



EL MOMENTO ECONÓMICO

ASOCOLFLORES

Medellín, Septiembre 7 de 2012

**Carlos Gustavo Cano
Codirector**

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



- A) El sector externo
- B) La economía interna
- C) La inflación
- D) La regla fiscal
- E) Política cambiaria y controles de capital

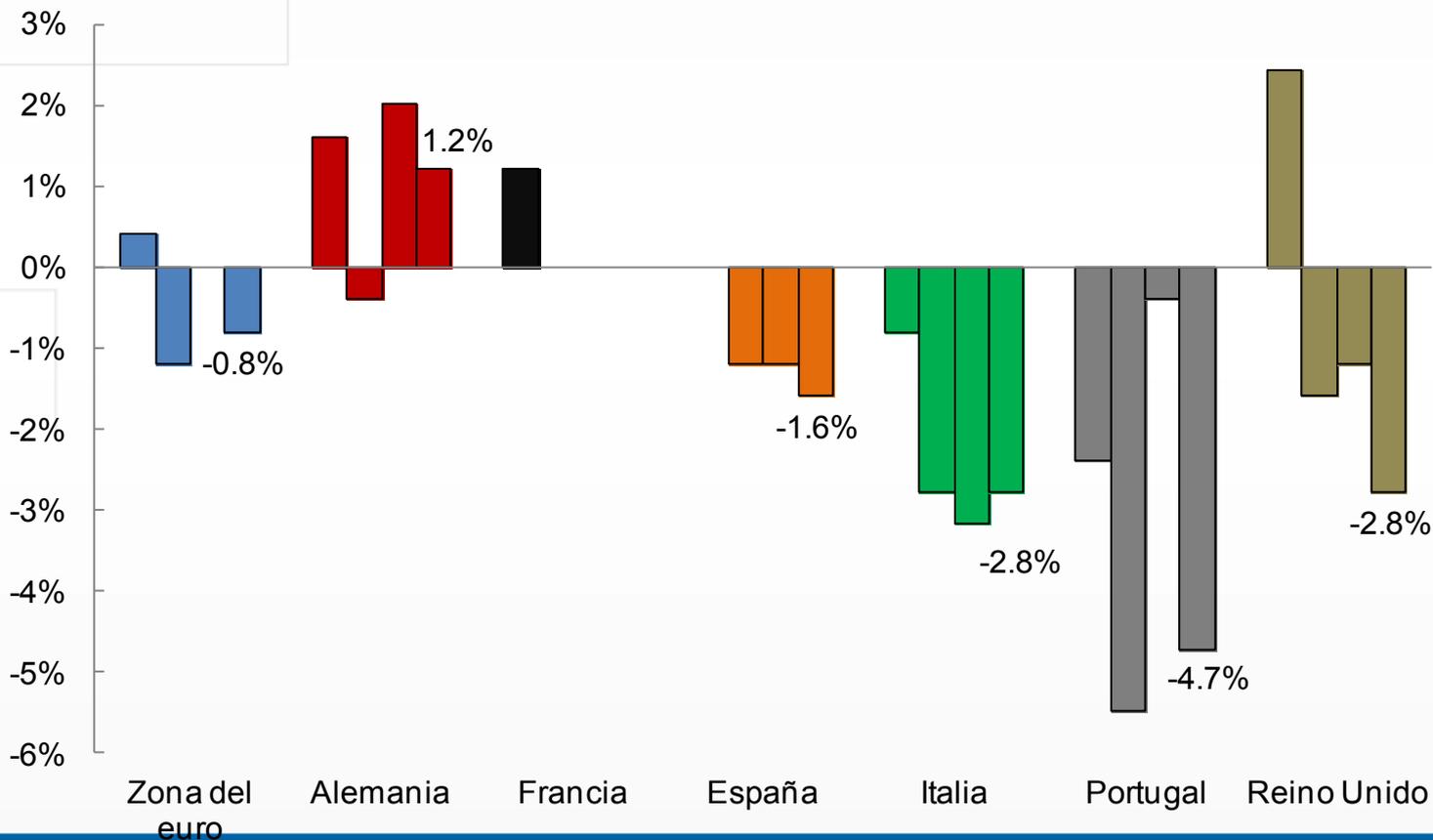


A. EL SECTOR EXTERNO



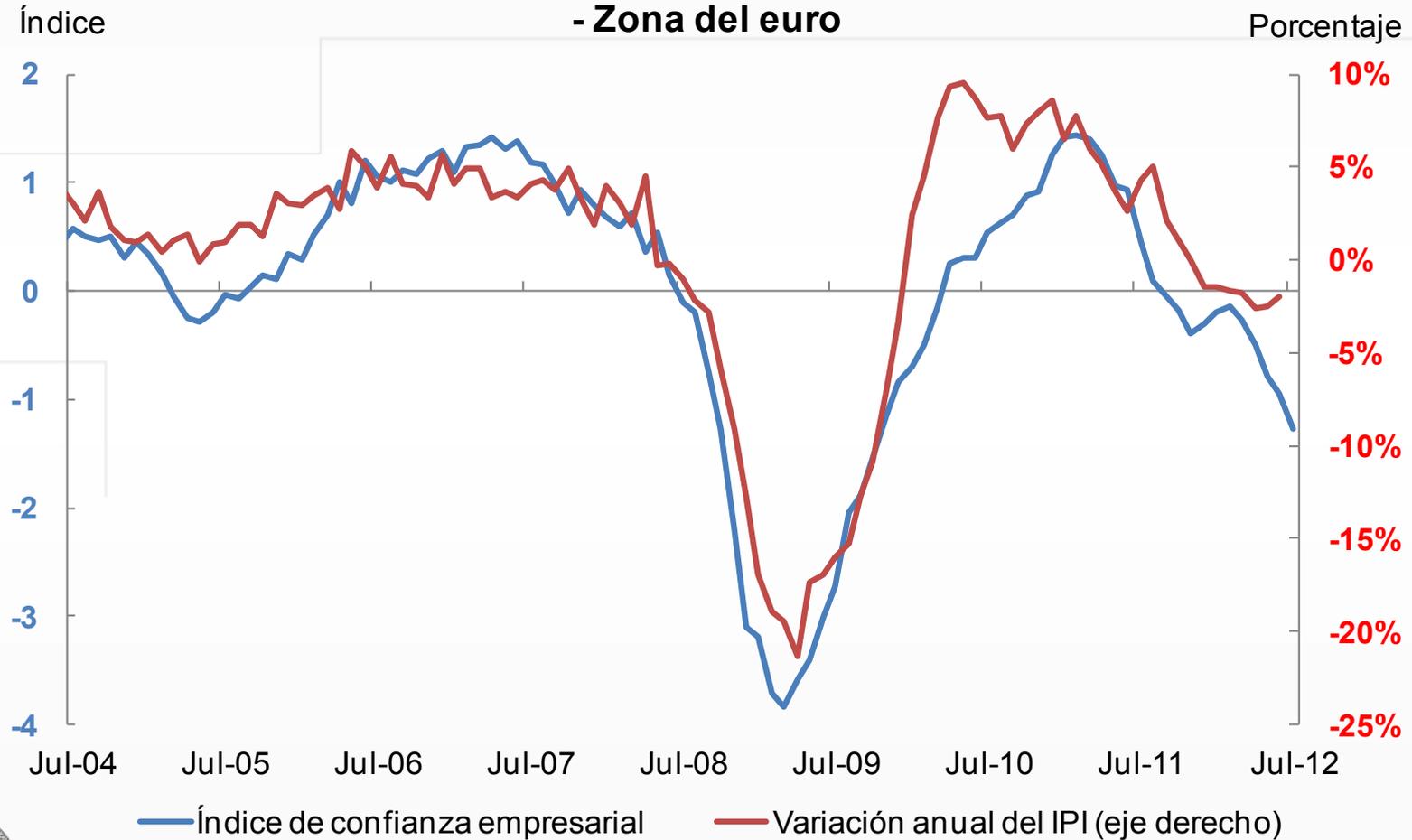
Zona del Euro: en el segundo trimestre volvió a contraerse el PIB. Casi todas las economías cayeron. Francia en ceros. Alemania va camino al estancamiento

Crecimiento trimestral anualizado para algunas economías europeas



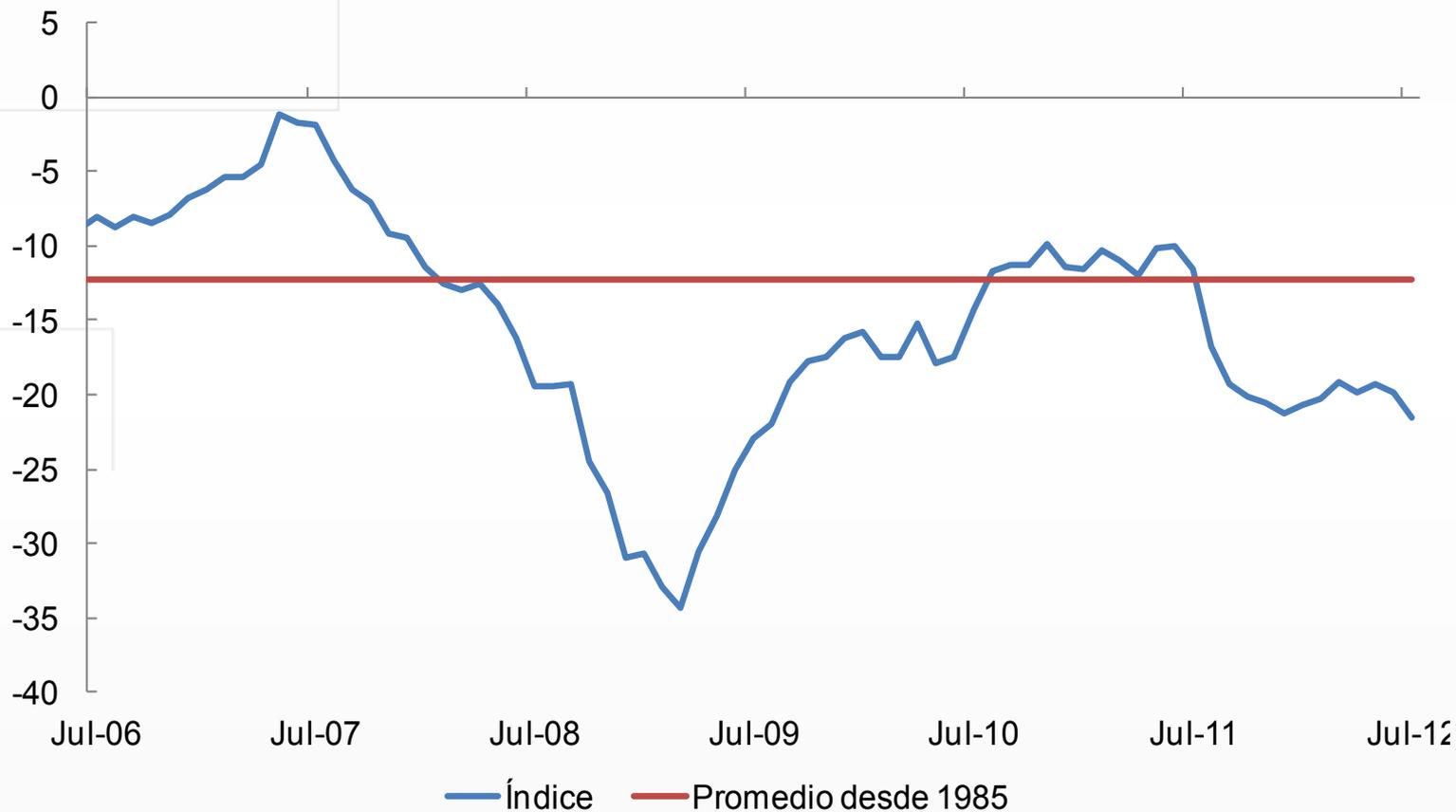
Zona del Euro: el índice de confianza empresarial se deterioró fuertemente en julio, mal anticipo para el resto del año del año

Índice de confianza empresarial y variación anual del IPI - Zona del euro



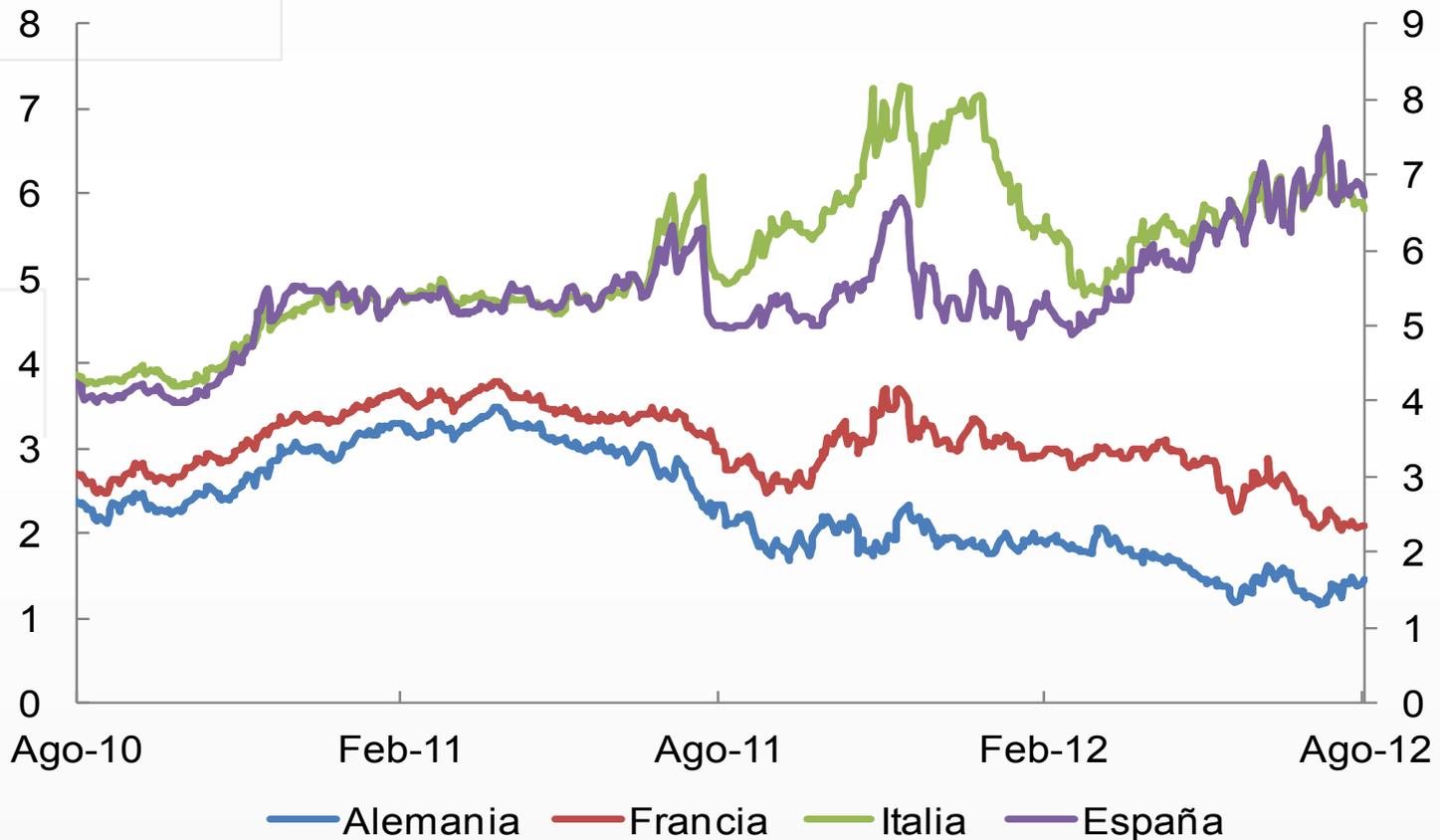
Zona del Euro: lo mismo ocurre con la confianza de los consumidores

Índice de confianza del consumidor - Zona del euro



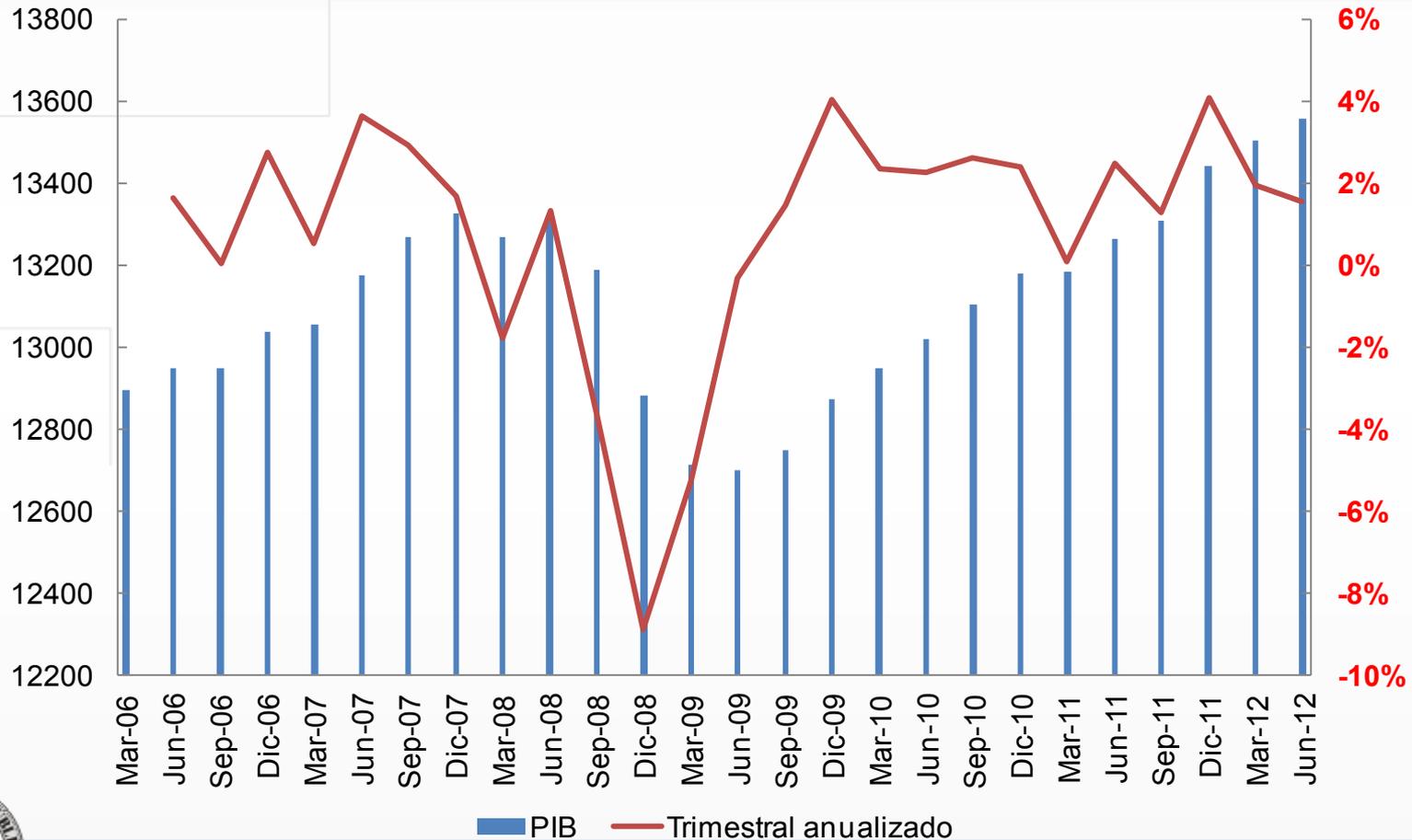
Zona del euro: costos de la deuda pública. Los de las deudas de España e Italia, graves

Tasas de interés de los bonos soberanos a 10 años

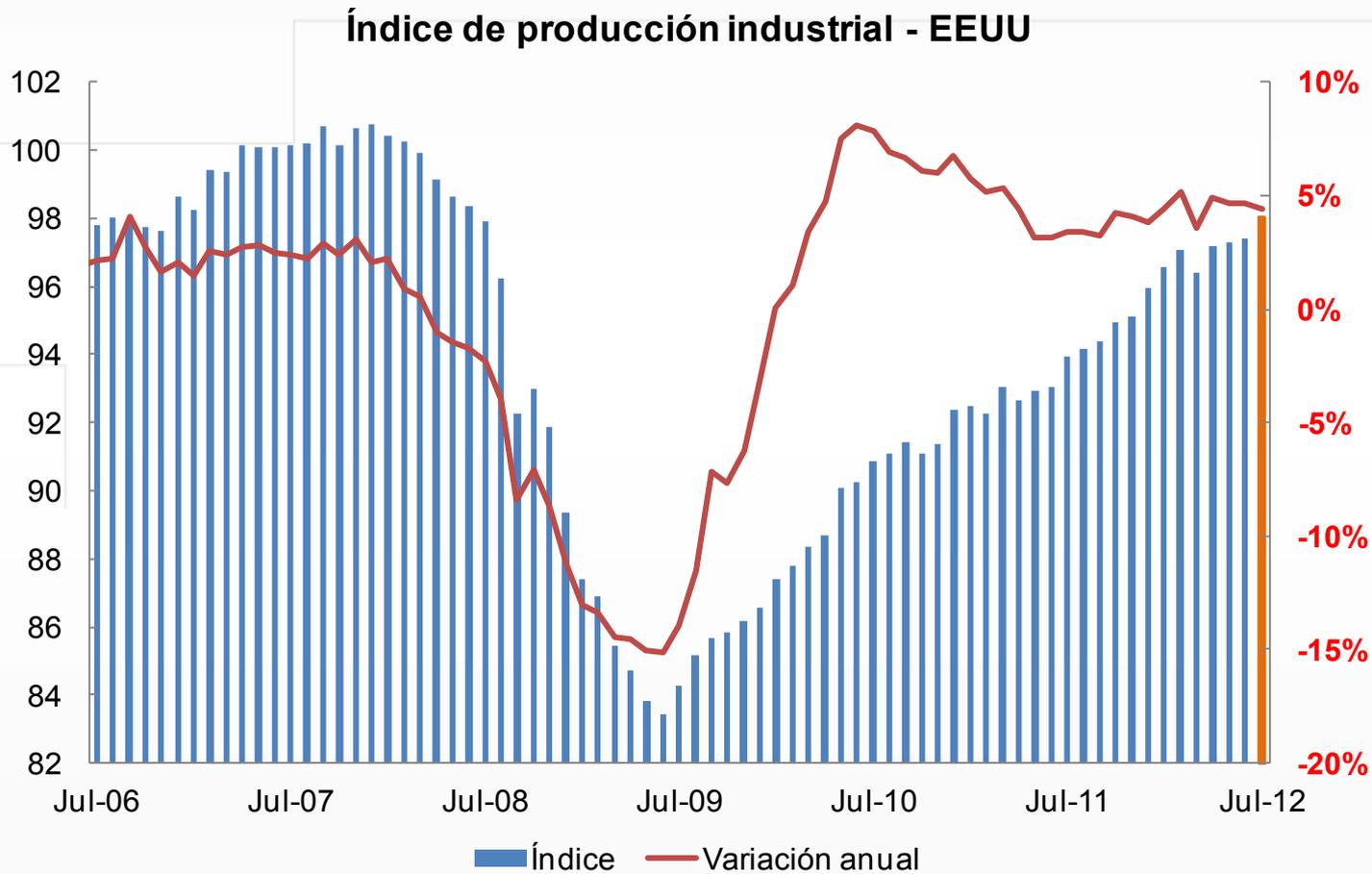


EEUU: crecimiento del PIB se desaceleró nuevamente en el segundo trimestre, en especial por menor dinamismo del consumo y las exportaciones

PIB de EEUU

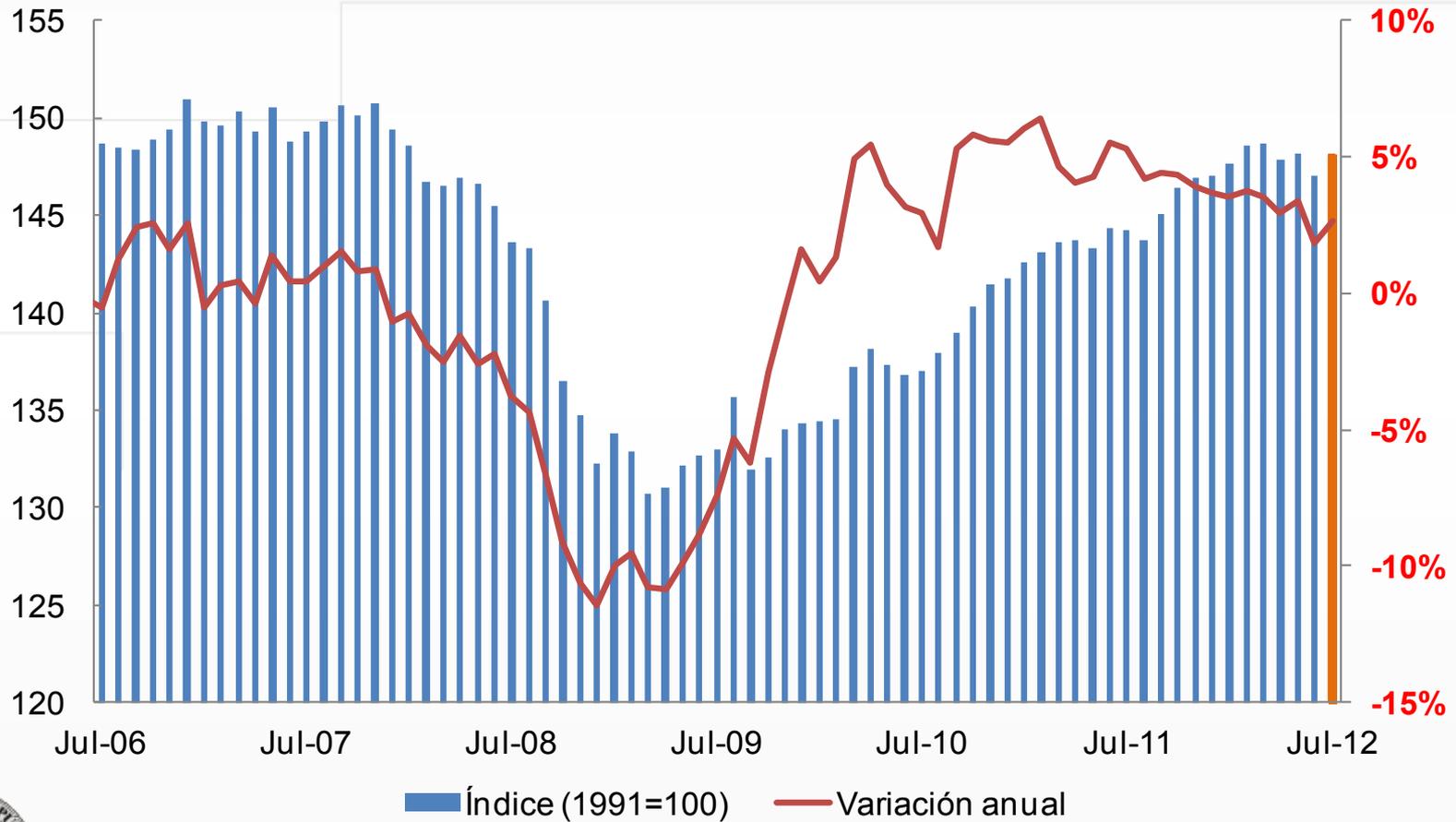


EEUU: a julio el índice de producción industrial se expandía 4,4%, pese a caídas en Nueva York y Filadelfia en agosto



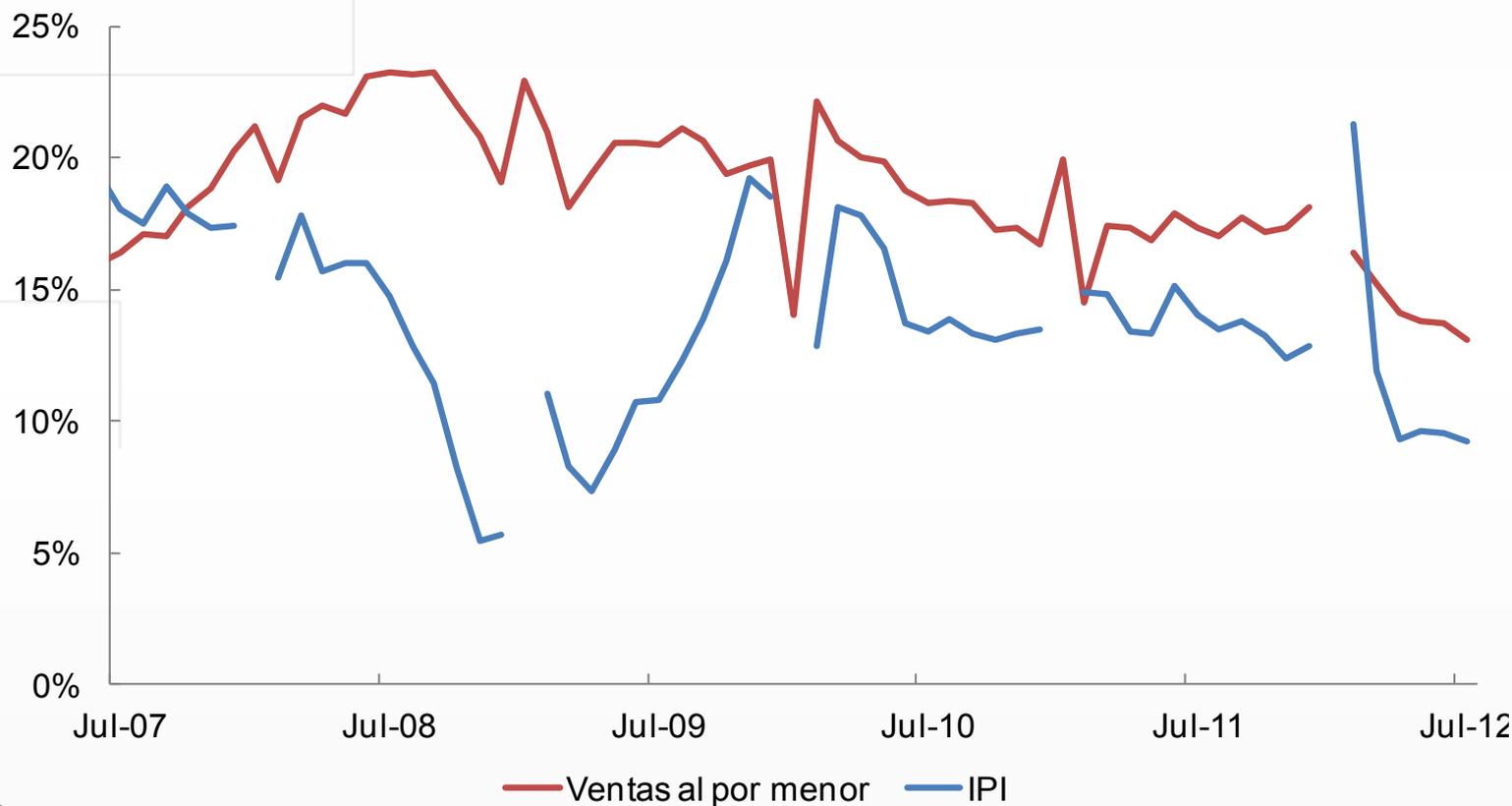
EEUU: leve recuperación de las ventas al por menor en Junio

Ventas al por menor reales - EEUU



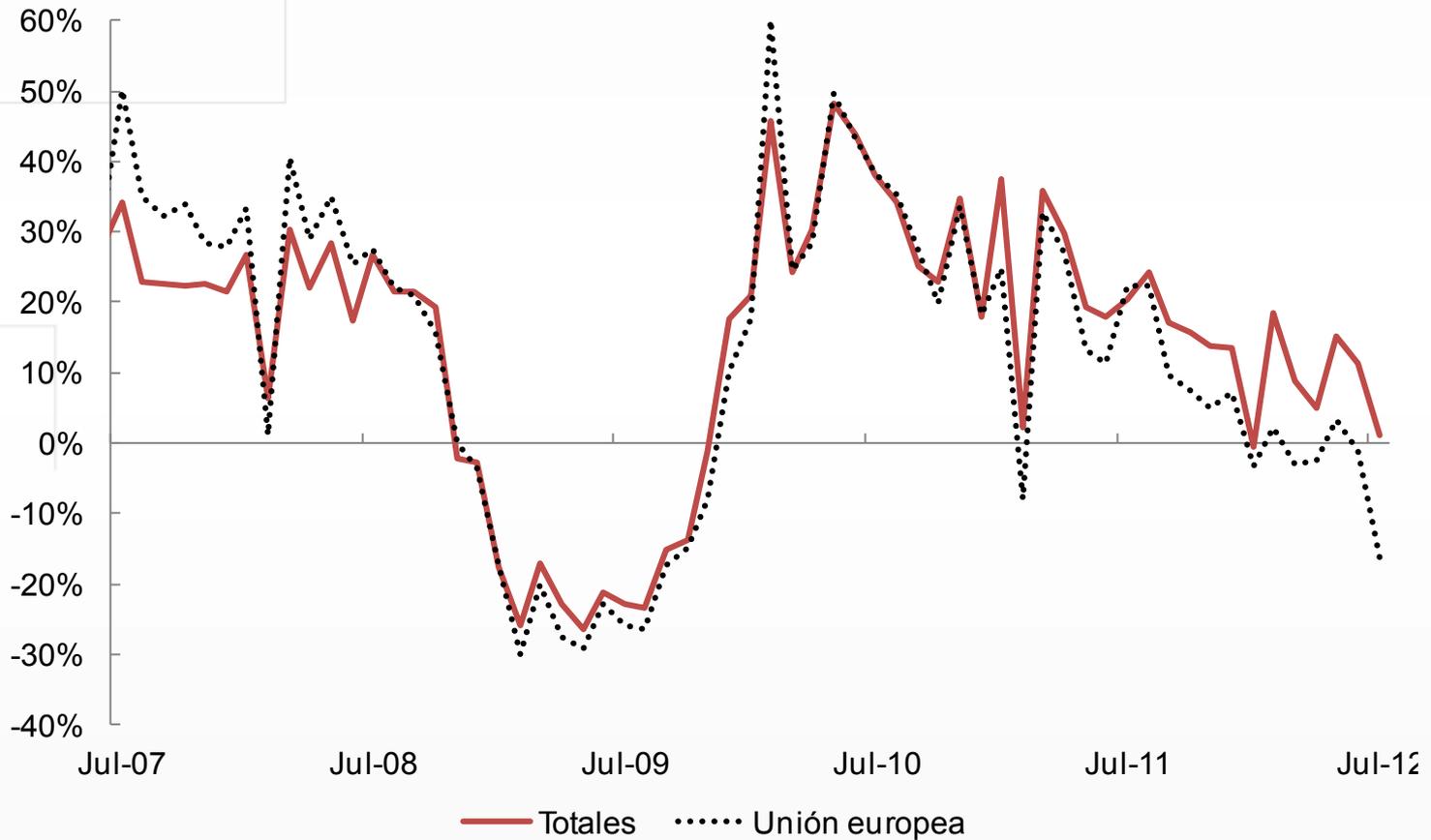
China: desaceleración prosigue en la producción industrial y las ventas al por menor

Crecimiento anual de las ventas al por menor y del índice de producción industrial - China



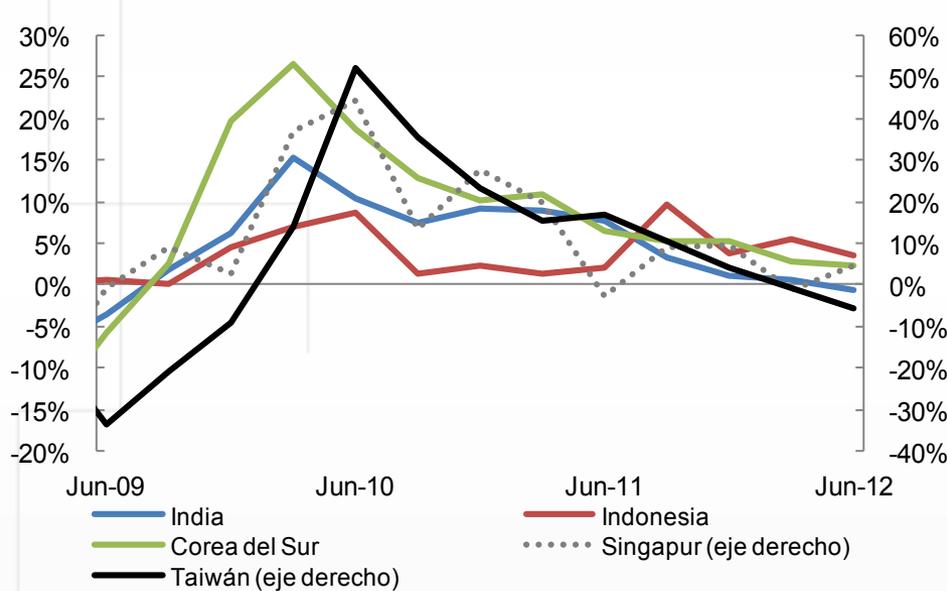
China: lo mismo sucede con las exportaciones, en especial las destinadas a Europa

Variación anual de las exportaciones (nominales) - China

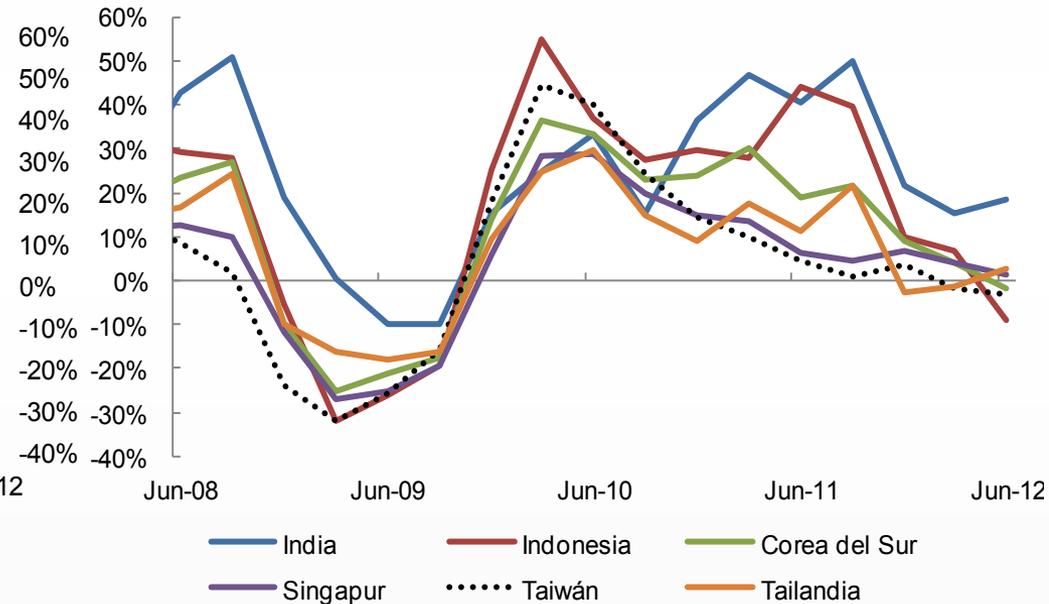


Resto de Asia emergente: crecimiento de la industria y de las exportaciones moderándose

Crecimiento anual del IPI

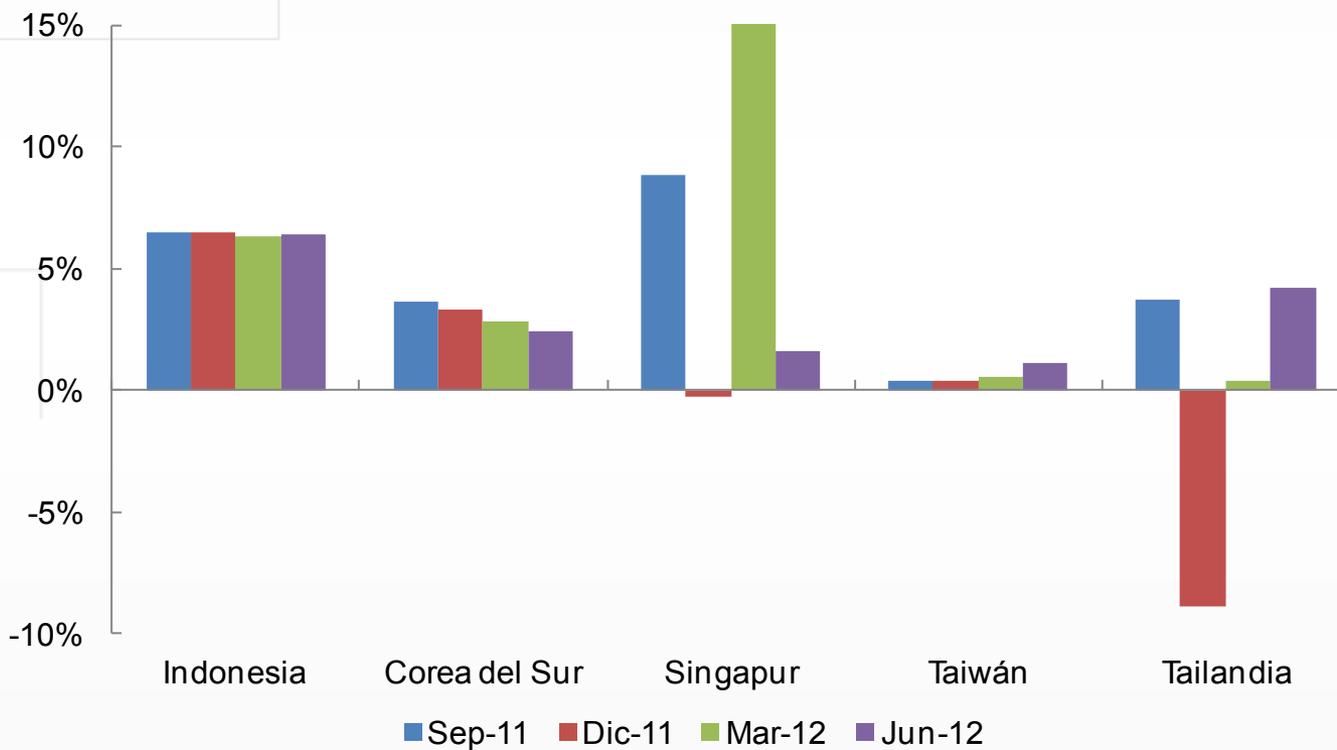


Crecimiento anual de las exportaciones nominales



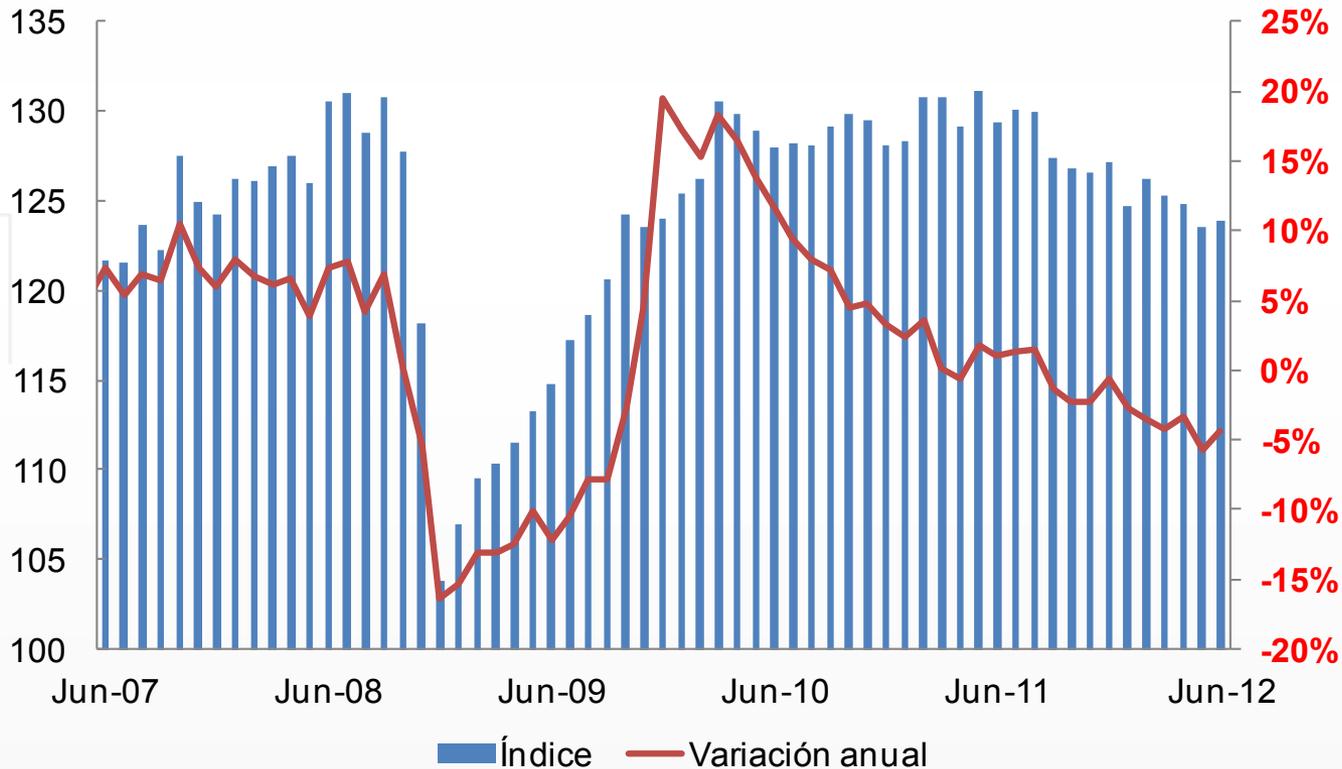
Asia emergente: crecimiento del PIB

Crecimiento anual del PIB para algunas economías asiáticas



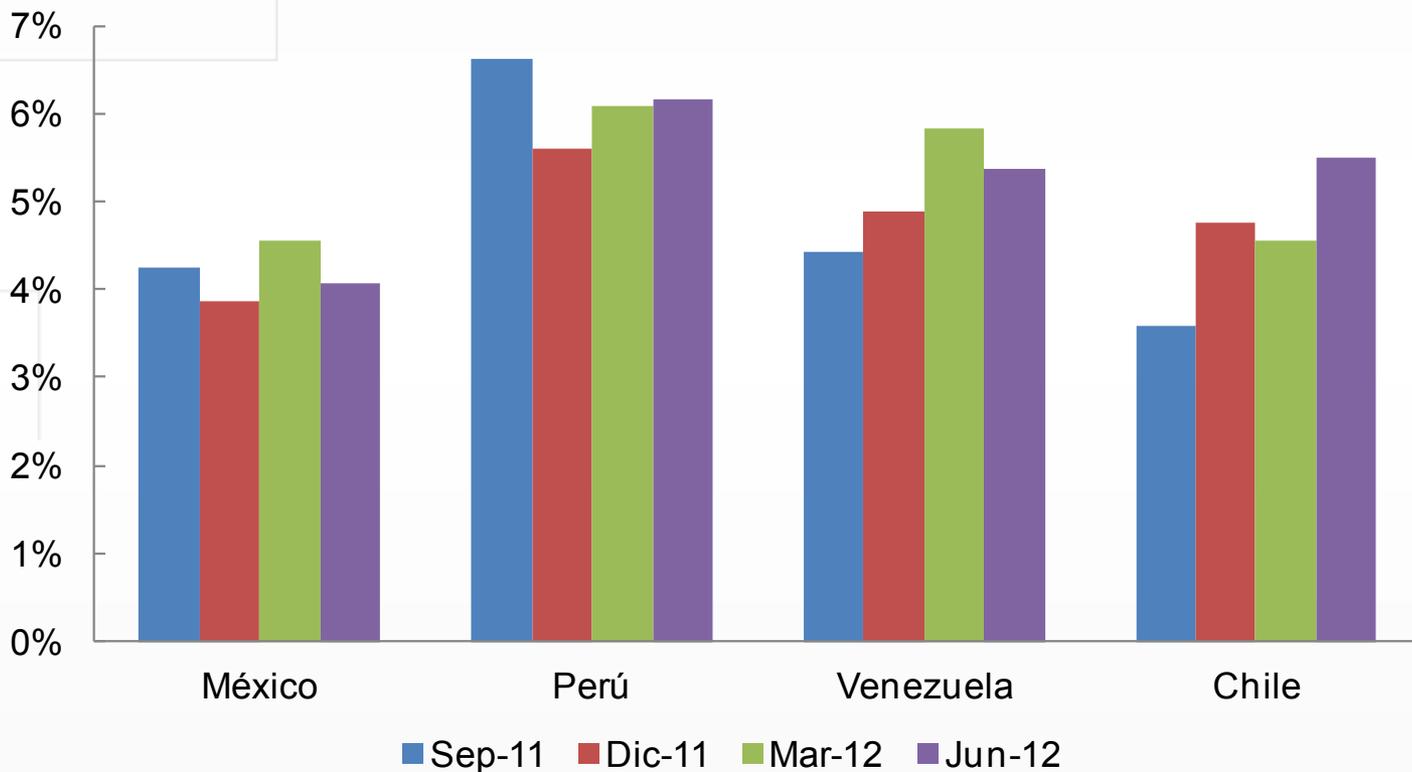
Brasil: producción industrial continuó contrayéndose

Índice de producción industrial - Brasil



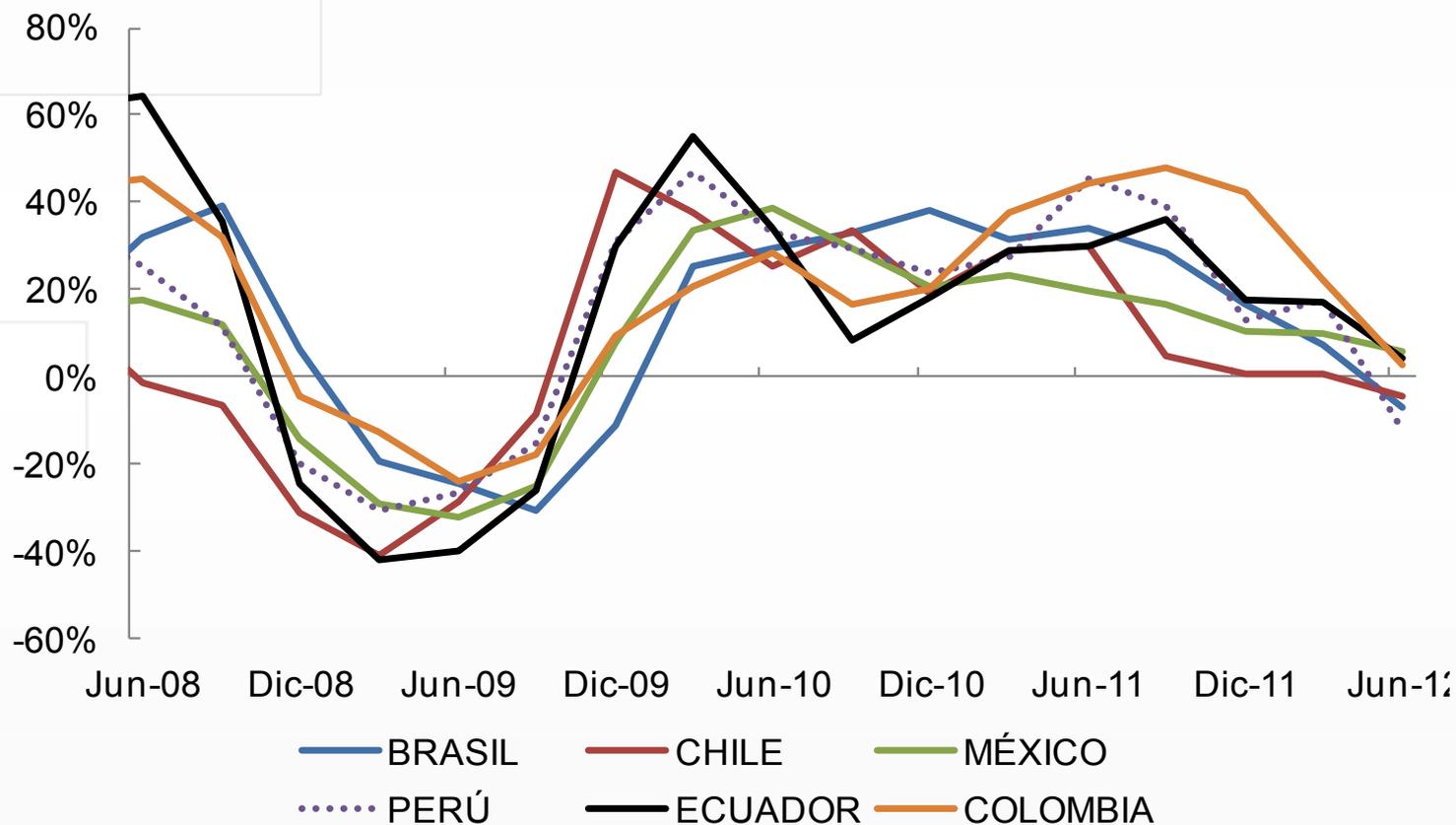
América Latina: en México, Perú, Chile y Venezuela, el crecimiento continuó favorable

Crecimiento anual del PIB para algunas economías de América Latina



América Latina: pero desaceleración generalizada de las exportaciones

Crecimiento anual de las exportaciones para algunos países de América Latina



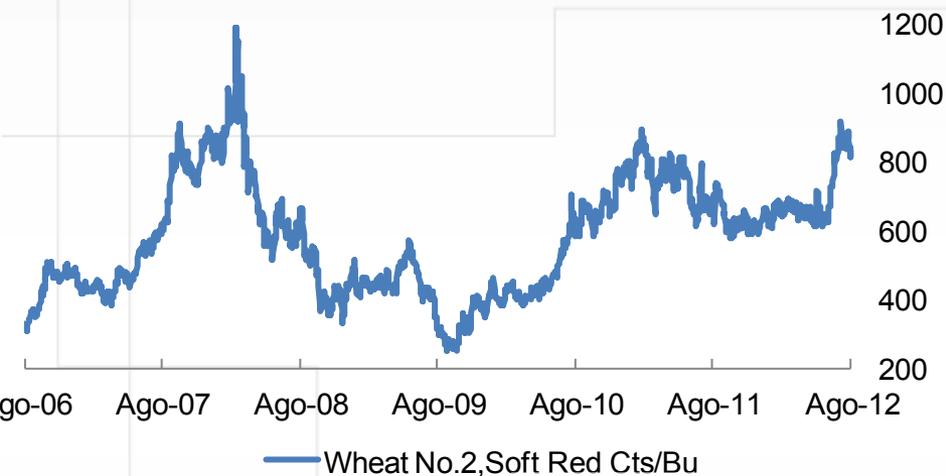
Petróleo: precios. Probablemente más por problemas de oferta (geopolíticos, Irán, Israel, etc.) que de demanda

Precios internacionales del petróleo (Brent) y pronóstico

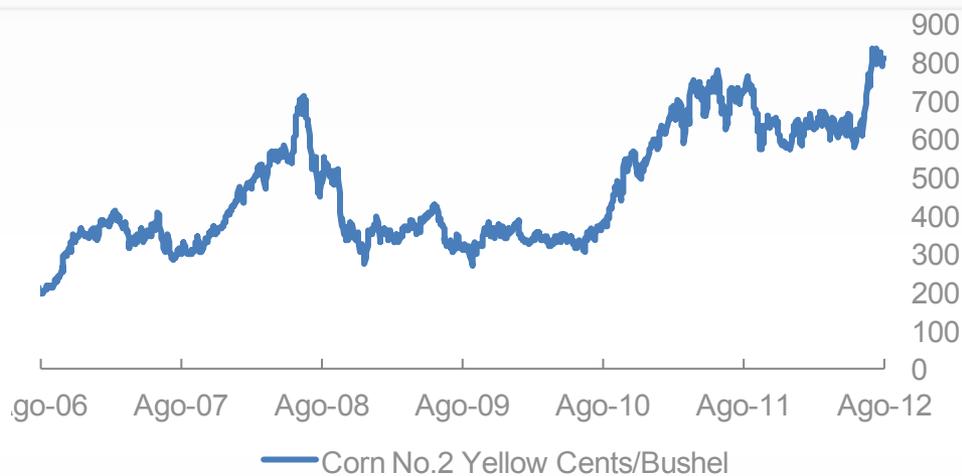


Alimentos: precios en ascenso, en buena parte por las fuerte sequías en Estados Unidos y Rusia. De nuevo el factor climático

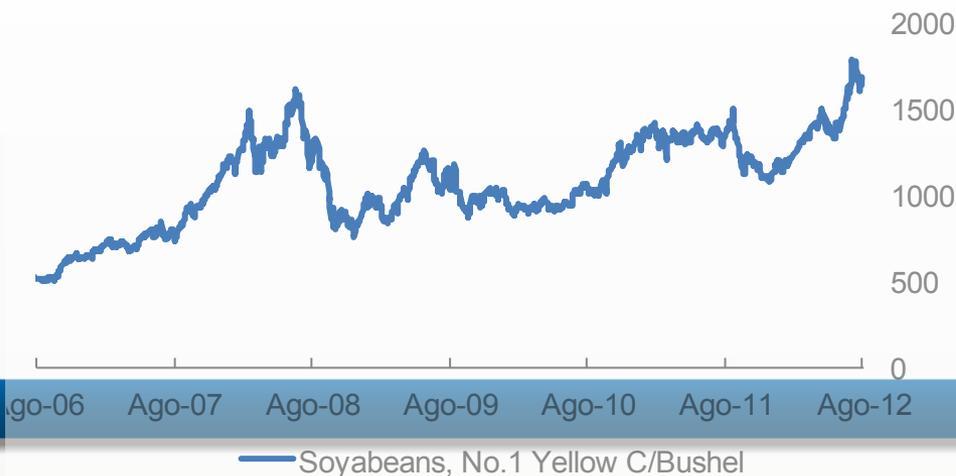
Trigo



Maíz

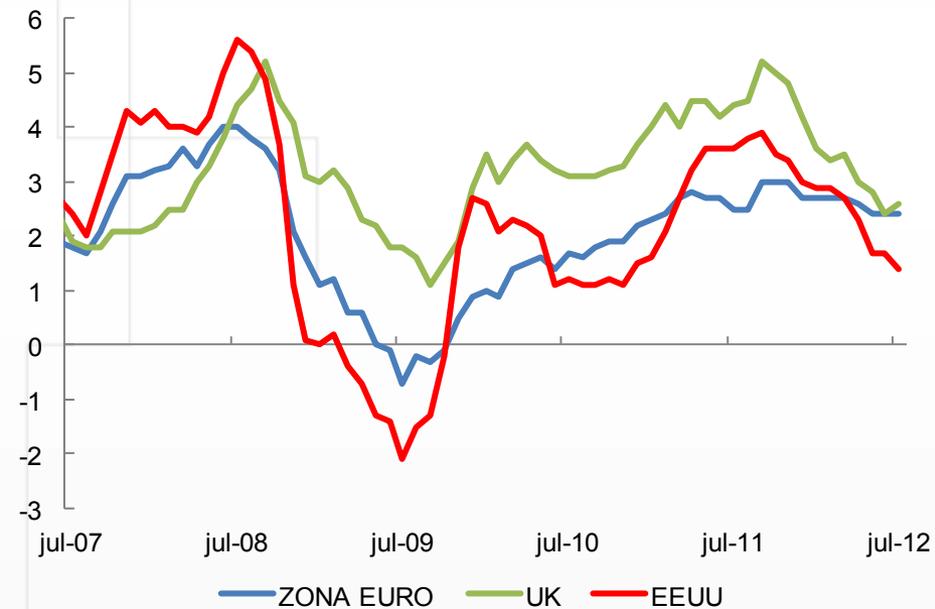


Soya

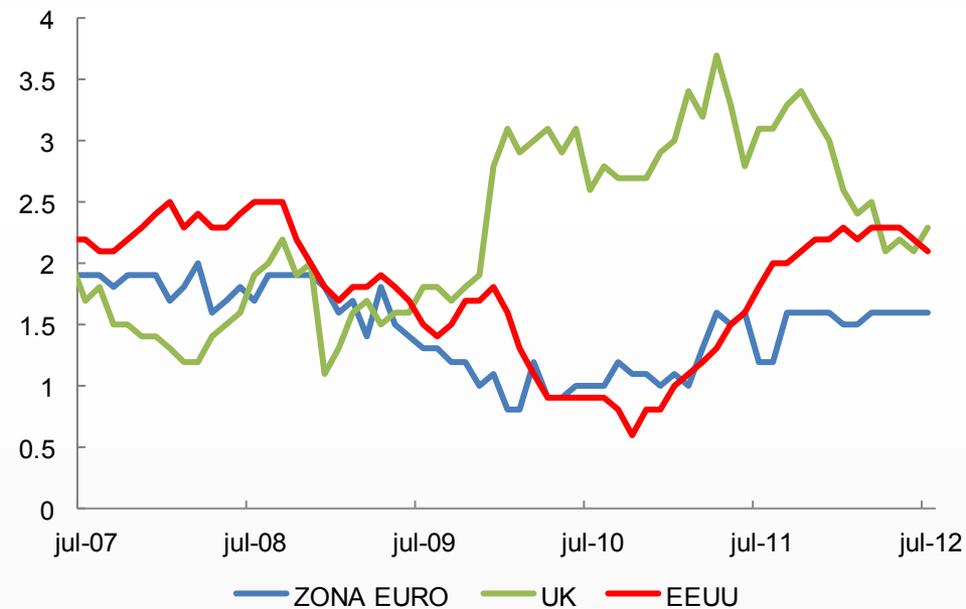


Sin embargo, no hay (aún) presiones sobre la inflación en los países desarrollados

INFLACIÓN TOTAL DESARROLLADOS

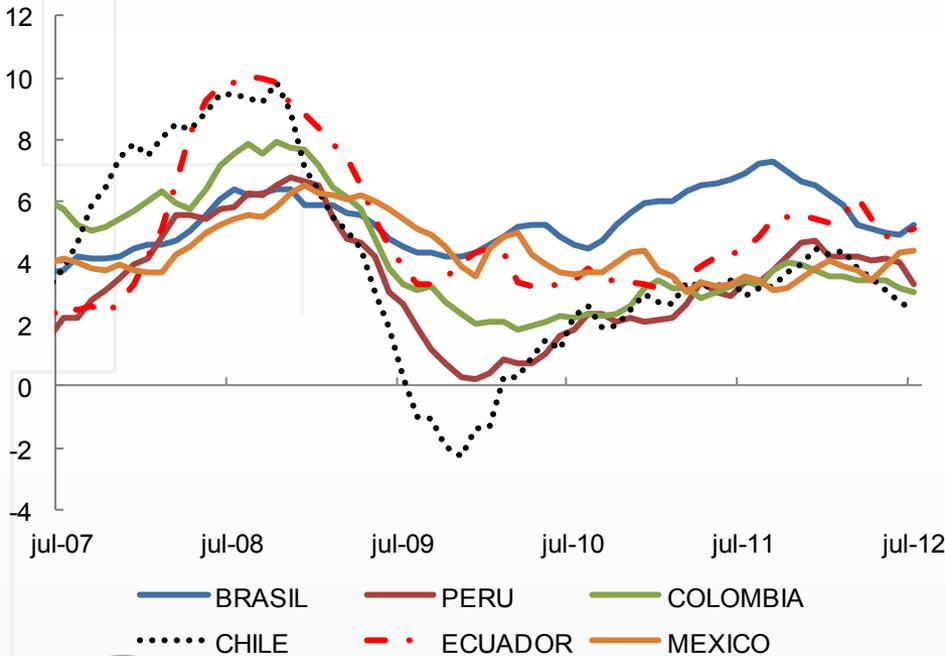


INFLACIÓN BÁSICA DESARROLLADOS

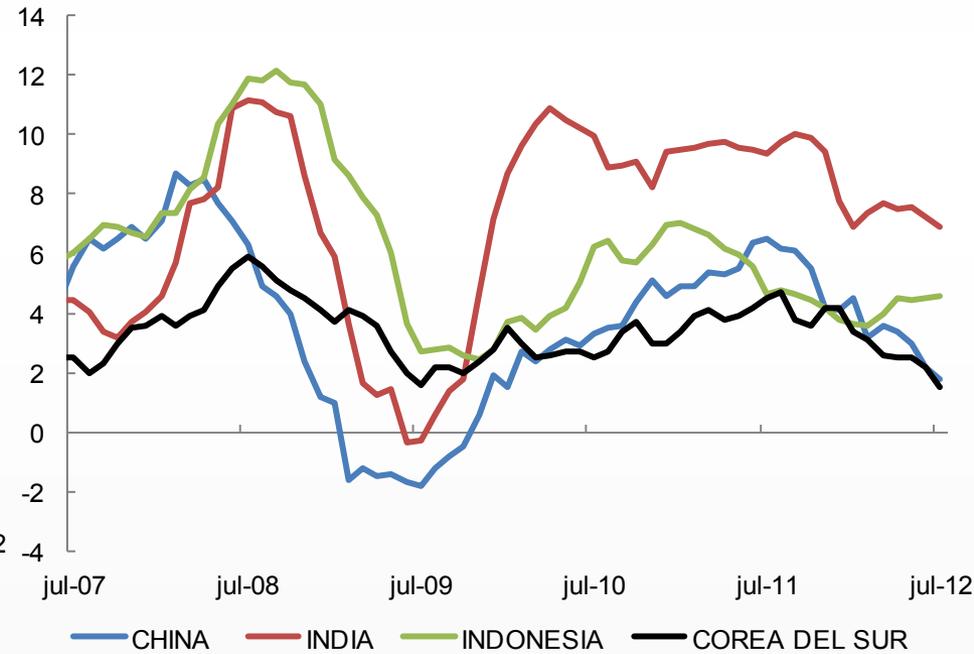


Inflación en emergentes también bajo control

INFLACIÓN TOTAL AMÉRICA LATINA

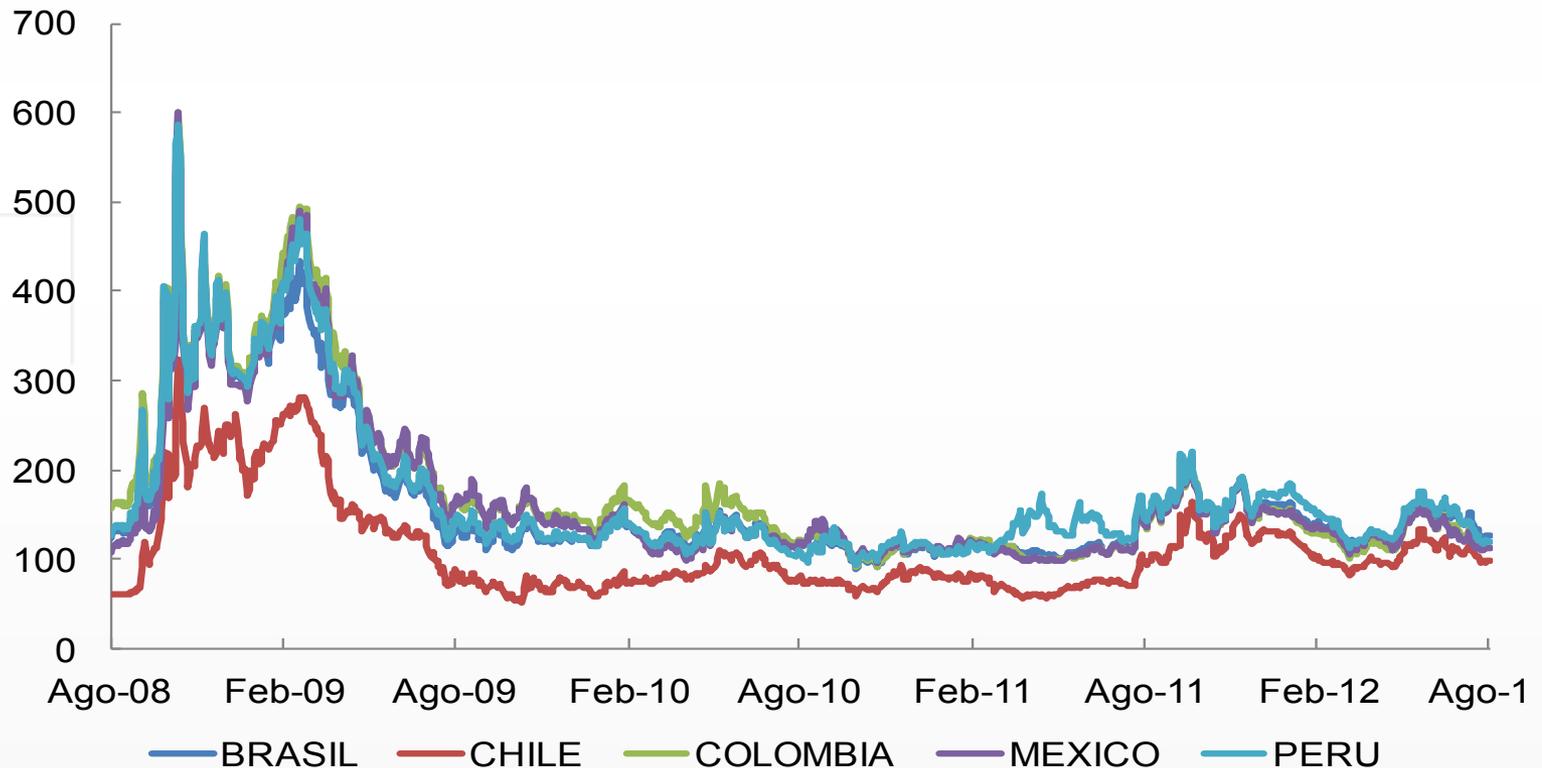


INFLACIÓN TOTAL ASIA EMERGENTE

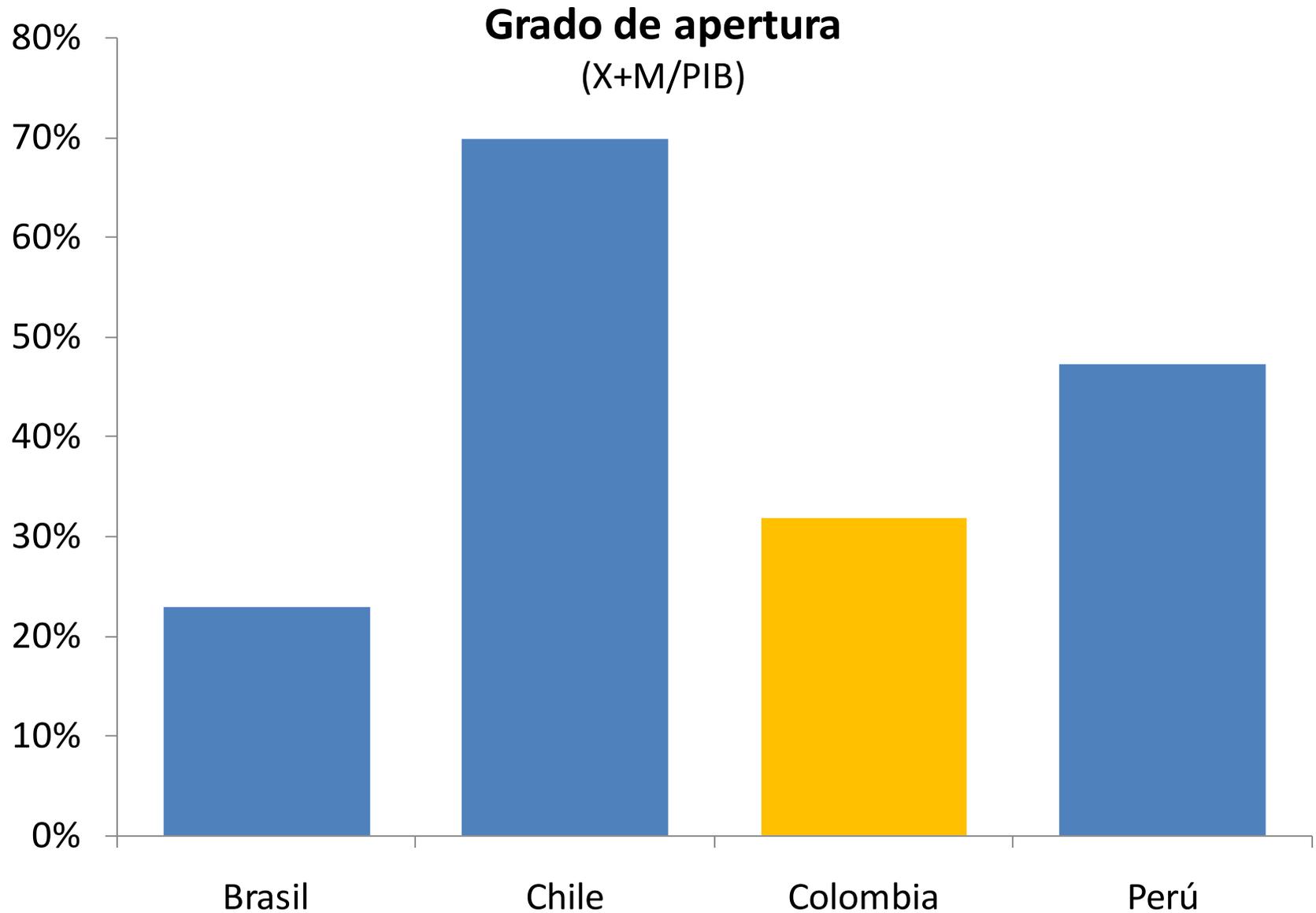


Además, en América Latina, con algunas excepciones (Argentina, Venezuela), primas de riesgo país bajas y estables, como la inflación

CDS a cinco años para algunos países de América Latina

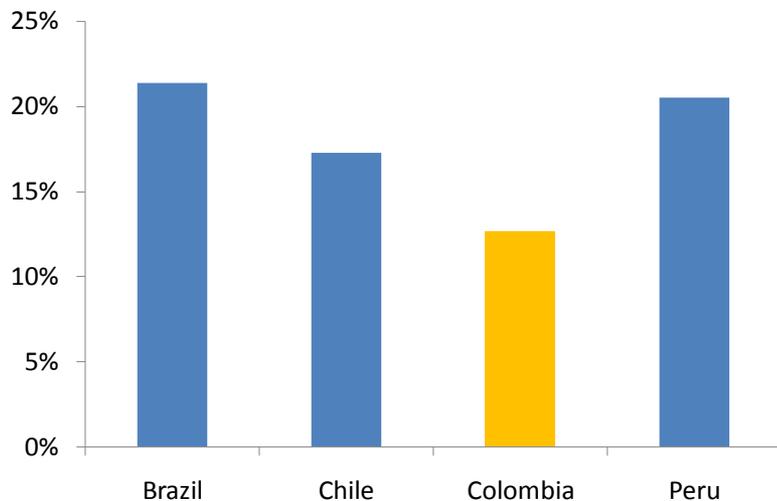


Colombia: el grado de apertura relativamente más bajo, con excepción de Brasil

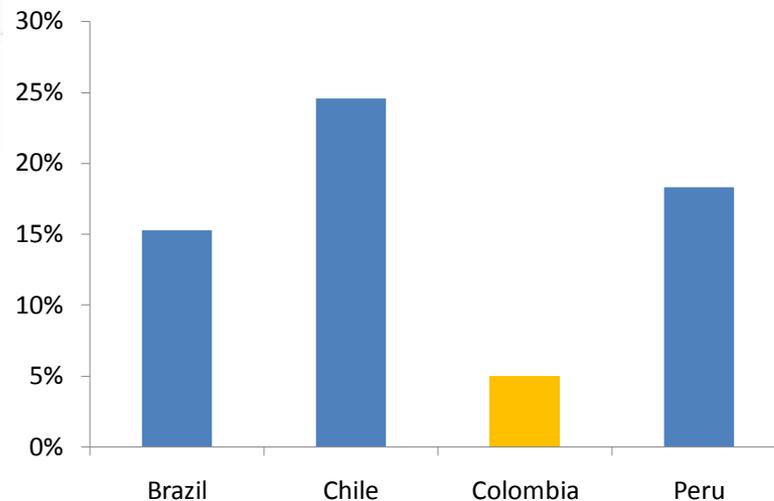


Colombia: baja dependencia de Europa, en recesión. Y de China, en leve desaceleración. Y alta dependencia de Estados Unidos, en moderada recuperación

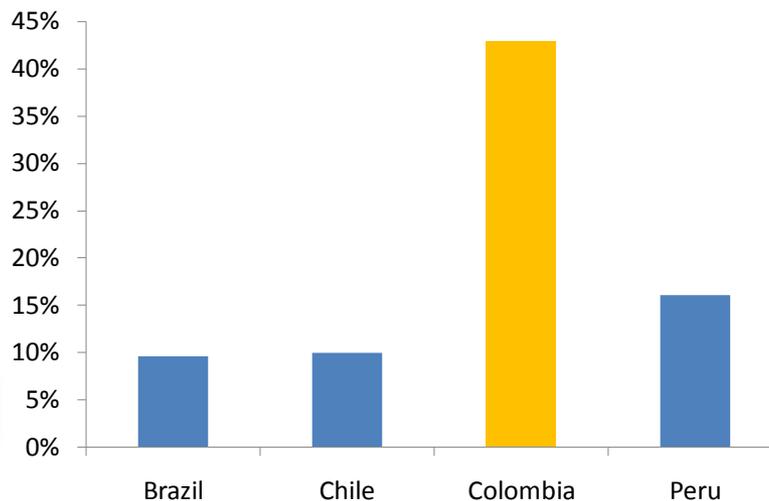
% de las exportaciones a Europa



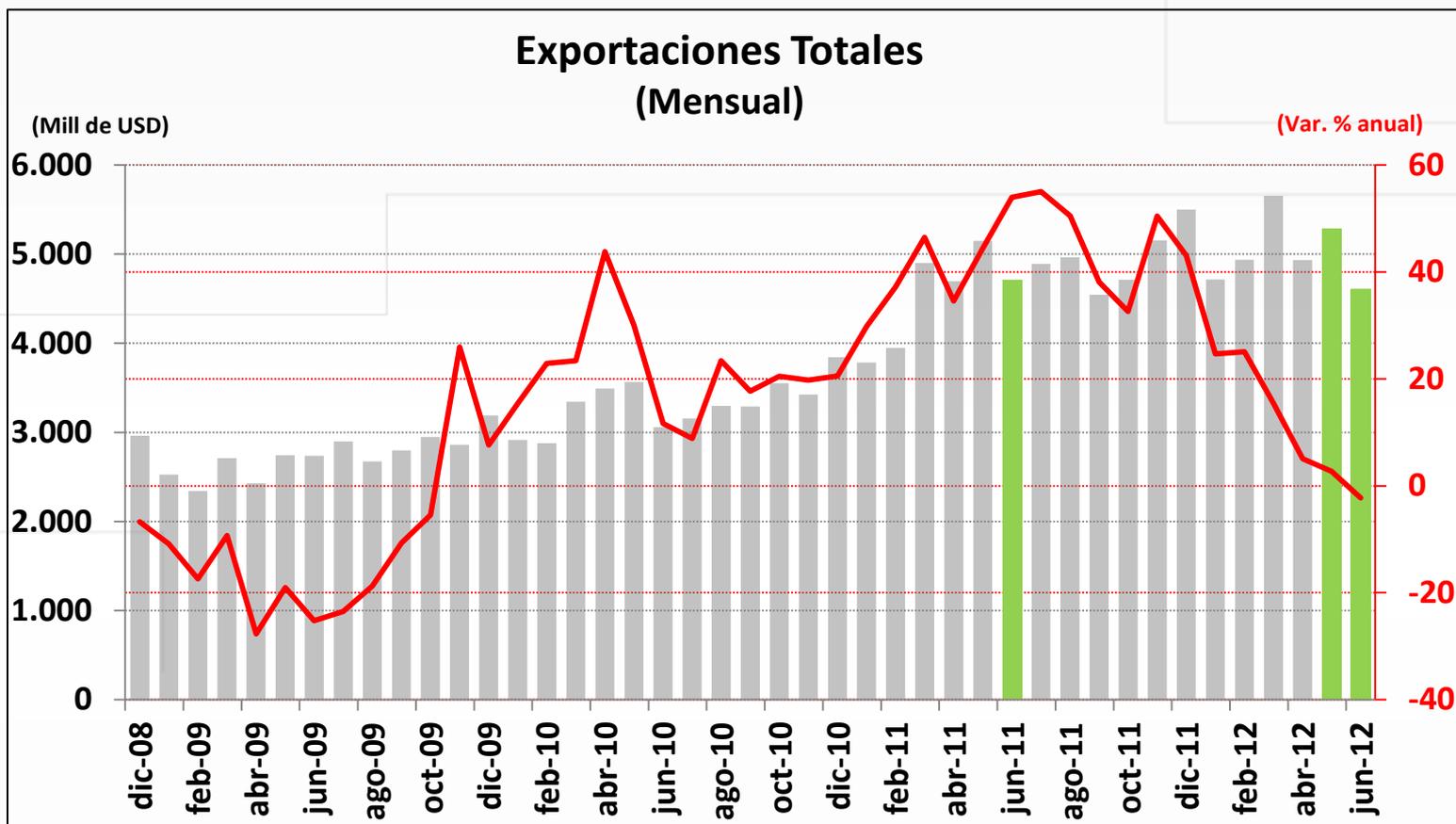
% de las exportaciones a China



% de las exportaciones a los Estados Unidos



En junio las exportaciones totales cayeron 2,3%



Mayo = US\$ 5.289 mill - var. % anual = 2,7%

Junio = US\$ 4.603 mill - var. % anual = -2,3%



Exportaciones totales

Índice de precios

Var anual junio -10%
(Var anual ene-jun 3,8%)

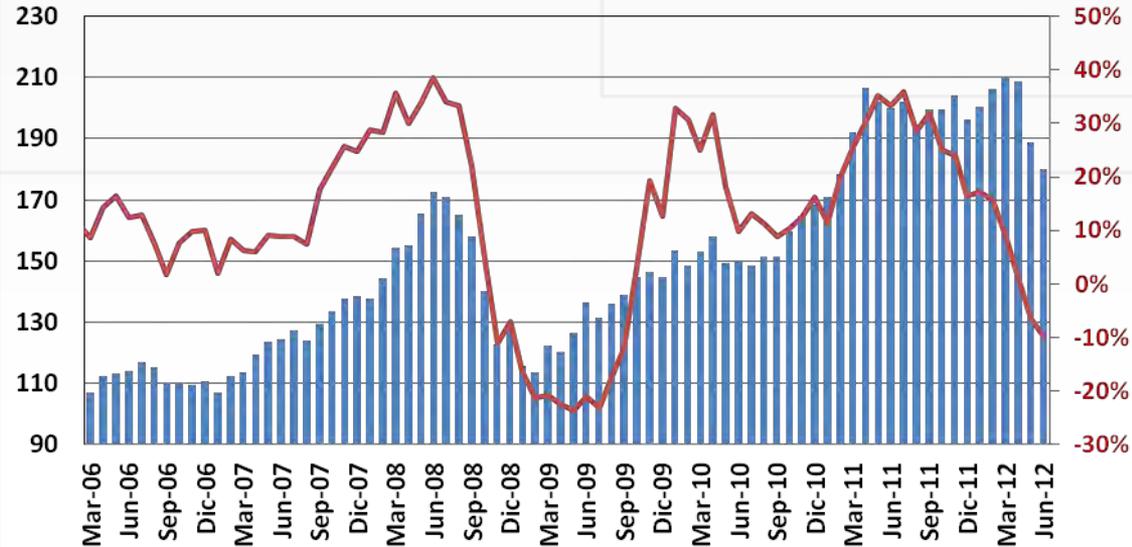
Índice de cantidades

Var anual junio 8,5%
(Var anual ene-jun 7,1%)



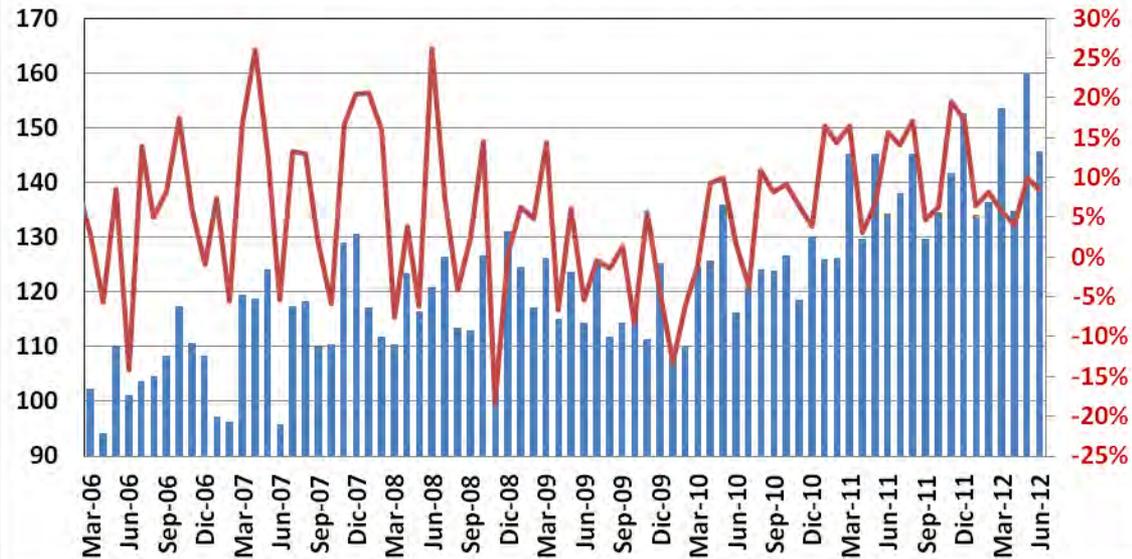
Índice de precios

(Var. % Anual)

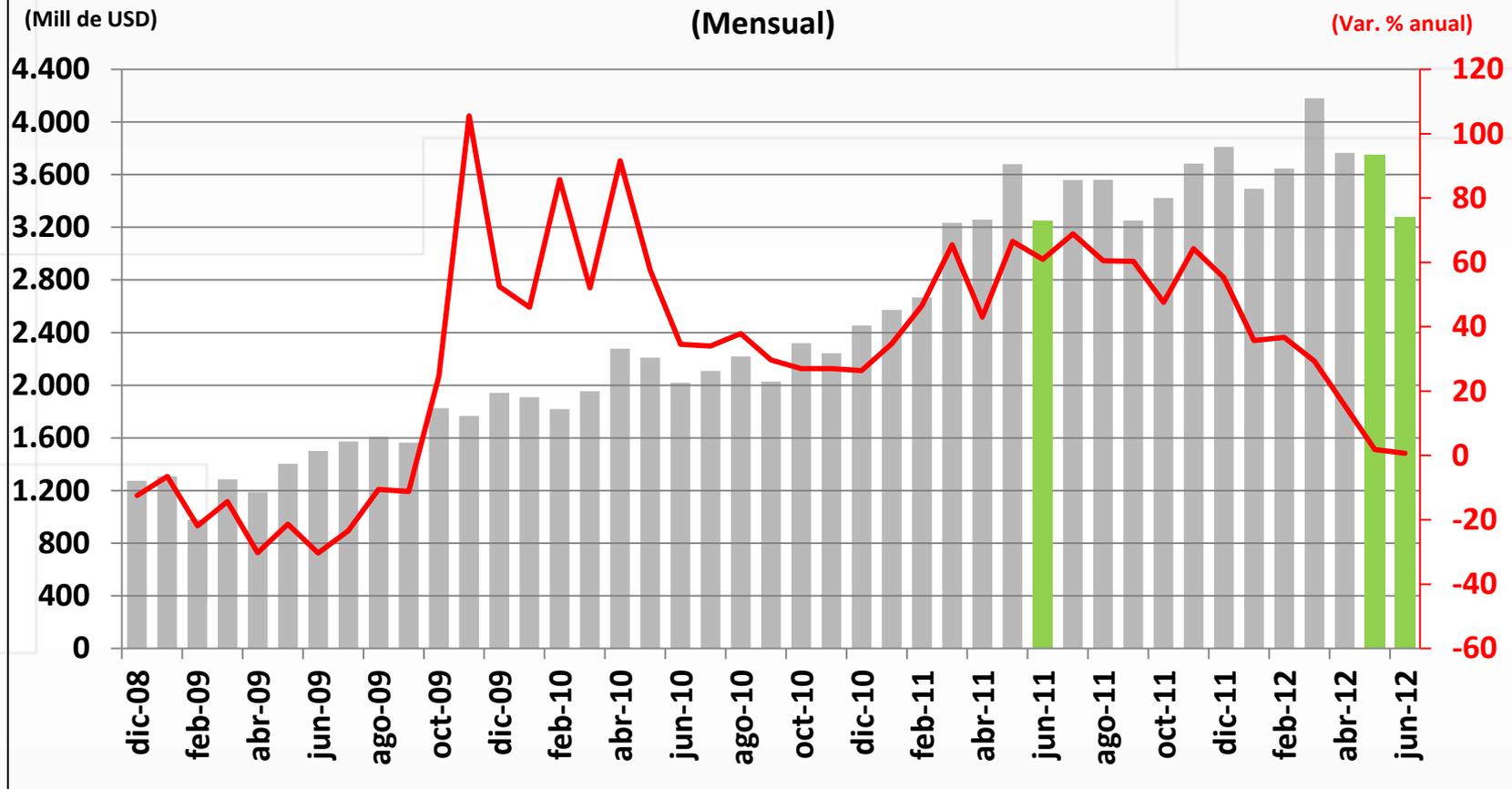


Índice de cantidades

(Var. % Anual)



Exportaciones - bienes básicos de origen minero (Petróleo y derivados, carbón, ferroníquel y oro) (Mensual)



Mayo = US\$ 3.749 mill - var. % anual = 1,9%

Junio = US\$ 3.274 mill - var. % anual = 0,7%



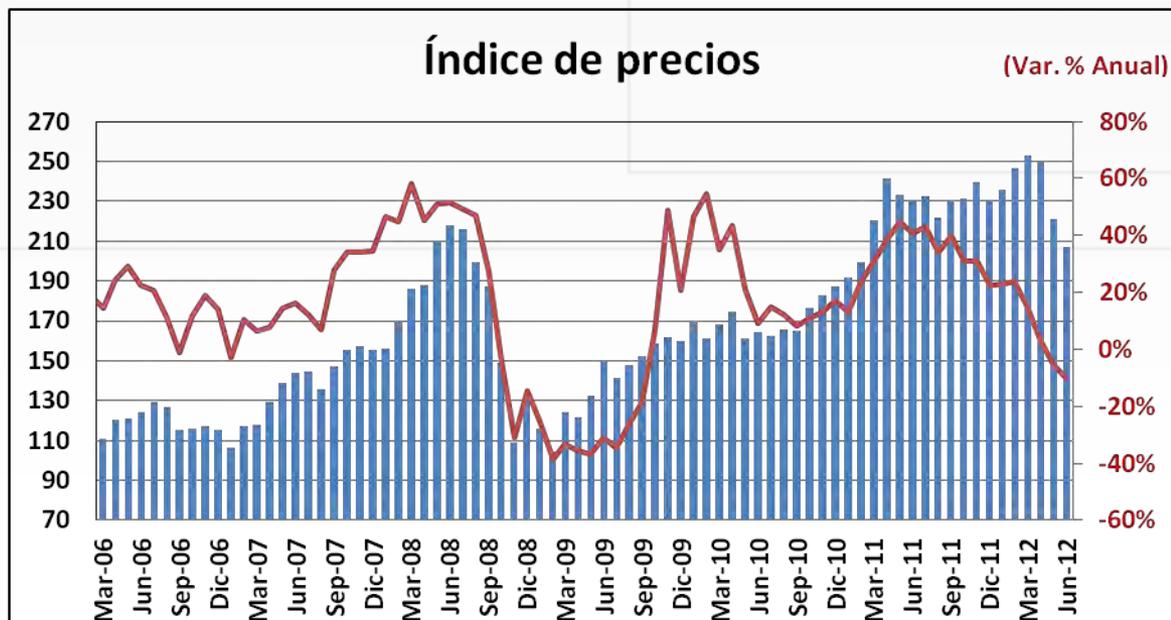
Bienes básicos de origen minero (71% de las totales)

(Petróleo y derivados, carbón, ferróníquel y oro)

En junio representaron el 71% del total de bienes exportados.

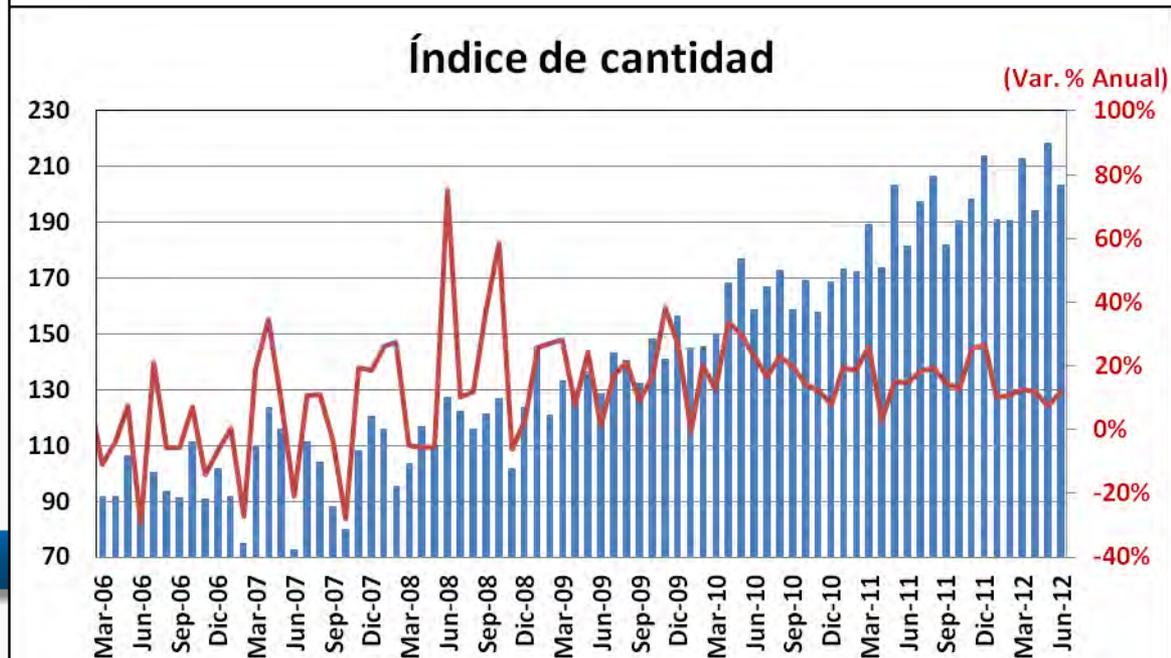
Índice de precios

Var anual junio -10,1%
(Var anual ene-jun 7,5%)

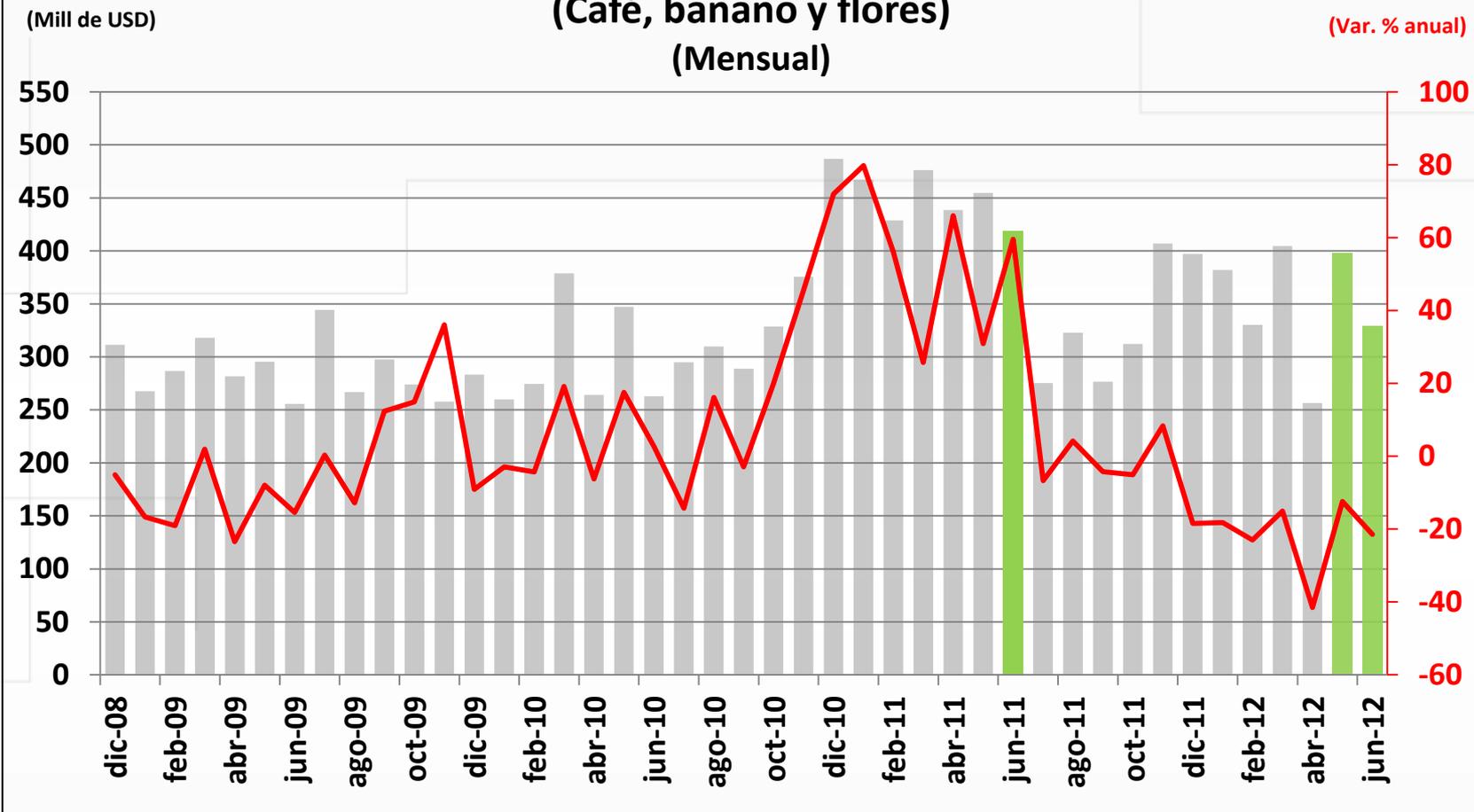


Índice de cantidades

Var anual junio 12,0%
(Var anual ene-jun 11%)



Exportaciones - bienes básicos de origen agrícola (Café, banano y flores) (Mensual)



Mayo = US\$ 398 mill - var. % anual = -12,4%

Junio = US\$ 329 mill - var. % anual = -21,4%



Bienes básicos de origen agrícola (10% de las mineras)

(café, banano y flores)

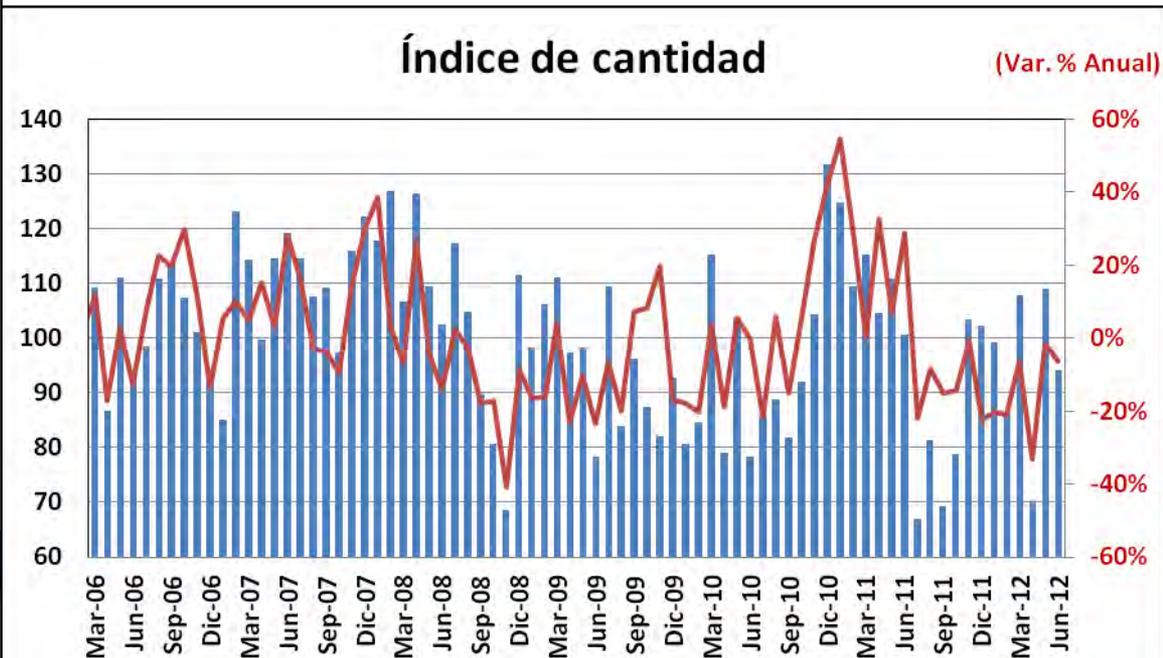
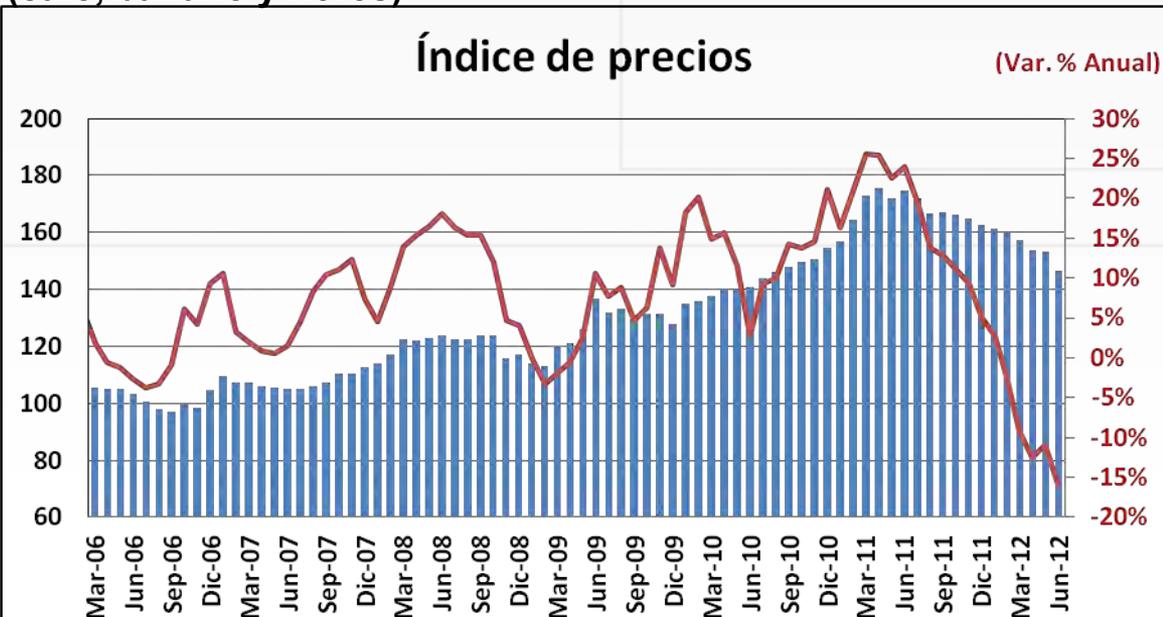
En junio representaron el 7,2% del total de bienes exportados.

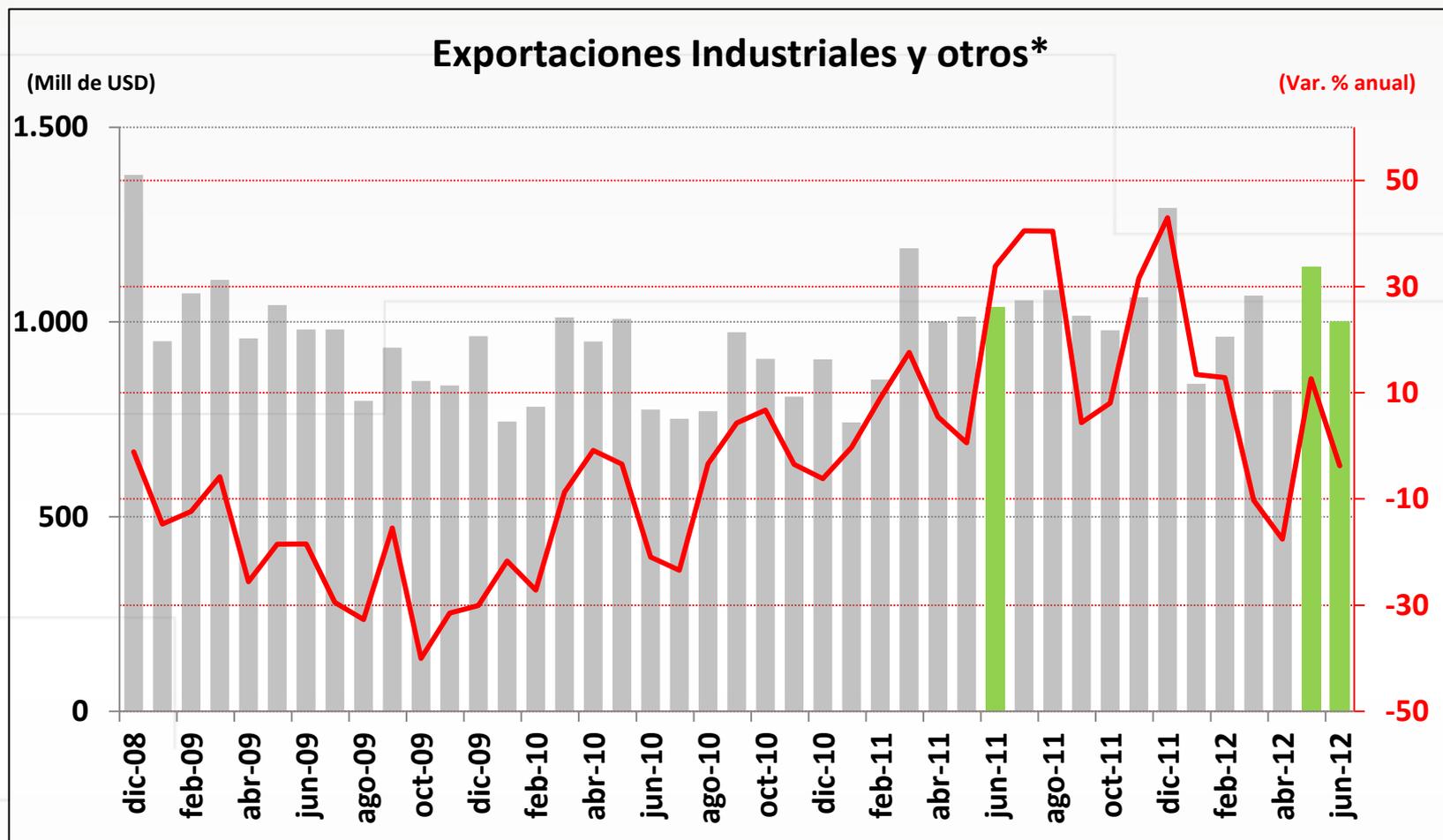
Índice de precios

Var anual junio -16%
(Var anual ene-jun -8%)

Índice de cantidades

Var anual junio -6,5%
(Var anual ene-jun -14%)





Mayo = US\$ 1.142 mill - var. % anual = 12,7%

Junio = US\$ 999 mill - var. % anual = -3,8%

* Sin petróleo y derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano y flores. Incluye otros bienes mineros y agrícolas, las exportaciones industriales representan el 95% de este grupo.



Industriales y otros (30% de las mineras)

(Sin petróleo ni derivados, carbón, ferroníquel, oro, café, banano y flores)

En junio representaron el 22% del total de bienes exportados.

Índice de precios

Var anual jun -7,5%

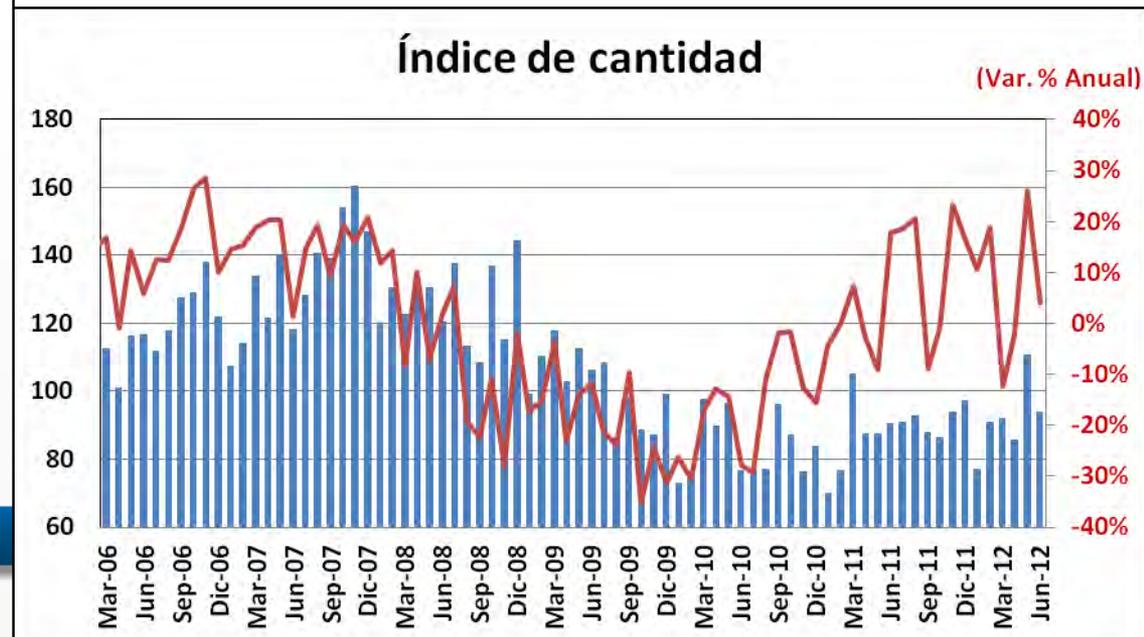
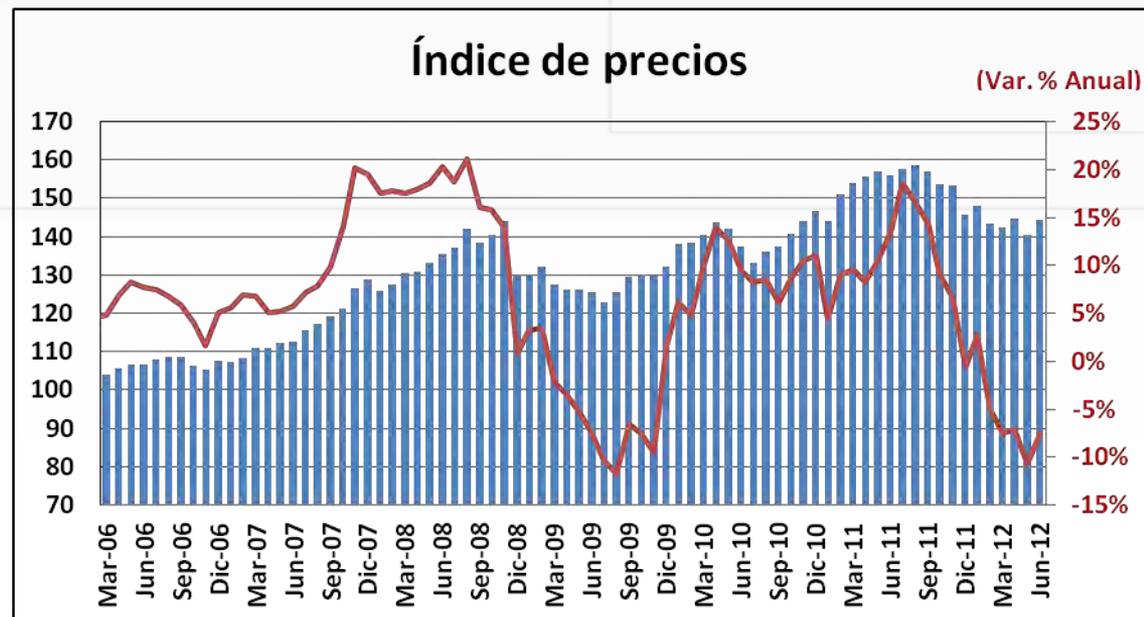
Var anual ene - jun -5,5%

Índice de cantidades

Var anual jun 3,9%

Var anual ene - jun 7%

No incluye reexportaciones de aeronaves
Fuente: DANE-DIAN.



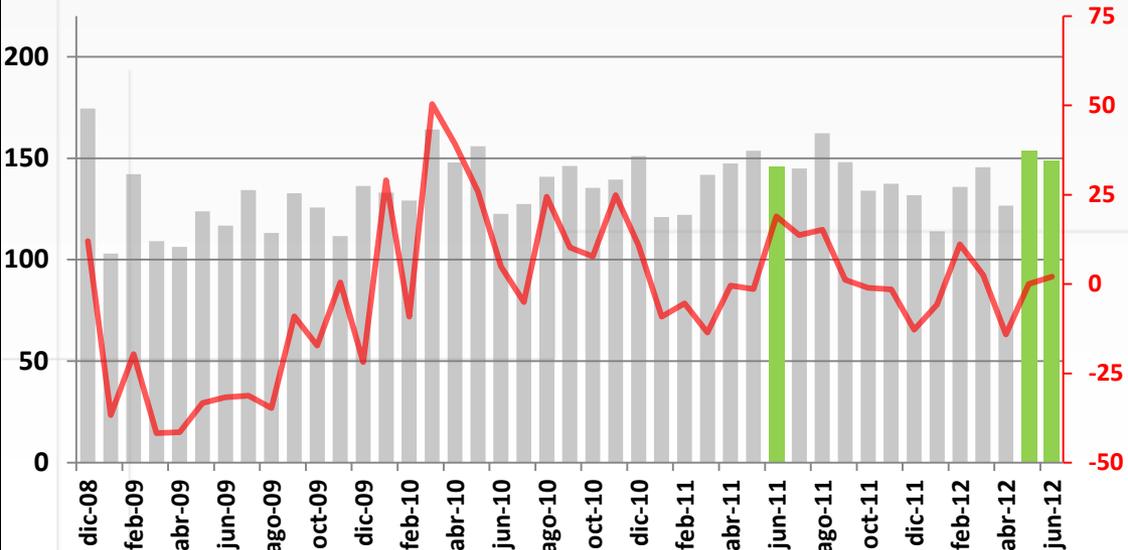
Exportaciones Industriales a Estados Unidos

(Sin petróleo y sus derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano y flores)

(Mill de USD)

(Mensual)

(Var. % anual)



USA

Mayo = 0,0%

Junio = 2,1%
(US\$ 149 mill)

Ecuador

Mayo = 5,0 %

Junio = 2,5 %

(US\$ 156 mill)

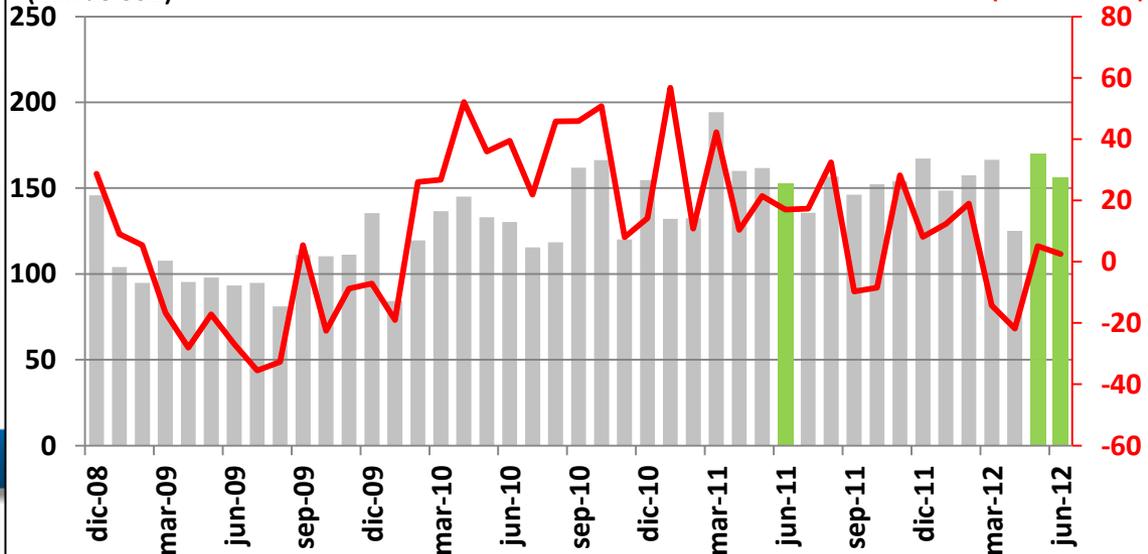
Exportaciones Industriales a Ecuador

(Sin petróleo y sus derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano ni flores)

(Mensual)

(Mill de USD)

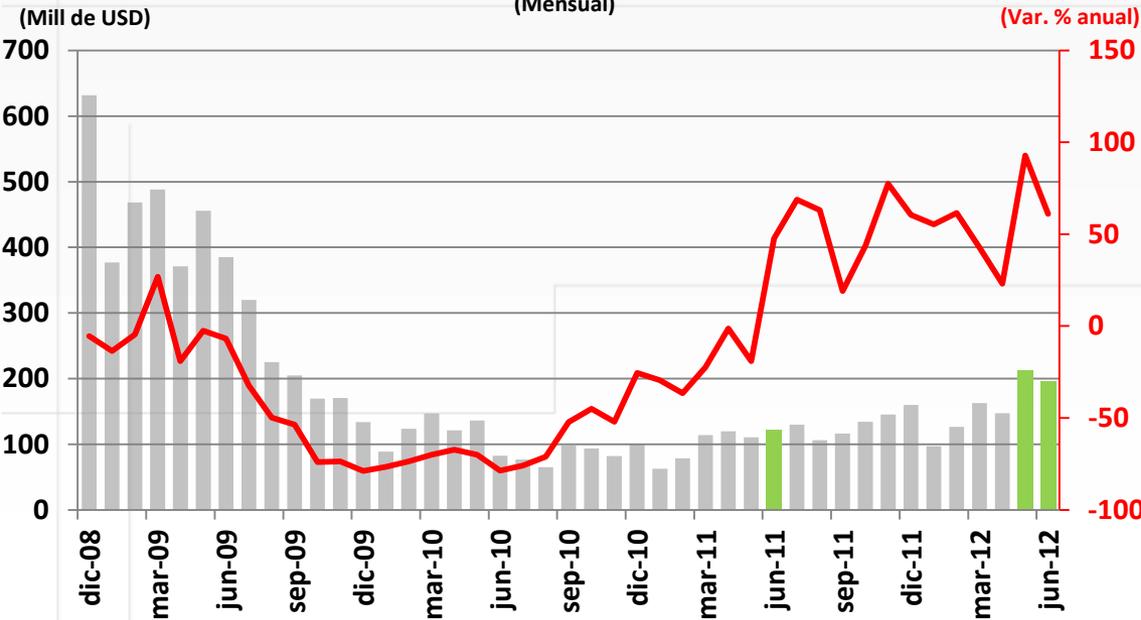
(Var. % anual)



Exportaciones Industriales a Venezuela

(Sin petróleo y sus derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano y flores)

(Mensual)



Venezuela

Mayo = 92,9 %

Junio = 61,0%

(US\$ 196 mill)

Resto de destinos (Sin USA, Ecuador ni Venezuela)

Mayo = 3 %

Junio = -19,4 %

(US\$ 498 mill)



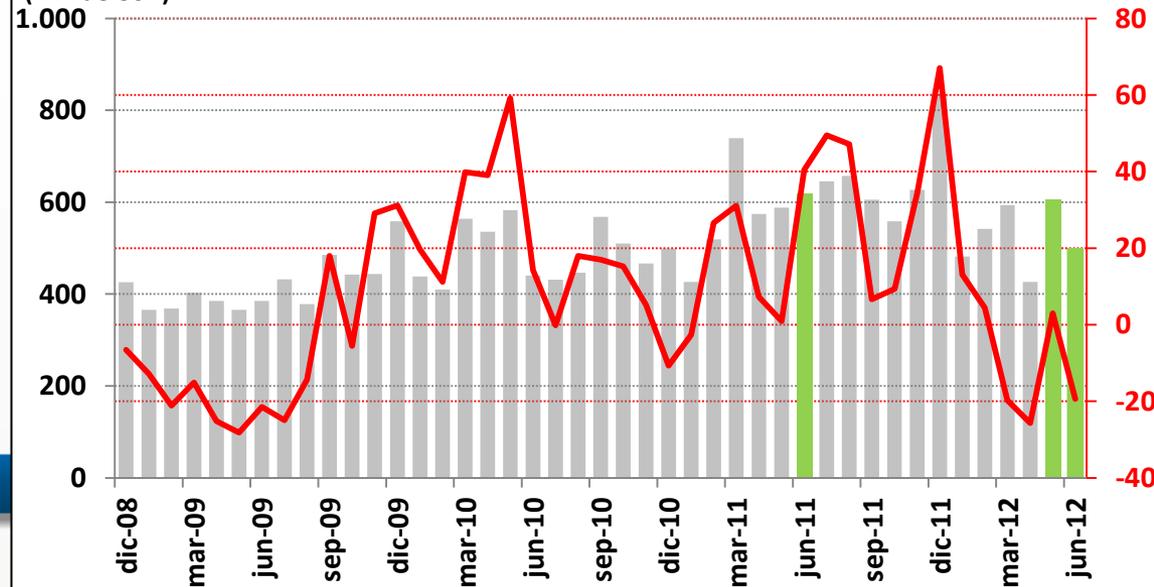
Exportaciones Industriales al resto de destinos

(Sin petróleo y derivados, carbón, ferróniquel, oro, café, banano y flores)

(mensual)

(Mill de USD)

(Var. % anual)



B. LA ECONOMÍA INTERNA



PIB 2011 por tipo de gasto

	2010 Año completo	2011				2011 Año completo
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
Consumo Total	5.1%	5.0%	6.8%	5.9%	5.5%	5.8%
Consumo de Hogares	5.0%	5.5%	7.8%	6.7%	6.1%	6.5%
Bienes no durables	1.8%	2.4%	6.2%	4.9%	3.7%	4.3%
Bienes semidurables	9.8%	13.6%	19.4%	13.8%	13.7%	15.1%
Bienes durables	20.9%	36.7%	34.4%	19.6%	8.5%	23.9%
Servicios	3.5%	3.3%	4.4%	5.1%	5.3%	4.6%
Consumo Final del Gobierno	5.5%	2.4%	2.6%	2.6%	3.0%	2.6%
Formación Bruta de Capital	7.3%	16.0%	18.3%	22.4%	12.4%	17.2%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.6%	12.7%	13.8%	23.7%	16.5%	16.6%
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	5.5%	3.0%	3.1%	1.9%	1.3%	2.3%
Maquinaria y equipo	20.2%	26.7%	28.9%	28.0%	20.2%	25.8%
Equipo de transporte	12.0%	51.9%	52.2%	40.5%	39.1%	45.2%
Construcción y edificaciones	-2.0%	1.1%	5.2%	13.2%	2.3%	5.3%
Obras civiles	-2.0%	-10.8%	-13.1%	22.2%	15.5%	6.7%
Servicios	9.6%	5.7%	6.3%	8.9%	1.4%	5.5%
Demanda interna	5.6%	7.9%	9.7%	9.8%	7.9%	8.8%
Exportaciones Totales	1.3%	10.1%	7.6%	12.3%	15.8%	11.4%
Importaciones Totales	10.5%	21.1%	24.7%	20.3%	20.1%	21.5%
Producto Interno Bruto	4.0%	5.0%	5.1%	7.5%	6.1%	5.9%

PIB 2011 por ramas de actividad

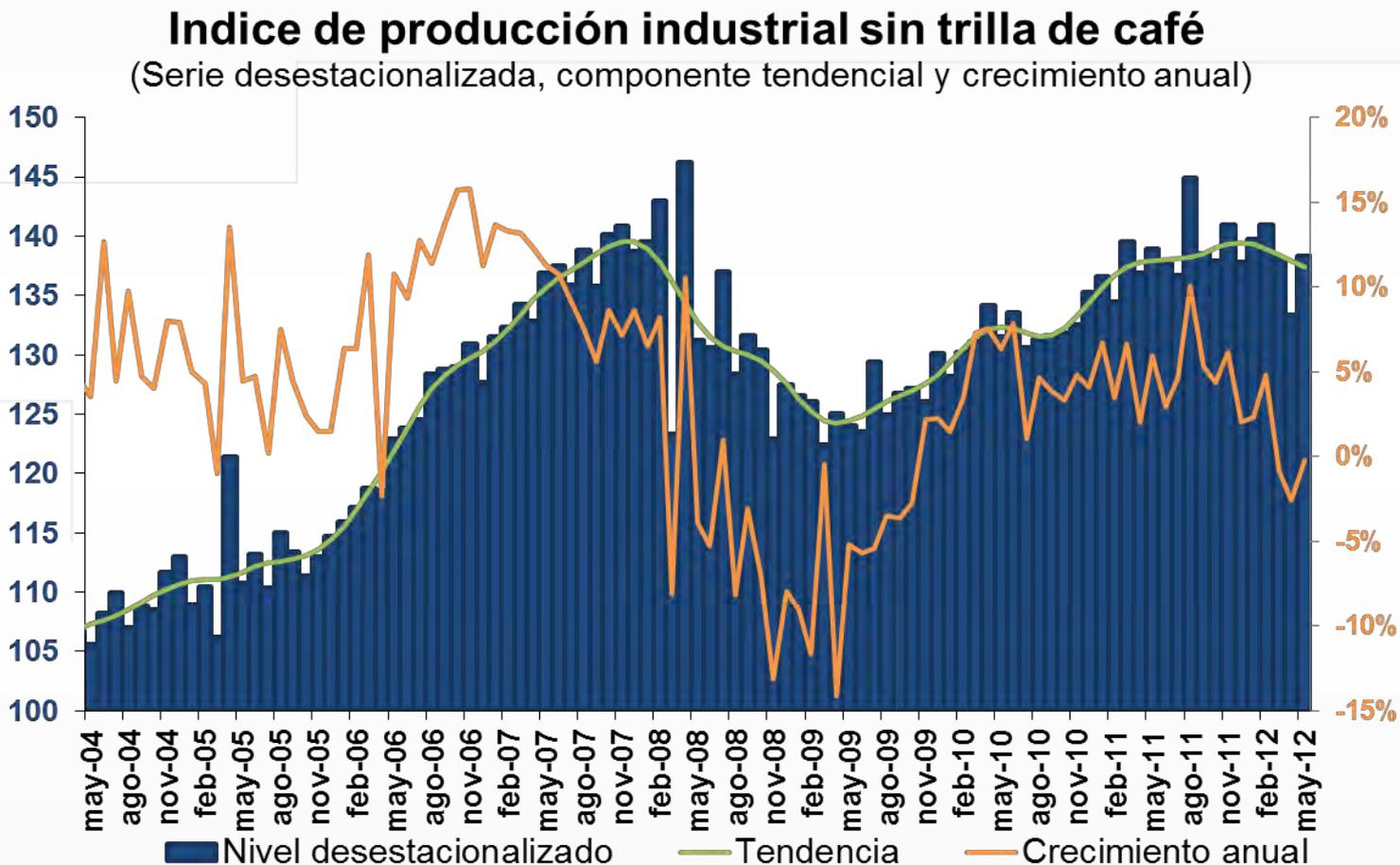
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2010 Año completo	2011				2011 Año completo
		I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1.0	7.8	1.6	1.7	-2.0	2.2
Explotación de minas y canteras	12.3	9.2	10.8	18.9	18.1	14.3
Industria manufacturera	2.9	3.8	2.0	5.6	4.1	3.9
Electricidad, gas y agua	1.2	-0.8	1.9	3.4	2.7	1.8
Construcción	-1.7	-1.9	-3.4	18.4	10.7	5.7
Edificaciones	-2.1	1.4	5.1	12.4	1.6	5.0
Obras Civiles	-1.3	-10.6	-13.1	21.9	15.1	6.5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5.1	5.7	6.6	6.0	5.3	5.9
Transporte, almacenamiento y comunicación	5.0	6.4	7.0	8.1	6.0	6.9
Servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas	2.9	4.3	5.8	6.4	6.4	5.8
Servicios sociales, comunales y personales	4.8	2.4	2.9	3.7	3.2	3.1
Subtotal Valor agregado	3.8	4.4	4.4	7.3	5.9	5.5
Impuestos menos subsidios	6.4	10.5	13.5	10.3	9.0	10.8
PRODUCTO INTERNO BRUTO	4.0	5.0	5.1	7.5	6.1	5.9

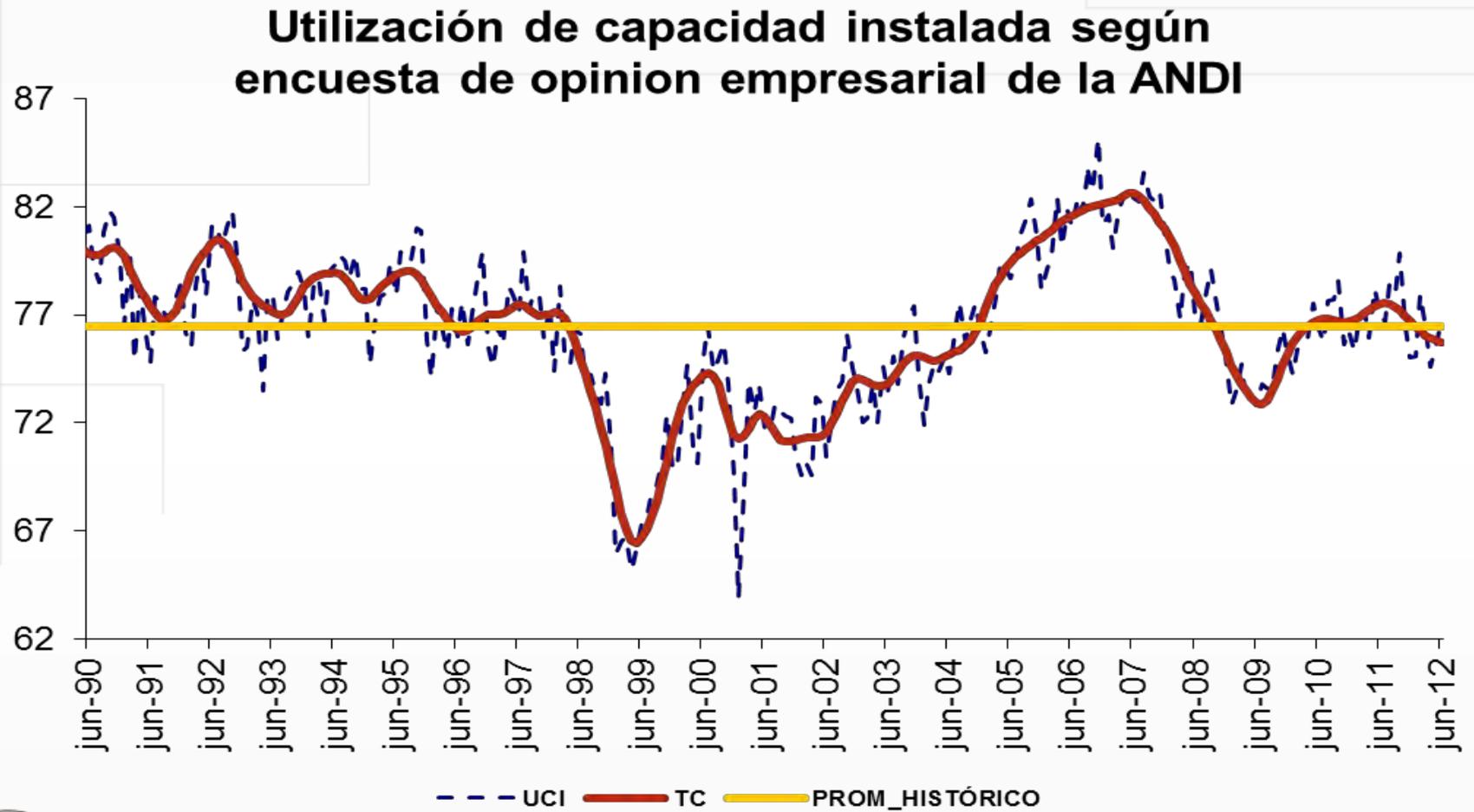
Fuente: DANE, cálculos Banco de la República



Según datos del DANE, la industria con tendencia descendente desde hace siete meses

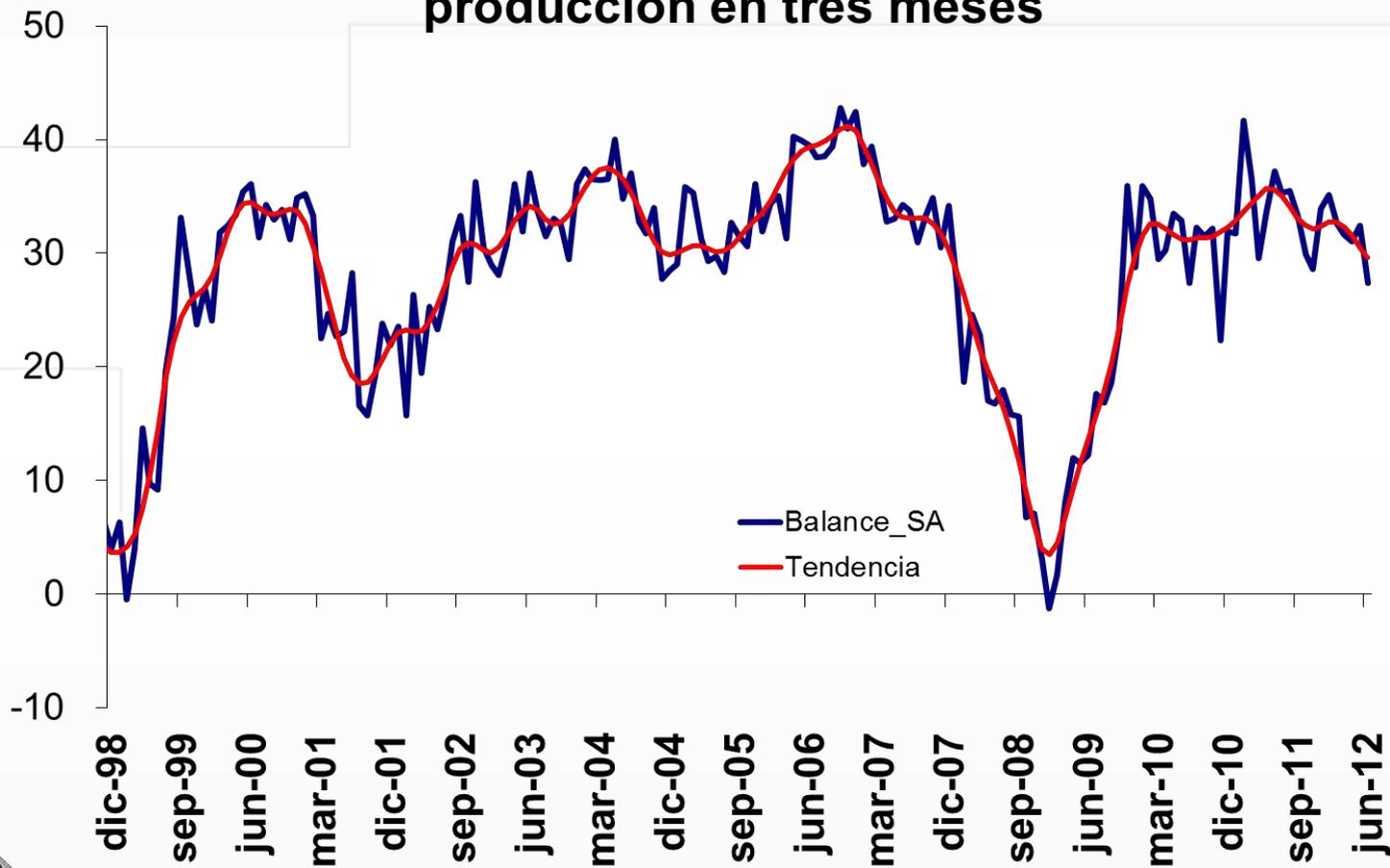


Utilización de la capacidad instalada según la ANDI: tendencia decreciente



Expectativas de producción para los próximos tres meses con tendencia decreciente

Expectativas desestacionalizadas de producción en tres meses

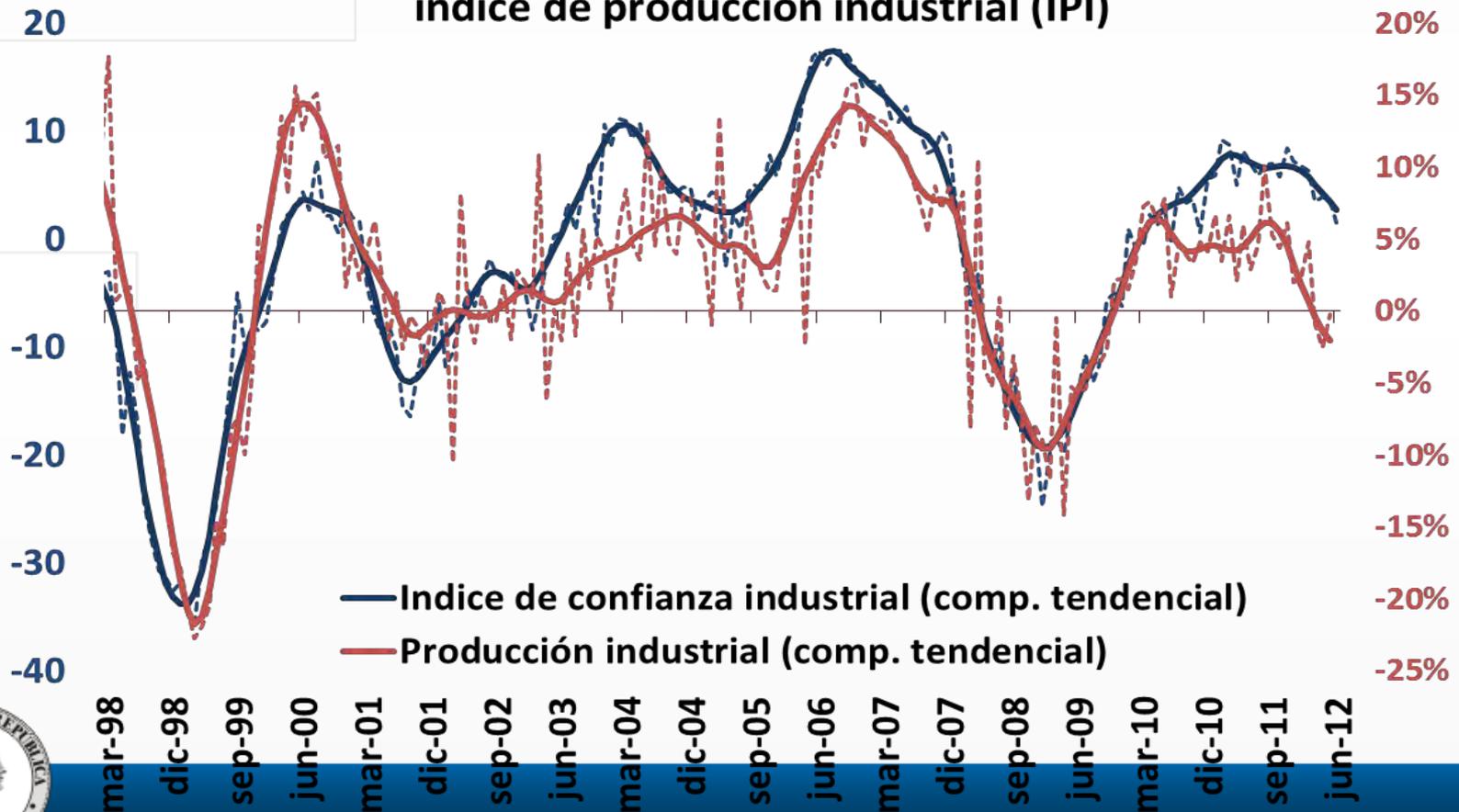


•Fuente: Fedesarrollo, cálculos Banco de la República

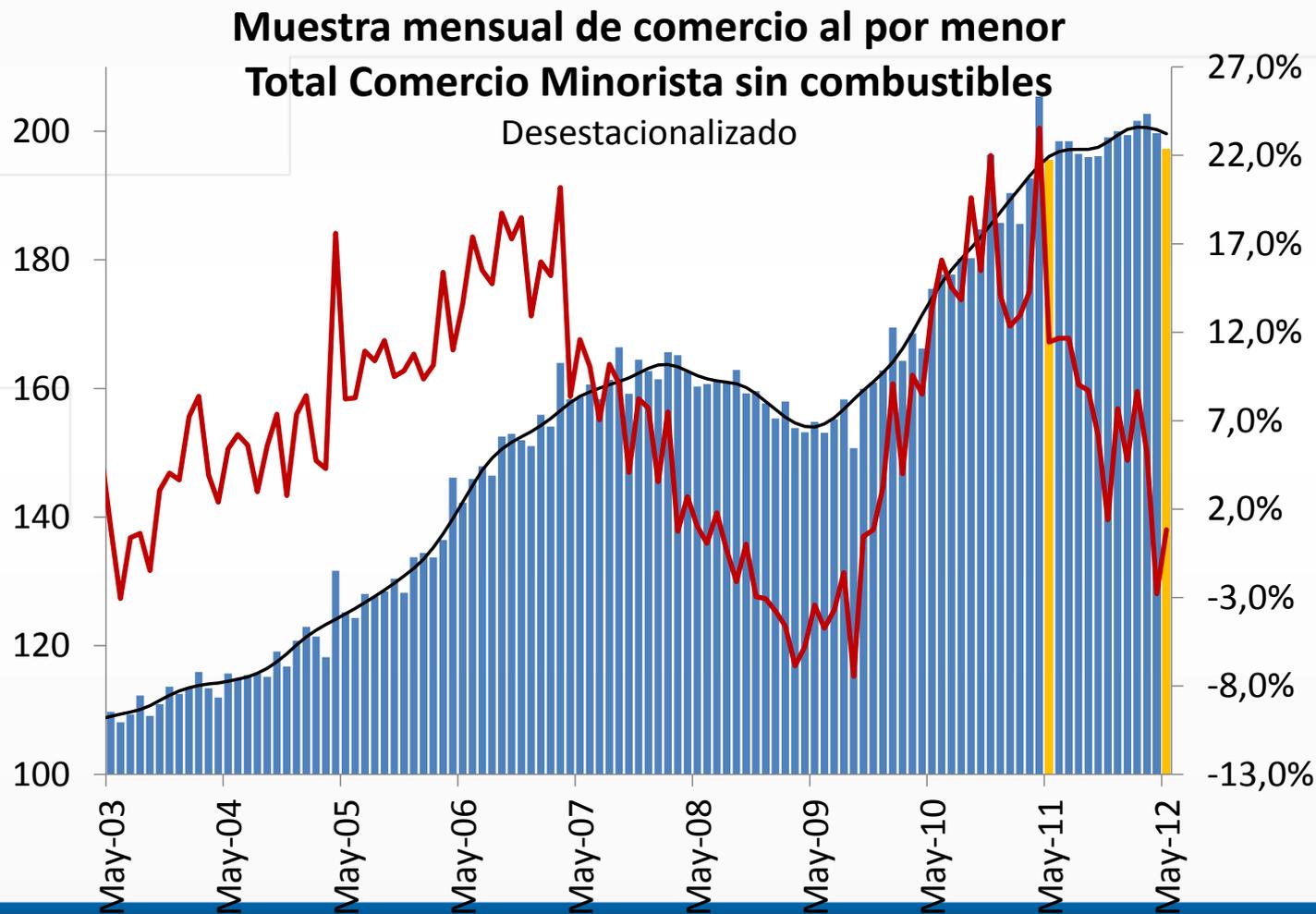
Confianza de los industriales se ha reducido, lo cual podría anticipar un pobre desempeño en los próximos meses

meses

Índice de confianza industrial y crecimiento anual del índice de producción industrial (IPI)



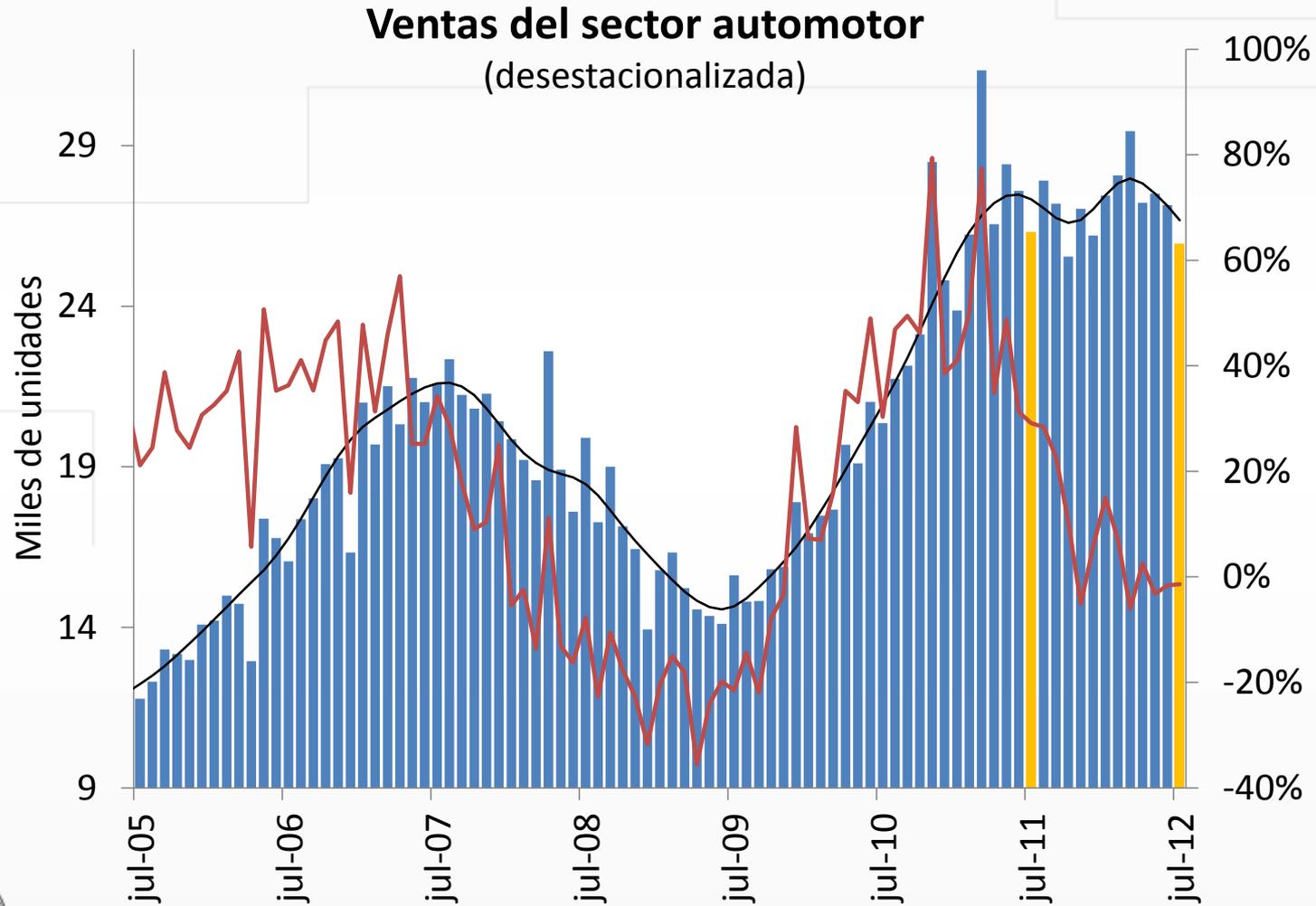
En mayo ventas del comercio cayeron. Sin embargo, sin automóviles las ventas crecieron 4%



Fuente: DANE - MMCM, cálculos del Banco de la República



En ventas del sector automotor tasa de crecimiento anual cada vez menor. En Julio fue -2,6%

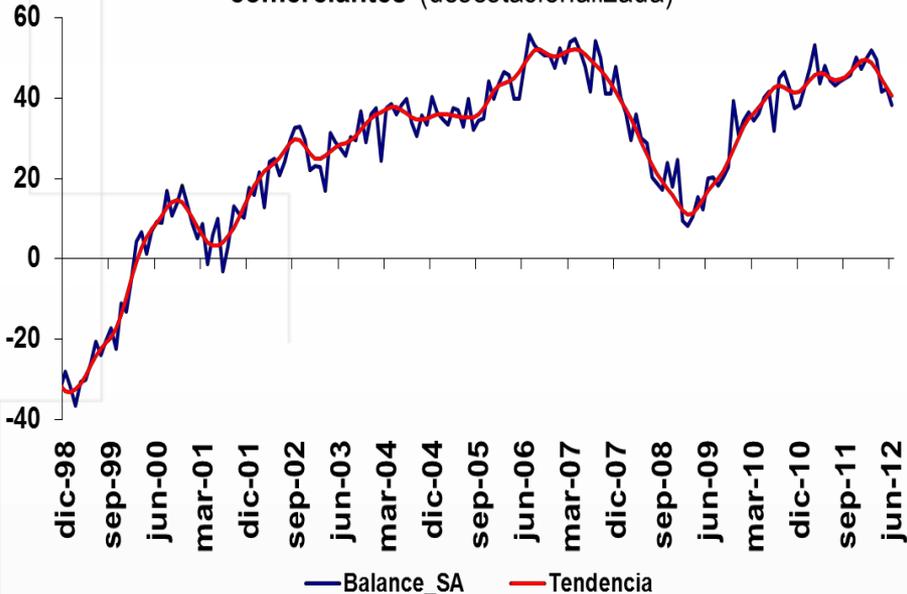


Fuente: Econometría, cálculos del Banco de la República.



Similar a los industriales, la confianza de los comerciantes ha continuado deteriorándose, aunque sigue aún en niveles altos

Situación económica actual de la empresa - comerciantes (desestacionalizada)

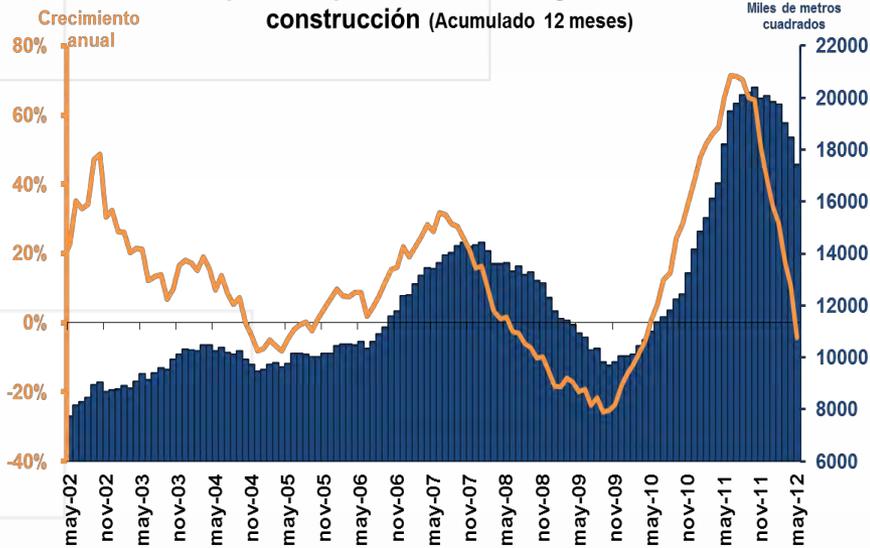


Situación económica esperada en los próximos seis meses de la empresa - comerciantes (desestacionalizada)



Licencias de construcción continuaron contrayéndose

Área aprobada para vivienda según licencias de construcción (Acumulado 12 meses)

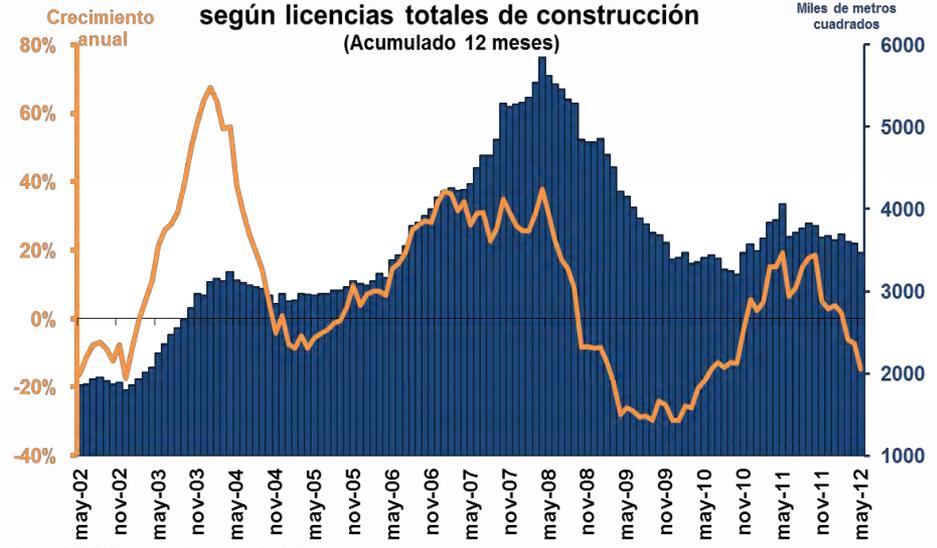


Fuente: DANE, Cálculos del Banco de la República



• Vivienda

Área aprobada para destinos distintos a vivienda según licencias totales de construcción (Acumulado 12 meses)



Fuente: DANE, Cálculos del Banco de la República



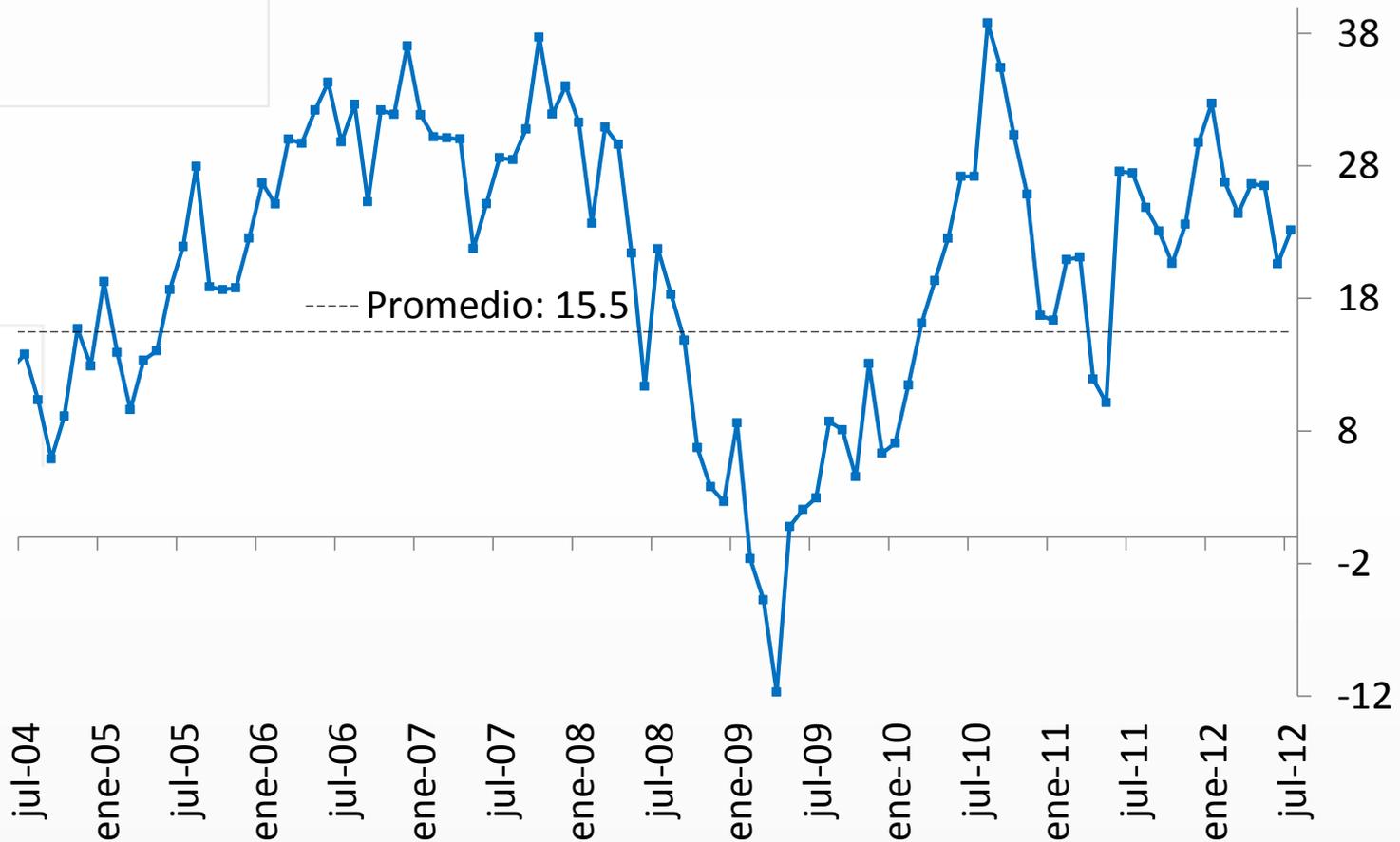
• Distinto a vivienda



• Fuente: DANE, cálculos Banco de la República

Sin embargo, en julio la confianza del consumidor creció

Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo

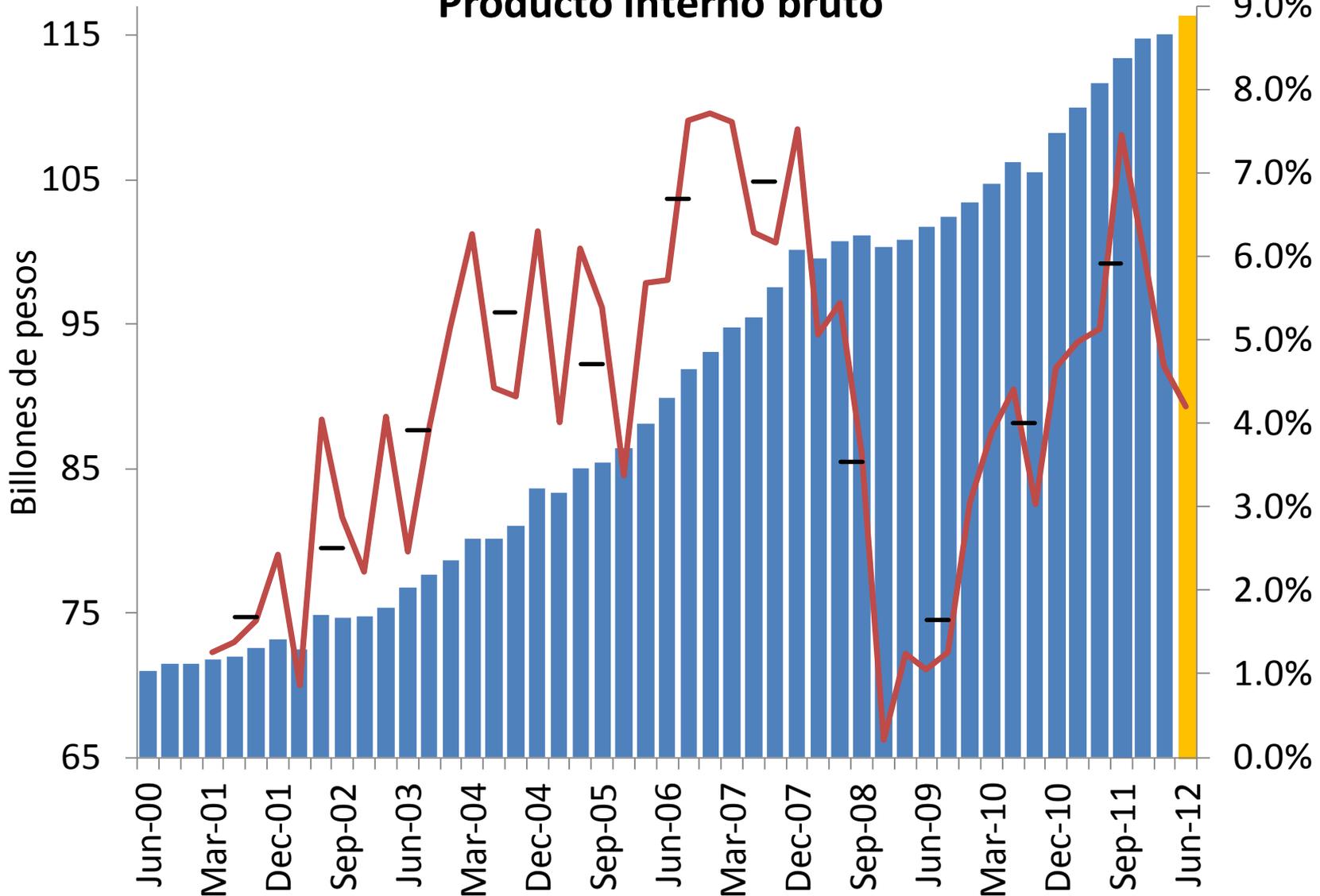


Fuente: Fedesarrollo.



El crecimiento trimestral del PIB hasta segundo trimestre de 2012 (4,2%). Mi personal pronóstico para 2012 es 3,8%

Producto interno bruto



En Julio la tasa de desempleo (TD) fue 10,9% para el total nacional, y 11,5% para las 13 principales áreas urbanas

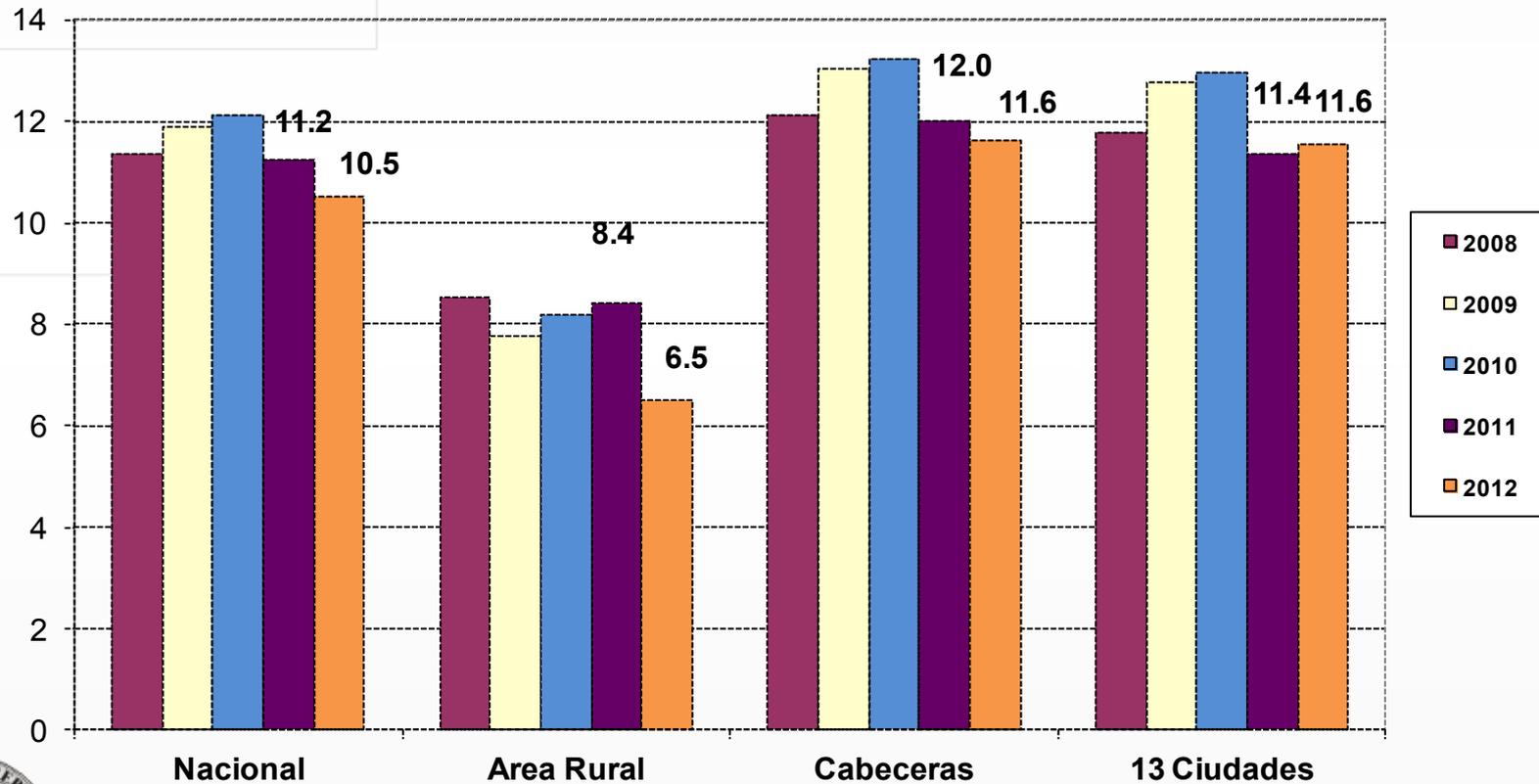
Indicadores del Mercado Laboral (mensual)							
	Julio					Diferencia 2011 - 2012	Mes anterior
	2008	2009	2010	2011	2012		Diferencia 2011 - 2012
Tasa Global de Participación							
Nacional	58.7	61.7	62.6	63.3	64.2	0.9	2.4
13 Ciudades	63.8	65.7	66.4	66.9	68.7	1.8	1.4
Tasa de Ocupación							
Nacional	51.6	53.9	54.6	56.0	57.2	1.2	2.7
13 Ciudades	56.2	57.3	57.6	59.3	60.8	1.5	1.5
Tasa de Desempleo							
Nacional	12.1	12.6	12.7	11.5	10.9	-0.7	-0.9
13 Ciudades	11.9	12.8	13.3	11.3	11.5	0.2	-0.4

Como siempre, se advierte que los datos mensuales tienen errores muestrales mucho más grandes, por lo que las variaciones anuales tienen un amplio grado de incertidumbre.



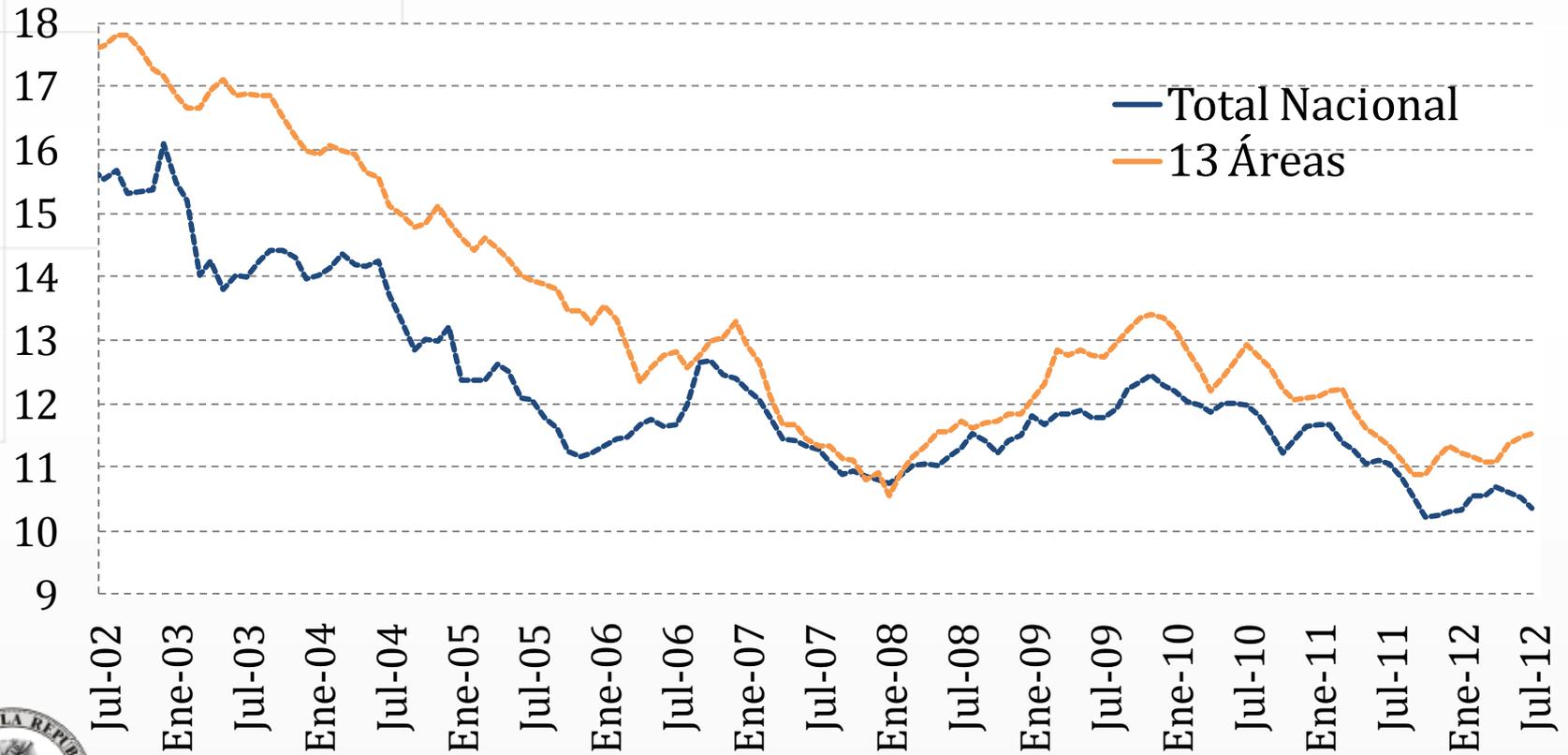
Para el trimestre móvil Mayo – Junio – Julio la TD a nivel nacional se redujo. Pero en las trece áreas urbanas se elevó ligeramente

Tasa de desempleo
Mayo-Junio-Julio



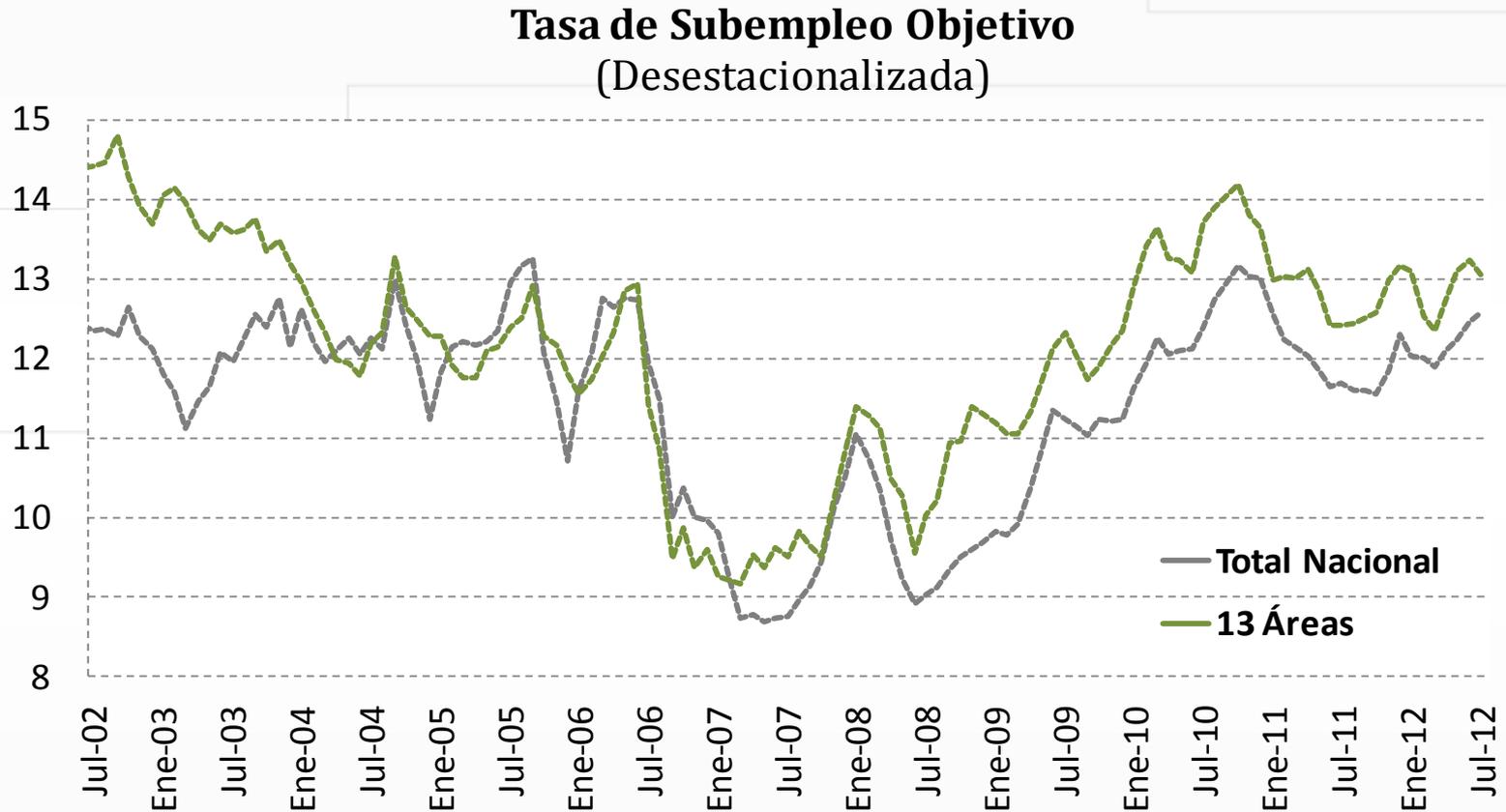
Corrigiendo por estacionalidad la mejoría de las cifras sobre TD no es tan evidente

Tasa de Desempleo
(Desestacionalizada)



•Fuente: GEIH - DANE, cálculos del Banco de la República

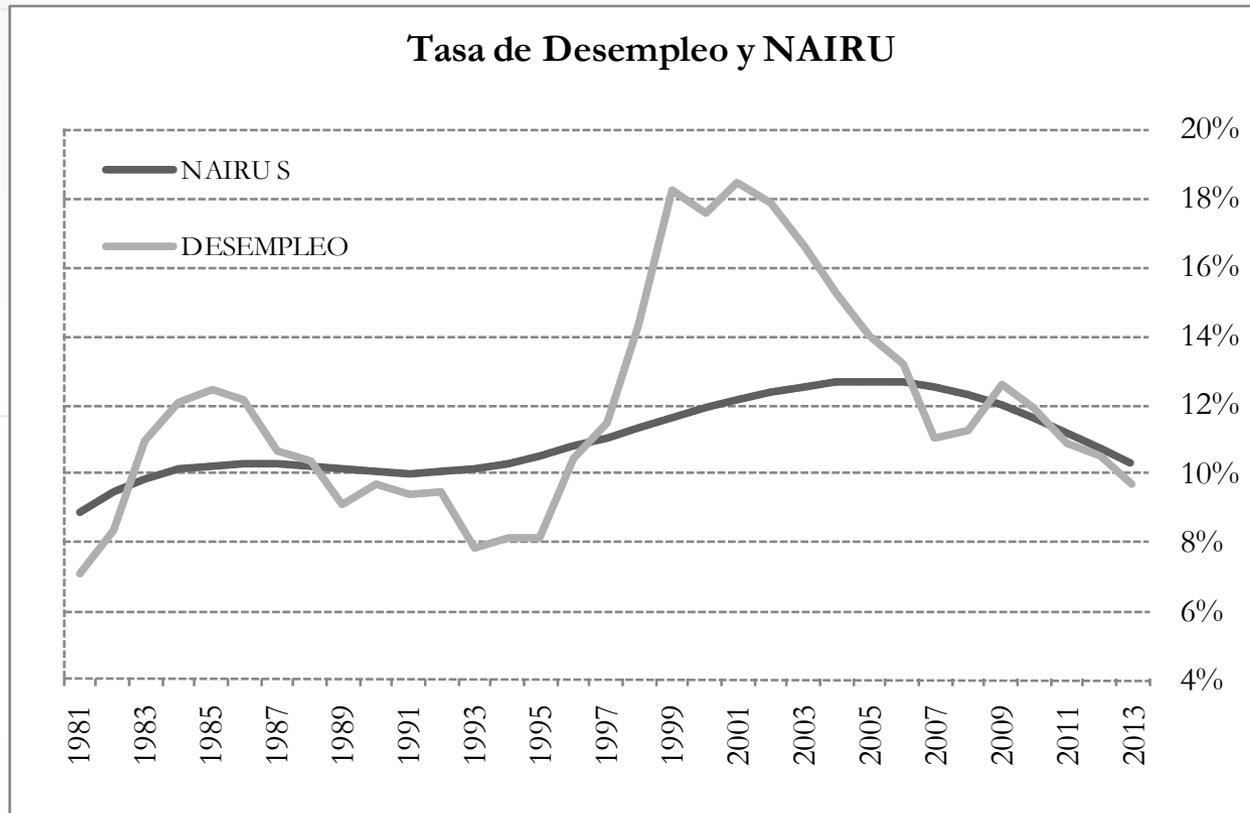
En cuanto a la tasa de subempleo objetivo...



Subempleo objetivo: se refiere al deseo manifestado por el trabajador de mejorar sus ingresos, el número de horas trabajadas o tener una labor más propia de sus personales competencias. Además, han hecho una gestión para materializar su aspiración, y están en disposición de efectuar el cambio.

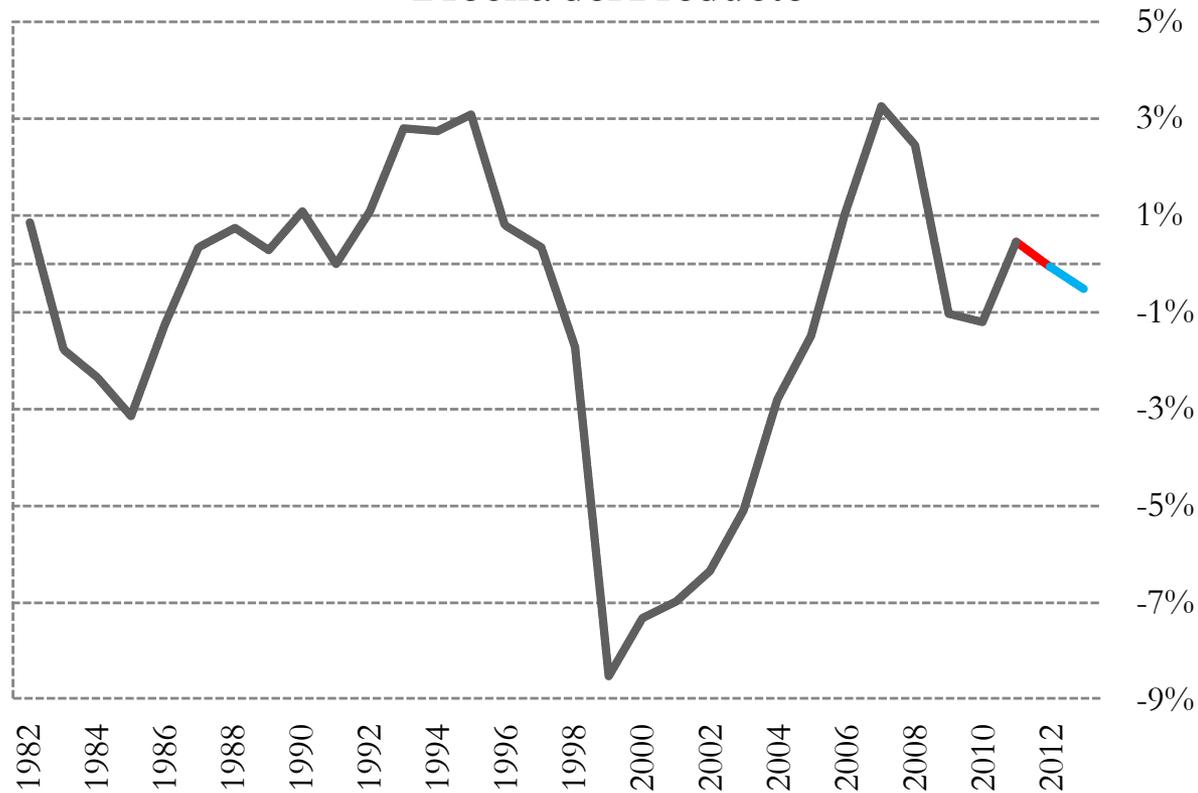
• Fuente: GEIH – DANE, cálculos del Banco de la República.





Las nuevas estimaciones de la NAIRU para 2012 teniendo en cuenta los pronósticos efectuados a partir de la Ley de Okun indican que esta se situará en el promedio del año. Con esta cifra, la brecha del mercado laboral se mantendrá en terreno negativo 2012 (mercado apretado), aunque no tanto como se estimó en el informe anterior.

Brecha del Producto



*Según este modelo, la brecha del producto en 2011 fue de 0,43%. Para 2012, muestra una brecha negativa de -0,03%, y para 2013 una brecha negativa de - 0,52%, consistentes con la desaceleración esperada para este y el próximo año.



El crecimiento del crédito se ha desacelerado

Julio 12
 M/N : 18,2%
 M/E: 2,9%
 Total: 17,2%

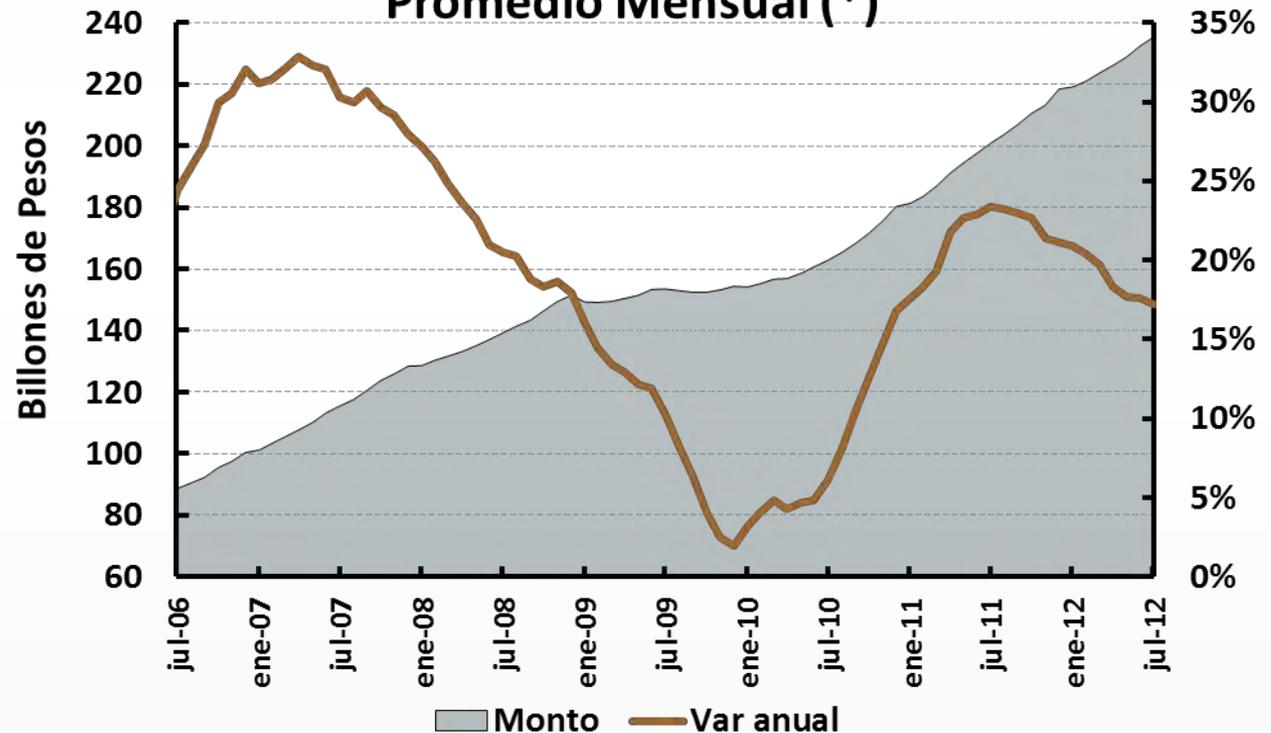
Junio 12
 M/N : 18,7%
 M/E: 2,7%
 Total: 17,6%

Marzo 12
 M/N : 19,9%
 M/E: 16,0%
 Total: 19,7%

Diciembre 11
 M/N : 19,8%
 M/E: 43,8%
 Total: 21,1%

Crédito Bancario (M/N y M/E)

Promedio Mensual (*)



•(*) M/E con Tipo de Cambio Fijo base
 Dic 2011: \$1943/US\$

La cartera comercial, la que más se ha desacelerado, especialmente por la cartera en moneda extranjera

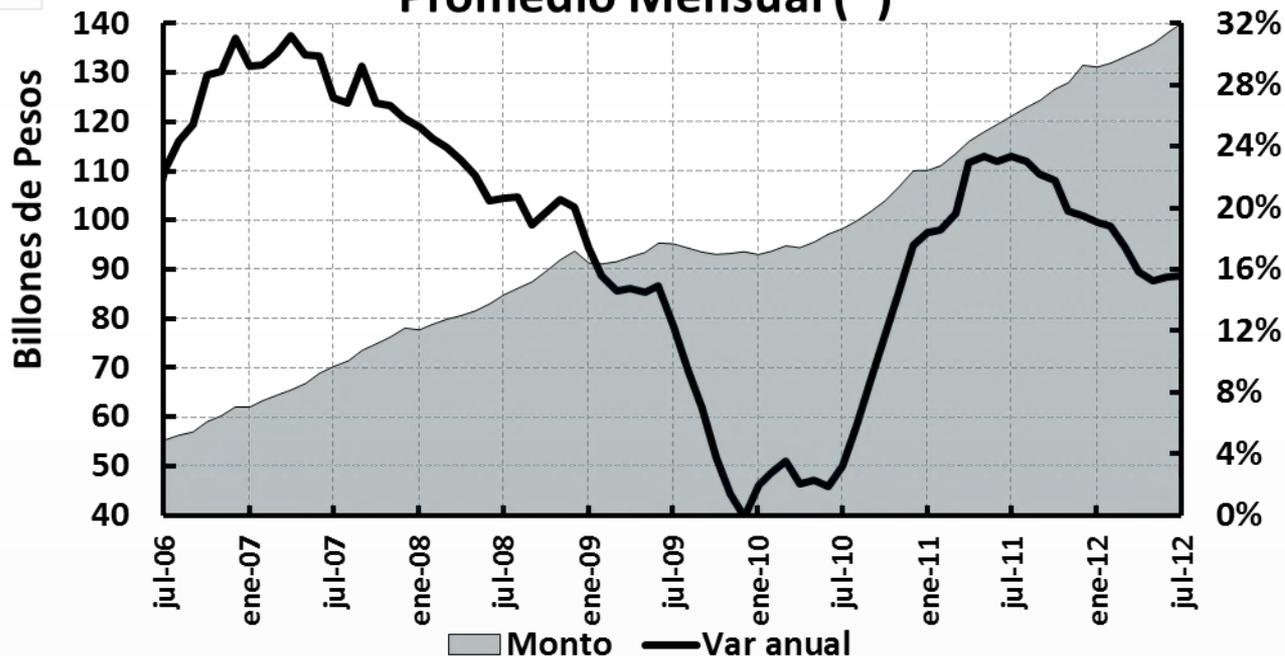
Julio 12
 M/N : 17,1%
 M/E: 2,5%
 Total: 15,6%

Junio 12
 M/N : 17,2%
 M/E: 2,3%
 Total: 15,5%

Marzo 12
 M/N : 17,7%
 M/E: 15,8%
 Total: 17,5%

Diciembre 11
 M/N : 17,0%
 M/E: 43,8%
 Total: 19,5%

Cartera Comercial (M/N y M/E) Promedio Mensual (*)

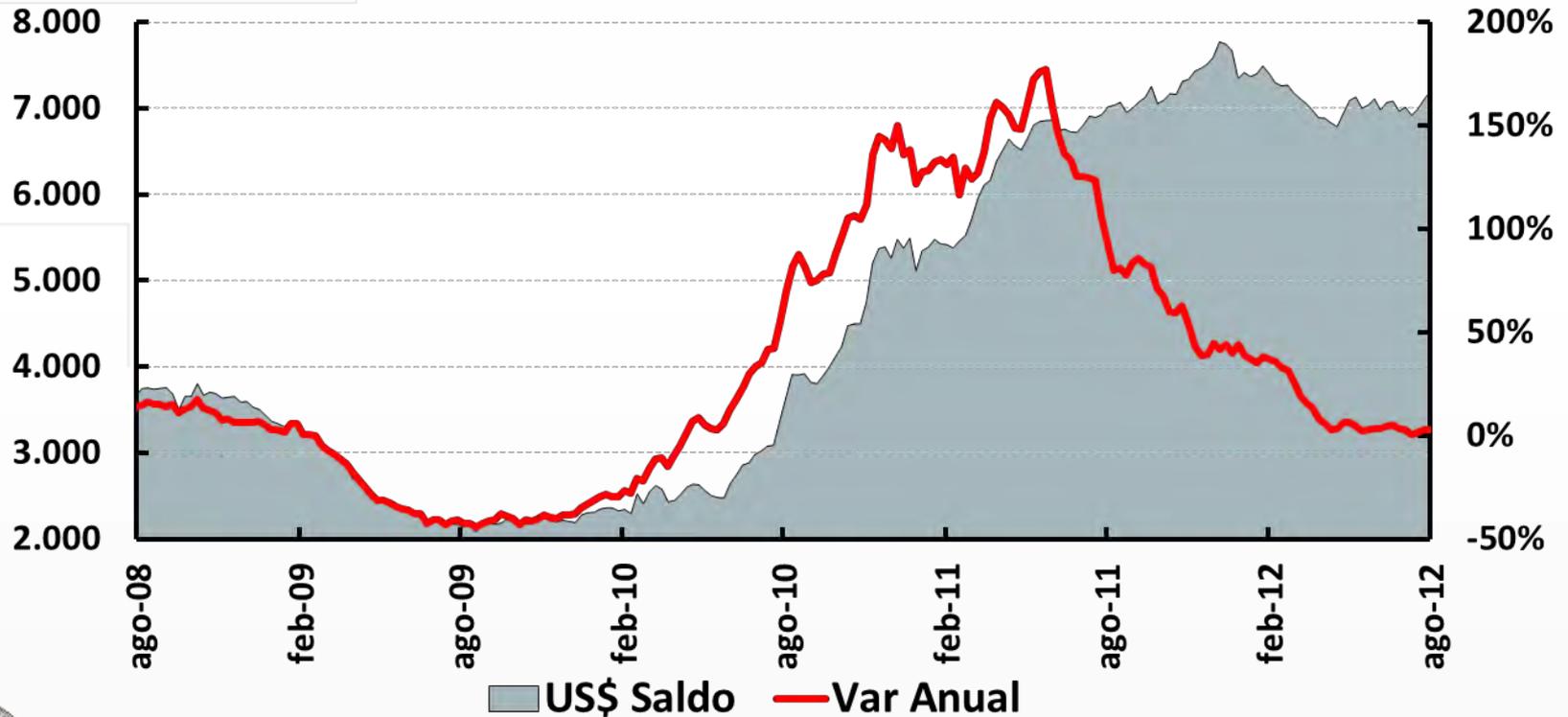


•(*) M/E con Tipo de Cambio Fijo base
 Dic 2011: \$1943/US\$

El saldo de cartera en moneda extranjera se ha estacionado alrededor al rededor de US \$7,000 millones

Cartera Moneda Extranjera US\$

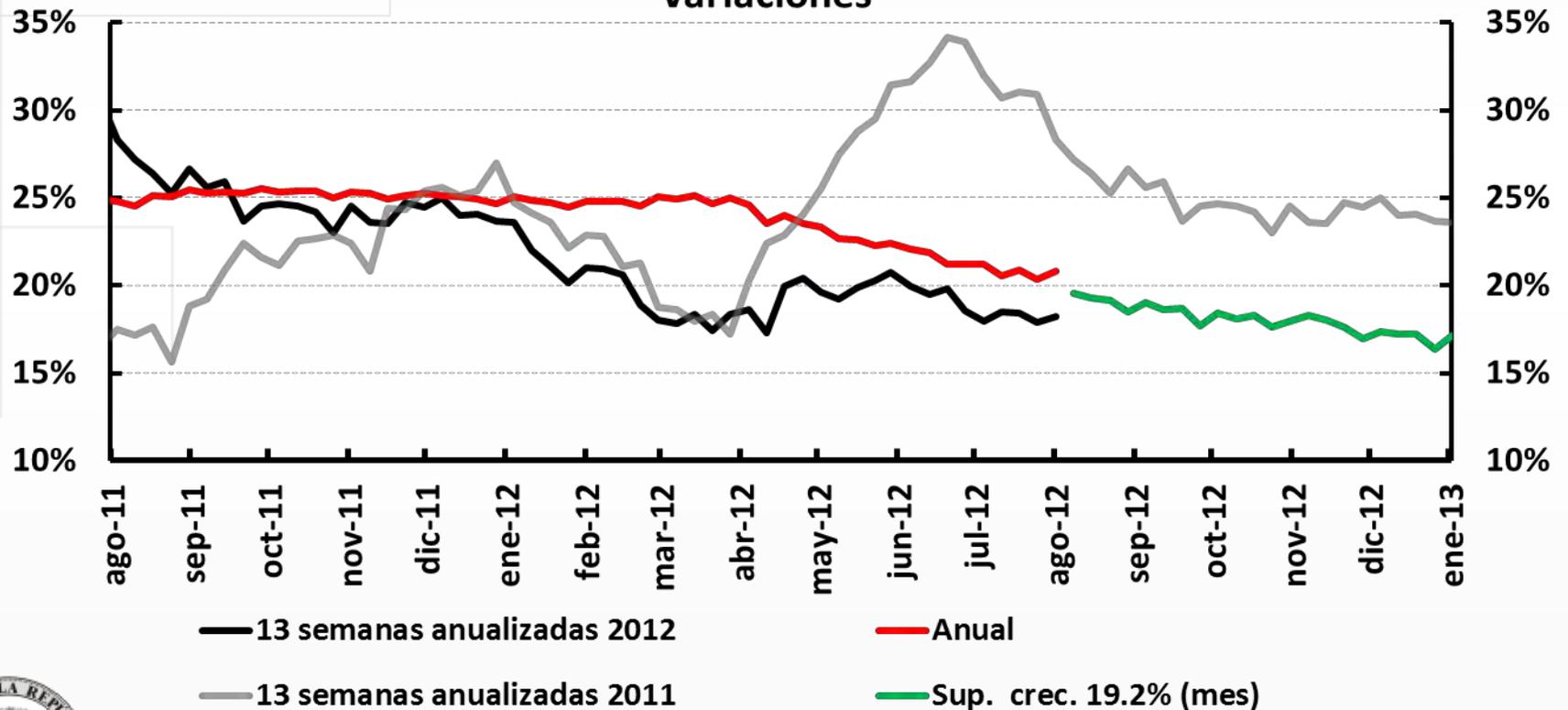
Datos Semanales



Crecimiento de la cartera de consumo: disminuyó de 25% en marzo 30 a 20% en la actualidad

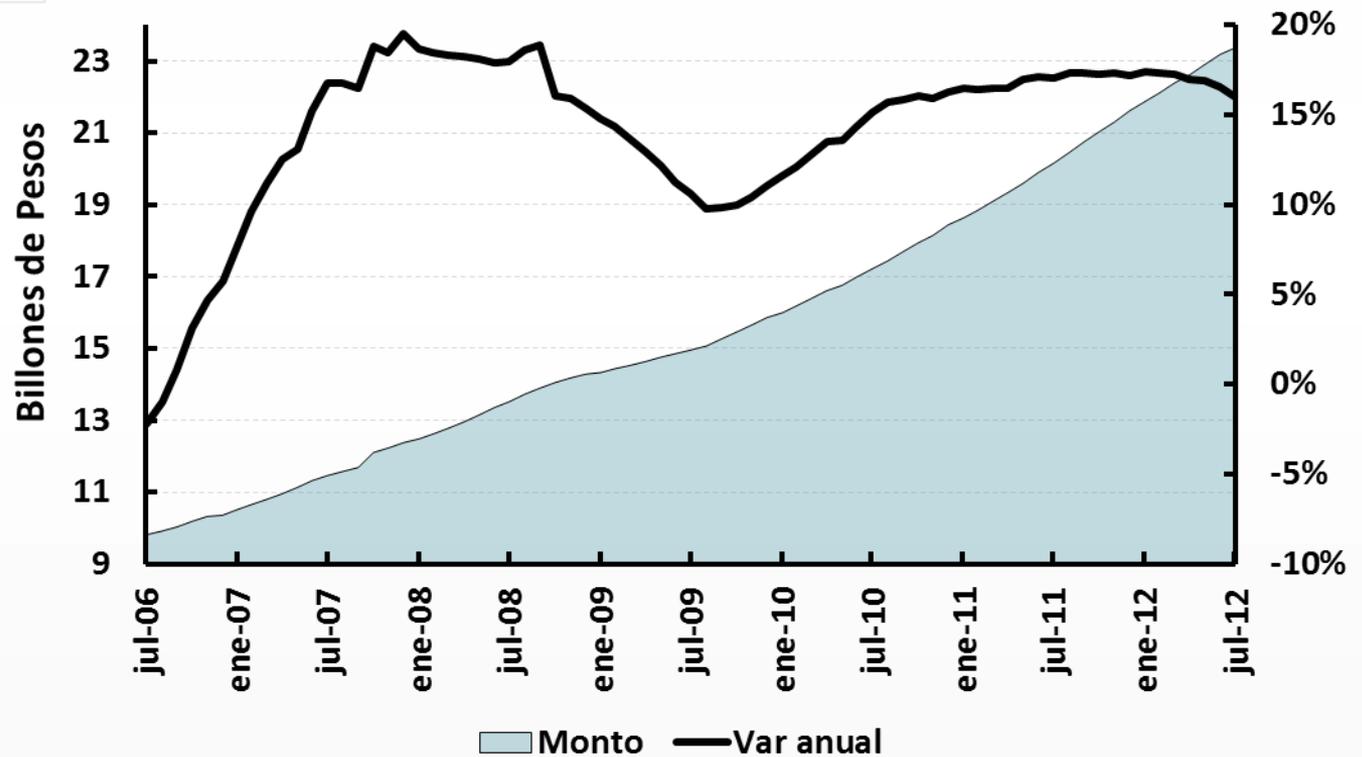
Cartera Consumo

Variaciones



Crecimiento cartera hipotecaria continuó moderándose levemente

Cartera Hipotecaria Promedio Mensual



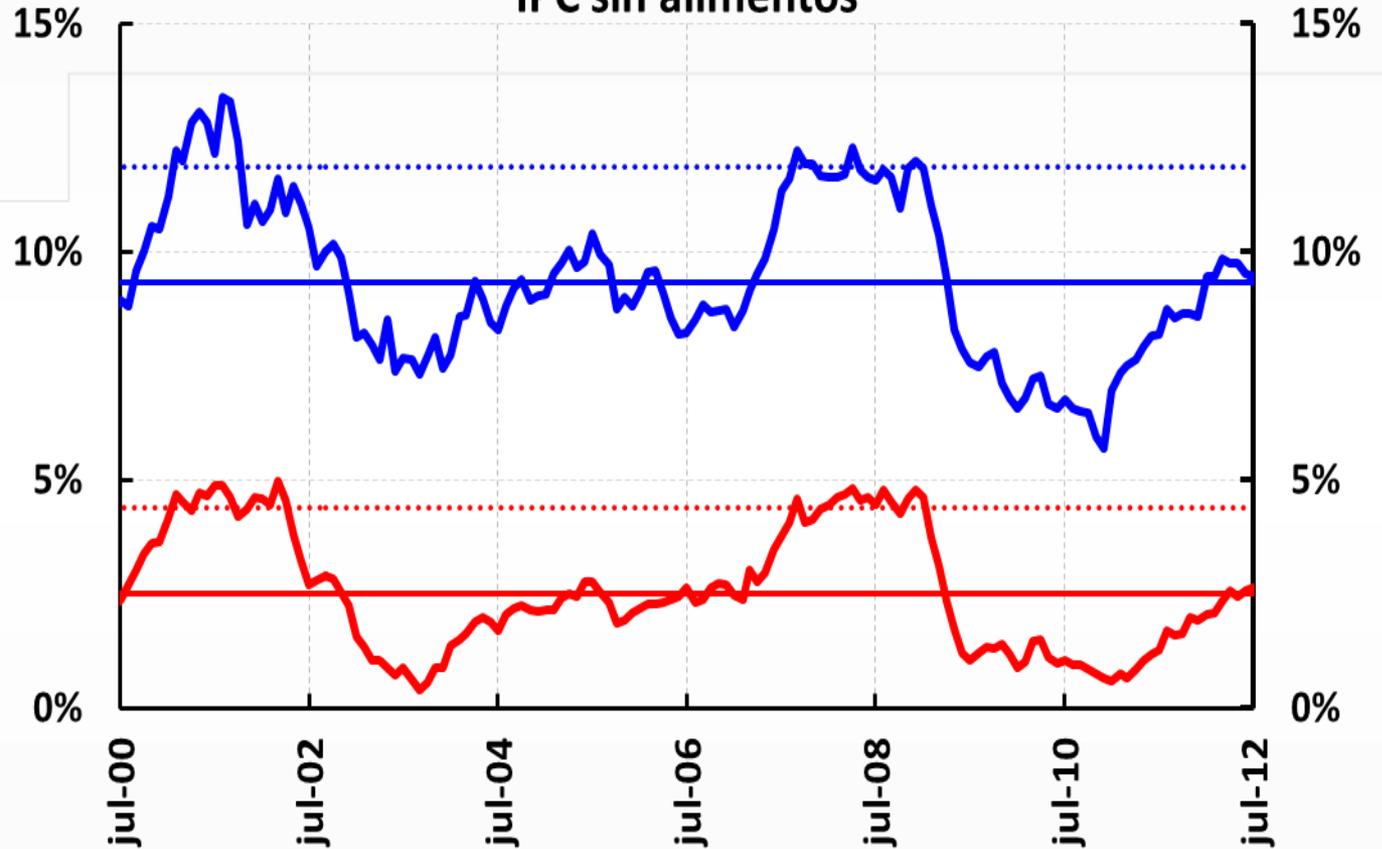
Variación Anual

Jul 12:	16,0%
Jun 12:	16,5%
May 12:	16,9%
Abr 12:	16,9%
Mar 12:	17,2%
Dic 11:	17,2%



Tasas reales activa y DTF

IPC sin alimentos



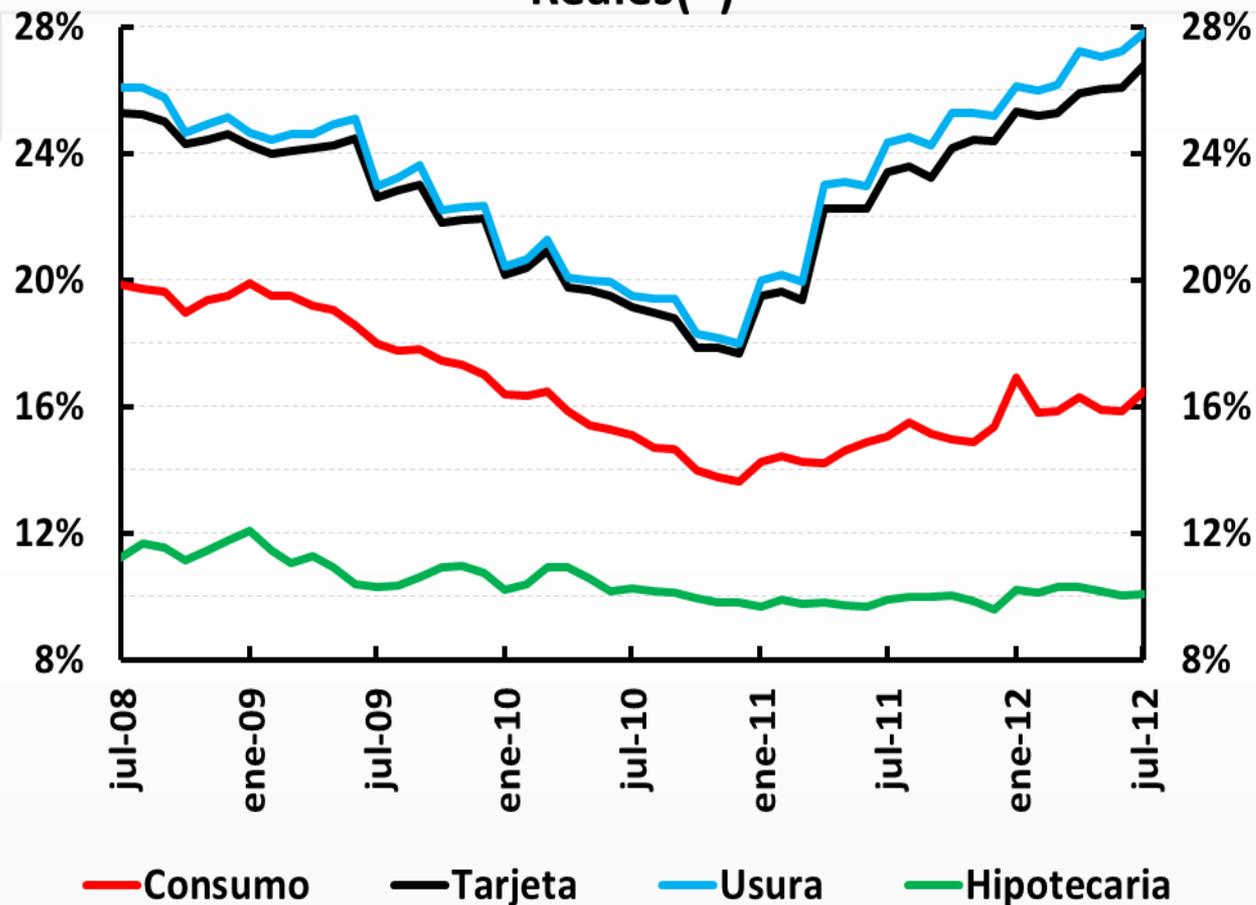
Margen
 Julio 2012: 684pb
 Prom desde/86: 745 pb
 Prom desde/00: 680 pb

— Activa Hist Act Hist DTF — DTF — Act 2001 — DTF 2001



Tasas de Interés Hogares

Reales(*)



Consumo Jul 12: 16,5%
 Prom. desde 1998: 19,3%
 Prom. desde 2000: 18,4%

Hipotecaria Jul 12: 10,1%
 Prom. desde 2002: 11,6%

Tarjeta Jul 12: 26,8%
 Prom. desde 1998: 22,3%
 Prom. desde 2000: 21,7%

Usura Jul 12: 27,8%
 Prom. desde 2001: 23,0%

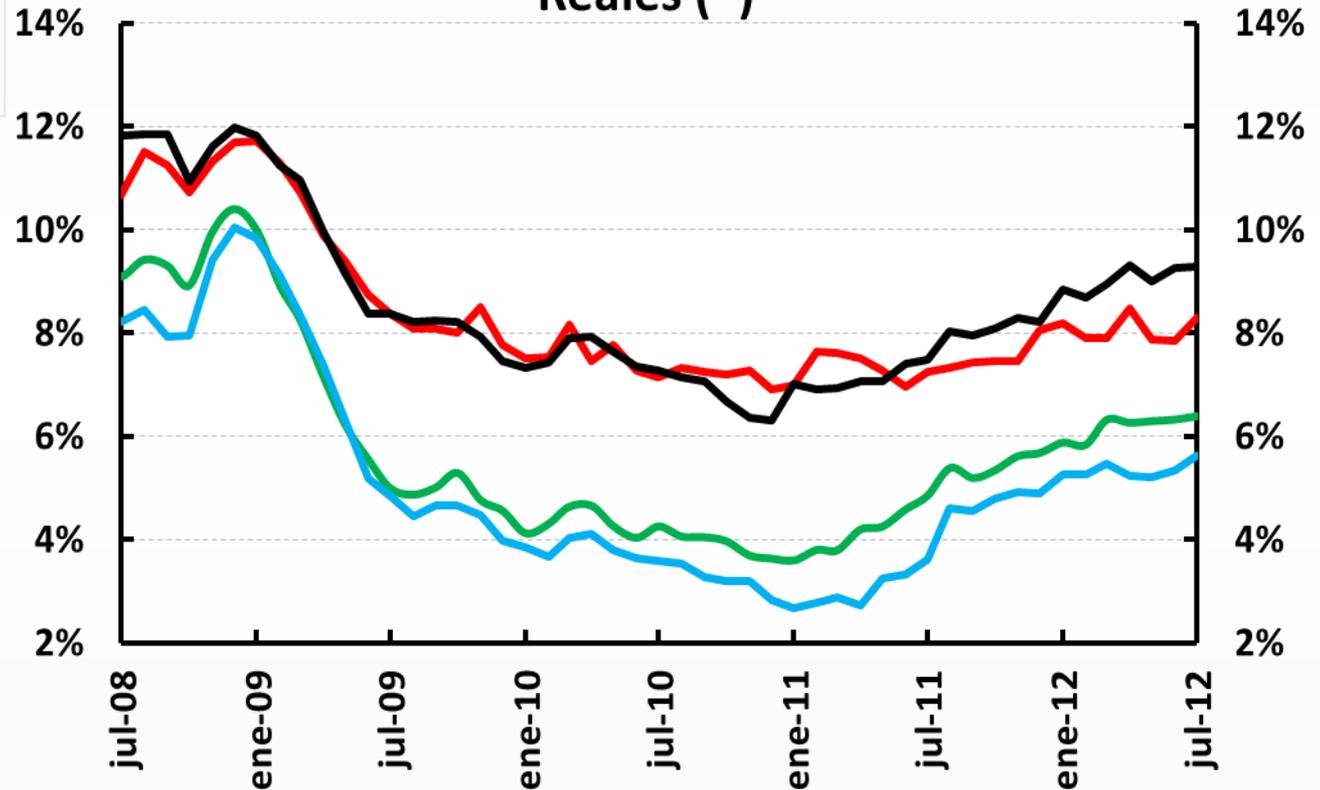


•(*) IPC Sin Alimentos

•Fuente: superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República

Tasas de Interés Comerciales

Reales (*)



Preferencial Jul 12:	6,4%
Prom. desde 1998:	7,4%
Prom. desde 2000:	6,0%

Tesorería Jul 12:	5,6%
Prom. desde 1998:	6,4%
Prom. desde 2000:	5,0%

Construcción Jul 12 :	8,3%
Prom. desde 2002:	9,8%

Ordinaria Jul 12:	9,3%
Prom. desde 1998:	11,6%
Prom. desde 2000:	10,5%

— Preferencial — Tesorería — Construcción — Ordinaria



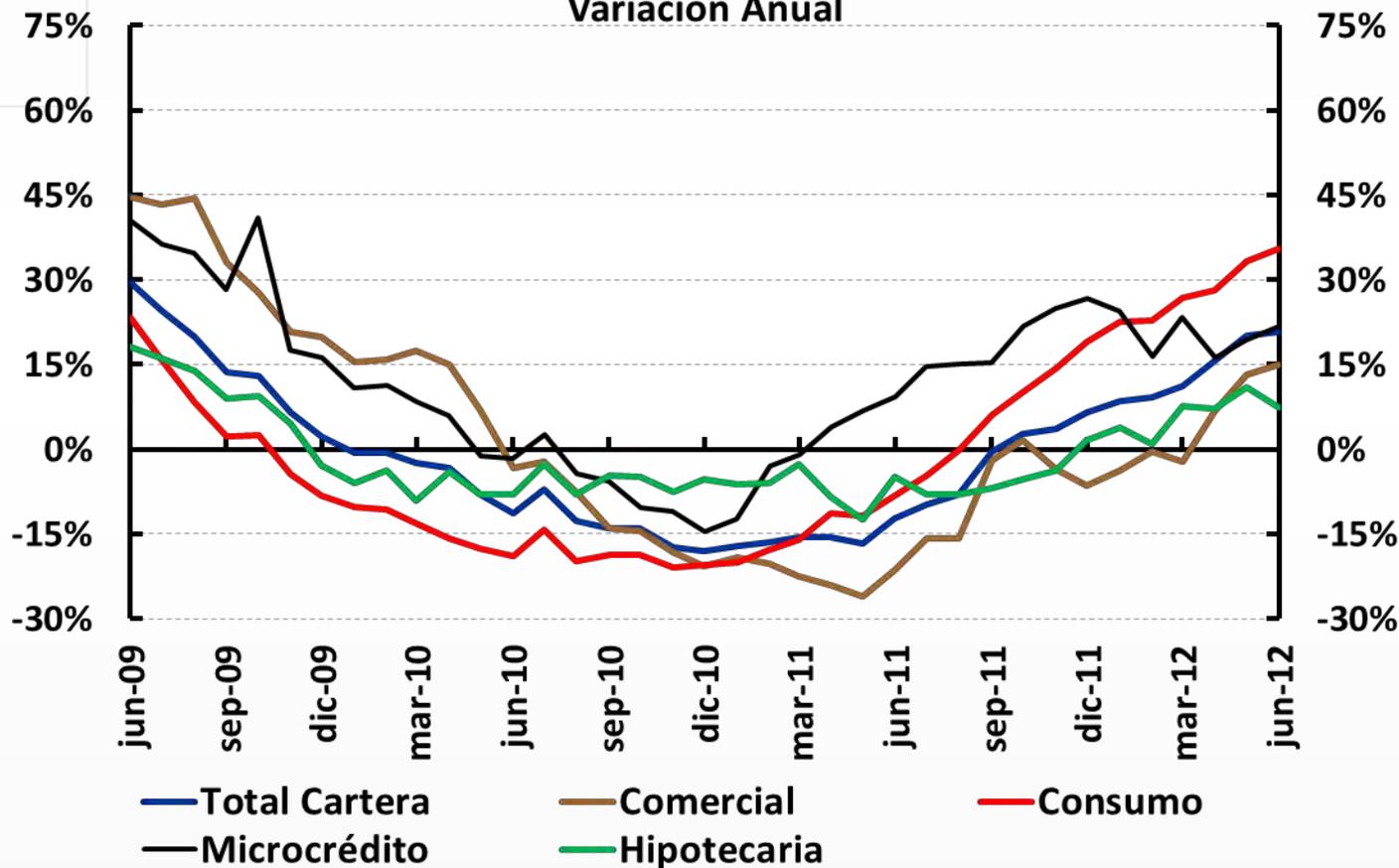
•(*) IPC Sin Alimentos

•Fuente: superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República

El deterioro de la calidad de la cartera: concentrado en la de consumo

Crecimiento Cartera Vencida

Variación Anual



Junio 12	Consumo:	35,5%
	Comercial:	15,0%
	Hipotecaria:	7,3%
	Microcrédito:	21,7%
	Total:	20,9%
Mayo 12	Consumo:	33,2%
	Comercial:	13,3%
	Hipotecaria:	10,9%
	Microcrédito:	19,4%
	Total:	20,0%
Abril 12	Consumo:	28,2%
	Comercial:	6,6%
	Hipotecaria:	7,3%
	Microcrédito:	16,2%
	Total:	15,6%
Diciembre 11	Consumo:	18,9%
	Comercial:	-6,4%
	Hipotecaria:	1,6%
	Microcrédito:	26,7%
	Total:	6,5%



C. LA INFLACIÓN



La inflación anual a agosto: bajando desde noviembre. Rayando el punto medio del rango meta de largo plazo

Inflación total al consumidor

Ago 12 = 3,11%

Jul 12 = 3,03%

Jun 12 = 3,20%

May 12 = 3,44%

Abr 12 = 3,43%

Mar 12 = 3,40%

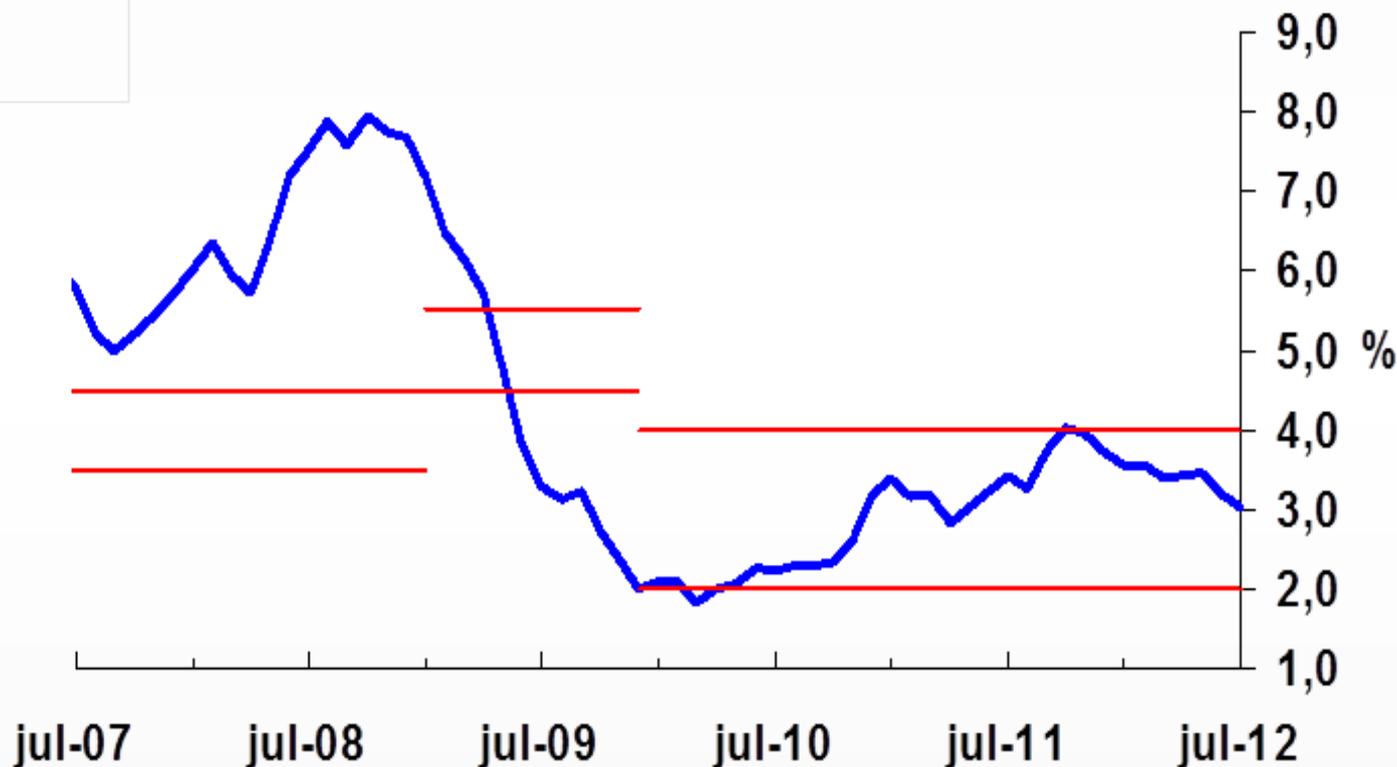
Feb 12 = 3,55%

Ene 12 = 3,54%

Dic 11 = 3,73%

Nov 11 = 3,96%

Oct 11 = 4,02%

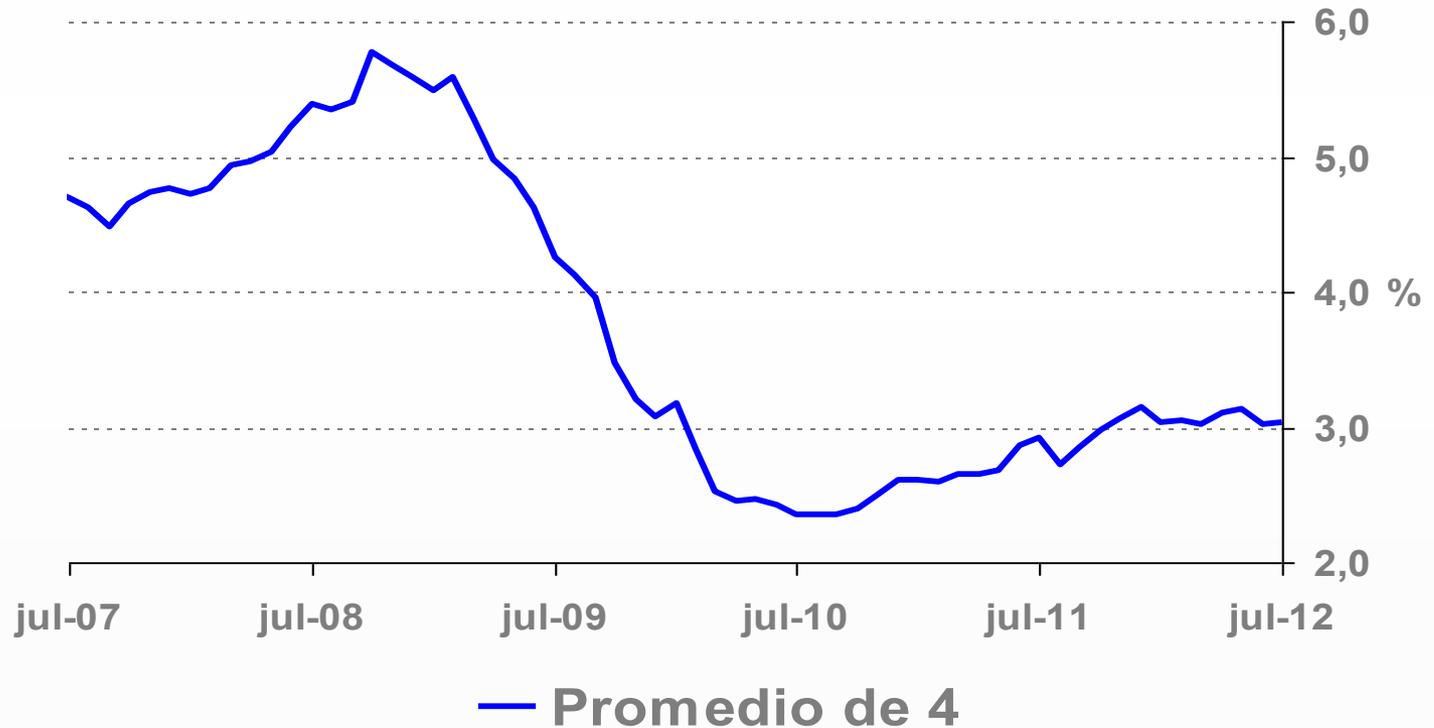


— Total — Rango Meta



Promedio de indicadores de inflación básica también llegó al punto medio del rango meta de largo plazo. El IPC sin alimentos a 2,75%, y sin alimentos ni regulados a 2,64%

Indicadores de Inflación Básica



La inflación de alimentos viene cediendo por normalización del clima y ‘domina’ a la inflación total. Sendas casi idénticas. Riesgo hacia adelante, el fenómeno del El Niño, e impacto sequías de EU y Rusia

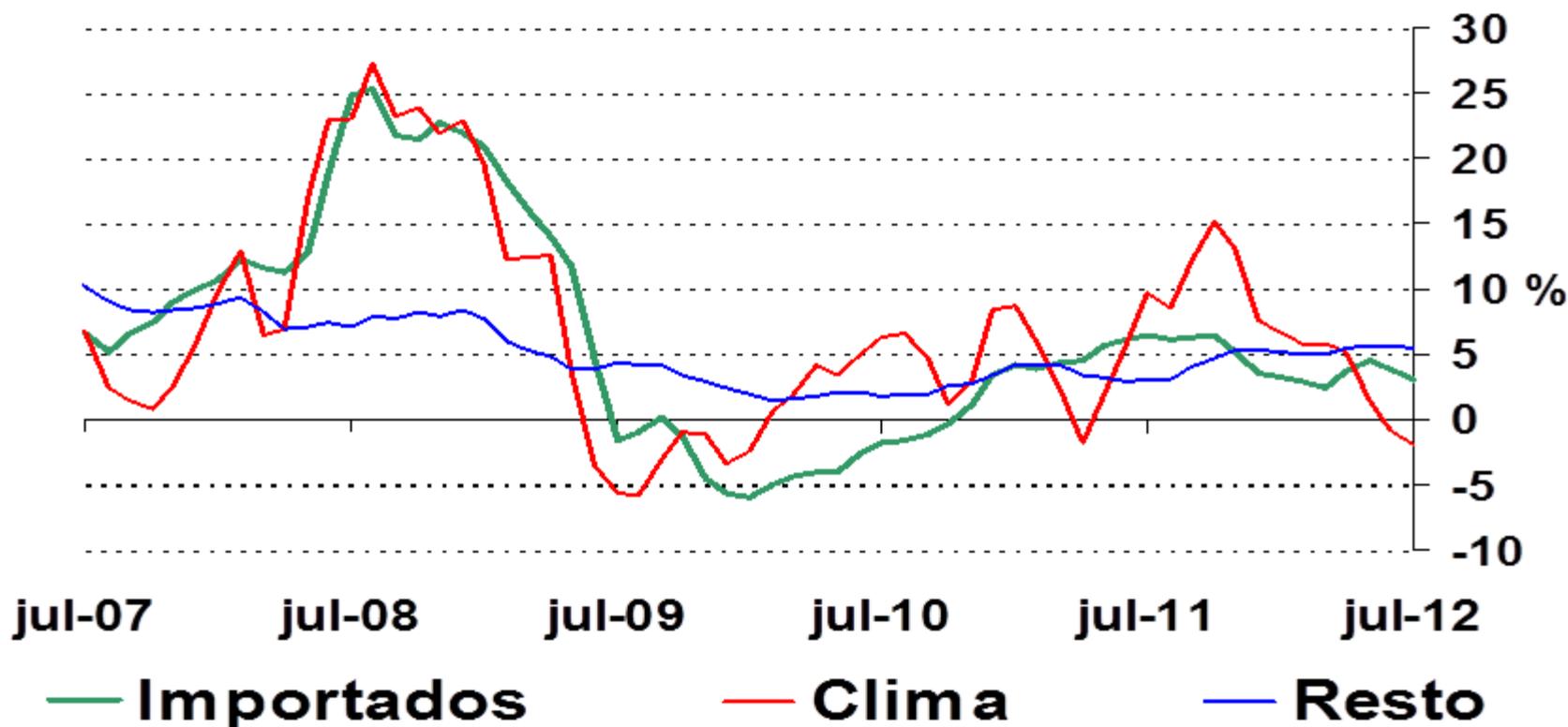
Inflación anual Alimentos

Jul = 3,79%
Jun = 4,22%
May = 4,72%
Abr = 5,01%

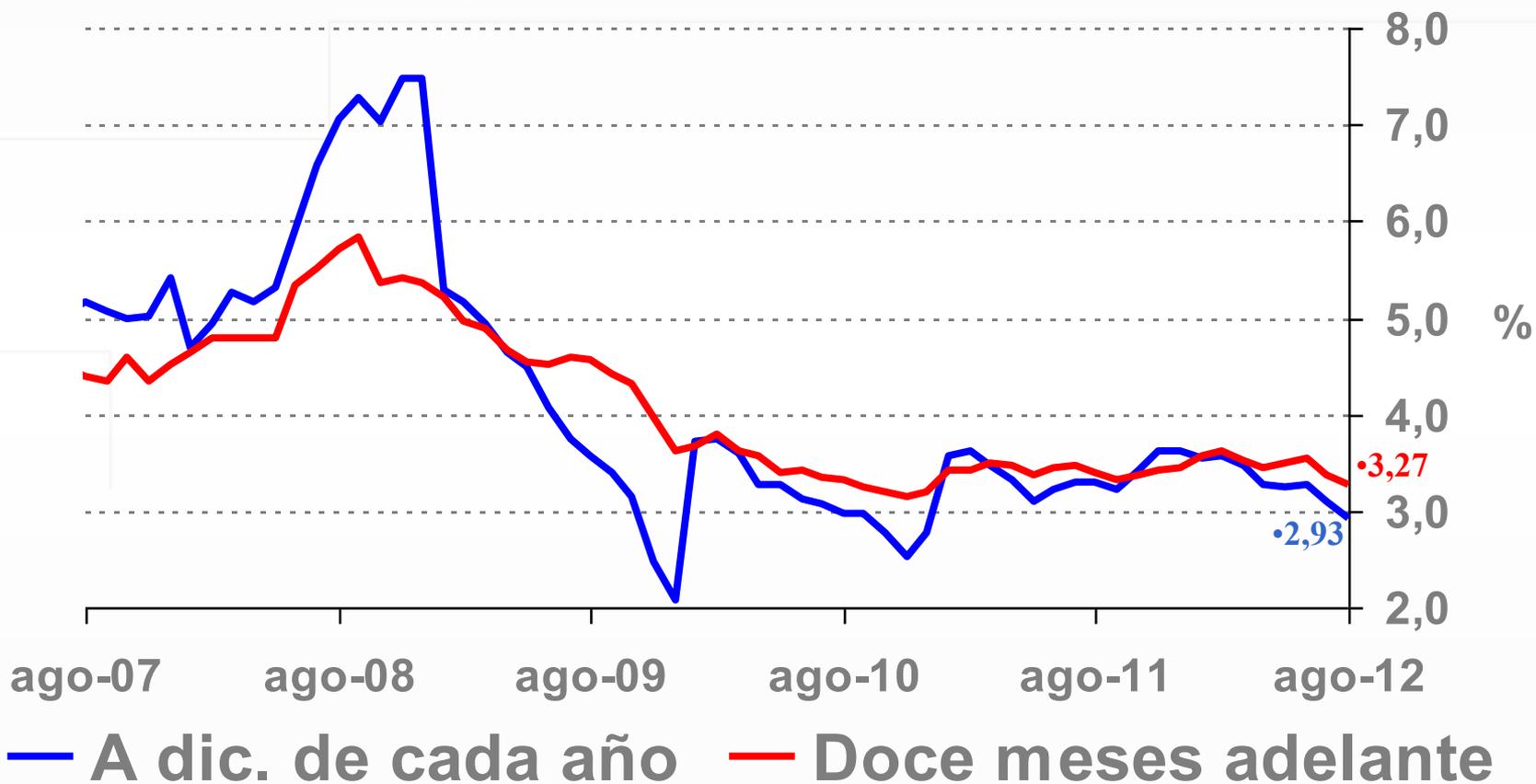


Clima, el mayor determinante de la inflación de alimentos, y por ende de buena parte de la total. Los más afectados por clima, nueve meses de caídas sucesivas

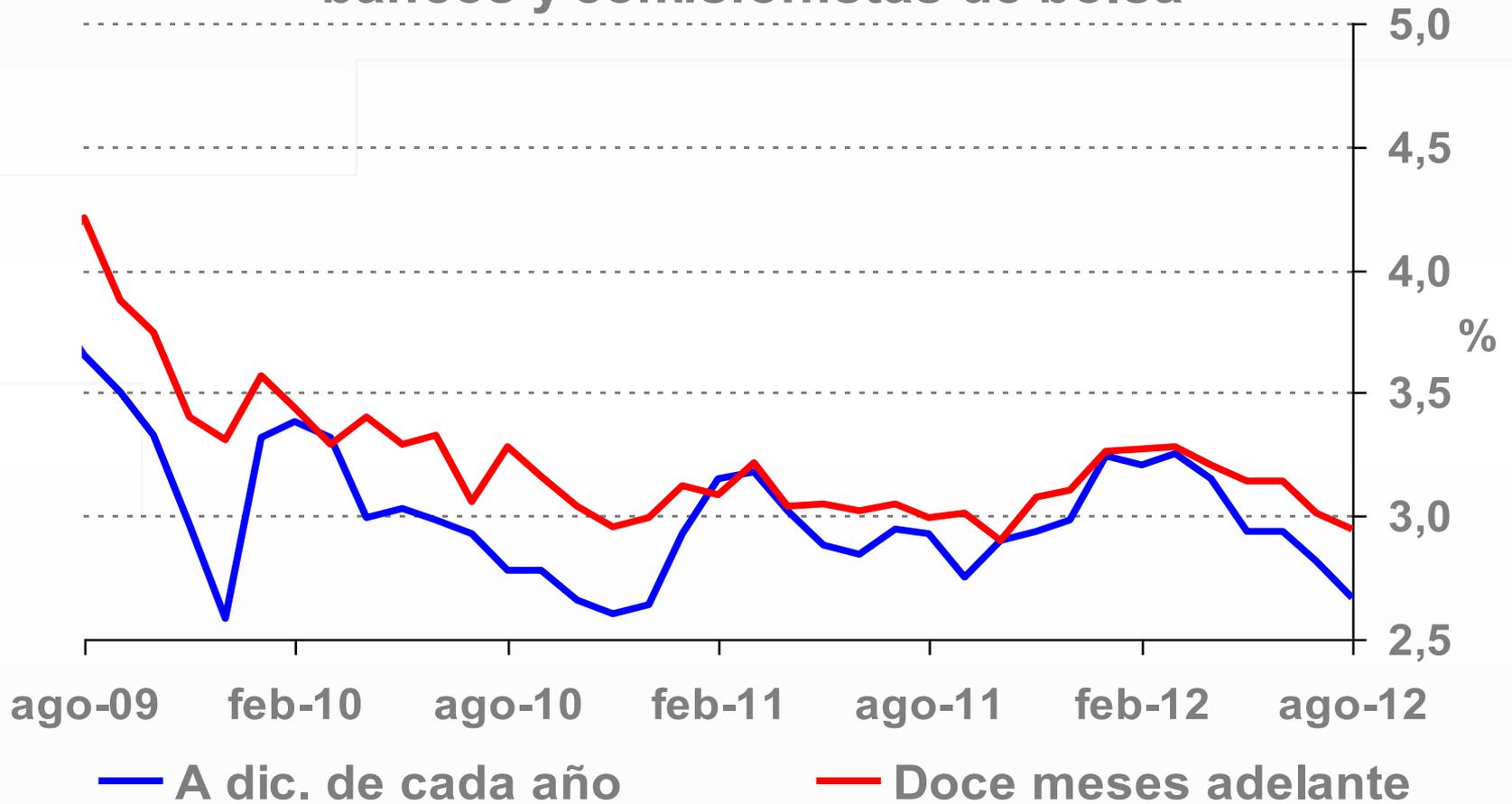
Inflación anual de alimentos



Pronóstico de inflación anual bancos y comisionistas de bolsa

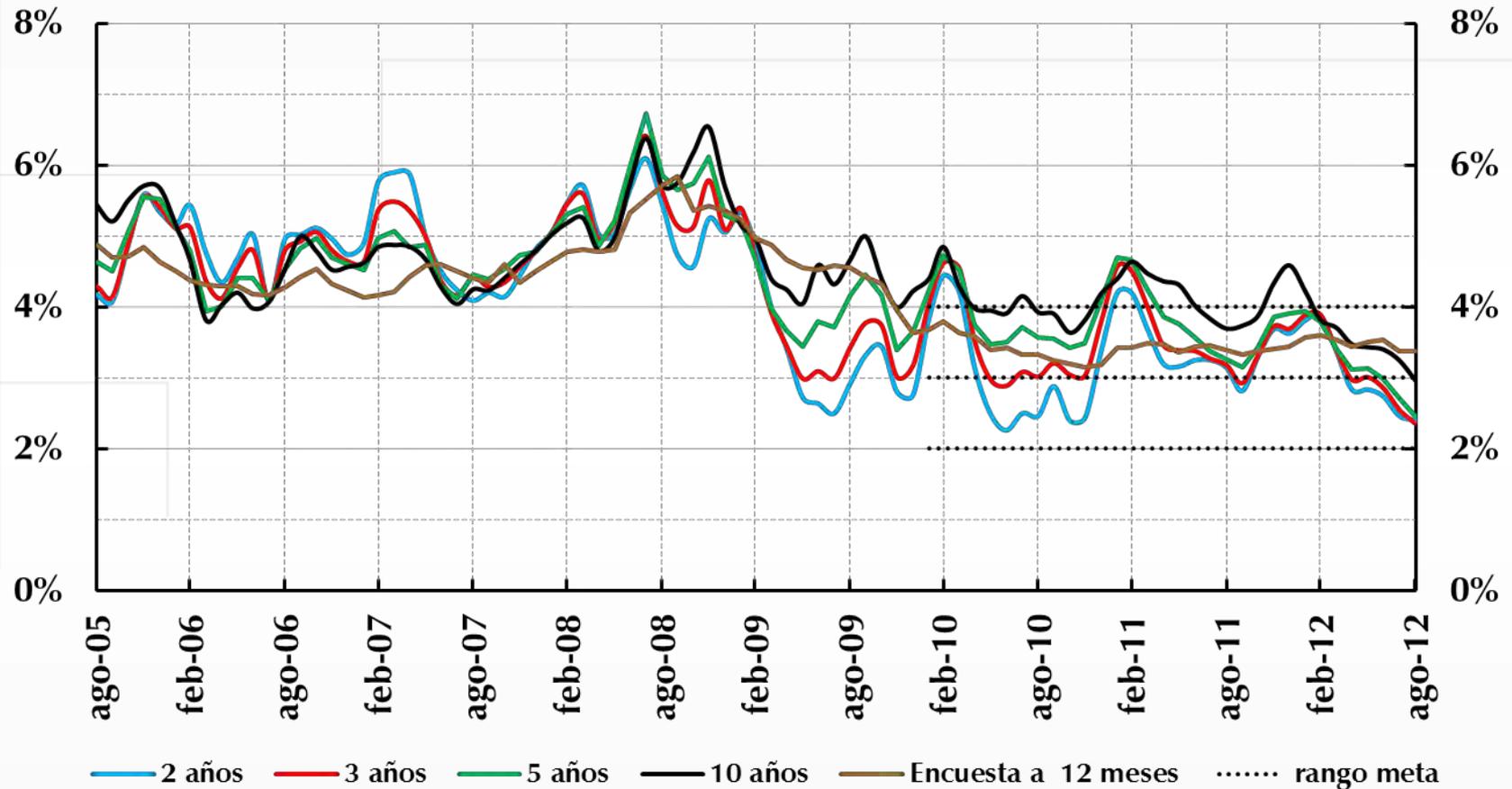


Pronóstico de inflación anual sin alimentos bancos y comisionistas de bolsa



Break-Even Inflation a 2, 3, 5 y 10 años

Promedio mensual (*)

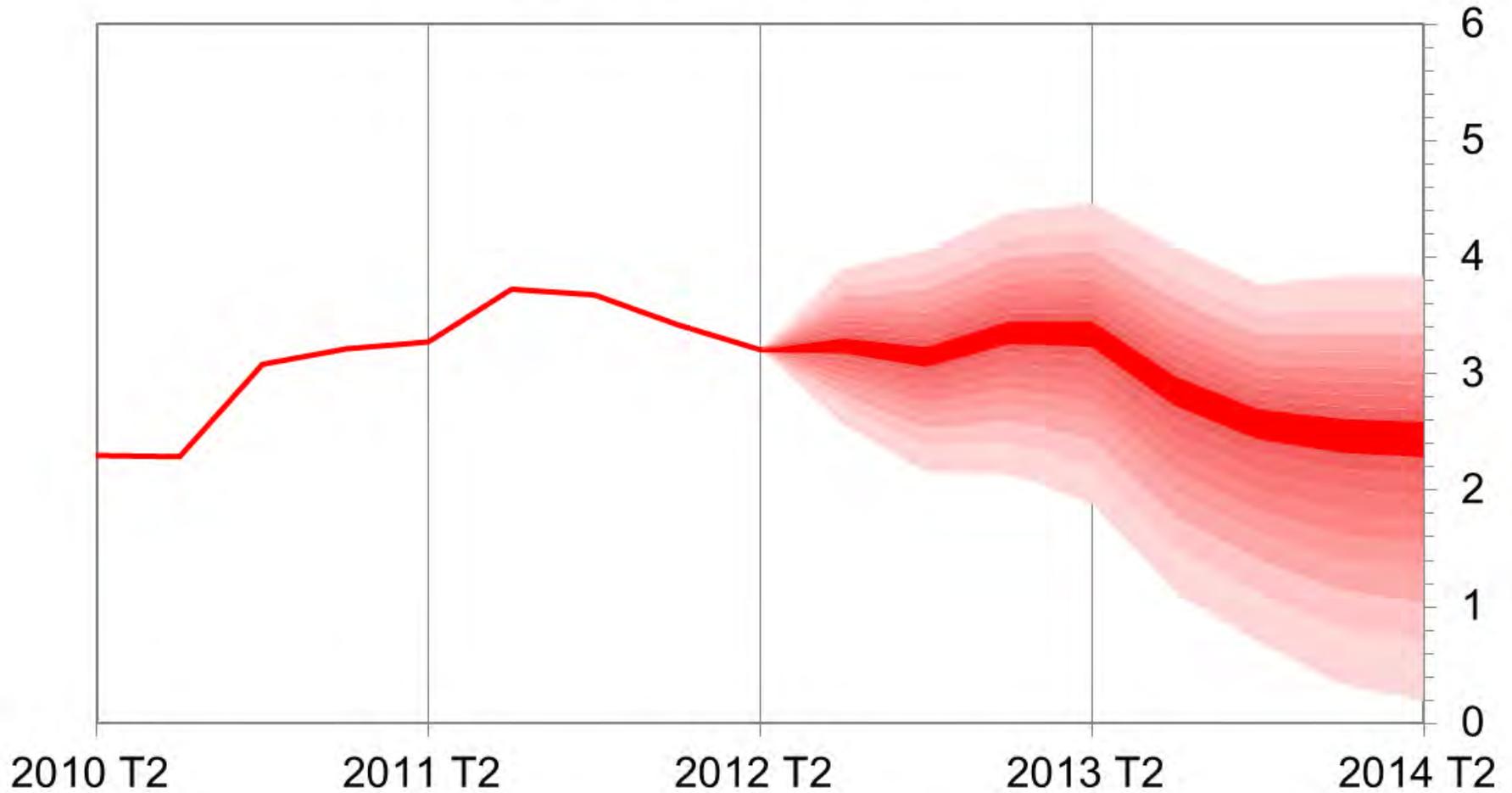


•(*) Metodología Nelson y Siegel. Datos a Agosto 10 de 2012

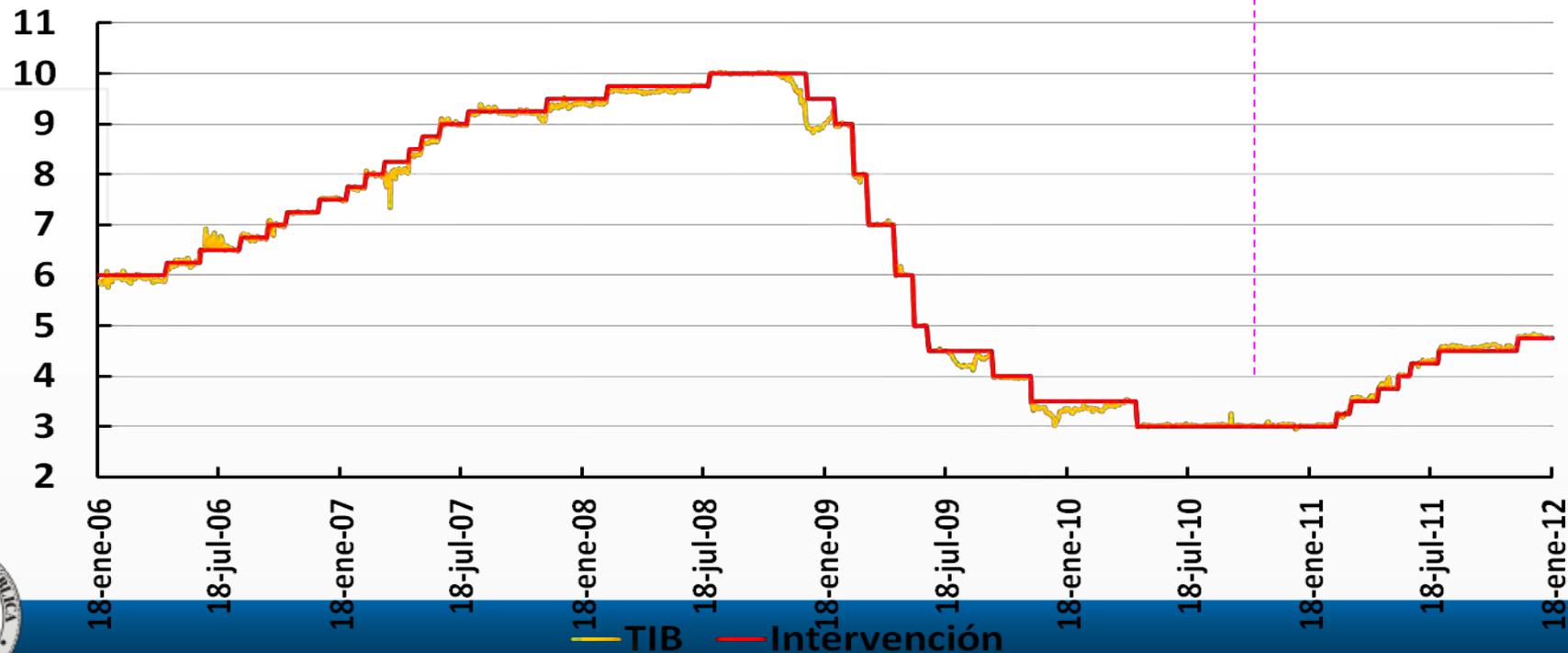


Balance de riesgos: Inflación total

"Fan Chart" Inflación total



Desde febrero de 2011 hasta febrero de 2012 la Junta Directiva del BR elevó la tasa de intervención de 3% a 5,25% en nueve movimientos de 25 puntos básicos cada uno. En la reunión de julio emprendió un ciclo reducción. En la de agosto siguió hasta 4,75%. ¿Hasta cuándo y cuánto?



D. LA REGLA FISCAL



“Una ‘bonanza’ no debe confundirse con una bendición”

El sector minero-energético, llega al 7% del PIB (igual que la agricultura). Ya genera 40% de los ingresos de la balanza de pagos y el 70% de total de las exportaciones. Pero sólo con 250.000 empleos directos.

Cerca del 85 % de la inversión extranjera directa.

Es la principal fuente del mercado de divisas en el país

Aporta cerca de 1/4 del recaudo de impuestos del Gobierno (sin incluir los muy importantes ingresos por concepto de los dividendos pagados por Ecopetrol, ni las regalías).

¿Riesgos de ‘enfermedad holandesa’?

En la medida en que las entradas de capital destinadas a dichas actividades predominan sobre el resto, y, como resultado, en que de la misma forma y proporción evolucionen sus exportaciones, se provocan fuertes presiones sobre la revaluación del peso. Y el consiguiente debilitamiento de la competitividad de los sectores transables como agro e industria.



Adicionalmente, el ‘efecto voracidad’

Los ME más dependientes del sector minero-energético, enfrentan el riesgo de que, a medida que aumente su participación dentro del PIB, el crecimiento de su gasto público se desborde y se torne típicamente pro-cíclico. A costa de su función estabilizadora de la economía.

Gasto público que, en las fases expansivas típicas de las ‘bonanzas’ – lo que se llama el ‘efecto voracidad’ -, suele convertirse en una fuente primordial de presión sobre la demanda agregada, los precios y la tasa de cambio real.

Resultado: el debilitamiento de las actividades económicas transables no petroleras, como la industria y la agricultura, las principales fuentes de empleo.



Lo primero: Regla Fiscal y aumento del ahorro público. Financiar con crédito externo el exceso de inversión sobre ahorro, revalúa

1. Desacoplamiento del gasto público (y del presupuesto) con respecto de la volatilidad de sus ingresos proveniente de los ciclos de las actividades minero-energéticas
2. Reducción de la proporción de la deuda pública dentro del PIB hasta niveles no superiores a los de los países que ostentan la calificación de ‘grado de inversión’
3. Fondo de estabilización para ahorrar en el exterior los excedentes de las cuentas externas del sector minero-energético durante épocas de ‘vacas gordas’, adoptando cláusulas de salida que le permitan al Gobierno enfrentar de modo contra-cíclico las fases recesivas



E. POLÍTICA CAMBIARIA Y CONTROLES DE CAPITAL



La revaluación - no sólo vs el dólar sino en especial vs las monedas de nuestros principales competidores en el mundo – lesiona la producción nacional de bienes y servicios transables (la que compite con importaciones y la que se exporta)

Los BC de los mercados emergentes deben reconocer abiertamente que la estabilidad de su tasa de cambio real hace parte de su función objetivo. (Blanchard, 2010)

Esto no implica que el esquema Inflación-Objetivo se tenga que abandonar. Para ello cuentan con otros instrumentos como las intervenciones en el mercado cambiario y diversos mecanismos de esterilización monetaria.



Aunque sin ser el campeón solitario de la revaluación, como hasta hace poco, el peso colombiano sigue perteneciendo al grupo de las monedas más revaluadas

Devaluación

Tipos de

Cambio

06-sep-12

LATAM	Devaluaciones							
	dia	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	-0,30%	-1,39%	0,97%	-6,91%	2,02%	0,78%	-0,01%	-10,31%
Brasil	-0,18%	-0,63%	0,34%	9,02%	13,63%	22,84%	18,09%	13,20%
México	-0,48%	-2,21%	-1,34%	-6,34%	3,24%	4,72%	1,98%	-2,37%
Argentina	0,05%	0,47%	1,27%	8,23%	7,18%	10,67%	17,84%	21,45%
Peru	-0,05%	-0,05%	-0,27%	-3,20%	-2,19%	-4,25%	-6,36%	-9,13%
Uruguay	-0,93%	-1,04%	3,63%	7,27%	9,28%	13,08%	3,88%	-0,88%
Chile	-1,02%	-1,08%	-0,36%	-8,37%	-1,48%	2,80%	-3,76%	-11,76%

Devaluación

Tipos de

Cambio

06-sep-12

LATAM		Devaluaciones						
	día	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	-0,30%	-1,39%	0,97%	-6,91%	2,02%	0,78%	-0,01%	-10,31%
Brasil	-0,18%	-0,63%	0,34%	9,02%	13,63%	22,84%	18,09%	13,20%
México	-0,48%	-2,21%	-1,34%	-6,34%	3,24%	4,72%	1,98%	-2,37%
Argentina	0,05%	0,47%	1,27%	8,23%	7,18%	10,67%	17,84%	21,45%
Peru	-0,05%	-0,05%	-0,27%	-3,20%	-2,19%	-4,25%	-6,36%	-9,13%
Uruguay	-0,93%	-1,04%	3,63%	7,27%	9,28%	13,08%	3,88%	-0,88%
Chile	-1,02%	-1,08%	-0,36%	-8,37%	-1,48%	2,80%	-3,76%	-11,76%
		Devaluaciones						
	día	semana	mes	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Korea	-0,18%	-0,02%	0,45%	-1,61%	0,80%	5,49%	-3,32%	-8,08%
Indonesia	-0,08%	0,09%	1,26%	5,76%	5,19%	12,07%	6,89%	-4,66%
Tailandia	-0,25%	-0,67%	-1,04%	-1,20%	1,42%	4,08%	0,94%	-8,43%
China	-0,10%	-0,10%	-0,37%	0,76%	0,52%	-0,74%	-6,49%	-7,12%
Japón	0,70%	0,40%	0,43%	2,64%	-2,65%	1,65%	-5,77%	-15,19%
Malasia	-0,14%	-0,29%	0,47%	-1,61%	2,90%	4,51%	0,21%	-11,31%
India	-0,47%	0,22%	0,42%	4,87%	10,66%	20,69%	19,73%	14,35%
Turquía	-0,41%	-0,95%	1,29%	-4,27%	1,64%	2,86%	19,69%	21,59%
Colombia	-0,30%	-1,39%	0,97%	-6,91%	2,02%	0,78%	-0,01%	-10,31%
Euro	-0,24%	-1,00%	-2,11%	2,60%	4,09%	10,81%	0,50%	13,46%
Libra	-0,22%	-0,95%	-1,77%	-2,47%	-1,22%	0,03%	-3,19%	2,58%
		Devaluaciones						
	día	semana	mes	año corrido	6 meses	Año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Islandia	0,02%	0,51%	3,27%	0,43%	-1,41%	6,73%	3,59%	-0,32%
Nueva Zelanda	-0,95%	-0,52%	1,70%	-3,13%	2,74%	3,69%	-9,20%	-11,60%
Australia	-0,97%	-0,04%	2,54%	-0,81%	3,41%	3,59%	-9,98%	-15,72%
Rusia	-0,87%	-1,78%	1,41%	4,74%	8,89%	8,49%	3,68%	5,79%
Polonia	-1,45%	-2,61%	-0,53%	10,36%	5,85%	9,70%	5,20%	16,14%
República Checa	-1,06%	-2,07%	-4,03%	4,17%	4,35%	12,40%	-0,01%	13,96%
Canadá	-0,82%	-1,01%	-1,46%	-3,81%	-0,79%	-0,09%	-5,27%	-8,12%
Sur África	-1,52%	-2,19%	1,56%	2,48%	10,81%	12,15%	17,72%	11,44%
Israel	-0,13%	-0,32%	0,78%	5,48%	6,72%	9,60%	8,85%	7,49%
Colombia	-0,30%	-1,39%	0,97%	-6,91%	2,02%	0,78%	-0,01%	-10,31%



Las modalidades típicas del manejo cambiario

Tasa de cambio objetivo: intervenciones persistentes y sucesivas a fin de establecerle de modo deliberado un sendero a la tasa, sin anuncios previos ni compromisos sobre niveles

Suavizamiento: intervenciones sólo para atenuar movimientos cíclicos de corto plazo

Flotación pura o no intervención: la tasa se define exclusivamente por el libre mercado



Sin embargo, la efectividad del manejo cambiario podría llegar a anularse por:

Operaciones de crédito e inversión de corto plazo con recursos foráneos, atraídas por el diferencial entre las tasas de interés internas y las externas, bajos índices de riesgo país y expectativas de más revaluación



La salida (Hoggarth y Sterne, 1997)

La volatilidad del tipo de cambio puede, en algunas circunstancias, ser más dañina que la interrupción de los mecanismos del mercado por medio de los controles de capital.



“This Time is Different” (Reinhart y Rogoff, 2009)

Existe una impresionante correlación entre el grado de libertad de los mercados de capital y la ocurrencia de las crisis.

Resulta evidente que las ‘bonanzas’ de los flujos de capital han sido particularmente los grandes factores causantes de las crisis financieras, al menos a partir del período de la gran liberación de los mercados financieros que se inició en los años 70.



“Stabilizing an Unstable Economy” (Minsky, 1989)

Un sistema financiero sofisticado, complejo y dinámico como el nuestro genera, de manera endógena, serias fuerzas desestabilizadoras que terminan en también serias depresiones económicas como consecuencia natural del capitalismo no intervencionista.

«No se debe permitir que los mercados financieros funcionen libremente»: Minsky



Colombia: entradas de capital y burbujas, novedad en el frente

En Colombia se ha observado que antes de episodios de *boom* crediticios se suelen presentar masivas entradas de capital, ampliaciones *atípicas* de déficit en cuenta corriente y revaluación del peso.

En tanto que los precios de los activos se comportan de manera pro-cíclica con respecto al *boom*.

No obstante, la dinámica de las entradas de capital por endeudamiento de corto plazo se halla detenida, sin duda por la creciente incertidumbre sobre la recuperación de la economía mundial.



Un riesgo – por lo pronto reducido – pero bajo nuestro monitoreo permanente

Aumentos fuertes en los flujos de entrada de capital, en combinación con altos términos de intercambio, podrían multiplicarse por parte del sistema financiero a través del crecimiento del crédito, generando incrementos *atípicos* en los precios de activos.

Lo que podría desencadenar en formación de burbujas, en la ampliación *atípica* del déficit en la cuenta corriente, y en vulnerabilidad excesiva del sistema financiero.

Pero tampoco hay que descartar el fenómeno inverso, o sea *sudden stops*, si la crisis global llegare a empeorarse.



Controles de capital de corto plazo: otra herramienta de regulación, sólo en casos estrictamente necesarios (Jonathan D. Ostry y otros del FMI, 2010)

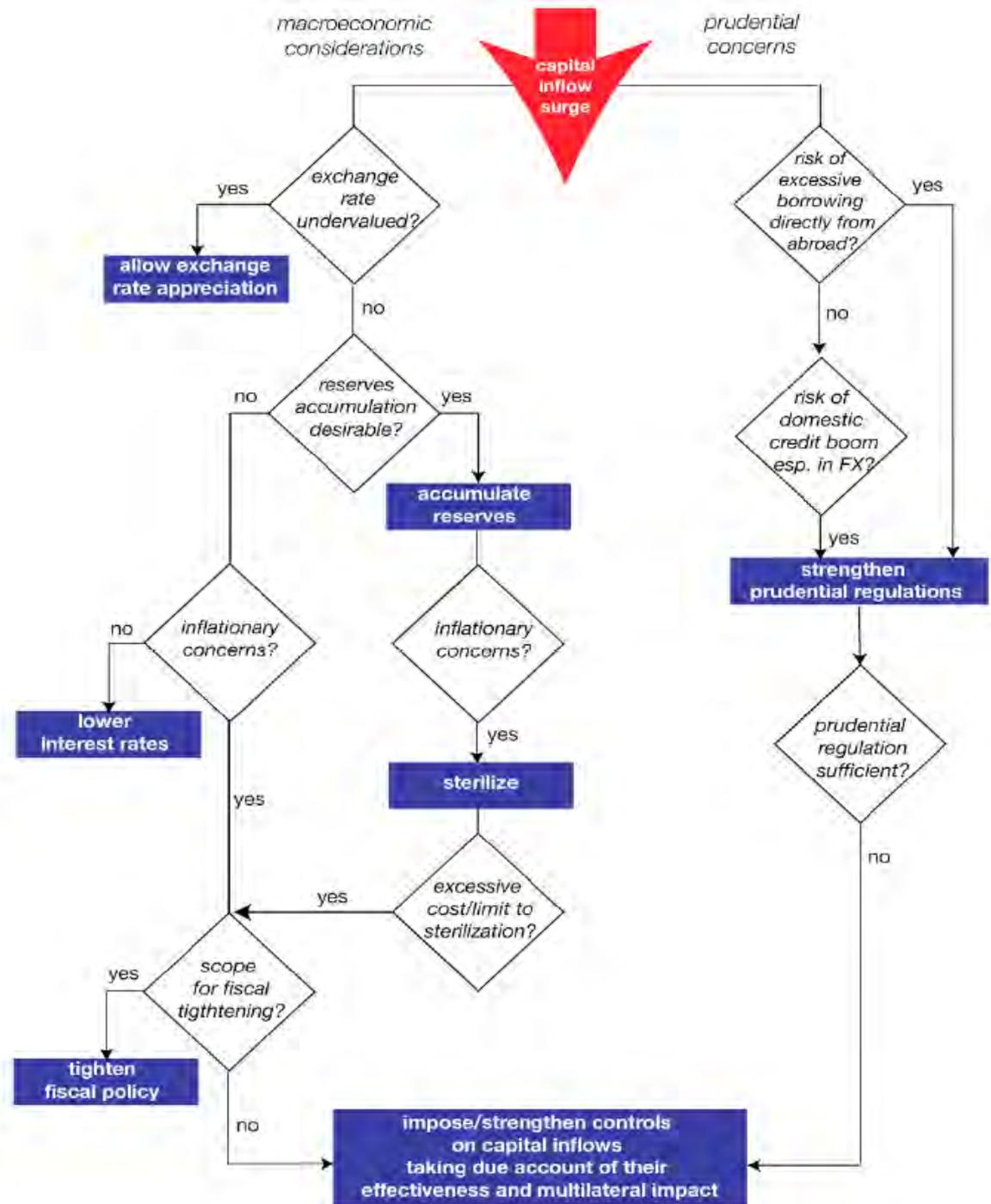
Dos razones adicionales para controles de capital: ponerle límites a la apreciación de la tasa de cambio, y a la vulnerabilidad de la economía ante modalidades de financiamiento externo que se consideren de más alto riesgo (por ejemplo operaciones *'carry trade'*)

Tales controles han sido un complemento muy útil de las demás herramientas macroeconómicas (fiscales, monetarias y regulatorias), *bajo circunstancias especiales y transitorias*



‘La regla de Ostry’

Si la economía se halla operando cerca de su potencial; el nivel de reservas es el adecuado; la tasa de cambio no está subvaluada; y es probable que los flujos de capital sean transitorios, el uso de controles se justificaría



Gracias

