

NOTA EDITORIAL*

Para entender el marco que guía al banco central de Colombia en su política económica es necesario, primero, hacer una breve contextualización; después, se hará una interpretación de los eventos económicos recientes y se presentarán los pronósticos del Banco de la República para 2007 y 2008. Finalmente, se explicará por qué se considera que la economía colombiana está en condiciones de resistir futuros choques externos.

I. EL MARCO DE POLÍTICA MONETARIA

El objetivo de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) es alcanzar y mantener una tasa de inflación baja y estable. Para este año la meta operacional es una tasa de inflación entre 3,5% y 4,5%, pero en el mediano plazo la JDBR apunta a mantener la inflación dentro del rango de un punto porcentual alrededor de 3%.

El propósito de contar con una inflación baja y estable es proveer a la economía de un ancla nominal. Sin embargo, se reconoce que la política monetaria también debe contribuir a estabilizar la utilización de los recursos de la economía lo más cerca posible de su nivel promedio o de largo

* Discurso del doctor José Darío Uribe, Gerente General del Banco de la República de Colombia, en la Asociación Colombo-Americana, que tendrá lugar el próximo 17 de octubre en la ciudad de Nueva York.

plazo, haciendo que las expectativas inflacionarias se mantengan ancladas en la meta de inflación.

El otro elemento central del esquema de meta de inflación es la flexibilidad de la tasa de cambio, pero cabe anotar que la Junta Directiva del Banco no tiene una meta o un nivel preferido de esta.

No obstante, la flexibilidad de la tasa de cambio no significa que no se tengan en cuenta los movimientos de la misma para diseñar la política monetaria; por el contrario, tales fluctuaciones tienen un papel fundamental en las discusiones en torno de dicha política. Las variaciones de la tasa de cambio afectan la demanda agregada cambiando los precios relativos, lo que a su vez modifica la demanda de bienes y servicios, tanto comercializables como no comercializables internacionalmente. De esta forma, los movimientos de la tasa de cambio influyen sobre los pronósticos de inflación y de crecimiento, que son las bases para la toma de decisiones sobre tasas de interés.

II. DESARROLLOS ECONÓMICOS RECIENTES

Inicialmente se discutirán los efectos de la economía global en Colombia para entender la situación actual. Nuestro país, como muchos otros, se ha beneficiado del acelerado crecimiento de la economía mundial y de la creciente interdependencia comercial y financiera entre las naciones. El ritmo del crecimiento de la economía mundial en el pasado reciente, junto con el rápido avance de las producciones en China e India, han llevado a incrementos sustanciales en los precios internacionales del petróleo, el carbón y el ferroníquel, que son los tres principales productos colombianos de exportación (Cuadro 1).

También hemos pasado a importar más de países como China, donde son bajos los salarios y los costos de producción; por tanto, por varios años consecutivos los precios de nuestras importaciones manufacturadas han caído, o aumentado a tasas relativamente bajas. Es el caso, por ejemplo, de las prendas de vestir, los electrodomésticos, los automóviles y los computadores, entre otros productos.

En consecuencia, los precios de los bienes importados han disminuido en relación con los de las exportaciones; por ende, los términos de intercambio han mejorado y la economía colombiana ha recibido un impulso

Cuadro 1
Precios internacionales de las principales exportaciones colombianas, 2002-2007

Descripción	2002	2003	2004	2005	2006	2007a/
Café (ex-muelle) (dólares por libra)	0,68	0,71	0,84	1,20	1,18	1,23
Petróleo (dólares por barril)	24,22	29,04	37,34	49,79	58,26	58,30
Carbón (dólares por tonelada)	30,77	28,16	36,11	47,85	48,00	58,49
Ferroníquel (dólares por libra)	1,07	1,44	2,29	2,44	3,55	5,85

a/ Precio promedio observado a septiembre de 2007.

Fuente: Banco de la República.

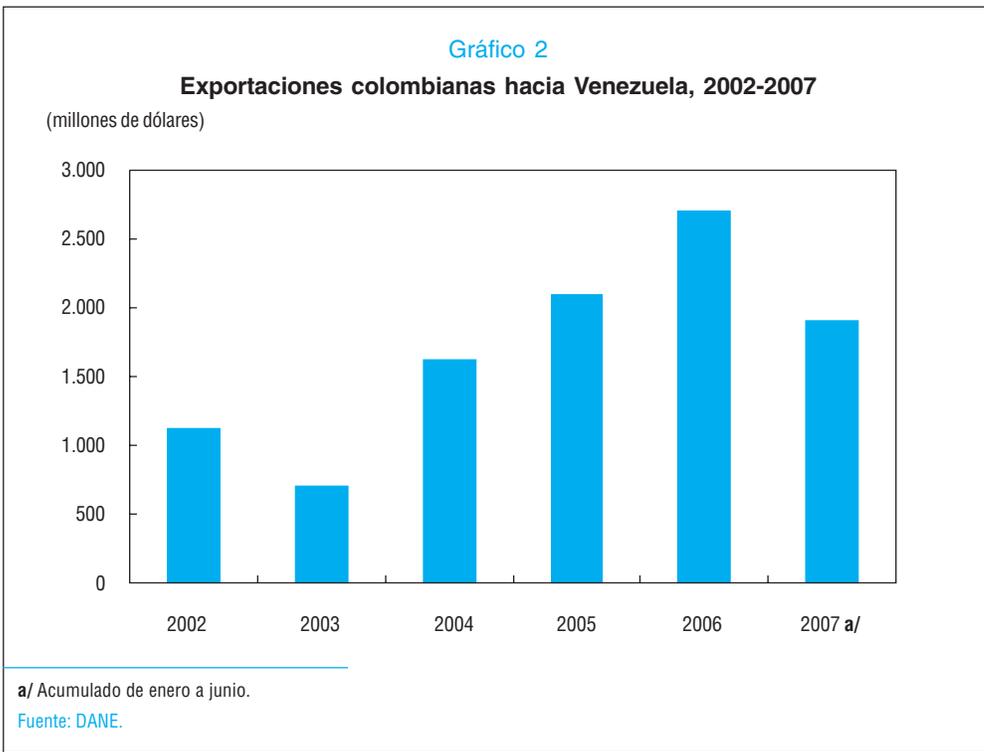
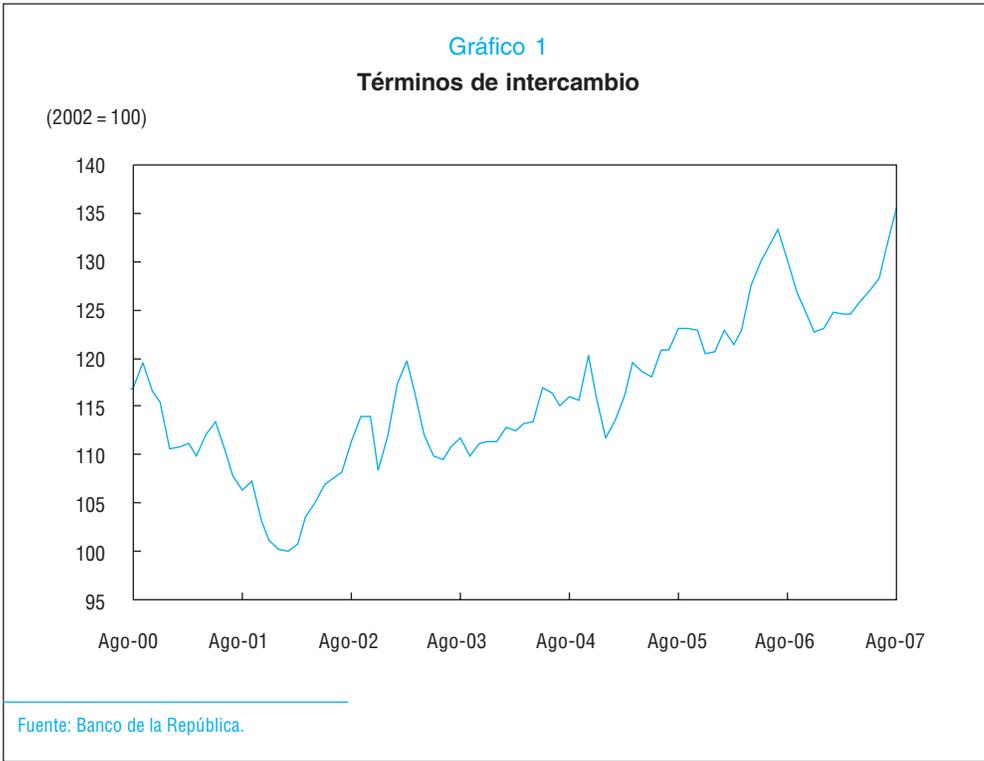
positivo para su ingreso y riqueza reales (Gráfico 1). Esto último ha facilitado el incremento del gasto de los consumidores, las empresas y el Gobierno.

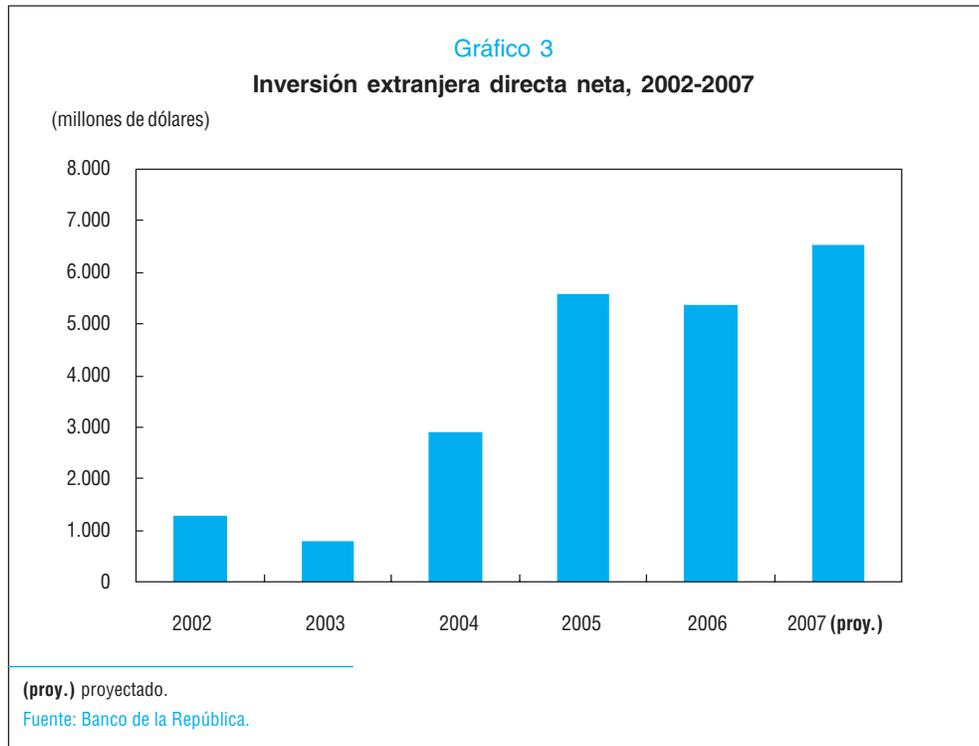
Adicionalmente, dados los altos precios del petróleo, la economía de Venezuela, el segundo socio comercial de Colombia, ha venido creciendo a tasas altas, y además dicho país ha importado grandes cantidades de alimentos y manufacturas colombianas (Gráfico 2). El robusto crecimiento mundial también ha llevado a que las exportaciones colombianas hacia destinos diferentes de los Estados Unidos y Venezuela hayan aumentado alrededor de 60% en los cuatro años precedentes.

Por su parte, la inversión extranjera directa (IED) ha pasado de un promedio anual de US\$1.277 millones en 2002 a más de US\$5.365 millones en 2006 (Gráfico 3). Esta inversión adicional se ha empleado en expandir la producción de bienes básicos y, en general, de bienes exportables. Incluso se ha utilizado para aprovechar oportunidades de negocio que ha impulsado el propio crecimiento interno: es el caso, por ejemplo, de la inversión extranjera en los sectores financiero y de comercio, los cuales han experimentado importantes incrementos en productividad.

La mejora de los términos de intercambio, acompañada por el ingreso de flujos de capital en forma de IED, ha inducido una fuerte apreciación del peso con respecto al dólar y a una canasta de monedas —este punto se analizará más adelante—.

La combinación de altos precios internacionales para nuestros principales productos de exportación, la fuerte demanda por exportaciones colombianas en

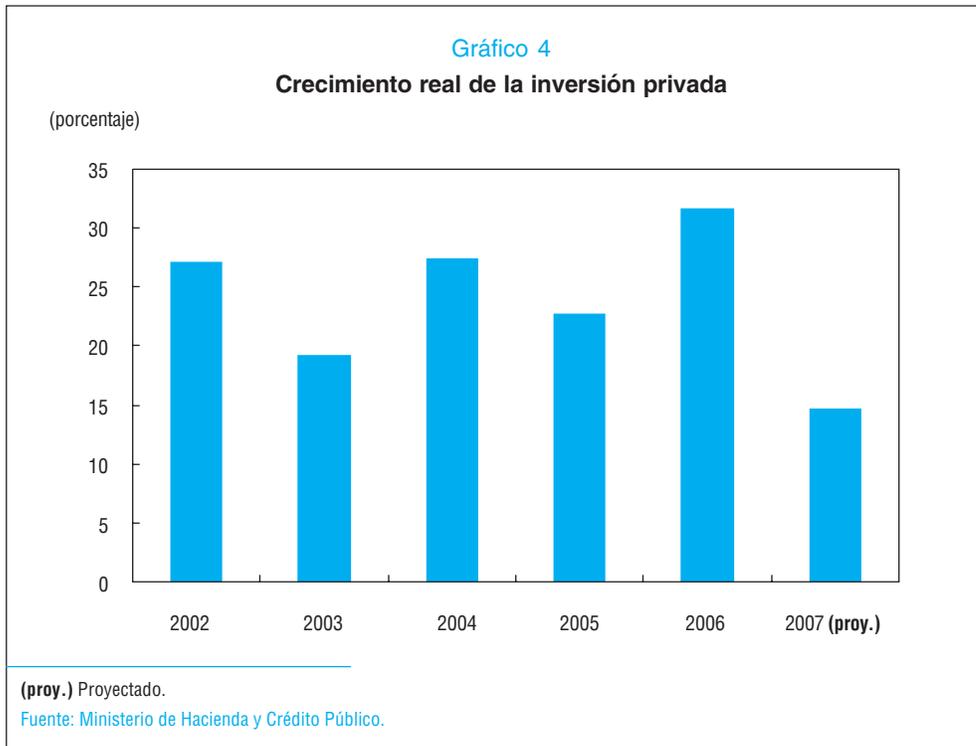




general, mayores niveles de confianza y mejoras en seguridad interna, han implicado que en años recientes se hayan acelerado tanto la inversión como el consumo de los hogares. La inversión privada ha venido creciendo a tasas de dos dígitos desde 2002, concentrándose hasta hace poco en maquinaria y equipo (Gráfico 4).

De manera similar, el consumo de bienes durables comenzó a aumentar desde 2003, después de un despegue lento tras la recuperación de la crisis de los años noventa. Por consiguiente, desde 2005 el gasto —tanto en servicios como en bienes durables y no durables— ha sido muy dinámico. Además, en los últimos tres trimestres el consumo total se ha venido expandiendo a una tasa anual cercana al 8%.

Como resultado de todo esto la economía colombiana crece con fuerza. Tras dos años consecutivos de crecimientos a tasas cercanas al 5%, en 2006 se expandió a 6,8%, y en el primer semestre de este año lo hizo a una tasa de 7,6%. La tasa promedio de crecimiento real durante estos cuatro años ha estado por encima de 5,6%. Cabe resaltar que este período continuo de dinamismo económico es el más largo que se ha registrado después de los años setenta (Gráfico 5).

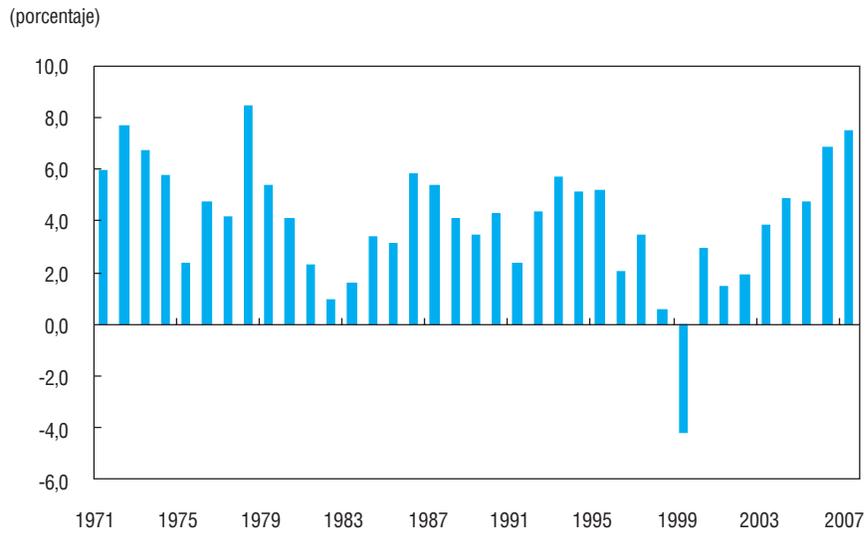


Considerando ahora la inflación, el contexto histórico muestra que la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) decreció gradualmente desde comienzos de los años noventa hasta 1998, y cayó notablemente en 1999. En los años más recientes la inflación ha bajado de 6,5% en 2003 a 4,5% en diciembre de 2006, y actualmente está en 5,0%, después de haber llegado a 6,3% en abril de este año (Gráfico 6).

El alza de la inflación en los primeros meses de 2007 se debió, en parte, a la presencia de una variedad de factores especiales: malas cosechas como consecuencia del fenómeno climático de El Niño generaron crecimientos significativos de los precios de los alimentos en la primera parte del año, en particular, en los productos agrícolas percederos. También, hubo un auge de las exportaciones de alimentos hacia Venezuela, que presionó al alza los precios internos de la carne, los huevos y el pollo, entre otros productos. Igualmente, tuvo importancia la mayor demanda mundial por alimentos.

Por otra parte, la inflación de los precios distintos de los alimentos pasó de 3,6% en junio de 2006 a 4,3% en agosto del presente año, mientras que el promedio de los tres indicadores de inflación básica que utiliza el Banco de la República aumentó de 3,7% a 4,9% en este mismo período. Todo esto sugiere que, si bien los precios de los alimentos fueron un factor importante,

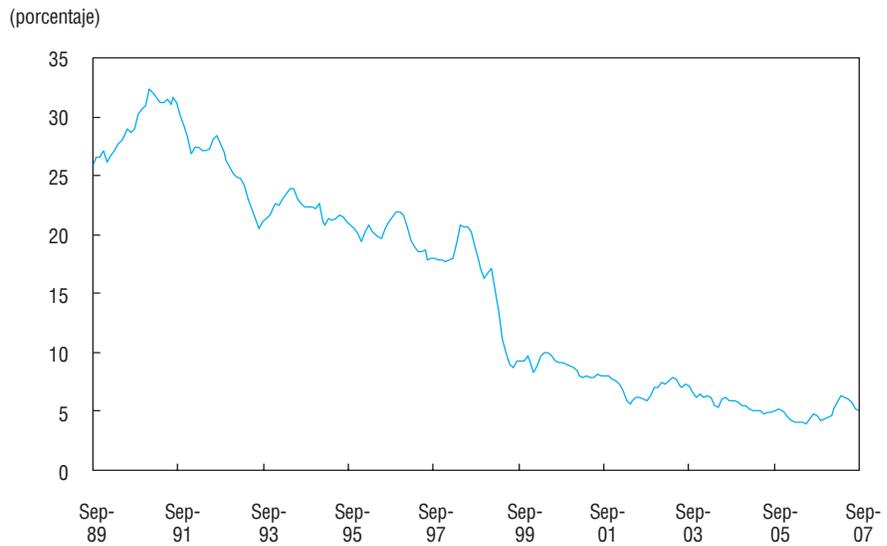
Gráfico 5
Crecimiento del PIB



Nota: el dato de 2007 corresponde al primer semestre.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 6
Inflación del IPC, 1990-2007



Fuente: DANE.

también había una presión de demanda subyacente sobre los precios al consumidor.

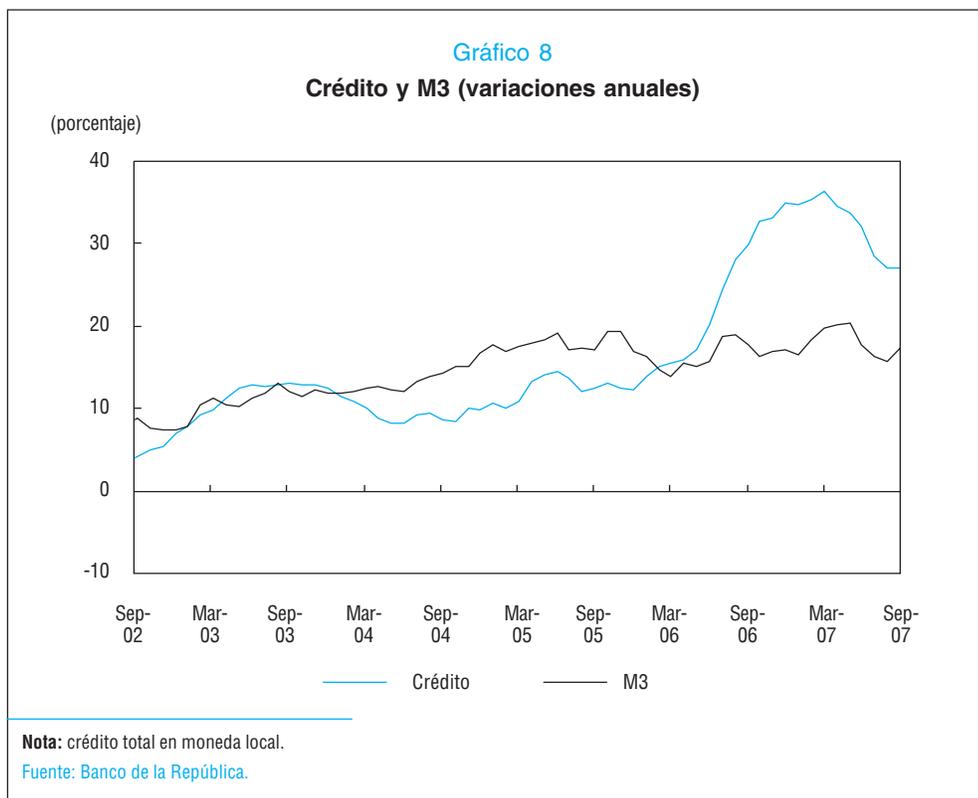
Afín con el marco de política monetaria descrito, el desafío para el Banco de la República en la segunda mitad de 2006 y la primera de 2007 era enfrentar una demanda inflacionaria. Desde abril de 2006 nuestra respuesta ha sido elevar la tasa de intervención del banco central de 6% a 9,25% (Gráfico 7). Para mayo de 2007 estos incrementos se complementaron con un encaje marginal promedio de 24% sobre las captaciones del sistema bancario.

Las primeras evidencias sugieren que estas acciones contracíclicas preventivas han surtido efecto; así, cuando la demanda interna creció 9% en el segundo trimestre de este año, el crédito se ha encarecido y, por ende, su demanda no ha aumentado tan rápidamente; lo mismo puede afirmarse con respecto al crecimiento de los agregados monetarios (Gráfico 8).

III. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

Después de esta rápida retrospectiva, ahora es necesario presentar la proyección básica del Banco de la República para todo 2007 y 2008. En tér-



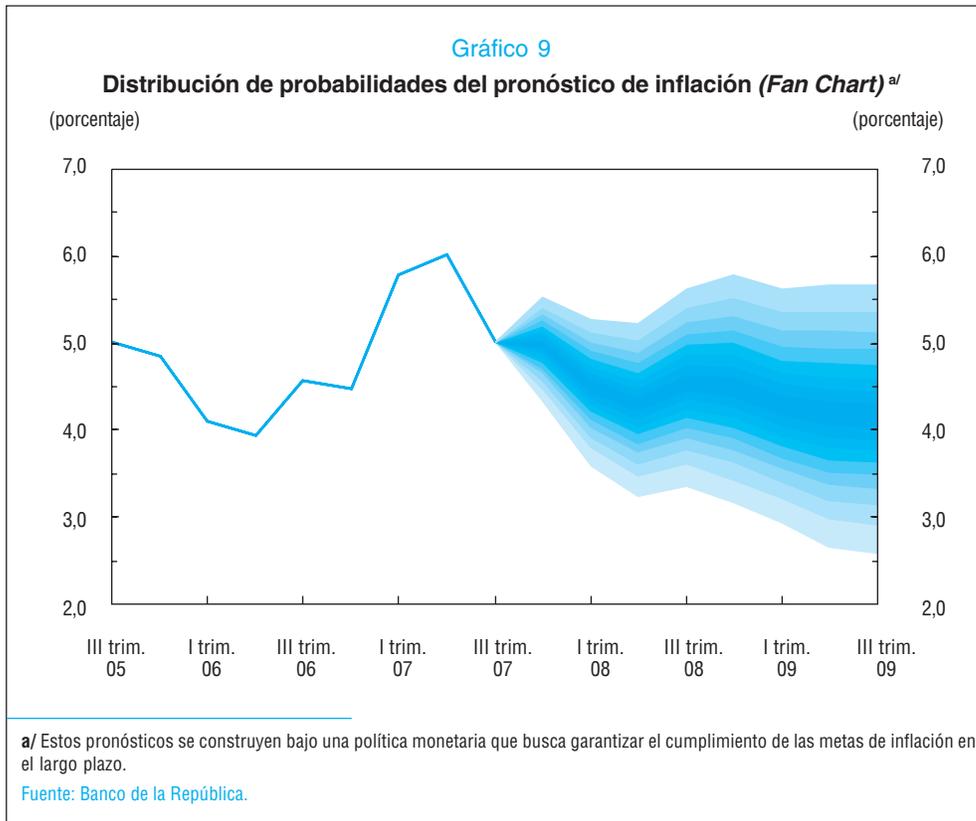


minos generales, en el Banco se cree que el producto interno bruto (PIB) crecerá más de 6% en 2007 y por encima de 5% en 2008. Los analistas locales y extranjeros tienen expectativas similares. Se trata, ciertamente, de muy buenas tasas de crecimiento.

El Banco considera que la inflación continuará moviéndose alrededor de 5% en lo que queda de 2007 y continuará su tendencia hacia 4% el año próximo (Gráfico 9).

Esta es la proyección económica básica; sin embargo, hay riesgos tanto de una elevación de la inflación como de una caída en el crecimiento.

El principal riesgo de que la inflación supere nuestra proyección básica proviene de la posibilidad de que la actividad económica y el consumo de las familias respondan a las condiciones económicas favorables con mayor intensidad de lo esperado. El robusto dinamismo del crédito para consumo y para vivienda, junto con un acelerado crecimiento de las importaciones, parecen indicar que continuará esta vigorosa expansión del gasto. Esto representa riesgos inflacionarios en una situación en la cual el crecimiento económico sobrepasa su promedio histórico, y existe una brecha positiva del PIB.



Adicionalmente, hay un riesgo de presiones inflacionarias a nivel internacional debidas a los altos precios de los combustibles y los alimentos. Si bien las alzas en los precios de estos bienes constituyen fundamentalmente cambios en precios relativos, los bancos centrales podrían desencadenar un proceso inflacionario internacional si no las enfrentan apropiadamente.

Por otra parte, los principales riesgos de tener un crecimiento menor frente al proyectado vienen del exterior. Uno de estos surge por la reciente turbulencia en los mercados financieros desencadenada por los problemas de los créditos *sub prime* en los Estados Unidos.

Hasta el momento todo lo que podemos decir del impacto de esta turbulencia internacional en la economía colombiana es que sí hubo un efecto importante, pero que éste retrocedió rápidamente: i) el peso colombiano se depreció 13,8% entre el 15 de julio y el 12 de septiembre, pero después se revaluó 9,58% hasta el 10 de octubre; ii) la prima de riesgo país aumentó de 97 a 204 puntos básicos del 15 de julio al 13 de septiembre, pero cayó de nuevo a 147 puntos básicos para el 11 de octubre, y iii) la tasa de interés de los TES 2020, que son los títulos de deuda pública interna más

líquidos, subió 75,1 puntos básicos del 15 de julio al 13 de septiembre, pero desde entonces ha recuperado 29 puntos básicos.

Otro riesgo de menor crecimiento tiene que ver tanto con el precio internacional del petróleo en el futuro como con el desempeño de la economía venezolana. Los altos precios del petróleo han favorecido a Colombia, pues somos exportadores, pero también porque Venezuela es nuestro segundo socio comercial. Recientemente Venezuela y, en menor grado, Ecuador, han compensado la caída de las exportaciones colombianas hacia los Estados Unidos, promoviendo así la producción industrial colombiana. Una baja de los precios del petróleo, una marcada desaceleración de la economía venezolana o dificultades de cualquier índole para el comercio bilateral con Venezuela pueden perjudicar el crecimiento económico de Colombia.

Al mirar más allá de 2008 se debe considerar que Colombia es una nación que ha mejorado sus condiciones de seguridad, que ha destinado alrededor del 25% de su PIB a inversiones en capital físico, que ha reducido significativamente su inestabilidad macroeconómica, que ha desarrollado el capital humano de sus ciudadanos y que está cada vez más integrada con la economía mundial.

IV. LA CAPACIDAD DE RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA ANTE CHOQUES EXTERNOS

Finalmente, para entender la situación actual hay que analizar las políticas que la JDBR está adoptando para lidiar con los desafíos de la economía global de hoy. Dado que es un productor de bienes básicos, Colombia depende fuertemente del comercio internacional para su expansión económica así como de los mercados internacionales de capital.

Todavía no se tiene idea de cuán fuertes o qué tan duraderos serán los efectos de la turbulencia financiera internacional sobre la economía real; tampoco, cuánto tiempo podrá seguir expandiéndose el comercio colombiano con Venezuela. De lo que se puede hablar con certeza es que durante estos años Colombia ha construido un marco institucional y de política que hace que su economía tenga mayor capacidad de recuperación ante choques externos negativos.

Dicho marco incluye un banco central independiente que ha reducido la inflación, permitido cierta flexibilidad de la tasa de cambio y acumulado un monto importante de reservas internacionales.

Tasas de inflación bajas y estables reducen la incertidumbre asociada con las decisiones de inversión de largo plazo, lo que a su vez restringe las primas de riesgo exigidas por los inversionistas. Como resultado, disminuyen tanto el nivel como la volatilidad de las tasas de interés de largo plazo, lo mismo que se reduce la volatilidad de las variaciones de precios y del crecimiento. Una baja volatilidad macroeconómica y menores tasas de interés apoyan la inversión de buena calidad que en el largo plazo requiere la economía para adaptarse a cambios en las condiciones externas.

Más aún, en economías con expectativas inflacionarias ancladas en metas de inflación y con bancos centrales creíbles, se reduce la transferencia de variaciones en las tasas de cambio a los precios. Esto implica que la política monetaria no debe ser procíclica cuando la moneda local se deprecia como consecuencia de choques externos que desaceleran la economía. Por el contrario, con metas creíbles de inflación y expectativas inflacionarias bien ancladas la política monetaria debe ser más bien contracíclica.

Por otra parte, la fuerte apreciación real del peso durante estos cuatro años se ha presentado por una revaluación nominal. La tasa de cambio alcanzó casi \$3.000 por dólar en el primer trimestre de 2003 y ahora está alrededor de \$2.020. En un contexto de variaciones favorables en los términos de intercambio, inversión extranjera directa creciente, remesas de los colombianos residentes en el exterior que también van en aumento, junto con un dólar que tiende a depreciarse en relación con otras monedas, una tasa de cambio fija hubiera evitado que actuaran esas señales de precio. Con una tasa de cambio fija, la carga del ajuste económico requerido hubiera caído sobre los precios y los salarios internos, imponiendo grandes costos a la economía y generando una variabilidad innecesaria en el empleo y en la producción agregada.

Otra política muy importante es la responsabilidad fiscal. Durante estos años el Gobierno colombiano ha adoptado como política la reducción de la deuda pública neta como porcentaje del PIB, de 54% en 2002 a 40% en junio de 2007. Más aún, ha cambiado la composición de las monedas de sus obligaciones, al punto de que cerca de 65% de la deuda está denominada en pesos y 35% en divisas.

Reducir la relación deuda/PIB hace más robusta a la economía y la pone en capacidad de responder a choques externos negativos, como cambios en la liquidez y tasas de interés internacionales; esta relación es uno de los principales factores que toman en cuenta las agencias calificadoras

de riesgo al evaluar la capacidad de recuperación de las economías ante choques.

Así mismo, una baja relación deuda/PIB reduce la exposición del sector público al riesgo cambiario y la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado, por consiguiente, favorece la estabilidad financiera.

La flexibilidad de la economía también se refuerza con un sistema financiero sólido y eficiente. Como es conocido, los sistemas financieros locales amplifican y propagan los choques externos en las economías emergentes, en lugar de contribuir a atenuar sus efectos. En Colombia, la acumulación de desequilibrios internos y externos a comienzos de los años noventa, así como la recesión y la crisis financiera subsiguiente, alertan sobre los peligros de un comportamiento procíclico del sistema financiero.

Con todo esto, se puede afirmar que nuestro sistema financiero está en buenas condiciones: es más profundo, y más sólido. Durante el período reciente de rápida expansión las relaciones de solvencia han permanecido muy por encima de la razón mínima de capital a activos (9%). La calidad del portafolio crediticio (medida como el porcentaje de créditos riesgosos) también ha mejorado de manera sostenida, en promedio.

También es alentador, desde el punto de vista de nuestros balances, que el déficit en la cuenta corriente se haya financiado en su mayoría con inversión extranjera directa. El nivel de endeudamiento del sector privado no parece ser excesivo. En términos históricos, hay menores desfases en cuanto a los plazos de vencimiento y de composición de monedas en los balances, y las reservas internacionales están en su mayor nivel.

Finalmente, se avanza por diversas vías en la integración de Colombia con el comercio mundial, entre las que se destacan los acuerdos bilaterales de comercio.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente General***

** Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de Lavan Mahadeva, asesor de la Gerencia General, y la asistencia de Gloria Cecilia Martínez. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son de la responsabilidad del Gerente General.