

Universidad Externado de Colombia
Facultad de Economía
Observatorio de Macroeconomía y Finanzas Públicas

RIESGOS PARA LA COYUNTURA ECONOMICA COLOMBIANA

Leonardo Villar Gómez*

Bogotá, Noviembre 22 de 2007

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



Plan de Temas

- **Crecimiento Económico, Inflación y Política Monetaria en la Coyuntura Actual.**
- **Los riesgos del entorno externo.**
- **Los riesgos de una burbuja en el crédito y los precios de los activos.**



Plan de Temas

- **Crecimiento Económico, Inflación y Política Monetaria en la Coyuntura Actual.**
- Los riesgos del entorno externo.
- Los riesgos de una burbuja en el crédito y los precios de los activos.

Banco de la República
Colombia



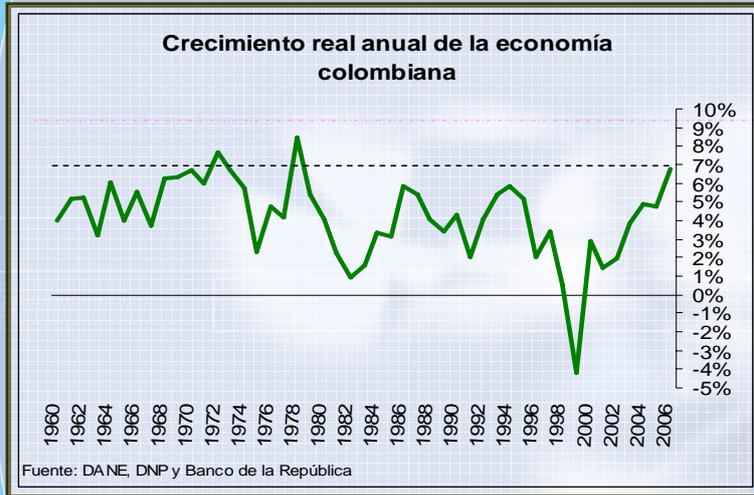
La información disponible sugiere que el dinamismo de la actividad productiva permitirá un crecimiento del PIB en 2007 similar al de 2006, que fue 6.8%.

La demanda interna en ambos años estaría creciendo cerca de 10% real.

Banco de la República
Colombia



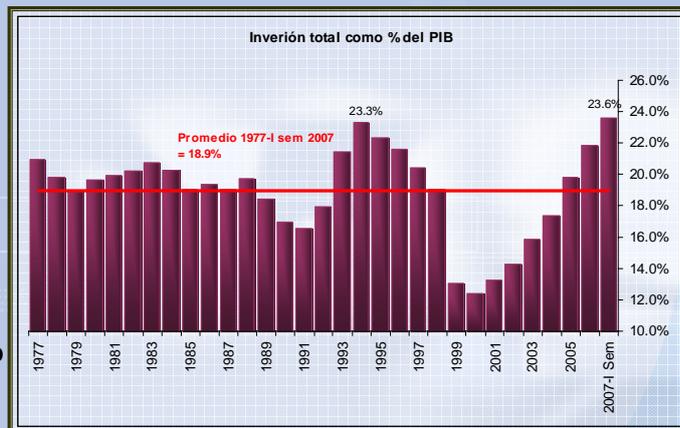
Para Colombia, un crecimiento del PIB de 6.8% ha sido superado en pocos años durante el último medio siglo



Banco de la República
Colombia



La inversión en capital fijo se ubicó en el primer semestre de 2007 en 23.6 del PIB, un nivel superior al de cualquier año en la historia reciente del país.



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

Banco de la República
Colombia



Pese al crecimiento de la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva está en máximos históricos...

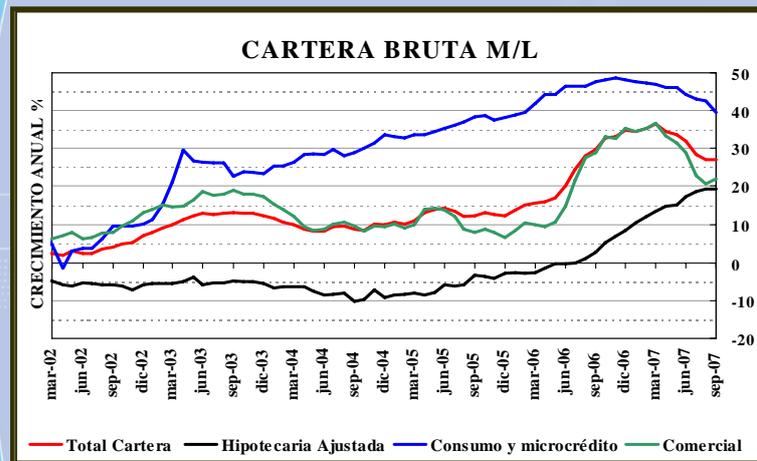


..lo cual sugiere excesos de demanda con respecto a la capacidad productiva, al menos en algunos sectores...

Banco de la República
Colombia



El crecimiento de la demanda ha estado reforzado por un comportamiento muy dinámico del crédito (del orden de 25% en octubre)



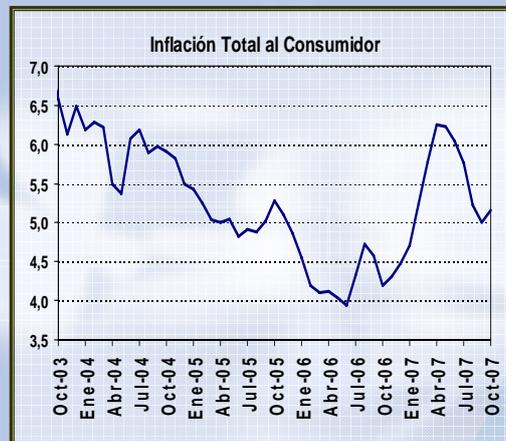
Banco de la República
Colombia



Los excesos de demanda agregada se conjugaron con problemas de oferta de alimentos generando un importante repunte de la inflación.

Entre diciembre de 2006 y abril de 2007, la inflación anual pasó de 4.5% a 6.3%.

Aunque no se cumpla la meta de 2007 (entre 3.5% y 4.5%), a partir de mayo se retomó la tendencia descendente de la inflación.



Banco de la República
Colombia



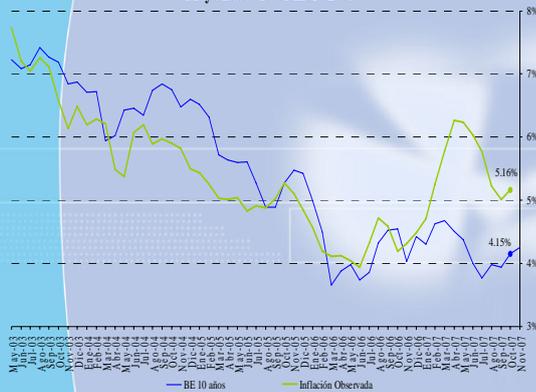
- Sin entrar en los pormenores de la fuerte oscilación que se observó este año, el Banco de la República logró mantener la inflación bajo control en un contexto de crecimiento económico acelerado.
- La credibilidad en el BR se ha consolidado.

Banco de la República
Colombia



Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo aumentaron con el repunte de la inflación observada a comienzos de 2007...

Break-Even Inflation a 10 Años - Promedio Mensual
Mayo 2003 - Noviembre 2007



Sin embargo, a diferencia de lo que sucedía en años anteriores, las expectativas aumentaron mucho menos que la inflación observada y retornaron rápidamente a niveles cercanos a 4%....

Banco de la República
Colombia



- La coyuntura actual ha permitido desvirtuar la vieja idea de que necesitábamos mayores ritmos de inflación para poder crecer.
- Lo que se está verificando en Colombia es que una inflación controlada contribuye a facilitar el crecimiento y a hacerlo sostenible.
- Para obtener este resultado ha sido indispensable mantener una política monetaria contracíclica.

Banco de la República
Colombia



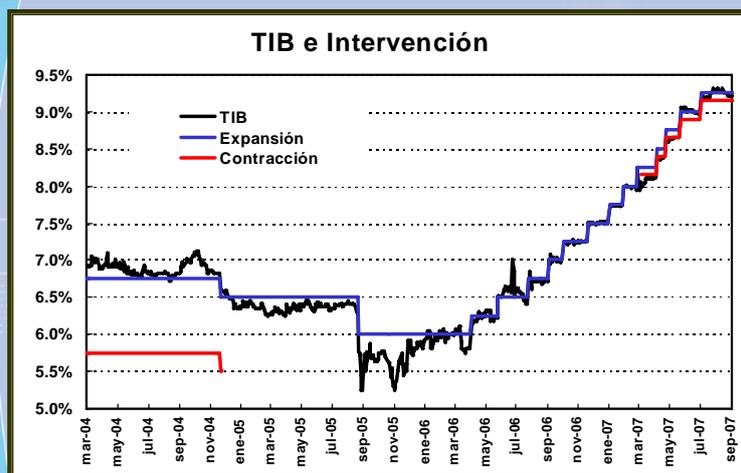
La estrategia de Inflación Objetivo ha permitido adelantar una política monetaria contracíclica

- 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 13 oportunidades



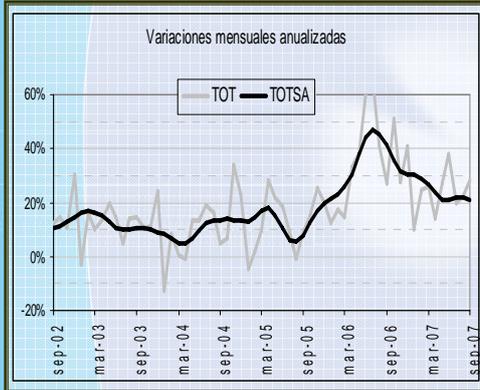
FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA

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...

Crecimiento Mensual Anualizado de la Cartera del Sistema Financiero



Sin embargo, la demanda agregada continuó creciendo a ritmos excesivos y el proceso de ajuste de la cartera a los aumentos en la tasa de interés fue demasiado lento.

En mayo se consideró necesario complementar dichos aumentos con otras medidas...

Banco de la República
Colombia



Las decisiones complementarias adoptadas a partir de mayo tuvieron cuatro componentes:

1. Encajes marginales sobre los depósitos en el sistema financiero: 27% para cuentas corrientes y 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.
4. Eliminación de las compras masivas de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de la República.

Banco de la República
Colombia



Objetivo de las medidas:

-Los encajes marginales sobre los depósitos en pesos en el sistema financiero buscaron 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.

-Eliminar las compras masivas de divisas no significa que el BR haya dejado de preocuparse por la revaluación. Entre enero y abril había comprado **US\$4.527 millones** sin poder frenar la apreciación del peso y generando en cambio excesos de liquidez que cada vez eran más difíciles de compensar (o "esterilizar").

-El encaje de 40% sobre el endeudamiento externo y las medidas de restricción a los derivados buscaron evitar que la política monetaria más restrictiva se convirtiera en fuente adicional de presiones hacia la revaluación.



En resumen, con el conjunto de medidas adoptadas a lo largo de los últimos dos años, el BR ha pasado de una política monetaria y cambiaria fuertemente expansiva a una postura neutral o ligeramente contraccionista, acorde con el gran dinamismo que caracteriza a la economía colombiana actual.



Plan de Temas

- Crecimiento Económico, Inflación y Política Monetaria en la Coyuntura Actual.
- **Los riesgos del entorno externo.**
- Los riesgos de una burbuja en el crédito y los precios de los activos.

Banco de la República
Colombia



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.

Banco de la República
Colombia



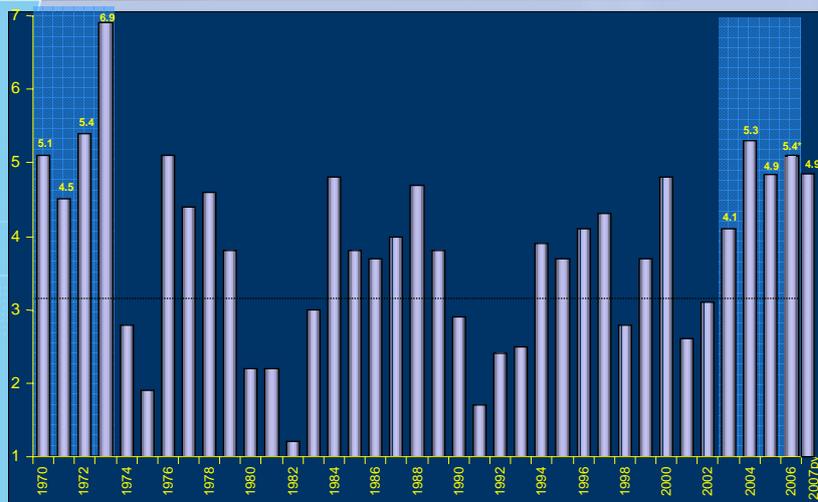
Elementos centrales del entorno externo:

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

Banco de la República
Colombia



El crecimiento promedio del PIB mundial en los últimos cinco 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

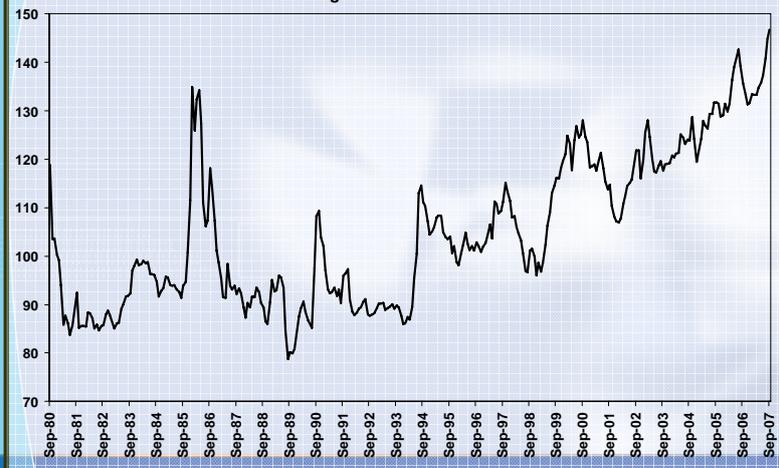
1999	-6.0
2002	-8.9
2003	-7.7
2004	17.9
2005	9.3
2006	10.3
2007py	8.2

Fuente: WEO, Datastream



Los términos de intercambio han aumentado fuertemente

Términos de Intercambio
Media geométrica de 1994=100





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

Precios Internacionales

Descripción						Proyección
	1999	2002	2004	2005	2006	Actual 1/ 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	58.3	59.0
Carbón (Dólares por tonelada)	28.4	30.8	36.1	47.8	48.0	53.2
Ferróniquel (Dólares por libra)	1.1	1.1	2.3	2.4	3.6	6.0
Oro (Dólares por onza Troy)	279.0	310.2	409.3	445.0	604.6	658.3

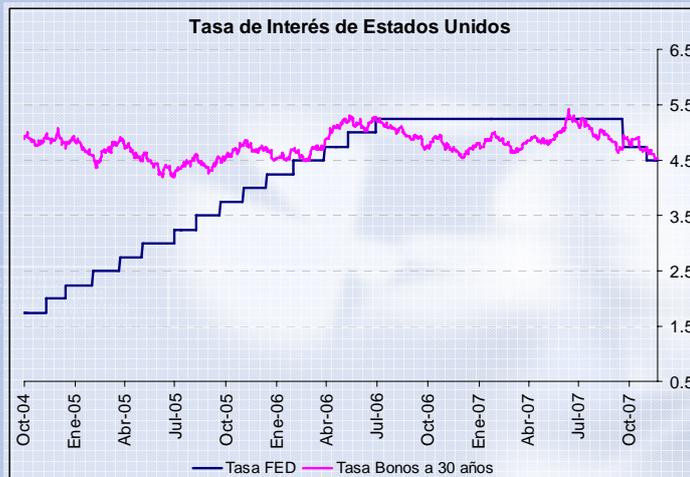
1/ Balanza de Pagos estimada en sep 2007.

*precio promedio de crudos exportados por Colombia que supone un precio WTI de US\$70 en 2007



La liquidez internacional se refleja en unas tasas externas de largo plazo que se mantuvieron en niveles muy bajos, incluso en el período de aumentos en las tasas de la FED

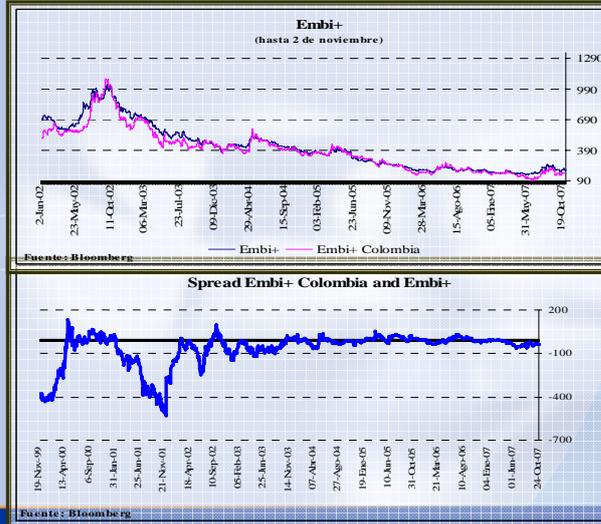
Tasa de Interés de Estados Unidos





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.



Banco de la República
Colombia



Los elementos mencionados del entorno externo explican la fuerte apreciación que se ha observado desde el año 2003, muy parecida a la de otros países de América Latina

El proceso de apreciación sólo se revirtió de manera leve y muy temporal con las mini-crisis externas de abril-mayo de 2006 (China) y de agosto de 2007 (hipotecas "sub-prime")



Banco de la República
Colombia



Tasa de cambio real

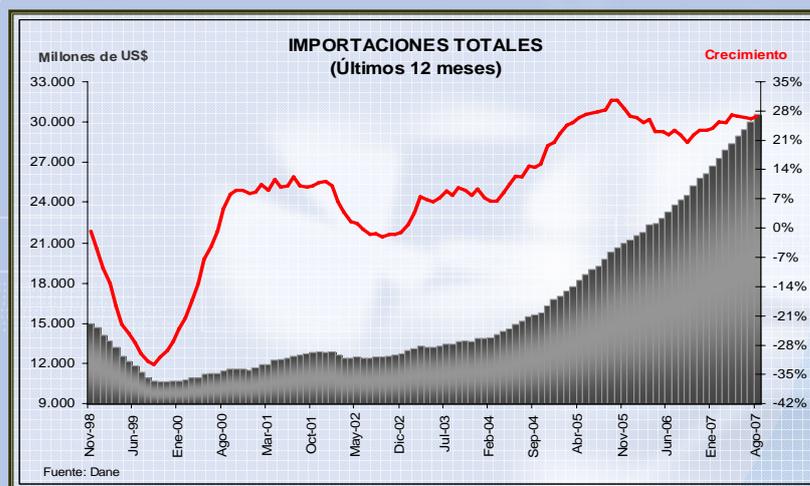
Debido a ese proceso de apreciación, la tasa de cambio real (con IPC) se encuentra en los niveles más bajos desde la crisis de final del siglo pasado.



Banco de la República
Colombia



La apreciación real del peso y el gran dinamismo de la demanda agregada en Colombia se reflejan en un crecimiento de 27% (en dólares) de las importaciones



Banco de la República
Colombia



El problema con un crecimiento tan acelerado de las importaciones (27%) es que no alcanza a ser financiado con exportaciones (que crecen al 15%)

- El crecimiento de las exportaciones no tradicionales se mantiene muy dinámico (cerca de 18% en dólares), pero se explica fundamentalmente por las ventas a Venezuela, que crecen 73%. Las exportaciones no tradicionales a EE.UU. muestran tasas de crecimiento negativas (de -6% en dólares).

- Pese a los altos precios de nuestras exportaciones de productos básicos, Colombia no tiene superávit comercial desde 2006. El déficit en cuenta corriente se acercará a 4% del PIB en 2007 y a 5% del PIB en 2008.

→ Como país, nos ganamos una lotería en precios de productos básicos y en demanda Venezolana...
... pero estamos gastando más de lo que nos ganamos....



Hasta ahora, el dinamismo de las exportaciones, unas remesas de trabajadores en el exterior de casi US\$ 4.000 millones y un gran influjo de capitales han generado excesos de oferta de divisas en el mercado cambiario a pesar del crecimiento exponencial de las importaciones.

Sin embargo, el déficit en cuenta corriente se acercará a US\$ 6.700 millones en 2007 y se espera que crezca de manera importante en 2008.

Esta situación crea vulnerabilidades importantes para la economía colombiana que no se pueden olvidar en el entorno de auge generalizado que estamos experimentando.



Plan de Temas

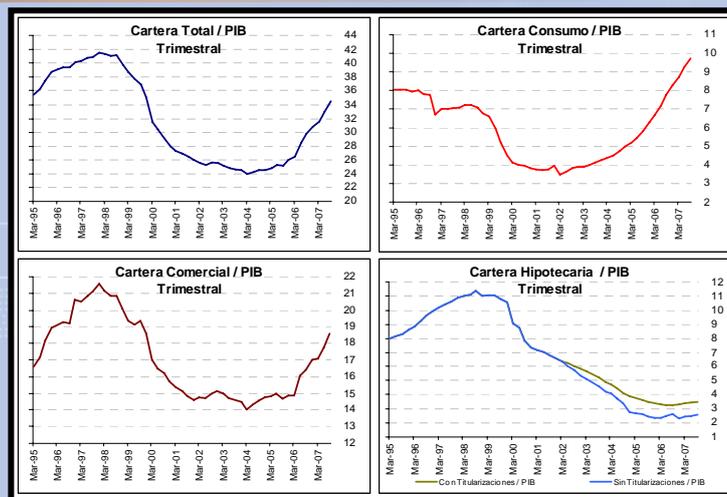
- Crecimiento Económico, Inflación y Política Monetaria en la Coyuntura Actual.
- Los riesgos del entorno externo.
- Los riesgos de una burbuja en el crédito y los precios de los activos.

Banco de la República
Colombia



Debido al rápido crecimiento del crédito de consumo y comercial, sus niveles alcanzan máximos históricos como porcentaje del PIB

En el caso del crédito hipotecario, sus niveles como % del PIB apenas empiezan a recuperarse



Banco de la República
Colombia



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

Sin embargo, cuando ese crecimiento es demasiado acelerado puede:

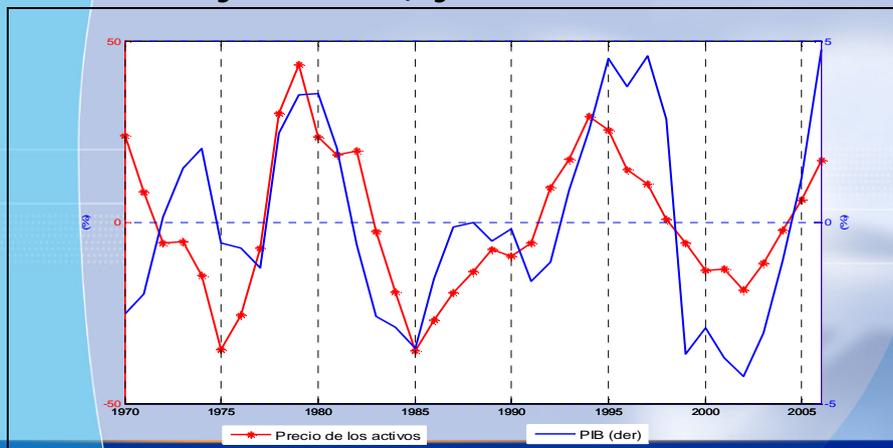
- Reflejar excesos de confianza
- Estimular crecimientos del gasto más acelerados que los del ingreso
- Conformar situaciones en los que el crédito se hace difícil de cubrir
- Ser precursor de fuertes distorsiones y de crisis financieras.

Banco de la República
Colombia



Adicionalmente, un crecimiento excesivo del crédito puede alimentar burbujas de precios de los activos, los cuales son fuertemente procíclicos...

Ciclos en precios de los Activos (finca raíz y acciones) y el PIB en Colombia



Banco de la República
Colombia

Fuente: Tenjo et al. (2007)





Dos grandes preguntas:

1. ¿Existe en la actualidad una burbuja en el crédito y en el precio de los activos?
2. ¿Debe el banco central diseñar la política monetaria para evitar burbujas en los precios de los activos y lograr crecimientos del crédito que no pongan en riesgo la estabilidad financiera?

Banco de la República
Colombia



Problemas para una respuesta

1. Dificultad para identificar una burbuja en los precios de los activos. ¿Cuáles son los precios relativos correctos?
2. La profundización financiera es un objetivo de las políticas públicas.
3. Posible conflicto entre el objetivo de Estabilidad Financiera y el objetivo de mantener el poder adquisitivo de la moneda.
4. Vínculos de burbujas crediticias y en precios de activos con los flujos externos de capital.

Banco de la República
Colombia



Ilustración: En el caso de los precios de la vivienda, no es claro que se encuentren en niveles "excesivos"

Precios de la Vivienda Nueva (izquierda) y la Vivienda Usada (derecha) en relación con los Arriendos



Source: DNP and Banco de la República.



Source: Banco de la República.

Banco de la República
Colombia



Problemas para una respuesta

1. Dificultad para identificar una burbuja en los precios de los activos. ¿Cuáles son los precios relativos correctos?
2. La profundización financiera es un objetivo de las políticas públicas.
3. Posible conflicto entre el objetivo de Estabilidad Financiera y el objetivo de mantener el poder adquisitivo de la moneda.
4. Vínculos de burbujas crediticias y en precios de activos con los flujos externos de capital.

Banco de la República
Colombia



La preocupación con el crecimiento muy acelerado del crédito no implica que el nivel del crédito sea excesivo.

Crédito como % del PIB:

Colombia	32%
Chile	68%
EEUU	194%
Japón	186%
China	114%

→ La política monetaria sólo debe responder a un crecimiento "excesivo" del crédito cuando éste es síntoma de excesos de demanda y de presiones inflacionarias.

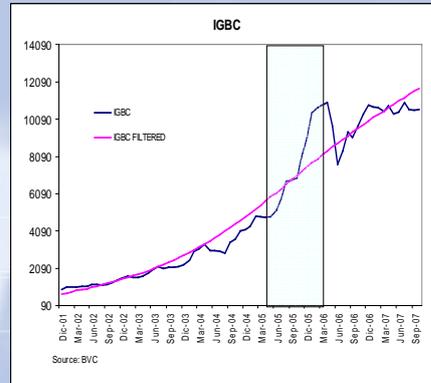
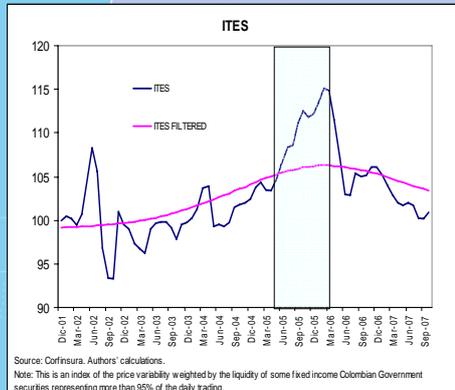


Problemas para una respuesta

- 1. Dificultad para identificar una burbuja en los precios de los activos. ¿Cuáles son los precios relativos correctos?**
- 2. La profundización financiera es un objetivo de las políticas públicas.**
- 3. Posible conflicto entre el objetivo de Estabilidad Financiera y el objetivo de mantener el poder adquisitivo de la moneda.**
- 4. Vínculos de burbujas crediticias y en precios de activos con los flujos externos de capital.**



Ilustración: El mayor auge en los precios de los TES y de las acciones tuvo lugar en un período sin presiones inflacionarias.



→ Una política monetaria encaminada a estabilizar los precios de estos activos sería muy distinta a la consistente con la estrategia de inflación objetivo...

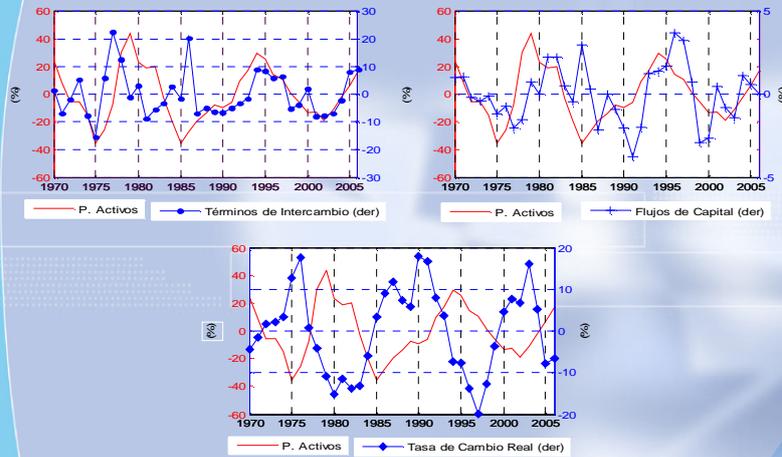


Problemas para una respuesta

1. Dificultad para identificar una burbuja en los precios de los activos. ¿Cuáles son los precios relativos correctos?
2. La profundización financiera es un objetivo de las políticas públicas.
3. Posible conflicto entre el objetivo de Estabilidad Financiera y el objetivo de mantener el poder adquisitivo de la moneda.
4. Vínculos de burbujas crediticias y en precios de activos con los flujos externos de capital.



Los ciclos en precios de los activos se asocian en forma positiva con los términos de intercambio y los flujos de capital y negativa con la tasa de cambio real



Banco de la República
Colombia

Fuente: Tenjo et al (2007)



Usar la política monetaria para evitar burbujas conlleva todas las dificultades asociadas a la regulación de los flujos externos de capital.

Manejar la política monetaria en respuesta a ciclos de precios de activos implicaría subir tasas de interés cuando hay mayores entradas de capital y mayor apreciación del peso.

→ Posibilidad de círculo vicioso...



¿Cuál ha sido la respuesta de la política monetaria en Colombia?

- ✓ Utilizar las proyecciones de inflación y sus desviaciones frente a las metas como guía básica para subir o bajar las tasas de interés de intervención.
- ✓ Responder frente a crecimientos "excesivos" en el crédito o en los precios de los activos **solamente** si ellos indican excesos de demanda agregada y presiones inflacionarias. Es en este contexto que se entienden los encajes marginales establecidos en mayo.
- ✓ No intervenir en el mercado cambiario cuando ello genera impactos monetarios inconsistentes con los criterios anteriores.

Banco de la República
Colombia



¿Significa desinterés por la estabilidad cambiaria y la estabilidad financiera?

Claramente NO!!!

Lo que significa es que se requieren **instrumentos adicionales** a los que tiene en su poder el Banco de la República para conciliar la estabilidad cambiaria y la estabilidad financiera con la estabilidad de precios.

Para la estabilidad cambiaria: política fiscal y de financiamiento externo contracíclica.

Para la estabilidad financiera: política de regulación prudencial.

Banco de la República
Colombia



En ambos frentes se ha avanzado mucho recientemente, pero...

En política fiscal y de financiamiento externo, los recursos provenientes de financiamiento externo público, la monetización de las privatizaciones y el virtual desmonte del FAEP continúan reforzando las presiones hacia la apreciación real del peso que genera la coyuntura internacional extraordinariamente favorable.

En el caso de la regulación prudencial, aunque se introdujeron provisiones contracíclicas que no existían en la década pasada, su nivel puede ser aún insuficiente....



El indicador de cubrimiento (provisiones/cartera vencida) es mayor que en los noventa pero...

....se ha reducido recientemente y...

... se mantiene por debajo del de otros países de América Latina.





Muchas Gracias