



ANÁLISIS DE COYUNTURA PARA LA ECONOMÍA

COLOMBIANA

Primer trimestre 2016

Grupo de Macroeconomía Aplicada

Miembros:

Carlos Esteban Posada

Carlos Andrés Ballesteros

cballes4@eafit.edu.co , cposad25@eafit.edu.co

Profesores departamento de economía

Universidad EAFIT (Medellín)

Escuela de Economía y Finanzas

Centro de Investigaciones Económicas y Financieras - CIEF

Departamento de Economía

Abril, 2016

Índice general

1.	Inflación, tasas de interés, política monetaria y actividad económica: el contexto exterior y la coyuntura colombiana reciente	1
1.1.	El contexto exterior	1
2.	El caso colombiano reciente	4

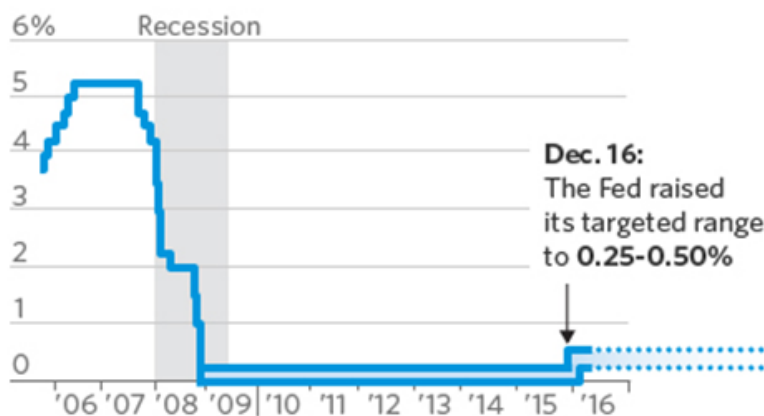
1. Inflación, tasas de interés, política monetaria y actividad económica: el contexto exterior y la coyuntura colombiana reciente

1.1. El contexto exterior

En términos generales se puede afirmar que la economía mundial se caracteriza por lento crecimiento económico, incertidumbre (aunque esta ha disminuido desde mediados de febrero en lo que respecta a Europa Occidental) y persistencia de una alta preferencia por liquidez y por “activos seguros” (como los bonos del Tesoro de EEUU). El movimiento al alza de la preferencia por liquidez ha tenido un efecto deflacionista en comparación con su efecto tradicionalmente reconocido de atajar la caída de la tasa de interés ¹. La decisión de la autoridad monetaria de Estados Unidos del 16 de marzo referida a mantener inmodificado el rango meta de la tasa de interés de política (0,25; 0,50 %), aplazando su aumento (sin que se anuncie algo concreto al respecto), es un reflejo de la dominancia de las fuerzas, turbulencias e incertidumbre de los mercados sobre la política monetaria estadounidense.

¹Una creciente preferencia por liquidez es la contraparte de una caída de la velocidad de circulación del dinero (M2) que se observa desde 2008 (ver: “Money and Velocity During Financial Crises: From the Great Depression to the Great Recession” Richard G. Anderson, Michael Bordo, and John V. Duca NBER Working Paper No. 22100 March 2016).

Figura 1: Tasa de interés de política (Meta para la tasa de interés de fondos federales)



Fuente:Reserva Federal de los Estados Unidos .

Un marco simplificador para entender lo que está pasando, pero válido a nuestro juicio, parecería ser el del viejo modelo de determinación de la tasa de interés real con base en las fuerzas fundamentales del ahorro y la inversión. Bajo la óptica de este modelo, la política monetaria expansiva ha sido impotente para acelerar la tasa de crecimiento económico de mediano o largo plazo, y, peor aún, ha tenido un efecto indirecto negativo de mediano o largo plazo consistente en inducir un efecto deprimente sobre la tasa de interés real por una vía inesperada: acentuar la incertidumbre y, por ende, deprimir la inversión. Pero, en todo caso, puede considerarse que el efecto directo de la política monetaria sobre las tasas de interés de mercado ha sido pequeño y de corta duración.

En los últimos meses se ha observado el esfuerzo de las autoridades monetarias de la zona euro y de Japón por bajar aún más la tasa de interés real por la vía de cobrar intereses a los bancos comerciales por sus reservas depositadas en los bancos centrales. El objetivo es, entonces, que las tasas de interés nominal de sus fondos se tornen negativas, induciéndolos a ofrecer más crédito y más barato a su clientela. Pero tal medida castiga la rentabilidad de los bancos y, para varios de ellos, la situación financiera puede ponerse frágil (o empeorar).

El crecimiento económico de Estados Unidos ha sido mediocre pero aún no muestra

signos de desaceleración; ahora (marzo 2016) se calcula en 2,2% anual. Esta es una de las razones para que la tasa de interés real de los bonos del tesoro de EEUU a 10 años sea 1,91% anual, mucho mayor que las tasas comparables de Europa occidental y Japón. La comparable de Japón es -0,052% (nominal negativa) por cuenta del predominio de las expectativas de revaluación del Yen y la ausencia de inflación en Japón (se apuesta a la revaluación del Yen; esto resulta en revaluación, y con esto se elimina la inflación, y se renueva, entonces, la confianza en que nuevas apuestas en el mismo sentido serán acertadas). La tasa de un bono de vencimiento similar de la deuda pública alemana, 0,32% anual, es 6 veces menor que la del bono comparable norteamericano en vista de que se juzga su tenencia menos riesgosa y de que se estima más probable una deflación en la zona euro que en EEUU. En el caso de China (continental) no sólo hay desaceleración de la economía sino también un temor de que las “bombas” de la deuda y de los sectores inflados con sobre-inversiones apalancadas en crédito exploten pronto y se estanque la economía durante un buen rato. La salida de capitales es síntoma de este temor, y es (indirecta e involuntariamente) financiada por el único remedio a alcance de las autoridades chinas para aplazar la recesión: mantener la expansión del crédito del banco central y tratar, simultáneamente, de impedir una maxidevaluación del yuan. Pero la especulación contra el yuan hace más difícil la tarea .

En síntesis: varios factores, incluyendo la desaceleración económica, han estado induciendo un exceso de ahorro sobre la inversión en las grandes economías y, entonces, una caída de la tasa (media) de interés real. Las tasas de interés de política han sido, por tanto, dominadas por factores reales. Y en el proceso de arrastre de las tasas de política a la baja se ha alimentado una burbuja en el precio de las acciones, que, en el caso chino, ya estalló ².

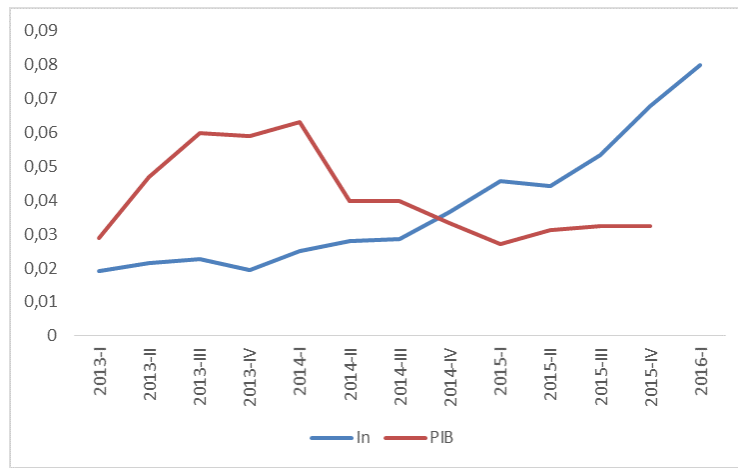
²“At the core of China’s economic troubles is a shrinking work force that has led wages to double over the past decade, outstripping productivity. Privately owned factories in the Yangtze and Pearl River Deltas are now closing as production moves to lower-cost countries. . . Then there is the monetary problem. Producer prices are falling, but lending rates remain steady, meaning that real interest rates have risen. The People’s Bank of China has tried to ease credit, but banks direct new loans to zombie companies so they can keep repaying old loans. With few productive investments

2. El caso colombiano reciente

A partir del segundo trimestre de 2015 se ha observado un aumento prácticamente continuo de la tasa de inflación. La tasa de aumento del PIB real, en cambio, mostró signos de estabilización en torno al 3% anual hasta el fin de 2015 (ver Gráfico 1). Los comportamientos referidos de las tasas de inflación y crecimiento del PIB se explican en parte por una política monetaria que ha reaccionado con rezago y de manera bastante moderada ante el ascenso de la inflación. Tanto es así que la tasa de interés de intervención de política, en términos reales (descontada la inflación), se ha vuelto negativa desde el tercer trimestre de 2015 y, al menos, hasta principios de abril de 2016 (ver gráfico 2).

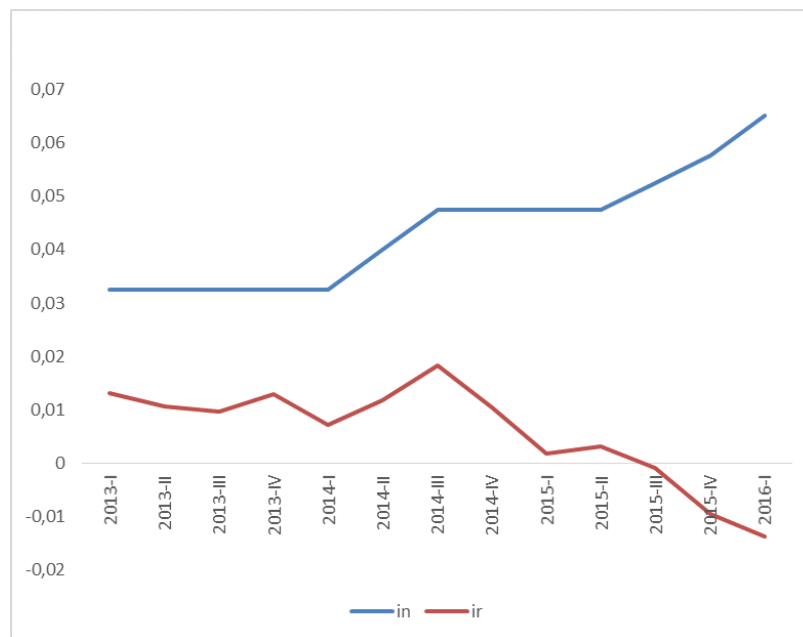
available, many borrowers have put funds in speculative investments such as Shenzhen real estate. This economic storm is the result of Beijing's response to the 2008 financial crisis. China's leaders gambled that stimulus could keep the domestic economy growing until global trade recovered. Governments from Beijing down to the township level spent on bridges, roads and airports. The state-owned banks provided the loans for these projects as well as housing developments. The plan yielded the expected results. The domestic economy continued to grow as the coal, steel, cement and glass industries boomed, adding capacity and hiring workers. But the costs have been high. Those factories are now running below capacity, China's debt level has doubled, and many projects will not recoup their investment. After vowing it would not fall into the same trap as Japan in the 1990s, Beijing has set the scene for its own balance-sheet recession. . . . And China's exports fell last year as global trade declined" . . . (Wall Street Journal . Opinon, REVIEW OUTLOOK China's Economic Rumbles, 16 de marzo/2016).

Figura 2: Colombia. Tasas observadas de inflación y crecimiento del PIB real 2013:I - 2016:I Tasas equivalentes anuales de tasas trimestrales



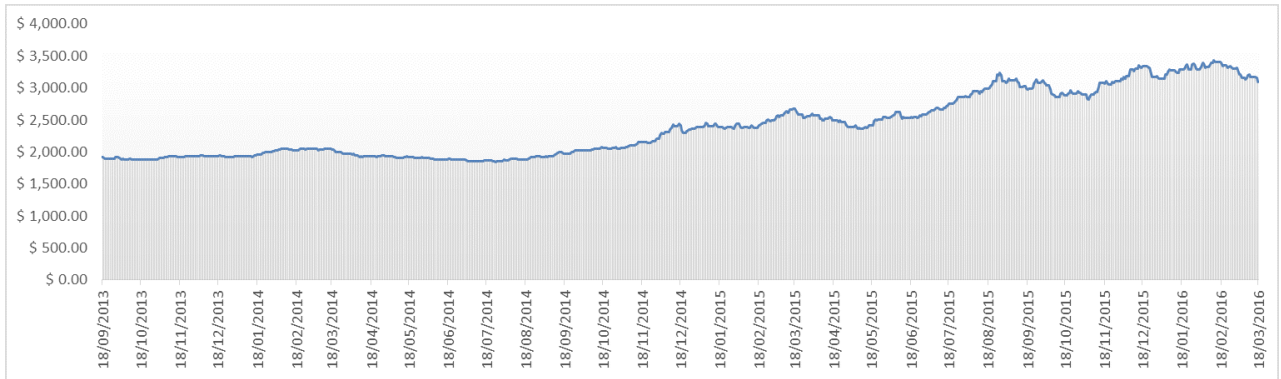
Fuente: Banco de la República.

Figura 3: Colombia. Tasas de interés de intervención de política (Tasas vigentes a fin de cada trimestre) Tasas nominales y reales (corregidas por la inflación -IPC- de los últimos 12 meses) 2013:I - 2016:I



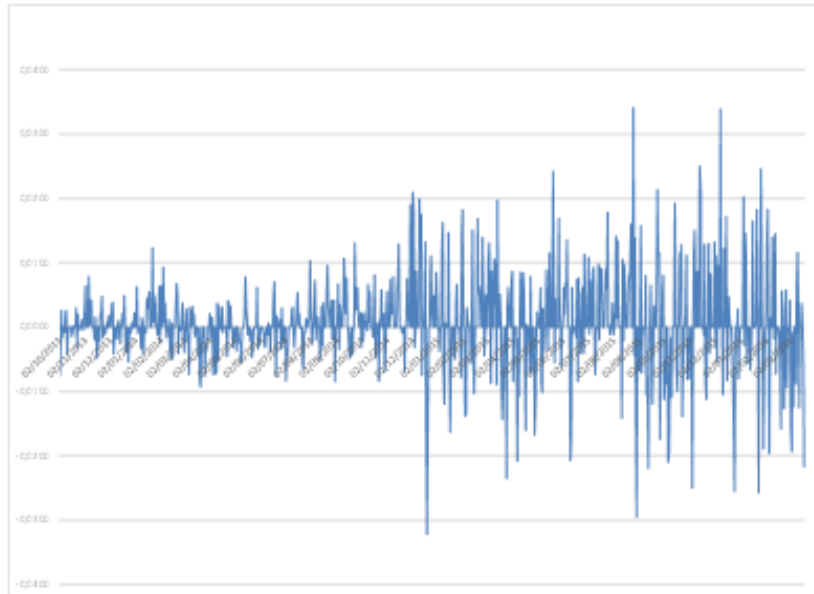
Fuente: Banco de la República. cálculos propios.

Figura 4: Tasa de cambio nominal (TRM: pesos / dólar)



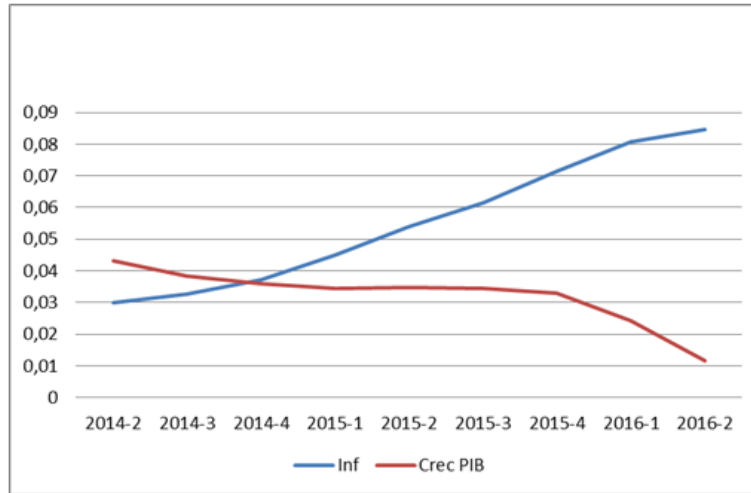
Fuente: Banco de la República.

Figura 5: Tasa diaria de variación de la tasa de cambio nominal (TRM): 2 de septiembre 2013- 18 de marzo de 2016.



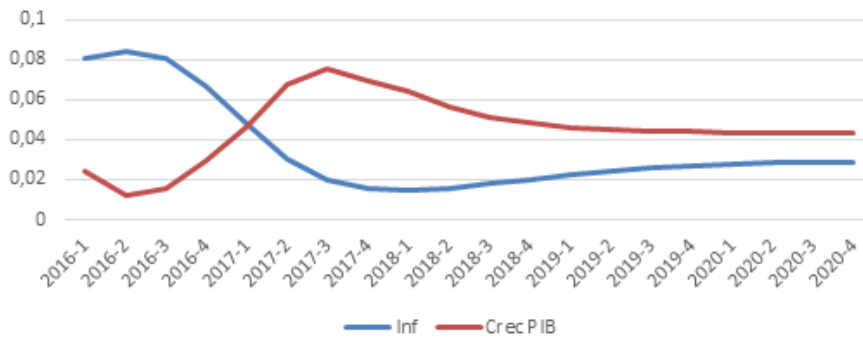
Fuente: Banco de la República.

Figura 6: Réplica de la inflación observada (2014: II -2016: I) con un modelo macro-económico



Fuente: Modelo DSGE.

Figura 7: Pronósticos del modelo macroeconómico condicionales a la ejecución de una política monetaria anti-inflacionaria .agresivaz en ausencia de nuevos choques: 2016: I - 2020: IV.



Fuente: Modelo DSGE.

A mediados de febrero dejó de caer el precio del petróleo, y empezó su camino (incierto, claro está) al alza; con ello la tasa de cambio nominal (la tasa representativa del mercado) ha mostrado un movimiento a la baja. Tal como se había dicho en

el informe pasado, el principal factor responsable del aumento de la tasa de cambio (82 % en los 569 días corridos entre el 23 de julio de 2014 y el 12 de febrero de 2016; Gráfico 3) fue el colapso del precio del petróleo. Este fue, entonces, también el principal factor de ascenso de la inflación. Pero aún con el aumento de la inflación, el aumento de la tasa de cambio nominal fue tan grande que la tasa de cambio real mostró un incremento sustancial (en ese mismo lapso, aproximadamente 40 %). El aumento de la tasa de cambio nominal estuvo acompañado por un incremento notable de su grado de volatilidad (Gráfico 4). Probablemente esta mayor volatilidad generó incertidumbre en la perspectiva de rentabilidad de proyectos de ampliación de la oferta exportadora, lo cual explicaría parcialmente la respuesta lenta y rezagada que se ha observado de los valores exportados en rubros diferentes a petróleo y carbón. Como ya se mencionó, la política monetaria ejecutada hasta diciembre no ha sido agresiva en lo que se refiere a reducir la inflación hasta ponerla de nuevo en el rango meta de inflación. Nosotros esperamos que la autoridad monetaria refuerce la política de subir la tasa de interés de política a fin de que Colombia retorne en un plazo prudente a la situación en la cual la inflación observada se ubique en el rango meta de inflación (entre 2 y 4 % anual para el aumento del índice de precios al consumidor). Una crítica popular al respecto es señalar que con ello se reduciría la tasa de aumento del producto. Pero tal crítica omite un problema básico: si deja prolongar la situación actual (mediados de abril de 2016) continuará ascendiendo la tasa esperada de inflación y, entonces, esto se encargaría de reducir la tasa de crecimiento del PIB desde fines de 2016 y en los siguientes trimestres. Así las cosas, la política de aumentar la tasa de interés no se puede interpretar como una política inútil y dañina sino como la reacción racional para enfrentar y solucionar un dilema inter-temporal: menos crecimiento del producto hoy a cambio de menos inflación hoy (y menores expectativas de inflación hoy) y, entonces, más crecimiento del producto mañana, y, también mañana, un retorno a la época de inflaciones bajo control. El inicio de la recuperación del precio del petróleo, la consecuente caída de la tasa de cambio nominal y una eventual ejecución de una política monetaria “agresiva” nos llevan a prever la reducción de la inflación (Gráfico 5) y que a mediados de 2017

entre nuevamente al rango meta (2% - 4%; Gráfico 6). Esto mismo hace prever una recuperación de la tasa de crecimiento del PIB desde la segunda mitad de este año y, luego, su tendencia a alcanzar su nivel de largo plazo, aproximadamente 4,4% anual³

³Nuestros juicios y pronósticos se basan en un modelo macroeconómico. Este modelo es una variante (diseñada y calibrada por C. E. Posada) del modelo estándar de equilibrio general dinámico estocástico. Esta variante incluye efectos