



*Banco de la República*  
*Colombia*

# **ECONOMÍA Y MONEDA: ¿CÓMO VAMOS Y HACIA DÓNDE?**

**Bogotá, Marzo 27 de 2006**

**Carlos Gustavo Cano**  
**Codirector**

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



- 1. El crecimiento de la economía**
- 2. El fenómeno de la revaluación**
- 3. El comportamiento de la inflación**
- 4. Respuesta del BR y agenda pendiente**
- 5. Reflexiones finales**

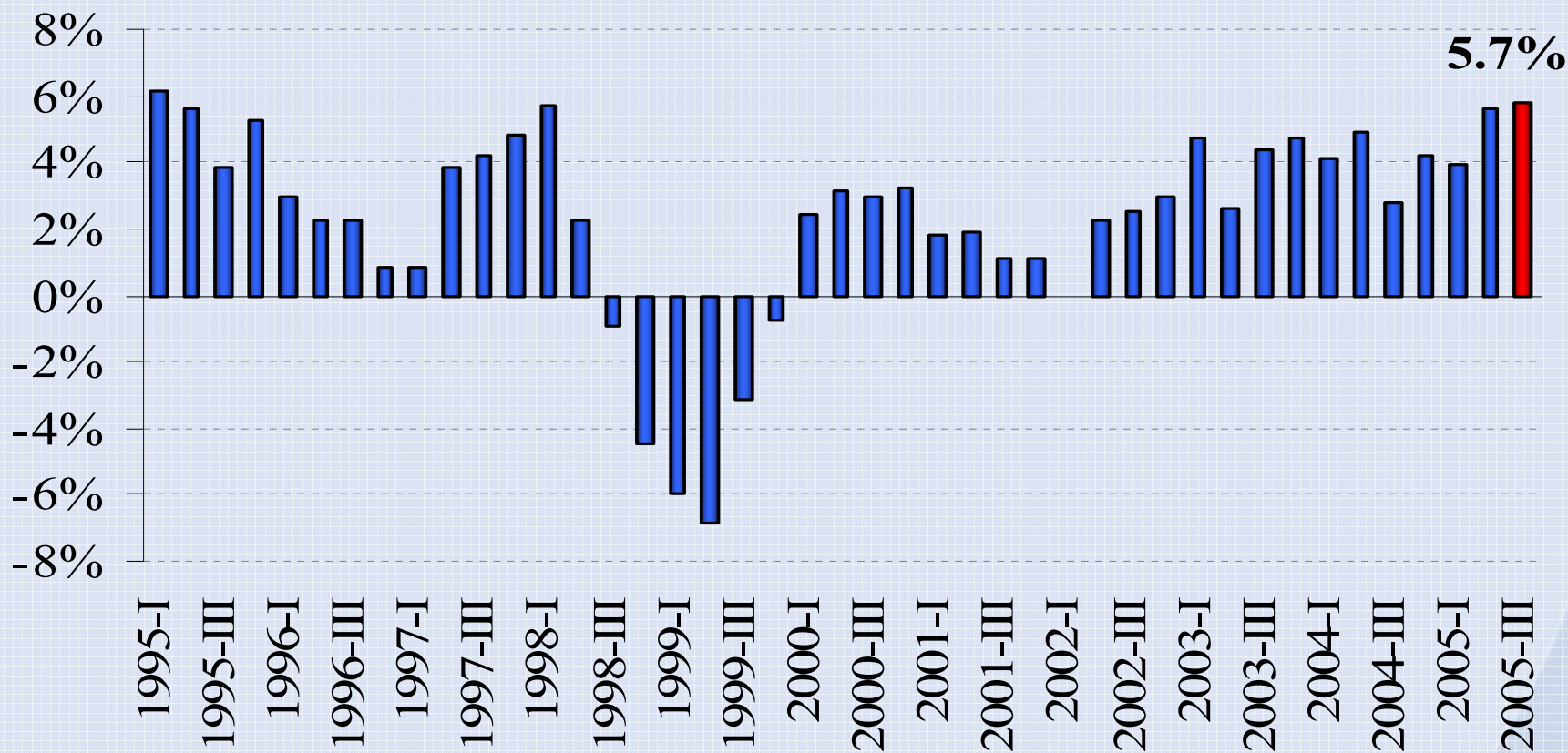


# 1. EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA



# El crecimiento anual del PIB trimestral. Para todo el año 2005 estará al rededor del 5%

## Crecimiento anual del PIB trimestral

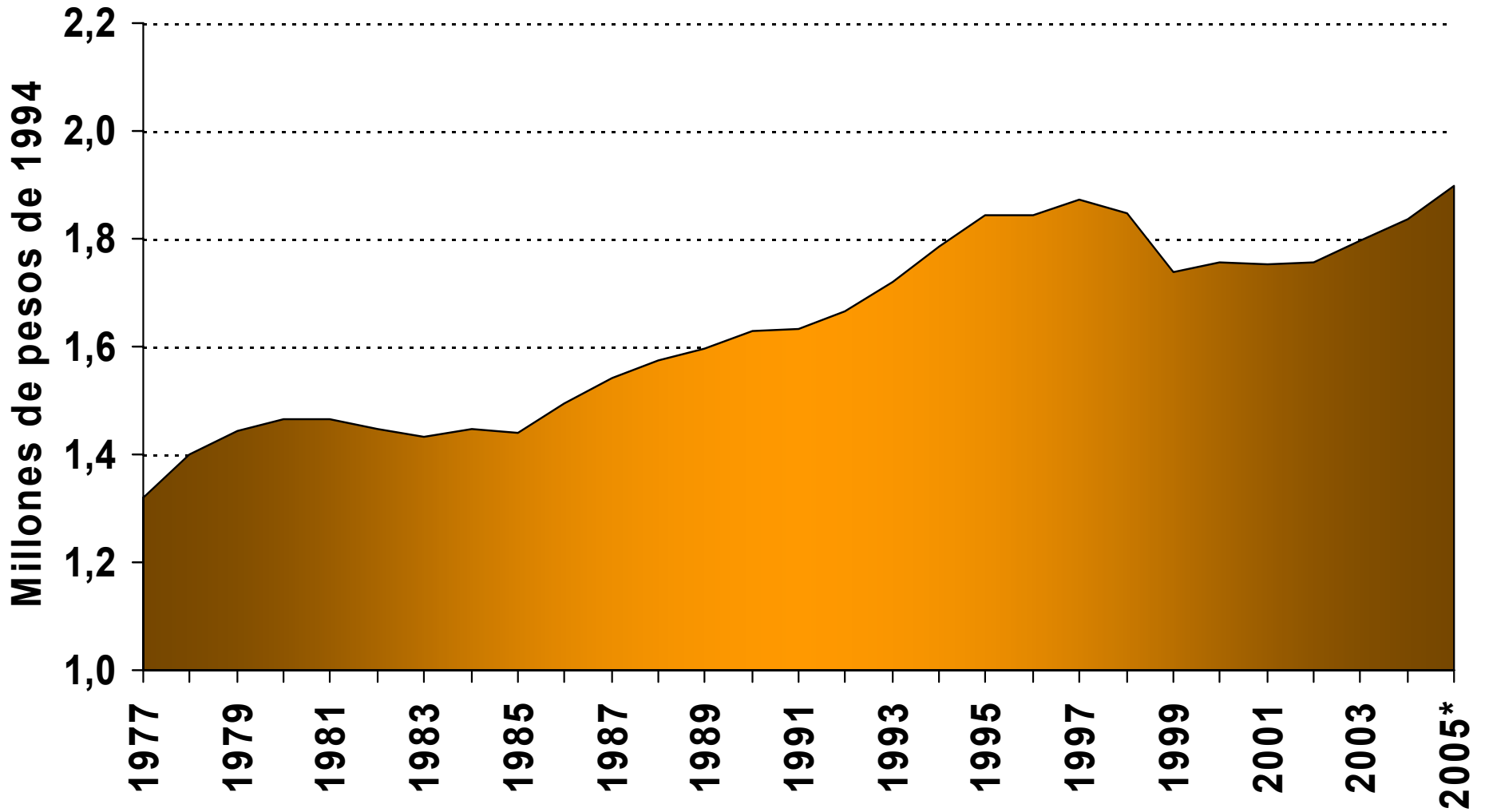


Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República

### Es el crecimiento más alto de la última década

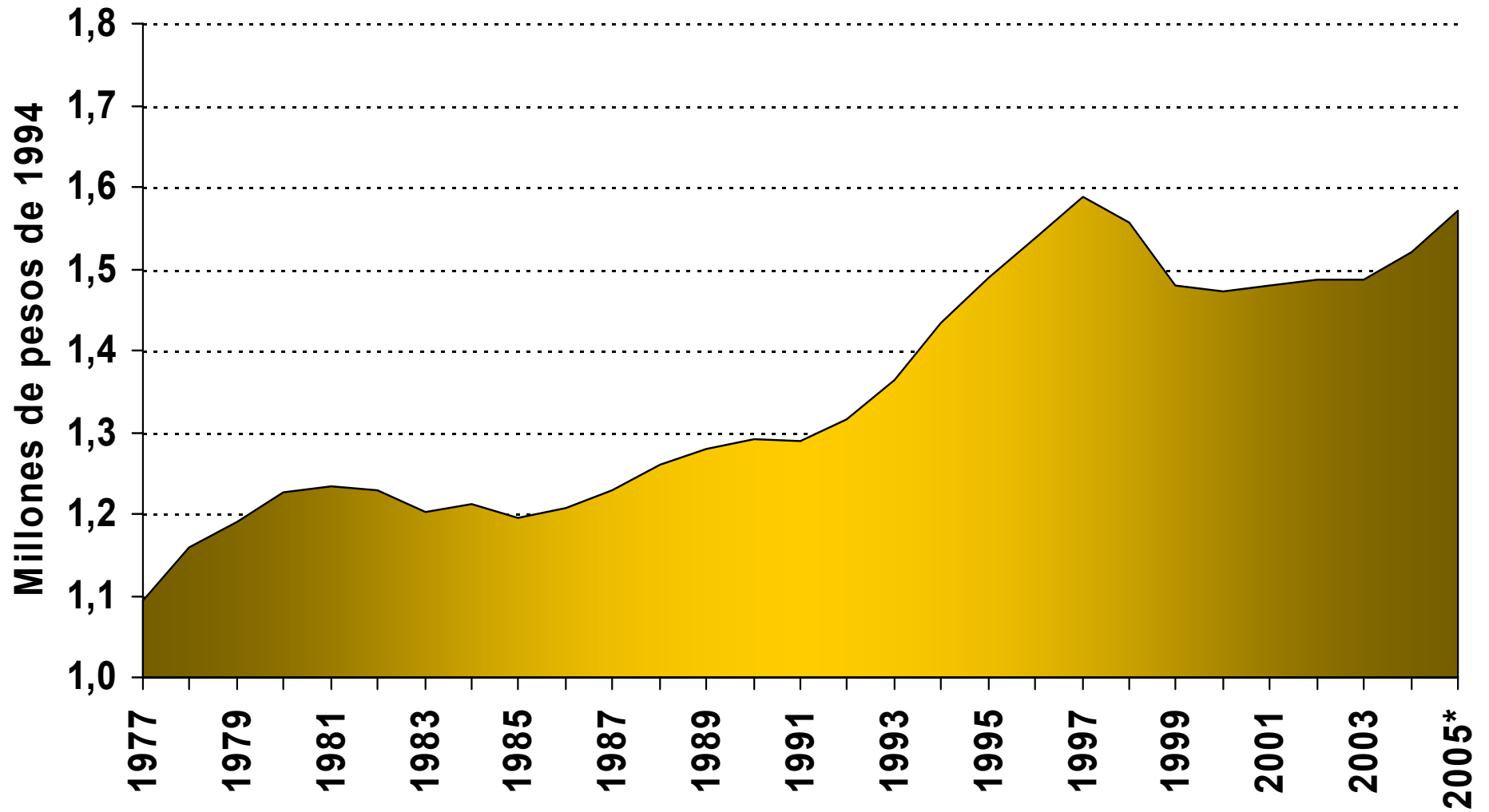


■ PRODUCTO INTERNO BRUTO (Percápita)



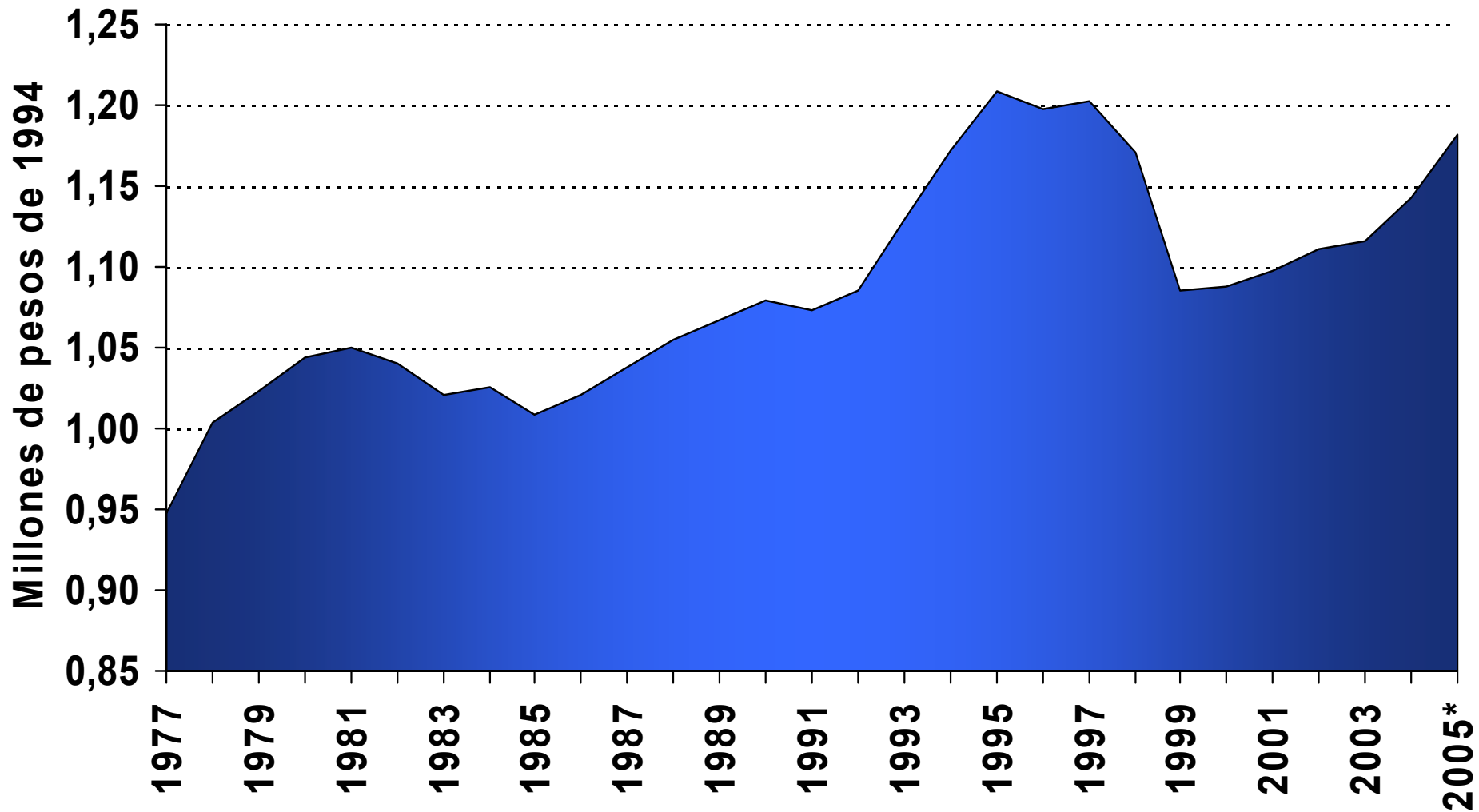


■ CONSUMO TOTAL (Percápita)



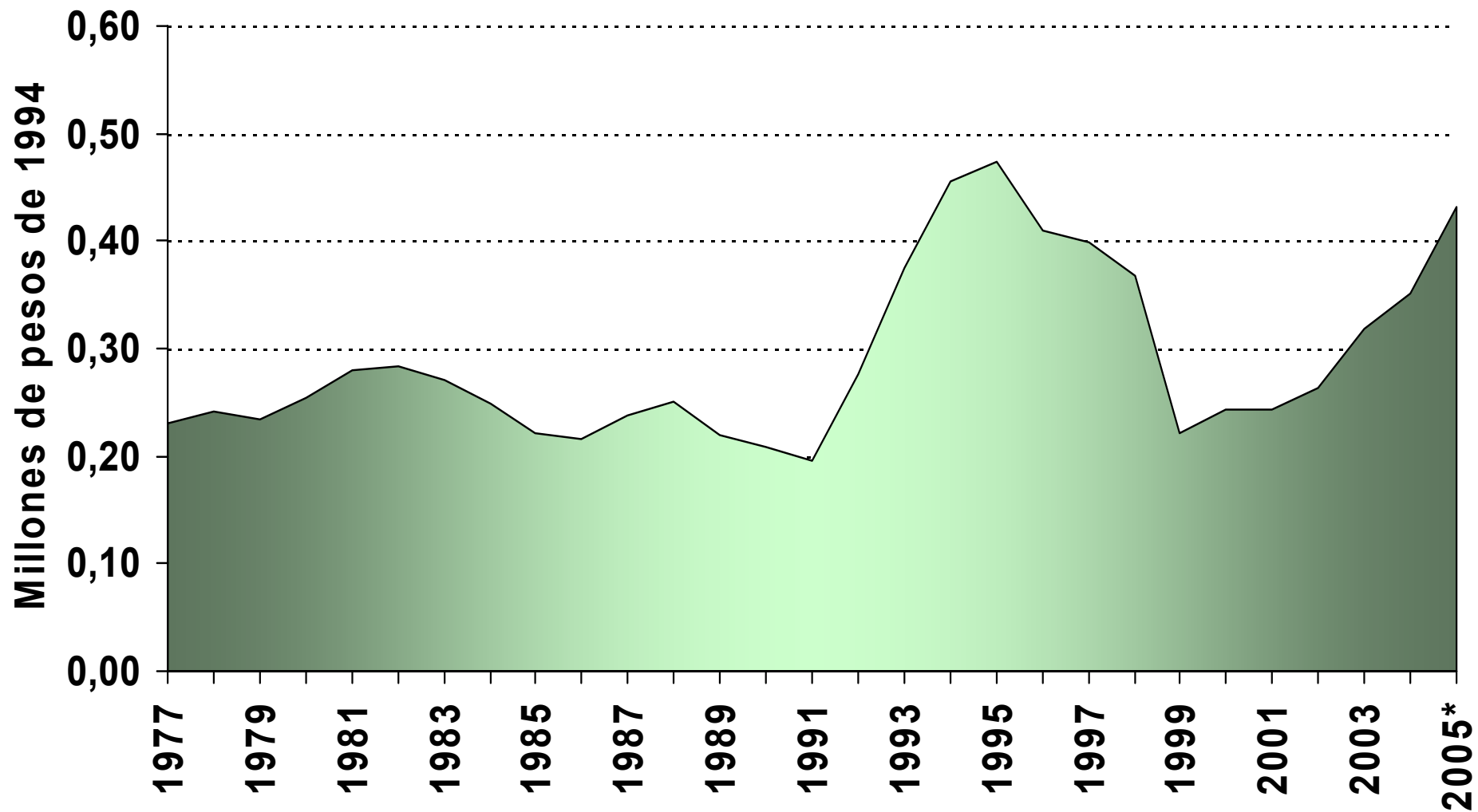


**■ CONSUMO DE LOS HOGARES (Percápita)**





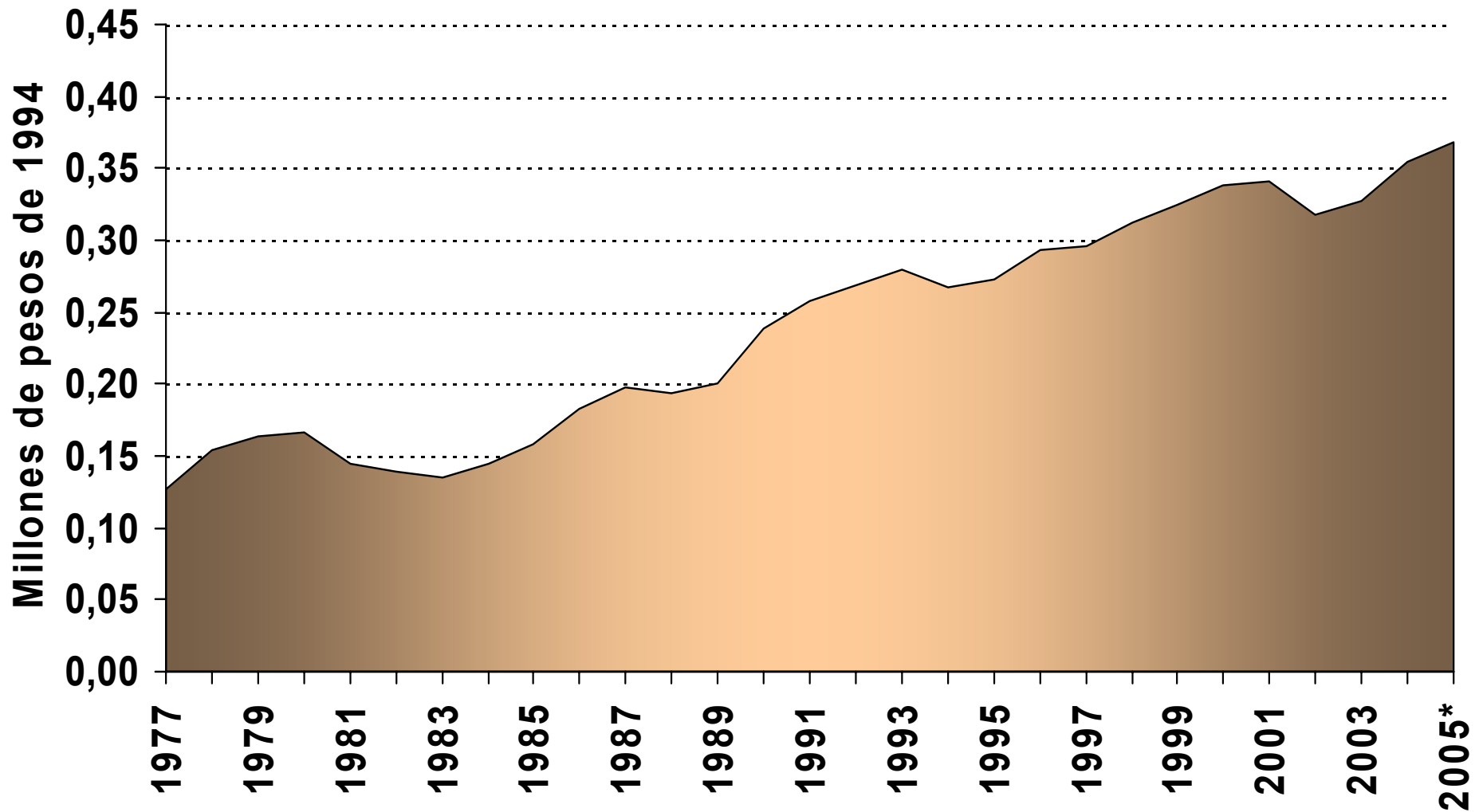
■ FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL (Percápita)





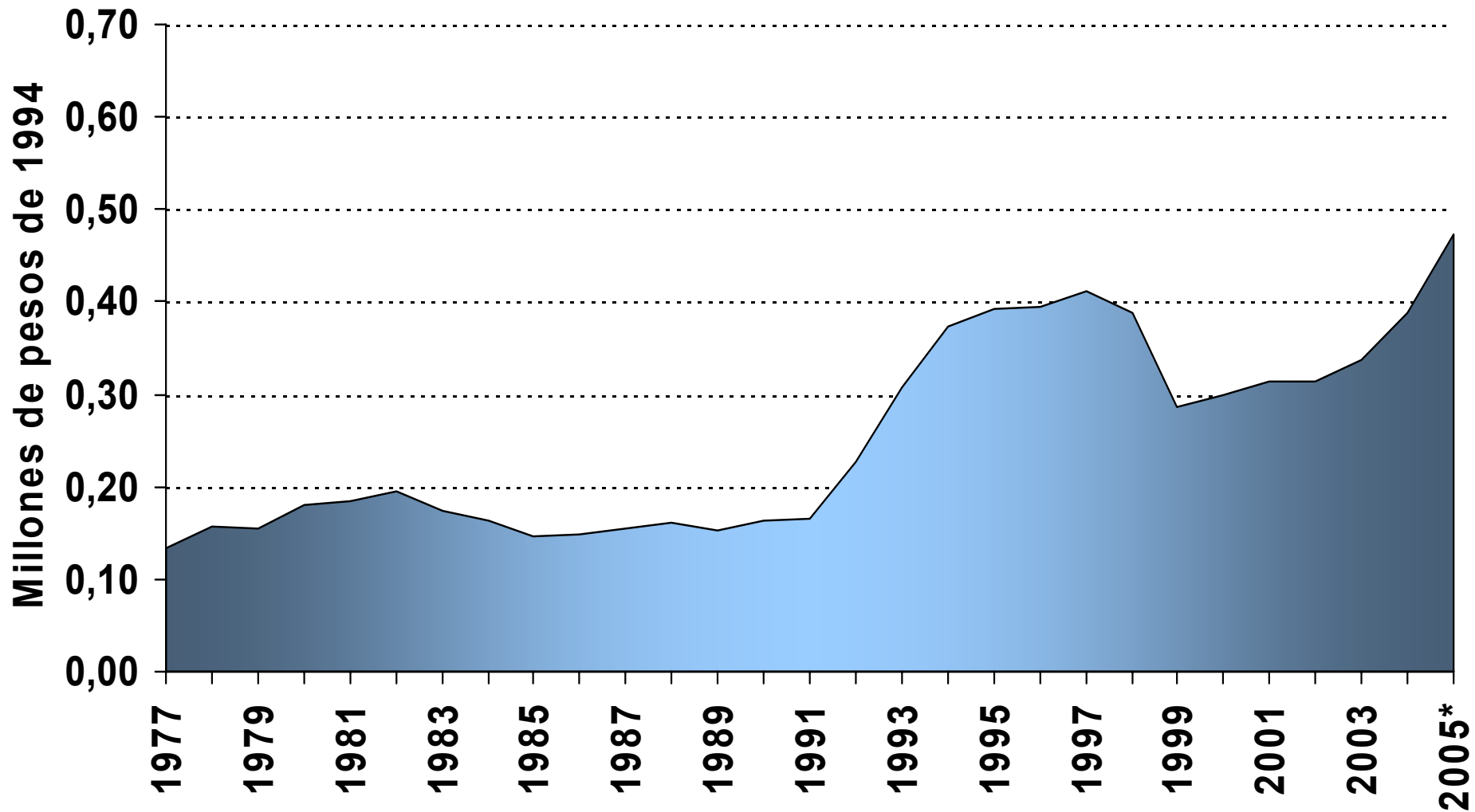


■ EXPORTACIONES (Percápita)



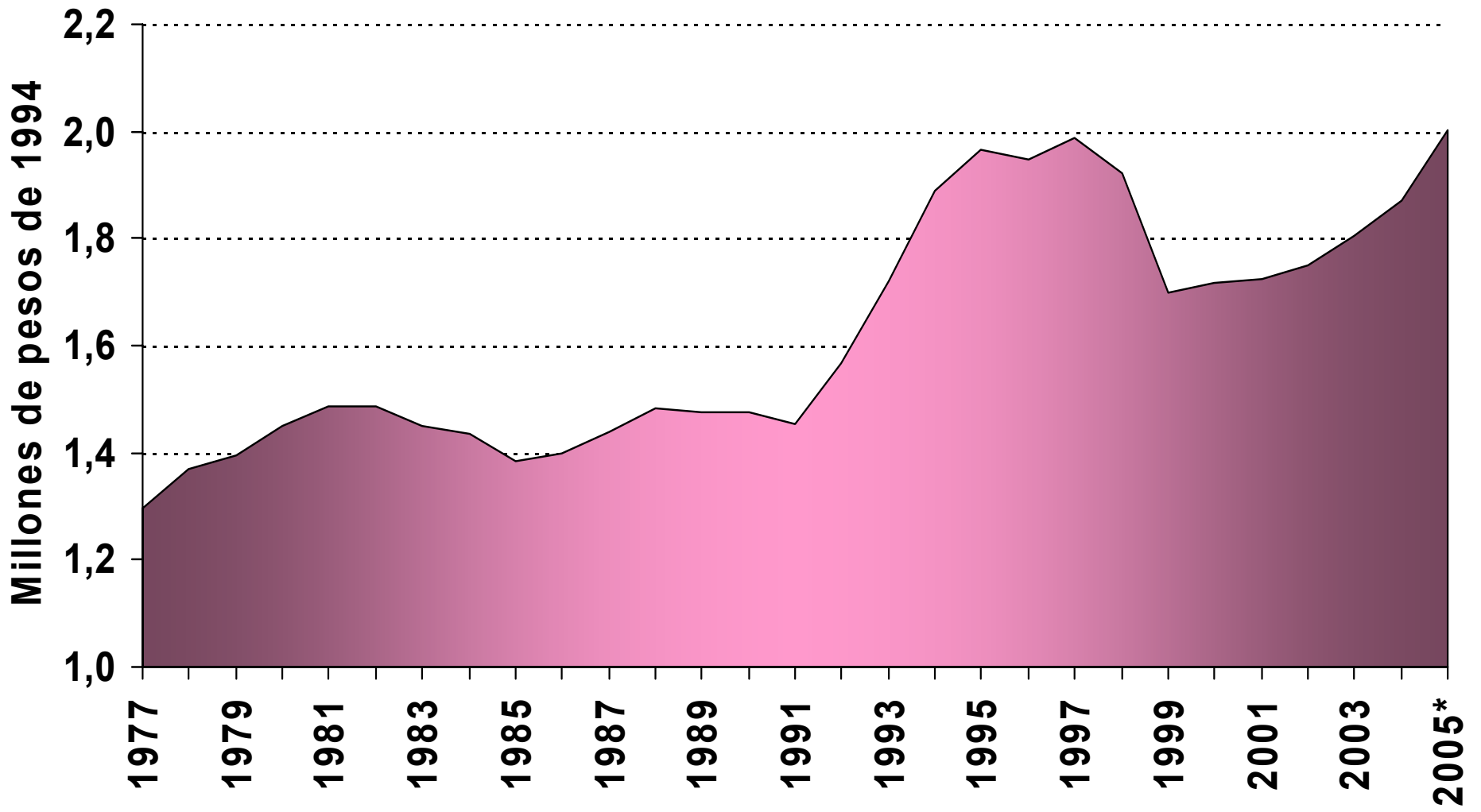


■ IMPORTACIONES (Percápita)



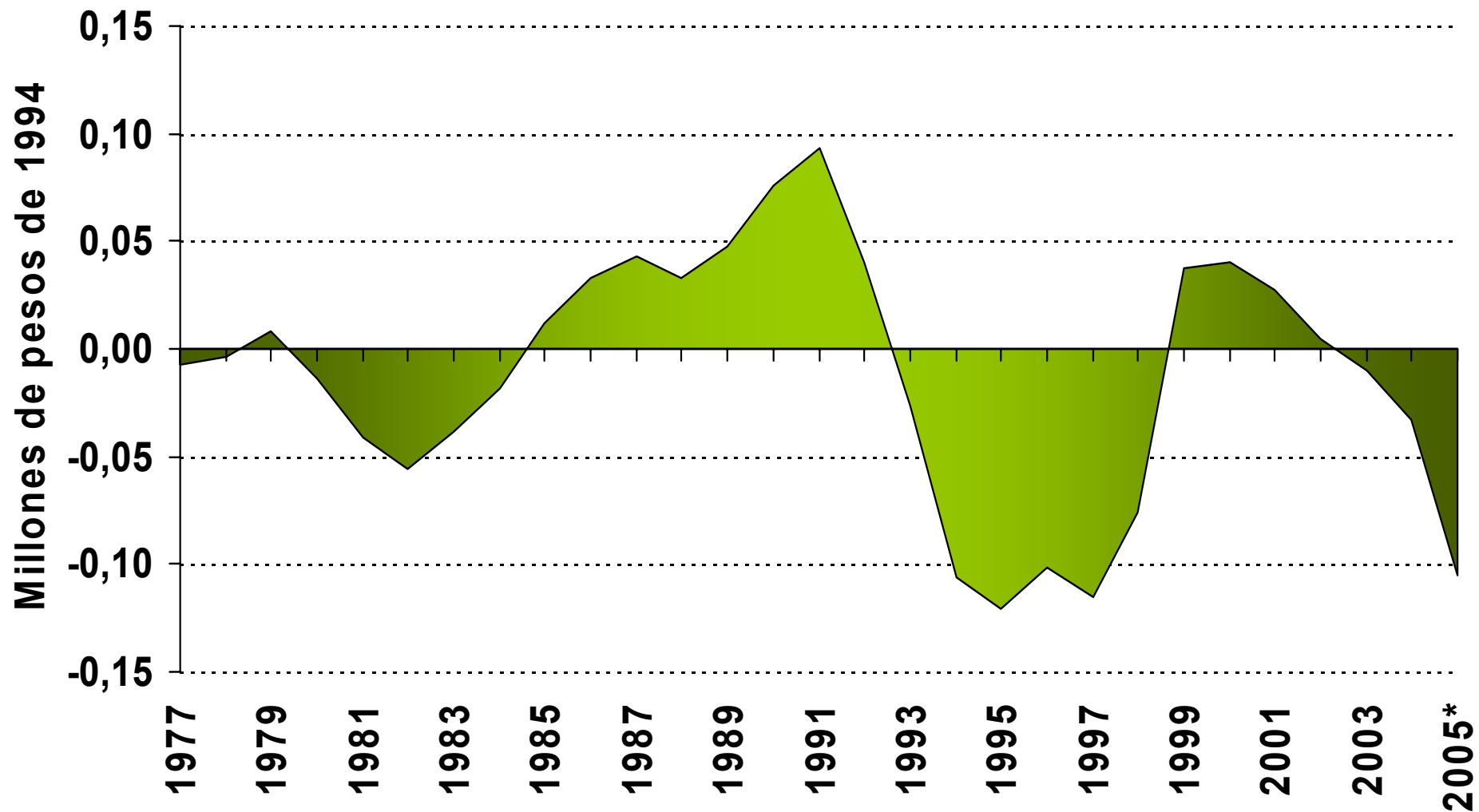


■ DEMANDA INTERNA (Percápita)



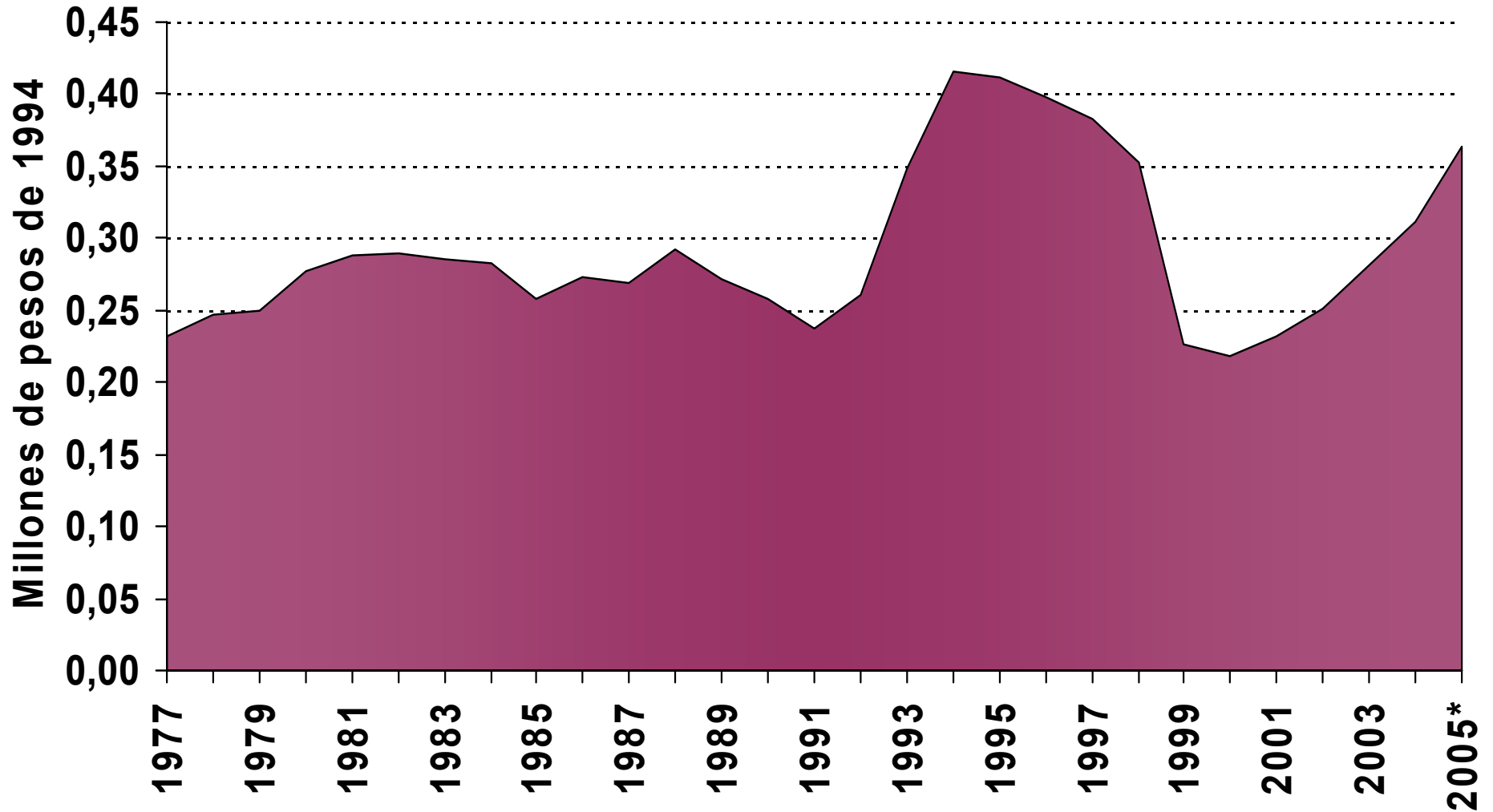


■ DEMANDA EXTERNA NETA (Percápita)



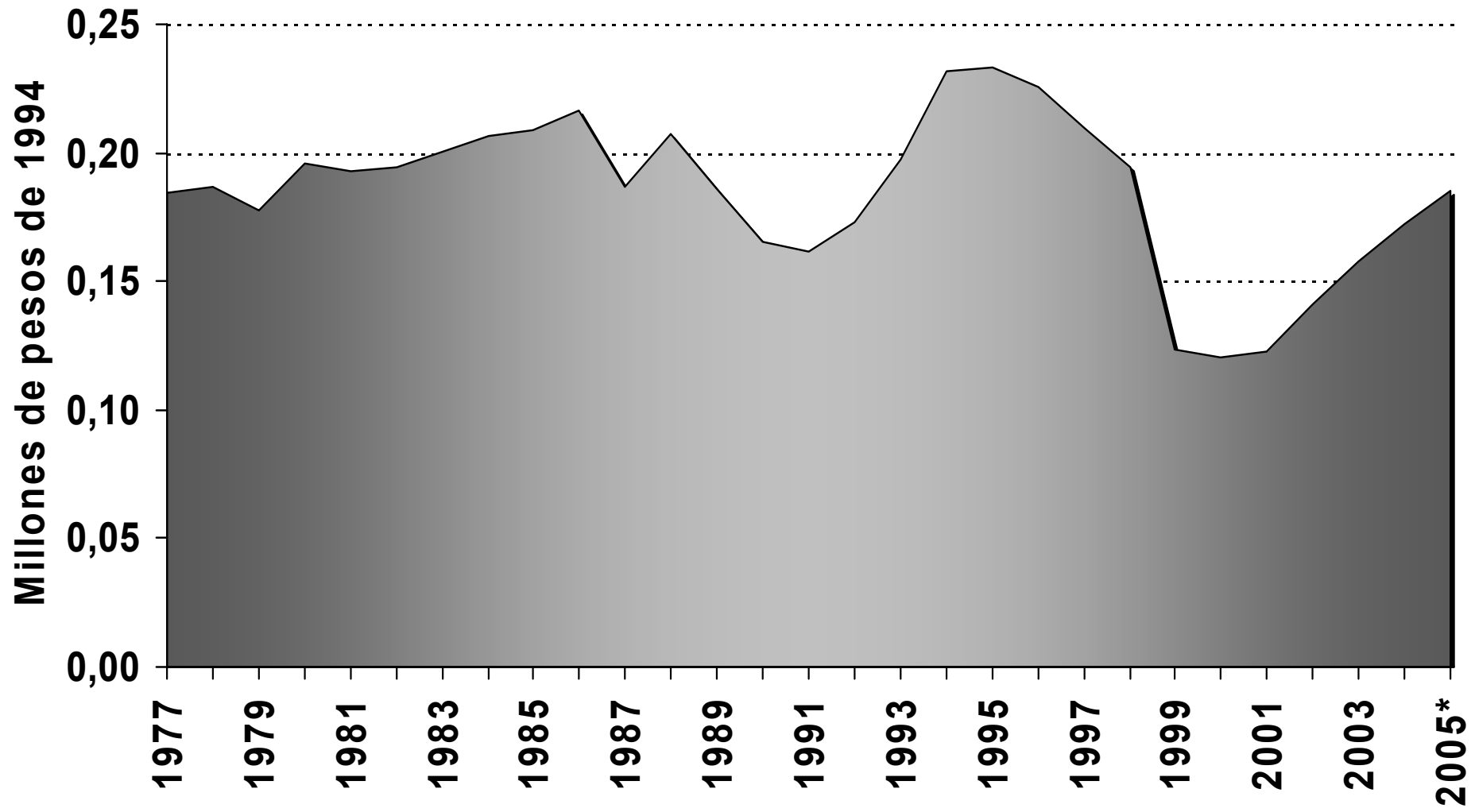


■ FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (Percápita)



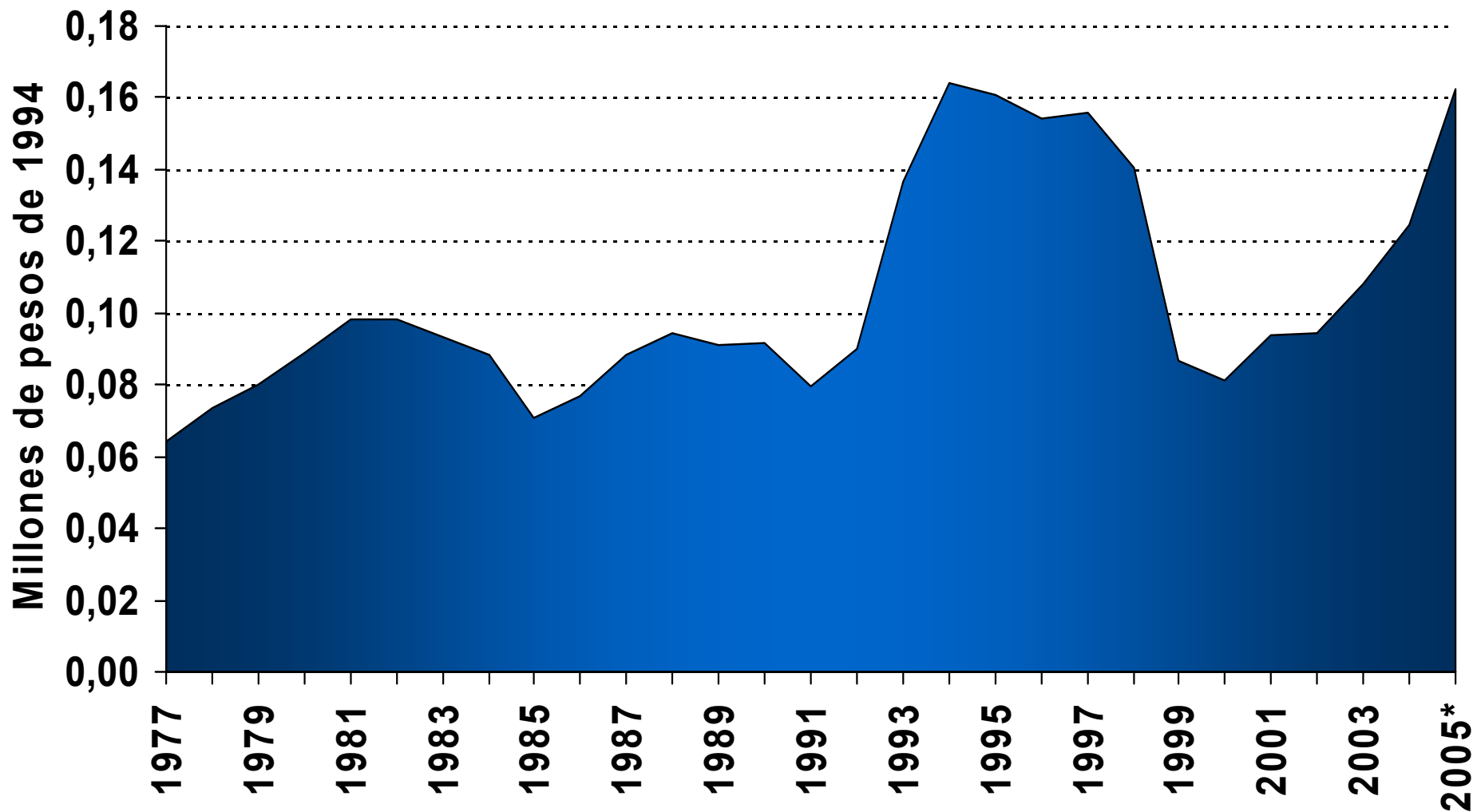


■ FBKF CONSTRUCCIÓN (Percápita)



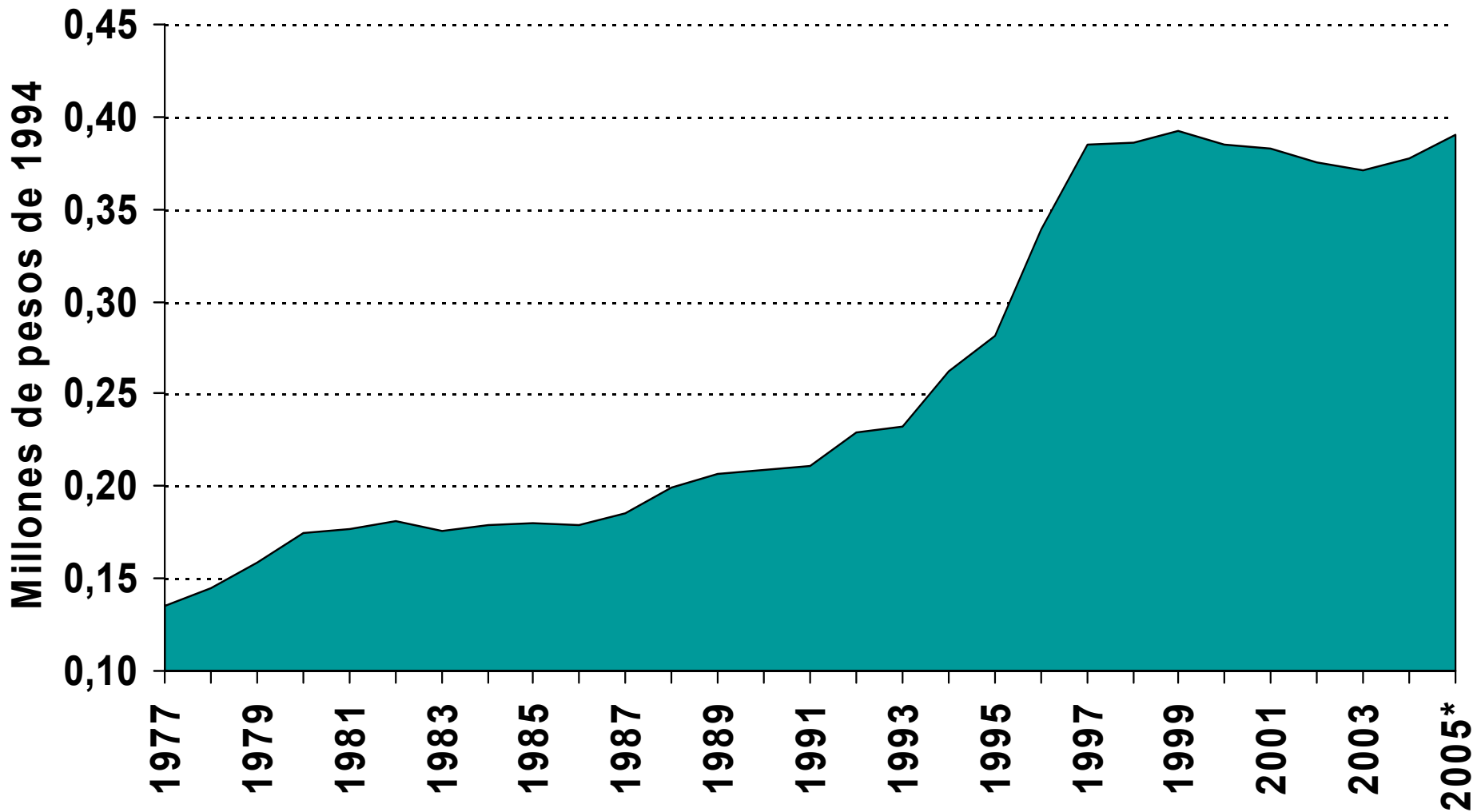


■ FBKF MAQUINARIA Y EQUIPOP Y EQUIPO DE TRANSPORTE (Percápita)





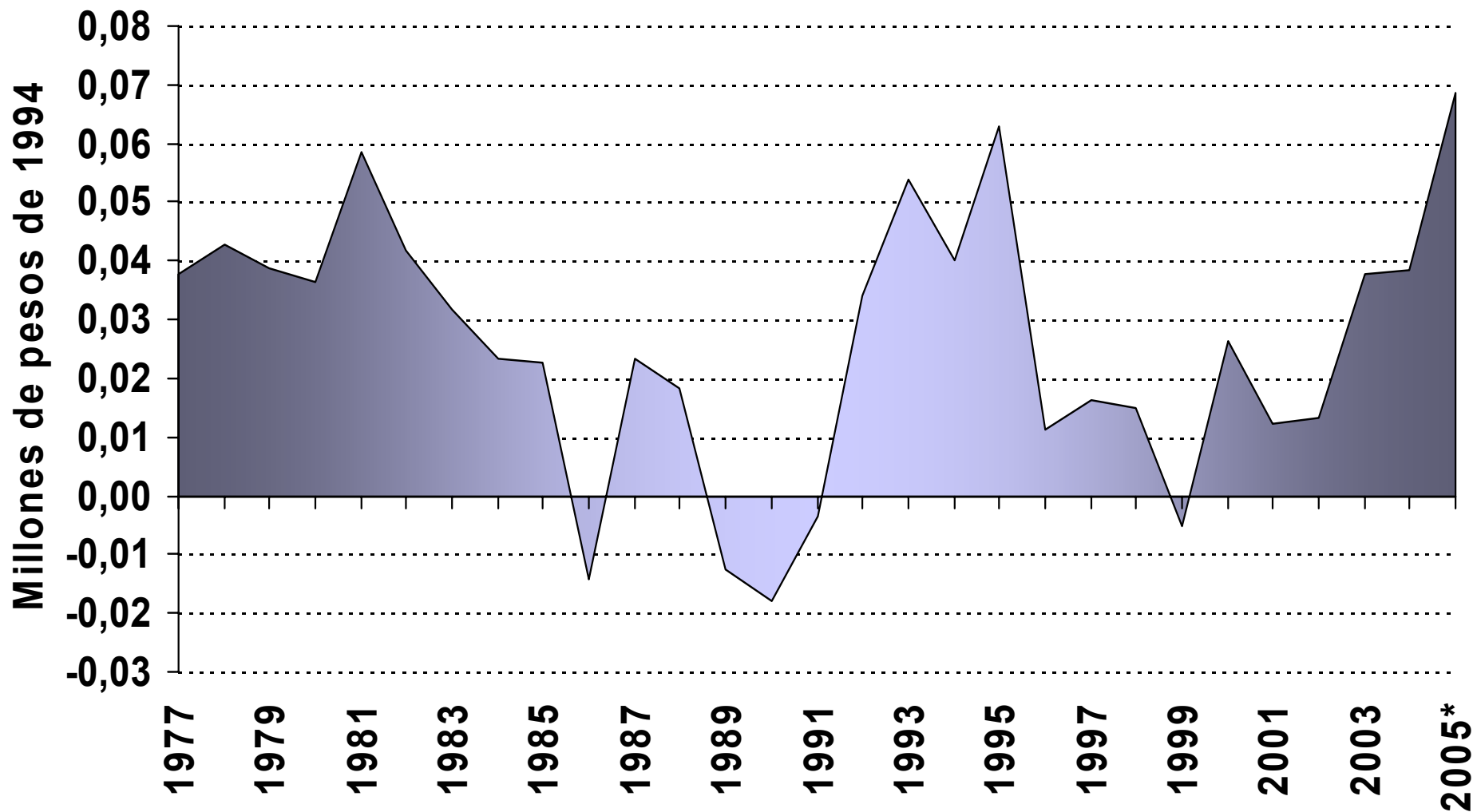
**GASTO PUBLICO (Percápita)**







■ VARIACIÓN DE EXISTENCIAS (Percápita)





# Los riesgos y las medidas para prevenirlos

1. A revaluación excesiva y prolongada: intervención cambiaria del BR, ajuste fiscal, y ciertas medidas de regulación prudencial.
2. A choques externos, contagios y pánicos financieros: acumulación de reservas int.
3. 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.
4. A inestabilidad financiera por exceso de TES en la banca: medición apropiada de sus riesgos para su patrimonio técnico.



## 2. EL FENÓMENO DE LA REVALUACIÓN

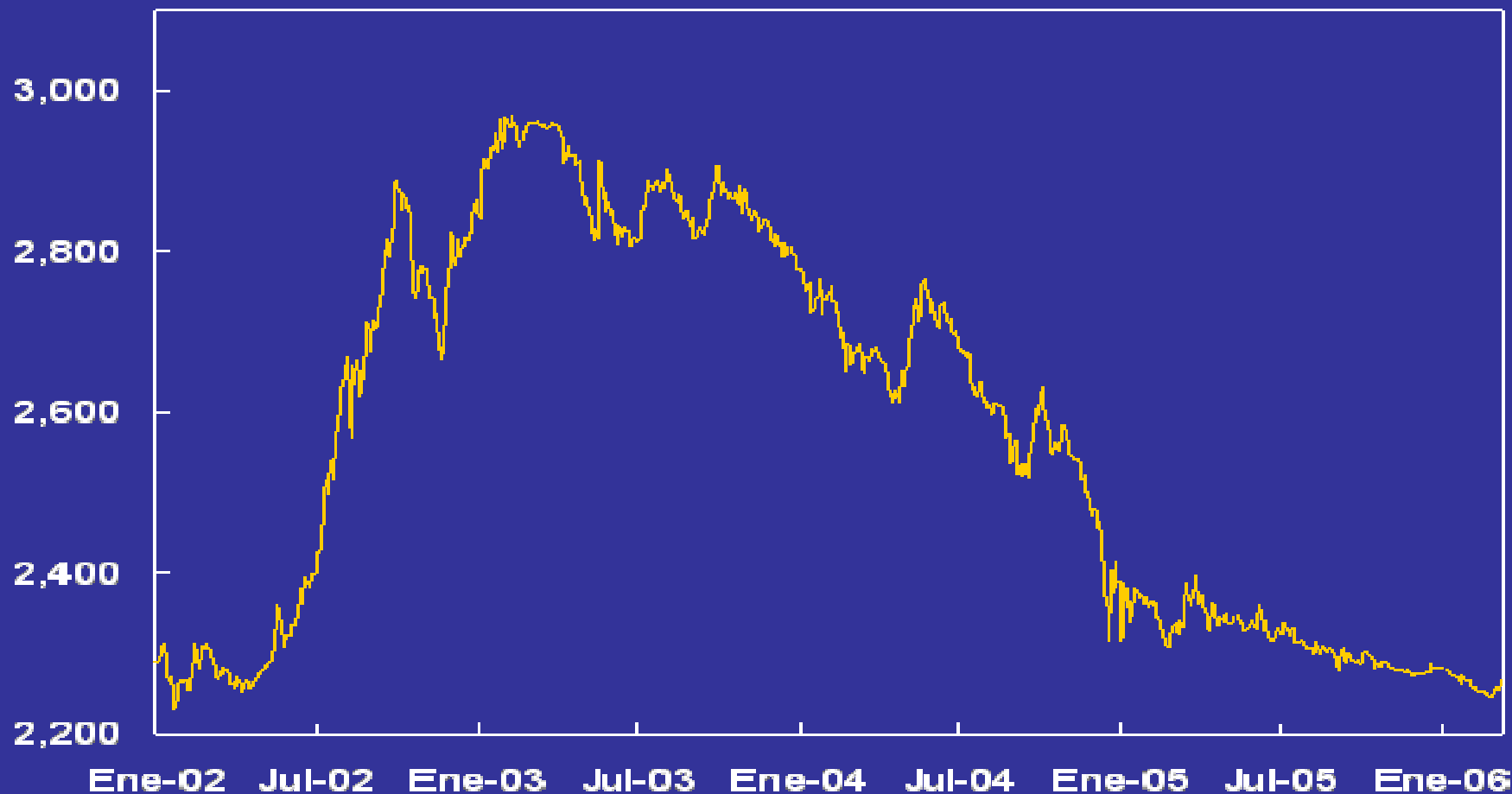


# La revaluación durante los últimos treinta y seis meses

- Entre feb.11/03 y feb.10/05, la revaluación nominal del peso fue 21%. En 2004 fue 14%. Y en 2005 alcanzó el 12.2% en promedio anual.
- Hoy, la competitividad cambiaria efectiva real en términos de la TCR es inferior en 25% a la que existía en la economía hace treinta y seis meses.



**Tras alcanzar casi tres mil pesos en feb/03, la TRM volvió a su nivel de feb/01, mientras la inflación en estos cinco años fue 33%: 'no hay almuerzo gratis'**







De otra parte, el euro y el yen, tras haberse revaluado hasta el fin de 2004, comenzaron a devaluarse a partir del inicio de 2005, recuperando así en alguna medida su competitividad cambiaria ante EU

Tasa de cambio  
Euros por dólar



Tasa de cambio  
Yenes por dólar





# Junto a las monedas de Brasil y Chile, la de Colombia es una de las que más se ha revaluado en los últimos tres años, aunque a un ritmo con tendencia decreciente y mínima volatilidad durante el presente año

Devaluación Tipos de Cambio

Mar-24-06

11:15 a.m.

LATAM	NIVEL DE TASA				DE CAMBIO
	año corrido	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás	
Colombia	-0,86%	-4,25%	-15,20%	-23,42%	2266,50
Brasil	-7,21%	-21,26%	-26,70%	-36,18%	2,158
México	1,94%	-3,39%	-1,54%	1,33%	10,868
Argentina	1,75%	5,82%	7,04%	6,37%	3,080
Venezuela	0,00%	0,01%	11,98%	34,37%	2147,3
Perú	-1,58%	3,52%	-2,49%	-3,01%	3,374
Uruguay	2,11%	-4,82%	-18,79%	-15,97%	24,200
Chile	3,62%	-9,27%	-13,65%	-26,61%	532,97

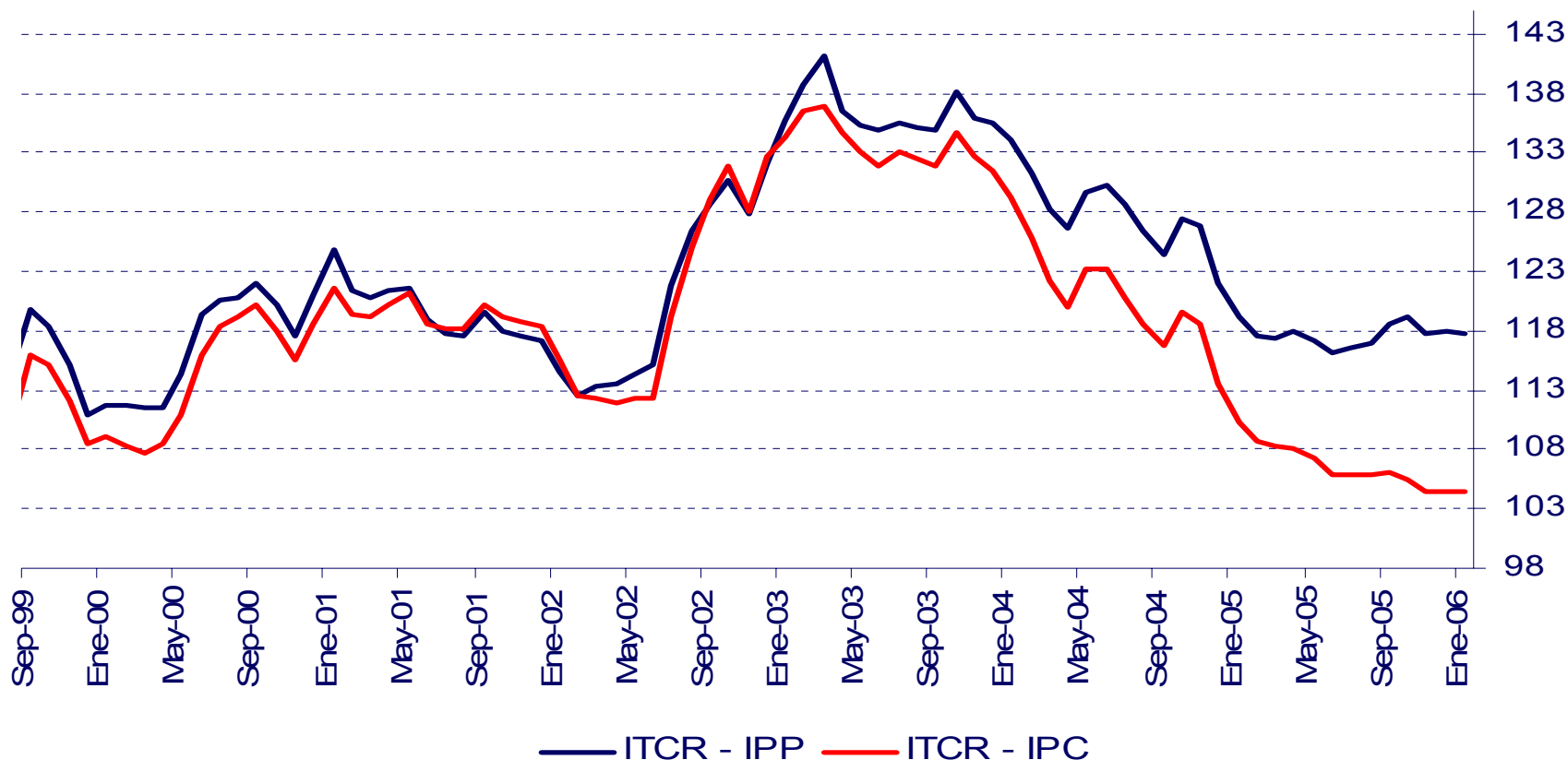
Fuente: Bloomberg





**El ITCR promedio de feb. (118.41),  
aunque superior al base 100 de 1994,  
es inferior al de sep./99, cuando se  
desmontó la banda cambiaria**

**Indice de Tasa de Cambio Real  
(1994 = 100)**





**Si la base 100 fuera año 2000, el ITCR hoy estaría en 89. Sin embargo...**

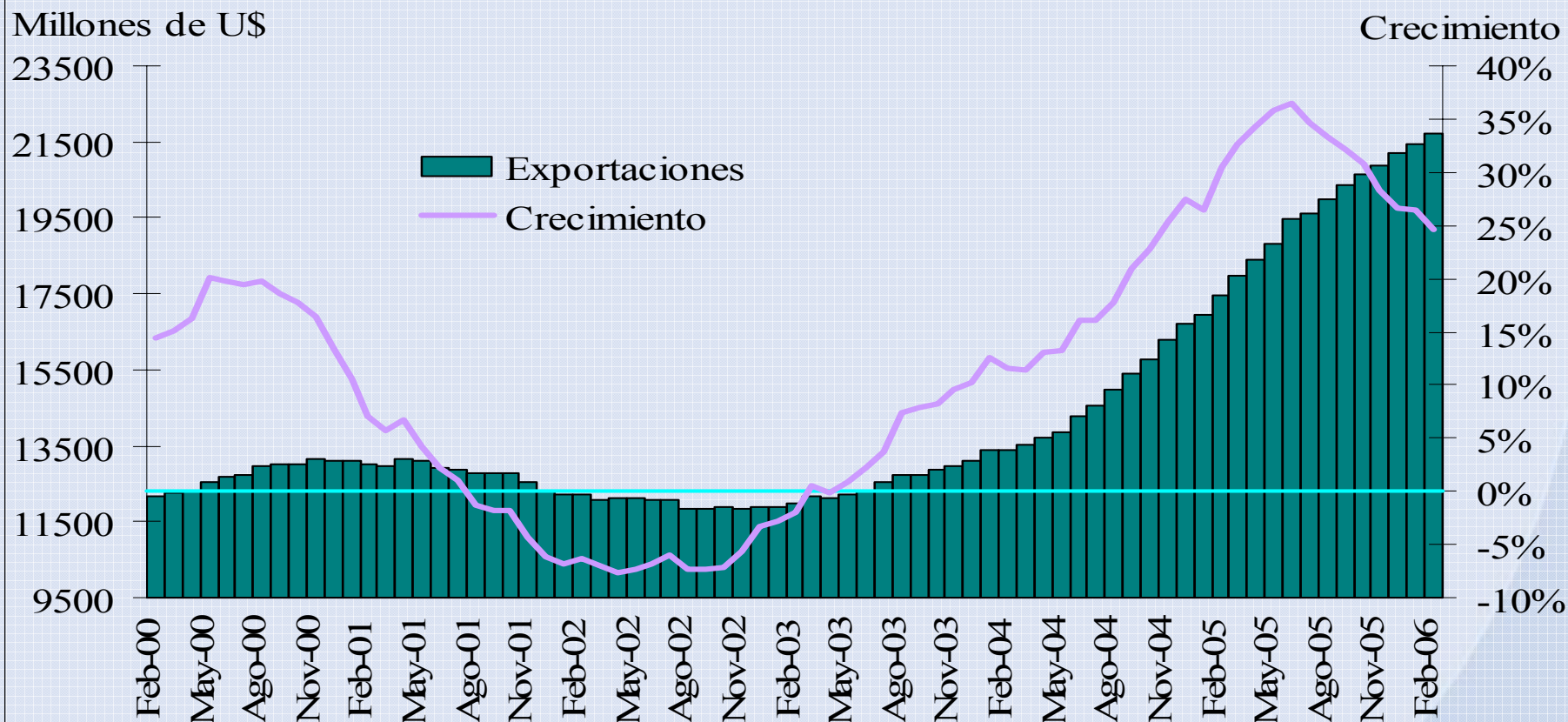
“...la TCR de equilibrio no es constante en el tiempo, ya que depende de factores que están en permanente proceso de cambio. Por tanto, no es lógico pensar que el nivel de equilibrio de la TCR deba permanecer constante y que necesariamente corresponda al obtenido en algún período en particular.”

(Informe de la Junta BR Congreso, Marzo/05).



# Las exportaciones siguen creciendo (26.6% en 2005) en especial a Venezuela y EU, aunque a tasas declinantes

## Exportaciones Totales (Últimos 12 Meses)

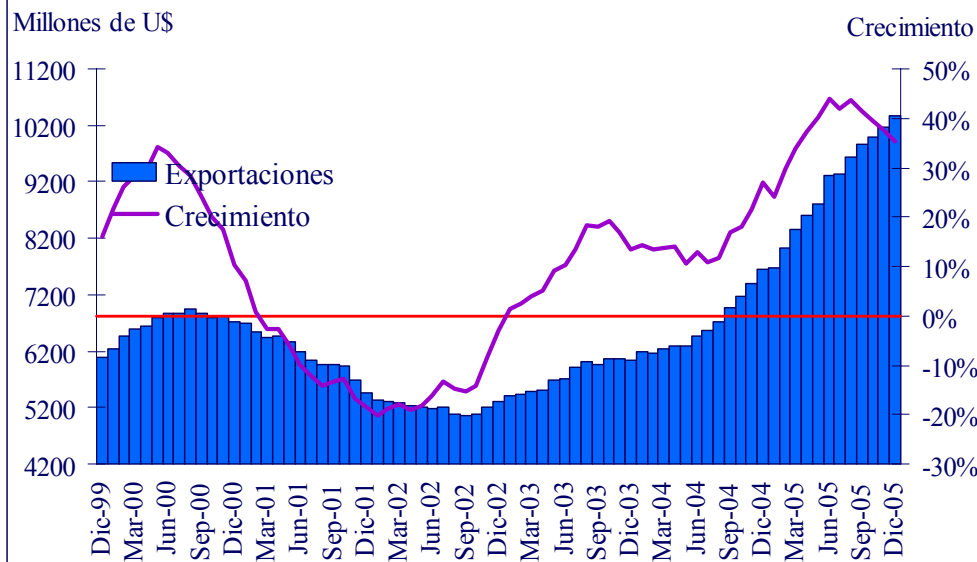


Fuente: DANE



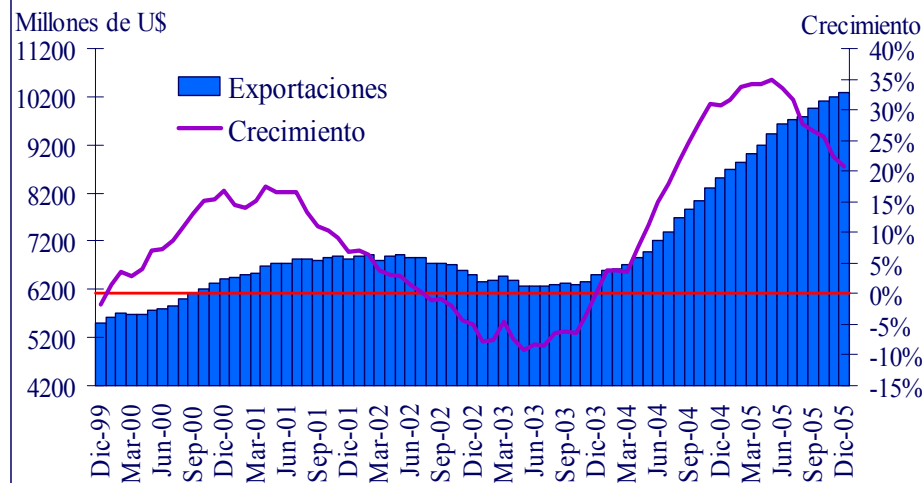
# Tanto las tradicionales (que originaron el 60.7% del crecimiento del total por sus altos precios del momento), como las no tradicionales (cuyo dinamismo ha comenzado a marchitarse en mayor medida)

### Exportaciones Tradicionales (Últimos 12 Meses)



Fuente: DANE

### Exportaciones No Tradicionales (Últimos 12 Meses)

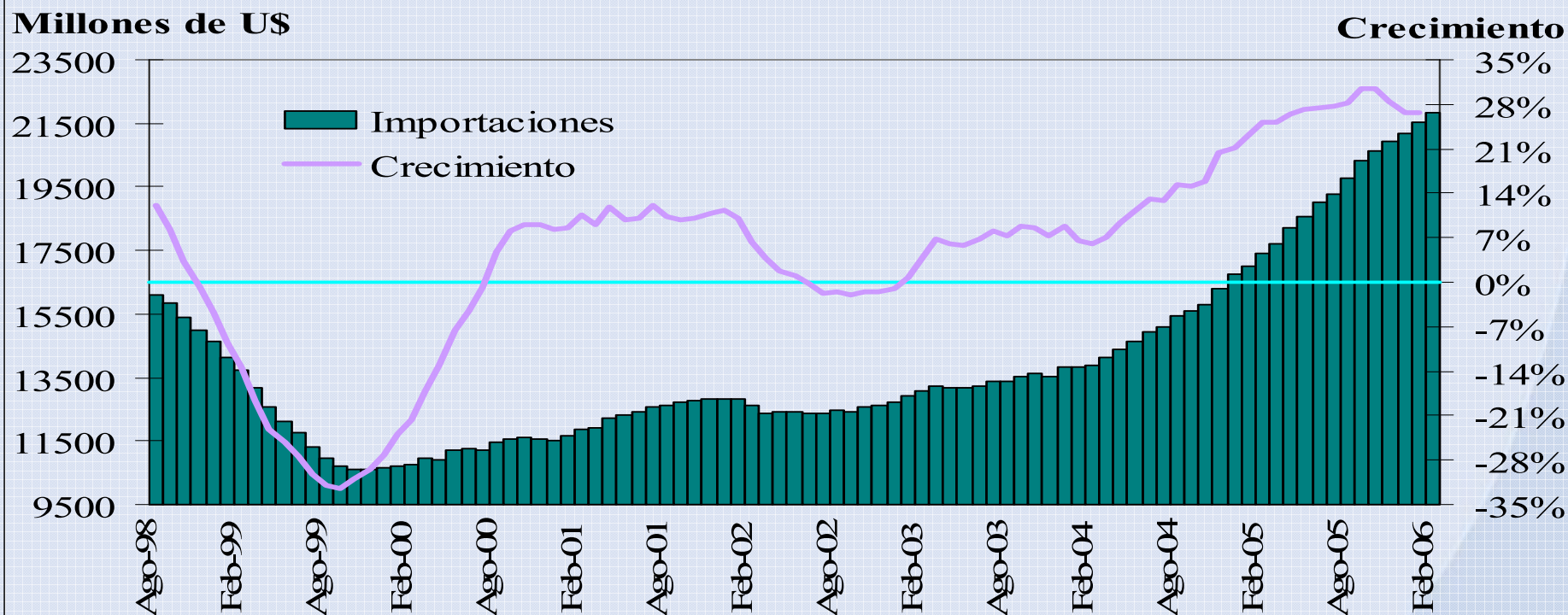


Fuente: DANE



# Las importaciones también aumentan (26.7%), en particular bienes de capital (38.4%): a tasas crecientes, incorporando nuevas tecnologías y elevando productividad

## Importaciones Totales (Últimos 12 Meses)

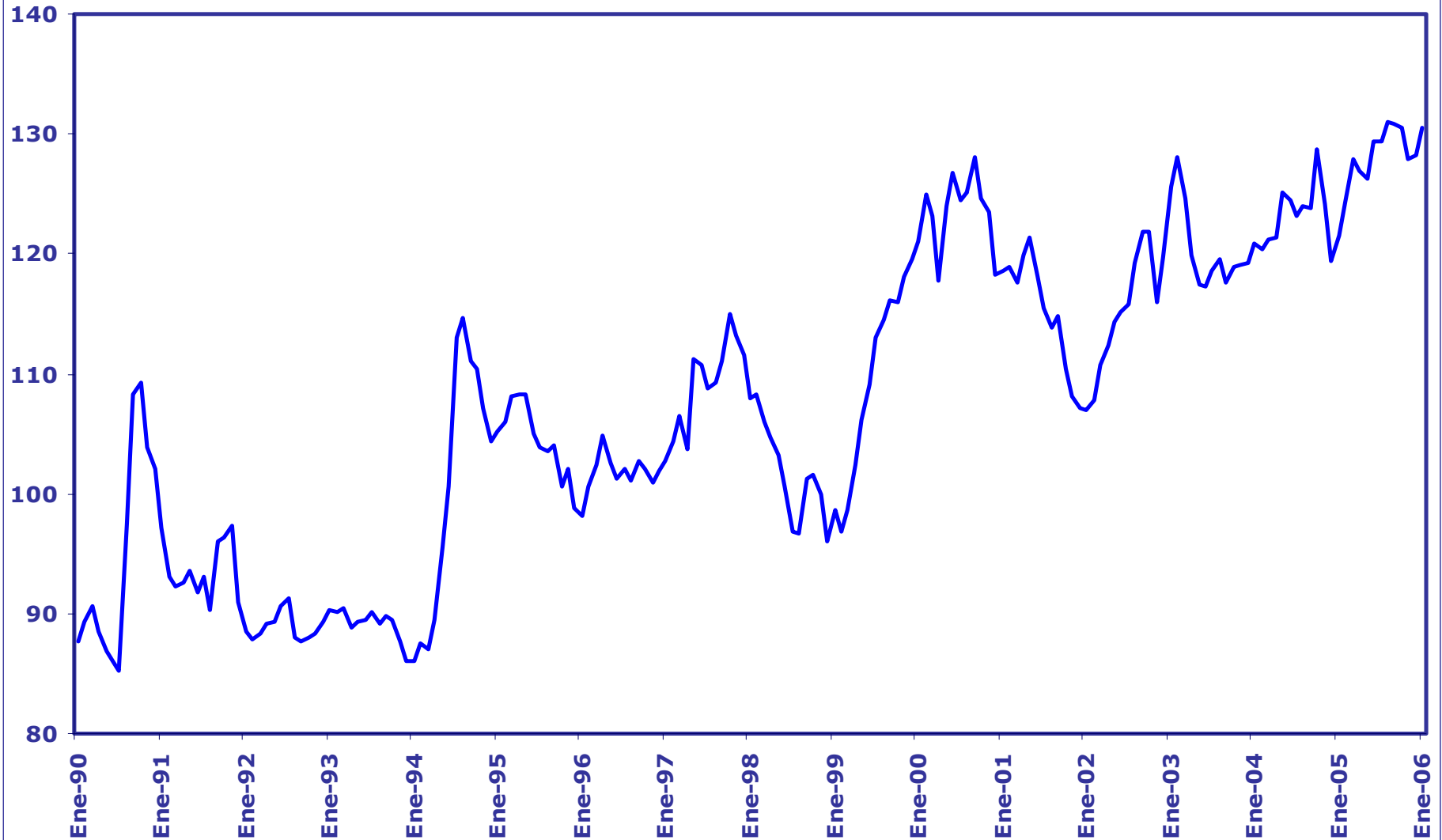


Fuente: DANE



# Además, nuestros términos de intercambio han seguido mejorando

**Términos de Intercambio**  
media geométrica de 1994=100





# Los precios externos de nuestros principales productos básicos siguen altos

	Promedio 2004	Promedio 2005	Ene-06	Feb-06
Petróleo WTI (US\$/barril)	41.4	56.7	65.5	61.6
Carbón Australiano (US\$/tm)	54.7	49.4	43.2	47.7
Niquel (US\$/tm)	13,823	14,744	14,555	14,979
Café (centavos US\$/libra)	84.2	116.9	126.2	121.6
Oro (US\$/onza troy)	409.2	444.9	549.9	555.0

Fuente: Banco Mundial - Pinksheet



# Pronósticos de precios del petróleo

## Pronósticos Precios del Petróleo (WTI) (US\$/Barril)

		Feb-06	Ene-06
<b>2006</b>	<b>I</b>	63.20	65.66
	<b>II</b>	64.50	66.00
	<b>III</b>	63.75	64.75
	<b>IV</b>	63.50	63.50
	<b>anual</b>	<b>63.74</b>	<b>64.98</b>
<b>2007</b>	<b>I</b>	62.00	62.00
	<b>II</b>	60.50	60.50
	<b>III</b>	60.00	60.00
	<b>IV</b>	60.00	60.00
	<b>anual</b>	<b>60.63</b>	<b>60.63</b>

**AIE**





# De otra parte, nuestros principales socios comerciales siguen creciendo

## EVOLUCIÓN DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DE NUESTROS SOCIOS COMERCIALES\*

	<b>Observado</b>	<b>Feb-06</b>	<b>Mar-06</b>
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2006</b>
<b>Principales socios</b>			
Estados Unidos	3.6	3.4	3.4
Ecuador	2.8	3.1	3.5
Venezuela	9.4	6.2	6.4
<b>Otros socios</b>			
Zona del Euro	1.4	2.1	2.1
Japón	2.4	2.2	2.3
China	9.3	8.7	9.0
Perú	6.1	4.9	4.8
México	3.1	3.5	3.5
Chile	5.9	5.5	5.6
Argentina	8.9	6.2	6.7
Brasil	2.5	3.4	3.5
Bolivia	3.7	2.9	3.1
Países desarrollados	3.2	3.1	3.0
Países en desarrollo	6.3	4.8	5.0
<b>Total socios comerciales*</b>	<b>4.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>

Fuente: DATASTREAM - Consensus



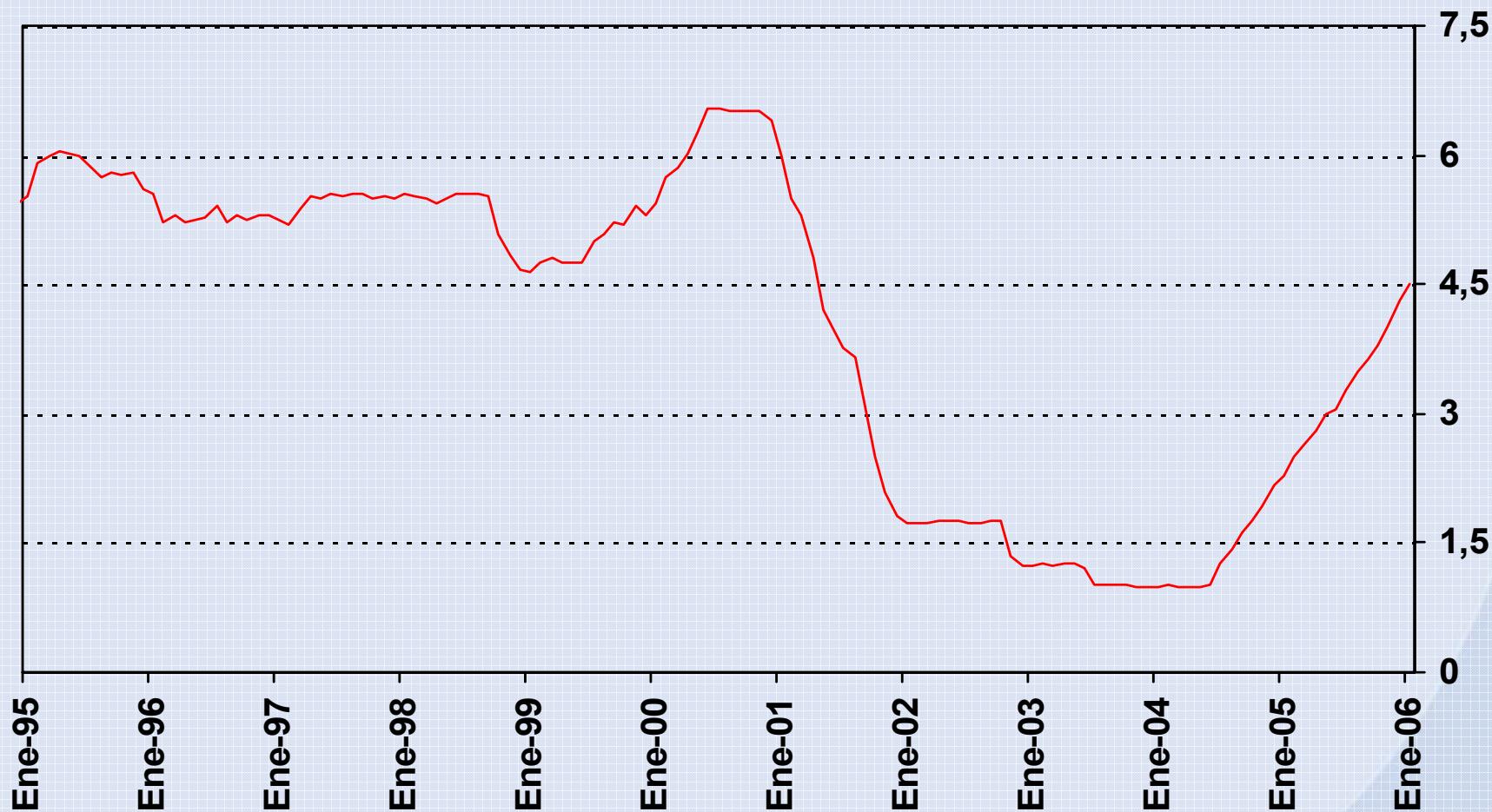
## No obstante, no toda la enfermedad está en las sábanas (comerciales)...

- Tras haber desaparecido **los rendimientos reales en el mundo rico (0 o negativos)**, aumentó el apetito por el riesgo en LatAm: inversión en títulos de deuda pública, IED, portafolio y créditos. Ello, a pesar de las alzas de las tasas de interés de la FED.
- Aunque éstas comienzan a impactar a las de los bonos de LP, cuya alza también refleja mayores expectativas de inflación en EU por los altos precios del petróleo.



# La tasa de la FED acercándose a su nivel 'neutral' del 5%

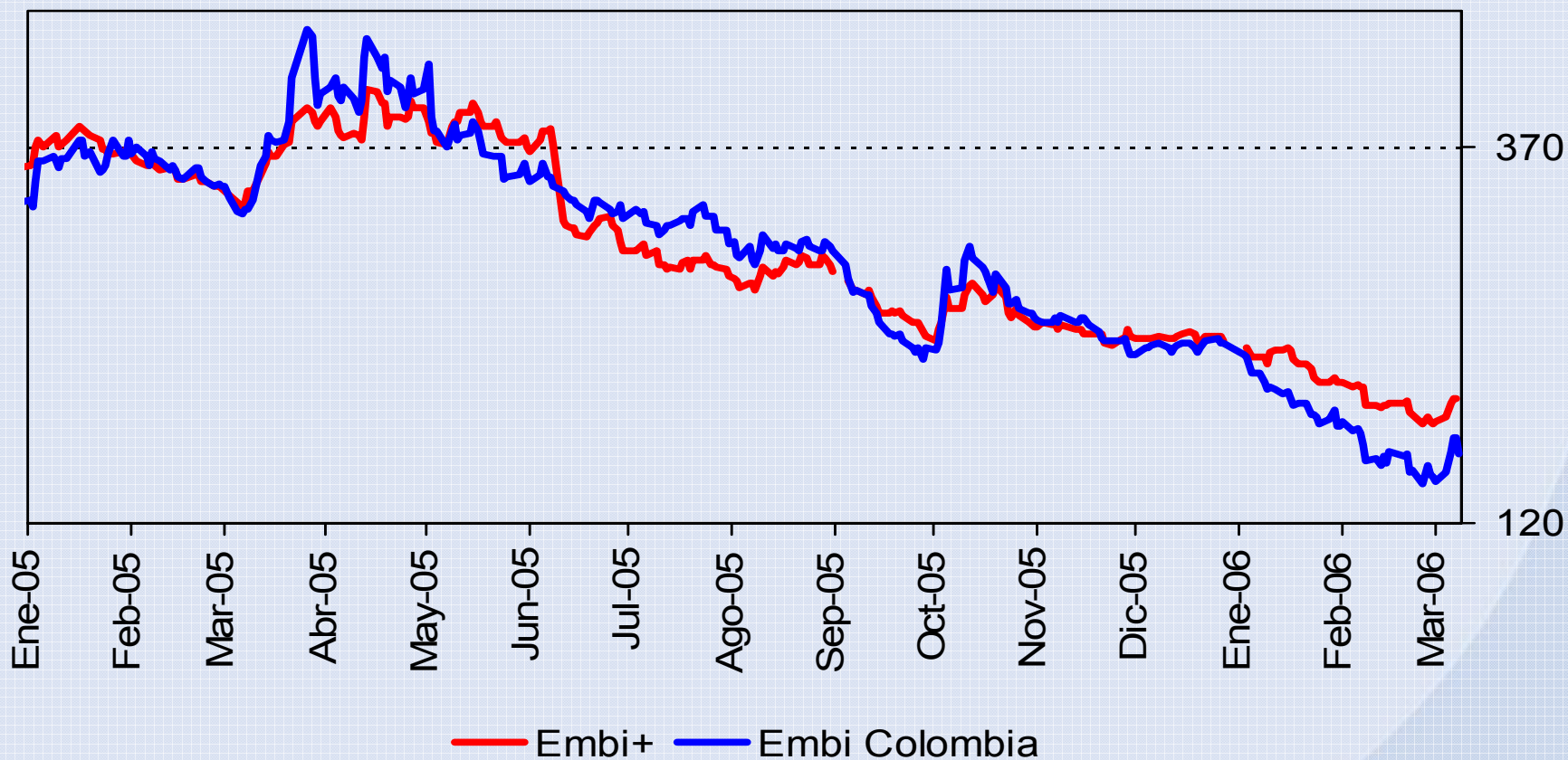
## Tasa de interés FED





# Las primas riesgo país aumentaron un poco ante las alzas de las tasas de la FED y el BCE

**Prima de riesgo país  
Embi+ Países Latinoamericanos**





## Como en 2004, durante 2005 siguió creciendo la entrada neta de capitales

- Por inversiones de portafolio y deuda, en su mayoría de corto plazo, pasó de US \$256 mll a US \$964 mll: **+ 277%**
- Por inversión extranjera directa de US \$2.987 mll a US \$5.300 mll (4.3% del PIB), su máximo histórico: **+77%**
- Por el Gobierno, de US \$1.083 mll a US \$2.889 mll, suma esta de la cual **monetizó US \$727 millones**



- Las transferencias netas 2004, US \$3.294 mll (en su gran mayoría remesas). Y 2005, US \$3.555 mll: +8%
- **Compras a cambistas** en 2004 fueron de US \$1.376 mll: +88% / 2003. Y en 2005 fueron US \$ 1.734 mll: +26% / 2004. O sea en dos años , +137%. **Por decir lo menos, inquietante.**



## Resulta muy difícil aumentar el empleo de forma duradera con semejante revaluación. Pero también con alta inflación

- Correlación inversa entre TCR y desempleo, con rezago de 2 o 3 años.
- Efecto negativo sobre la cuenta comercial de los bienes transables.
- Revaluación tan excesiva podría causar devaluación abrupta y también excesiva. Y por tanto poner en riesgo el enfoque de *inflation targeting*.



## Estragos al sector real y al exportador

- Textiles, confecciones, calzado, manufacturas de cuero, productos químicos y artes gráficas, con grandes dificultades. Agravadas por la competencia de China e India; contrabando; y lavado de activos.
- Y las exportaciones del agro - café, banano, flores, azúcar, aceite, frutas, acuicultura -, también muy afectadas.





## Y estragos a la mayoría del resto del agro

Además, casi todos los precios internos del resto del agro están atados al dólar: se han impuesto los pactos de precios entre productores e industrias denominados en US \$: maíz, soya, sorgo, yuca industrial, algodón, frutas, trigo, cebada.



# 3. EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN



# Dos vehículos y dos herramientas de nuestra política monetaria

Los vehículos: estrategia **INFLACIÓN OBJETIVO**, y **FLOTACIÓN ADMINISTRADA** de la tasa de cambio.

Y las herramientas:

1. Tasas de interés de corto plazo en operaciones de expansión y contracción (**TASAS REPOS**), compra-venta de TES.
2. Intervenciones en el mercado cambiario: compra y venta de divisas (**RESERVAS**).



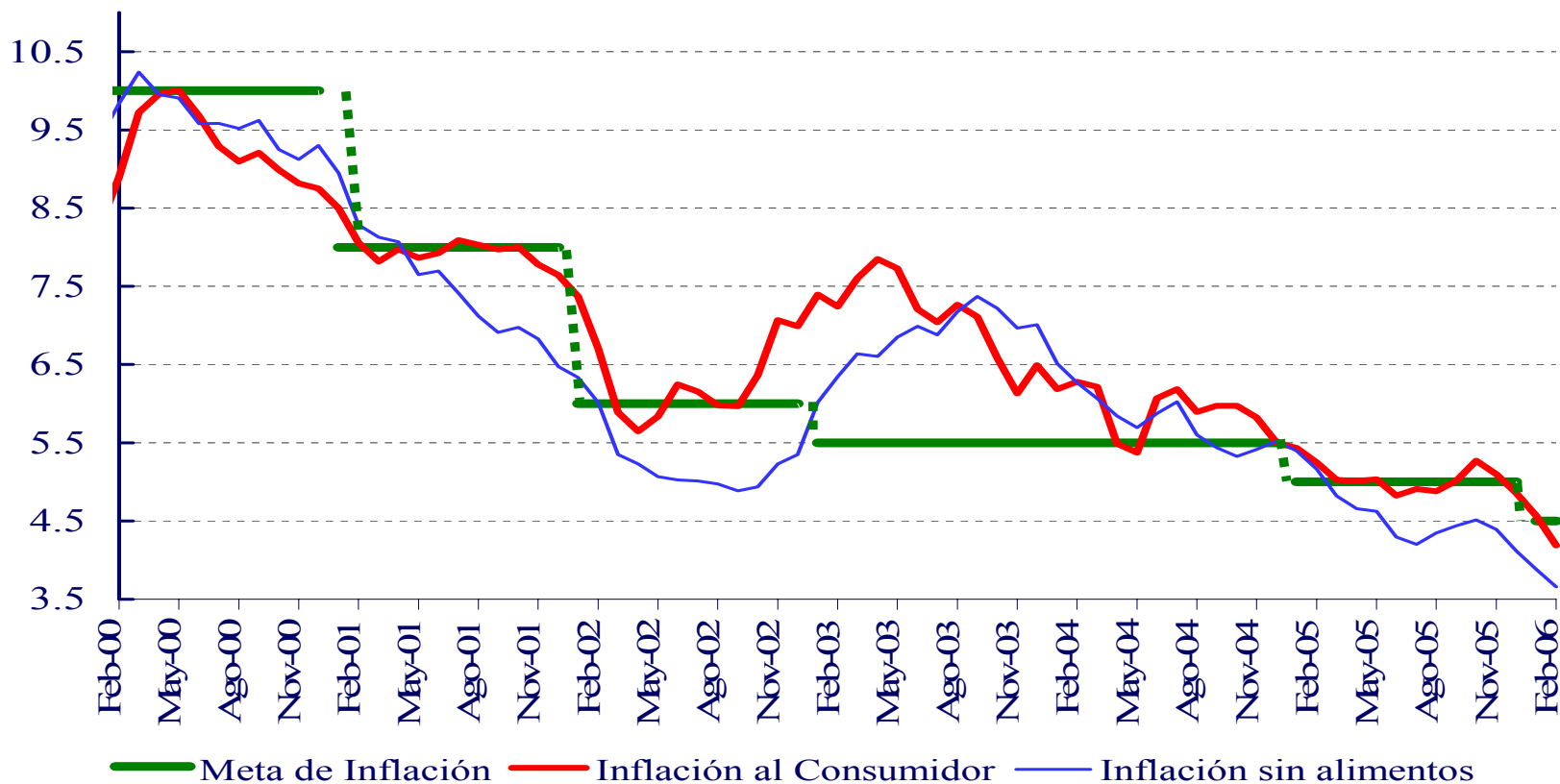
## ¿Cómo va nuestra tarea prioritaria?

- Meta de inflación 2004 cumplida (5.5%). La de 2005 (4.85%) por debajo del punto medio del rango meta (4.5%-5.5%).
- En 2006 lo más probable es que el objetivo también se cumpla por debajo del punto medio del rango meta (4%-5%).
- Aún no se sienten presiones inflacionarias de demanda. Pero probablemente sí habrá más presiones revaluacionistas en 2006.



**A feb. la inflación anual iba en 4.19%, cayendo, y por debajo del punto medio del rango meta. Un modelo pronostica que en sep. estaría en 3.89%, o sea por debajo de la cota inferior del rango meta**

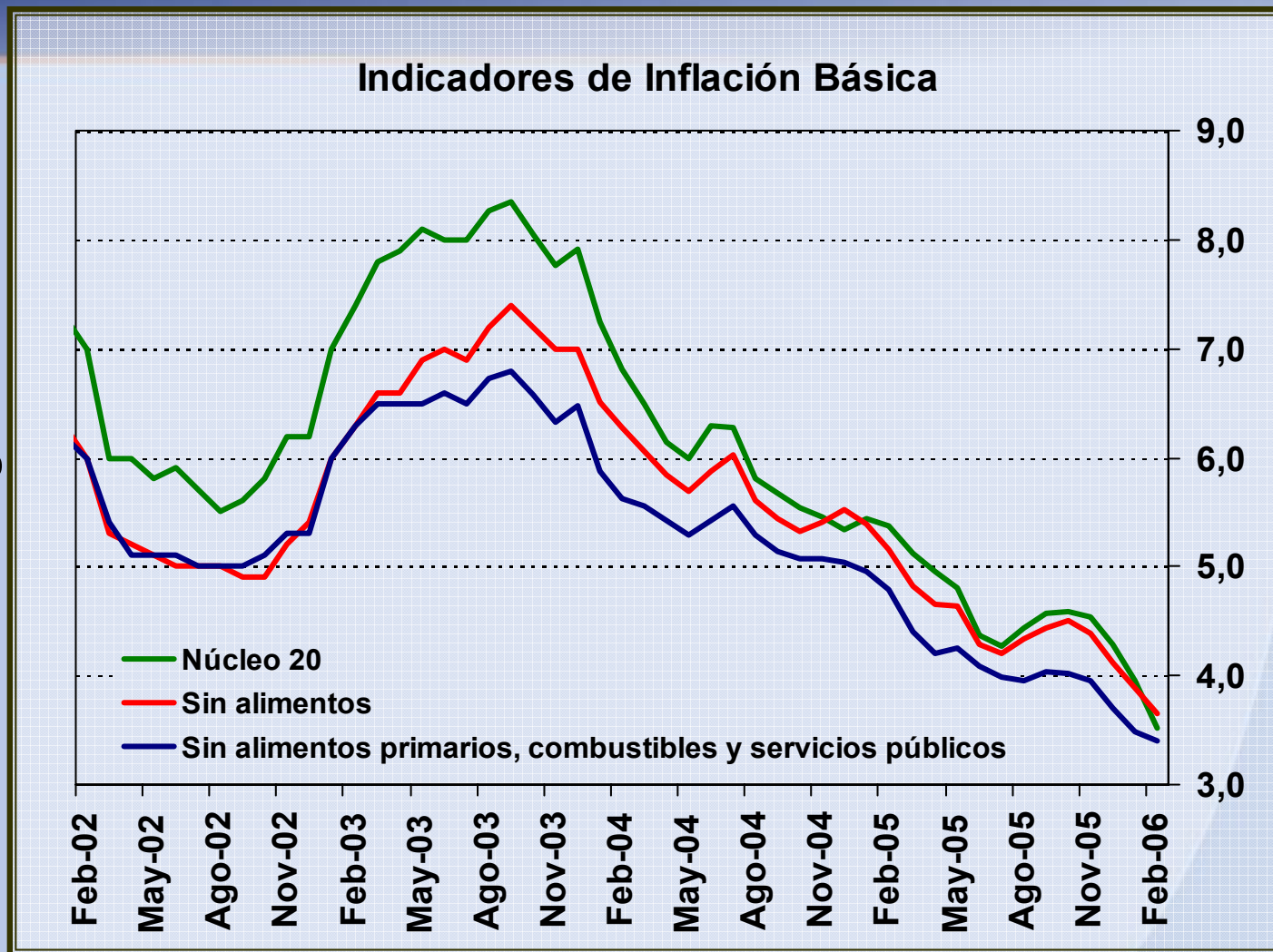
### **Inflación Anual al Consumidor y Metas de Inflación**





# Los indicadores de inflación básica también continúan cayendo (promedio 3.53%)

**Promedio:**  
**Feb 06 = 3.53%**  
**Ene 06 = 3.77%**  
**Dic 05 = 4.03%**



**IPC sin alimentos = 3.66%**

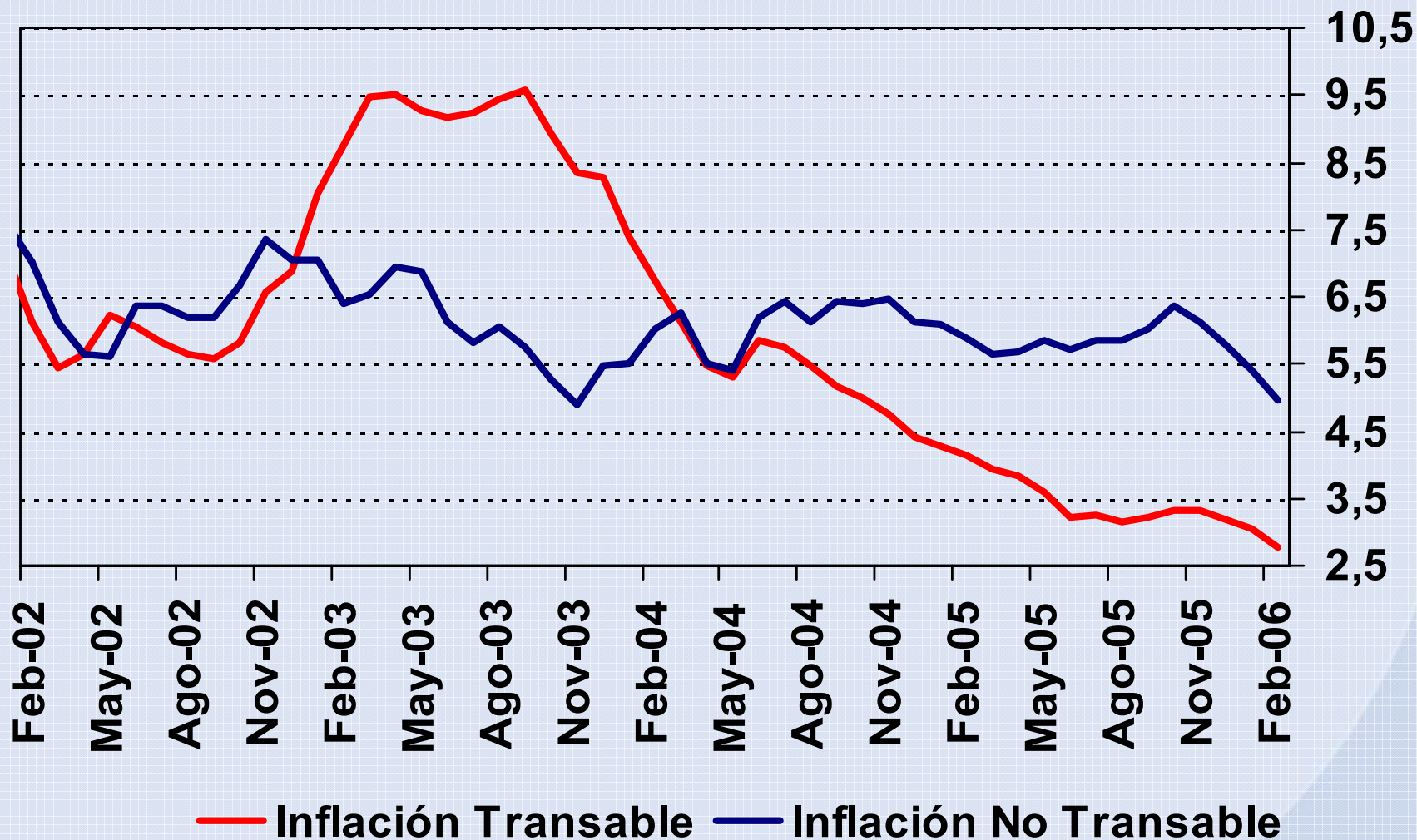
**Núcleo 20 = 3.52%**

**IPC sin alimentos primarios, combustibles y ss. públicos = 3.40%**



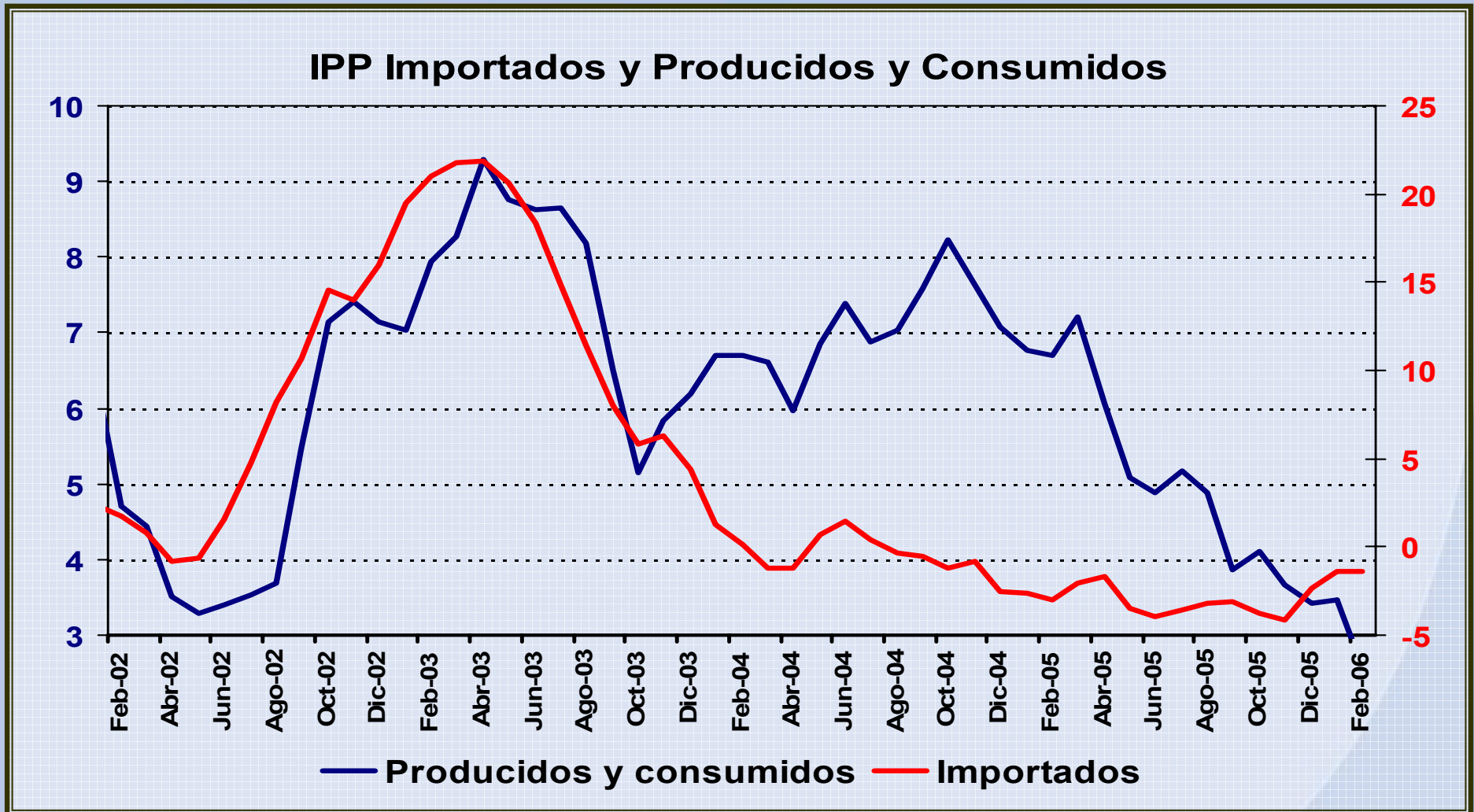
# La reducción ha sido tanto en bienes no transables como en los transables

## Inflación Transable y No Transable





# También fuerte reducción de la inflación 'local': producidos y consumidos (de 3.5% en enero a 2.6% en febrero)



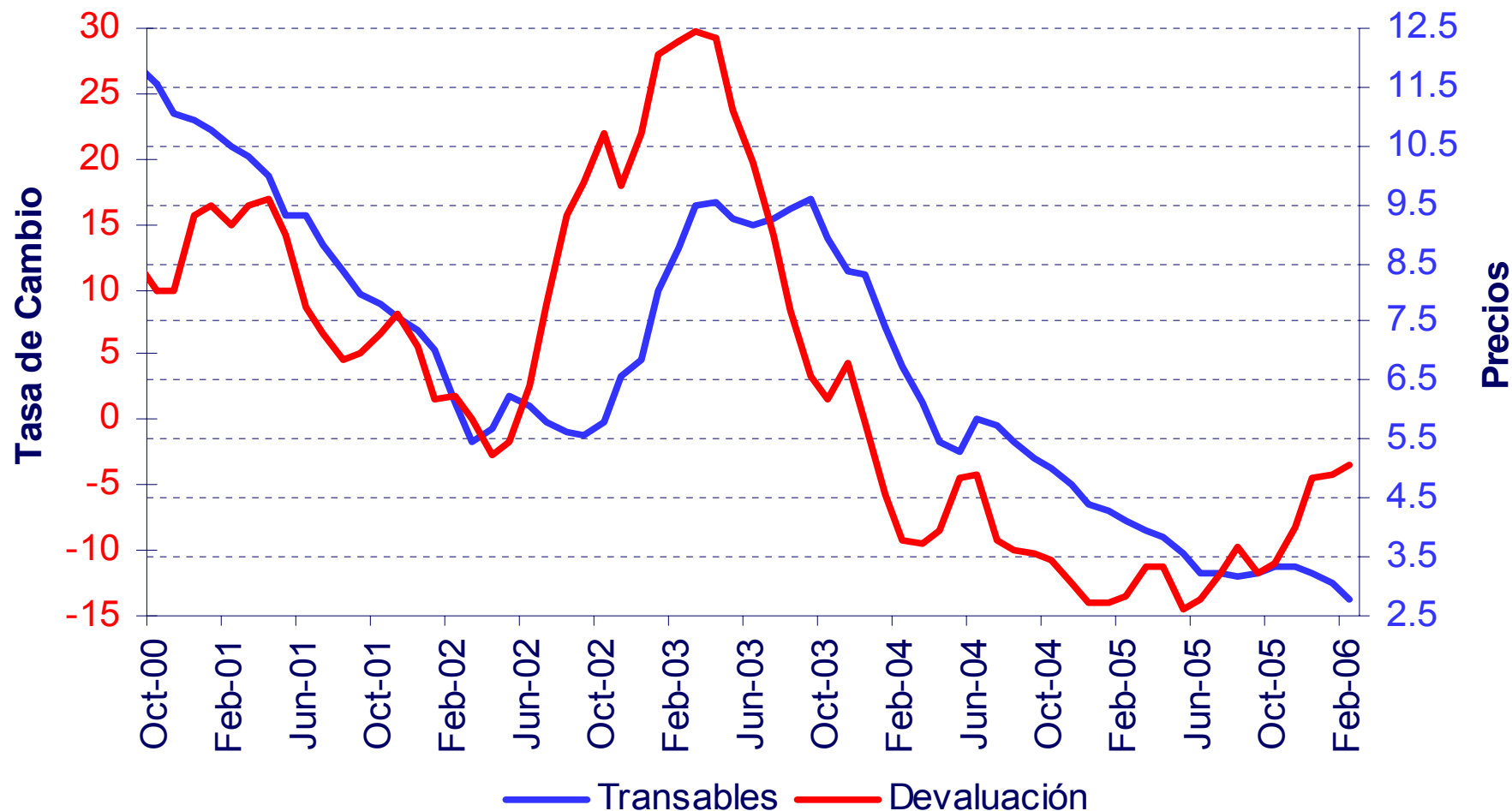
**Los importados permanecieron estables**





# La reducción de la inflación de los transables ha sido impulsada fundamentalmente por la revaluación

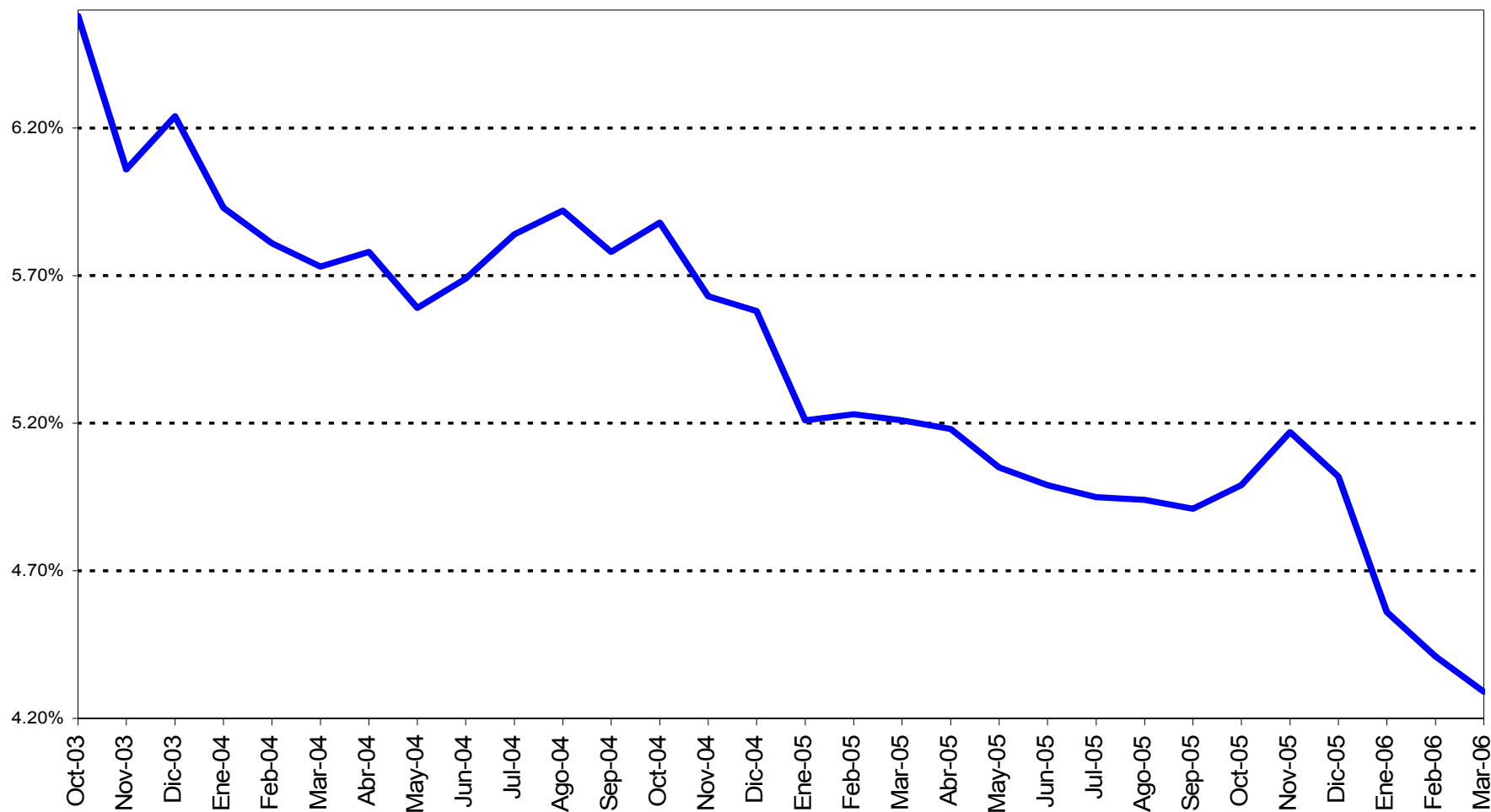
## Inflación Anual de Transables y Devaluación





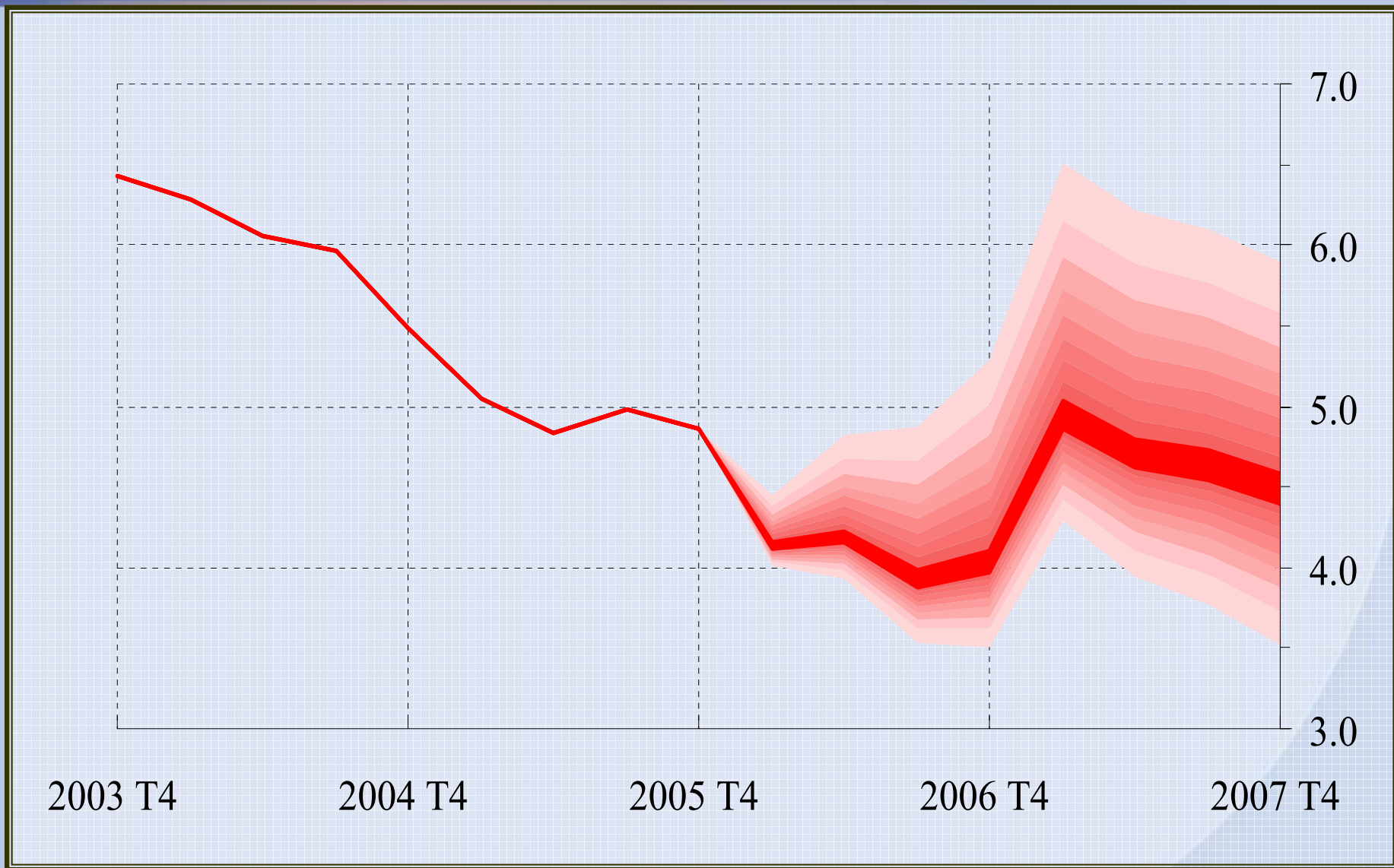
# Es notable la confianza en el cumplimiento de nuestra meta de inflación

VARIACION PRONOSTICOS DE INFLACION A DICIEMBRE DE CADA AÑO  
BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA





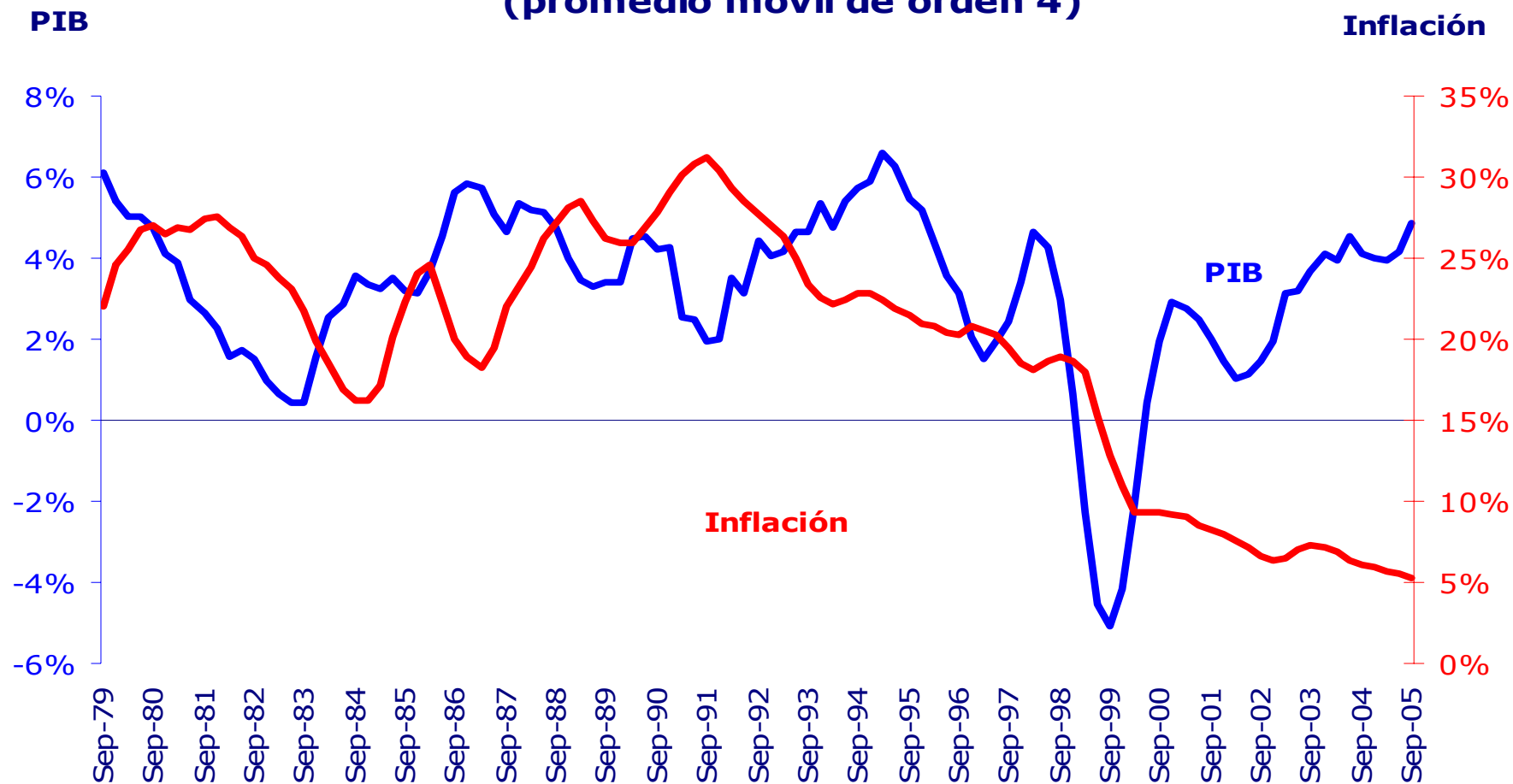
# *Fan-Chart*: ¿probable presión inflacionaria en 2007?





# El gran logro es haber alcanzado mayor crecimiento pero bajando la inflación: ¿deberíamos temerle a seguir creciendo?

**Crecimiento del PIB e inflación  
(promedio móvil de orden 4)**



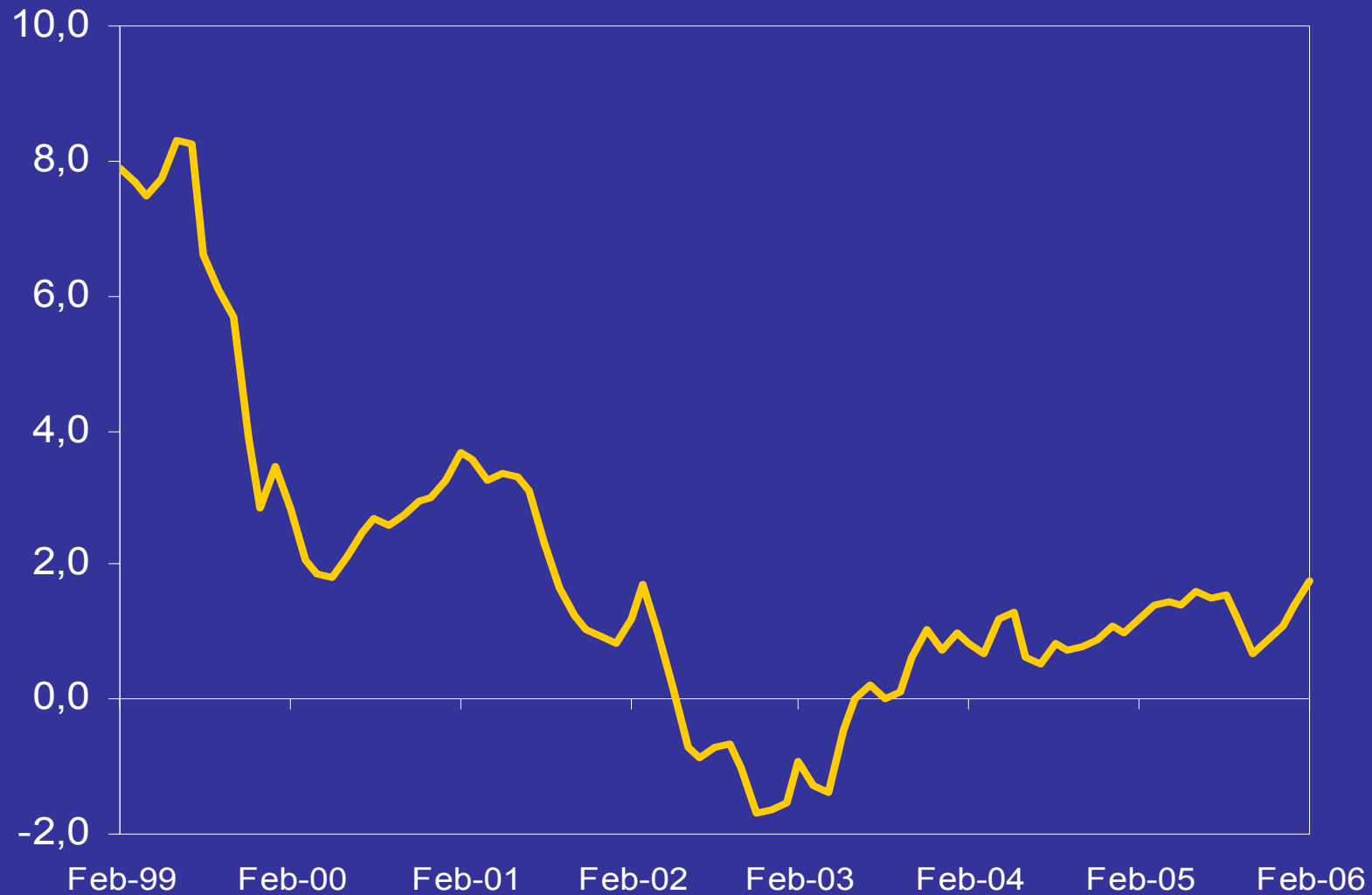
Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República



Apretar la política monetaria elevando la tasa de interés nominal de intervención del Banco cuando el PIB y el empleo están creciendo y, simultáneamente, la inflación está bajando y su meta cumpliéndose holgadamente, podría arruinar un proceso sano de expansión de la economía. Por tanto, hoy sería muy difícil justificar tal medida ante el público de cara a los fundamentos del esquema del *inflation targeting*.



# Ya la tasa de interés real de intervención del BR está subiéndose por sí sola gracias a la caída de la inflación

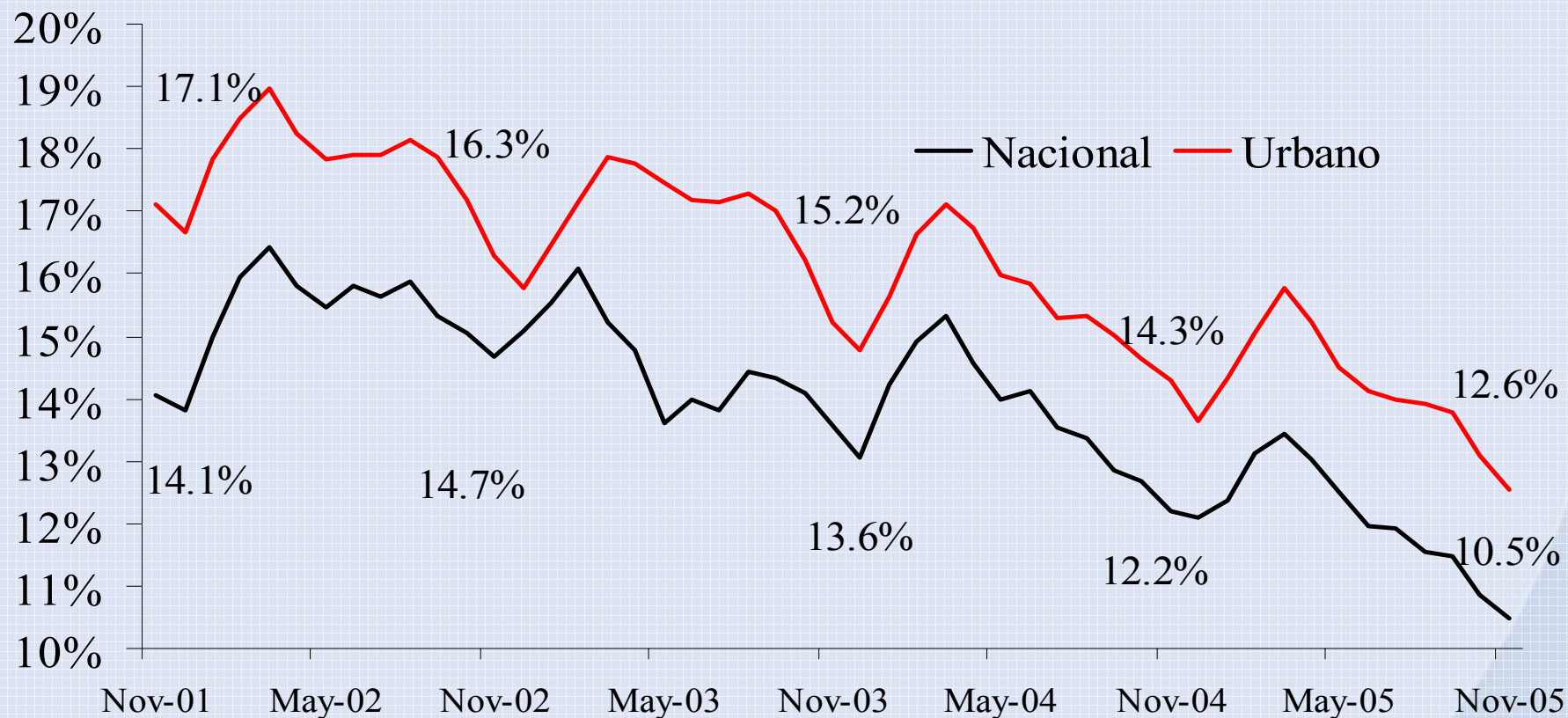




# Igualmente muy difícil justificar un apretón por estar la pobreza y el desempleo, a pesar de su reducción, en niveles aún muy altos

## Tasa de Desempleo

(promedio móvil de orden 3)



Fuente: DANE - Encuesta Continua de Hogares



# La postura de Greenspan en EU en 1997, aplicable a las circunstancias de Colombia

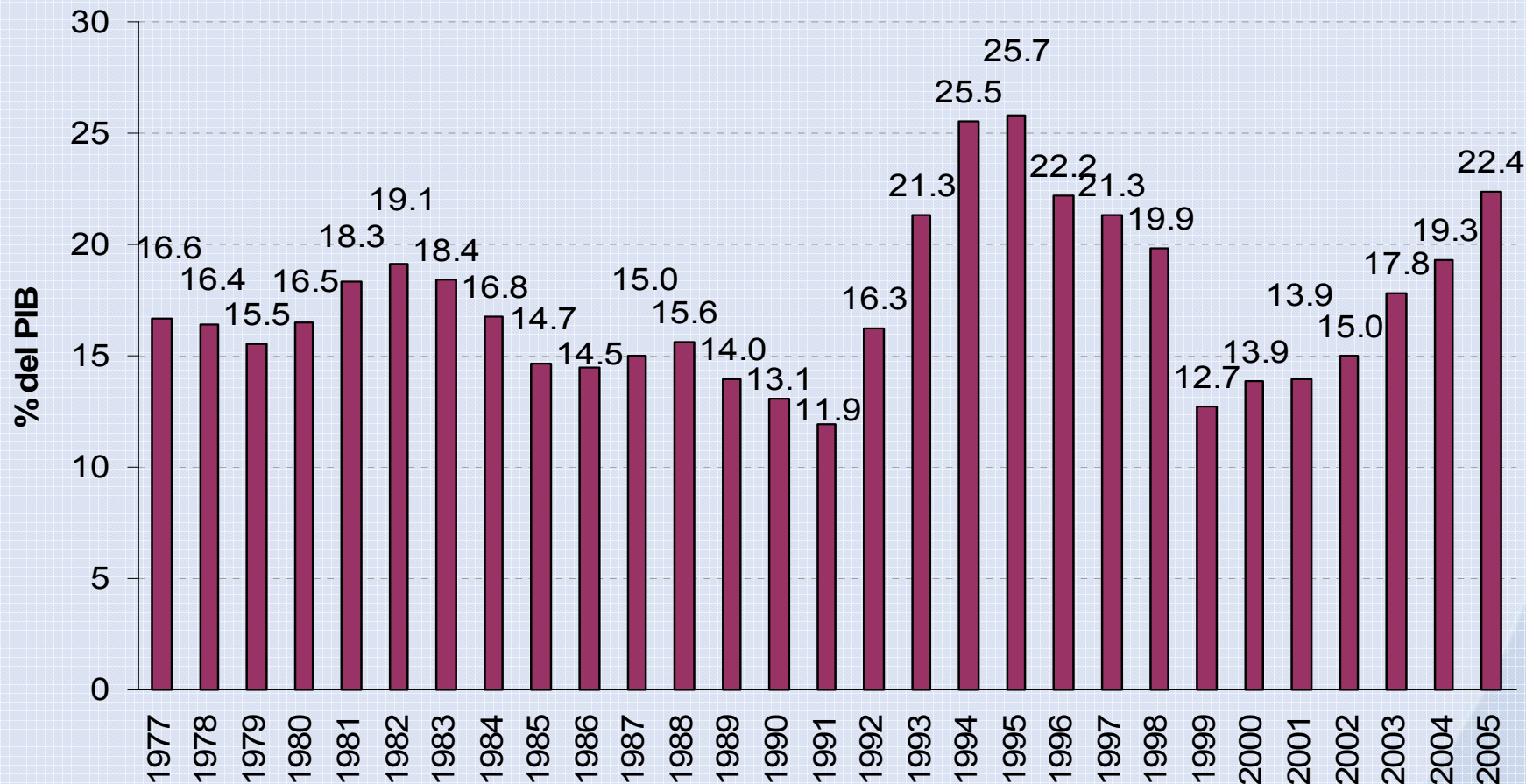
- ¿ Porqué la inflación ha podido caer a pesar de que la tasa de desempleo ha bajado y la de crecimiento del PIB ha subido a niveles que ya deberían haber 'recalentado' la economía ?
- "i Es la productividad, estúpido !"
- Es decir, los aumentos en productividad reducen la NAIRU.





# En Colombia la recuperación de la inversión ha sido muy significativa

## Inversión Total como % del PIB



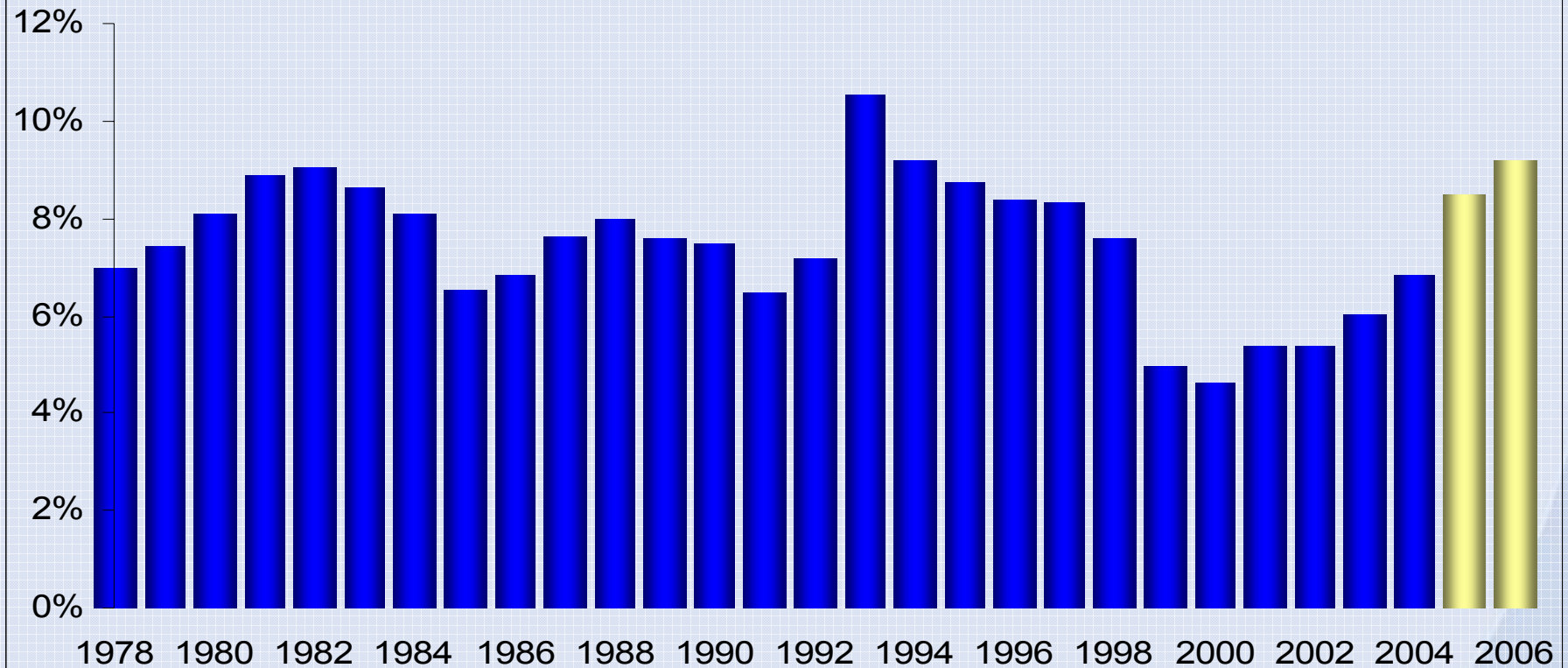
Fuente: DNP y DANE. Cálculos Banco de la República



# En especial en maq. y eq. de transporte, con notables impactos sobre la productividad

FBKF MAQUINARIA Y EQUIPO, EQUIPO DE TRASNPORTE % PIB

(% del PIB)



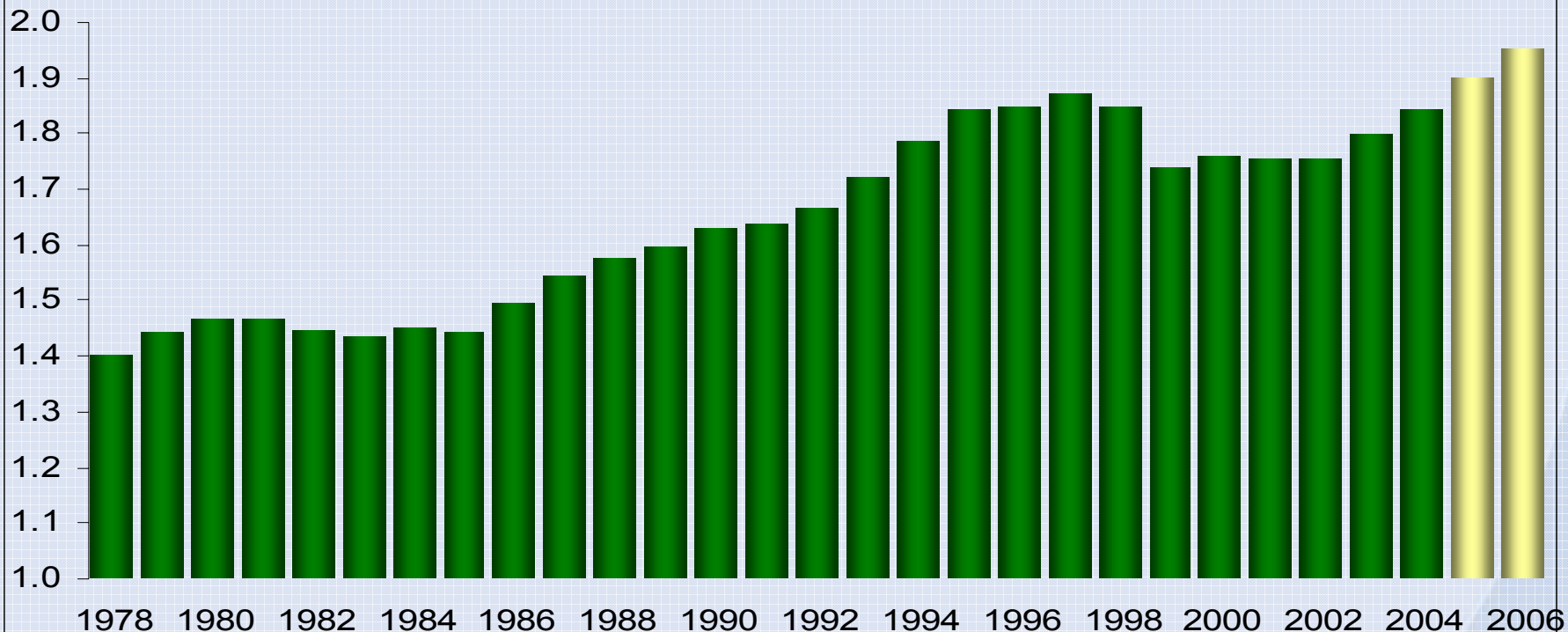
Fuente: DANE y DNP. Cálculos Banco de la República



# De otra parte, a pesar de su incremento en los últimos tres años, el PIB per cápita apenas está recuperando su ritmo de LP

## PIB PERCÁPITA

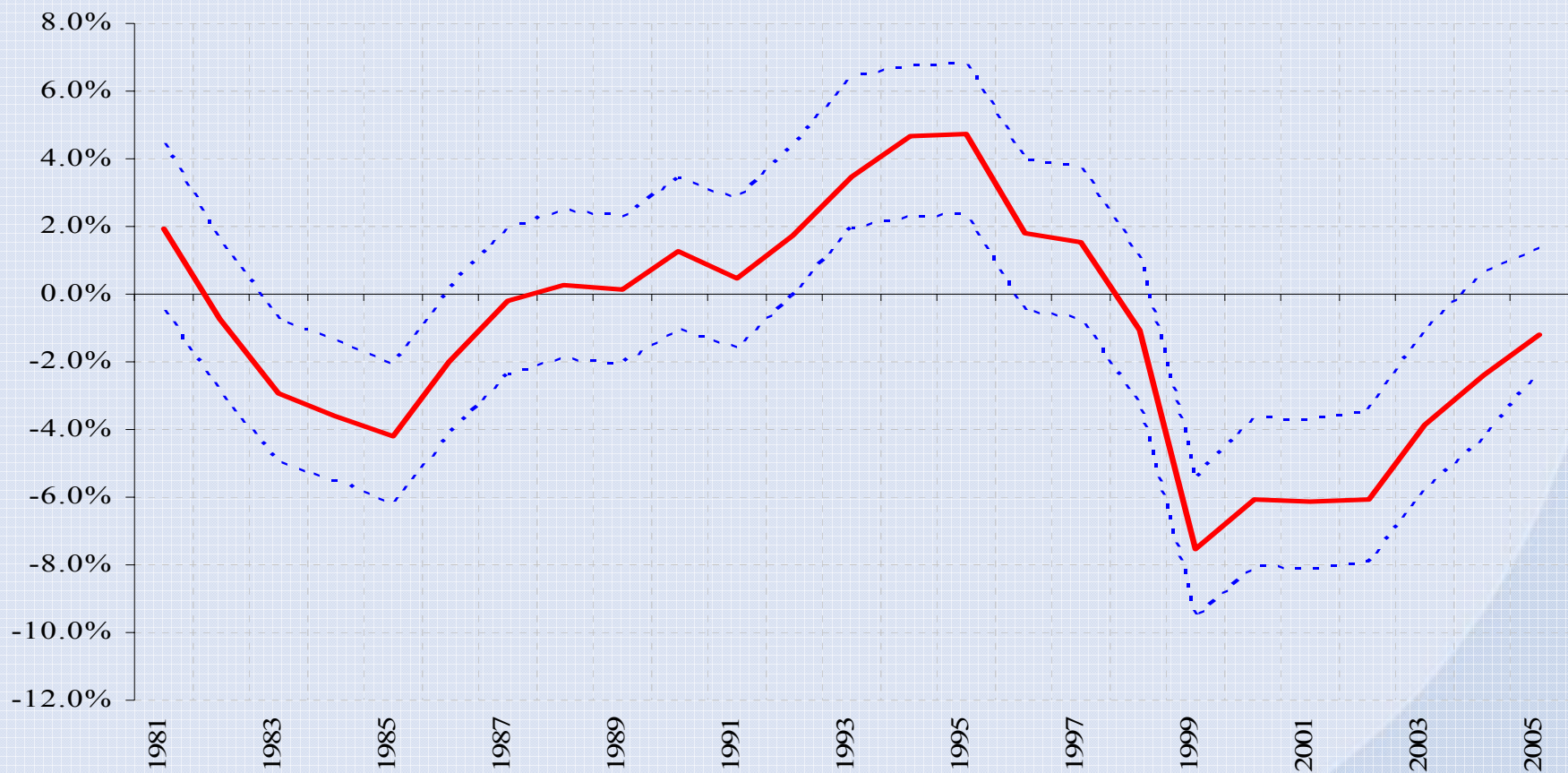
(Millones de 1994)



Fuente: DANE y DNP. Cálculos Banco de la República



O sea que ante probables aumentos del PIB potencial superiores al supuesto en los modelos sobre brecha del producto, aún tendríamos espacio para seguir creciendo (¿6%?) sin provocar presiones inflacionarias





# **4. RESPUESTA DEL BANCO Y AGENDA PENDIENTE**



## Por ello, la Junta BR hasta hoy ha aplicado y mantenido una política monetaria expansiva

1. Brindándole al mercado la liquidez que demande a la tasa de interés del BR, mediante intervenciones cambiarias discrecionales, y aligerando de ese modo las fuertes presiones revaluacionistas.
2. Apoyando al Gobierno en la sustitución de su deuda externa por deuda interna.
3. E induciendo reducciones en algunas tasas de interés nominal, aunque las reales por efecto de la baja de la inflación siguen más altas que las externas.



# El excedente de divisas en 2004 y 2005: su absorción y la intervención del BR

- El exceso de divisas en 2004 fue de US \$3.281 mll, y en 2005 de US \$4.249 mll.
- 2004: intervención de US \$2.904 mll, y venta al Gobierno de US \$500 mll para pago deuda.
- 2005: intervención de US \$4.658 mll, (la mayor de la historia); venta al Gobierno de US \$1.250 mll para pago deuda BID, y de US \$ 3.000 mll más. Y entre enero-febrero 2006 intervención de US \$1.111 mll adicionales.
- Algunos analistas calculan que sin semejante intervención la TRM podría estar en \$1.500.



## **Sin embargo, la efectividad del manejo cambiario ha estado limitada por:**

- (a) operaciones de crédito e inversión de corto plazo con recursos externos, atraídas por el diferencial entre nuestras tasas de int. y las externas
- (b) lavado de activos originado en narcotráfico, contrabando, sobre y sub facturación de exportaciones e importaciones, y arbitraje de divisas





## Resultado: el fenómeno del *carry trade* (compra-venta de liquidez)

- Con tasas externas más bajas que las internas (las reales aún cerca de 0), la búsqueda de rendimientos incentivaba el *carry trade*, o sea endeudamiento barato en US \$ o euros para préstamos de corto plazo e inversiones en papeles y/o TES.
- Luego urgían y urgen otras medidas.

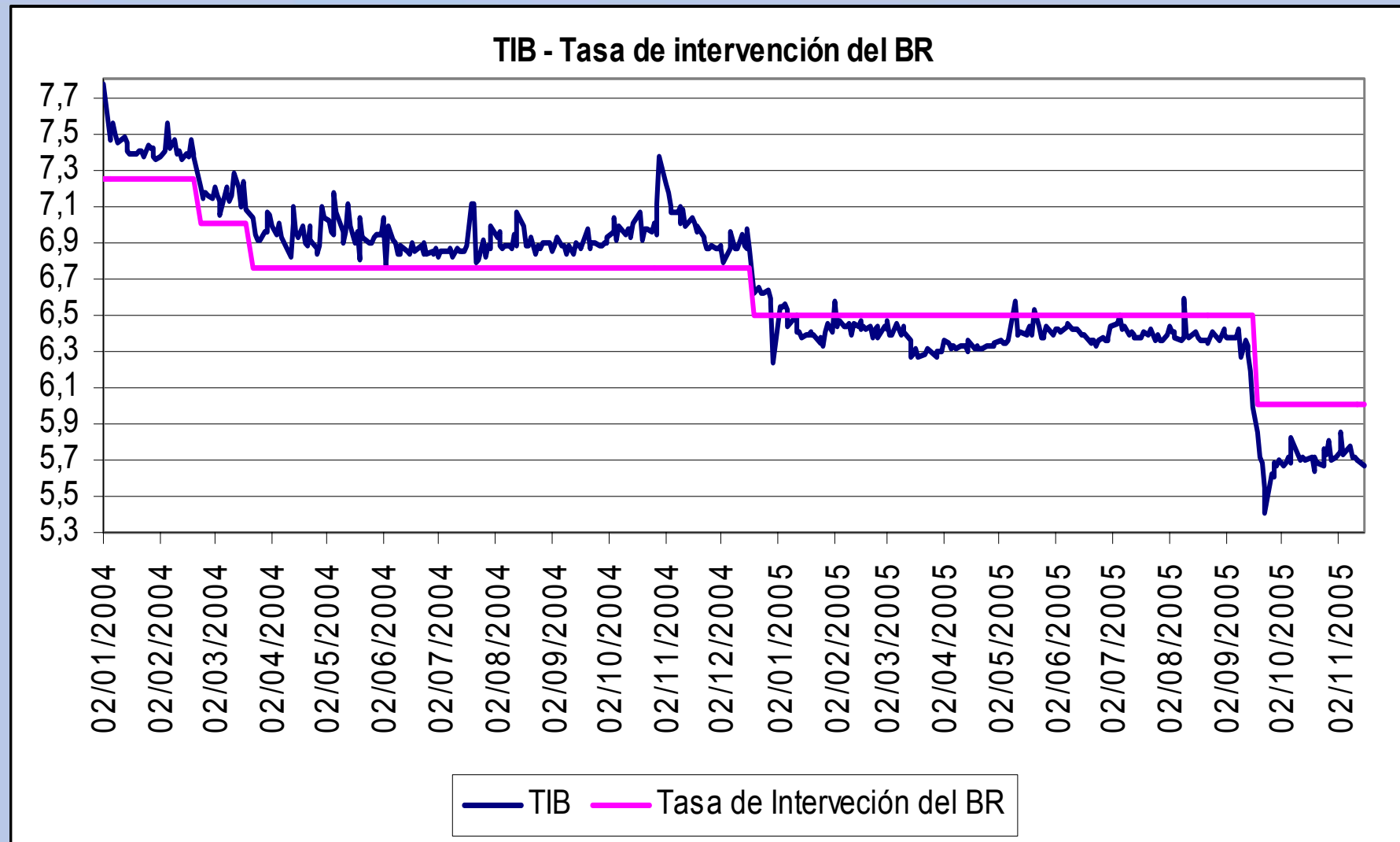


## Por tanto, la Junta del BR del 16 de septiembre de 2005 adoptó tres decisiones

- Reducción de 50 puntos base de la tasa de interés de intervención (1/2 punto %).
- Venta al Gobierno de US \$3.000 millones más para pago de deuda externa.
- Tras esa nueva venta de reservas, continuación de intervención discrecional.



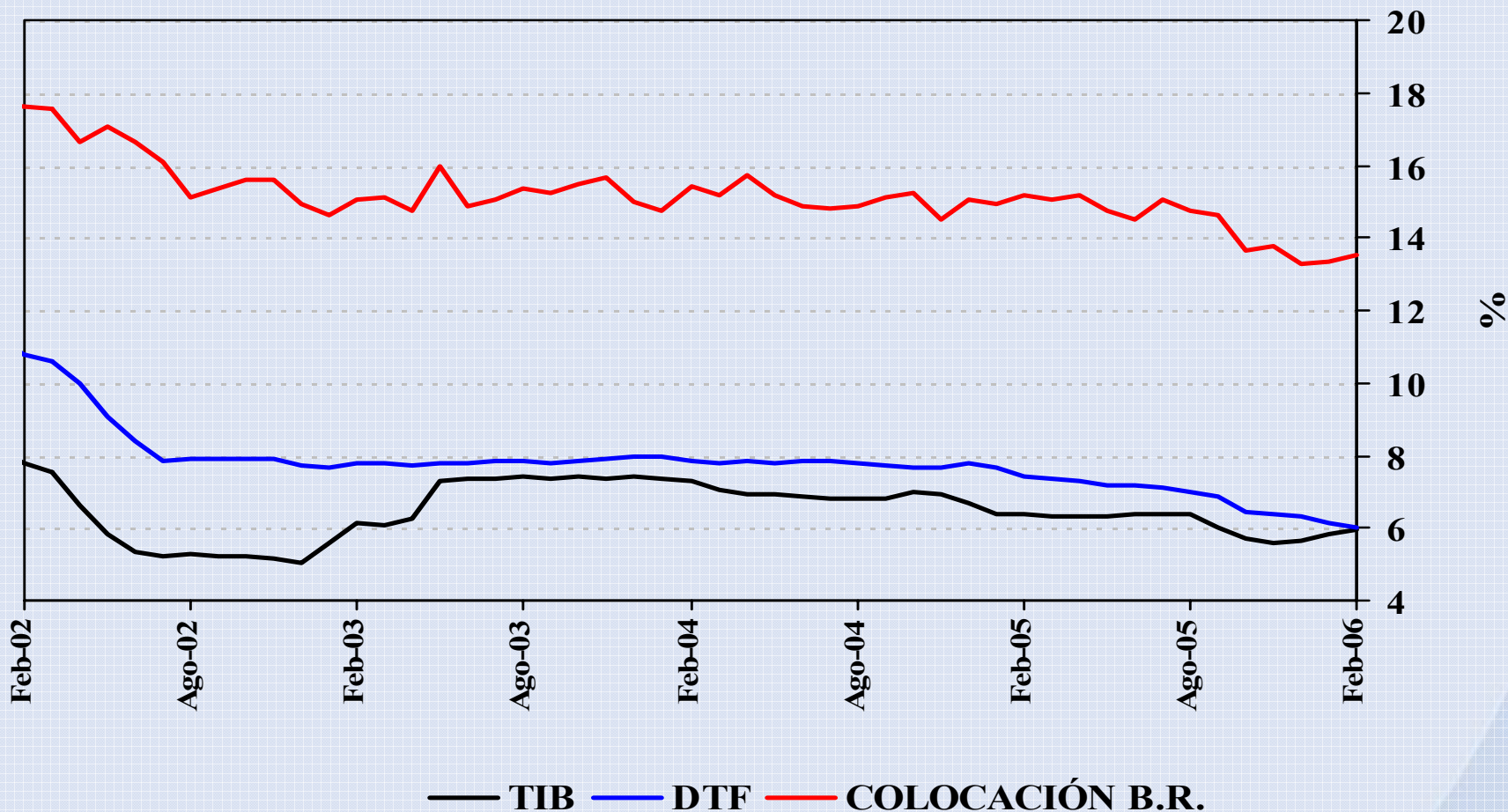
# La reducción de la tasa de intervención del BR precipitó la caída inmediata de la TIB





# Y ahora la DTF cayendo, en tanto que la TIB y la tasa promedio de colocación estables

## TASAS DE INTERÉS



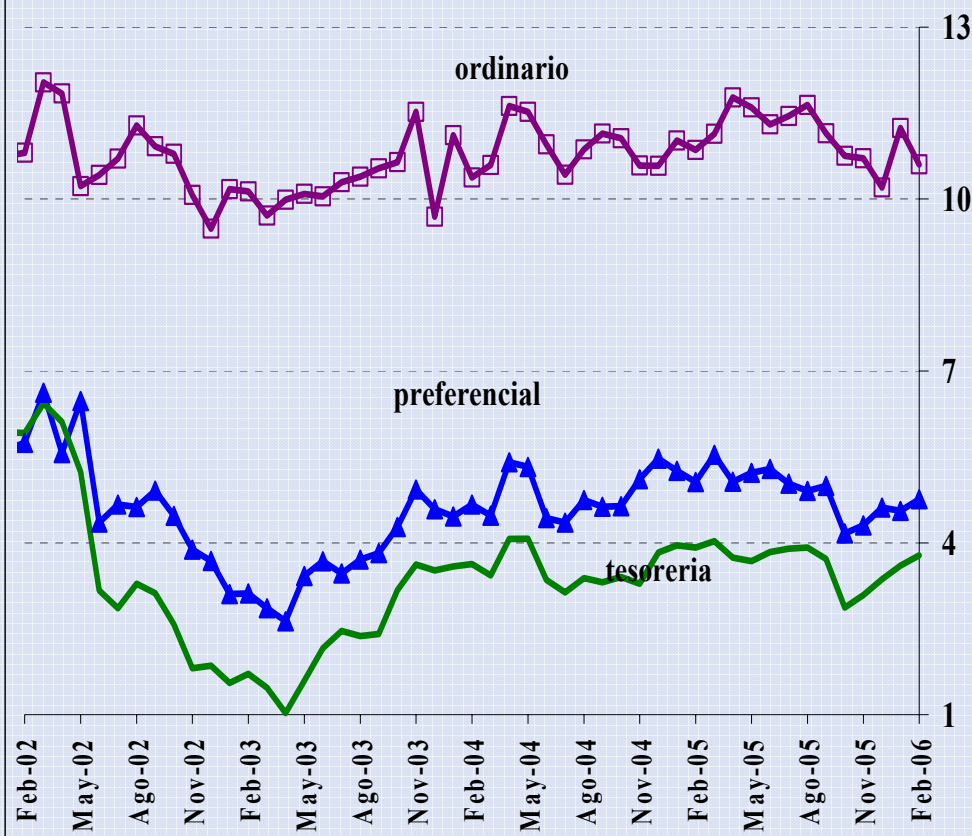
DTF enero = 6.14%

DTF febrero = 6.01%

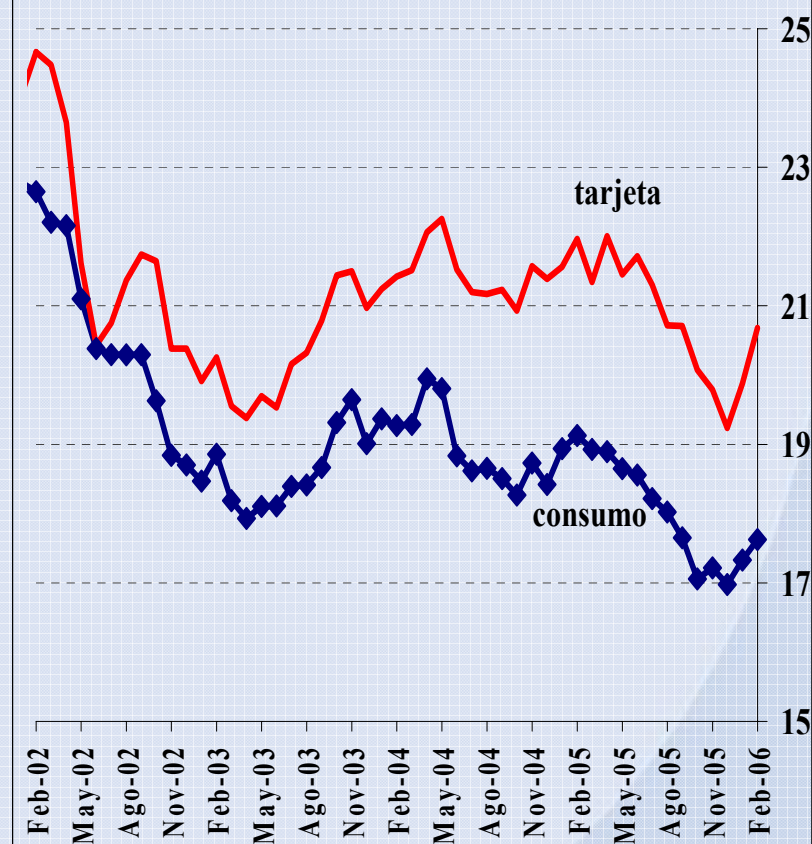


# Pero al bajar la inflación las tasas reales de colocación han repuntado, en especial las de tarjetas crédito y las de créditos de consumo

## Tasas de Interés Reales por tipo de Colocación



## Tasas de Interés Reales por tipo de Colocación



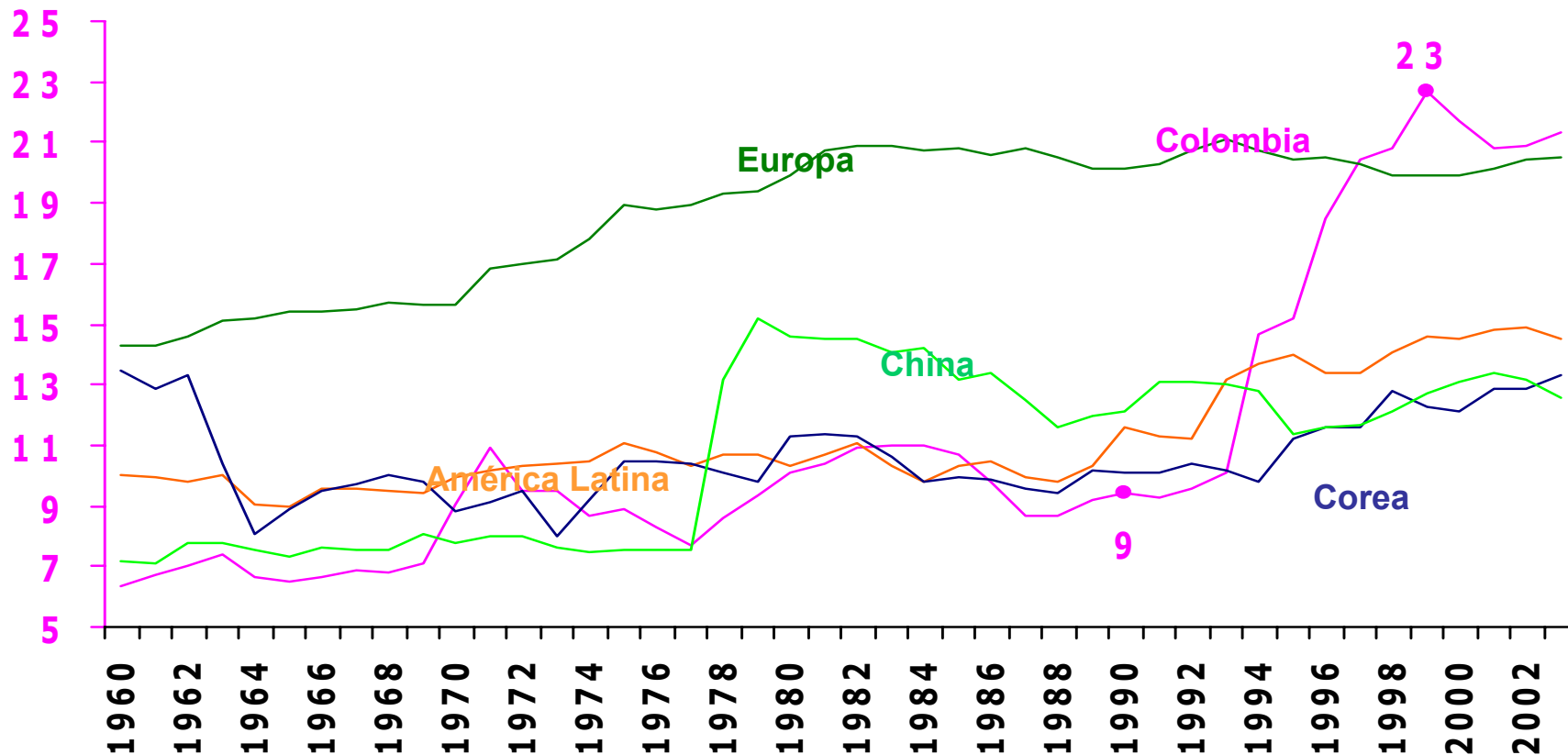


**Adicionalmente, el ajuste fiscal resulta indispensable y apremiante**

**El desequilibrio fiscal es una de las más poderosas fuentes de presión al alza sobre las tasas de interés internas, que atraen flujos de capital de corto plazo.**



# % gasto público/PIB bajando. Pero recorte adicional drástico no podrá ser inmediato. Luego urgen mayores ingresos tributarios



Fuente: Banco Mundial, WDI (gobierno general)



# Sobre las inversiones de los fondos de pensiones

- Su **MAYOR EXPOSICIÓN EXTERNA** contribuiría a detener o revertir la revaluación. Y a acercar las tasas de interés real internas LP a las externas. Por tanto, se les deben crear incentivos.
- Y para **CONTRARRESTAR SU CARÁCTER PROCÍCLICO**, se debe limitar la velocidad con que puedan modificar sus portafolios externos.





# Y sobre la regulación prudencial de la banca

- **MEDIR** más apropiadamente los riesgos de tenencia de TES en sus balances para la fijación de su patrimonio técnico. Su inversión en TES creció 104% 2003-05.
- **DESALENTAR** los descalces cambiarios de las empresas del sector no financiero.
- **PROPICIAR** mayor competencia en pos de mecanismos de transmisión más eficaces para reducir aún más tasas de interés, costos de servicios financieros y márgenes.
- **SUSTITUIR** encajes por requerimientos mínimos de liquidez en dólares.



# 5. REFLEXIONES FINALES



# El norte de la política macroeconómica

Maximización del bienestar con equidad, sin sacrificar el poder adquisitivo de la moneda, cuya estabilización es clave para la sostenibilidad de aquél (el bienestar), y la viabilidad de ésta (la equidad). Dicha política debe resultar de la coordinación entre el Gobierno y la autoridad monetaria independiente de aquél.



# La coordinación resulta esencial debido a la "dominancia" fiscal de la política monetaria

El endeudamiento del Gobierno es un determinante de la inflación: aún un banco central independiente podría ser ineficaz en la medida en que la falta de una adecuada disciplina fiscal contrarreste los objetivos de la política monetaria, ya que los precios tienden a ajustarse al aseguramiento de la solvencia de las finanzas públicas.



## El control de la inflación: ¿la única tarea?

Una inflación baja y estable, aunque la prioritaria, no puede ser la única tarea, ya que para la política monetaria es así mismo fundamental la estabilización del ciclo económico. Luego el horizonte de tiempo de la meta debe ser suficientemente amplio para no generar excesivas fluctuaciones del producto.



## No se deben confundir los fines con los medios

“La gente piensa que sólo se trata de una inflación baja. No es así. La inflación baja es realmente un medio frente al objetivo de un crecimiento estable.”

(Eddie George, Gobernador del Banco de Inglaterra, Financial Times, Mayo 7 de 2002)

- Luego no debe haber conflicto entre inflación baja y estable, y crecimiento sostenible del producto y el empleo.



# Finalmente, la política monetaria, más que ciencia, es arte

- **Credibilidad:** cuando el público confía en que la inflación será baja y estable, la formación de los precios y los salarios reflejará dicha expectativa.
- **Independencia, Transparencia y Responsabilidad** frente a metas de inflación fijadas ante el público, son los ejes de las Buenas Prácticas en BC.



**GRACIAS**