

# INTRODUCCIÓN

*Una inflación baja contribuye al uso más eficiente de los recursos productivos y promueve la inversión; evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, que terminan perjudicando a quienes tienen menos recursos y no pueden protegerse contra los efectos negativos de la inflación; y contribuye a la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para el crecimiento alto y sostenido.*

La Constitución Política de 1991 y la Ley 31 de 1992 establecieron, para la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), el mandato de alcanzar la estabilidad de precios en coordinación con la política macroeconómica general. El cumplimiento de éste se materializa en la adopción de un esquema flexible de *inflación objetivo*. Esto significa que el fin primario de la política monetaria es lograr y mantener una tasa baja de inflación, en la forma de una meta cuantitativa, y al mismo tiempo buscar la estabilidad del producto agregado alrededor de su tendencia de largo plazo. Los objetivos del banco central combinan entonces la estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y el empleo.

Con frecuencia, la estrategia monetaria adoptada por la JDBR se interpreta de manera incorrecta. Se piensa que el control de la inflación es el único propósito de sus políticas, en detrimento de los objetivos de crecimiento del producto y el empleo o de una mejor distribución del ingreso y la riqueza. La realidad, sin embargo, es diferente: una inflación baja contribuye al uso más eficiente de los recursos productivos y promueve la inversión; evita redistribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, que terminan perjudicando a quienes tienen menos recursos y no pueden protegerse contra los efectos negativos de la inflación; y contribuye a la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para el crecimiento alto y sostenido. En pocas palabras, la estabilidad de precios, al aumentar el ingreso y reducir la incertidumbre y las distribuciones arbitrarias del ingreso y la riqueza, contribuye de manera significativa a mejorar el bienestar de los colombianos.

*Aprovechando la credibilidad de la meta de inflación, las políticas del Banco han contribuido a la suavización del ciclo económico, a hacer más resistente la economía a choques externos negativos y a suavizar las fluctuaciones transitorias de la tasa de cambio.*

En el corto plazo, la política monetaria también puede hacer aportes de gran importancia. En la medida en que la inflación colombiana se encuentra cerca de su meta de largo plazo y las expectativas de inflación se encuentran en un nivel coherente con el logro de las metas cuantitativas inmediatas, tanto los instrumentos de la política monetaria como los de la cambiaria se han usado intensamente, manteniendo bajas en términos reales las tasas de interés de intervención, suministrando la liquidez requerida e interviniendo de manera activa en el mercado

*El Banco de la República ha mantenido sus tasas de interés de intervención en niveles que juzga coherentes con el logro de las metas de inflación y que impulsan el crecimiento económico de corto plazo.*

cambiario, sin comprometer de manera alguna el logro de la meta de inflación. De esta forma, y aprovechando la credibilidad de la meta de inflación, las políticas del Banco han contribuido a la suavización del ciclo económico, a hacer más resistente la economía a choques externos negativos y a suavizar las fluctuaciones transitorias de la tasa de cambio. La credibilidad de la política monetaria es, entonces, un activo de gran valor para el país, que el Banco mismo y el Estado deben preservar.

Más específicamente, el Banco de la República ha mantenido sus tasas de interés de intervención en niveles que juzga coherentes con el logro de las metas de inflación y que impulsan el crecimiento económico de corto plazo. Estos niveles corresponden a tasas de interés reales históricamente bajas, a las que el Banco ha suministrado toda la liquidez primaria demandada por el sistema financiero a través de operaciones Repo. Lo anterior se ha complementado con la compra masiva de reservas internacionales. En un ambiente de mayor confianza en la economía, esta postura amplia de la política monetaria ha contribuido al saneamiento de los balances de las empresas y de los hogares y a la recuperación del crédito y del gasto interno.

El componente más dinámico de la demanda interna ha sido la inversión privada, fenómeno observado desde el año 2002 y que ha permitido que la tasa de inversión como proporción del producto interno bruto (PIB), alcanzara 19,3% en 2004. Esta cifra es superior a su promedio histórico de los últimos cincuenta años. Más importante aún, el dinamismo de la inversión privada se ha mantenido en lo corrido de 2005, como lo muestran, entre otros indicadores, el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital y las encuestas empresariales. Con la expansión de la inversión se amplía, además, la capacidad productiva y se mejoran la productividad y la competitividad de la producción nacional. Por su parte, aunque el consumo de los hogares crece por debajo del producto, se espera que su dinámica mejore en los próximos trimestres, como lo sugieren los mayores volúmenes de ventas del comercio, el crecimiento del crédito de consumo y los mejores indicadores de confianza del consumidor de Fedesarrollo. Así mismo, la fuerte recuperación de la economía venezolana en los últimos años, el mayor crecimiento de los Estados Unidos y el mejoramiento en los términos de intercambio han permitido un fuerte aumento de las exportaciones colombianas. El análisis de estos y otros indicadores permite al Banco esperar que el crecimiento de la economía colombiana en 2005 sea similar al observado en los dos últimos años, del orden del 4%.

*En un ambiente de mayor confianza en la economía, esta postura amplia de la política monetaria ha contribuido al saneamiento de los balances de las empresas y de los hogares y a la recuperación del crédito y del gasto interno.*

Igualmente significativo es el comportamiento de los precios al consumidor y de los precios al productor. En el transcurso del año la inflación ha seguido un comportamiento acorde con el rango meta de inflación para 2005, establecido por el Banco de la República entre 4,5% y 5,5%. La inflación anual al consumidor disminuyó de 5,5% en diciembre a 4,8% en junio. La caída en la inflación sin alimentos fue incluso más importante, ya que pasó de 5,5% a 4,3% en igual período. Esta reducción de la inflación ha sido posible gracias a la subutilización de la capacidad productiva, al efecto de la apreciación del peso y a una mayor

credibilidad de la autoridad monetaria, que se ha reflejado en la existencia de expectativas de inflación decreciente y cercana a la meta anunciada por el Banco. De esta manera, se puede esperar con una alta probabilidad que en 2005 se cumplirá la meta de inflación y que ésta continuará reduciéndose el próximo año.

En síntesis, Colombia presenta un crecimiento impulsado por la inversión privada y las exportaciones (a pesar de la apreciación real del peso en los dos últimos años). Además, en 2005 se prevé una recuperación de la inversión pública, luego de la caída del año pasado. La productividad laboral está creciendo a tasas altas y casi todos los sectores de la economía muestran un buen desempeño, especialmente el consumo de bienes durables y semidurables. El consumo de bienes no durables parece estar creciendo a un ritmo bajo pero mayor al observado en el pasado reciente. La inflación disminuye y se dirige gradualmente hacia la meta de largo plazo. En pocas palabras, las bases del crecimiento económico colombiano son amplias y sostenibles.

Lo anterior no significa que la economía no sea vulnerable a cambios en el entorno externo, en particular en los términos de intercambio y en los flujos de capital, al igual que el resto de las economías emergentes. Así mismo, algunos sectores productivos enfrentan la competencia legal e ilegal de productos provenientes del exterior. Los márgenes de intermediación financiera han caído en relación con los observados una década atrás, pero para algunos tipos de crédito continúan siendo altos. Por último, pero no menos importante, persisten factores de riesgo macroeconómico que deben afrontarse oportunamente. El más importante es la situación fiscal, que se refleja en el tamaño del déficit del Gobierno central y en los niveles de deuda pública que, a pesar de su reducción como proporción del PIB en el último año, siguen siendo altos.

Sin embargo, el hecho destacable es que la economía colombiana se viene fortaleciendo toda vez que se cuenta con un mayor nivel de reservas internacionales y con un sistema financiero más sólido. Al mismo tiempo, existen diferencias importantes frente a lo que se observó en la segunda mitad de la década de los noventa: el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos es de 1,1% del PIB (frente a 5,4% en 1997) y la inflación se encuentra desde hace varios años en un solo dígito y convergiendo paulatinamente a los niveles deseados de largo plazo. La reciente aprobación, por parte del Congreso, del acto legislativo que reduce el pasivo pensional de la Nación y elimina los regímenes pensionales especiales, es un paso muy importante para garantizar la sostenibilidad fiscal. Estos son factores que promueven la confianza en la economía como lo refleja el incremento en los flujos de inversión extranjera.

Colombia requiere, de manera permanente, tasas más altas de crecimiento económico con el fin de reducir el desempleo y aliviar la situación de pobreza de amplias capas de la población. También debe mejorar sustancialmente la distribución del ingreso y la riqueza, para ampliar las oportunidades económicas de los sectores más vulnerables de la sociedad. El logro de estos objetivos va más allá de los alcances de las políticas macroeconómicas y exige mecanismos y políticas

*Colombia requiere, de manera permanente, tasas más altas de crecimiento económico con el fin de reducir el desempleo y aliviar la situación de pobreza de amplias capas de la población.*

*También debe mejorar sustancialmente la distribución del ingreso y la riqueza, para ampliar las oportunidades económicas de los sectores más vulnerables de la sociedad.*

*El logro de estos objetivos va más allá de los alcances de las políticas macroeconómicas y exige mecanismos y políticas adicionales.*

adicionales. Entre ellos están la conquista de la seguridad, la estabilidad en las reglas del juego y el respeto a los derechos de propiedad, la focalización del gasto público en los segmentos más vulnerables de la población y el uso más eficiente de los recursos que con enormes sacrificios la sociedad ha destinado a la financiación de la educación y la salud de los colombianos. Al mismo tiempo, la aplicación de las políticas para impulsar el desarrollo y la equidad no puede ir en contravía de la estabilidad macroeconómica.

La estructura del presente Informe es la siguiente: en el Capítulo I se presentan los principales resultados de la actividad económica y del empleo en lo corrido del año y se analizan sus perspectivas para el segundo semestre. En el Capítulo II se muestran los resultados de la inflación y sus perspectivas. En el Capítulo III se describe la evolución de las tasas de interés y de los agregados monetarios, además, se analiza el comportamiento del crédito y de los indicadores de solvencia del sistema financiero. En este capítulo se incluyen tres recuadros que explican el nuevo esquema de provisión de la liquidez que maneja el Banco de la República desde el pasado mes de mayo, el análisis de la evolución reciente del margen de intermediación financiera de las entidades de crédito, y el canal de crédito y la transmisión de las tasas de interés de política. En el Capítulo IV se describe la política cambiaria, se analiza su coherencia con la política monetaria y se presentan los principales resultados de la balanza de pagos durante el primer trimestre; también se incluye un recuadro sobre la evolución reciente de los flujos de inversión extranjera directa. El Capítulo V presenta la evolución de las finanzas públicas y sus perspectivas para 2005. El Capítulo VI describe la situación y el manejo de las reservas internacionales e incluye un recuadro que muestra la composición cambiaria de las reservas. Finalmente, en el Capítulo VII se presenta una descripción de las principales políticas y prácticas contables del Banco de la República, la evolución de sus estados financieros en lo corrido del año y la proyección de utilidades para 2005.