

SEMINARIO MACROECONÓMICO Y SECTORIAL - ANIF

SITUACIÓN MONETARIA Y CAMBIARIA DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Leonardo Villar Gómez*

Manizales, Mayo 24 de 2007

*** Opiniones personales. No comprometen a la Junta Directiva del
Banco de la República**



Plan de Temas

- **Actividad productiva, demanda agregada y crecimiento del crédito.**
- **Coyuntura inflacionaria.**
- **Entorno externo y sus riesgos.**
- **Política de tasas de interés y otras medidas de política monetaria**



Plan de Temas

- Actividad productiva, demanda agregada y crecimiento del crédito.
- Coyuntura inflacionaria.
- Entorno externo y sus riesgos.
- Política de tasas de interés y otras medidas de política monetaria

Banco de la República
Colombia



Los datos divulgados el mes pasado por el DANE confirmaron el gran dinamismo que tuvo la economía en 2006 y su aceleración a final del año.

Crecimiento del PIB por Tipo de Gasto

	2004	2005	2006				ANO
	ANO	ANO	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV	
Consumo final	4.8%	4.9%	4.7%	4.7%	6.0%	7.2%	5.6%
Hogares	6.0%	5.0%	5.3%	5.7%	7.5%	8.3%	6.7%
Gobierno	1.1%	4.3%	2.8%	1.3%	1.2%	3.3%	2.1%
Formación bruta de capital	15.6%	18.7%	26.0%	34.2%	24.0%	24.2%	26.9%
Formación Bruta de Capital Fijo	15.0%	18.9%	14.8%	21.9%	19.5%	15.8%	18.0%
FBKF sin Obras Civiles	22.0%	16.7%	14.2%	19.4%	21.0%	17.3%	18.1%
Obras civiles	-7.9%	28.7%	17.2%	33.4%	13.6%	10.0%	17.7%
Variación de Existencias	28.0%	13.8%	-2614.3%	400.6%	73.2%	145.9%	206.3%
Demanda interna	6.6%	7.4%	8.6%	10.3%	9.8%	10.8%	9.9%
Demanda interna sin Variación de Exist.	6.5%	7.3%	6.5%	7.9%	8.7%	8.9%	8.0%
Exportaciones totales	10.0%	7.0%	8.4%	1.4%	12.4%	9.5%	7.8%
Importaciones totales	19.8%	19.9%	23.3%	20.9%	20.4%	20.7%	21.3%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	4.9%	4.7%	5.4%	6.1%	7.7%	8.0%	6.8%

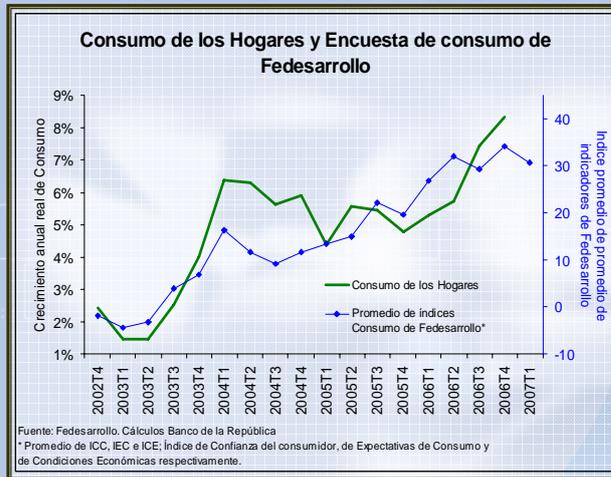
Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República

Banco de la República
Colombia



La información disponible sugiere que el dinamismo se mantiene en lo corrido de 2007

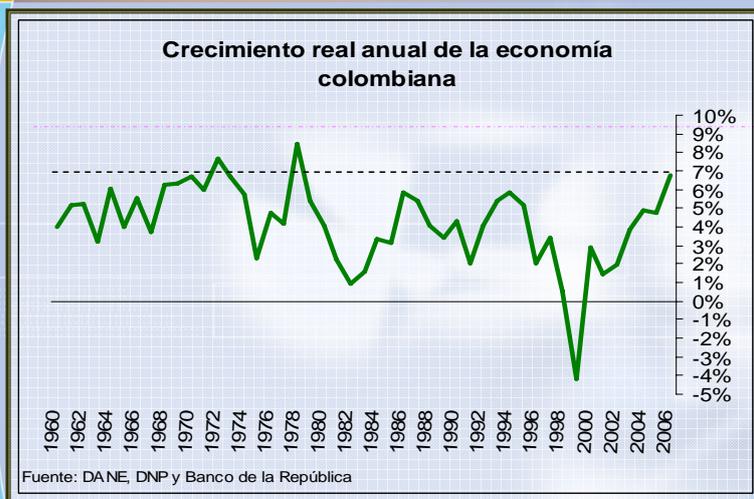
Así lo confirma, por ejemplo, el Índice de Confianza del Consumidor de marzo, según Fedesarrollo



Banco de la República
Colombia



Para Colombia, un crecimiento del PIB de 6.8% ha sido superado en pocos años durante el último medio siglo

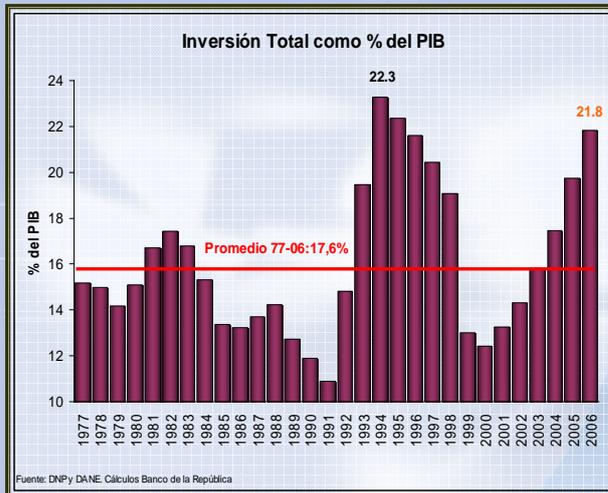


Banco de la República
Colombia

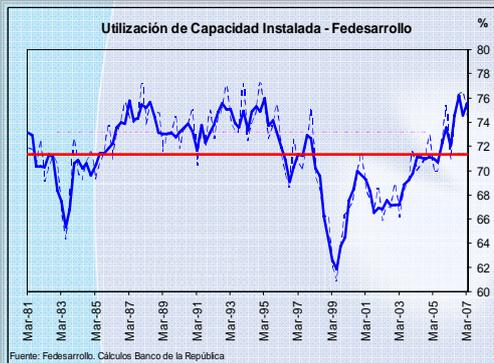


La inversión en capital fijo se ubicó en 2006 en uno de los niveles más altos de la historia: 21.8% del PIB

La confianza en la economía, los estímulos tributarios y las facilidades de financiamiento han estimulado la inversión



Pese al crecimiento de la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva es cada vez más alto...

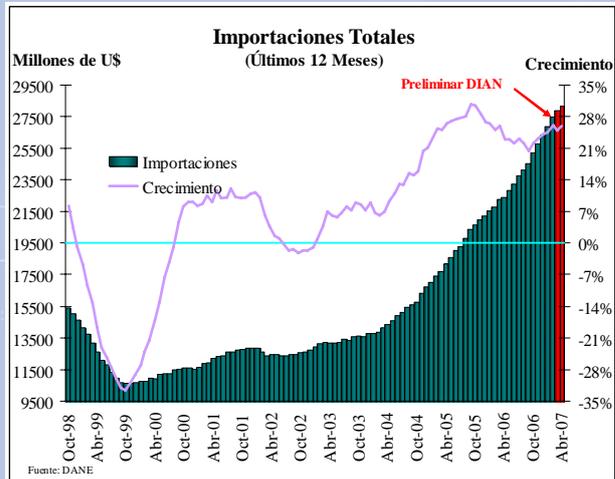


..lo cual sugiere excesos de demanda con respecto a la capacidad productiva, al menos en algunos sectores...



El gran dinamismo de la demanda se refleja también en unas importaciones que crecen a un ritmo (26%) superior al de las exportaciones (13%)

Pese a los altos precios de nuestras exportaciones de productos básicos, Colombia ya no tiene superávit comercial y el déficit en cuenta corriente se acercará este año a 3.5% del PIB

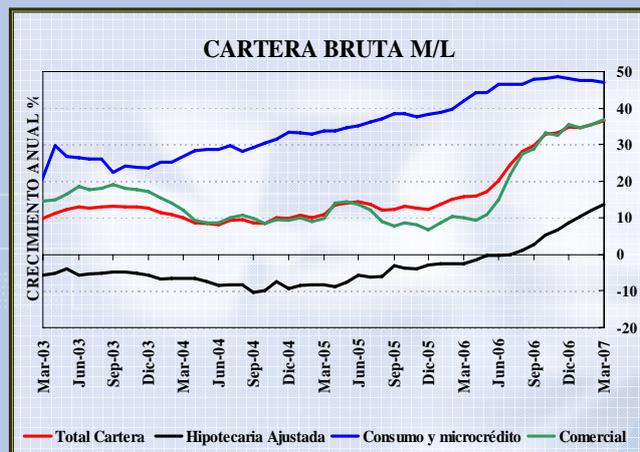


Banco de la República
Colombia



Adicionalmente, el crecimiento de la demanda ha estado reforzado por un comportamiento muy dinámico del crédito

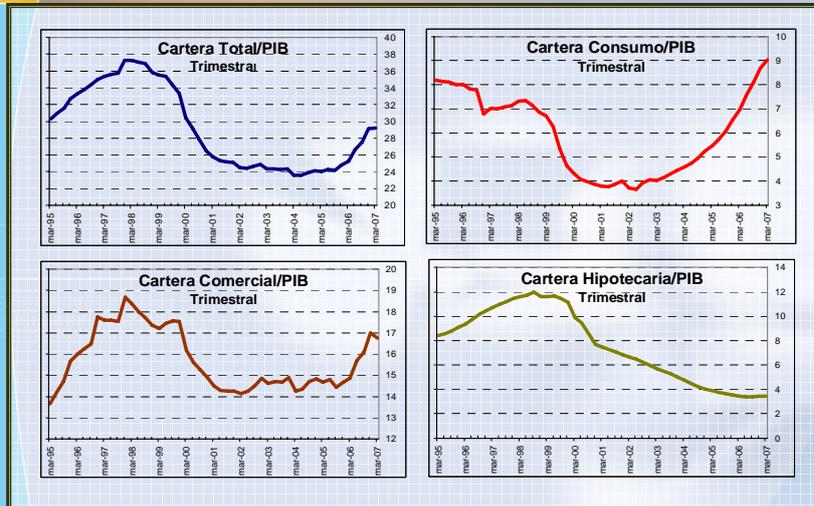
En particular, los ritmos de crecimiento del crédito de consumo y el microcrédito se acercan al 50% nominal anual



Banco de la República
Colombia



En el caso del crédito de consumo, sus niveles como porcentaje del PIB ya superan los de mediados de los noventa



Banco de la República
Colombia



El crecimiento del crédito es por definición una muestra de confianza y un reflejo del dinamismo de la economía...

Sin embargo, cuando ese crecimiento es demasiado acelerado puede:

- Reflejar excesos de confianza
- Estimular crecimientos del gasto más acelerados que los del ingreso
- Conformar situaciones en las que el crédito se hace difícil de cubrir
- Ser precursor de fuertes distorsiones y de crisis financieras.

Es en este contexto que se deben entender las medidas adoptadas por el Banco de la República, a las que me referiré más adelante.

Banco de la República
Colombia



Plan de Temas

- Actividad productiva, demanda agregada y crecimiento del crédito.
- **Coyuntura inflacionaria.**
- Entorno externo y sus riesgos.
- Política de tasas de interés y otras medidas de política monetaria

Banco de la República
Colombia



En diciembre de 2006, la meta puntual de inflación (4.5%) se cumplió rigurosamente.

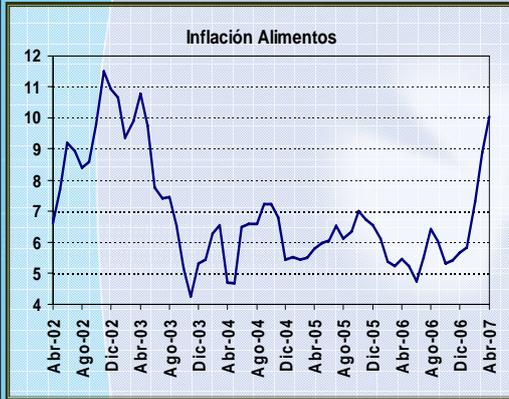
Sin embargo, la inflación al consumidor se situó en abril pasado en 6.26%, muy por encima del techo del rango meta para este año y con aumentos por sexto mes consecutivo.



Banco de la República
Colombia



En alto grado, los resultados recientes se explican por los alimentos, cuyos precios están creciendo a un ritmo de 10% anual en abril.



Causas múltiples:

1. Aumentos temporales por fenómeno del Niño.
2. Crecimiento muy acelerado de la demanda agregada interna.
3. Aumento de precios vinculado a sustitución de petróleo por biocombustibles.
4. Exportaciones muy grandes a Venezuela.
5. Dificultades de importación de productos como leche y carne por políticas de protección de sector agropecuario.



La inflación sin alimentos también se ha acelerado: En abril de 2006 se situaba en 3.5%. En abril de 2007 llegó a 4.5%.





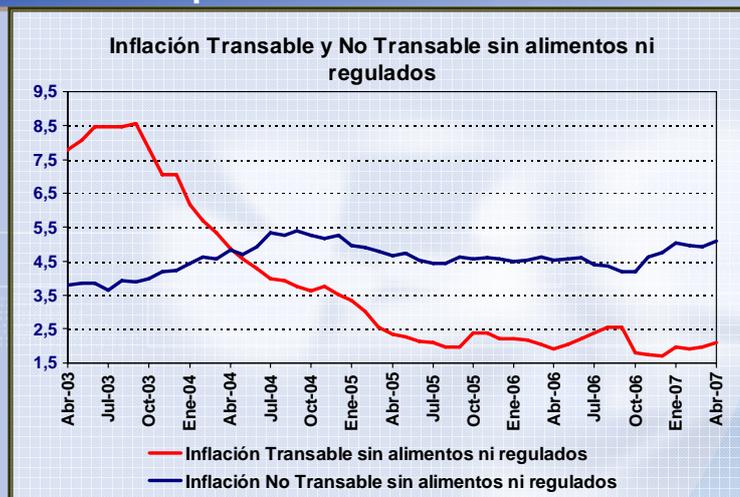
En parte, la aceleración en la inflación del IPC sin alimentos se explica por el comportamiento de los "regulados".



Banco de la República
Colombia



Pero aún cuando se excluyen alimentos y regulados, la inflación tiene una ligera tendencia al alza, tanto para transables como para no transables



Banco de la República
Colombia



En resumen...

- El incremento reciente de la inflación corresponde en alto grado a fenómenos temporales que se deben revertir en el segundo semestre.
- Sin embargo, los componentes de la inflación asociados con el comportamiento de la demanda agregada también han tenido un comportamiento al alza, frente al cual ha sido necesaria una respuesta de la política monetaria.
- Esa respuesta incluye los aumentos en tasas de interés que se iniciaron en abril de 2006 y las recientes medidas sobre encajes, a las cuales me referiré más adelante.



Plan de Temas

- Actividad productiva, demanda agregada y crecimiento del crédito.
- Coyuntura inflacionaria.
- Entorno externo y sus riesgos.
- Política de tasas de interés y otras medidas de política monetaria



Argumento central:

Los logros recientes en materia de crecimiento económico son en parte mérito de la política interna (fiscal, monetaria y de seguridad)

SIN EMBARGO, EL ENTORNO EXTERNO ES FUNDAMENTAL

- La fase de auge en la actividad productiva de los últimos años es coincidente en muchas economías latinoamericanas con condiciones y estrategias de política muy disímiles.
- Los mayores riesgos en la coyuntura actual se relacionan con la posibilidad de cambios en ese entorno.

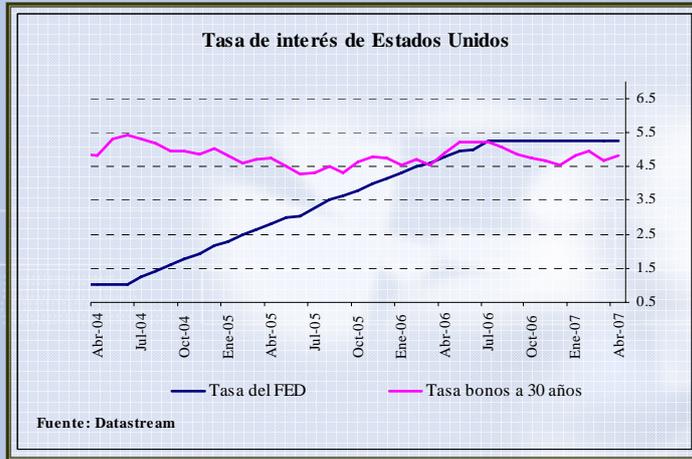


Elementos centrales del entorno externo:

1. Amplia liquidez internacional
2. Términos de intercambio al alza
3. Gran dinamismo de socios comerciales



La liquidez internacional se refleja en unas tasas externas de largo plazo que se mantienen en niveles muy bajos, pese al aumento en las tasas de la FED



Adicionalmente, la liquidez internacional se refleja en una reducción de los márgenes de riesgo país para los países emergentes (EMBI +), la cual ha sido muy parecida para Colombia.

Al comparar con el promedio de las economías emergentes (panel inferior), los márgenes de riesgo de Colombia se mantienen muy estables desde el año 2000.





Los términos de intercambio han aumentado fuertemente



Banco de la República
Colombia



En particular, el comportamiento de los precios de nuestras principales exportaciones ha sido muy favorable

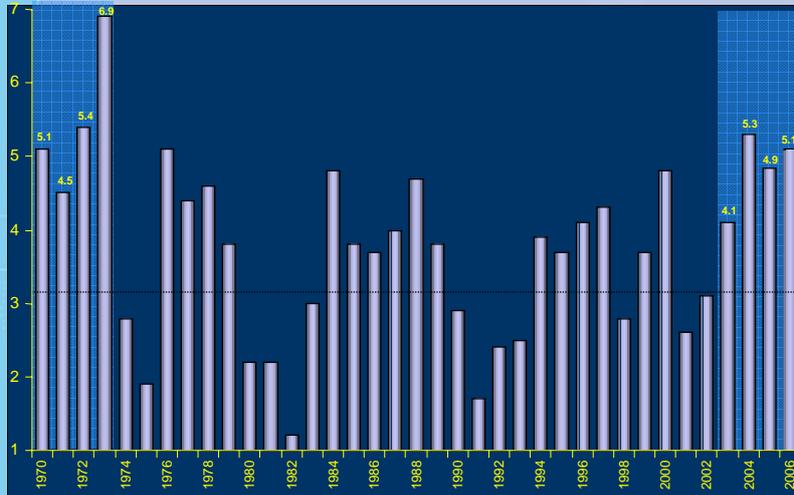
Precios Internacionales						
Descripción	Promedio					Proyección
	1999	2002	2004	2005	2006	2007
Café (Ex-Dock) (Dólares por libra)	1.2	0.7	0.8	1.2	1.2	1.2
Petróleo (Dólares por barril)*	17.7	24.2	37.3	49.8	56.3	51.3
Carbón (Dólares por tonelada)	28.4	30.8	36.1	47.8	47.8	48.8
Ferróniquel (Dólares por libra)	1.1	1.1	2.3	2.4	3.1	6.1
Oro (Dólares por onza Troy)	279.0	310.2	409.3	445.0	610.2	690.3

1/ Balanza de Pagos estimada en abril 2007.
* precio promedio de crudos exportados por Colombia que supone un precio WTI de US\$60

Banco de la República
Colombia



El crecimiento promedio del PIB mundial en los últimos cuatro años es el más alto desde los 70s



Fuente: WEO

Banco de la República
Colombia



...y la economía venezolana, la segunda en importancia para nuestra exportaciones, ha registrado un comportamiento particularmente positivo, vinculado con los altos precios del petróleo.

Crecimiento Venezuela

1999	-6.0
2002	-8.9
2003	-7.7
2004	17.9
2005	9.3
2006	10.3
2007py	6.8

Fuente: WEO, Datastream

Banco de la República
Colombia



Los factores mencionados del entorno externo contribuyen a explicar la presión hacia la apreciación del peso colombiano y de casi todas las monedas de la región.

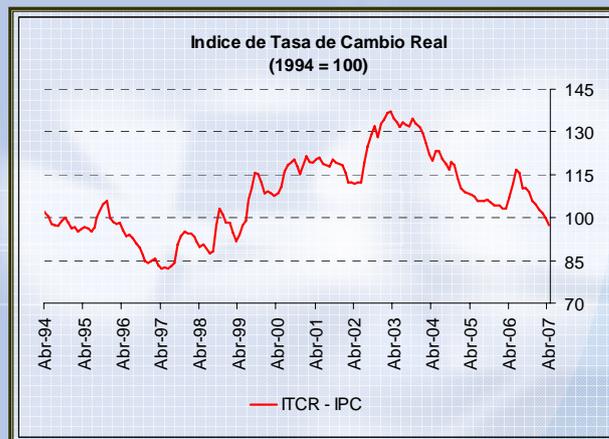


Banco de la República
Colombia



Tasa de cambio real

La tasa de cambio real (con IPC) se encuentra en los niveles mínimos para el período posterior a la crisis de final del siglo pasado, aunque aún son superiores a los vigentes en el período previo a esa crisis.



Banco de la República
Colombia



A diferencia de lo que sucedió en los 90, el proceso reciente de apreciación del peso no se ha reflejado en grandes déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos

El déficit externo se estima en 2.1% del PIB en 2006.

El dinamismo de las exportaciones y unas remesas de trabajadores en el exterior de casi US\$ 4.000 millones han permitido mantener el déficit bajo control.

Esta situación contrasta con los déficits de más de 5% del PIB que se observaron entre 1993 y 1998.



¿Cuál es el problema?

Vulnerabilidad frente a un entorno internacional excepcionalmente favorable pero que históricamente cambia con facilidad.

La vulnerabilidad se manifestó en abril de 2006:

Un ligero cambio en el ambiente de liquidez externo se tradujo en fuertes movimientos de la tasa de cambio, las tasas de los TES y los precios de las acciones.



PRINCIPALES RIESGOS DE MEDIANO PLAZO

1. Déficit en cuenta corriente

• Aún con precios del petróleo ligeramente superiores a los actuales, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos subiría de 2.1% del PIB en 2006 a cerca de 3.5% del PIB a partir de 2007.

2. Menor liquidez internacional

- Menores excesos de ahorro en la economía mundial
- Aumento en tasas de interés externas y en "spreads"
- Efecto dominó a través de crecimiento de países emergentes

3. Caída en los precios del petróleo

- Efecto directo sobre exportaciones
- Efecto sobre cantidades producidas
- Efecto fiscal
- Efecto sobre Venezuela y Ecuador
- Efecto sobre confianza y posibilidades de financiamiento



El proceso de revaluación del peso aumenta la vulnerabilidad, al desestimular las exportaciones y la producción de bienes sustitutivos de importaciones.

Por esa razón el Banco de la República ha estado permanentemente interesado en hacer lo que esté a su alcance para moderar las presiones a la revaluación, siempre bajo el criterio de que ello no entre en contradicción con su mandato primordial de lograr las metas de inflación.



Las compras de divisas por parte del Banco de la República entre enero y abril de 2007 alcanzaron:

US\$ 4.527 millones

Esta cifra, correspondiente a sólo cuatro meses, es superior a la de cualquier año completo en la historia del país.

*Banco de la República
Colombia*



Plan de Temas

- Actividad productiva, demanda agregada y crecimiento del crédito.
- Coyuntura inflacionaria.
- Entorno externo y sus riesgos.
- Política de tasas de interés y otras medidas de política monetaria

*Banco de la República
Colombia*



Criterios básicos de la política de "Inflación Objetivo" del BR:

- El BR no predefine un ritmo específico de crecimiento de los agregados monetarios debido a la dificultad para tener buenos estimativos de demanda de dinero en el corto y mediano plazos.
- El BR define mensualmente una tasa de interés de corto plazo que considera consistente con el cumplimiento de las metas de inflación y a esa tasa suministra toda la liquidez que le demande la economía.

Banco de la República
Colombia



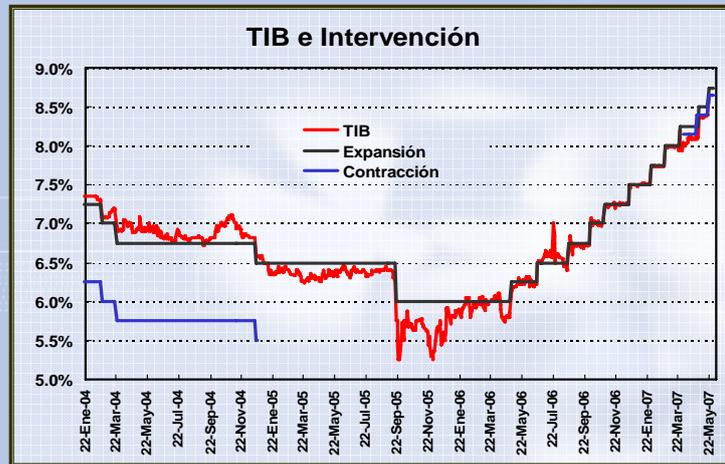
La estrategia de Inflación Objetivo ha permitido adelantar una política monetaria contracíclica

- Cuando la demanda agregada es inferior a la que puede satisfacerse con la capacidad productiva existente y la inflación tiende a reducirse, el Banco puede mantener tasas de interés excepcionalmente bajas, tal como sucedió entre el año 2000 y comienzos de 2006.
- Cuando la demanda agregada es superior a la capacidad productiva y la inflación tiende a aumentar, el Banco hace más restrictiva la política monetaria.

Banco de la República
Colombia



Desde abril de 2006, las tasas de interés del Banco de la República se han aumentado en 11 oportunidades



FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA

Banco de la República
Colombia



Esterilización del impacto monetario de la intervención cambiaria

A medida que se compraron dólares para tratar de moderar la revaluación del peso, el Banco ajustó su balance para mantener el control monetario y garantizar que la cantidad de dinero suministrada a la economía fuera la requerida para el normal funcionamiento de ésta.

Instrumentos:

- Reducción en el monto de repos (créditos de corto plazo ofrecidos al sistema financiero)
- Venta de TES
- Depósitos de la Tesorería.

En el pasado mes de abril, agotados los otros instrumentos, el Banco abrió una ventanilla de depósitos remunerados, con lo cual, en la práctica, comenzó a endeudarse para contrarrestar el impacto monetario de las compras de divisas.

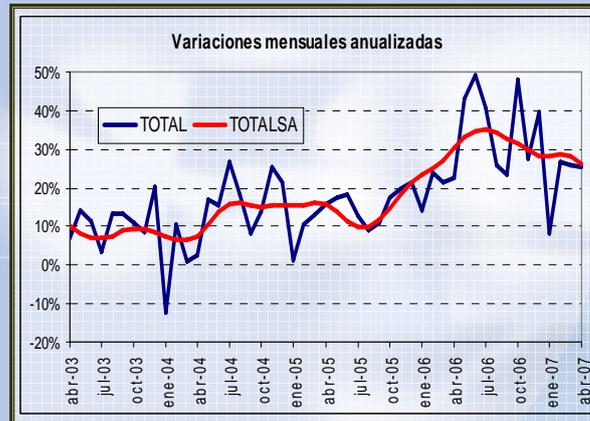
Banco de la República
Colombia



Poco después de iniciados los aumentos en las tasas de interés del BR, el dinamismo de la cartera empezó a moderarse, pero el proceso ha sido muy lento

Debido a la lentitud en la respuesta de la cartera y la demanda agregada frente a los aumentos de la tasa de interés, el Banco consideró necesario complementar dichos aumentos con otras medidas.

Crecimiento Mensual Anualizado de la Cartera del Sistema Financiero



Las decisiones adoptadas el pasado 6 de mayo tienen tres componentes:

1. Encajes marginales sobre los depósitos en el sistema financiero: 27% para cuentas corrientes, 12.5% para cuentas de ahorro y 5% para CDT

2. Encaje al endeudamiento externo: Depósito de 40% por seis meses para quien se endeude en el exterior a cualquier plazo

3. Límites a las operaciones con derivados del sistema financiero.



Objetivo de las medidas:

-Coadyuvar con el aumento de las tasas de interés para desestimular un crecimiento excesivo en el crédito y, por esa vía, de la demanda agregada y las presiones inflacionarias.

-Incrementar la autonomía monetaria del Banco de la República, encareciendo los flujos de capital externo que pudieran verse estimulados por el aumento en las tasas de interés o por la imposición del encaje marginal.

De esta manera se trató de evitar que la política monetaria más restrictiva se convirtiera en fuente adicional de presiones hacia la revaluación.



Una nota final sobre la revaluación del peso

El BR ha hecho cuanto está a su alcance para moderar las presiones hacia la revaluación, pero los límites de su accionar residen en el objetivo prioritario de mantener la inflación bajo control.

Mantener la competitividad de la producción nacional es también un propósito central de la política estatal.

Sin embargo, la política monetaria y el Banco de la República carecen de los instrumentos que se requerirían para contrarrestar los factores externos e internos que afectan el comportamiento de la tasa de cambio real.

La experiencia internacional y la teoría económica han demostrado que el mejor instrumento de política pública para combatir presiones hacia la apreciación real de la moneda no es la política monetaria sino la política fiscal.



Gracias

Banco de la República
Colombia