



II
ACTUALIDAD

RESUMEN DEL INFORME SOBRE INFLACIÓN CORRESPONDIENTE A MARZO DE 2007

EL Gerente General del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, presentó en la ciudad de Bogotá, el día 11 de mayo, el *Informe sobre Inflación* correspondiente al primer trimestre de 2007. Desde finales de 2005 el doctor Uribe viene realizando presentaciones trimestrales de este informe, en el cual se hace un análisis detallado de la inflación y el crecimiento económico y sus perspectivas, que sirve de base para la toma de decisiones de política monetaria por parte de la Junta Directiva del Banco de la República. La presentación del Gerente General fue transmitida por televisión a todo el país a través del Canal Institucional.

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

Durante el primer trimestre la demanda interna continuó creciendo a un ritmo alto, similar al observado a finales de 2006. El contexto externo siguió favoreciendo un buen comportamiento de la demanda externa,

entradas de capitales y niveles altos de términos de intercambio. Todos estos factores permiten esperar un buen crecimiento del producto interno bruto (PIB) en 2007 y presiones adicionales sobre la capacidad productiva de la economía.

Previendo la aparición de presiones inflacionarias de demanda, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha aumentado sus tasas de interés de intervención en 250 puntos básicos (pb) desde abril del año pasado. Al finalizar el primer trimestre, se observa una transmisión parcial del incremento de las tasas de interés del Banco a las tasas de captación y a algunas tasas de colocación del sistema financiero. El ritmo de crecimiento de la cartera se mantiene en niveles altos, aunque en los últimos meses ha tenido lugar cierta desaceleración. Se espera que en el segundo semestre del año sean más evidentes los efectos de los aumentos acumulados en las tasas de interés de intervención sobre el crédito, el crecimiento de la demanda agregada y el comportamiento de la inflación, en especial la de bienes y servicios no transables.

Durante el primer trimestre la inflación al consumidor aumentó más de lo previsto, principalmente por los ajustes en los precios de los alimentos y de algunos bienes y servicios regulados. Aunque parte de los incrementos recientes de los precios de los alimentos se devolverían en la segunda mitad del año, aumentaron los pronósticos de inflación para 2007 y se redujo la probabilidad de cumplir la meta de este año frente a la estimada en el informe de inflación de enero. Sin embargo, al final del año la inflación sin alimentos se situaría cerca del punto medio del rango meta (entre 3,5% y 4,5%).

Síntesis de la situación inflacionaria

En marzo la inflación anual al consumidor se situó en 5,8%, aumentando frente a la cifra observada a finales del año pasado (4,5%). Los resultados de la inflación en el último mes sorprendieron al mercado y superaron las previsiones efectuadas en los informes de inflación anteriores. Con respecto a las proyecciones del Banco, el grueso de los errores de pronóstico se concentró en alimentos. El comportamiento de la inflación sin alimentos estuvo dentro de lo previsto.

El aumento en la inflación es explicado, principalmente, por el comportamiento de los precios de los alimentos y regulados:

-
- El principal choque sufrido por la inflación en lo corrido del año ha provenido del fenómeno de El Niño y su efecto sobre los precios de los alimentos. Cerca del 45% de la aceleración de la inflación total en el primer trimestre y el 80% de la aceleración de la inflación de marzo están relacionados con este efecto.
 - Los aumentos en los precios del petróleo y de los combustibles han impulsado al alza los precios internacionales de bienes agrícolas, debido a las mayores demandas para la producción de biocombustibles. Esto ha generado presiones alcistas sobre los precios internos desde mediados del año pasado, especialmente en los alimentos procesados, cuya inflación pasó de 5,8% en diciembre a 8,5% en marzo.
 - Los precios de los alimentos, y en particular el precio de la carne, han sido significativamente afectados por el auge de las ventas a Venezuela, tanto legales como ilegales. Estas habrían aumentado a comienzos de año, coincidiendo con alzas elevadas en los precios y con reportes de escasez de alimentos en ese país.
 - El aumento de la inflación de regulados en lo corrido del año está relacionado con el aumento en los precios de los combustibles en 2006 (10,4%) y su efecto sobre los precios del transporte, cuya inflación aumentó de 6,6% en diciembre a 7,7% en marzo.

El alza en la inflación de regulados es el principal factor que explica el aumento en la inflación sin alimentos de 3,9% en diciembre a 4,4% en marzo. La inflación sin alimentos ni regulados pasó de 3,4% a 3,8% en este período. Sin embargo, otros indicadores de inflación básica también aumentaron, y el promedio de los tres indicadores más utilizados (núcleo 20, índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, e IPC sin alimentos primarios, transporte ni servicios públicos) se situó en 5,1% en marzo, frente a 4,5% en diciembre.

Dentro de la inflación sin alimentos ni regulados ha tenido lugar un repunte en la inflación de bienes y servicios no transables de 4,7% en diciembre a 4,9% en marzo. El aumento de la inflación de no transables desde septiembre de 2006 (cuando había llegado a 4,2%) y su distanciamiento de las metas de inflación, está probablemente asociado con el fuerte crecimiento de la demanda y la disminución de los excesos de capacidad productiva en la economía.

Con respecto a la evolución de los choques y su efecto sobre la inflación futura se puede prever lo siguiente:

- Las presiones inflacionarias sobre los alimentos derivadas del fenómeno de El Niño son transitorias y desaparecen en el segundo semestre del año. Las presiones inflacionarias provenientes de las exportaciones a Venezuela continuarían a lo largo del año. Las asociadas con los precios internacionales del petróleo y de los biocombustibles van a depender de la respuesta de la oferta mundial a los altos precios que se han observado en productos como maíz, azúcar y aceites vegetales, entre otros. En conjunto, el pronóstico de inflación de alimentos para fin de año aumentó de 5,8% en el informe trimestral anterior, a 6,5% en este informe.
- Se espera que la inflación de regulados disminuya en el segundo semestre y que se sitúe en 6% en diciembre, similar al pronóstico del informe anterior.
- Dados los altos incrementos en los precios de los alimentos en lo corrido del año, en ausencia de choques importantes se prevé una reducción sustancial en la inflación anual de este rubro en 2008, al menos durante el primer semestre.

De otro lado, los principales factores que van a determinar el comportamiento de la inflación de transables y de no transables (excluyendo alimentos y regulados) en los próximos cuatro a ocho trimestres son: i) el dinamismo de la demanda agregada y la evolución de los excesos de capacidad productiva; ii) el comportamiento de las expectativas de inflación; iii) el comportamiento del tipo de cambio, y iv) el crecimiento de los salarios frente a aumentos en la productividad laboral:

- En 2006 la demanda interna (incluyendo variación de existencias) creció 9,9%, impulsada especialmente por la inversión en maquinaria y equipo. El crecimiento del consumo de los hogares se aceleró en el segundo semestre del año al pasar de 5,5% a 8,0%. Los pronósticos de crecimiento del PIB en 2007 se sitúan entre 5% y 6,5%, con un crecimiento de la demanda interna alrededor de 8% en el punto medio del rango de crecimiento del PIB (5,8%). Dentro de la demanda interna, el consumo de los hogares incrementaría aún más su ritmo de crecimiento.

-
- A pesar de los incrementos sustanciales en la inversión, diversas medidas de utilización de la capacidad productiva han mostrado niveles históricamente altos para la segunda mitad de 2006 y para lo corrido del año. Con base en el comportamiento de diferentes indicadores, se estima que han aumentado las presiones inflacionarias de demanda sobre la capacidad productiva y que dichas presiones tenderían a mantenerse en lo que resta del año. No obstante, en el segundo semestre del año comenzarían a hacerse más evidentes los efectos de los aumentos en las tasas de interés sobre el comportamiento de la demanda.
 - Diferentes indicadores muestran que las expectativas de inflación se elevaron durante el primer trimestre, al tiempo con el repunte que ha tenido lugar en la inflación observada. Además, de acuerdo con los resultados de la Encuesta trimestral de expectativas del Banco, la credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación en 2007 es baja (26%), bastante menor a lo que se preveía a comienzos de año (85%).
 - El pronóstico del tipo de cambio está sujeto a una alta incertidumbre; sin embargo, las tendencias de la balanza de pagos muestran mayores precios internacionales de productos básicos y mayores flujos de capital privados, principalmente inversión extranjera directa (IED), frente a los proyectados en el informe trimestral de diciembre. En conjunto, estos factores generarían un tipo de cambio inferior, en promedio, al proyectado en el informe de diciembre. De esta manera, a finales de año la inflación de transables disminuiría en algún grado, frente a su nivel actual.
 - La información disponible de salarios y productividad sugiere que hasta el momento los incrementos en estas variables han estado alineados, lo cual implica una baja probabilidad de presiones inflacionarias de costos salariales. No obstante, estos resultados se deben interpretar con cautela, debido a que la productividad tiene un componente cíclico importante, y no hay indicadores disponibles para actividades económicas diferentes a la industria y al comercio. Para lo que resta del año, y teniendo en cuenta el crecimiento proyectado del PIB y su efecto sobre la demanda de trabajo, se puede esperar un estrechamiento progresivo del mercado laboral, sin descartar la aparición de presiones inflacionarias de costos laborales en el mediano plazo.

La evolución de la inflación básica en los próximos trimestres también va a depender de los efectos de las políticas que han tenido lugar desde

abril de 2006 y que, como se señaló, hasta abril de 2007 significaron un incremento de 250 pb en la tasa de interés de intervención. A este respecto, se observa una transmisión parcial de estos incrementos a las otras tasas de interés de la economía. Desde marzo de 2006, la DFT aumentó 156 pb, la tasa promedio de captación de CDT 178 pb, y las tasas de CTD a más de 360 días, en 230 pb o más. En el caso de las tasas de interés activas, las de corto plazo como la del crédito de tesorería o el crédito preferencial, aumentaron 200 pb o más.

A pesar de lo anterior, existen evidencias de que la transmisión de los incrementos de las tasas de intervención monetaria a las demás tasas de la economía y a la demanda de crédito, ha sido afectada por una recomposición del portafolio de los bancos desde inversiones en TES hacia cartera, y por un aumento en la preferencia por depósitos del sistema financiero, lo que tiende a aumentar los fondos disponibles para otorgar crédito en los bancos; esto en medio de una economía que continúa expandiéndose a un ritmo elevado, y que mantiene la confianza de los agentes para prestar y pedir prestado.

Decisiones de política

La información macroeconómica que se conoció para el primer trimestre confirmó la aceleración de la actividad económica y de la demanda agregada a partir del cuarto trimestre de 2006, aumentó las perspectivas de crecimiento económico para 2007 por encima de lo que se esperaba a principios de año, y mostró aumentos inesperados en la inflación.

Aunque la aceleración de la inflación se explica principalmente por factores de oferta y choques exógenos a la política, existe el riesgo de que estos choques se trasladen a mayores expectativas de inflación y a presiones adicionales de precios y de salarios. Esto puede ocurrir con mayor probabilidad, en tanto más prolongados sean los choques a lo largo del tiempo, como se prevé en el caso de las presiones inflacionarias derivadas de las exportaciones a Venezuela y, posiblemente, de los precios internacionales de algunos bienes agrícolas asociados con la producción de biocombustibles. En la medida en que las expectativas de inflación aumenten, es mayor el esfuerzo que debe hacer la política monetaria para mantener la convergencia de la inflación hacia su meta de largo plazo.

El otro riesgo que enfrenta actualmente la política monetaria es que tenga lugar una expansión excesiva de la demanda frente al crecimiento de la capacidad productiva. En este caso, la inflación de no transables podría aumentar aún más, comprometiendo la estabilidad de precios y dificultando la convergencia hacia la meta de largo plazo; también puede ocurrir una ampliación del déficit externo a niveles que amenacen la estabilidad macroeconómica futura.

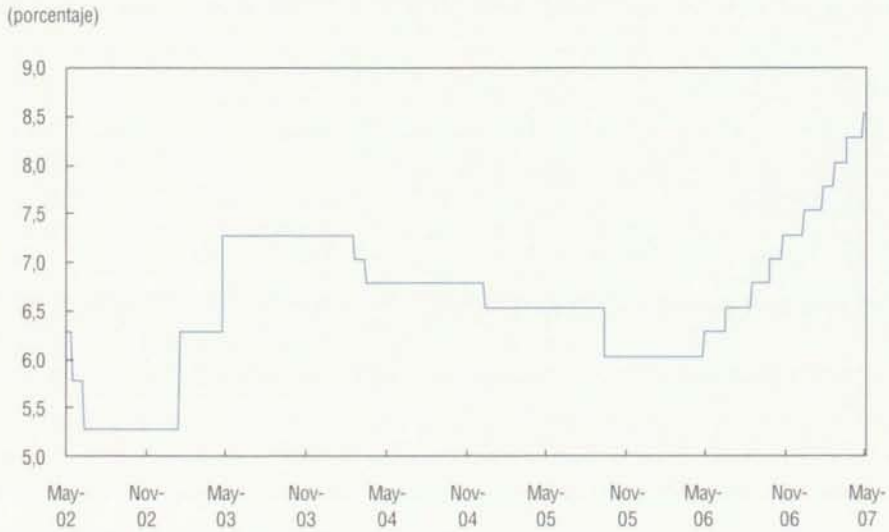
Tomando en cuenta estos elementos y la evaluación del contexto macroeconómico descrito anteriormente, la JDBR decidió continuar la reducción del estímulo monetario a través del aumento en las tasas de interés de intervención. De esta manera, las tasas fueron incrementadas en 25 pb en cada ocasión, en las reuniones de febrero, marzo y abril de 2007 (Gráfico 1). Con estos incrementos la tasa de interés base para las subastas de expansión se situó en 8,5% a finales de abril.

Durante los primeros cuatro meses del año la JDBR continuó con la intervención discrecional en el mercado cambiario, con el fin de moderar la apreciación del peso y sus efectos sobre el sector productivo y la estabilidad macroeconómica. En aplicación de esta política, hasta abril el Banco de la República realizó compras de divisas por US\$4.527,4 millones (m) (Cuadro 1).

Con el propósito de aumentar la capacidad del Banco de la República para compensar los efectos monetarios de la intervención, la JDBR consideró oportuno activar las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje a siete y catorce días a partir del 2 de abril de 2007. Posteriormente se habilitaron también las subastas de depósitos a treinta, sesenta y noventa días. Se determinó que los montos de dichas subastas serían definidos de forma tal que las tasas de interés de corto plazo del mercado se mantengan en línea con las tasas de interés de intervención del Banco de la República. La tasa base para las subastas de contracción se fijó 10 pb por debajo de la tasa de expansión a un día.

Adicionalmente, se habilitó la captación ilimitada de recursos a siete días mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje en el Banco de la República a una tasa de interés “lombarda de contracción” equivalente a la tasa base de la subasta de depósitos remunerados menos cien puntos básicos. Hoy la tasa “lombarda de contracción” es de 7,40%.

Gráfico 1
Tasa de interés de intervención



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 1
Operaciones de compraventa de divisas
del Banco de la República
(millones de dólares)

Concepto	2006 Acumulado Ene-dic	2007				Acumulado Ene-abr
		Enero	Febrero	Marzo	Abril	
Compras	1.780,5	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,2	4.527,4
Opciones put	583,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para acumulación de reservas internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	583,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intervención discrecional	1.196,7	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,2	4.527,4
Ventas	1.944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opciones call	944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gobierno nacional	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Compras netas	(163,8)	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,2	4.527,4

Al mismo tiempo, la JDBR consideró necesario introducir medidas encaminadas a moderar el crecimiento del crédito y la demanda agregada, que actuaran de manera complementaria con el aumento en las tasas de interés. En particular, en su reunión de mayo 6 de 2007 se impuso un encaje marginal no remunerado sobre el monto de cada tipo de exigibilidades en moneda legal que exceda el nivel registrado el 7 de mayo, de acuerdo con los siguientes porcentajes:

- Para las cuentas corrientes y exigibilidades similares el 27%.
- Para los depósitos de ahorro y exigibilidades similares el 12,5%.
- Para los certificados de depósito a término menores a dieciocho meses y exigibilidades similares el 5%.

Por otra parte, con el fin de evitar que las mayores tasas de interés y los nuevos requerimientos de encaje induzcan la entrada de capitales de corto plazo, se restableció el depósito al endeudamiento externo previsto en la Resolución Externa 8 de 2000. Este depósito se fijó en el 40% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa del mercado (TRM) de la fecha de su constitución. El término para la restitución del depósito es de seis meses.

Por último, se impuso un límite de 500% de su patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario. Este límite acota el riesgo de los intermediarios del mercado cambiario al reducir las posibilidades de apalancamiento para realizar operaciones de cobertura y complementa el establecimiento del depósito sobre el endeudamiento externo.

Junta Directiva del Banco de la República

COMUNICADOS DE PRENSA



2 de mayo de 2007

FUNCIONARIO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA CREA NUEVO
PROCEDIMIENTO EN *SOFTWARE* ECONOMÉTRICO

Dicho procedimiento constituye la parte fundamental de la metodología para el cálculo del índice de valoración de títulos de deuda privada de corto plazo, cuya viabilidad se encuentra en estudio en la Superintendencia Financiera.

Diego Vásquez, integrante de la unidad de Econometría, con el apoyo del Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados, es el creador de este nuevo procedimiento denominado *BIFSRC*, el cual permite calcular en forma automática el índice de rentabilidad promedio de los retornos de transacciones de títulos de deuda privada, lo que beneficiará, en términos de eficacia y transparencia, a los usuarios del *software* econométrico a nivel internacional y al mercado financiero nacional.

Este procedimiento aplica la técnica de estimación robusta por medio de funciones de influencia acotada (*bounded influence function regression*) propuesta por Krasker, Khu y Welch (1983) en su artículo "Estimation for Dirty Data and Flawed Models", documento publicado por Griliches e Intriligator (editores).

Dadas las características en cuanto a liquidez, acceso a la información y profundización del mercado de los títulos de deuda privada de corto plazo, se presentan a menudo observaciones extremas que le restarían eficiencia a un estimador tal como el promedio aritmético tradicional; por esta razón, el cálculo del índice de rentabilidad promedio de los retornos de transacciones a partir de este procedimiento se convierte en una herramienta muy útil para el mercado financiero en su función de valoración, ya que permite limitar en forma automática la influencia de dichas observaciones sin tener que eliminarlas, evitando así sesgos y pérdida de eficiencia.

Teniendo en cuenta que la aplicación de esta técnica de estimación no solo es importante en problemas de tipo financiero, sino además en áreas como la epidemiología y la biología, entre otras, Estima, la firma propietaria del *software* econométrico RATS (*Regression Analysis of Time Series*), en el cual fue creado dicho procedimiento, decidió anunciar a sus usuarios, a nivel internacional, su creación y publicación en su página electrónica: www.estima.com/Estimators.shtml

Diego Vásquez es economista de la Universidad de Antioquia y tiene una maestría en Economía de la Universidad de los Andes. Ha dictado cátedras de econometría y econometría financiera en universidades como los Andes, Javeriana, Nacional de Colombia y el Rosario. Anteriormente publicó tres procedimientos adicionales en dicha página electrónica, denominados *Perron.SRC*, *Spunit.SRC* y *Kolmtest.SRC* (este último en compañía de Luis Fernando Mejía), los cuales fueron elaborados durante su permanencia en la Gerencia Técnica del Banco de la República, y han servido para el desarrollo de trabajos técnicos de interés del banco central.



4 de mayo de 2007

**BANCO DE LA REPÚBLICA ADMINISTRARÁ EL INDICADOR
BANCARIO DE REFERENCIA (IBR)**

La Junta Directiva del Banco de la República aprobó en su sesión del pasado 30 de abril la solicitud de la Asociación Bancaria (Asobancaria) de administrar el indicador bancario de referencia (IBR). El diseño de este indicador refleja la tasa de interés de referencia representativa de las condiciones de liquidez del mercado monetario.

El IBR es una iniciativa del sector privado que ha contado con el respaldo del Banco de la República por ser parte integral del proceso de desarrollo del mercado monetario colombiano y reforzar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Su diseño ha contado con la participación de un grupo de trabajo que incluye a la Asobancaria, algunos bancos en representación de todos los

miembros de la Asobancaria, la Superintendencia Financiera de Colombia, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República.

El IBR proveerá una referencia de las condiciones de liquidez de corto plazo para el sistema financiero y para la economía en general, de tal forma que estimule el mayor desarrollo del mercado monetario, así como el del mercado de derivados financieros. Estos últimos son una herramienta importante para la cobertura de los diferentes riesgos enfrentados por los agentes de la economía colombiana.

Se estima que el Banco de la República comenzará a publicar el IBR en el transcurso del segundo semestre del año.



6 de mayo de 2007

LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN SU
SESIÓN DE HOY ACORDÓ:

1. Imponer un encaje marginal sobre el monto de cada tipo de exigibilidades en moneda legal que exceda el nivel registrado el 7 de mayo de acuerdo con los siguientes porcentajes:
 - a. Para las cuentas corrientes y exigibilidades similares el 27%.
 - b. Para los depósitos de ahorro y exigibilidades similares el 12,5%.
 - c. Para los certificados de depósito a término menores a dieciocho meses y exigibilidades similares el 5%.

Este encaje marginal no será remunerado.

2. Restablecer el depósito al endeudamiento externo previsto en la Resolución Externa 8 de 2000. El mencionado depósito será del 40% del

valor del desembolso liquidado a la TRM de la fecha de su constitución. El término para la restitución del depósito será de seis meses.

Estas medidas están dirigidas a facilitar el manejo monetario en una coyuntura caracterizada por un fuerte incremento del crédito y de la demanda agregada que puede afectar las metas de inflación y la estabilidad del sistema financiero.

3. Imponer un límite de 500% de su patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario.

Este límite acota el riesgo de los intermediarios del mercado cambiario al reducir las posibilidades de apalancamiento para realizar operaciones de cobertura.

Información complementaria:

- Resoluciones externas 2, 3 y 4 del 6 de mayo de 2007.
- Circular Reglamentaria Externa DODM-139 del 7 de mayo de 2007 y Circular Reglamentaria Externa DFV-113 del 7 de mayo de 2007.
- Modificación a la Circular Reglamentaria Externa DFV-113 del 7 de mayo de 2007.



7 de mayo de 2007

**INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
EN EL MERCADO CAMBIARIO**

El Banco de la República informa que en el mes de abril de 2007 realizó compras de divisas en el mercado cambiario a través del mecanismo de intervención discrecional por US\$666,2 millones, para un acumulado en lo corrido del año de US\$4.527,4 millones. En el mismo mes, el Banco no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES B. El saldo de dichos títulos en poder del Banco ascendió a \$1,45 billones el 30 de abril de 2007.



9 de mayo de 2007

**LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
SE REÚNE CON LOS EMPRESARIOS DE ANTIOQUIA**

En el día de hoy, 9 de mayo de 2007, se reunieron en Medellín el Gerente del Banco de la República y los codirectores de la Junta Directiva con un grupo de empresarios representantes de diferentes sectores de la economía, con el fin de analizar e intercambiar opiniones sobre la situación y perspectivas de la actividad económica del país.

Esta reunión es la cuarta de este tipo en el año, de las que realiza periódicamente la Junta Directiva con empresarios de todo el país, con el objetivo de obtener una visión de primera mano del desempeño de la economía. Las pasadas reuniones se llevaron a cabo en Bucaramanga, Ibagué y Bogotá, y durante el primer semestre se realizarán reuniones en las ciudades de Barranquilla y Cali.

En esta ocasión asistieron Hebert Agudelo Arango, Gerente General de Confecciones Colombia S. A.; Luis Fernando Alarcón Mantilla, Gerente General de Interconexión Eléctrica S. A. ISA-ESP; J. Mario Aristizábal, Presidente de la Junta Directiva de Concreto; Carlos Alberto Beltrán Ardila, Presidente de Coltejer S. A.; Gustavo Bernal Villegas, Gerente de C. I. Expo Faro; Juan Sebastián Betancur Escobar, Presidente de la Fundación Proantioquia; David Bojanini García, Presidente de Suramericana de Inversiones S. A.-Suramericana; Alejandro Ceballos Zuluaga, Presidente de EPM Telecomunicaciones S. A.; María Constanza Díaz, de Sofasa S. A.; Pedro Miguel Estrada Londoño, Presidente de Compañía de Empaques S. A.; Javier Jaramillo Velásquez, Presidente de Inversiones Mundial S. A.; Jorge Londoño de la Cuesta, Gerente de Invamer S. A.; Manuel Santiago Mejía Correa, Gerente de Corbeta; Juan Camilo Ochoa Restrepo, de Suramericana de Inversiones S. A.- Suramericana; Juan Felipe Posada Moreno, Presidente de Industrias Estra S. A.; Javier Humberto Ramírez Vergara, Gerente de la Central Mayorista de Antioquia; Imelda Restrepo de Michell, Directora del Centro de Estudios Económicos de la ANDI; Gonzalo Restrepo López, Presidente de Almacenes Éxito S. A.; Fabio Andrés Saldarriaga Sanín, Presidente de Contegral S. A.; Luis Mariano Sanín Echeverri, Presidente de Textiles Fabricato Tejicóndor S. A.; Beatriz E. Uribe Restrepo, Gerente General de Mineros S. A.; Guillermo Valencia Jaramillo, Presidente de Industrias e Inversiones Cid; y José Alberto Vélez Cadavid, Presidente de Cementos Argos S. A.

El Gerente General del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, señaló que el aumento reciente en la inflación (6,26% a abril de 2007) se debe tanto a factores de oferta como de demanda. Los de oferta se refieren a los efectos del fenómeno de El Niño sobre la producción de alimentos y el aumento en los precios de algunos bienes y servicios regulados. Los de demanda, por su parte, tienen que ver con el fuerte crecimiento del gasto interno, la demanda de productos colombianos por parte de Venezuela y el aumento en la demanda mundial de algunos productos agrícolas que sirven para producir energía alternativa al petróleo.

En vista de la aceleración de la demanda agregada y el crédito, la Junta Directiva ha venido aumentando sus tasas de interés de intervención entre abril de 2006 y abril de 2007 en diez oportunidades, en 25 puntos básicos cada una. Con el último incremento el pasado 30 de abril, la tasa base para las subastas de expansión quedó en 8,50%. Esta política contribuye al

cumplimiento de la meta de inflación en 2007 y a su convergencia hacia la meta de largo plazo, definida como un rango entre 2% y 4%. Esta eliminación del estímulo monetario no afecta la capacidad de crecimiento de la economía colombiana en torno a su potencial y, antes bien, contribuye a su continuidad y sostenibilidad.

De otra parte, el pasado 6 de mayo, la Junta Directiva del Banco de la República tomó una serie de medidas que reflejan su compromiso hacia el cumplimiento de las metas de inflación. En particular, la Junta decidió imponer a las entidades financieras un encaje marginal sobre el monto de los depósitos en moneda legal, medida que va dirigida a reducir el crecimiento que viene observando la cartera de consumo del sector financiero. De igual manera, la Junta decidió establecer el depósito al endeudamiento externo en un 40% del valor del desembolso a seis meses, con el objeto de igualar las tasas de interés externas e internas para las operaciones de deuda externa de corto plazo. Por último, la Junta Directiva del Banco de la República decidió imponer un límite de 500% del patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario, con el propósito de acotar el riesgo asociado con estas operaciones.



14 de mayo de 2007

**LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
SE REÚNE CON LOS EMPRESARIOS DE LA COSTA CARIBE**

En el día de hoy, 14 de mayo de 2007, se reunieron en Barranquilla el Gerente del Banco de la República y los codirectores de la Junta Directiva con un grupo de empresarios representantes de diferentes sectores de la economía, con el fin de analizar e intercambiar opiniones sobre la situación y perspectivas de la actividad económica del país.

Esta reunión es la quinta de este tipo en el año, de las que realiza periódicamente la Junta Directiva con empresarios de todo el país, con el objeto de obtener una visión de primera mano del desempeño de la economía. Las pasadas reuniones se llevaron a cabo en Bucaramanga, Ibagué, Bogotá y Medellín, y hacia finales del mes de mayo se realizará otra reunión en la ciudad de Cali.

En esta ocasión asistieron Álvaro Bustamante Steer, Presidente de Atunes y Enlatados del Caribe S. A.; Arturo Cepeda, Gerente General de la Constructora Baraja; Yoseph Daccarett, Gerente del Frigorífico de la Costa; Rafael Simón del Castillo Trucco, Presidente de Tubocaribe; Ramón del Castillo Restrepo, Presidente de la Junta Directiva de Rafael del Castillo y Cía.; Miguel Desmoineaux, Presidente de C. I. Agrosoledad S. A.; Mariano Ghisays Farah, Presidente Ejecutivo de Maquinaria Super-Brix S. A.; Kenneth Loewy, Gerente de Sempertex de Colombia S. A.; Carlos Murgas Guerrero, Gerente General de Oleoflores; Guido Nule Amin, Gerente General de Transelca S. A.; José Luis Ruano; y Eduardo Solano Dávila.

El Gerente General del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, señaló que el crecimiento del año 2006 (6,8%), desde el punto de vista de la oferta, tuvo origen en numerosos sectores económicos, principalmente la industria, la construcción, el comercio y el transporte. Desde el punto de vista de la demanda, los componentes que más contribuyeron fueron la inversión y el consumo de los hogares. Estas características del crecimiento permiten ser optimistas sobre su continuidad, dada la amplia base productiva en la que se origina y el incremento del producto potencial de la economía.

Por su parte, el doctor Uribe sostuvo que el aumento reciente en la inflación (6,26% a abril de 2007), se debe tanto a factores de oferta como de demanda. Los factores de oferta se refieren a los efectos del fenómeno de El Niño sobre la producción de alimentos y el aumento en los precios de algunos bienes y servicios regulados. Los factores de demanda, por su parte, tienen que ver con el fuerte crecimiento del gasto interno, la demanda de productos colombianos por parte de Venezuela y el aumento en la demanda mundial de algunos productos agrícolas que sirven para producir energía alternativa al petróleo.

En vista de la aceleración de la demanda agregada y el crédito, la Junta Directiva ha venido aumentando sus tasas de interés de intervención entre abril de 2006 y abril de 2007 en diez oportunidades, en 25 puntos básicos cada una. Con el último incremento el pasado 30 de abril, la tasa base para las subastas de expansión quedó en 8,50%. Esta política contribuye al cumplimiento de la meta de inflación en 2007 y a su convergencia hacia la meta de largo plazo, definida como un rango entre 2% y 4%. Esta eliminación del estímulo monetario no afecta la capacidad de

crecimiento de la economía colombiana en torno a su potencial y, antes bien, contribuye a su continuidad y sostenibilidad.

De igual forma, la Junta Directiva del Banco de la República expresó a comienzos de año su compromiso de intervenir en el mercado cambiario. Esto con el fin de contribuir a la estabilidad macroeconómica y a que la composición del crecimiento del PIB muestre cierto balance entre los sectores productores de bienes y servicios transables y no transables. En aplicación de esta política, en los primeros cuatro meses del año el Banco de la República realizó compras de divisas en el mercado por US\$4.527,4 millones y ha venido compensando los efectos monetarios de la intervención con el fin de no poner en riesgo el logro de la meta de inflación.

Por último, el Gerente General recordó las medidas que tomó la Junta Directiva del Banco de la República el pasado 6 de mayo, las cuales reflejan su compromiso hacia el cumplimiento de las metas de inflación. En particular, la Junta decidió imponer a las entidades financieras un encaje marginal sobre el monto de los depósitos en moneda legal, medida que va dirigida a reducir el crecimiento que viene observando la cartera de consumo del sector financiero. De igual manera, la Junta decidió establecer el depósito al endeudamiento externo en un 40% del valor del desembolso a seis meses, con el objeto de igualar las tasas de interés externas e internas para las operaciones de deuda externa de corto plazo. Por último, la Junta Directiva del Banco de la República decidió imponer un límite de 500% del patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario, con el propósito de acotar el riesgo asociado con estas operaciones.



18 de mayo de 2007

**BANCO DE LA REPÚBLICA AUMENTA SUS TASAS DE INTERÉS
DE INTERVENCIÓN EN 25 PUNTOS BÁSICOS**

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió aumentar sus tasas de interés de intervención en 25 pb. De esta forma, la tasa base para las subastas de expansión pasará de 8,50% a 8,75%.

Esta decisión se tomó teniendo en cuenta los pronósticos de inflación y los resultados del IPC en abril, que presentaron aumentos superiores a los esperados. De igual manera, la demanda y el crédito siguen mostrando un alto dinamismo.

La Junta manifestó su compromiso de seguir adoptando las medidas coherentes con la meta de inflación fijada para 2007 (rango 3,5%-4,5%) y garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo

(3% ± 1 punto porcentual). Esta política contribuye a mantener el crecimiento económico en una senda sostenible.

La Corporación también expresó su confianza en que las medidas tomadas el 6 de mayo tendrán los efectos esperados para apoyar la postura de la política monetaria.



23 de mayo de 2007

LANZAMIENTO DEL LIBRO *ECONOMÍA COLOMBIANA
DEL SIGLO XX: UN ANÁLISIS CUANTITATIVO*

El próximo jueves 31 de mayo se realizará el lanzamiento del libro *Economía colombiana del siglo XX: un análisis cuantitativo*, evento organizado por el Fondo de Cultura Económica y el Banco de la República.

El libro, editado por James Robinson y por Miguel Urrutia, presenta una síntesis de los principales aspectos del desarrollo económico colombiano durante el siglo XX por un grupo de reconocidos especialistas, que en muchos casos también fueron conductores de la política económica durante el siglo. En ese sentido radica su gran aporte bibliográfico, además de ser de interés para profesionales, estudiantes y el público en general.

La obra se dedica a asuntos como el ingreso per cápita, las tendencias en la estatura de la población relacionadas con la nutrición y la salud, el

comercio exterior, el sector agrícola, el proceso de industrialización comparado con los patrones internacionales y latinoamericanos, la historia fiscal, monetaria y de política crediticia, la construcción de ferrocarriles y carreteras, la historia cuantitativa de la educación y el acceso al financiamiento externo. Además, revisa la literatura sobre la materia y expone la hipótesis de por qué Colombia es un país atípico en su política macroeconómica con respecto a otros países latinoamericanos, pero típico en cuanto a sus resultados de crecimiento.

Los autores de los doce ensayos que conforman este libro son Armando Armenta, Mauricio Avella, Juan José Echavarría, María del Pilar Esguerra, Andrés Fernández, Roberto Junguito, Salomón Kalmanovitz, Enrique López Enciso, Adolfo Meisel Roca, Carlos Esteban Posada, María Teresa Ramírez, Hernán Rincón, Fabio Sánchez, Juana Patricia Téllez, Margarita María Vega, Mauricio Villamizar y Leonardo Villar.



24 de mayo de 2007

NOTAS DEL GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA,
JOSÉ DARÍO URIBE, PARA LA PRESENTACIÓN DEL LIBRO
DEL BANCO MUNDIAL *COLOMBIA 2006-2010:*
UNA VENTANA DE OPORTUNIDAD

- Voy a hacer un breve análisis para dar paso a las intervenciones de la Directora de Planeación Nacional y el Subdirector de Fedesarrollo. Ellos son los analistas naturales de estas excelentes Notas de Política presentadas por el Banco Mundial.
- Mi comentario hará referencia a unos temas que están en el centro del debate público colombiano: i) la tasa de cambio real y su relación con el crecimiento del gasto público; ii) la relación entre el tamaño del gasto público como proporción del PIB y el crecimiento económico y, iii) la pobreza y su relación con el gasto social y el crecimiento.

Gasto público y tasa de cambio real

Lo primero que quiero anotar es que el crecimiento del gasto público contribuye a la apreciación del peso a través de tres canales:

- Cuando el gasto público crece lo hace, en su gran mayoría, en bienes no transables. Esto aumenta el precio relativo de los bienes no transables frente a los transables (revalúa).
- Cuando el mayor gasto público se financia con recursos externos aumenta la oferta de divisas en el mercado interno (revalúa).
- Cuando el mayor gasto público se financia con recursos internos presiona al alza las tasas de interés y atrae capitales del exterior (revalúa).

Por otro lado, el crecimiento del gasto público puede inducir una depreciación real de la moneda si con él aumenta la probabilidad percibida de no pago de la deuda. En este caso, el incremento del gasto público eleva las primas de riesgo soberano, reduce la demanda de activos financieros locales a favor de activos externos y produce una depreciación real.

El impacto del gasto público en la tasa de cambio real es, por tanto, ambiguo. Un mayor crecimiento del gasto público puede aumentar las primas de riesgo y reducir la entrada de capitales externos. Esto devalúa. A su vez, un mayor crecimiento del gasto público disminuye el ahorro interno y aumenta la demanda de bienes no transables. Esto revalúa. ¿Cuál efecto prima? Todo depende de la situación fiscal inicial (y la permanencia del gasto). Si el punto de partida es uno de baja probabilidad de insostenibilidad fiscal, es de esperar que el efecto del incremento del gasto público sobre el ahorro y la demanda de bienes no transables prime sobre el efecto en el riesgo soberano. En consecuencia, un aumento en el gasto público revalúa. En contraste, si el punto de partida es una situación fiscal frágil, es de esperar que el efecto del incremento del gasto público sobre la prima de riesgo soberano prime sobre su efecto en el ahorro interno y en la demanda de bienes no transables. En consecuencia, un aumento del gasto público devalúa.

En la situación actual de Colombia, es de esperar que un mayor crecimiento del gasto público contribuya a revaluar el peso. A su vez, el problema mayor con este tipo de revaluación es que ella tiende a ser

insostenible en el mediano plazo. La explicación es la siguiente: si el aumento en el gasto público no acrecienta la productividad del sector productor de bienes y servicios transables se genera, por ese solo concepto, un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Dicho déficit, de llegar a ser insostenible, se corrige con una devaluación del peso y una dolorosa contracción del gasto y el producto.

Por supuesto, el gasto público y la política fiscal en general no son los únicos determinantes fundamentales de la tasa de cambio real. También participan en su valor el crecimiento de la productividad, los términos de intercambio y el grado de apertura económica, entre otros. Puede darse entonces, por ejemplo, una devaluación del peso al tiempo que aumenta fuertemente el gasto público y se deterioran los términos de intercambio.

Gasto público y crecimiento económico

Paso a otra idea: cuando el gasto público como proporción del PIB supera el “tamaño óptimo” (cualquiera sea su valor), reduce el crecimiento económico. En efecto, el mayor gasto público, tarde o temprano, debe ser financiado con mayores impuestos. Los impuestos, a su vez, son distorsiones necesarias en la economía que, cuando superan ciertos límites, frenan los motores del crecimiento económico (tecnología, acumulación de capital humano y físico, eficiencia en la asignación de recursos). La explicación de esto último es simple: el verdadero motor detrás de los motores del crecimiento es la expectativa de apropiarse de un beneficio *neto de impuestos*.

Este tema es de especial relevancia en el país. Como bien lo anota el libro del Banco Mundial, en Colombia el gasto público como proporción del PIB es significativamente superior al que tienen países de similar nivel de ingreso per cápita. Además, como han afirmado diferentes analistas y funcionarios públicos a cargo de las finanzas del Estado, la estructura tributaria colombiana es, en extremo, compleja.

Pobreza, gasto social y crecimiento

Por último, voy a referirme al papel del gasto social y el crecimiento económico en la reducción de la pobreza.

-
- Nótese lo siguiente:
 - El gasto social es fundamental para reducir la pobreza.
 - No es fácil mantener a raya el gasto público total al tiempo que se aumenta el gasto social (téngase en cuenta, por ejemplo, la importancia del gasto en seguridad y los aumentos en los gastos generales de la administración pública asociados con el gasto social y seguridad).
 - Un gasto público como proporción al PIB superior al nivel "óptimo" reduce el crecimiento económico.
 - El crecimiento económico es fundamental para reducir la pobreza.
 - Por consiguiente, el país puede tratar de reducir la pobreza aumentando el gasto social; sin embargo, si al tiempo que incrementa el gasto social expande el gasto público total como proporción del PIB puede terminar reduciendo el crecimiento económico de mediano y largo plazos. Esto último, a su vez, hace más difícil reducir la pobreza y, eventualmente, puede llevar a aumentarla.
 - En consecuencia, el reto futuro de Colombia es complicado: reducir la pobreza mediante un crecimiento económico alto y sostenido y, simultáneamente, focalizar el gasto público dirigido a los pobres con el fin de mantener a raya la participación del gasto público total en el PIB.

Conclusión

Permítanme entonces concluir. Las Notas de Política del Banco Mundial hablan en secciones separadas de los temas que he tratado muy rápidamente esta mañana. Creo que la tarea que sigue es interconectarlas. Hay muchas iniciativas que significan aumento del gasto público y están claramente justificadas a nivel microeconómico; sin embargo, en la medida en que implican un mayor gasto público pueden ir en contra de la competitividad de la producción nacional y del crecimiento de mediano plazo. El país debe hacer un gran esfuerzo de focalización del gasto en los más pobres, incluyendo los subsidios, y estar consciente de que la economía colombiana funcionaría mucho mejor con un menor crecimiento del gasto público.



28 de mayo de 2007

**LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
SE REÚNE CON LOS EMPRESARIOS DEL VALLE DEL CAUCA**

En el día de hoy, 28 de mayo de 2007, se reunieron en Cali el Gerente del Banco de la República y los codirectores de la Junta Directiva con un grupo de empresarios representantes de diferentes sectores de la economía, con el fin de analizar e intercambiar opiniones sobre la situación y perspectivas de la actividad económica del país.

Esta reunión es la sexta de este tipo en el año, de las que realiza periódicamente la Junta Directiva con empresarios de todo el país, con el objeto de obtener una visión de primera mano del desempeño de la economía. Las pasadas reuniones se llevaron a cabo en Bucaramanga, Ibagué y Bogotá, Medellín y Barranquilla.

En esta ocasión asistieron Francisco Aljure Dorronsoro, Gerente Financiero de Comestibles Aldor; Francisco José Barberi Ospina, Presidente de Tecnoquímicas S. A.; Carlos Ramiro Becerra Sánchez, Gerente de Negocios Colombia - Ecuador de Cadbury Adams Colombia S. A.; Mauricio Cabrera Galvis, Director de Cabrera Bedoya & Asociados; Henry Eder Caicedo, Presidente de la Junta Directiva de Manuelita S. A.; Óscar Rivera Arbeláez, Vicepresidente Financiero de Carvajal S. A.; Martha Lucía De La Pava Atehortúa, Gerente General de Agropesquera Industrial Bahía Cupica; Ernesto De Lima Le Franc, Presidente de la Junta Directiva de Latino S. A.; Humberto Tenorio Durán, Gerente de Plántulas del Valle; Luis Gutiérrez Serpa, Presidente de Colgate Palmolive; Rosa Jaluf de Castro, propietaria de Calzado Versilla; Álvaro José López Gutiérrez, Presidente y Gerente General de Industrias del Maíz S. A.; Rodrigo Lloreda Mera, Gerente General de Agrícola Roma; Alberto Losada Torres, Presidente de Fanalca S. A.; María Fernanda Mejía Castro, Gerente de MAC, S. A.; Carlos Arcesio Paz Bautista, Gerente General de la Organización Harinera del Valle S. A.; y Carlos Santiago Restrepo Posada, Gerente General de Goodyear de Colombia S. A.

El Gerente General del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, señaló que el aumento reciente en la inflación (6,26% a abril de 2007) se debe tanto a factores de oferta como de demanda. Los de oferta se refieren a los efectos del fenómeno de El Niño sobre la producción de alimentos y el aumento en los precios de algunos bienes y servicios regulados. Los de demanda, por su parte, tienen que ver con el fuerte crecimiento del gasto interno, la demanda de productos colombianos por parte de Venezuela y el aumento en la demanda mundial de algunos productos agrícolas que sirven para producir energía alternativa al petróleo.

En vista de la aceleración de la demanda agregada y el crédito, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha incrementado las tasas de interés de intervención en 2,75 puntos porcentuales desde abril de 2006, medida que contribuye al cumplimiento de la meta de inflación en 2007 y a su convergencia hacia la meta de largo plazo, definida como un rango entre 2% y 4%. Esto no afecta la capacidad de crecimiento de la economía colombiana en torno a su potencial y, antes bien, contribuye a su continuidad y sostenibilidad. Por otra parte, recientemente la JDBR estableció encajes marginales sobre los depósitos del público en las entidades de crédito. El Gerente General sostuvo que “esta última medida

refuerza el empeño del Banco por contener el crecimiento del gasto y del crédito”.

Así mismo, el Banco ha adoptado medidas para frenar el ritmo de apreciación del peso, sin comprometer el logro de las metas de inflación y sin defender un nivel específico de la tasa de cambio. En lo que va corrido del año, el Banco ha comprado divisas por US\$4.887,4 millones. Por último, el doctor Uribe anunció que recientemente, la JDBR fijó en 40% el porcentaje del endeudamiento externo que los residentes en el país deben mantener en pesos durante seis meses en el Banco de la República. Con esta medida se busca igualar los diferenciales de tasas de interés internas y externas, para de esa forma desestimular el ingreso de divisas por endeudamiento externo.