



PRESENTE Y FUTURO DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Primer Congreso Colombiano de Derecho Concursal

Medellín, Septiembre 7 de 2007

Carlos Gustavo Cano
Codirector del Banco de la
República

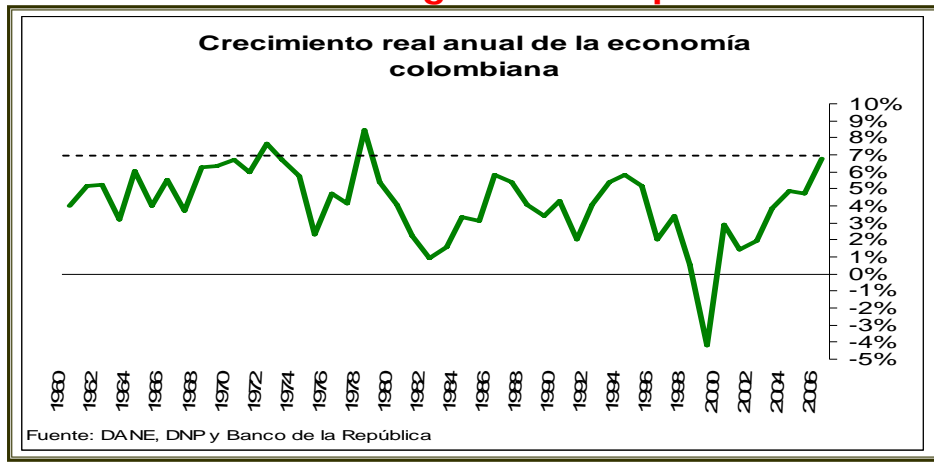
Opiniones personales que no necesariamente reflejan los puntos
de vista de otros miembros de la Junta Directiva del Banco



EL CRECIMIENTO



Crecimiento del PIB en 2006 del 6.8%, el más alto en tres décadas, jalonado por FBKF (18% anual y 26% sobre PIB) y la demanda interna (10% anual). Inversión privada creciendo al 22.5% anual en cuatro años. Agro frenado por revaluación



Para 2007 el crecimiento, dependiendo principalmente de la inversión, se estima en 6.6%. Por tipo de gasto:

Crecimiento del PIB				
	2004	2005	2006	2007
Consumo final	4.8%	4.9%	5.5%	5.5%
Hogares	6.0%	5.0%	6.6%	6.6%
Gobierno	1.1%	4.3%	2.1%	1.8%
Formación bruta de capital	15.60%	18.69%	26.93%	23.18%
Formación Bruta de Capital Fijo	15.0%	18.9%	18.2%	21.8%
FBKF sin Obras Civiles	22.0%	16.7%	18.5%	22.0%
Obras civiles	-7.9%	28.7%	17.2%	21.3%
Variación de Existencias	28.0%	13.8%	202.0%	33.8%
Demanda interna	6.6%	7.4%	9.8%	9.6%
Demanda interna sin Var iación de Exist.	6.5%	7.3%	8.0%	8.9%
Exportaciones totales	10.0%	7.0%	7.8%	10.0%
Importaciones totales	19.8%	19.9%	20.8%	21.0%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	4.9%	4.7%	6.8%	6.6%

Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República



Y por el lado de la oferta, jalonado por construcción, industria, comercio y transporte

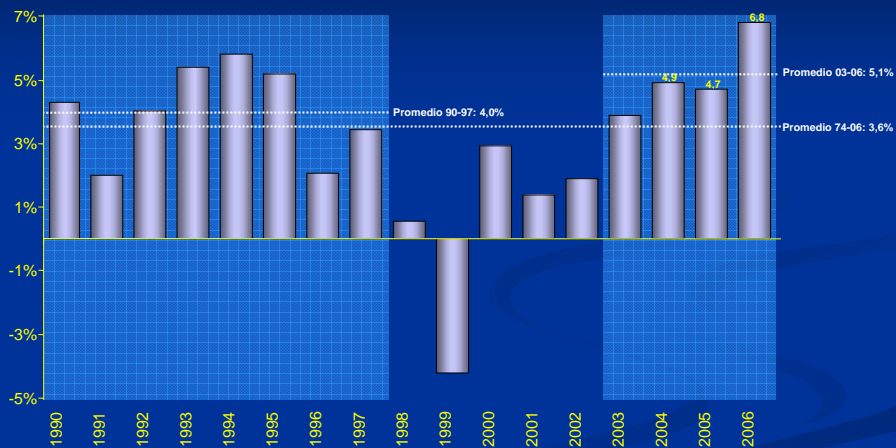
Crecimiento del PIB 2007 (variación del pronóstico)

	Anterior	Actual	Cambio	Participación (pb)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1.8%	2.5%	0.7%	9
Explotación de minas y canteras	3.9%	4.5%	0.6%	2
Electricidad, gas y agua	3.7%	3.4%	-0.3%	-1
Industria manufacturera	7.6%	9.6%	2.0%	30
Construcción	11.1%	14.3%	3.2%	19
Edificaciones	11.9%	9.5%	-2.4%	-9
Obras Civiles	10.0%	21.3%	11.3%	28
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	9.0%	8.4%	-0.6%	-7
Transporte, almacenamiento y comunicación	6.7%	7.5%	0.8%	7
Estab. Finan, segur, inmueb y serv a las empresas	2.9%	4.5%	1.6%	26
Servicios sociales, comunales y personales	1.7%	1.5%	-0.2%	-4
Intermediación financiera medidos indirectamente	6.2%	5.9%	-0.2%	-1
Subtotal Valor agregado	4.9%	5.8%	0.9%	84
PRODUCTO INTERNO BRUTO	5.8%	6.6%	0.7%	74



Hasta primera mitad del 2007: Boom Económico en Colombia

(Crecimiento anual del PBI real)



Fuente: WEO

CERES



¿Será sostenible? Cuatro riesgos y herramientas para prevenirlos

1. **A inflación por exceso de demanda sobre PIB potencial:** aumentos en inversión y productividad, y manejo adecuado de las tasas de interés de intervención del BR
2. **A revaluación excesiva y prolongada:** intervención cambiaria, política fiscal anticíclica, controles de capital
3. **A choques externos, contagios y pánicos financieros:** acumulación de reservas int.
4. **A inestabilidad financiera:** provisiones anticíclicas, diversificación inversiones de las AFP's, medición apropiada de riesgos TES, regulación prudencial



LA INFLACIÓN



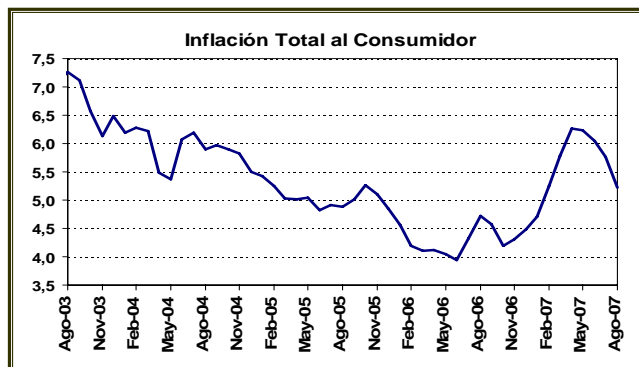
El esquema Inflación Objetivo en Colombia

- **Metas** cuantitativas de inflación:
 - **2007**: rango 3.5%-4.5% (punto medio para efectos legales 4%)
 - **2008**: el punto medio deberá estar dentro del rango 3%-4%
 - **Largo plazo**: dentro del rango 2%-4%
- **Instrumentos**:
 - **Tasas de interés** de las operaciones de expansión o contracción a un día del BR. Hoy: 9.25% sobre REPOS activos
 - **Ocasionales**: intervención cambiaria, encajes, controles de capital



El primer cuatrimestre de este año la inflación aumentó más de lo esperado por alimentos: Niño, bicombustibles y Venezuela. Pero a partir de mayo comenzó su descenso, situándose 72 puntos básicos en agosto arriba del límite superior del rango meta, y 4.58% en lo que va corrido del año

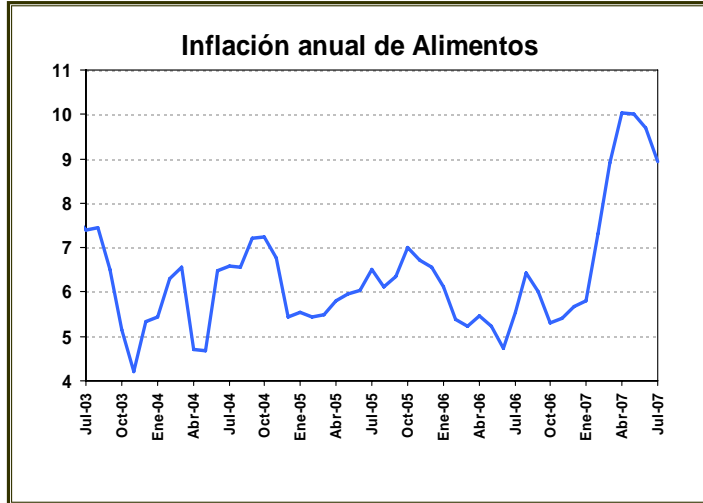
Ago 07 = 5.22%
Jul 07 = 5.77%
Jun 07 = 6.04%
May 07 = 6.23%
Abr 07 = 6.26%





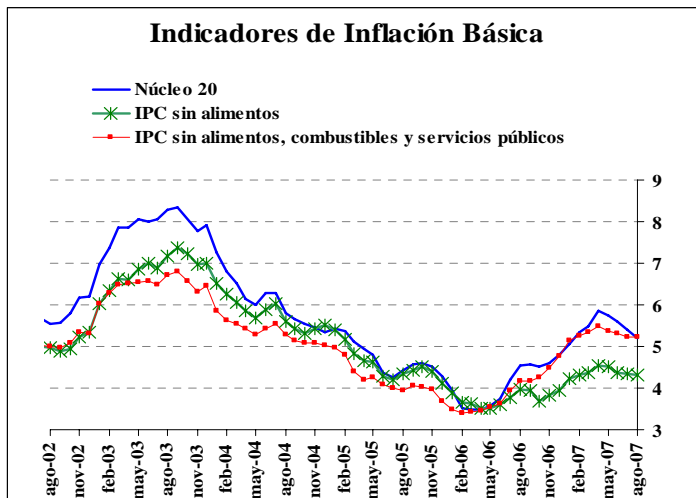
La inflación de alimentos explica el 70% de lo que va corrido del año. Pero a partir de mayo comenzó su senda descendente, incluidos procesados a partir de julio

Jul 07 = 8.93%
Jun 07 = 9.69%
May 07 = 10.01%
Abr 07 = 10.04%



Además, los índices de inflación básica vienen cayendo desde el mes de mayo, y el IPC sin alimentos se ubica dentro del rango meta para el 2007

Promedio de 3
Ago 07 = 4.91%
Jul 07 = 4.99%
Jun 07 = 5.10%
May 07 = 5.21%





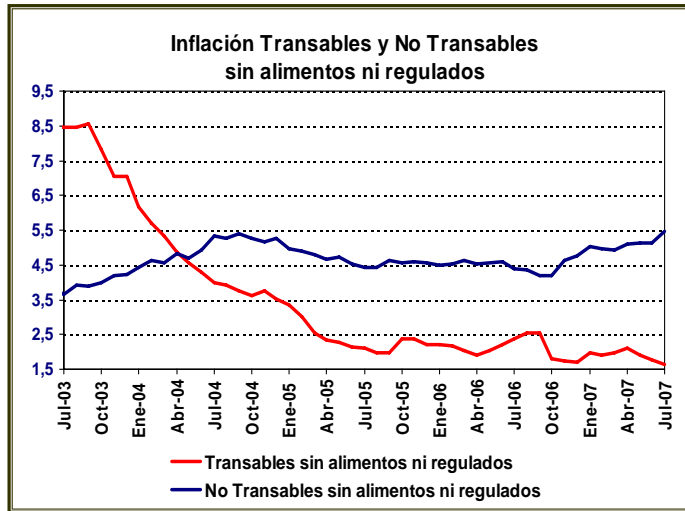
Sin embargo, al excluir regulados y alimentos, la inflación anual de transables cae y la de no transables sube, en especial por la inflación observada en arriendos, que ascendió en junio y julio

Transables

Jul 07 = 1.62%
Jun 07 = 1.76%
May 07 = 1.89%
Abr 07 = 2.10%

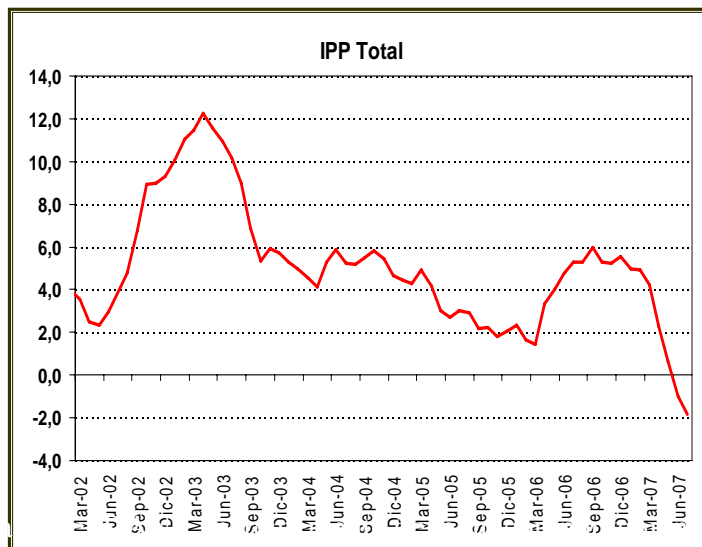
No transables

Jul 07 = 5.45%
Jun 07 = 5.12%
May 07 = 5.13%
Abr 07 = 5.09%



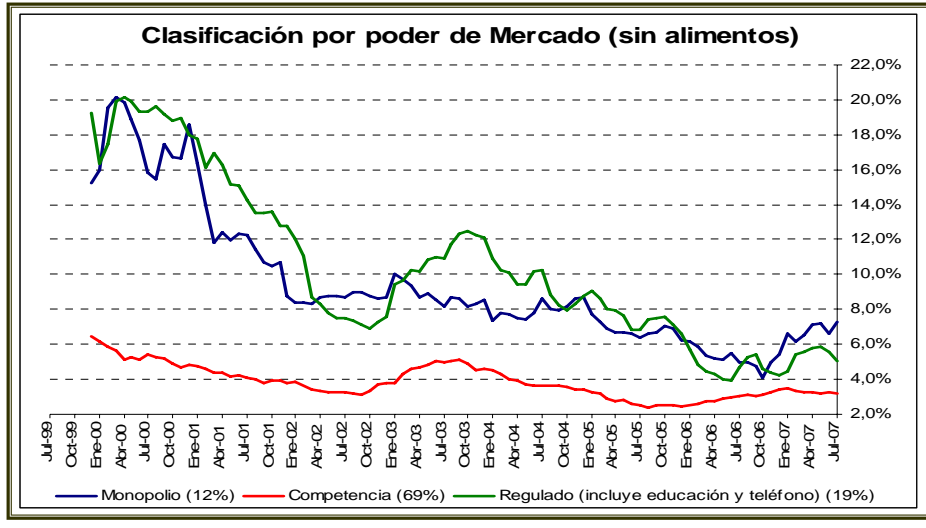
Pero el índice de precios al productor (IPP) continuó bajando (agro, industria y minería), en buena parte por la revaluación del peso

Jul 07 = -1.9%
Jun 07 = -1.0%
Mar 07 = 4.2%
Dic 06 = 5.5%

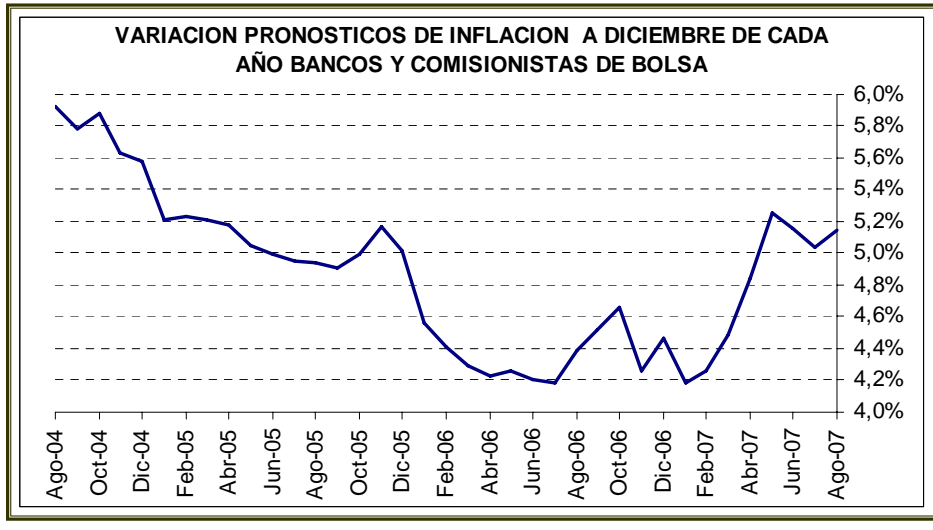




No obstante, el 12% del índice de precios al consumidor (IPC), excluyendo los alimentos, se resiste a caer, probablemente por falta de competencia o posición dominante

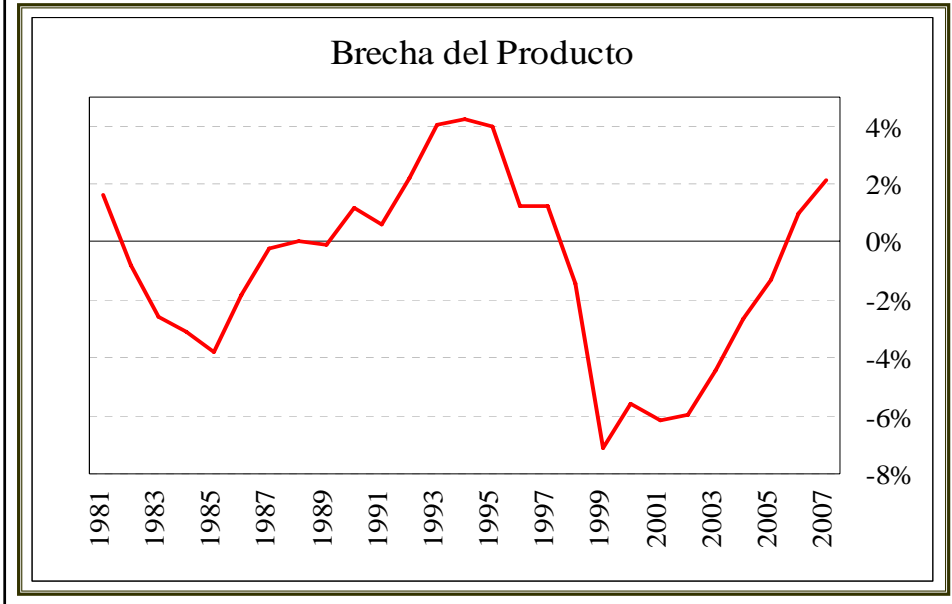


Pronósticos de inflación a diciembre según la última encuesta. Sube un poco, debido probablemente a la persistencia de la de no transables sin alimentos ni regulados

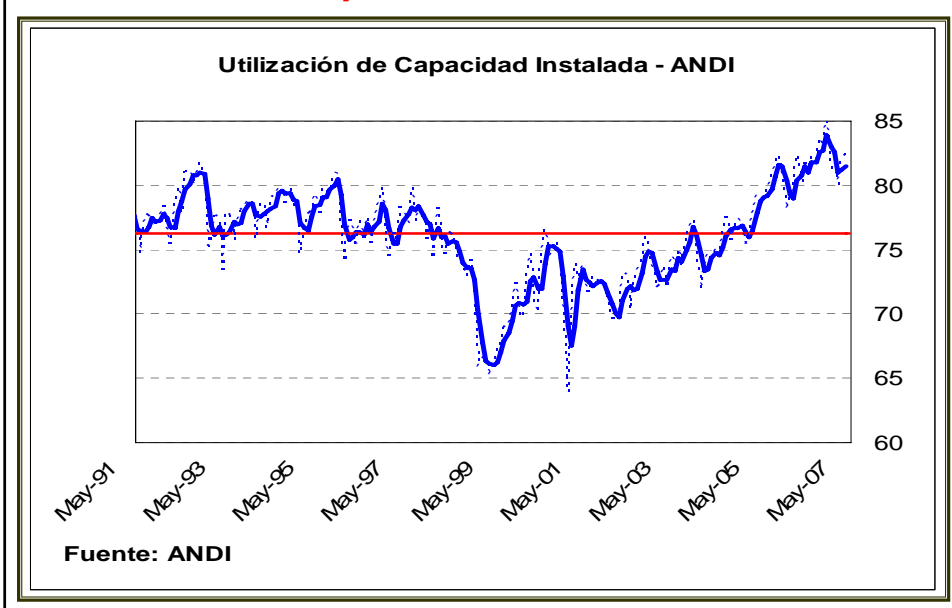




Algunos modelos indican que la brecha del producto se halla cerrada hace dos años

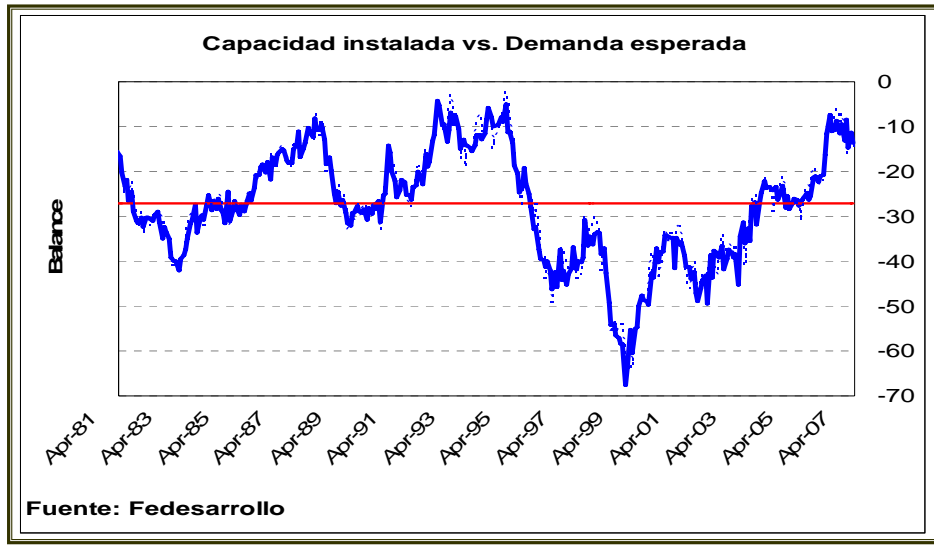


Sin embargo, según la ANDI la utilización de la capacidad instalada se ha reducido

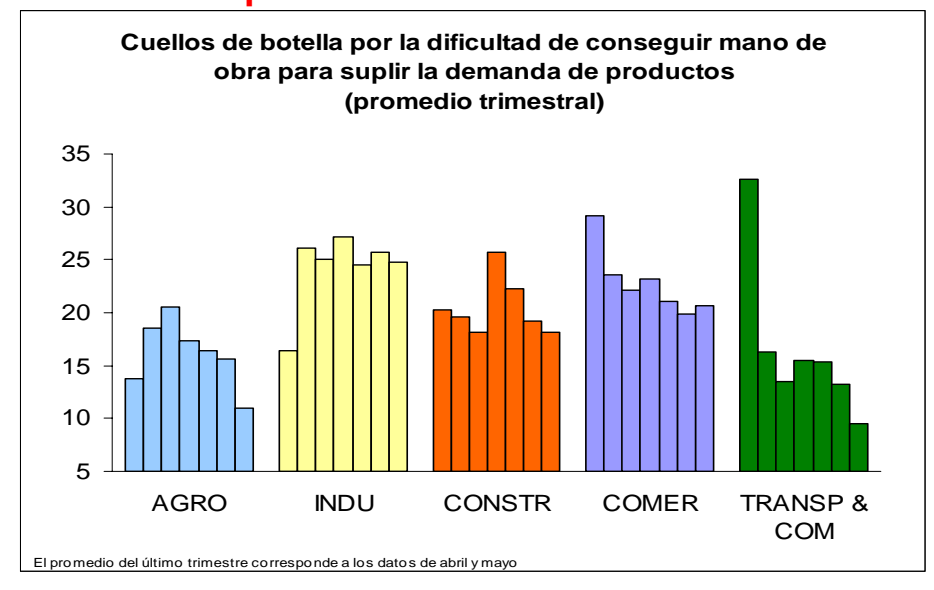




Y es ahora menor el número de empresarios que piensan que no están en capacidad de atender aumentos en la demanda



Los empresarios tampoco prevén cuellos de botella en el mercado laboral, excepto en el de personal técnico altamente calificado





Nuestro diario dilema

Apretar la política elevando en exceso las tasas cuando PIB y empleo están creciendo, y la inflación convergiendo hacia su meta de mediano plazo, podría arruinar una sana expansión de la economía. Pero, por otro lado, no anticiparse a eventuales presiones inflacionarias de demanda futuras (2008 y 2009) podría colocar en riesgo la sostenibilidad del crecimiento.

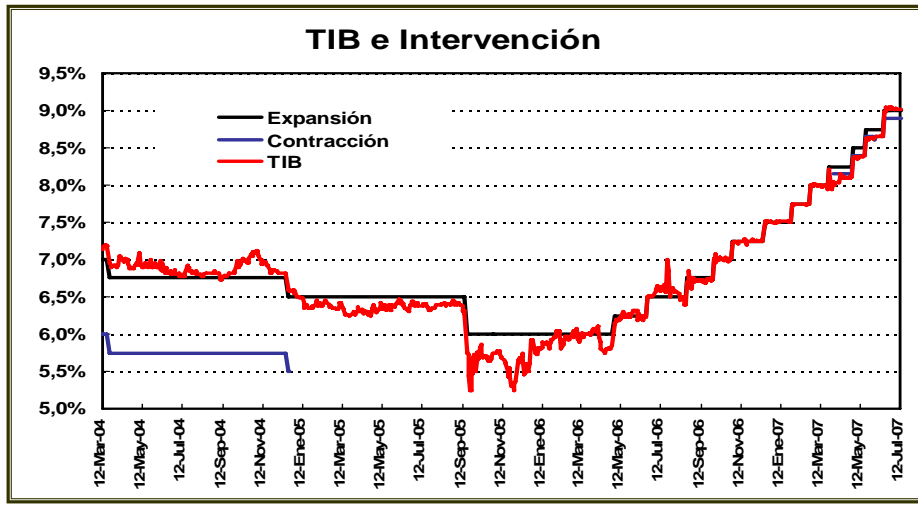


Es muy probable que la inversión y los aumentos en productividad hayan reducido la NAIRU e incrementado de modo notable la capacidad productiva de la economía

El gran aumento de la inversión privada y la productividad sugiere una expansión del PIB potencial. Y una brecha del producto aún negativa. Si así fuere, ello permitiría seguir creciendo sin generar grandes presiones inflacionarias de demanda. Además, la mayor apertura comercial, al haber expuesto la economía a más competencia, también podría estar contribuyendo a controlar la inflación.



Sin embargo, debido al persistente aumento de la demanda interna la Junta ha reducido el impulso monetario desde abril/06 alzando la tasa REPO, en trece movimientos, de 6% a 9.25%: 325 puntos base en apenas 16 meses



Inflación y tasas de interés de algunos bancos centrales

PAÍS	(1) HOY	(2) HACE UN AÑO	(1)/(2)	INFLACIÓN
EU	5.25	5.25	1.00	2.40
UE	4.00	3.00	1.33	1.80
Brasil	11.50	14.25	0.81	3.74
México	7.25	7.0	1.04	4.14
Colomb.	9.25	6.75	1.37	5.22
Chile	5.50	5.25	1.05	3.80
Perú	4.75	4.50	1.06	2.20



**Adicionalmente, las medidas de Mayo:
(A) Sobre controles de capital**

Establecimiento de un depósito del 40% restituible a los seis meses sobre entradas de capital originadas en endeudamiento externo e inversiones de portafolio, con miras a reducir el diferencial entre las tasas internas de interés y las externas y así controlar las operaciones de 'carry trade' y 'off-shore', de muy corto plazo.



(B) Sobre encajes

Con el objeto de contribuir de manera efectiva e inmediata a controlar el crecimiento del crédito y sus presiones inflacionarias de demanda, encajes marginales sobre los depósitos bancarios: cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos a término inferiores a 180 días.

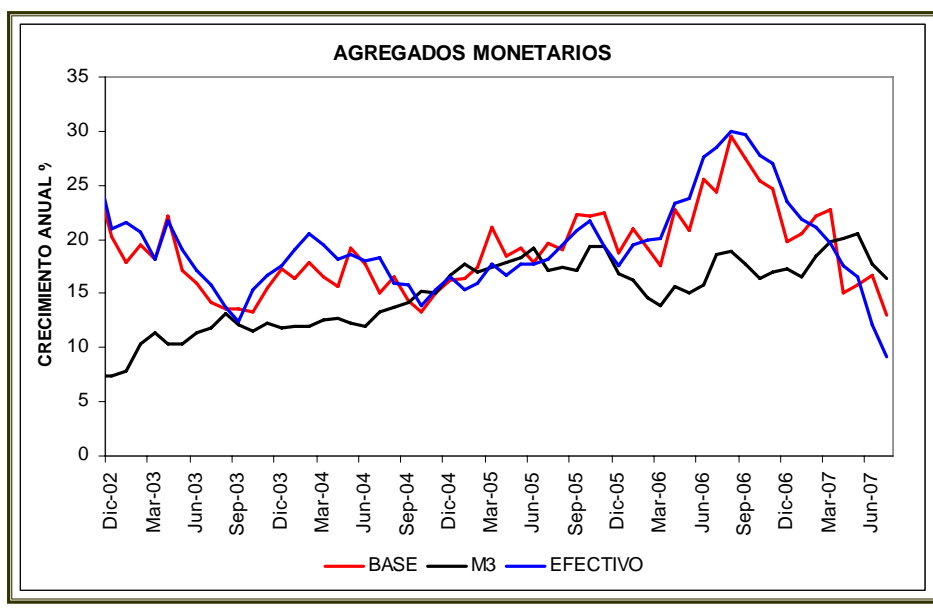


(C) Sobre regulación prudencial

Límites cuantitativos a la relación entre el monto total de operaciones de derivados de tasa de cambio y el patrimonio técnico de los intermediarios financieros que las realicen. Dicho límite será del 500% del patrimonio técnico de los intermediarios del mercado cambiario (IMC).

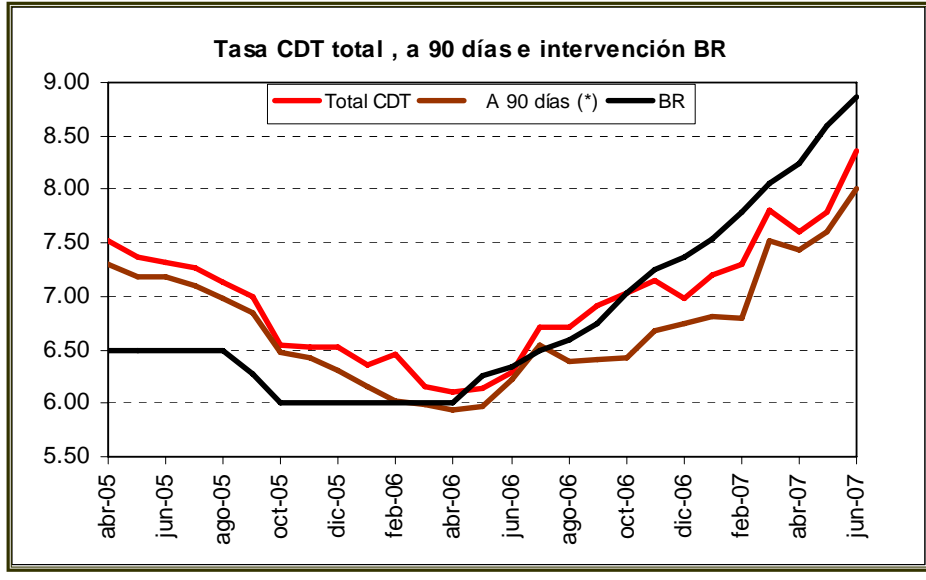


Resultado: evidente desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios

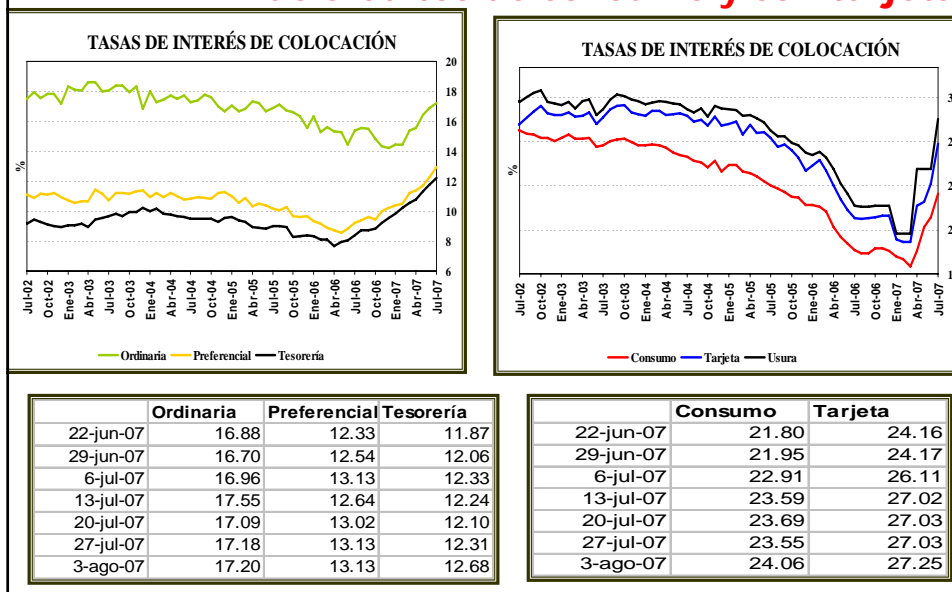




Adicionalmente, las tasas de interés de captación están siendo atraídas al alza por los incrementos de la del Banco

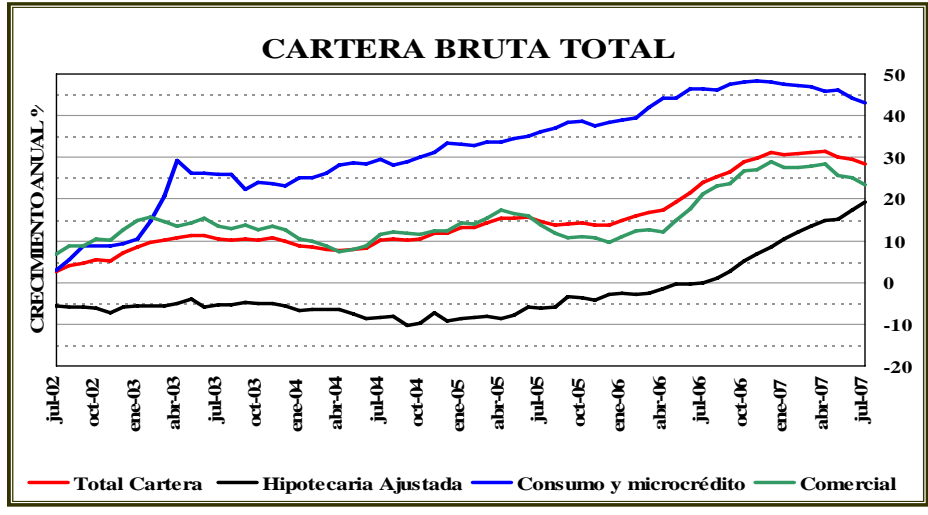


Como consecuencia, las tasas de colocación también comenzaron a subir, en especial las de créditos de consumo y con tarjeta

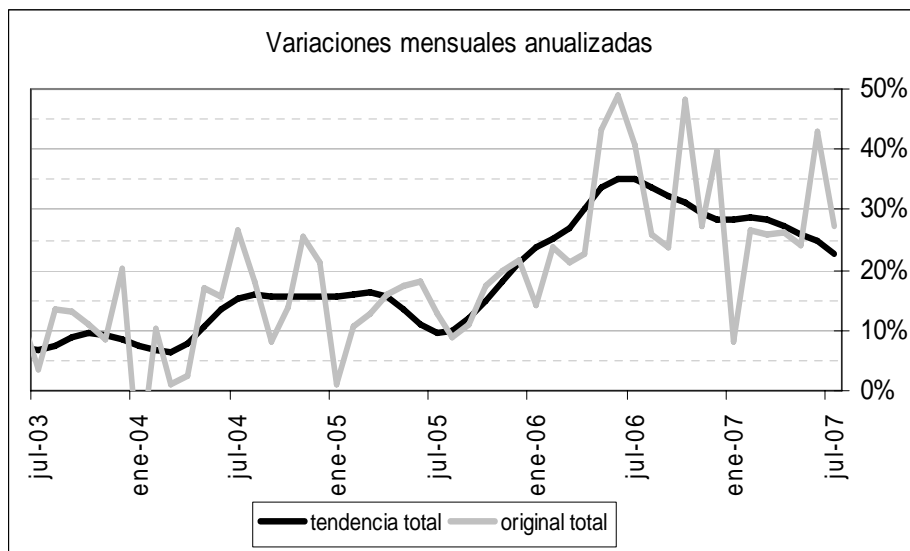




Efectos de las alzas en las tasas de interés y demás medidas: ostensible desaceleración del ritmo de crecimiento de las carteras, excepto (hasta julio) de la hipotecaria

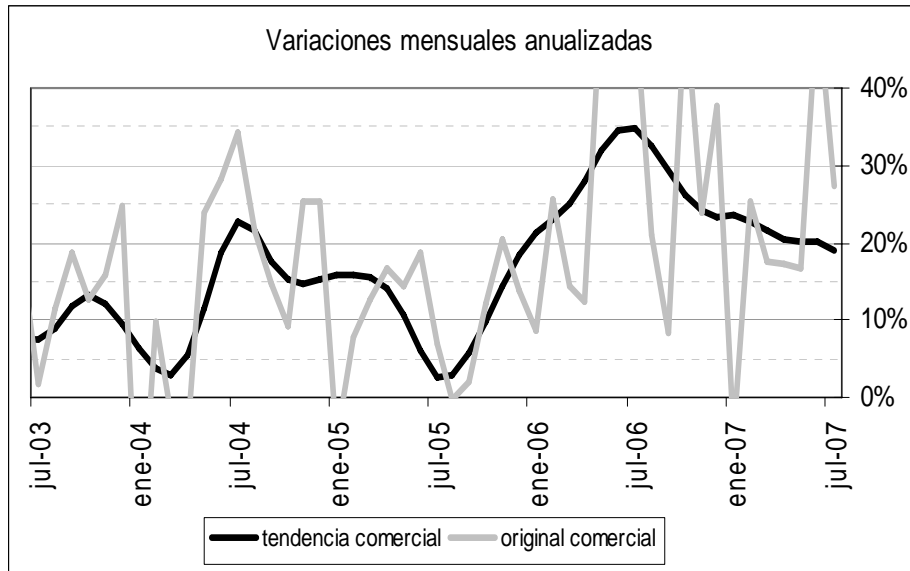


Cartera total: tendencia decreciente de las variaciones mensuales anualizadas

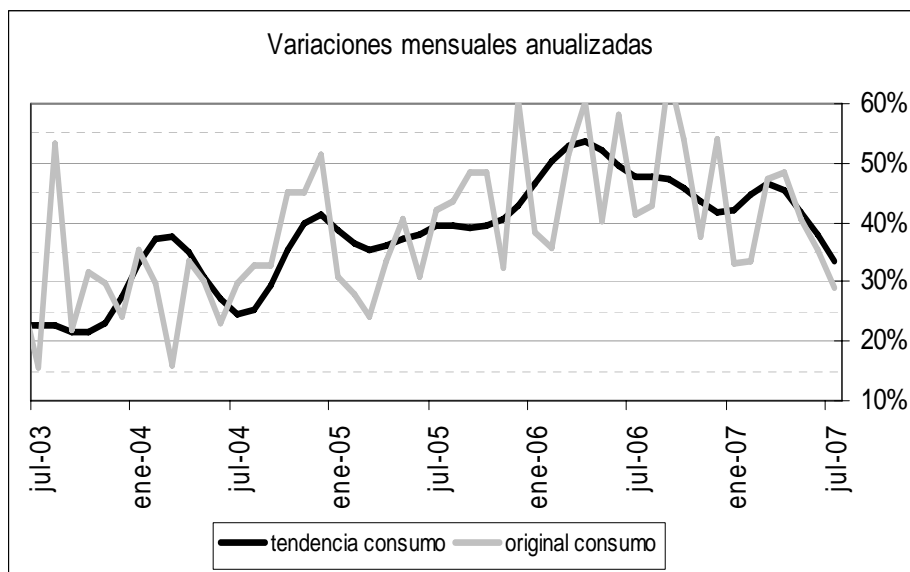




Cartera comercial: tendencia decreciente de las variaciones mensuales anualizadas

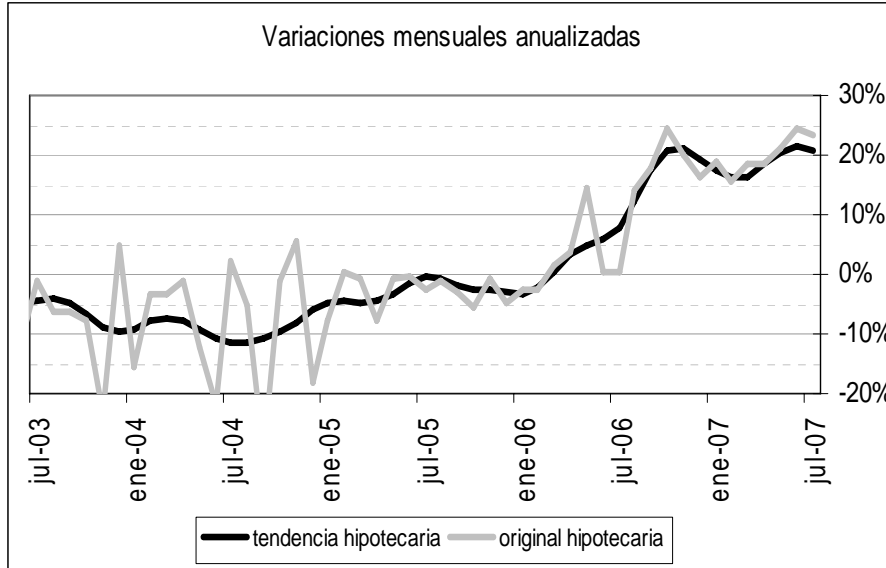


Cartera de consumo: tendencia decreciente de las variaciones mensuales anualizadas

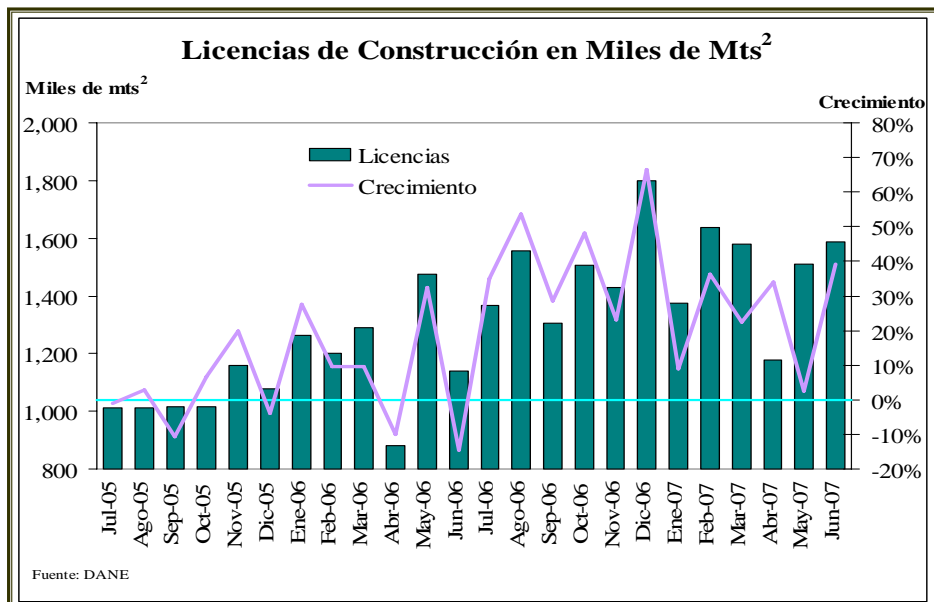




Cartera hipotecaria: hasta julio la única con tendencia creciente



Hasta junio continuaba dinámica de la construcción. Licencias crecían 39% anual





Además aún falta que las alzas en las tasas del Banco y demás medidas se transmitan en su totalidad al resto de tasas

Según el Modelo de Monti-Klein, los efectos de la política monetaria de abril/06 a julio/07, deberían ser:

- Incremento promedio de 352 pb en las tasas activas**
- En el mismo lapso las tasas activas subieron en promedio 224 pb. O sea que faltarían 128 pb del efecto total**

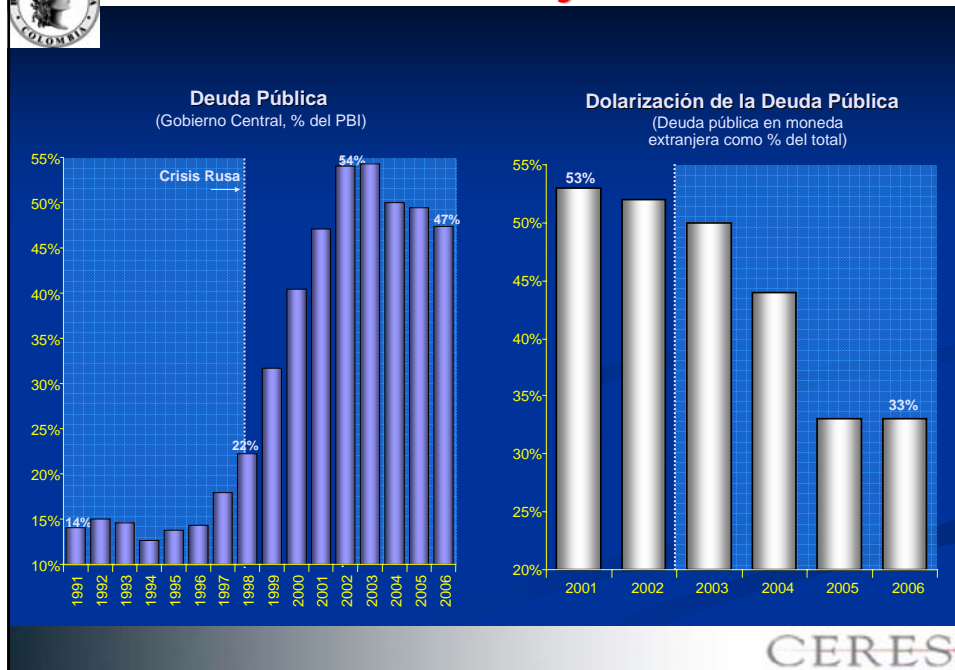


Primer pendiente: el ajuste fiscal, indispensable y apremiante

El desequilibrio fiscal es una de las más poderosas fuentes de presión al alza sobre las tasas de interés internas, que atraen mayores flujos de deuda y capital especulativo. Aunque el porcentaje del gasto público sobre el PIB está bajando, recortes adicionales drásticos no podrían ser inmediatos. Luego urgen mayores ingresos tributarios.



Manejo Fiscal en Colombia



Segundo pendiente: más regulación prudencial y control en frontera

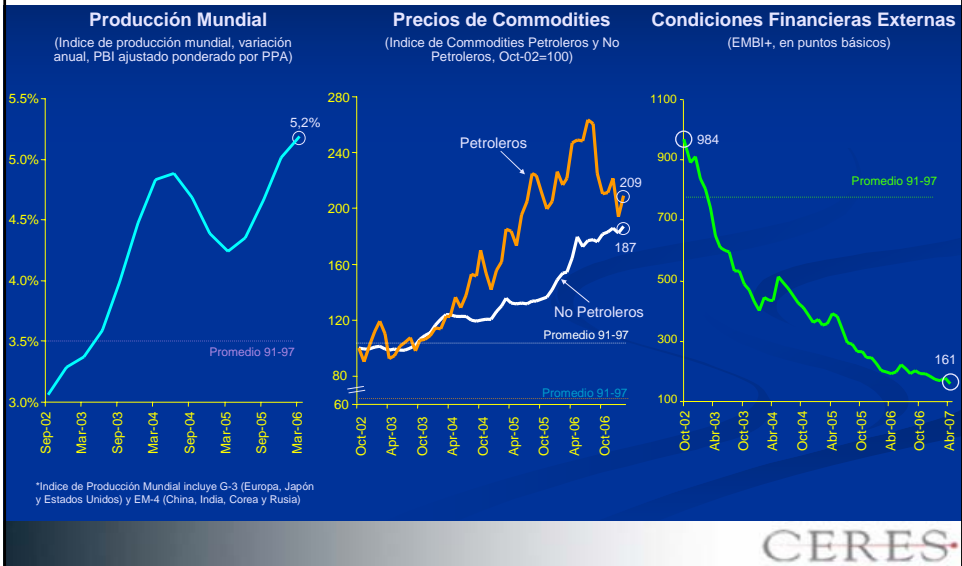
- Propiciar mayor diversificación y exposición externa de las AFP's a fin de atenuar riesgos e inducir reducción del diferencial de tasas
- Régimen provisiones anticíclicas
- Propiciar mayor competencia del sector financiero en pos de reducir costos de servicios financieros
- Afinar controles a lavado de activos vía vigilancia de envíos de ME al exterior por parte de la DIAN



LA REVALUACIÓN

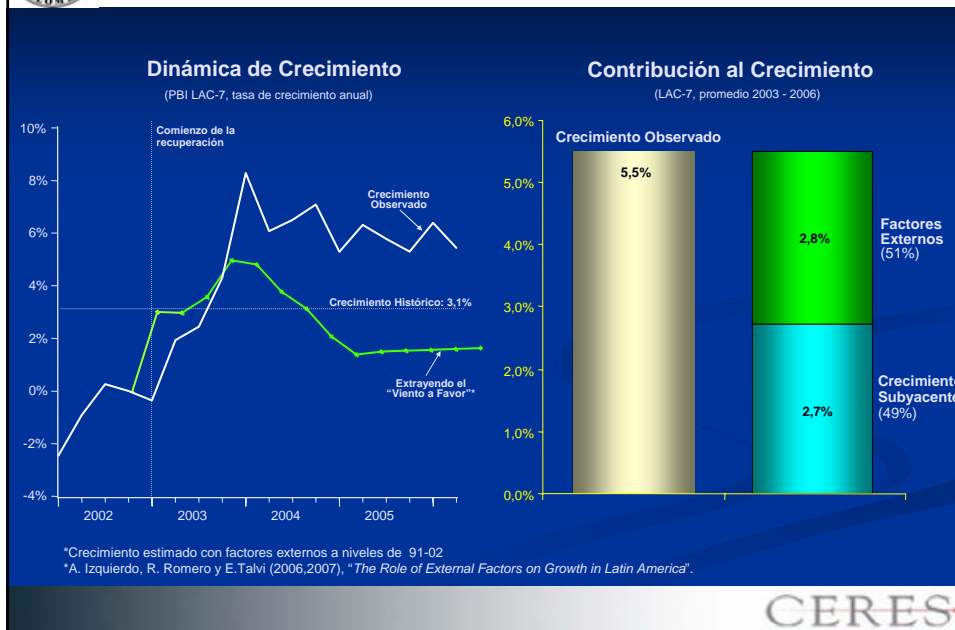


Entorno externo muy favorable hasta la primera mitad de 2007





El Rol de los Factores Externos en el Ciclo Económico de LAC : *Simulaciones**

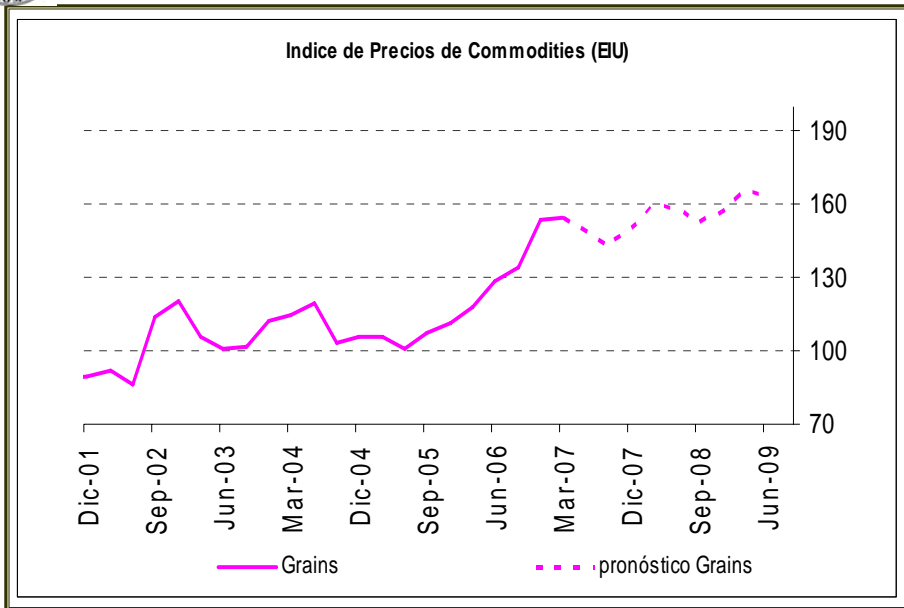


La mayoría de los precios de los commodities continuó subiendo hasta junio

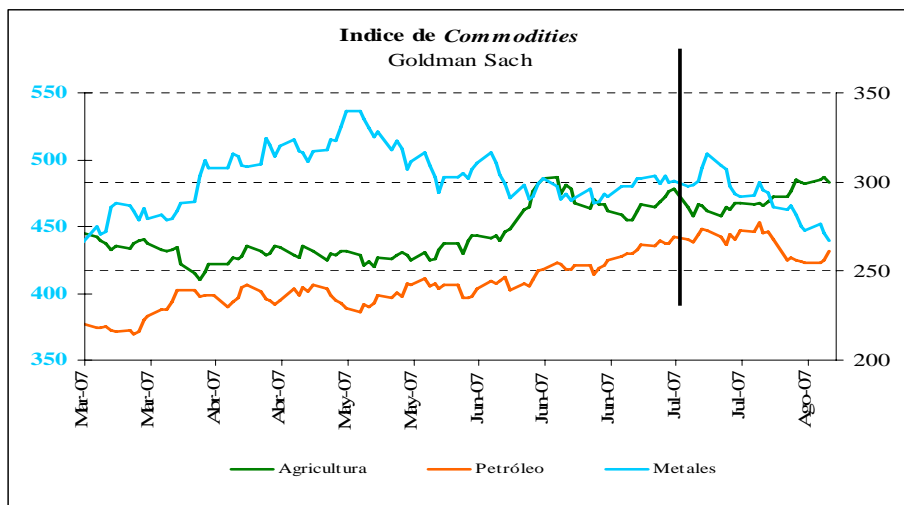
	Promedio 2005	Promedio 2006	Promedio I Trimestre de 2007	Promedio II Trimestre de 2007
Petróleo WTI (US\$/barril)	56.7	66.1	58.18	64.93
Carbón Australiano (US\$/tm)	49.4	49.1	53.14	57.50
Níquel (US\$/tm)	14744	24254.4	41440.00	48033.00
Café (centavos US\$/libra)	116.9	116.6	123.18	117.41
Oro (US\$/onza troy)	444.9	604.3	650.27	667.47



Lo mismo que los precios de los granos

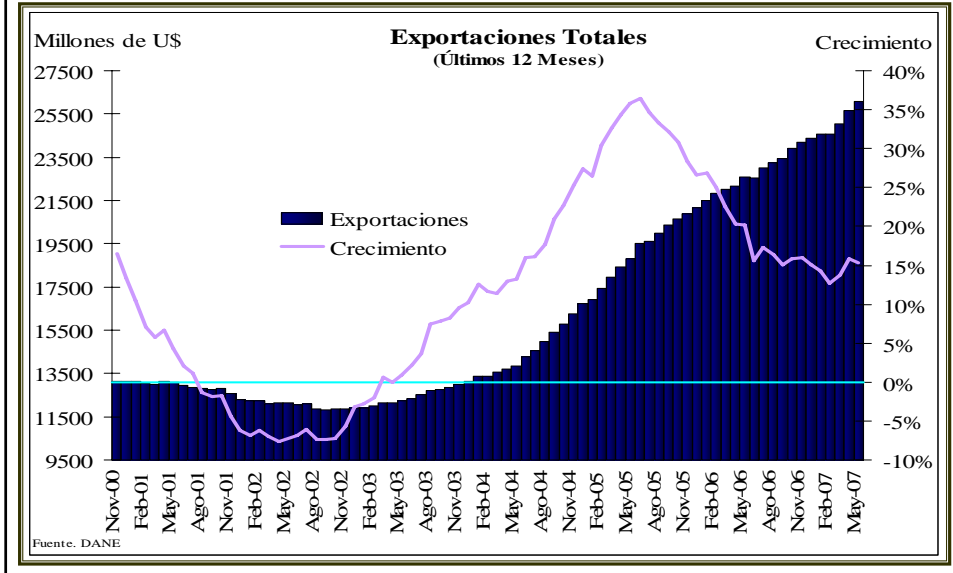


Sin embargo, los precios de algunos commodities han empezado a caer, incluido el petróleo. ¿Es el final de los vientos externos favorables?

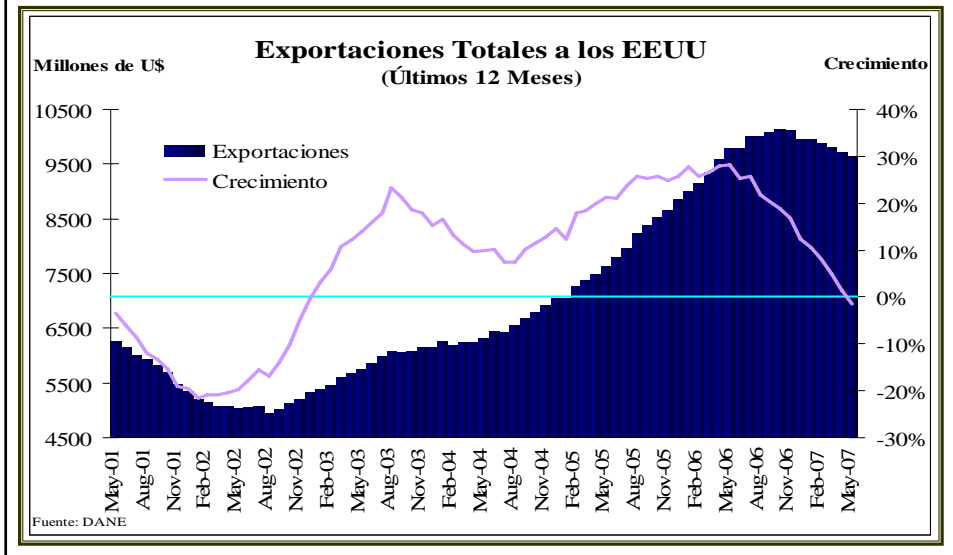




De otra parte, las exportaciones han seguido creciendo, aunque a un ritmo en descenso: 15% últimos 12 meses vs 35% hace dos años

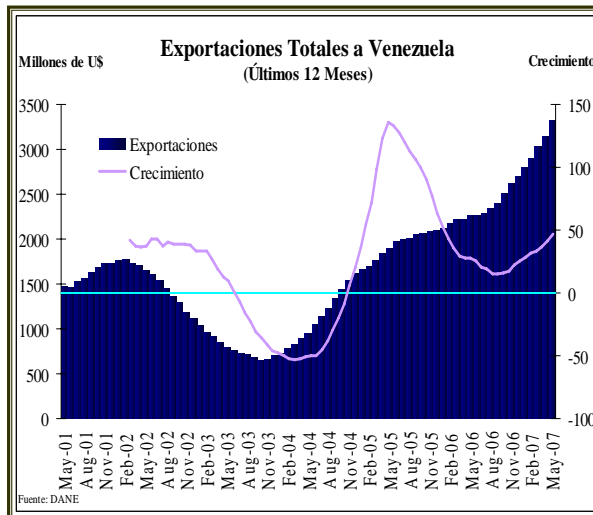


Las exportaciones a EU con ritmo decreciente desde may/06. A partir de may/07, en terreno negativo, en especial petróleo y bienes industriales, aún antes de crisis en EU





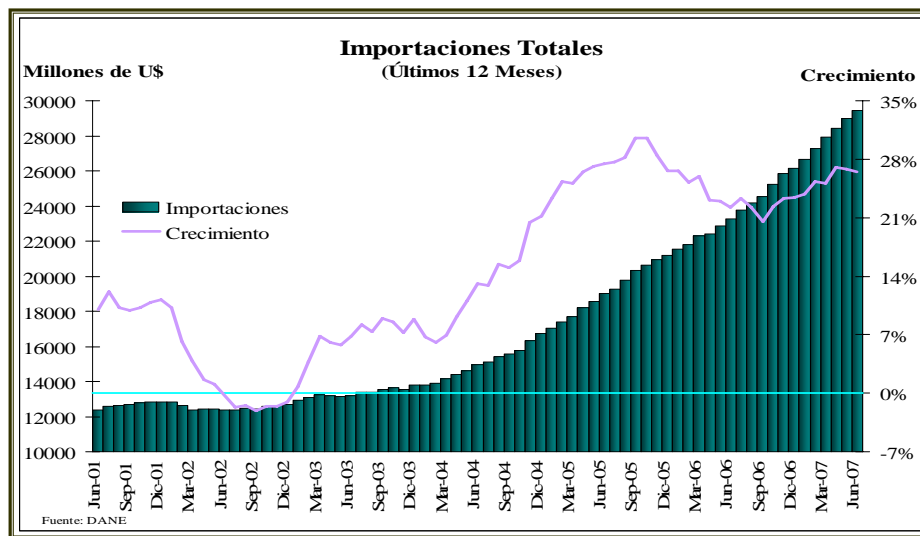
En cambio, Venezuela sigue liderando dinámica de las exportaciones (47% anual), en especial las de más alto valor agregado e intensivas en empleo. ¿Será sostenible?



- Las exportaciones agropecuarias crecen al 80% (acumulado 12 meses)
- Las exportaciones industriales crecen al 31% (acumulado 12 meses) lideradas por las exportaciones de confecciones, cuero y madera

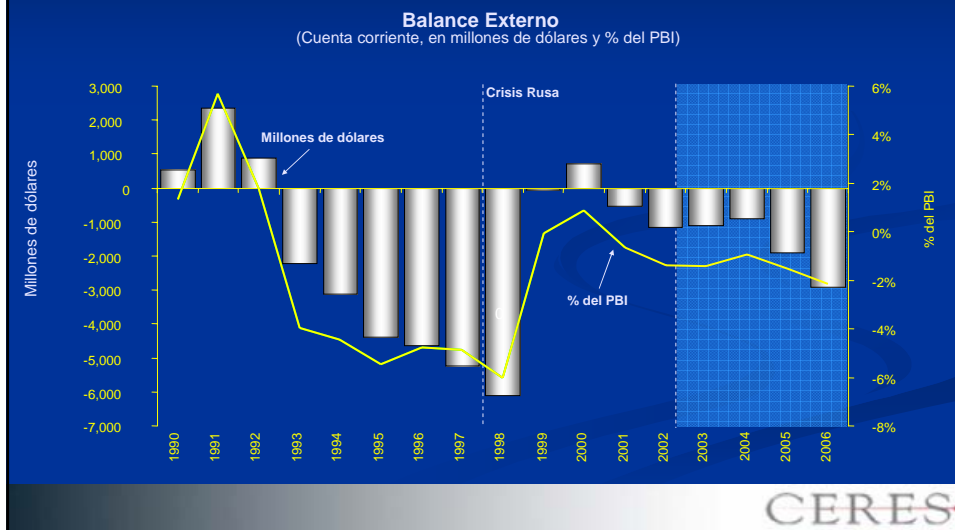


En cambio, importaciones crecen 26%, con desaceleración en las de bienes de consumo. No así en bienes de capital ni intermedios, cuya dinámica se mantiene

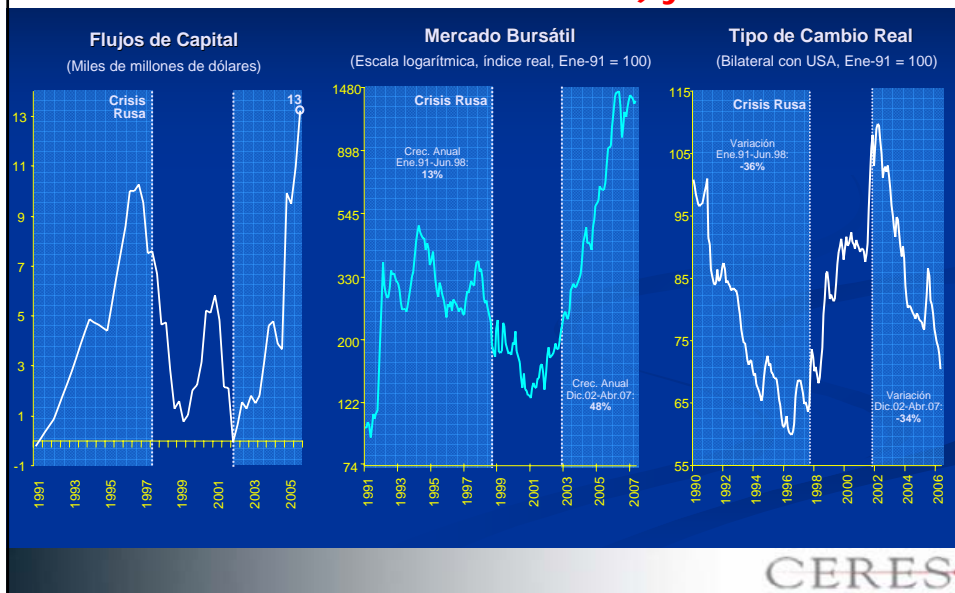




Resultado: Déficit en cta. corriente de 2.1% en 2006 a 4% en 2007 y 2008. Por primera vez desde la crisis de 1998 hay déficit comercial y creciente. Caso único en AL. ¿Devaluación a la vista?



Es la cta. de capitales por donde ha entrado el exceso de divisas (IED, portafolio, enedudamiento) y la revaluación





Claro que toda la región venía revaluándose, siendo Brasil y Colombia los líderes, pero a partir de los amagos de crisis en EU, durante el último mes la tendencia se ha invertido

Sept. 5 de 2007

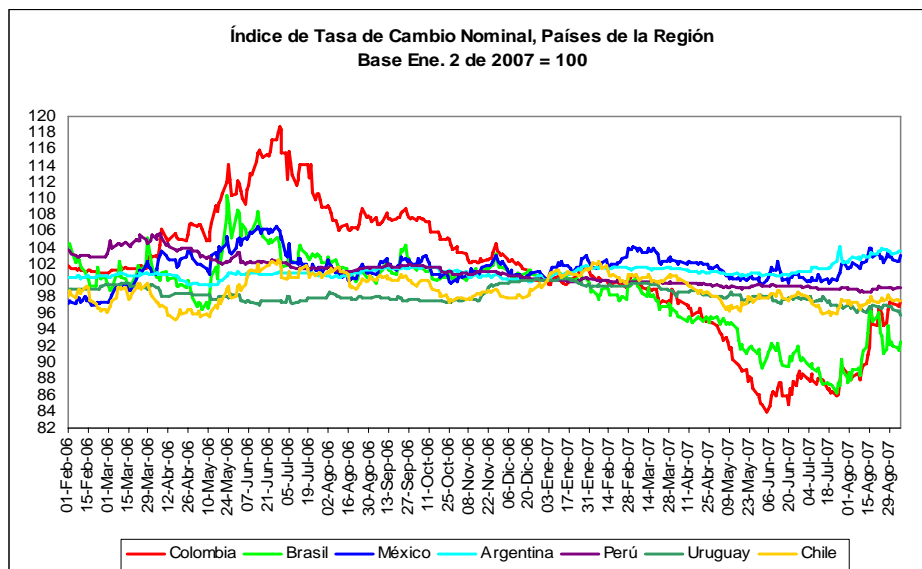
Devaluación Tipos de Cambio LATAM

LATAM	semana	mes	año corrido	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	0,24%	10,04%	-3,01%	-8,62%	-4,94%	-15,01%
Brasil	0,40%	3,78%	-7,70%	-7,84%	-15,19%	-32,27%
México	0,17%	1,23%	2,54%	2,12%	3,86%	-4,16%
Argentina	0,02%	0,87%	3,44%	2,20%	8,94%	5,80%
Perú	-0,05%	0,24%	-0,97%	-2,47%	-4,98%	-6,42%
Uruguay	-1,06%	-0,47%	-4,28%	-2,44%	-3,31%	-17,18%
Chile	-0,29%	0,20%	-1,82%	-2,76%	-2,59%	-15,70%

Fuente: Bloomberg



Gráficamente: la moneda colombiana se destaca como la más volátil de la región





Y si nos comparamos con otras latitudes, resulta igualmente evidente: cambio de tendencia en el último mes

Sept. 5 de
2007

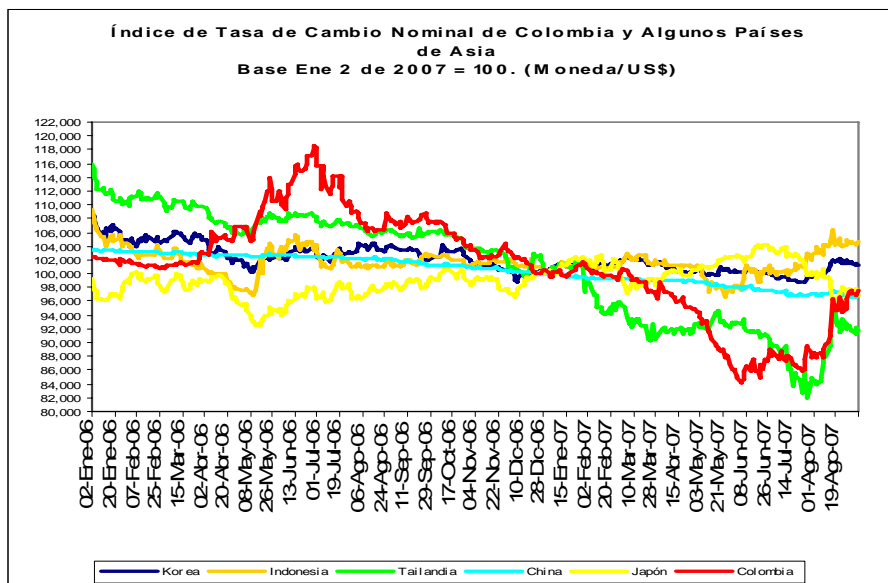
Devaluación Tipos de Cambio - ASIA y EUROPA

LATAM						
	semana	mes	año corrido	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Korea	-0,16%	1,59%	0,87%	-1,94%	-8,27%	-18,44%
Indonesia	0,13%	1,51%	4,51%	3,07%	-9,22%	1,49%
Tailandia	-0,76%	8,88%	-8,32%	-13,06%	-20,92%	-21,82%
China	0,10%	-0,09%	-3,19%	-4,94%	-6,61%	-8,70%
Japón	-0,87%	-3,13%	-3,28%	-0,78%	5,00%	4,24%
Turquía	-0,48%	2,73%	-7,70%	-10,72%	-2,17%	-13,28%
Colombia	0,24%	10,04%	-3,01%	-8,62%	-4,94%	-15,01%
Euro	0,07%	0,92%	-3,43%	-6,23%	-8,80%	-11,78%
Libra	-0,20%	0,48%	-3,11%	-6,29%	-8,86%	-12,12%

Fuente: Bloomberg



Visto gráficamente frente al resto del mundo, la misma conclusión: la más alta volatilidad





La Junta había aplicado hasta principios de 2007 una política monetaria expansiva

1. Brindando la liquidez que le demandaran a la tasa REPO mediante intervenciones cambiarias, y aligerando las presiones revaluacionistas, pero sin poner en riesgo las metas de inflación
2. Apoyando al Gobierno en la sustitución de deuda externa por interna
3. Con tasas de interés REPO históricamente bajas



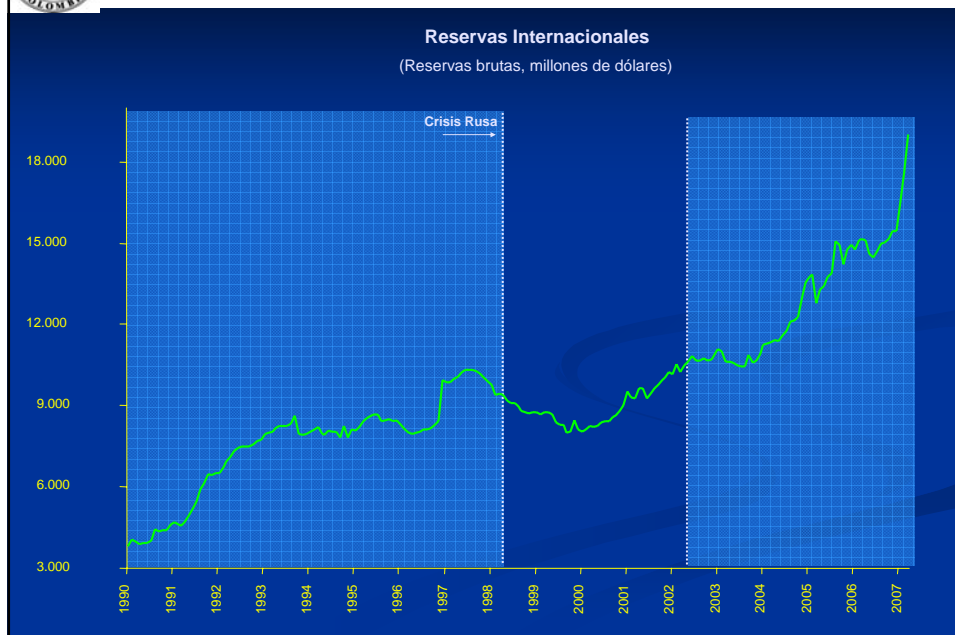
La intervención cambiaria 2004-2007: un adecuado nivel de reservas internacionales

Concepto	2004	2005	2006
Compras	2,904.9	4,658.4	1,590.5
- Opciones Put	1,579.6	0.0	393.8
- Interv. Discr.	1,325.3	4,658.4	1,196.7
Ventas	500.0	3,250.0	1,944.3
- Opciones Call	0.0	0.0	944.3
- Gobierno Nal.	500.0	3,250.0	1,000.0
Compras Netas	2,404.9	1,408.4	-353.8

A mayo /07 compras netas por US \$4.887 mill



Reservas internacionales en Colombia



Nuestro límite para intervenir depende de la capacidad de esterilización. Herramientas:

- Venta de divisas al Gobierno para pagos o pre-pagos de deuda externa
- Depósitos de la Tesorería en el Banco
- Reducción de cupos REPO de expansión
- Venta de TES
- Ventanilla de contracción



LA EVENTUAL CRISIS DE EU Y SUS POSIBLES EFECTOS



El ciclo de la crisis, según Hyman Minsky

En el auge, la gente se sobreendeuda para invertir. Cuanto más dure el *boom*, los prestamistas asumen más riesgos, hasta que los ingresos generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas. Y los acreedores tienden entonces a exigir el pago inmediato de créditos, lo cual obliga a los deudores a desprenderse precipitadamente de sus activos especulativos, provocando por tanto la caída abrupta de sus precios.



La consecuencia

El 'efecto riqueza' negativo, la consiguiente contracción del consumo, y el resultado acumulado de las alzas de las tasas de interés de la FED, afectarían nuestras exportaciones. Lo prudente entonces sería cuidarse de apretar en exceso la política monetaria, pues en adelante tendríamos que depender mucho más de nuestra propia demanda. Además, si ello desembocara en recesión, no sería descartable la mengua de las cotizaciones del petróleo, y, de paso, del gran mercado venezolano.

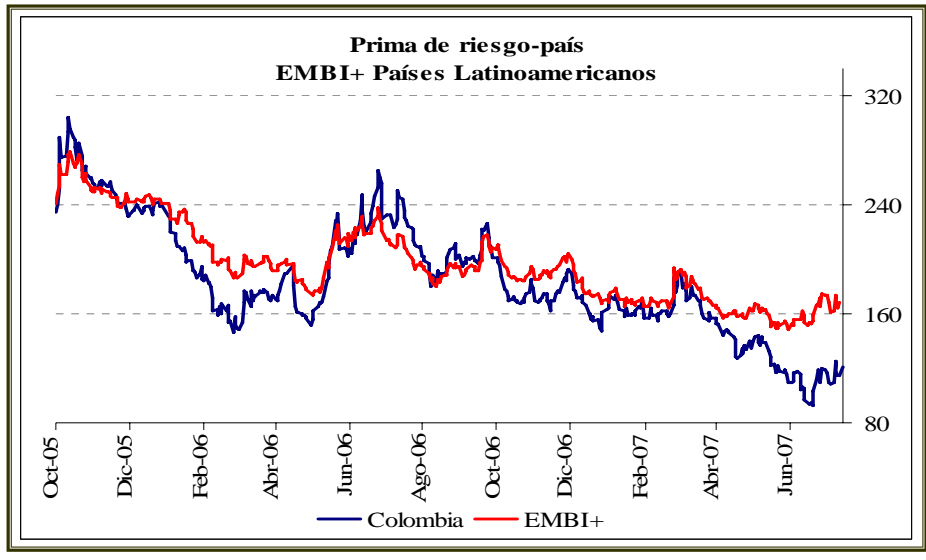


Reversión del *carry trade*: *flight to quality* and *flight to safety*

- Tras el marchitamiento de los rendimientos en el mundo rico, su apetito por el riesgo se desbordó acudiendo a endeudamientos baratos para financiar inversiones especulativas atraídas por las altas tasas de interés en los mercados emergentes, avivando así la revaluación de sus monedas.
- Ahora, tras la mengua del apetito por el riesgo, hay síntomas de reversión de dichas operaciones: dura prueba para Colombia por déficit en su cta corriente.



¿Seguirán 'devolviéndose' las primas de riesgo como efecto de la crisis en EU, hasta provocar una reversión o 'sudden stop'?



Riesgos de la reversión del apetito por el riesgo: efectos sobre Colombia y AL

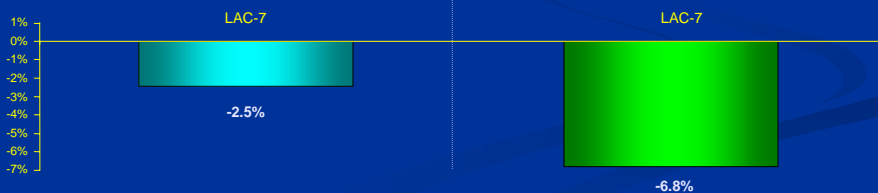
(Impacto en puntos porcentuales de crecimiento anual del PBI)

Recesión en USA

- ▼ Crecimiento Mundial
 - 3.5% de caída (máx-min) de la Prod. Industrial de USA
 - 2.6% de caída (máx-min) de la Prod. Industrial del resto de los G7
- ▼ Precios de los Commodities
 - 10.2% de caída (máx-min) de los Términos de Intercambio
- = Condiciones Financieras Externas

Interrupción Brusca en los Flujos Internacionales de Capital

- = Crecimiento Mundial
- = Precios de los Commodities
- ▼ Condiciones Financieras Externas
 - EMBI mayor a 1000 pts





Conclusión: la pausa

La Junta del Banco en su última reunión decidió dejar inalterada su tasa de interés de intervención. De un lado, es preciso evaluar los efectos reales de la probable recesión de EU sobre nuestra economía. Y, de otro, verificar el alcance final de las medidas hasta ahora tomadas para frenar el crecimiento de la cartera y controlar las presiones inflacionarias de demanda. Ello a fin de determinar el curso de acción subsiguiente de la política monetaria.



GRACIAS