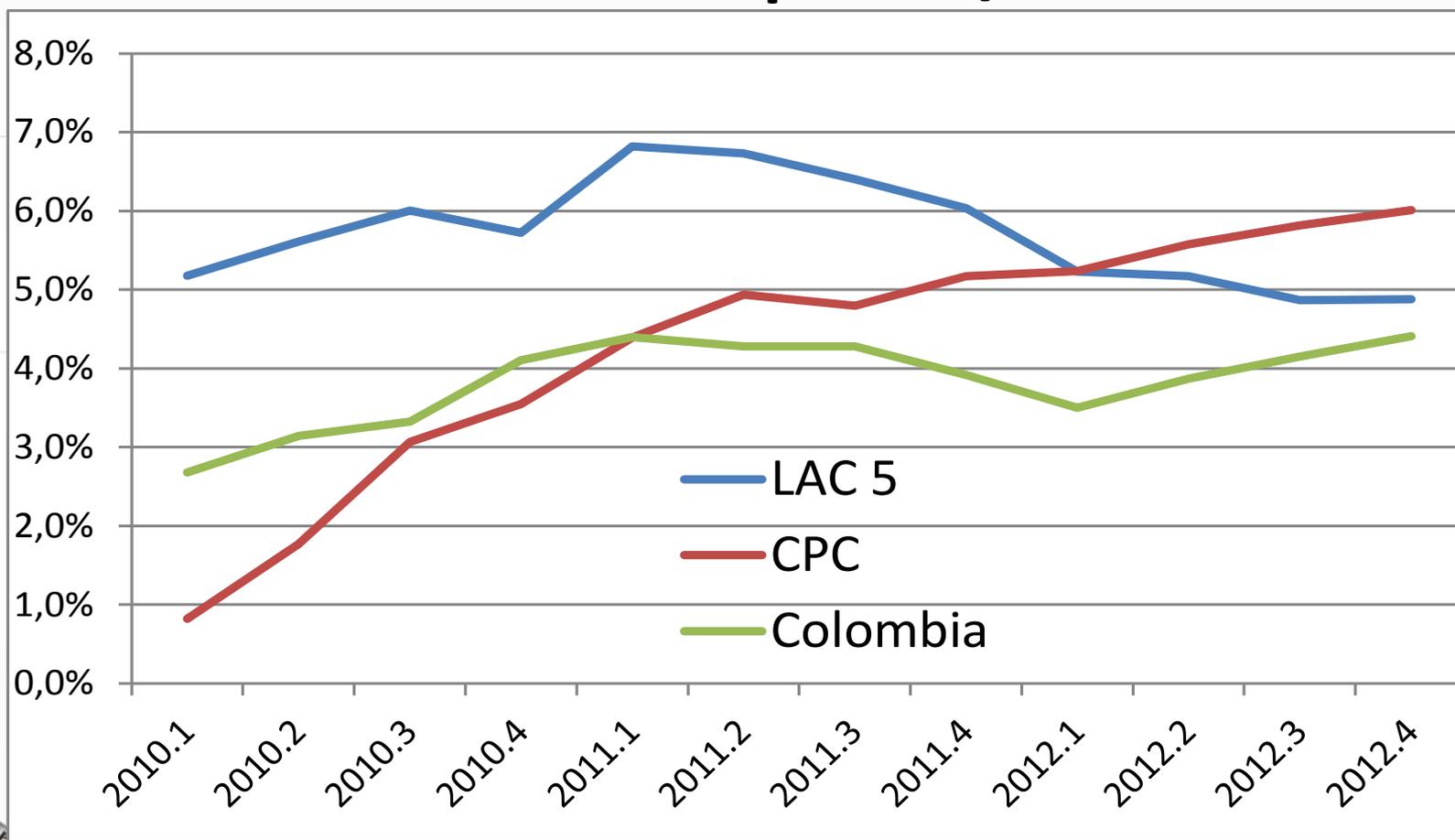
# Al igual que la inversión pública



Fuente: DANE. Cálculos propios

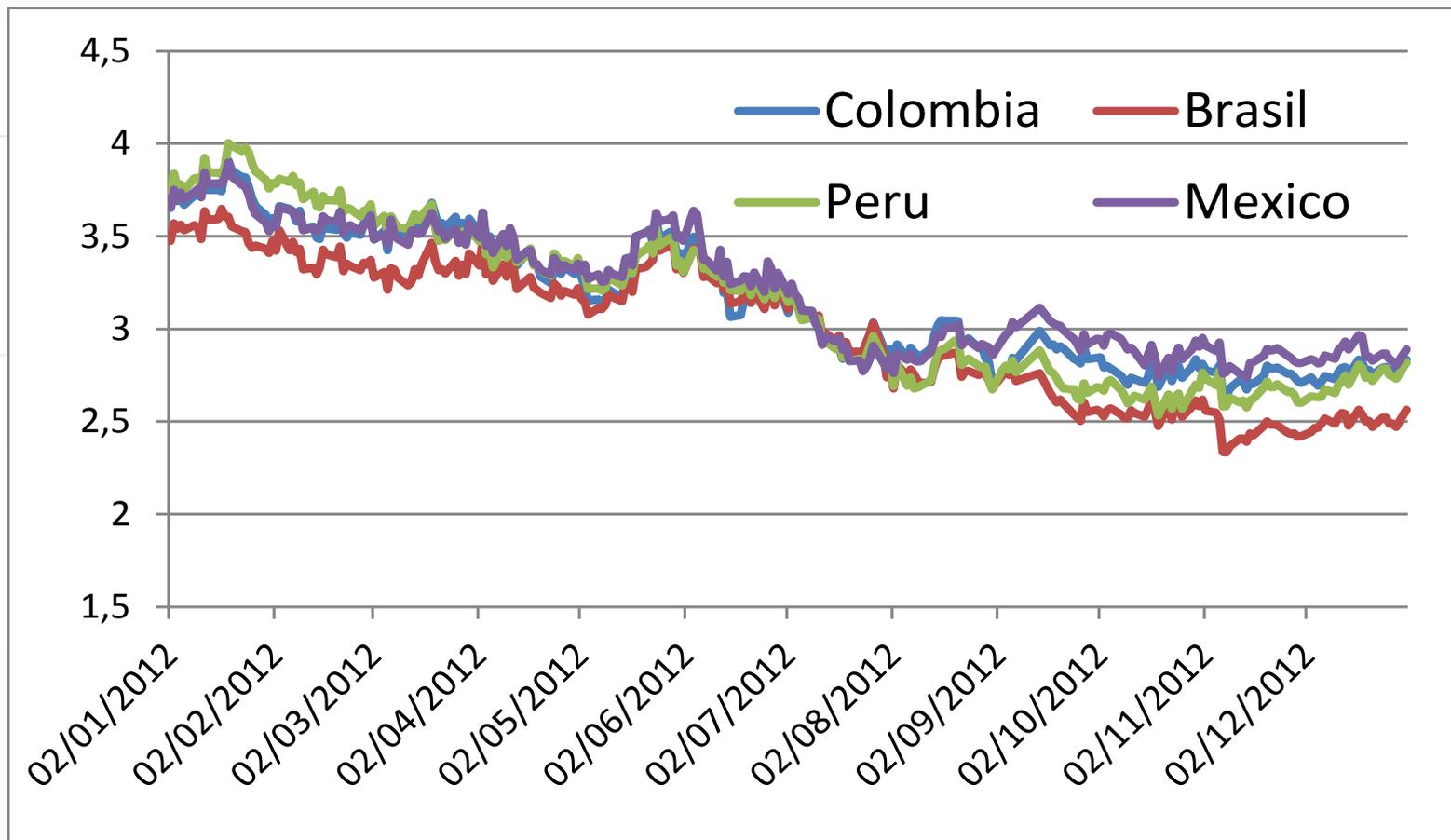
La liquidez externa fue abundante con capitales llegando a toda la región.

## Cuenta de capitales/PIB



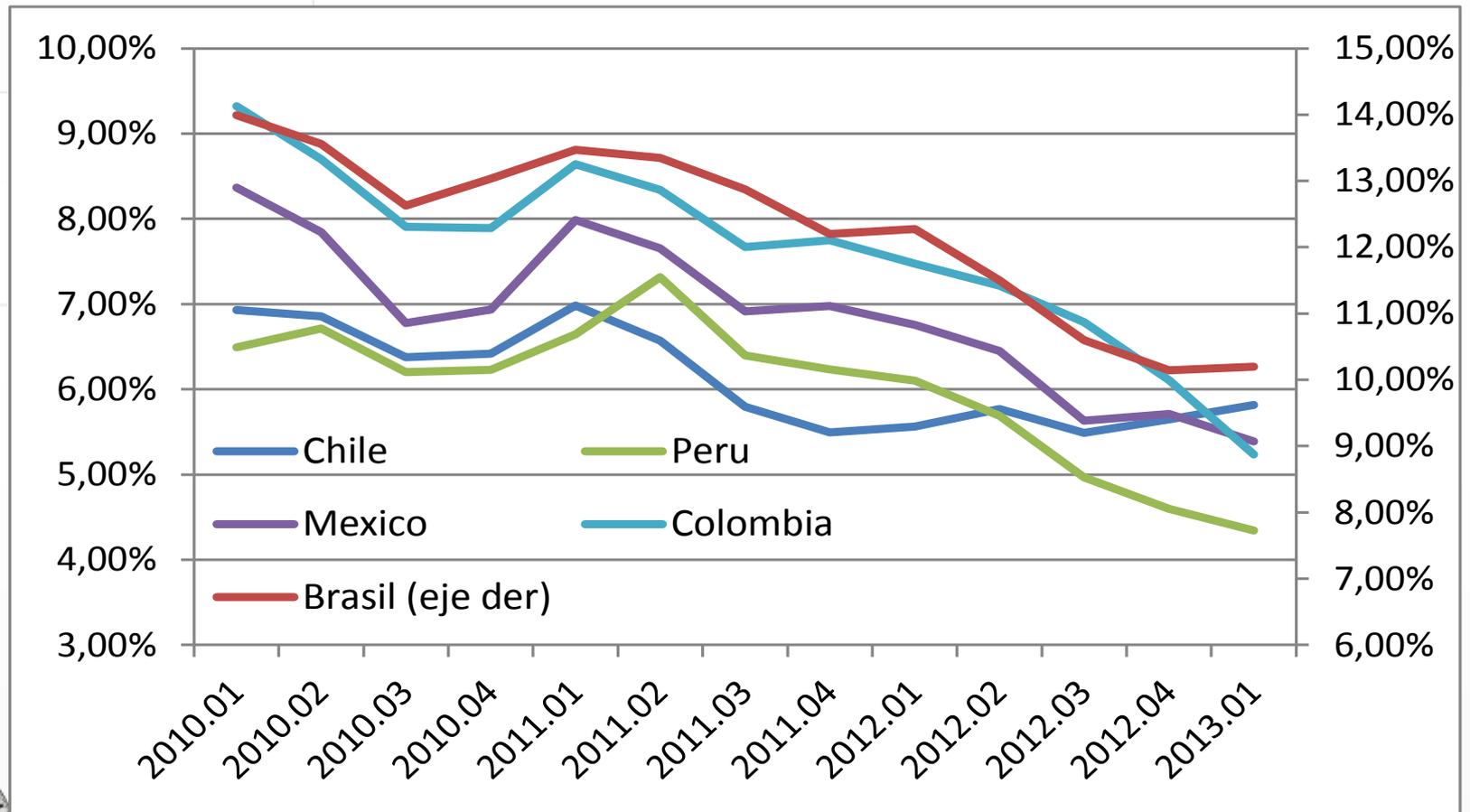
Lo que se reflejó en bajas tasas para los soberanos en los mercados internacionales.

## Tasas de Interés bonos soberanos en dólares



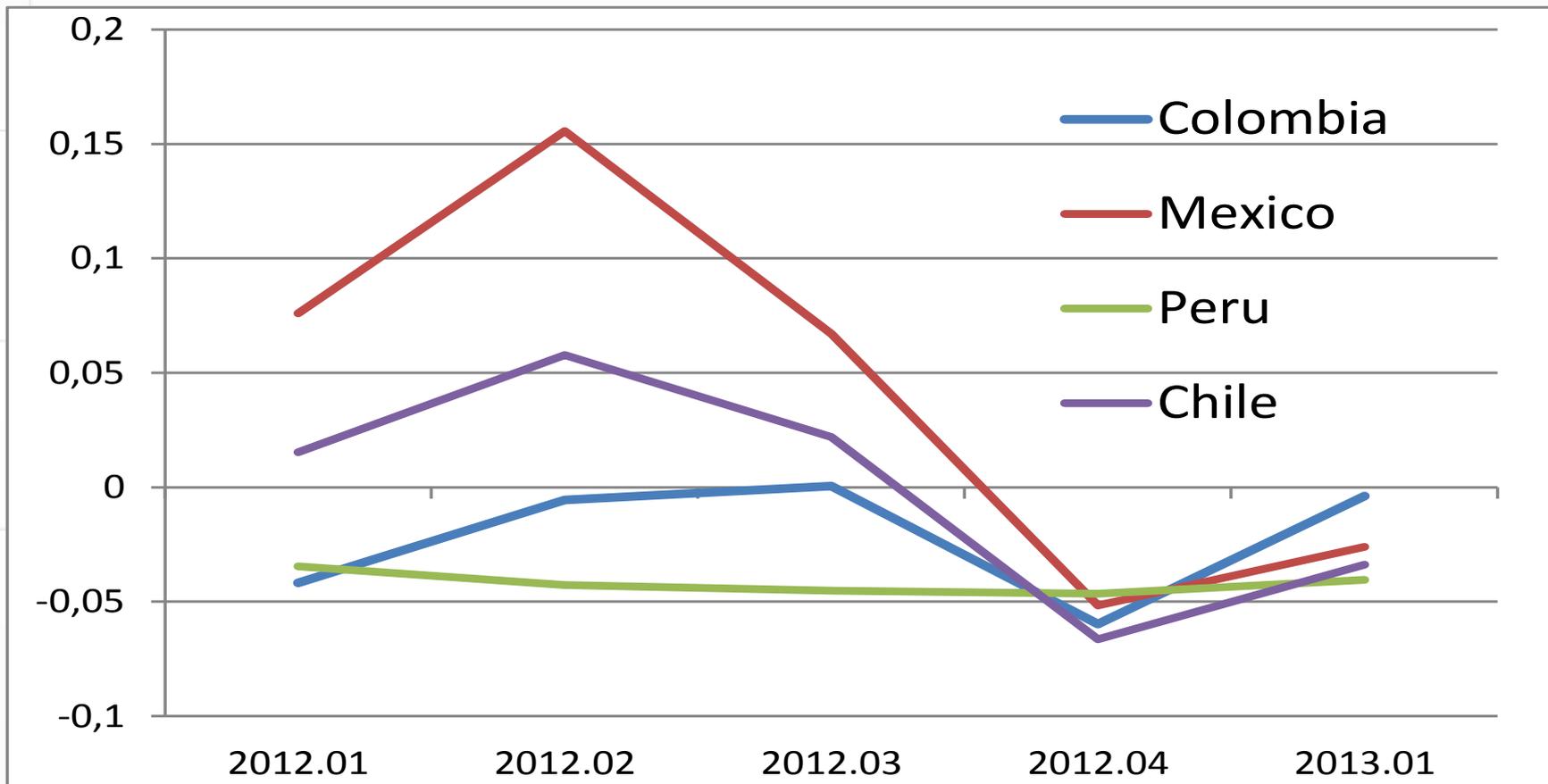
Y en las tasas de los soberanos en los mercados locales.

## Tasas de la deuda a diez años en moneda local



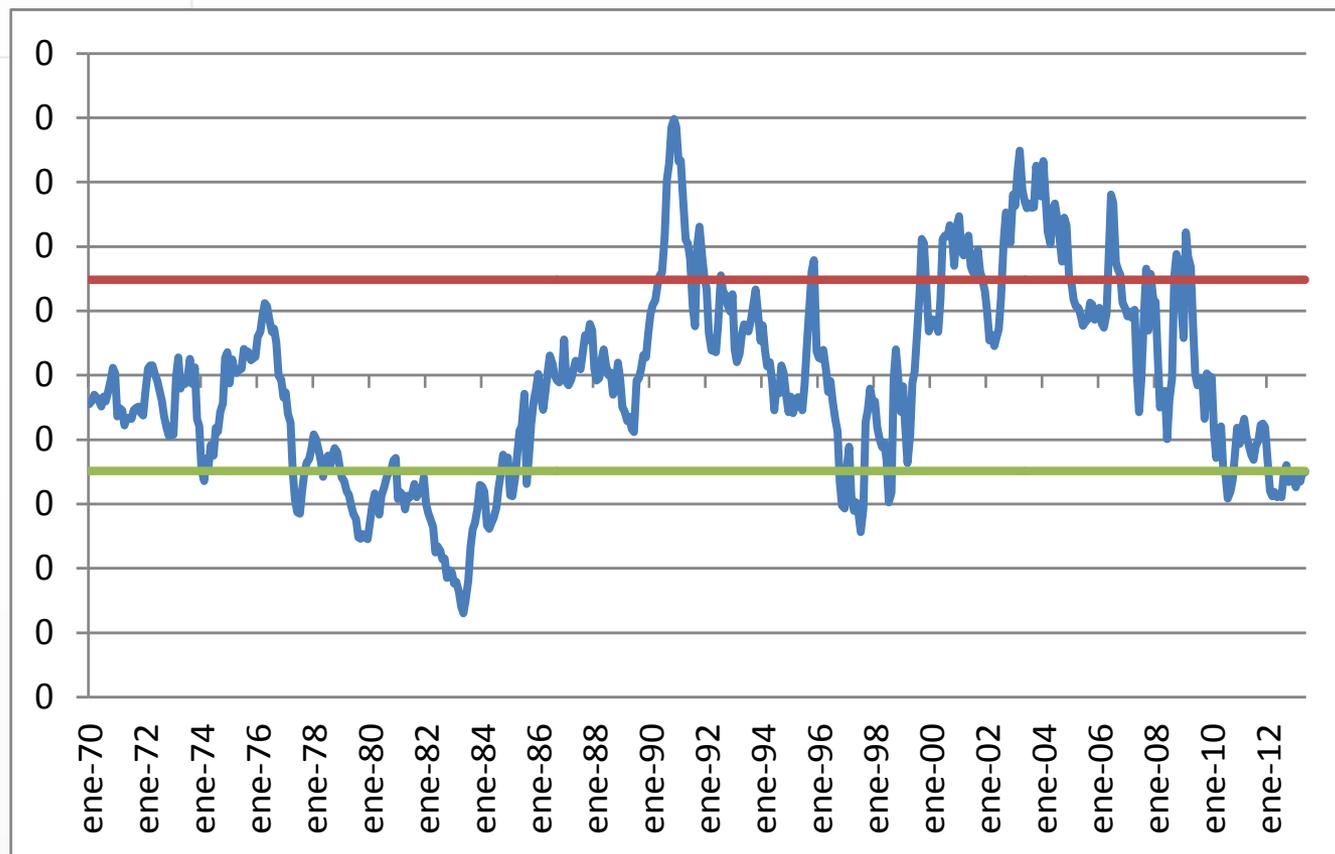
# Y a las tasas de cambio, que se revaluaron a finales de 2012

## Devaluación anual con respecto al dólar

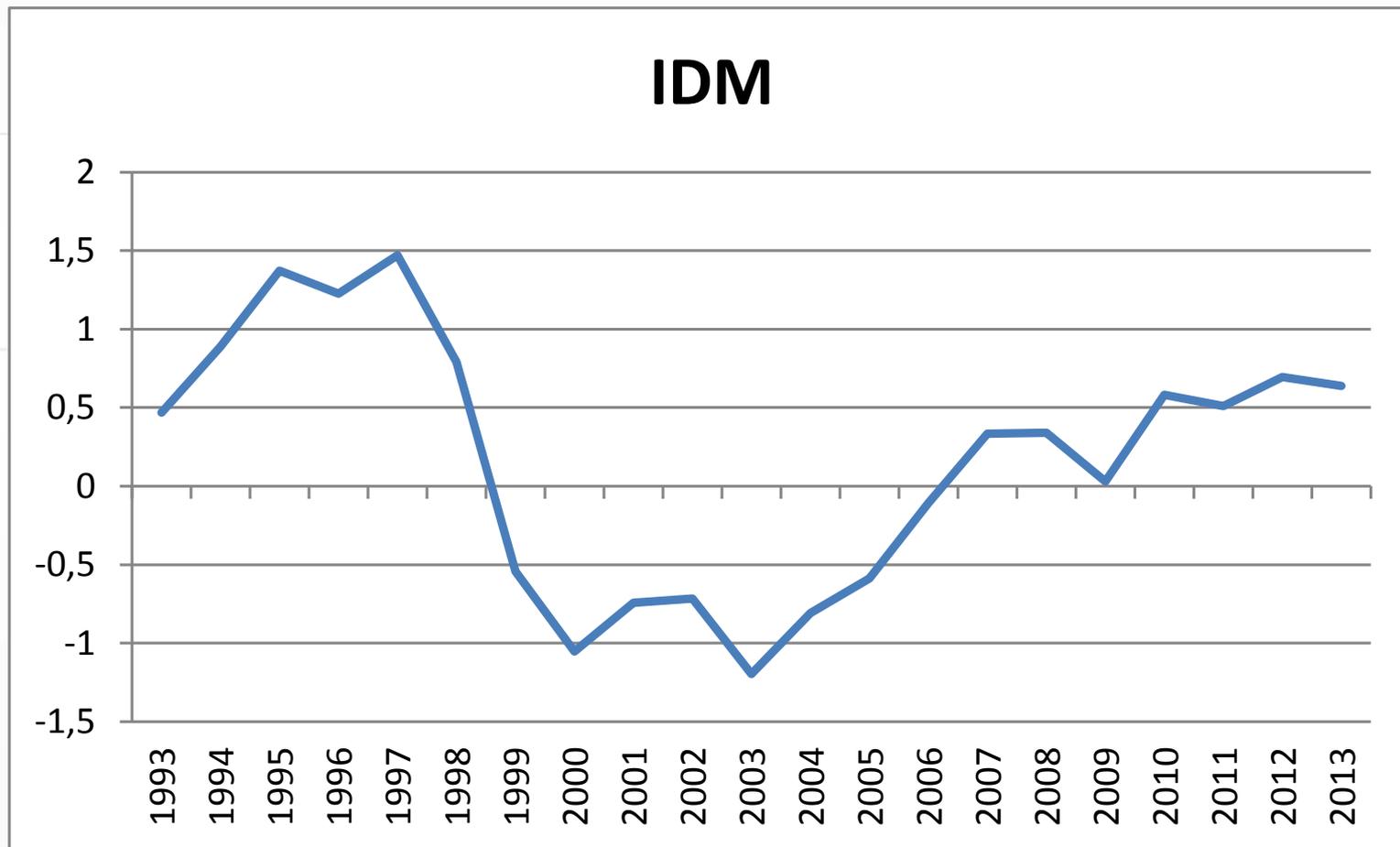


En el caso de Colombia esto llevó a que se incrementaran las posibilidades de desalineamientos cambiarios

## Índice de desalineamiento del tipo de cambio nominal



Los indicadores que señalan la posible presencia de “desequilibrios financieros” contuvieron su crecimiento.



# La respuesta de Política

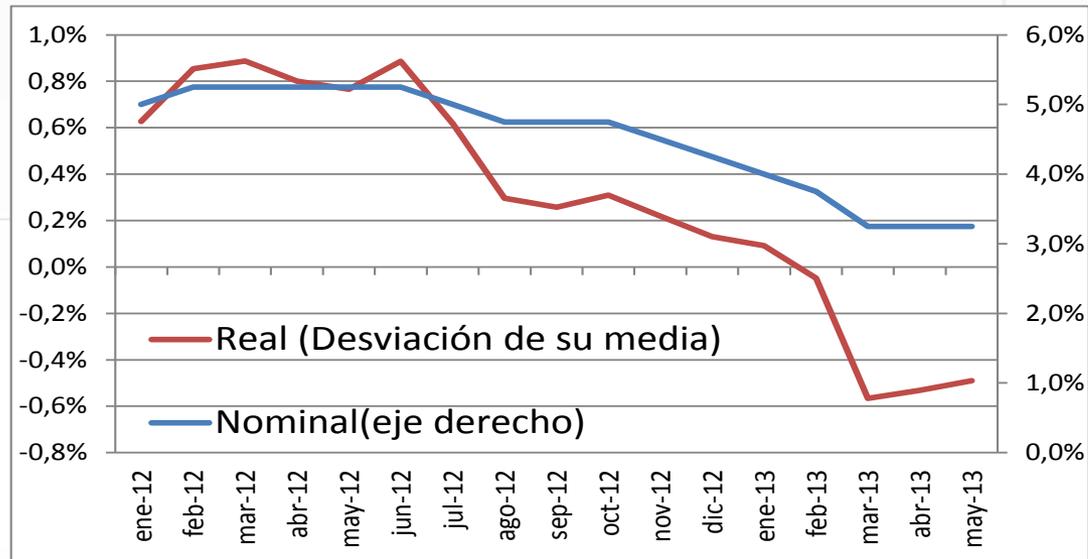
La respuesta de la JDBR fue una combinación consistente de políticas que relajaran las condiciones monetarias y fueran favorables a una menor apreciación cambiaria.

- Reducciones de la tasa de interés de intervención hasta alcanzar un postura expansiva.
- Incremento en las compras de reservas en el mercado cambiario.



# La política monetaria

## Tasas de interés de Intervención



- De acuerdo con el esquema de “inflación objetivo”, bajos niveles de inflación básica y GAPS del producto negativos son consistentes con una postura expansiva de política.
- Este cambio en la postura fue posible gracias a haber contenido la tendencia que mostraban los desequilibrios financieros.



Las reducciones en las tasas de intervención se han transmitido a otras tasas de interés, especialmente las activas

**Tasas Nominales de Interés  
Promedio mensual**

	<b>Julio/12 (%)</b>	<b>Mayo/13 (%)</b>	<b>Variación Jul/12 a May/13 Puntos básicos</b>
<b>Tasas de Captación</b>			
CDT total	6.08	4.19	-188
DTF	5.44	3.98	-146
<b>Tasas de Colocación</b>			
Tasa Colocación BR	12.47	10.40	-207
Consumo	19.66	17.90	-176
Ordinario	12.29	10.16	-213
Hipotecaria	13.04	10.85	-219
Preferencial	9.30	6.93	-237
<b>TIB</b>	<b>5.35</b>	<b>3.20</b>	<b>-216</b>
<b>Subasta de Expansión</b>	<b>5.25</b>	<b>3.25</b>	<b>-200</b>



# La Política Cambiaria

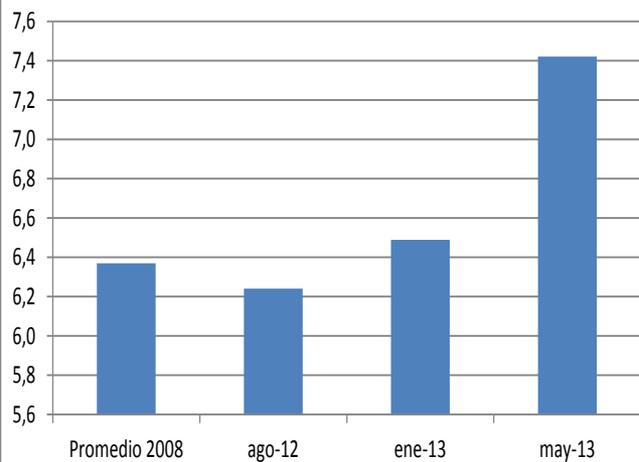
La intervención se incrementó desde el segundo semestre de 2012 debido a la conjugación de varios factores:

- Evidencia de un posible desalineamiento del tipo de cambio nominal.
- Fase expansiva de la política monetaria
- Utilidad de tener mayores reservas internacionales.

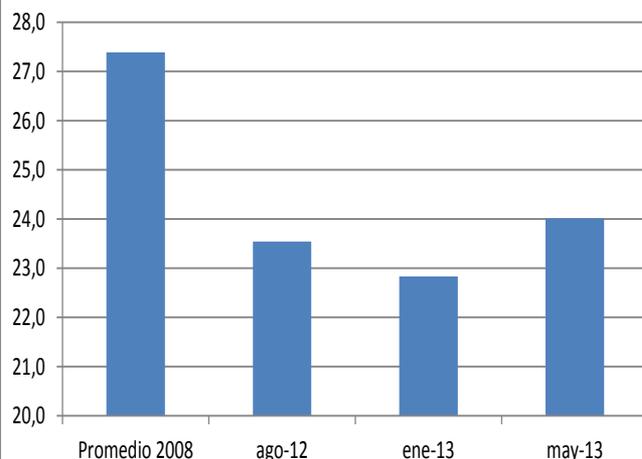


# Los indicadores de niveles relativos de las reservas se habían disminuido desde 2008

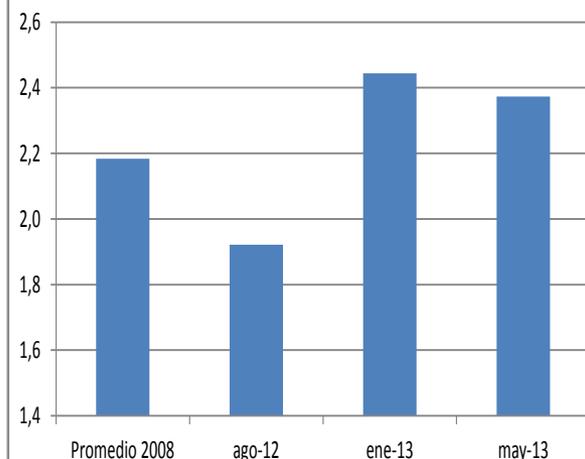
## Meses de Importación



## M3



## Amortizaciones deuda < 1 año



# La Política Cambiaria

Estas condiciones permitieron que se incrementara 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

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

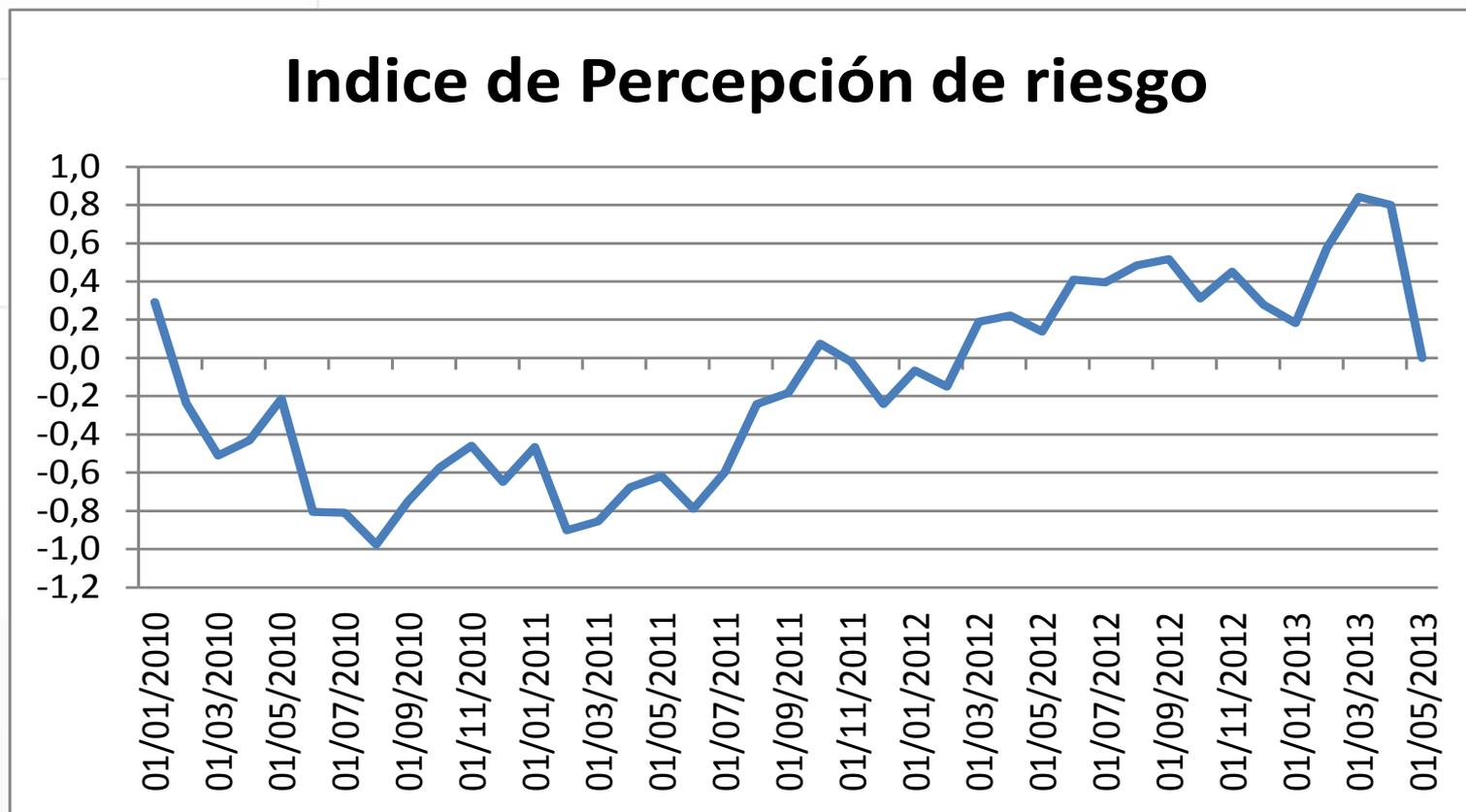


# Agenda

- I. La coyuntura de los últimos dos trimestres de 2012 y el primero de 2013
- II. Segundo trimestre de 2013. Cambio de tendencia?**
- III. Consideraciones de política monetaria y cambiaria

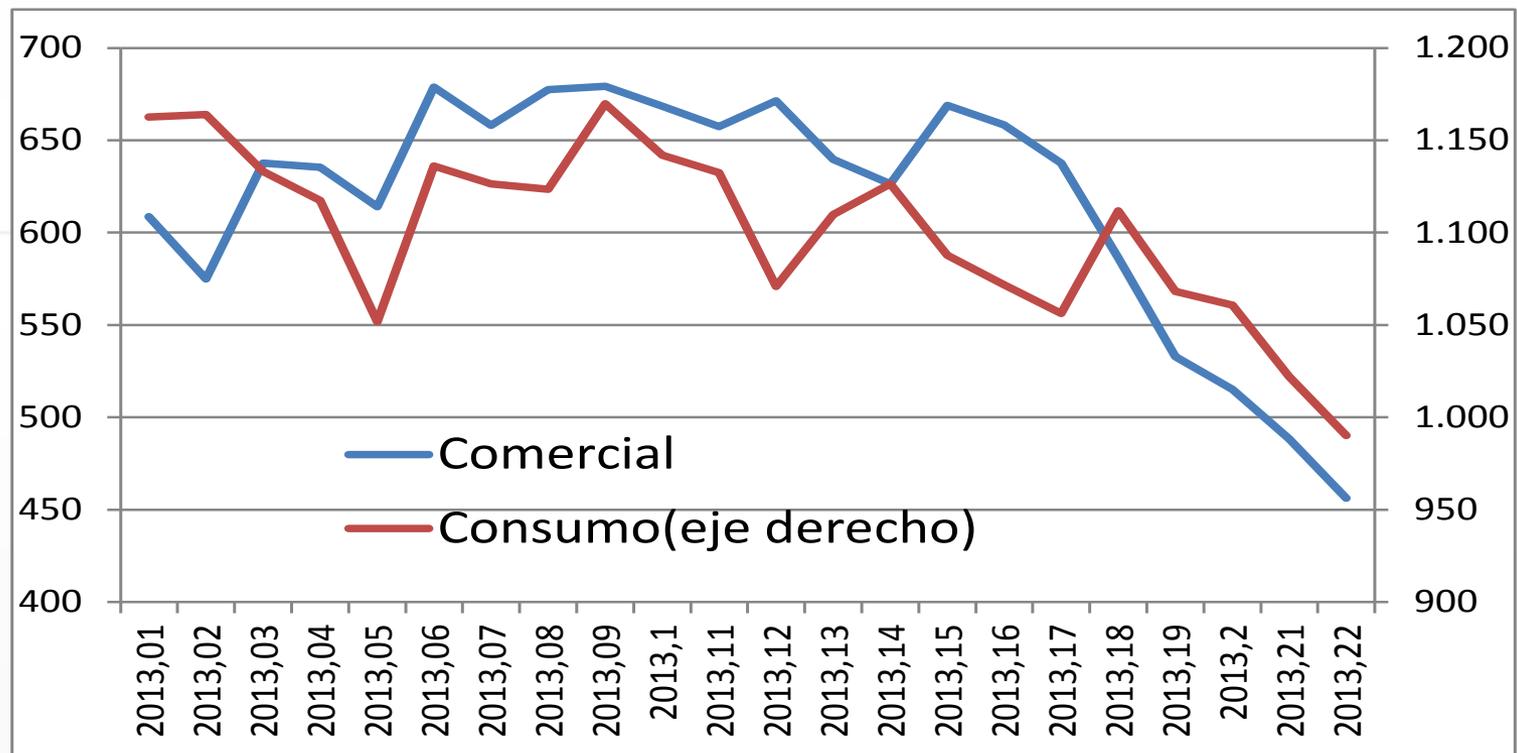


Parece existir una menor percepción o un mayor apetito por riesgo de los agentes locales.

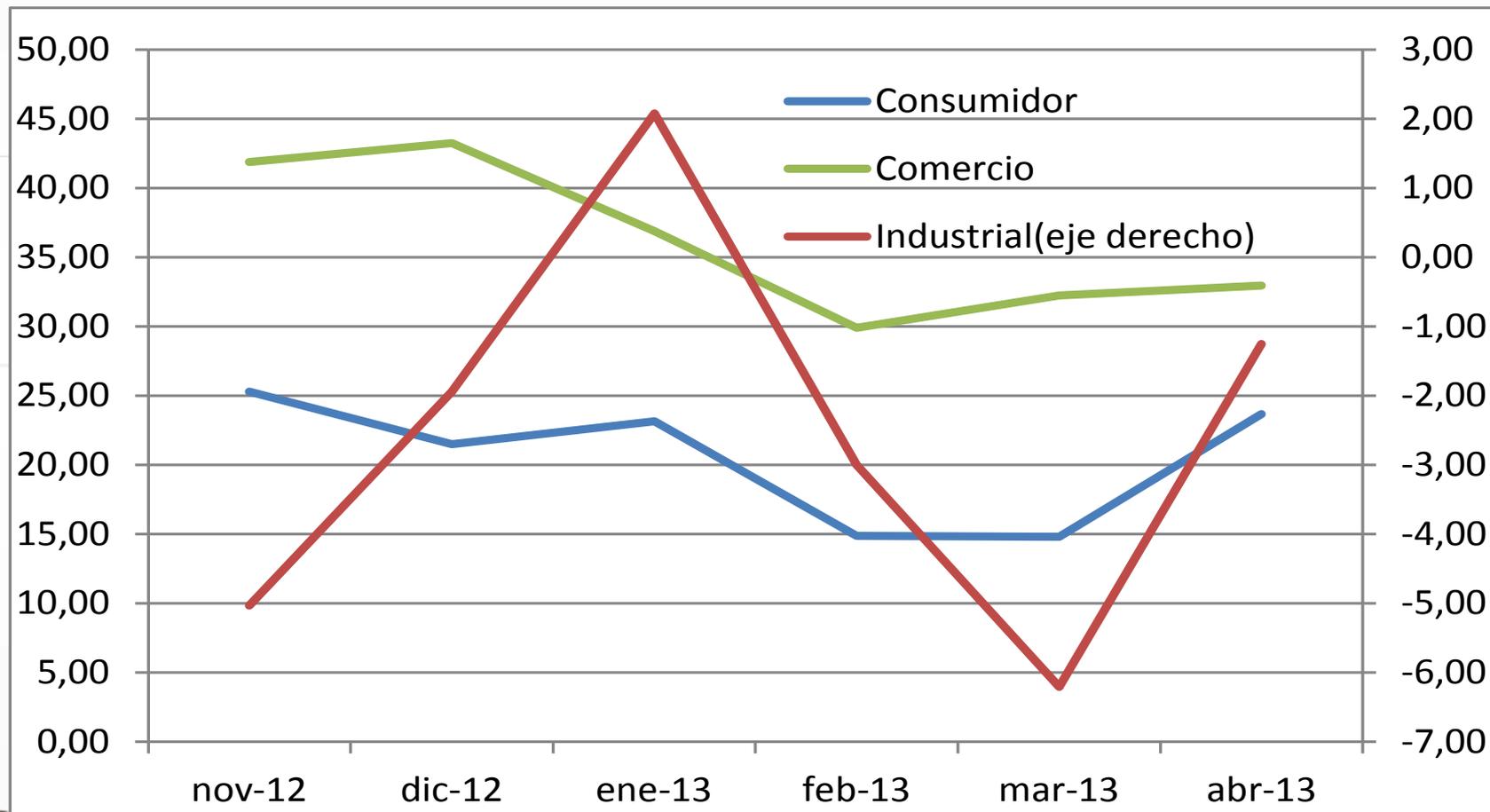


Y en el sistema financiero que ha reducido su prima de riesgo.

## Primas de riesgo implícitas en las tasas de colocación



# La percepción de una mejora reciente en la confianza también se refleja en los distintos indicadores de expectativas



# Que han mejorado sincronizadamente

## Últimos datos similares

<b>Niveles</b>	
Consumidores	nov-12
Comercio	ene-13
Industria	ene-13

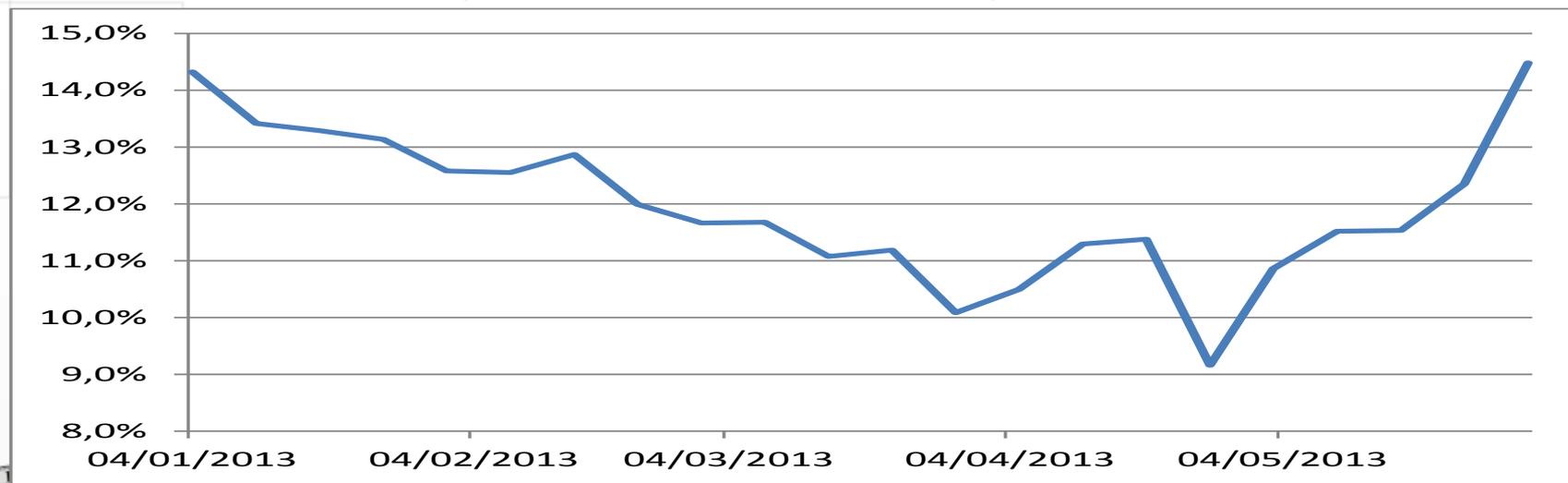
<b>Cambio</b>	
Consumidores	jun-11
Comercio	mar-13
Industria	dic-10
Cambio Conjunto 3 indicadores	ene-12



# Adicionalmente se puede esperar un mayor impulso fiscal

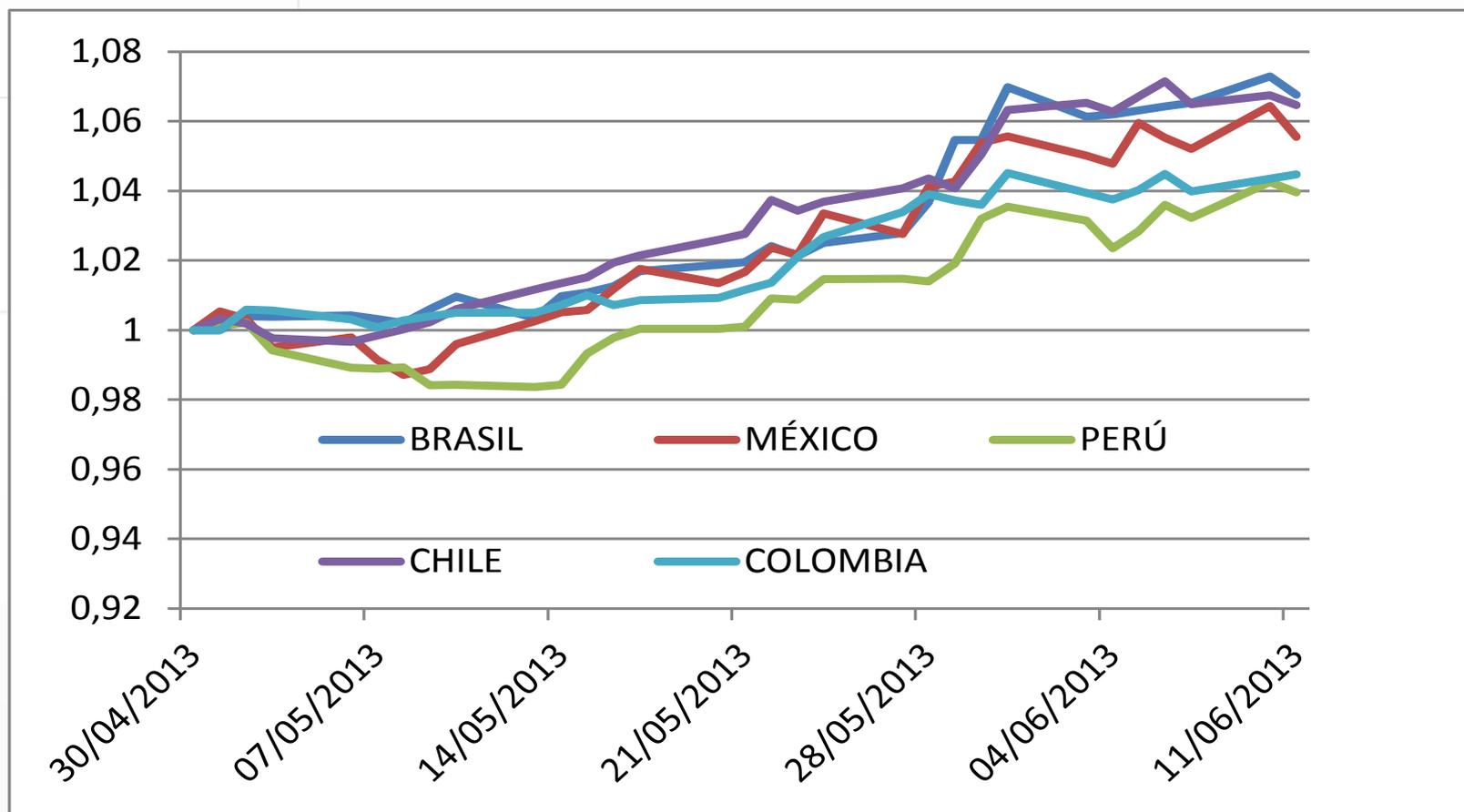
- Incremento en el gasto de los gobiernos regionales.
- Avance de los programas de vivienda gratuita.
- Primeros efectos de los programas de subsidios a las tasas de interés.

## Crecimiento de la cartera Hipotecaria (Trimestre anualizado)



La liquidez de los mercados externos y de capitales también ha sufrido un choque recientemente

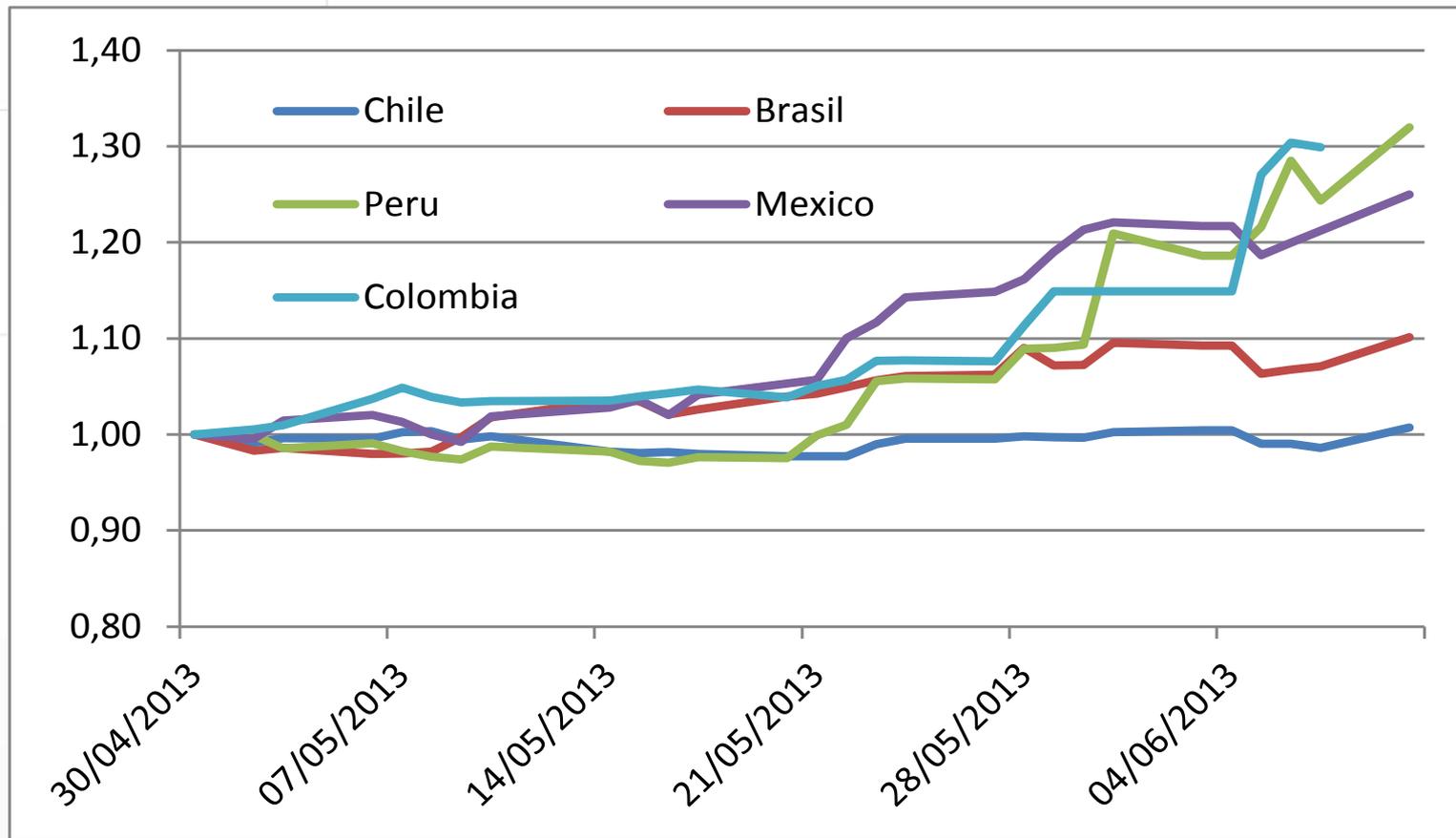
## Índice de Tasa de Cambio Nominal 30 de abril=1



Que ha afectado también los mercados locales.

## Índice de tasas de interés soberano

30 de abril=1



# Los últimos datos dan indicios de cambios de tendencia en varios sentidos....

- Los indicadores mas recientes de “apetito por riesgo” y expectativas muestran que puede haber un cambio de tendencia en la dinámica de la demanda interna privada, en parte como resultado de las acciones de política monetaria.
- La demanda pública y la privada impulsadas por acciones de política fiscal muy seguramente se acelerarán en los próximos trimestres.



# Los últimos datos dan indicios de cambios de tendencia en varios sentidos....

- Se ha ampliado la incertidumbre sobre el escenario de liquidez internacional hacia el segundo semestre, lo que ha repercutido en los precios de los activos de los EMs.
- Sin embargo, la continuidad, fortaleza y contradicciones posibles en estas tendencias es muy incierta, lo que muestra la necesidad de mantener mucha flexibilidad en las herramientas de política.



# Agenda

- La coyuntura de los últimos dos trimestres de 2012 y el primero de 2013
- Segundo trimestre de 2013. Cambio de tendencia?
- **Consideraciones de política monetaria y cambiaria**



# Las claves de la política

- Flexibilidad en las decisiones de tasas de interés de intervención.
- Mantener todas las alternativas de manejo cambiario:
  - La posibilidad de flotar
  - Niveles adecuados de reservas y apoyos contingentes.



# Factores que favorecen la flexibilidad en la política monetaria y cambiaria.

- Expectativas de inflación ancladas al objetivo de mediano plazo.
- Solidez en los balances de los agentes que les permitan modificar sus decisiones de gasto sin afectar su solvencia.
- Bajo “traspaso” de los precios externos y la devaluación a la inflación doméstica.

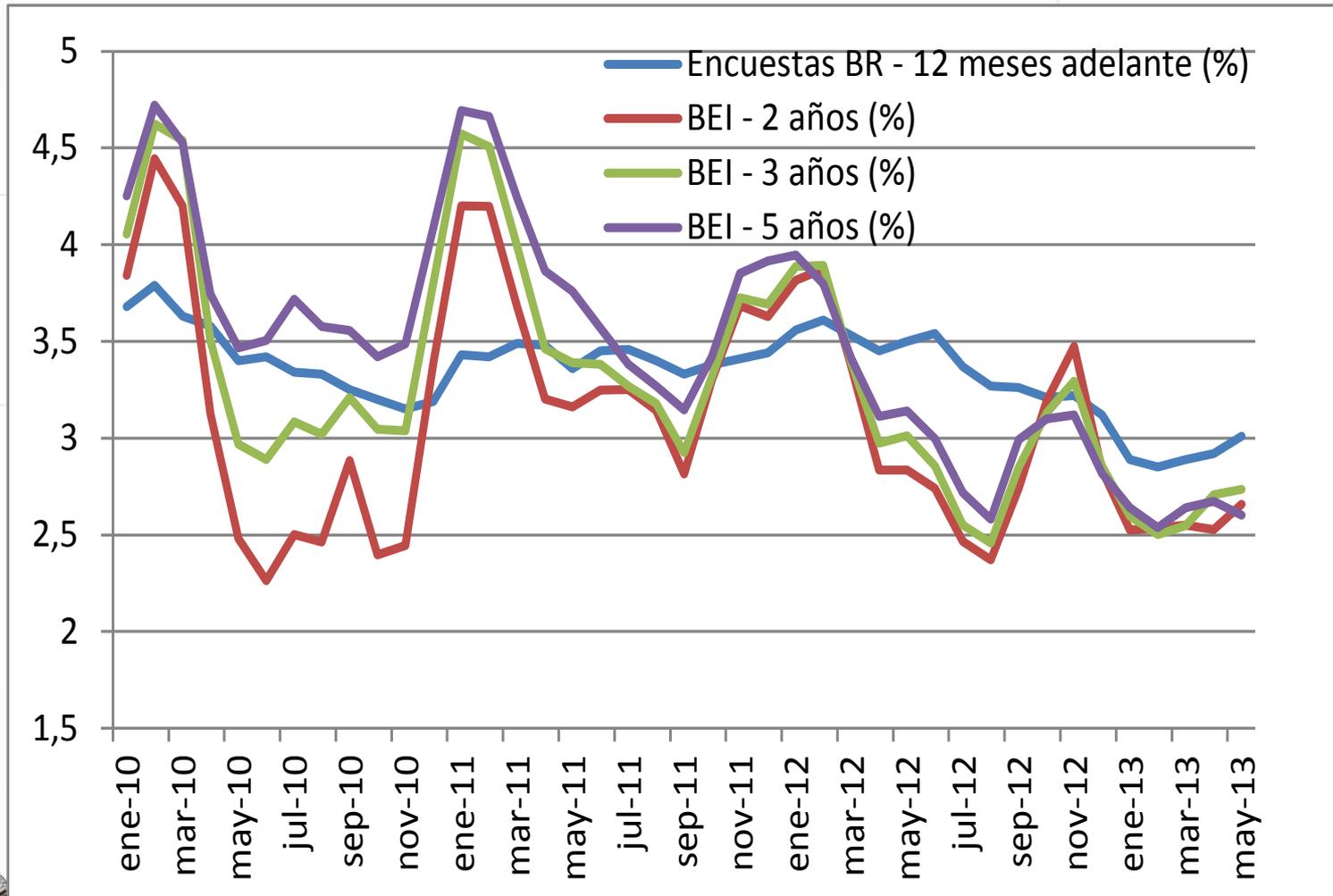


# Factores que favorecen la flexibilidad en la política monetaria y cambiaria.

- Inexistencia de descalces cambiarios de importancia.
- Mantener un nivel adecuado de reservas y/o líneas contingentes



# Expectativas de Inflación



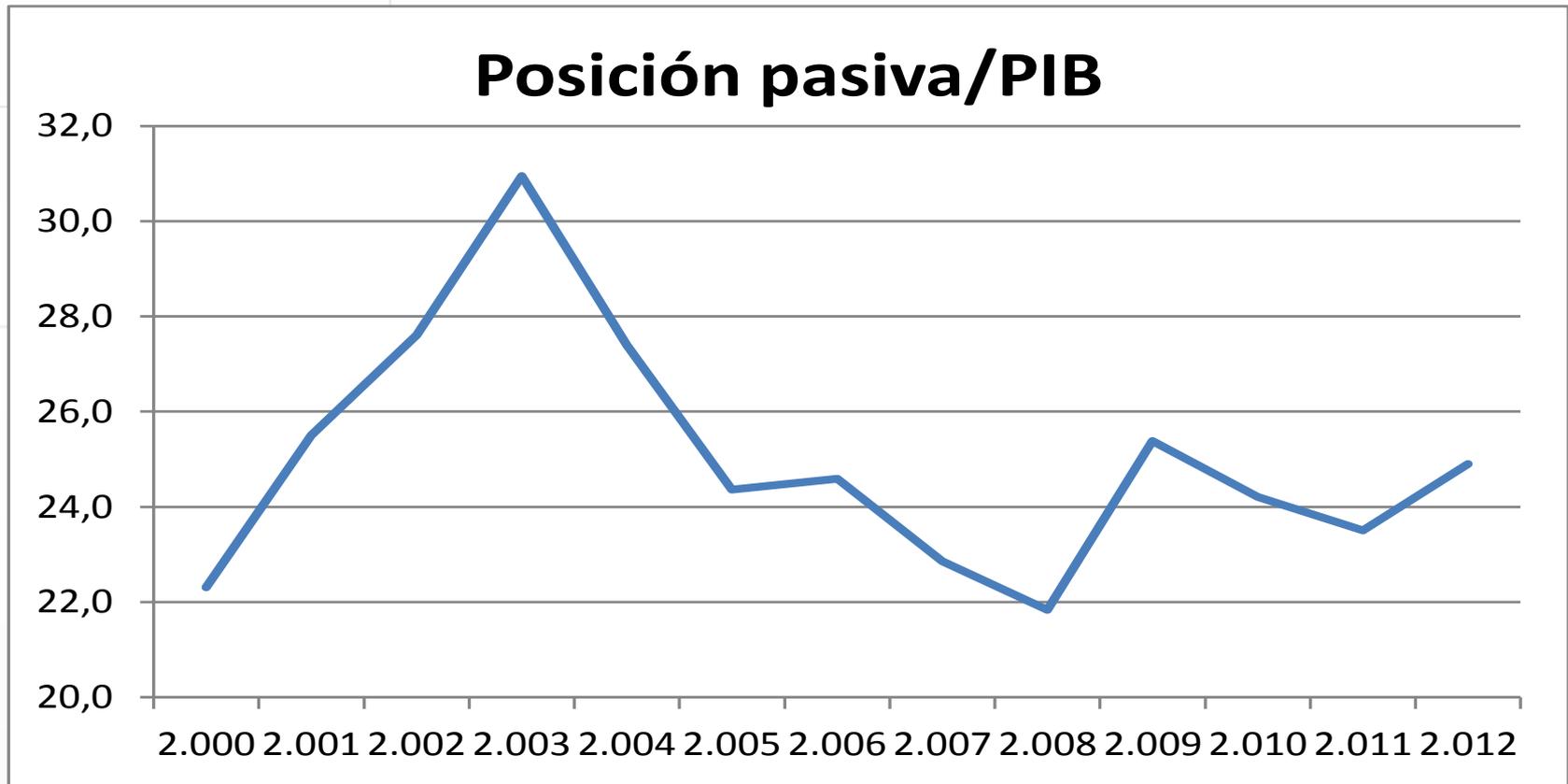
# Traspaso de devaluación a Inflación

Puede ser bajo, en estas circunstancias, por factores estructurales y coyunturales.

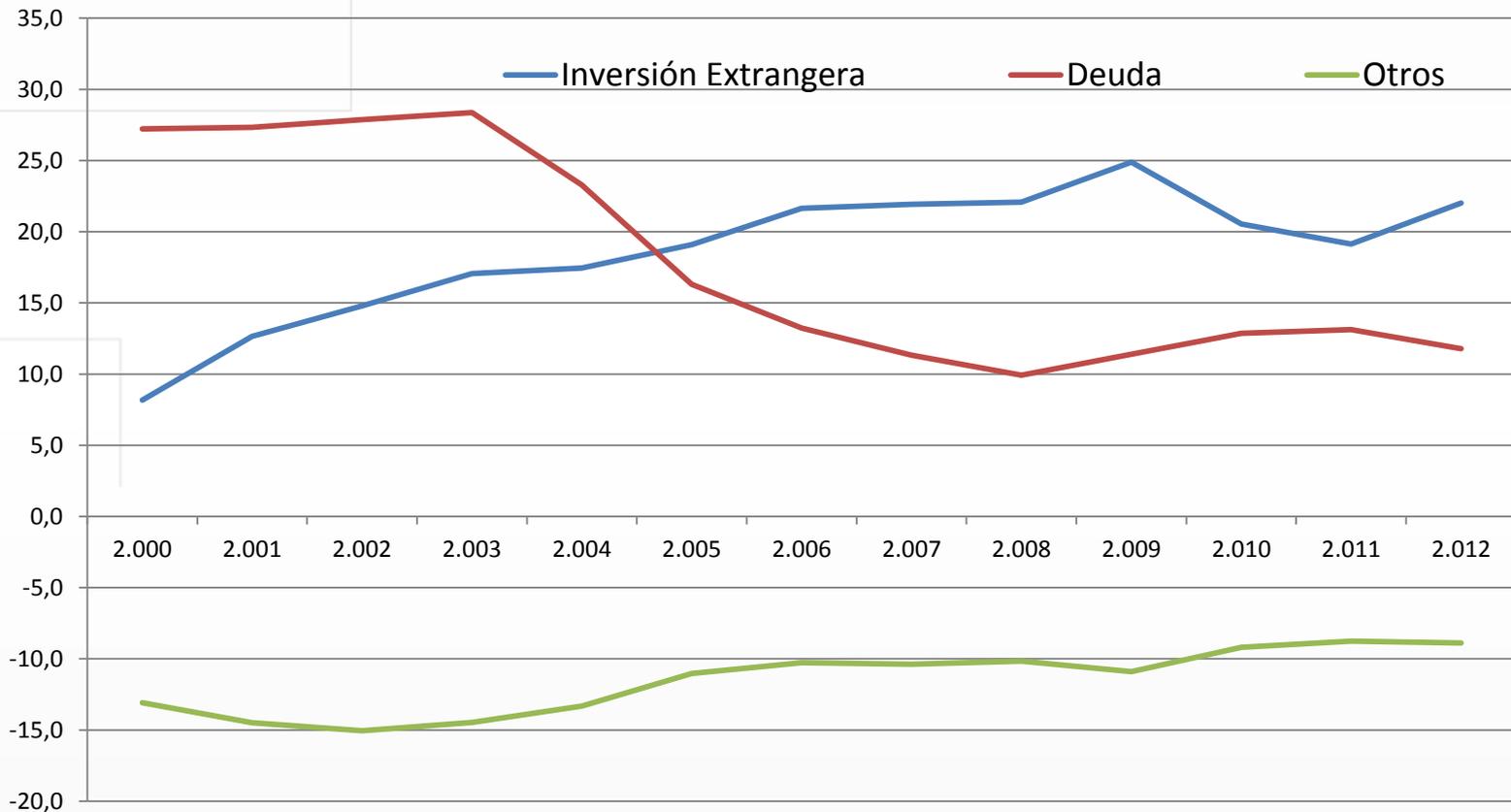
- La mayor parte de la canasta del consumidor es de bienes y servicios no transables.
- La flotación cambiaria de los últimos 15 años ha bajado la relación entre las dos variables (costos de menu).
- La reacción es asimétrica y más baja cuando hay GAPS del producto negativos.



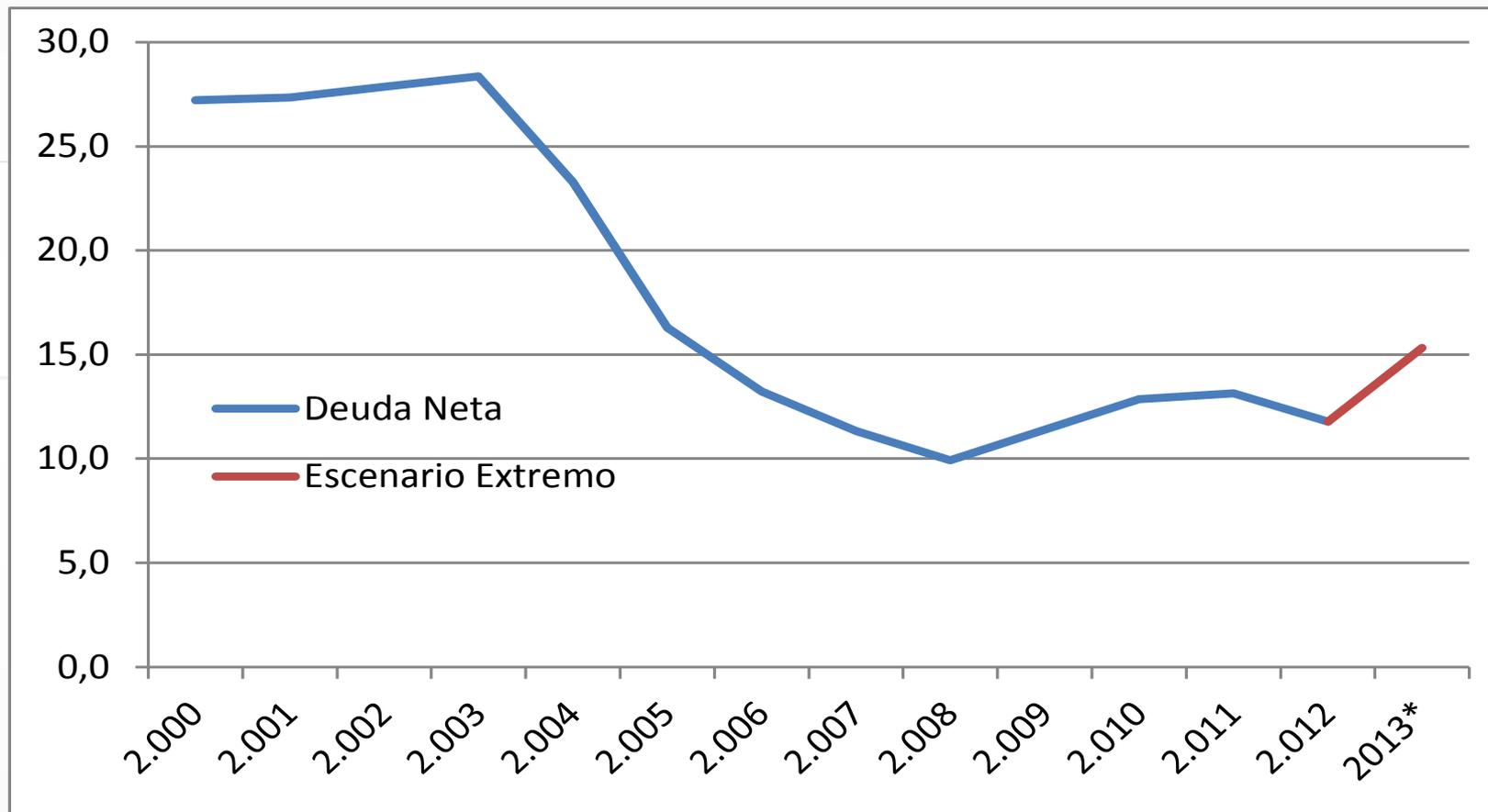
La posición pasiva de la economía se ha mantenido baja a pesar de los déficits recurrentes de la cuenta corriente



# Con un cambio de la composición de Deuda a Inversión Extranjera

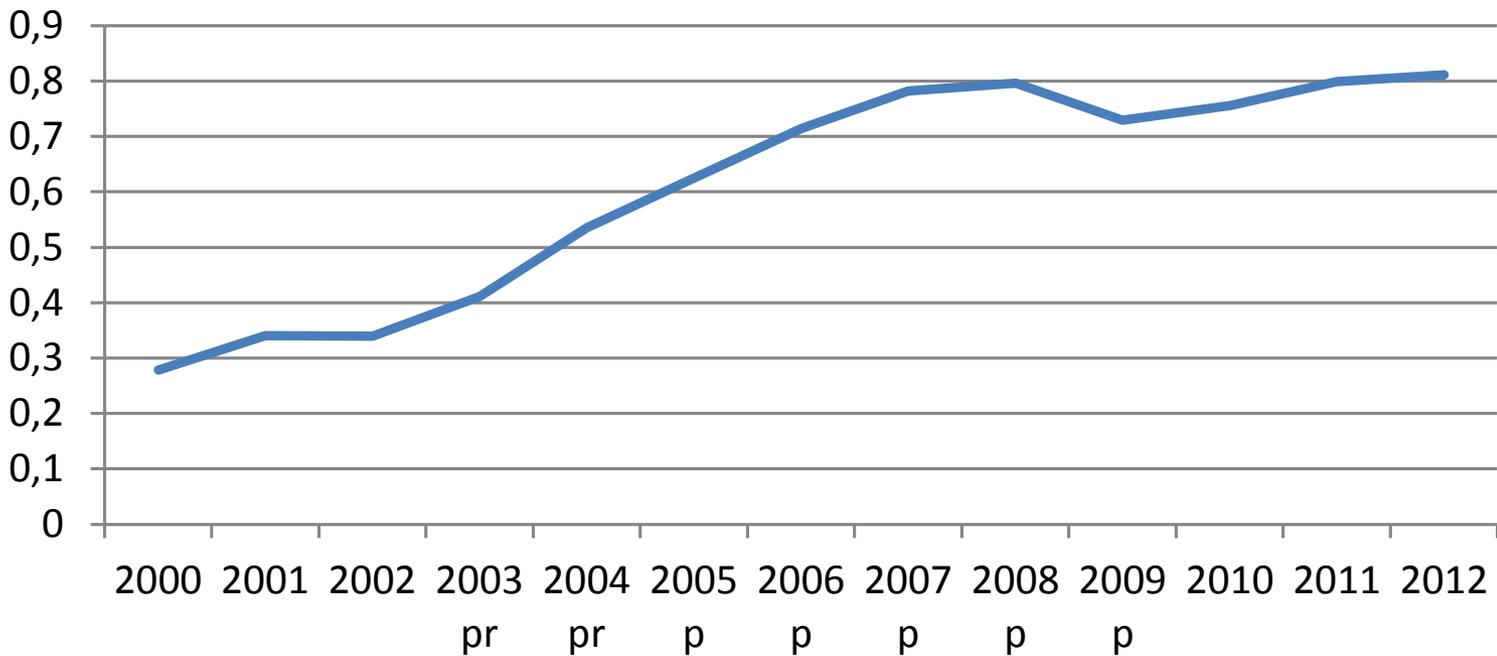


# Por lo que la exposición a efectos de hoja de balance ha caído notablemente

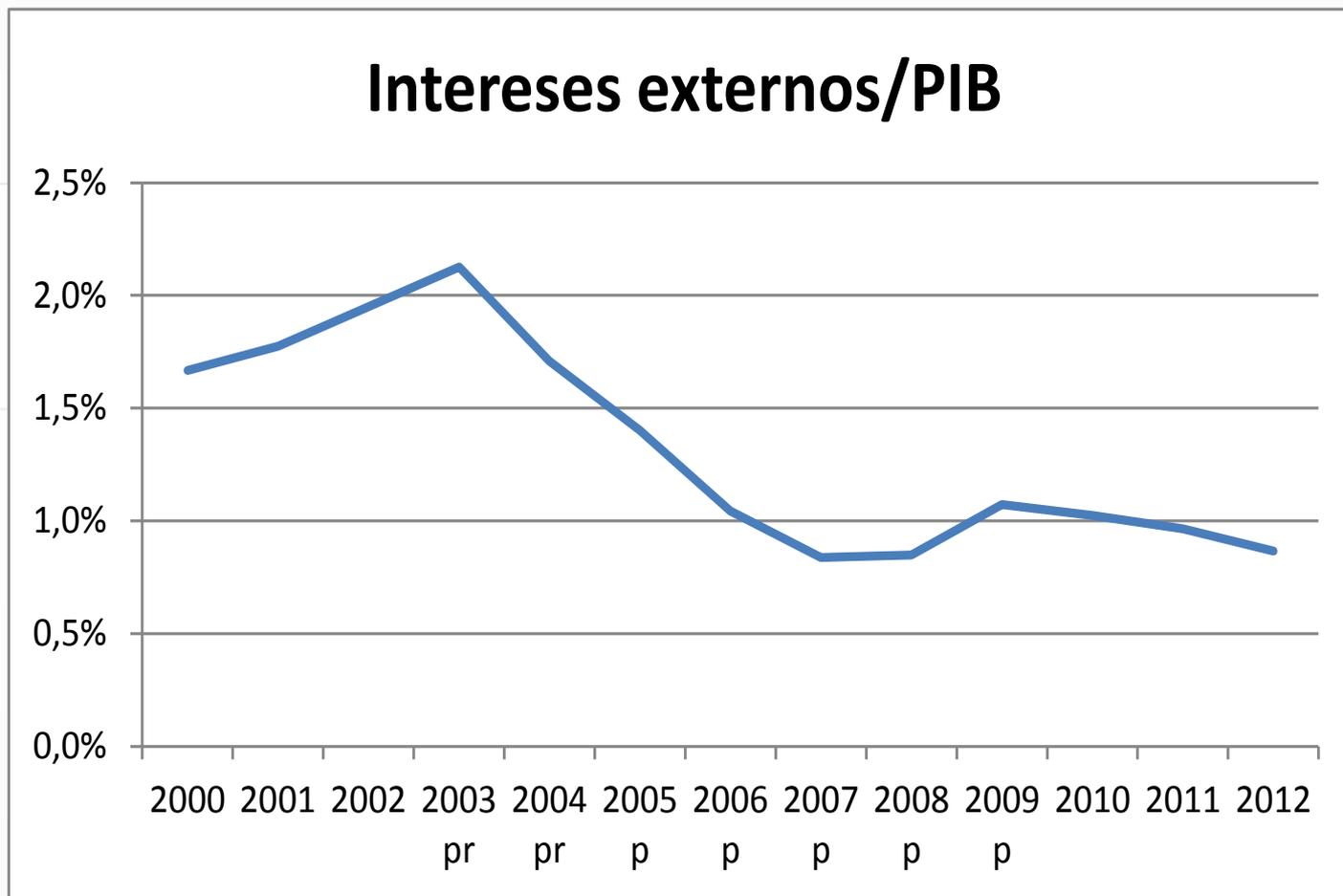


Un efecto de la inversión extranjera es que el riesgo de movimientos del tipo de cambio sobre la remisión de utilidades no recae en los nacionales

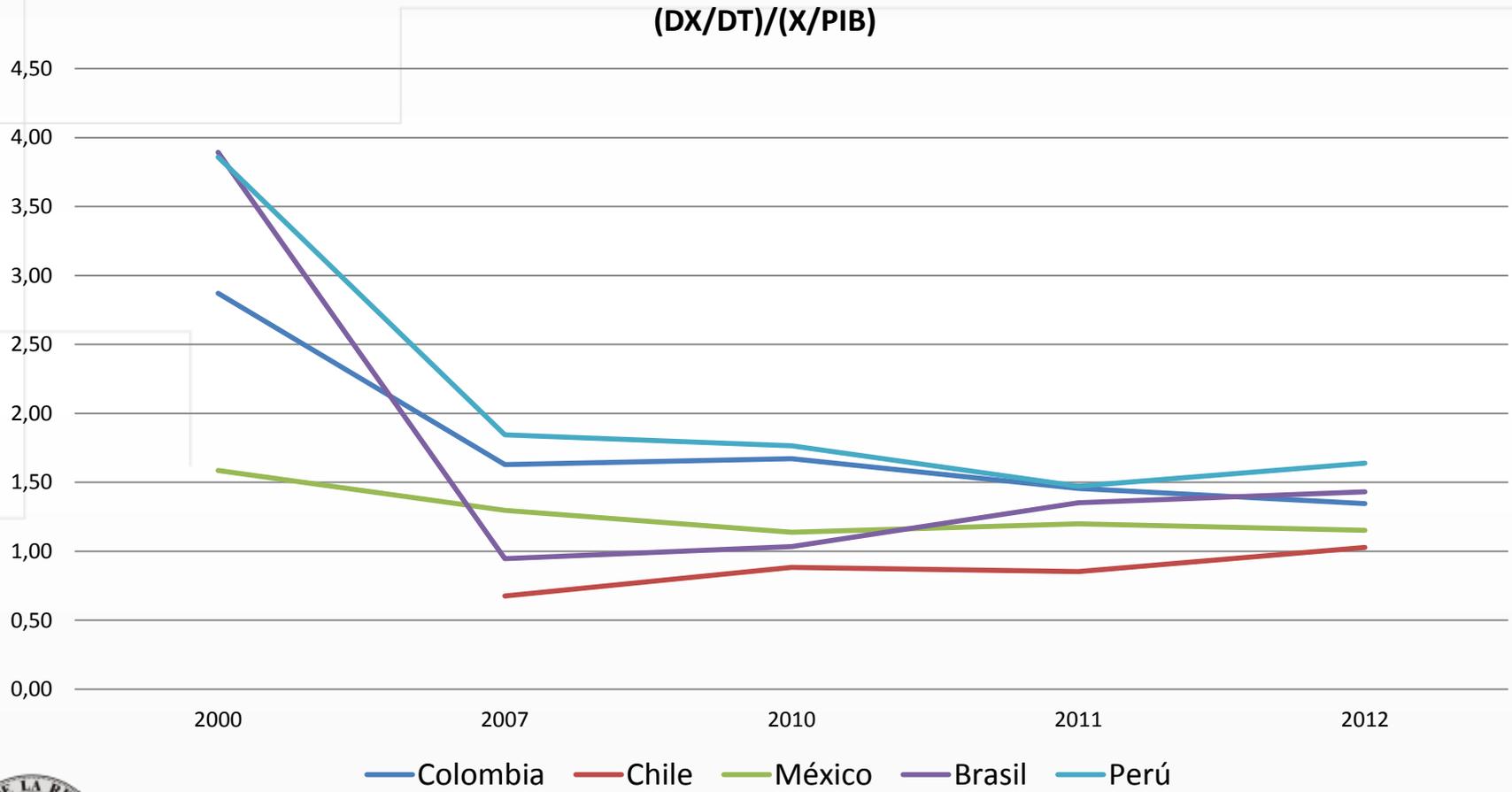
## Participación remisión de utilidades en la renta de factores



# Por lo que la exposición de las cuentas que afectan el ingreso nacional ha bajado

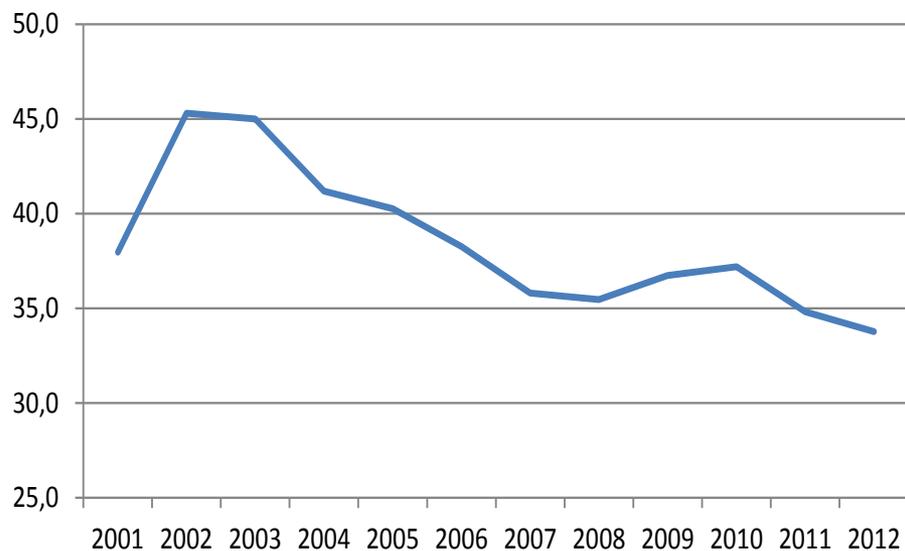


# No sólo la exposición sino el descalce ha bajado notablemente

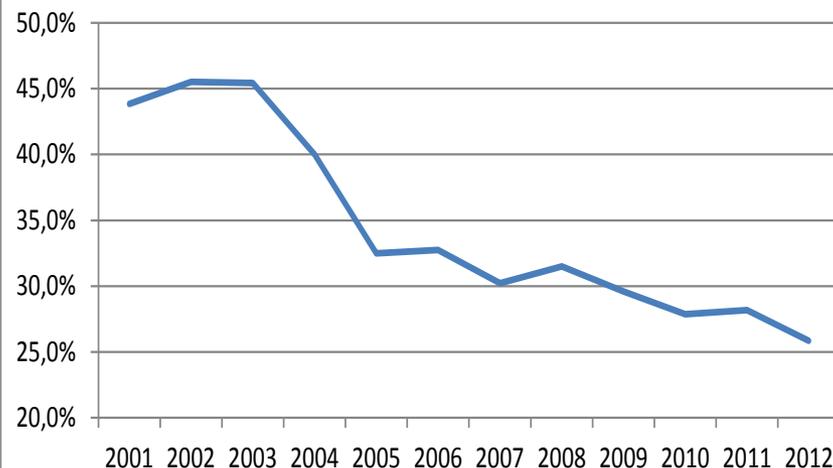


Eso no sólo es cierto para el total de la economía sino para su principales agentes: el Gobierno,

**Deuda Neta Gobierno Central/PIB**



**Deuda Externa Neta/Deuda Neta Gobierno Nacional**



# El sector real

- Qué sucede con los indicadores de las firmas que componen la base de Supersociedades a 2012 con una devaluación año corrido de 38% (Escenario estresado).

## Cuadros 1 y 2. Devaluación año corrido de 38%

### Indicadores antes del choque

2012	Endeudamiento Total (%)	Razón Corriente (Veces)	ROA (%)	ROE (%)	Endeudamiento Financiero (%)
Agregado	39.05	1.42	5.82	9.54	14.54
Mediana	47.95	1.67	3.47	8.26	5.41

### Indicadores después del choque

2012_Choque	Endeudamiento Total (%)	Razón Corriente (Veces)	ROA (%)	ROE (%)	Endeudamiento Financiero (%)
Agregado	↑ 40.59	↓ 1.38	↓ 5.63	↓ 9.24	↑ 15.45
Mediana	↑ 48.71	↓ 1.64	↓ 3.45	↓ 8.18	↑ 5.43

Fuente: Superintendencia de Sociedades; cálculos Banco de la República.



# Y el sector financiero

- La regulación colombiana acota los descalces cambiarios que pueden mantener en sus balances los establecimientos de crédito.
- El bajo descalce del sector real reduce el riesgo crediticio del sistema financiero ante oscilaciones del tipo de cambio.
- Estudios del Departamento de Estabilidad Financiera indican que el efecto en la calidad de la cartera comercial sería reducido.



# La política de reservas.

- Un buen acervo de reservas aunado a la posibilidad de contar con líneas contingentes (como la vigente con el FMI) permiten responder ante choques imprevistos de liquidez en moneda extranjera (Mexico y Corea, 2008). En consecuencia, continuar con el programa de acumulación es importante.



# La política de reservas

- Sin embargo, los niveles que se han alcanzado son más confortables que los vigentes en agosto de 2012. Así mismo, el ajuste reciente del tipo de cambio nominal disminuye las probabilidades de desalineamiento. Estas razones indican la necesidad de moderar el ritmo de compras.



# Conclusiones

- La JDBR ha llevado una política monetaria y cambiaria expansionista consistente con el GAP del producto, la inflación esperada y el posible desalineamiento cambiario.
- En los meses recientes ha habido señales, no concluyentes, de que buena parte de los factores que caracterizaban la coyuntura están comenzando a cambiar.



# Conclusiones

- En este contexto, mantener las condiciones para utilizar con flexibilidad los instrumentos de política, tasas de interés de intervención, flotación cambiaria y reservas, debe ser la prioridad para las autoridades monetarias.

