



LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

SEMINARIO ANIF

Barranquilla, Noviembre 1, 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**



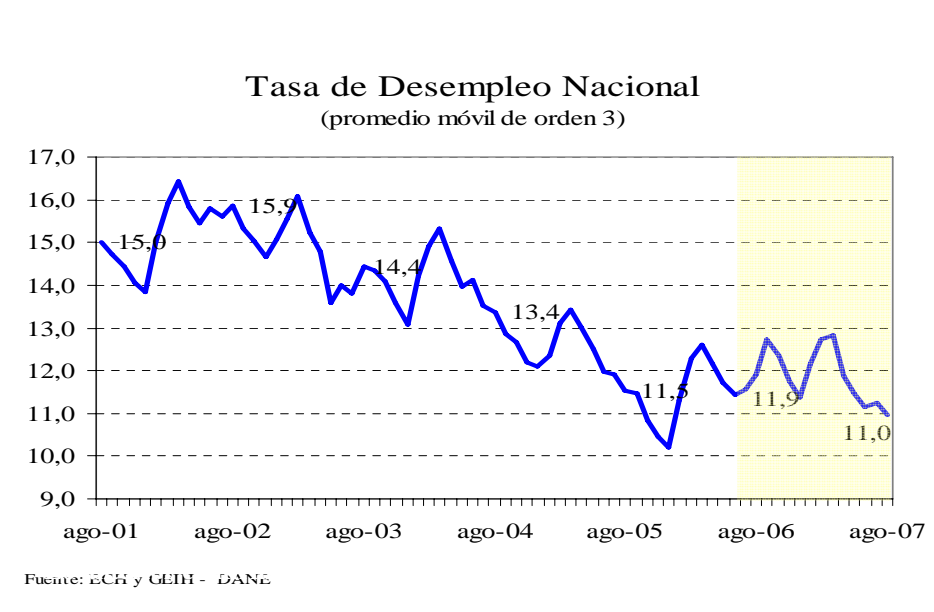
EL CRECIMIENTO



Crecimiento del PIB en 2006 del 6,8%, el más alto en tres décadas, jalonado por FBKF (18% anual y 26% sobre PIB) y el consumo de los hogares (6,6% anual). Inversión privada creciendo al 22,5% anual promedio en cuatro años. Agro frenado por revaluación

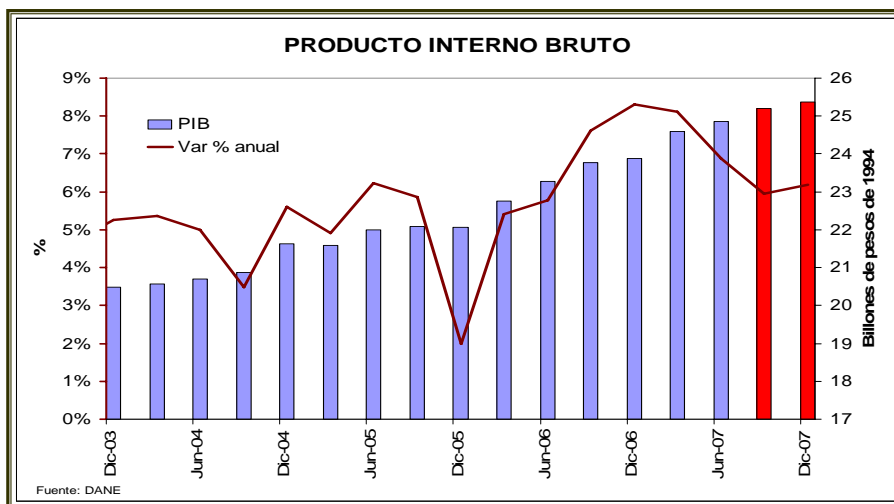


La tasa de desempleo retomó tendencia decreciente





Un pronóstico para 2007 es 6,8%. O sea un crecimiento promedio de 6,1% en el segundo semestre, frente a 7,5% en el primer semestre



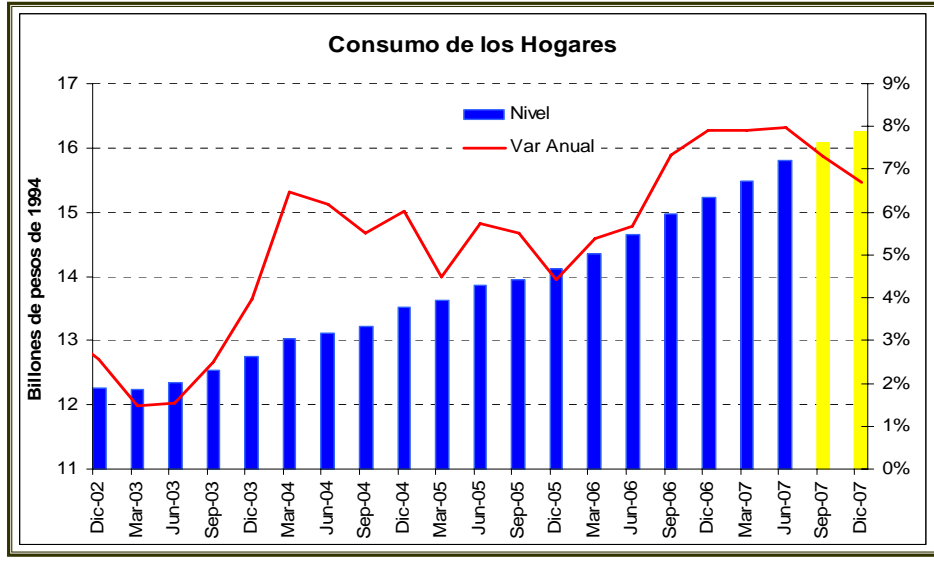
Para 2007 el crecimiento, dependiendo principalmente de la inversión, se estima en 6,8%. Por tipo de gasto:

| | 2007 | | | | | | Contribución Variación |
|---|--------|---------|-------|----------|---------|-------|------------------------|
| | 2007-I | 2007-II | 1 Sem | 2007-III | 2007-IV | ANO | |
| Consumo final | 5.9% | 6.5% | 6.2% | 6.1% | 5.8% | 6.1% | 0.48% |
| Hogares | 7.9% | 8.0% | 7.9% | 7.3% | 6.7% | 7.5% | 0.55% |
| Gobierno | -0.4% | 1.6% | 0.6% | 2.2% | 2.6% | 1.5% | -0.07% |
| Formación bruta de capital | 30.13% | 20.2% | 25.2% | 19.4% | 22.0% | 22.7% | -0.12% |
| Formación Bruta de Capital Fijo | 27.8% | 13.9% | 20.8% | 16.5% | 20.6% | 19.5% | -0.51% |
| FBKF sin Obras Civiles | 24.6% | 12.8% | 18.7% | 16.9% | 22.0% | 19.0% | -0.53% |
| Obras civiles | 39.9% | 18.2% | 29.0% | 15.0% | 15.0% | 21.6% | 0.02% |
| Variación de Existencias | 51.1% | 74.8% | 63.0% | 40.9% | 32.0% | 48.1% | 0.40% |
| Demanda interna | 11.1% | 9.6% | 10.4% | 9.3% | 9.7% | 9.9% | |
| Demanda interna sin Variación de Exist. | 10.2% | 8.0% | 9.1% | 8.4% | 9.0% | 8.9% | |
| Exportaciones totales | 8.6% | 4.3% | 6.5% | 3.8% | 3.8% | 5.1% | -0.99% |
| Importaciones totales | 21.0% | 16.3% | 18.6% | 17.8% | 17.8% | 18.2% | -0.75% |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | 8.1% | 6.9% | 7.5% | 6.0% | 6.2% | 6.8% | |

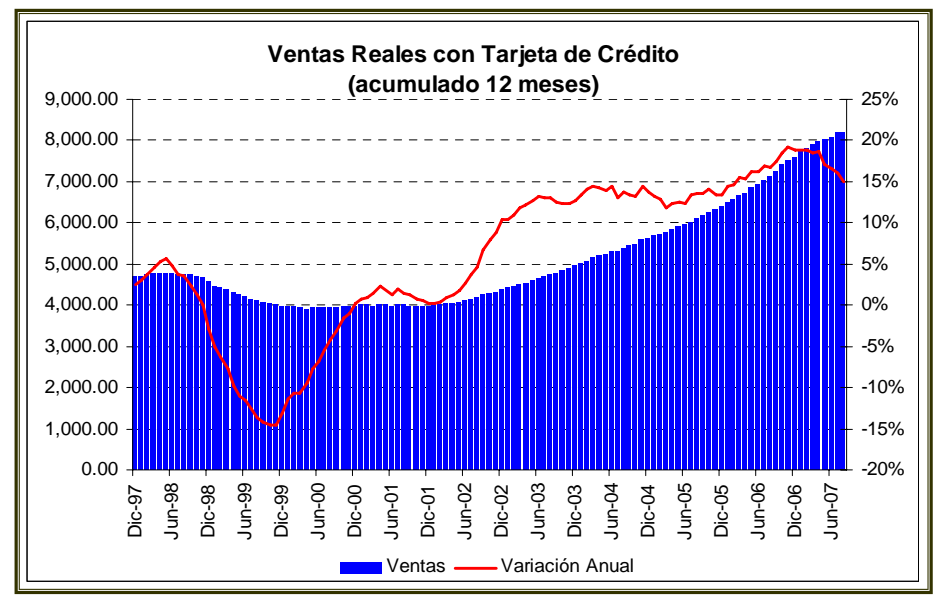
Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República



El consumo de los hogares, aunque aún alto, se desacelera en segundo semestre: crecería 7% frente a 7.9% del primero

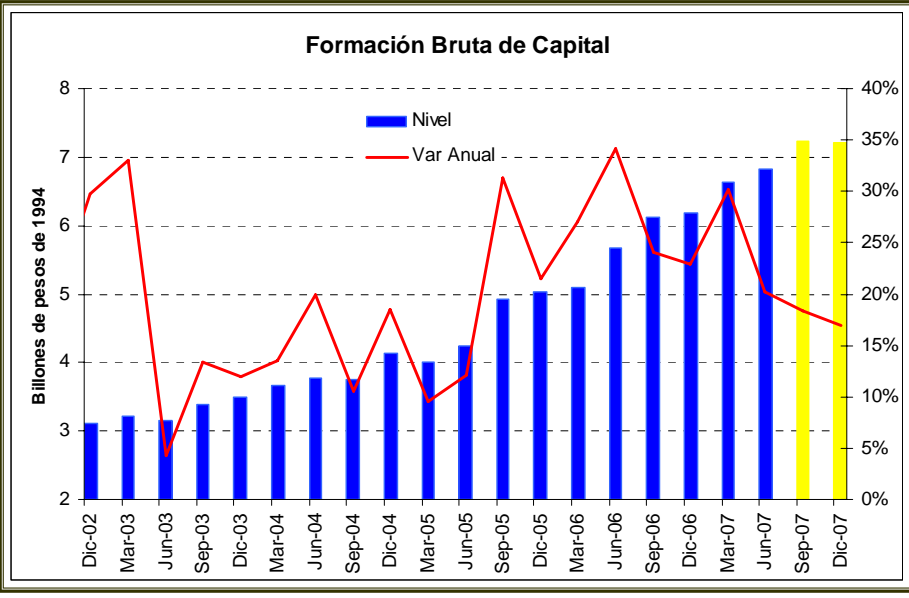


Lo mismo que el crecimiento real de la ventas financiadas con tarjetas de crédito





Inversión también se desaceleraría un poco, en parte debido a caída en la construcción



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

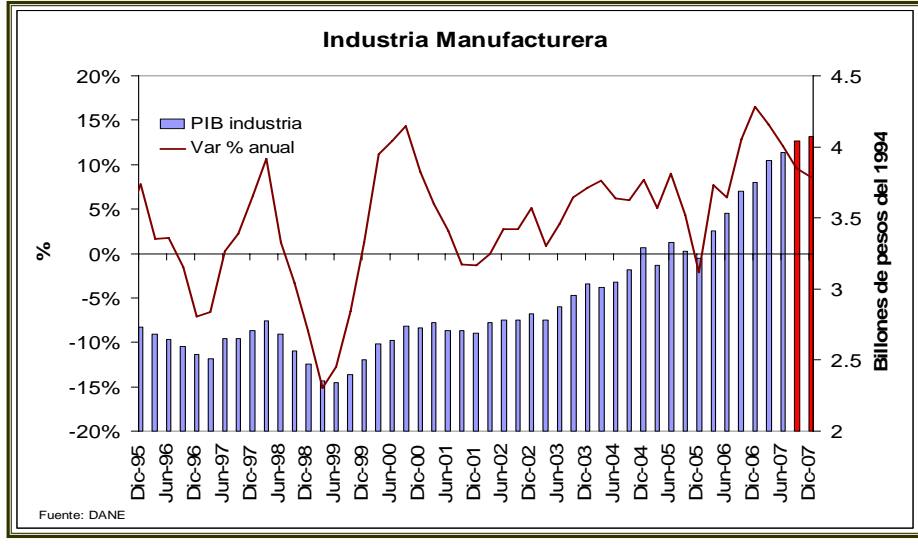
Producto Interno Bruto Sectorial

| | 2007 | | | | | Contribución | |
|---|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| | 2007-I | 2007-II | 1 sem | 2007-III | 2007-IV | AÑO | Variación |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 1.9% | 2.8% | 2.4% | 1.8% | 2.8% | 2.3% | -0.03% |
| Explotación de minas y canteras | -0.5% | 4.8% | 2.1% | 2.1% | 2.6% | 2.2% | -0.10% |
| Electricidad, gas y agua | 3.8% | 1.8% | 2.8% | 1.0% | 1.7% | 2.1% | -0.04% |
| Industria manufacturera | 14.5% | 12.1% | 13.3% | 9.6% | 8.6% | 11.1% | 0.24% |
| Construcción | 27.1% | 6.2% | 16.6% | 5.3% | 12.2% | 12.2% | -0.12% |
| Edificaciones | 17.8% | -1.7% | 8.1% | -0.9% | 10.3% | 5.8% | -0.13% |
| Obras Civiles | 39.9% | 18.2% | 29.1% | 15.0% | 15.0% | 21.7% | 0.01% |
| Comercio, reparación, restaurantes y hoteles | 11.6% | 10.8% | 11.2% | 8.2% | 7.7% | 9.5% | 0.13% |
| Transporte, almacenamiento y comunicación | 10.3% | 12.1% | 11.2% | 8.6% | 6.1% | 9.2% | 0.15% |
| Estab. Finan, segur, inmueb y serv a las empresas | 5.0% | 15.7% | 10.3% | -0.6% | 0.2% | 4.8% | 0.05% |
| Servicios sociales, comunales y personales | 0.4% | 1.8% | 1.1% | 1.7% | 2.0% | 1.5% | -0.01% |
| Intermediación financiera medidos indirectamente | 8.5% | 80.2% | 44.4% | -16.3% | -14.4% | 8.3% | 0.09% |
| Subtotal Valor agregado | 7.4% | 6.1% | 6.8% | 5.2% | 5.5% | 6.0% | |
| PRODUCTO INTERNO BRUTO | 8.1% | 6.87% | 7.5% | 5.96% | 6.19% | 6.8% | |
| Impuestos menos subsidios | 16.9% | 16.1% | 16.5% | 15.4% | 14.4% | 15.6% | |
| Servicios financieros netos de SIFMI | 3.8% | 1.5% | 2.7% | 4.7% | 5.1% | 3.8% | |
| Transables | 8.7% | 6.9% | 7.8% | 8.0% | 7.9% | 7.9% | |
| No transables | 7.8% | 6.8% | 7.3% | 4.7% | 5.1% | 6.1% | |

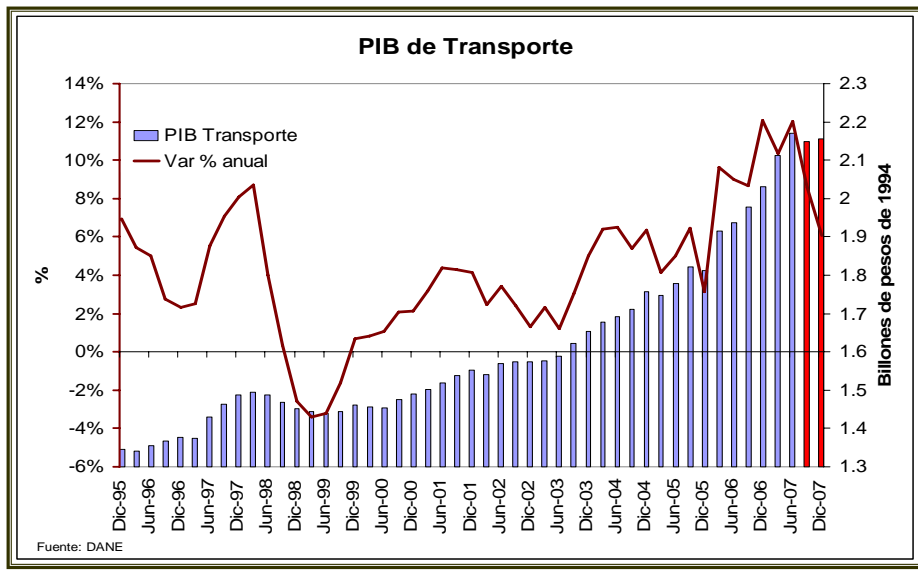
Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República



Sin embargo, la industria, aunque sigue creciendo, su ritmo así mismo se desacelerará en segundo semestre

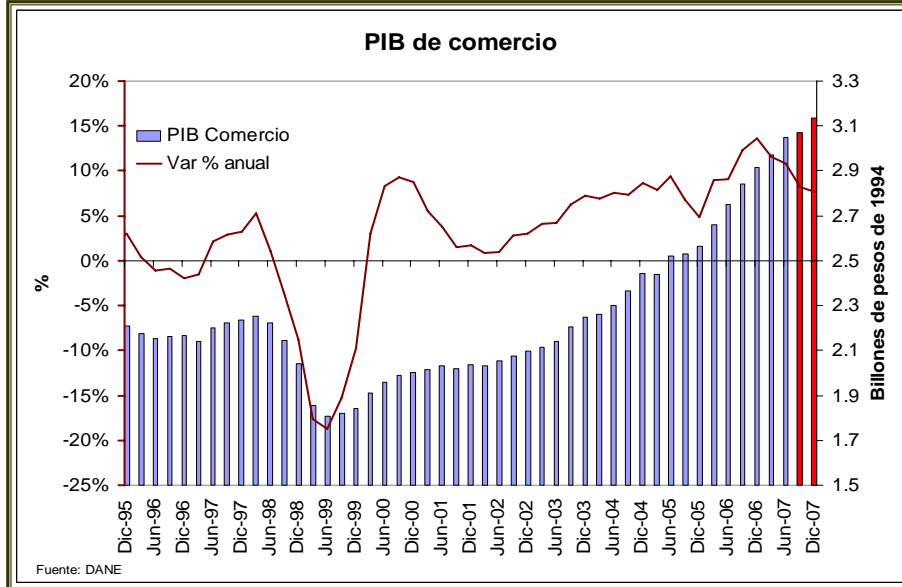


Lo mismo que el transporte

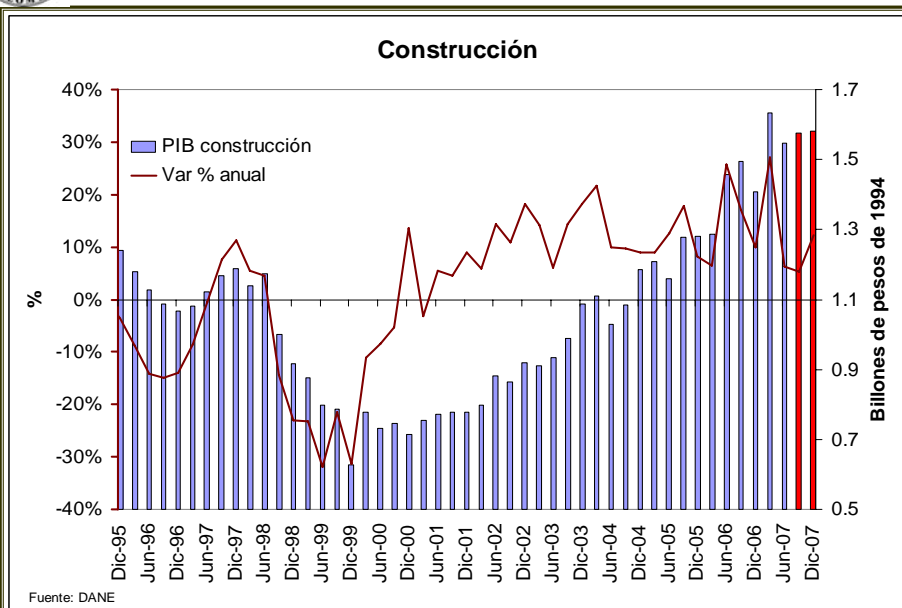




Lo mismo que el comercio

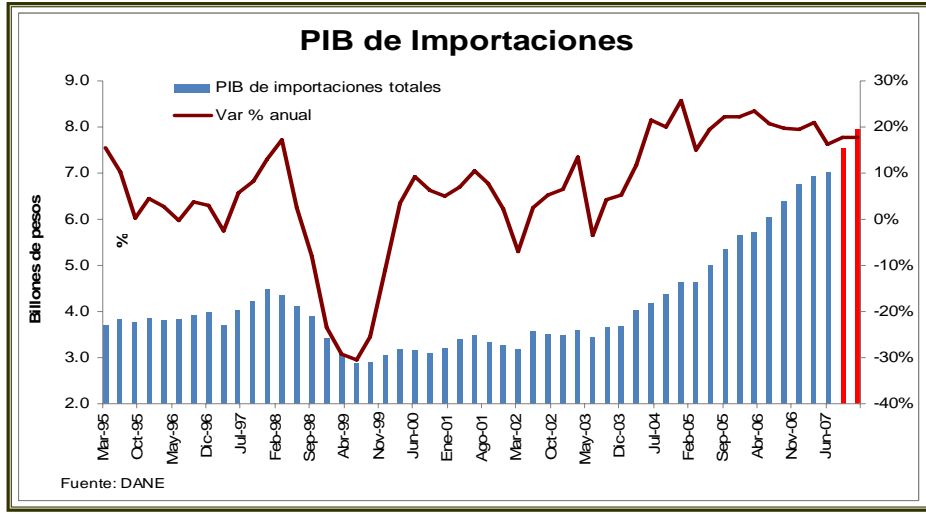


Y lo mismo que la construcción

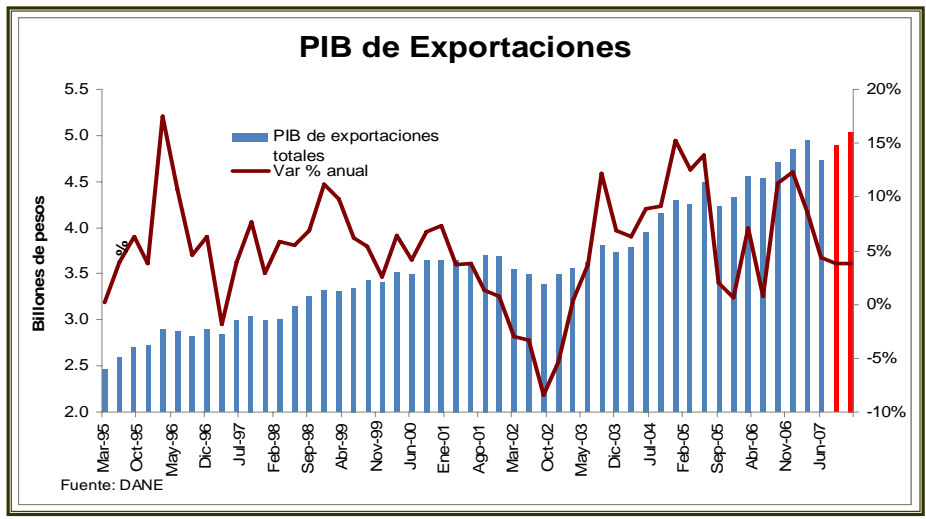




Continuará el fuerte dinamismo de las importaciones (27% anual enero-agosto vs. 7% hace dos años), lideradas por bienes de consumo durable (37%) debido a la revaluación



En tanto que seguirá declinando el crecimiento de las exportaciones (15% anual enero-agosto vs. 35% hace dos años) también en parte debido a la revaluación





Uno, entre varios ejercicios preliminares, sugiere crecimiento del 6% en 2008, que podría ser la tasa sostenible en el largo plazo

Pronóstico de Crecimiento 2008 MEG

| | Cierre Ahorro | Cierre Inversión |
|--------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| PIB | 6.4 | 5.6 |
| Consumo Privado | 6.5 | 5.5 |
| Consumo Público | 6.1 | 6.1 |
| Inversión Total | 15.9 | 10.5 |
| Inversión Privada | 17.7 | 10.0 |
| Exportaciones Totales | 7.8 | 8.1 |
| Exportaciones No Tradicionales | 10.0 | 11.0 |
| Importaciones | 15.3 | 12.1 |



Sin embargo, cuatro riesgos y las 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



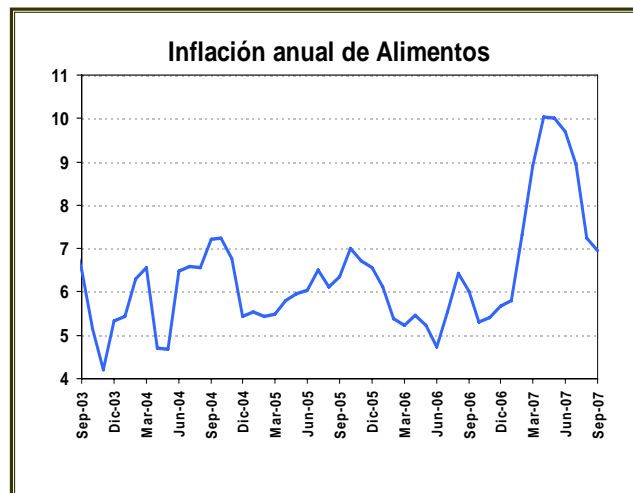
El primer cuatrimestre de este año la inflación aumentó más de lo esperado por alimentos: Niño, bicomcombustibles y Venezuela. Pero a partir de mayo comenzó su descenso, que ha sido consecutivo durante cinco meses

Sep 07 = 5,01%
Ago 07 = 5,22%
Julio 07 = 5,77%
Jun 07 = 6,04%
Mayo 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, con mayor fuerza que la esperada

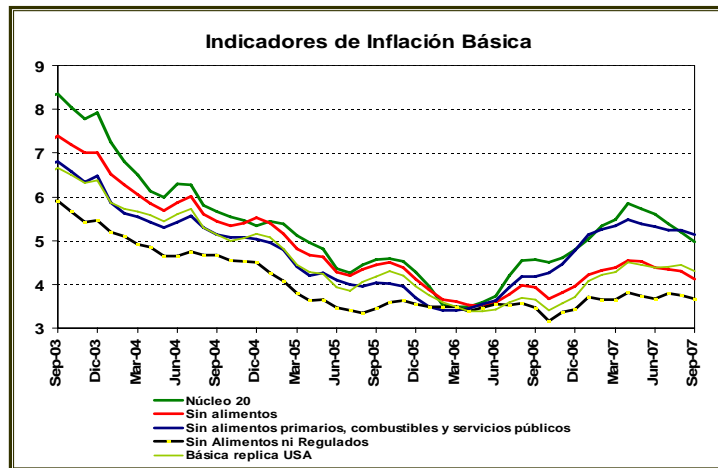
Sep 07 = 6,96%
Ago 07 = 7,23%
Jul 07 = 8,93%
Jun 07 = 9,69%





Los índices de inflación básica también vienen cayendo desde mayo. En septiembre todos alcanzaron su nivel más bajo del año

Promedio de 3
Sep 07 = 4,75%
Ago 07 = 4,91%
Jul 07 = 4,99%
Jun 07 = 5,10%



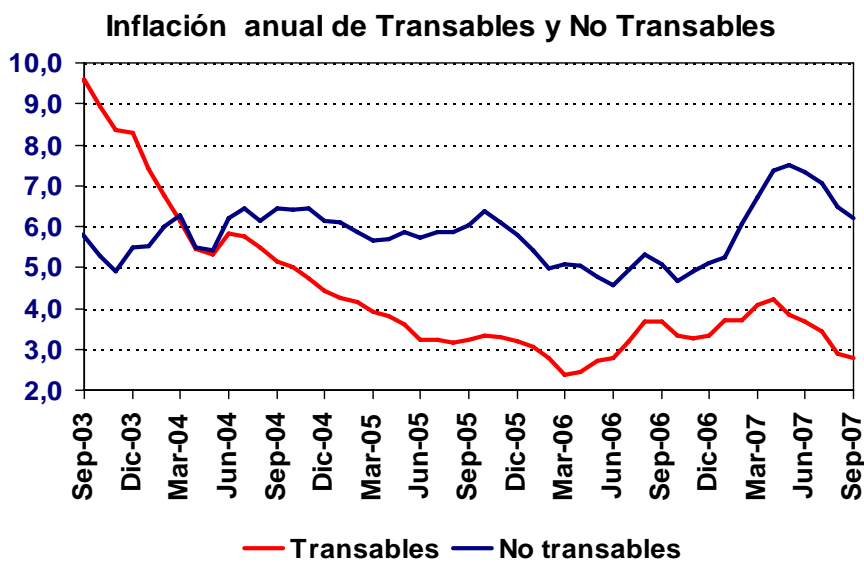
IPC sin alimentos = 4,12%

Núcleo 20 = 4,98%

IPC sin alimentos primarios, combustibles y ss. públicos = 5,14%



Cae tanto la inflación de transables como la de no transables





Excluyendo alimentos y regulados: la de transables cae y la de no transables se mantuvo inalterada

Transables

Sep 07 = 1,19%

Ago 07 = 1,37%

Jul 07 = 1,62%

Jun 07 = 1,76%

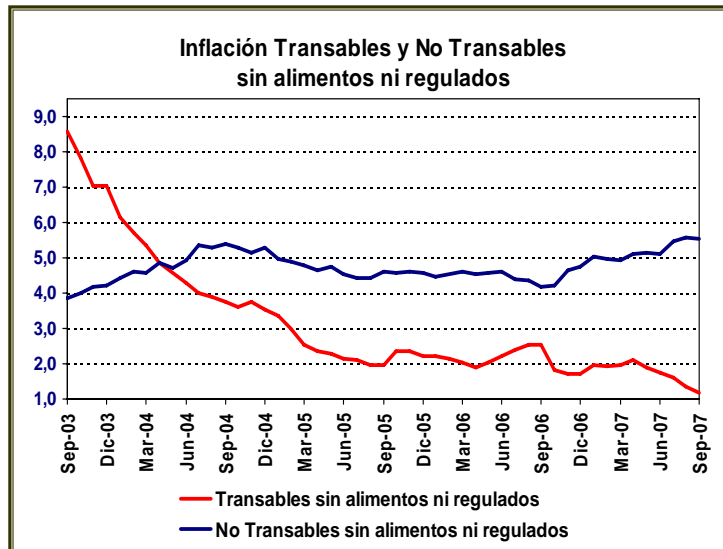
No transables

Sep 07 = 5,55%

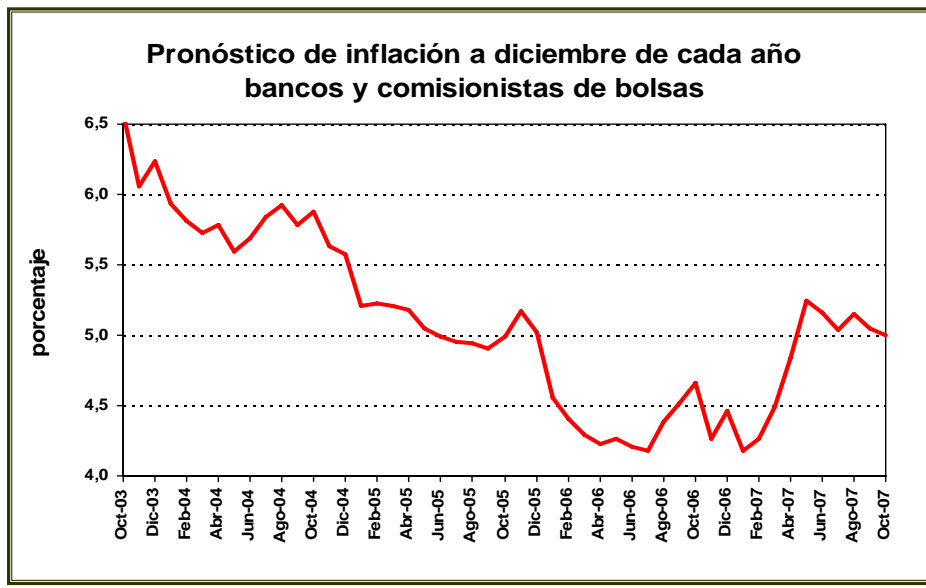
Ago 07 = 5,56%

Jul 07 = 5,45%

Jun 07 = 5,12%

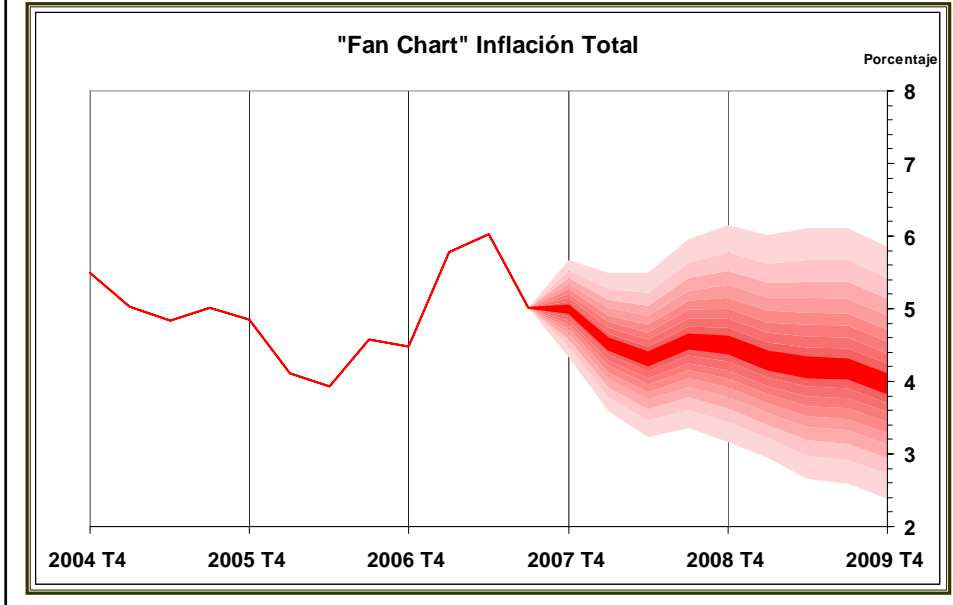


Expectativas de inflación anual también bajando: a diciembre de 2007 el 5%

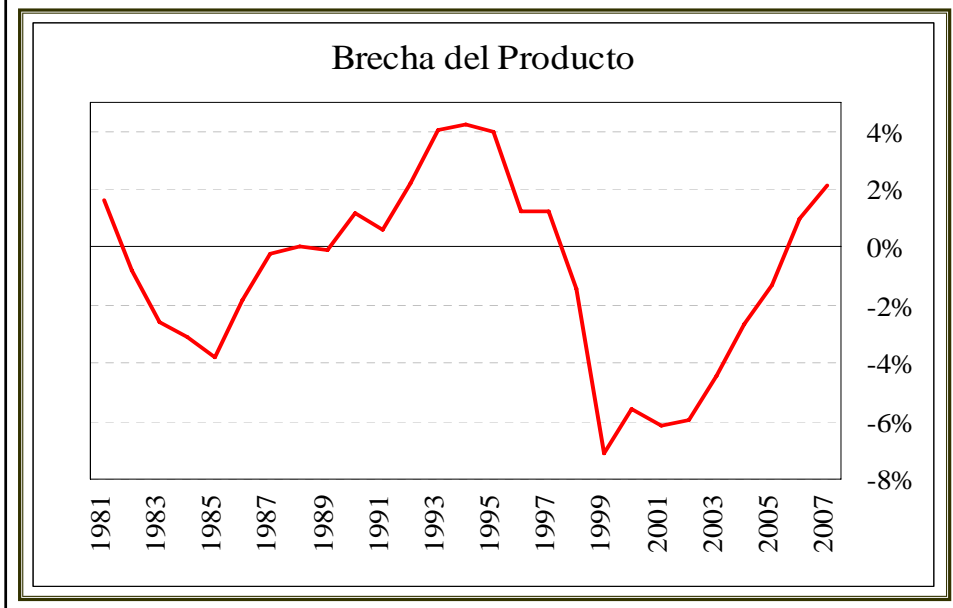




Fan Chart



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





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 está contribuyendo a controlar la inflación.



Hay quienes también abrigan temores frente a un posible recalentamiento de la economía, supuestamente por haber alcanzado la desocupación su tasa natural, el concepto 'espejo' de la NAIRU

Pero, como sostiene Greenspan, el concepto de tasa natural, aunque útil para explicar el pasado, no es confiable para pronosticar la inflación, tanto por ambiguo y elusivo, como por soslayar el efecto de la inversión sobre la ampliación del PIB potencial y la productividad.

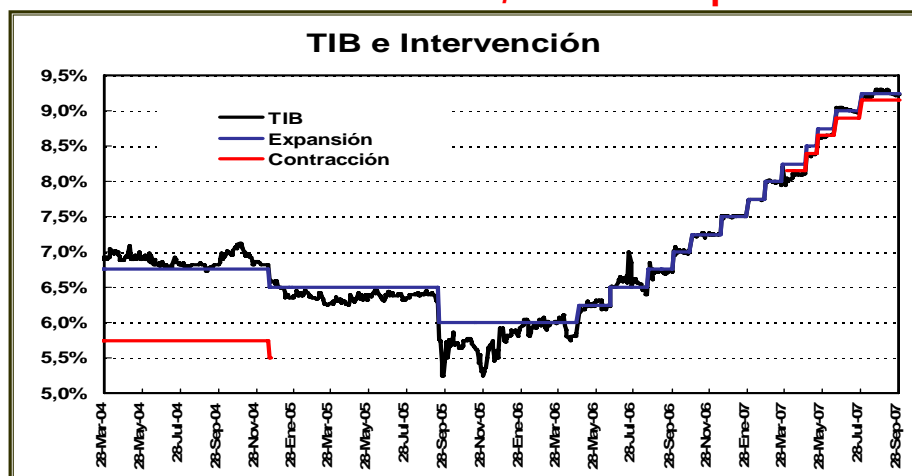


He aquí el diario dilema de la autoridad monetaria

No anticiparse a eventuales nuevas presiones inflacionarias, podría poner en riesgo la sostenibilidad del crecimiento. Pero apretar su política en exceso, cuando la inflación se dirige hacia su meta de largo plazo, podría frustrar la sana expansión del producto y el empleo. Con razón se dice que la economía, más que ciencia, es arte.



Sin embargo, debido al persistente aumento de la demanda interna la Junta redujo el impulso monetario de abril/06 a julio/07 alzando la tasa REPO, en trece movimientos, de 6% a 9,25%: 325 puntos base





Pero apenas en el tercer trimestre de 2007 comenzó a observarse la real aceleración de la transmisión de la reducción de la tasa de interés de intervención del Banco

| TRANSMISIÓN TRIMESTRAL TASA DE INTERÉS | | | | |
|--|-----------------|--------------|------------------|-------|
| | Expansión BR | CDT Total | Colocación BR | USURA |
| Nivel | | | | |
| mar-06 | 6.00 | 6.15 | 13.56 | 25.88 |
| jun-06 | 6.34 | 6.29 | 12.09 | 23.42 |
| sep-06 | 6.75 | 6.91 | 13.12 | 22.61 |
| dic-06 | 7.36 | 6.98 | 13.04 | 22.61 |
| mar-07 | 8.06 | 7.80 | 13.92 | 20.75 |
| jun-07 | 8.87 | 8.35 | 15.33 | 25.12 |
| sep-07 | 9.25 | 9.07 | 16.84 | 28.51 |
| Variación | | | | |
| jun-06 | 0.34 | 0.14 | -1.47 | -2.46 |
| sep-06 | 0.41 | 0.63 | 1.04 | -0.81 |
| dic-06 | 0.61 | 0.07 | -0.09 | 0.00 |
| mar-07 | 0.70 | 0.81 | 0.88 | -1.86 |
| jun-07 | 0.81 | 0.55 | 1.41 | 4.37 |
| sep-07 | 0.38 | 0.72 | 1.51 | 3.39 |
| Período | 3.25 | 2.92 | 3.29 | 2.64 |
| Elasticidad | | | | |
| jun-06 | | 0.39 | -1.92 | |
| sep-06 | | 1.53 | 1.32 | |
| dic-06 | | 0.12 | -0.07 | |
| mar-07 | | 1.23 | 0.71 | |
| jun-07 | | 0.71 | 1.01 | |
| sep-07 | | 2.00 | 2.29 | |



El mayor aumento se ha observado en las de consumo (249 pb en tercer trimestre) y preferencial (139 pb). En septiembre todas aumentaron, excepto la hipotecaria

| Tasas de interés nominal | | | | | | | |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------------|---------------------------|
| | abr-06 | dic-06 | jun-07 | sep-07 | Var Mensual | Var Trim | Var abr-06 a sep-07 |
| Tasas de Captación | | | | | | | |
| Ahorro Ordinario | 3.60 | 3.92 | 4.62 | 4.93 | 0.19 | 0.31 | 1.33 |
| CDT | 6.15 | 6.98 | 8.35 | 9.07 | 0.25 | 0.72 | 2.92 |
| DTF | 5.93 | 6.75 | 8.02 | 8.89 | 0.35 | 0.87 | 2.96 |
| Tasas de Colocación | | | | | | | |
| Tasa Colocación BR | 12.94 | 13.04 | 15.33 | 16.84 | 0.42 | 1.51 | 3.91 |
| Consumo | 21.14 | 19.57 | 21.85 | 24.34 | 0.36 | 2.49 | 3.20 |
| Ordinario | 15.36 | 14.24 | 16.88 | 17.63 | 0.43 | 0.75 | 2.26 |
| Hipotecaria | 13.88 | 13.02 | 15.26 | 15.61 | -0.06 | 0.35 | 1.73 |
| Preferencial | 8.73 | 10.22 | 12.29 | 13.68 | 0.35 | 1.39 | 4.95 |
| Tesorería | 7.68 | 9.58 | 11.77 | 12.76 | 0.09 | 0.99 | 5.08 |
| TIB | 5.89 | 7.36 | 8.83 | 9.25 | 0.01 | 0.42 | 3.36 |
| Subasta de Expansión | 6.00 | 7.36 | 8.87 | 9.25 | 0.00 | 0.38 | 3.25 |
| Tasa Usura | 25.13 | 22.61 | 25.12 | 28.51 | 0.00 | 3.39 | 3.39 |

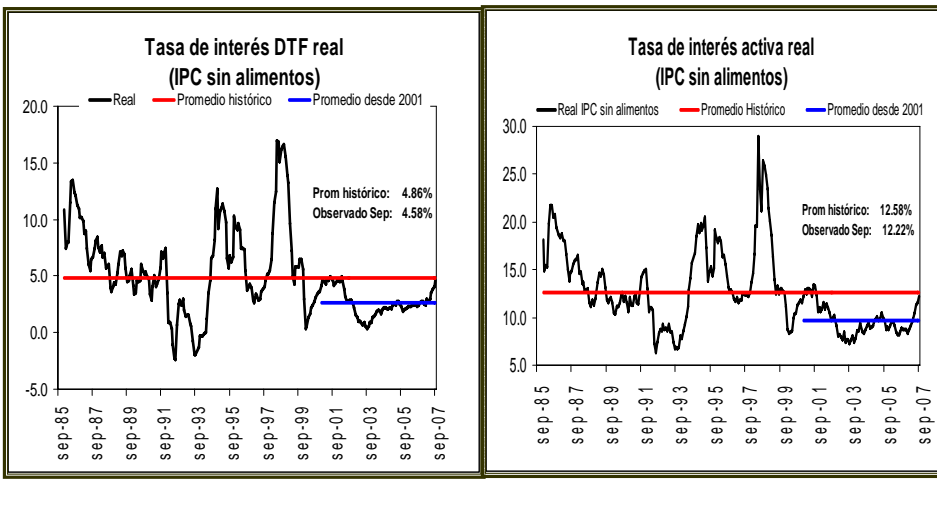


Gracias al descenso de la inflación, las tasas de interés real también aumentaron sensiblemente

| Tasas de interés Real Con IPC sin alimentos | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|-------------|----------|---------------------|
| | abr-06 | dic-06 | jun-07 | sep-07 | Var Mensual | Var Trim | Var abr-06 a Sep-07 |
| Tasas de Captación | | | | | | | |
| Ahorro Ordinario | 0.07 | -0.03 | 0.23 | 0.78 | 0.36 | 0.55 | 0.71 |
| CDT | 2.54 | 2.92 | 3.80 | 4.76 | 0.43 | 0.95 | 2.22 |
| DTF | 2.32 | 2.70 | 3.48 | 4.58 | 0.53 | 1.10 | 2.26 |
| Tasas de Colocación | | | | | | | |
| Tasa Colocación BR | 9.09 | 8.75 | 10.49 | 12.22 | 0.60 | 1.73 | 3.13 |
| Consumo | 17.01 | 15.03 | 16.74 | 19.42 | 0.56 | 2.68 | 2.41 |
| Ordinario | 11.44 | 9.91 | 11.97 | 12.98 | 0.61 | 1.01 | 1.54 |
| Hipotecaria | 10.01 | 8.72 | 10.42 | 11.04 | 0.14 | 0.62 | 1.03 |
| Preferencial | 5.02 | 6.04 | 7.58 | 9.18 | 0.53 | 1.60 | 4.16 |
| Tesorería | 4.02 | 5.41 | 7.08 | 8.30 | 0.28 | 1.22 | 4.28 |
| TIB | | | | | | | |
| TIB | 2.28 | 3.29 | 4.26 | 4.93 | 0.20 | 0.67 | 2.65 |
| Subasta de Expansión | | | | | | | |
| Subasta de Expansión | 2.39 | 3.28 | 4.30 | 4.93 | 0.19 | 0.63 | 2.54 |
| Tasa Usura | | | | | | | |
| Tasa Usura | 20.86 | 17.95 | 19.87 | 23.43 | 0.22 | 3.56 | 2.56 |

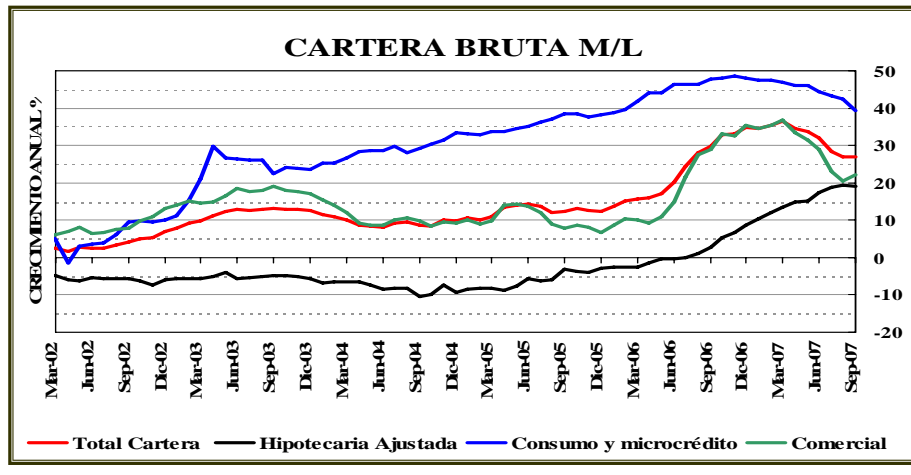


Los promedios de las tasas reales de captación y colocación están llegando ya a sus promedios históricos

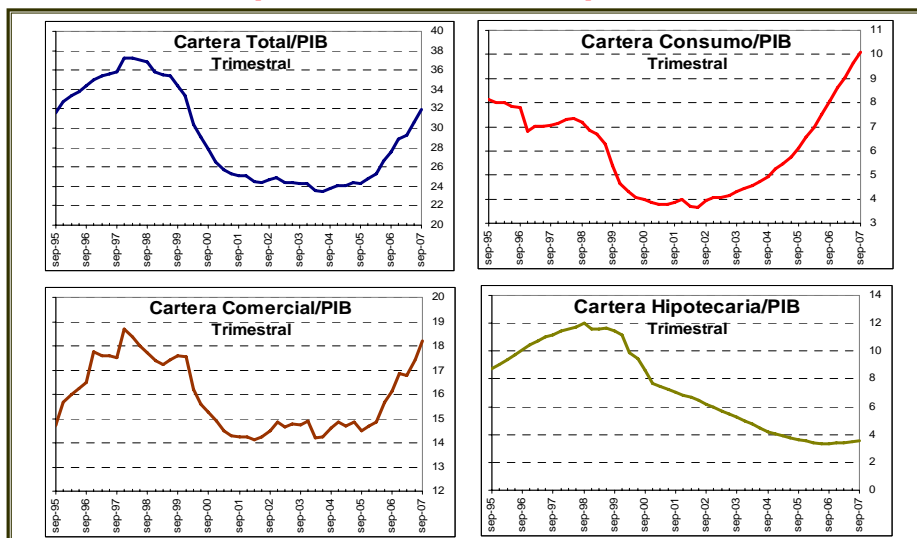




Efectos de las alzas en la tasa del Banco y demás medidas: desaceleración del crecimiento de las carteras (incluida consumo), excepto la hipotecaria, aunque ésta última comienza a aplanarse



La profundización financiera va en vía de recuperación. Sólo la cartera de crédito de consumo, por encima de su promedio histórico



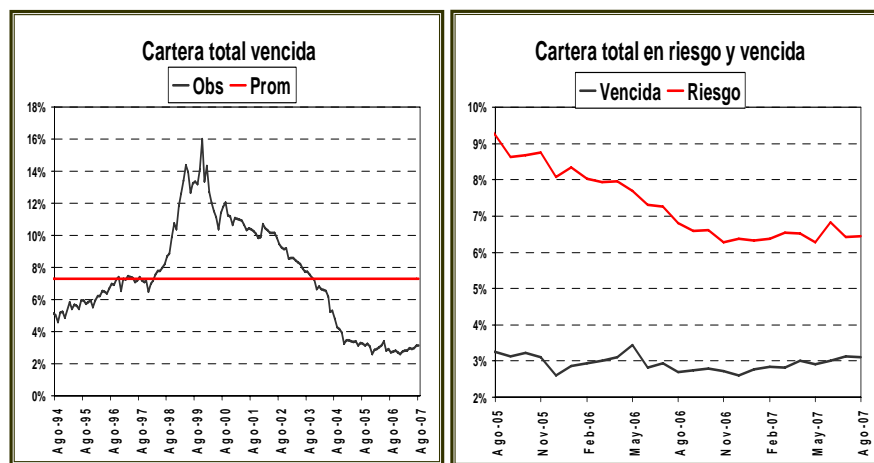


Sin embargo, como bien señala Greenspan sobre el endeudamiento de los hogares...

"en una economía de mercado, el incremento del endeudamiento va de la mano del progreso. Más formalmente, el endeudamiento casi siempre se elevará con relación al ingreso en la medida en que se tenga una cada vez mayor división y especialización del trabajo, más alta productividad, y un consecuente aumento tanto de los activos como de los pasivos como porcentaje del ingreso. Luego...no se trata en sí de un indicio de estrés."

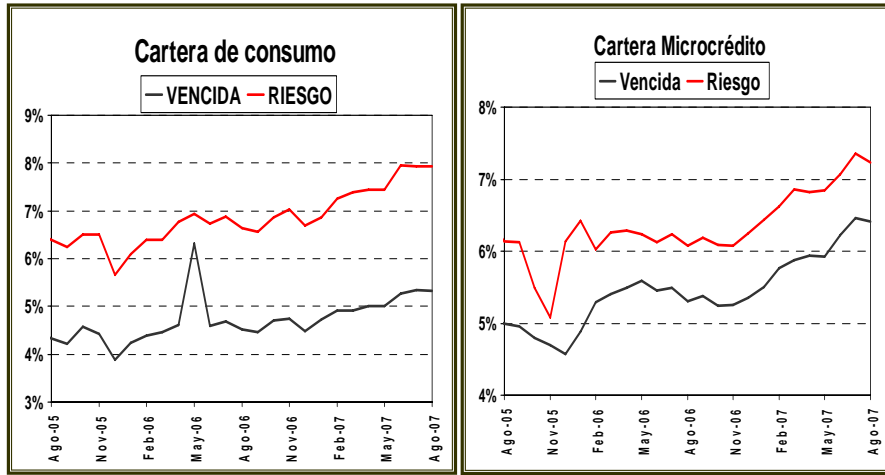


De otra parte, la cartera total goza de muy buena salud

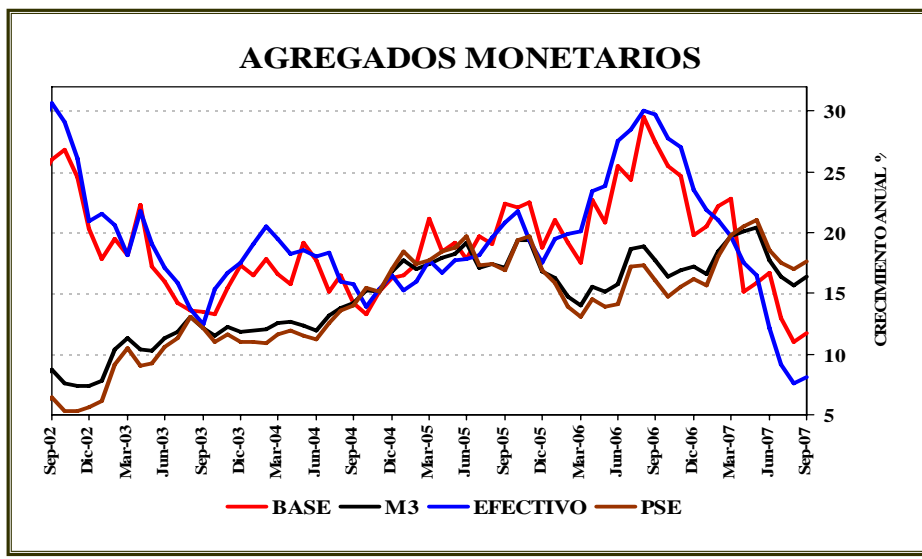




Sin embargo, hay que mantener estrecha vigilancia, especialmente sobre la correspondiente a consumo y microcrédito



Resultado: desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios, a pesar de leve aumento observado en el último mes





Tarea aún 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.



Segunda tarea pendiente: más regulación prudencial y control en frontera

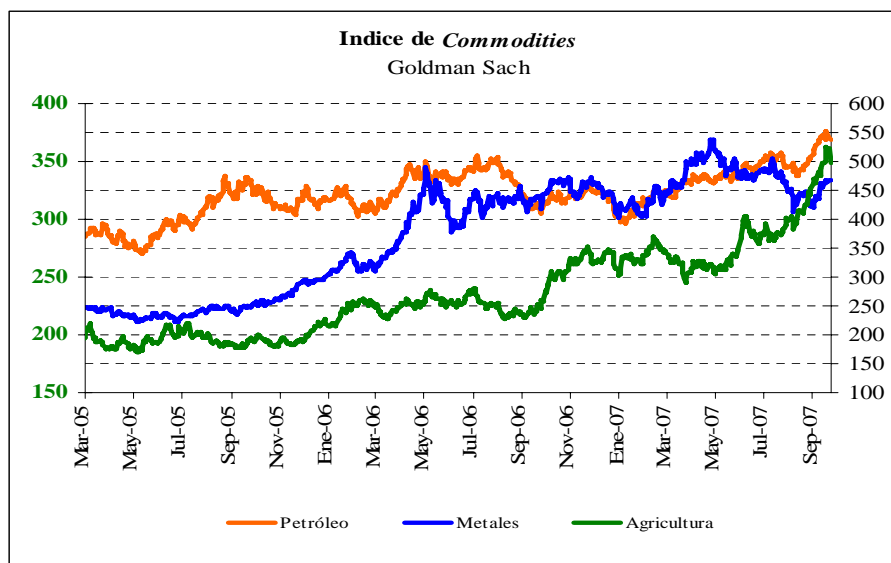
- Propiciar mayor diversificación y exposición externa de las AFP's a fin de atenuar riesgos e inducir reducción del diferencial de tasas**
- Régimen provisiones anticíclicas**
- Propiciar mayor competencia del sector financiero en pos de reducir costos de servicios financieros**
- Afinar controles a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



LA REVALUACIÓN



Los precios de los *commodities* siguen firmes. ¿Hasta cuándo?





El crecimiento de nuestros socios comerciales desacelerándose. En especial EU y la UE, ahora más cerca del 1,5% que del 2%. OJO: A EU las exportaciones enero-julio se redujeron 6,4%, aunque a Venezuela aumentaron 73,1% (¿HASTA CUÁNDO?)

| | Observado | Oct-07 | Jul-07 | Oct-07 | Jul-07 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2006 | 2007 | 2007 | 2008 | 2008 |
| Principales socios | | | | | |
| Estados Unidos | 3.3 | 2.0 | 2.1 | 2.4 (2.0) | 2.9 |
| Zona del Euro | 2.7 | 2.6 | 2.7 | 2.2 | 2.3 |
| Ecuador | 4.5 | 2.4 | 3.3 | 2.4 | 3.0 |
| Venezuela | 9.8 | 8.2 | 7.0 | 4.5 (6.0) | 3.8 |
| Otros socios | | | | | |
| Japón | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.1 | 2.2 |
| China | 10.5 | 11.3 | 10.4 | 10.6 | 9.8 |
| Perú | 7.2 | 7.5 | 7.0 | 6.4 | 5.9 |
| México | 4.7 | 2.9 | 3.1 | 3.4 | 3.6 |
| Chile | 4.3 | 5.9 | 5.7 | 5.2 | 5.2 |
| Argentina | 8.4 | 7.6 | 7.6 | 5.4 | 5.8 |
| Brasil | 2.8 | 4.8 | 4.2 | 4.5 | 4.2 |
| Bolivia | 4.1 | 4.3 | 4.5 | 4.3 | 4.1 |
| Países desarrollados | 3.1 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.8 |
| Países en desarrollo | 7.0 | 6.0 | 5.6 | 4.4 | 4.2 |
| Total socios comerciales | 4.6 | 3.6 | 3.6 | 3.2 | 3.3 |

Fuente: DATASTREAM - Consensus



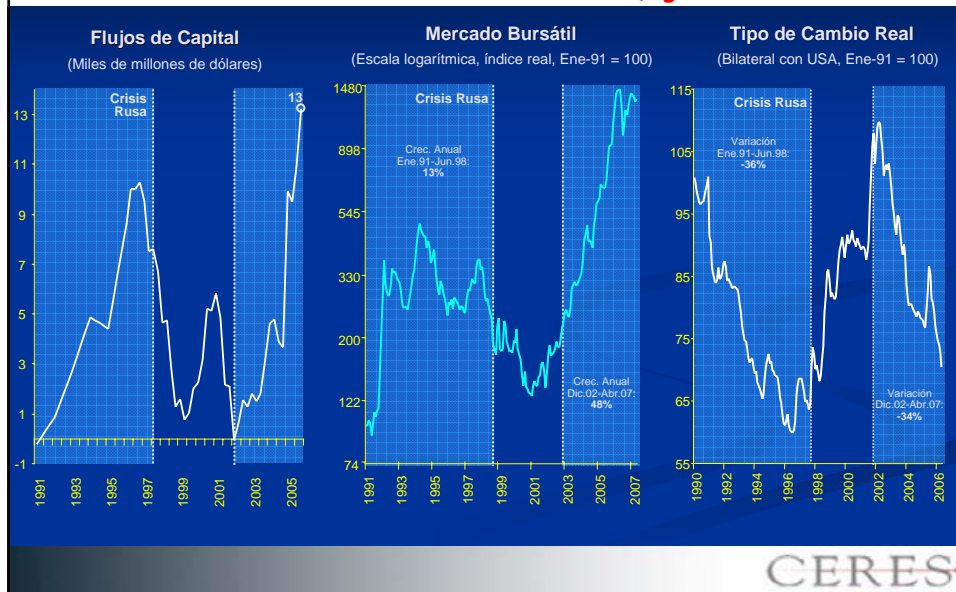
El déficit en cuenta corriente se proyecta en 3,9% del PIB en 2007 y en 5% en 2008

| Flujos anuales (Millones de dólares) | 2006 (pre) | Escenario Octubre | | Escenario Julio | |
|---|---------------|-------------------|---------------|-----------------|---------------|
| | | 2007 (proy) | 2008 (proy) | 2007 (proy) | 2008 (proy) |
| CUENTA CORRIENTE | -3.057 | -6.703 | -9.474 | -6.659 | -8.274 |
| Porcentaje del PIB | -2,2 | -3,9 | -5,0 | -4,0 | -4,7 |
| A. 1. Bienes | 322 | -2.654 | -5.145 | -3.678 | -4.792 |
| a. Comercio general | -47 | -2.788 | -5.276 | -3.797 | -4.950 |
| i. Exportaciones | 23.930 | 27.537 | 30.502 | 27.131 | 28.950 |
| Tradicionales | 11.810 | 13.177 | 14.411 | 12.831 | 13.397 |
| No tradicionales | 12.120 | 14.360 | 16.091 | 14.300 | 15.553 |
| ii Importaciones FOB | 23.976 | 30.324 | 35.778 | 30.928 | 33.899 |
| b. Operaciones especiales de comercio exterior | 368 | 134 | 131 | 118 | 158 |
| 2. Servicios no factoriales | -2.120 | -2.287 | -2.710 | -2.343 | -2.598 |
| B. Renta de los Factores | -6.003 | -7.047 | -7.364 | -5.956 | -6.631 |
| C. Transferencias corrientes | 4.743 | 5.285 | 5.744 | 5.318 | 5.746 |
| CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA | 2.798 | 11.078 | 9.955 | 11.021 | 8.755 |
| A. Sector Privado + IED neta | 3.232 | 8.338 | 7.605 | 7.757 | 5.913 |
| B. Sector Público | -433 | 2.740 | 2.350 | 3.264 | 2.842 |
| VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS | 23 | 4.602 | 481 | 4.601 | 481 |

Si se excluyen las compras de equipo militar el déficit sería de 4,1% del PIB en 2008



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



Claro que toda la región viene revaluándose, siendo Brasil y Colombia los líderes

Devaluación Tipos de Cambio
LATAM

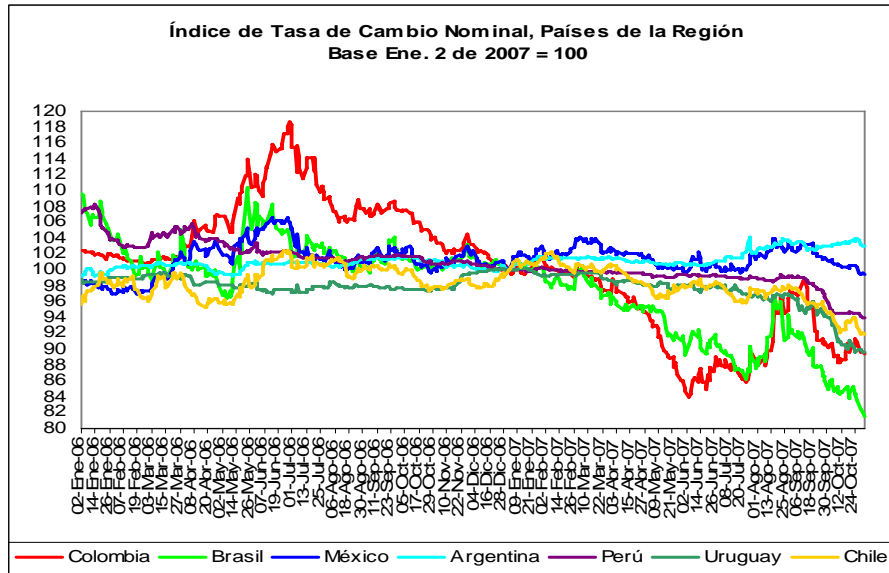
Oct. 31 de
2007

| LATAM | semana | mes | año corrido | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
|-----------|--------|--------|-------------|--------------|----------------|-----------------|
| Colombia | -2,14% | -0,97% | -11,16% | -13,67% | -12,95% | -22,46% |
| Brasil | -3,27% | -4,07% | -18,67% | -18,93% | -22,57% | -39,14% |
| México | -1,22% | -1,72% | -1,08% | -0,45% | -0,56% | -7,22% |
| Argentina | -0,94% | -0,02% | 2,87% | 1,90% | 5,27% | 6,06% |
| Perú | -0,68% | -1,96% | -6,15% | -6,79% | -11,16% | -9,82% |
| Uruguay | -0,11% | -4,68% | -10,42% | -8,32% | -6,32% | -18,80% |
| Chile | -2,25% | -2,72% | -7,51% | -6,13% | -9,32% | -19,30% |

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

Devaluación Tipos de Cambio - ASIA y EUROPA

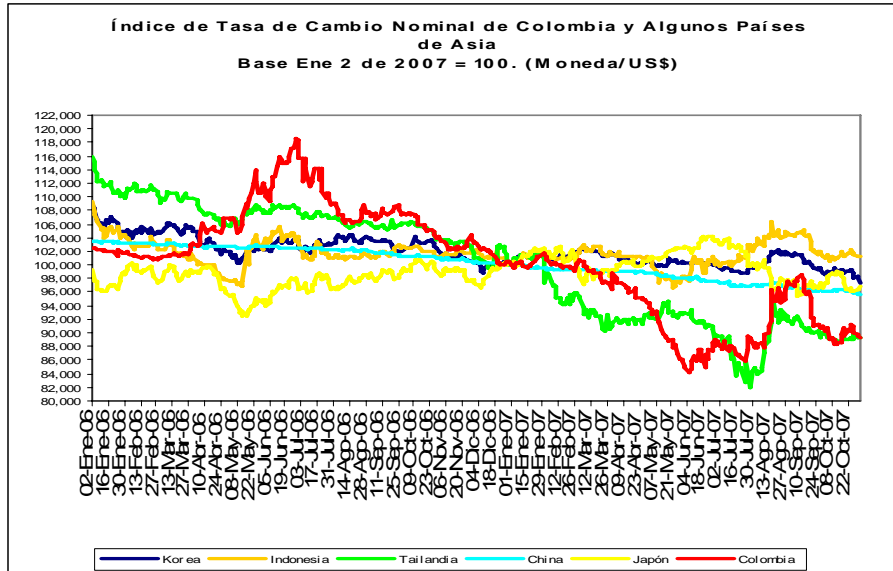
Oct 31 de 2007

| LATAM | Devaluación Tipos de Cambio - ASIA y EUROPA | | | | | |
|--------------------|---|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | semana | mes | año corrido | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Korea | -1,90% | -1,38% | -3,15% | -4,40% | -13,44% | -19,53% |
| Indonesia | -0,90% | 0,19% | 1,09% | -0,02% | -9,35% | 0,04% |
| Tailandia | 0,16% | -0,79% | -10,92% | -13,93% | -22,67% | -23,05% |
| China | -0,40% | -0,61% | -4,38% | -5,28% | -7,70% | -9,83% |
| Japón | 0,84% | -0,45% | -3,23% | -1,50% | -1,30% | 8,89% |
| Turquía | -3,48% | -2,54% | -17,32% | -19,60% | -13,39% | -20,80% |
| Colombia | -2,14% | -0,97% | -11,16% | -13,67% | -12,95% | -22,46% |
| Euro (US\$/euro) | 1,42% | 2,22% | 9,62% | 13,38% | 20,38% | 13,06% |
| Libra (US\$/libra) | 1,40% | 1,80% | 6,11% | 8,97% | 17,75% | 13,13% |

Fuente: Bloomberg



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



Así mismo frente a otros continentes

Oct. 31 de 2007

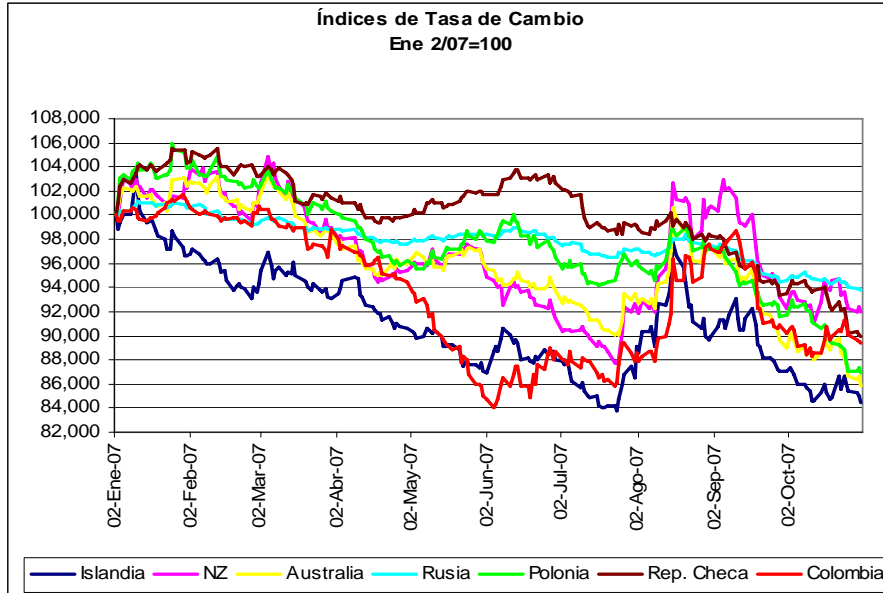
Devaluación Tipos de Cambio

| LATAM | Devaluación Tipos de Cambio | | | | | |
|-----------------|-----------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | semana | mes | año corrido | año completo | Dos años atrás | Tres años atrás |
| Islandia | -2,43% | -2,94% | -15,88% | -11,69% | -1,84% | -13,06% |
| Nueva Zelanda | -1,80% | -0,29% | -8,44% | -12,80% | -8,91% | -11,12% |
| Australia | -2,58% | -3,53% | -14,93% | -16,53% | -19,29% | -19,48% |
| Rusia | -0,76% | -0,83% | -6,30% | -7,65% | -13,70% | -14,25% |
| Polonia | -2,10% | -5,17% | -13,58% | -17,23% | -24,14% | -25,84% |
| República Checa | -2,59% | -3,75% | -10,71% | -15,66% | -24,73% | -24,78% |
| Colombia | -2,14% | -0,97% | -11,16% | -13,67% | -12,91% | -22,46% |

Fuente: Bloomberg



También gráficamente entre los más volátiles



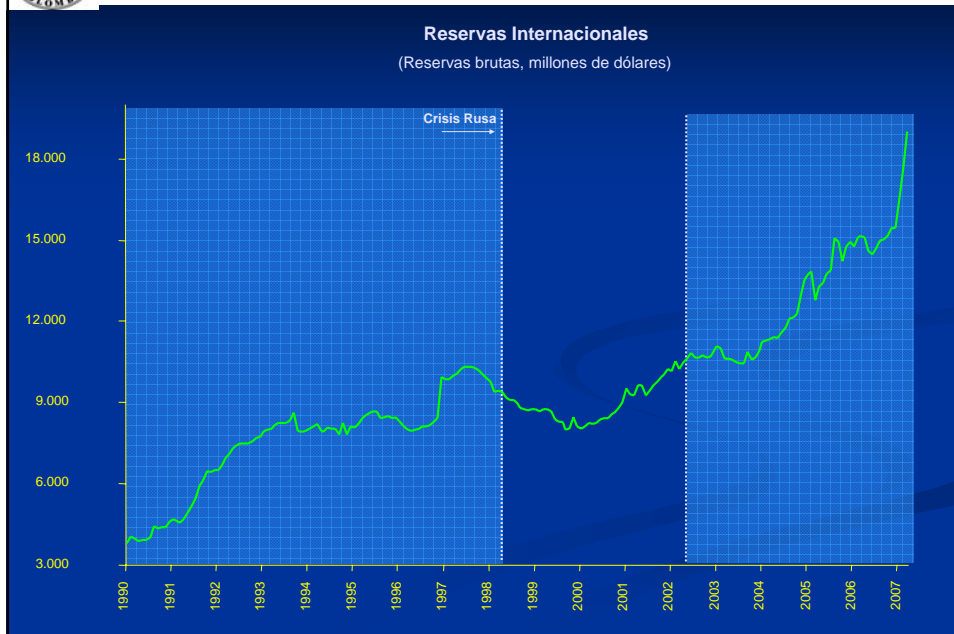
La intervención cambiaria 2004-2007: un adecuado nivel de reservas internacionales

| 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 RECESIÓN 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, en palabras de Martin Feldstein

El enfriamiento del sector de la vivienda en EU, la caída de sus precios, y el efecto riqueza negativo y la consecuente contracción de su consumo, podrían menguar las exportaciones de los ME con mayor dependencia de Norteamérica. Lo prudente sería permitir ajustes en sus tipos de cambio, y en no apretar en exceso la política monetaria, pues más pronto que tarde tendrían que depender más de su demanda interna.



La respuesta del banco central de EU

En EU, además de la reducción de 50 pb del 28 de septiembre, la FED determinó en su reunión del 31 de octubre un recorte adicional de 25 pb, con el siguiente mensaje:

"The Committee judges that, after this action, the upside risks to inflation roughly balance the downside risks to growth."



Tasas de interés de algunos países. ¿Ya llegamos a la 'neutral', o seguimos alzando?

| País | (1) Hoy | (2) Hace un año | (1)/(2) | Inflac. | Tasa i real |
|---------------|-------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| EU | 4,50 | 5,25 | 0,86 | 2,80 | 1,40 |
| UE | 4,00 | 3,25 | 1,23 | 2,10 | 1,86 |
| Brasil | 11,25 | 13,75 | 0,82 | 4,15 | 6,82 |
| México | 7,50 | 7,00 | 1,07 | 3,79 | 3,57 |
| Colomb | 9,25 | 7,00 | 1,32 | 5,01 | 4,04 |
| Chile | 5,75 | 5,25 | 1,10 | 5,80 | -0.05 |
| Perú | 5,00 | 4,50 | 1,11 | 2,80 | 2,14 |



De ahí, la pausa

La Junta del Banco en sus tres últimas reuniones ha dejado inalterada su tasa de interés. De un lado, hay que medir los efectos de las reducciones de la tasa de la FED, y la magnitud real de la crisis de EU y su impacto sobre nuestra economía. Y, de otro, verificar el alcance nuestras medidas hasta ahora adoptadas para controlar las presiones inflacionarias de demanda, antes de fijar el curso de acción subsiguiente de la política monetaria.

EN CONCLUSIÓN

Hay que darle tiempo al tiempo

La inflación, tras haberse desviado durante la primera parte del año del curso previsto, recuperó su senda descendente desde mayo. Al punto de que es muy probable que al final del 2007, así no logre terminar dentro del rango meta - entre 3,5 y 4,5 por ciento anual -, se ubique ligeramente por debajo del 5, una prueba palpable de que los resultados de las decisiones de la Junta apenas comienzan a sentirse.



GRACIAS