

# **Intervención de José Darío Uribe en la Conferencia Colombia 2007 de Bear Stearns.**

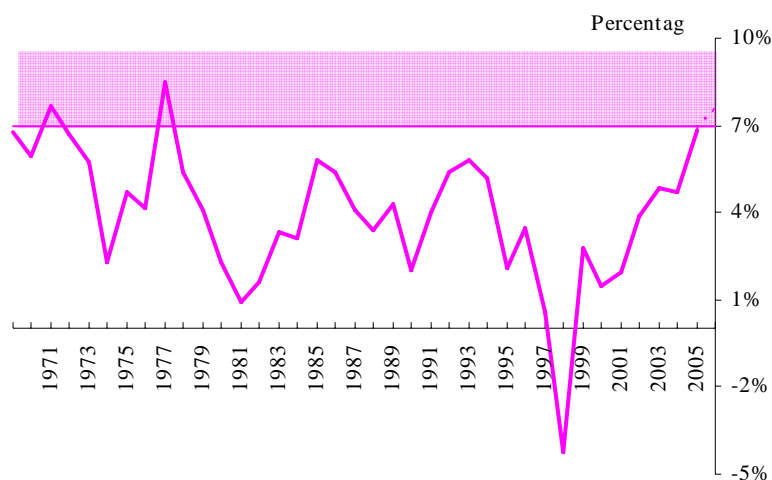
## **I. Introducción**

Agradezco la invitación que me hacen para participar en este evento. Empezaré mi presentación describiendo e interpretando el desempeño reciente de la economía colombiana, para luego explicar nuestras reacciones de política monetaria. Después haré unos comentarios sobre la turbulencia observada en los mercados financieros internacionales en los últimos días y cómo podría afectar a la economía nacional. Para terminar haré un resumen de las mayores fortalezas de nuestra economía y de nuestro esquema de política, y analizaré por qué están preparadas para afrontar lo que se llegue a presentar.

## **II. La coyuntura económica**

La economía colombiana está expandiéndose a tasas históricamente altas. Después de dos años de crecer alrededor de 5%, en 2006 se observó una tasa anual de 6.8%. Este crecimiento robusto ha continuado en 2007. En el primer semestre el crecimiento estimado del PIB fue de 7.6%, y los indicadores disponibles sugieren que en el tercer trimestre estará por encima de 5%. Como se aprecia en la gráfica 1, desde 1970 son muy pocos los años en que la economía colombiana ha crecido a tasas como estas.

**Gráfica 1. Crecimiento anual del PIB desde 1970**



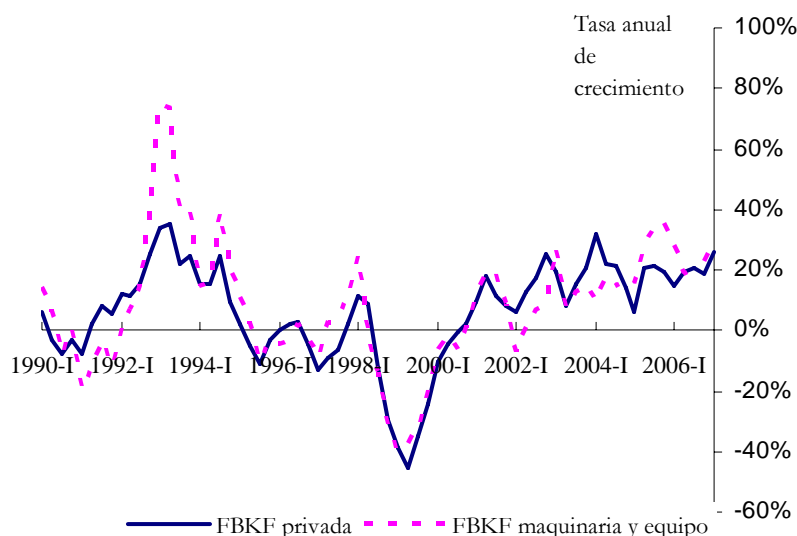
Fuente: Dane

Nota: El dato de 2007 corresponde al crecimiento del PIB en el primer semestre del año

La capacidad productiva y la productividad también se han incrementado a tasas considerables, en especial en la industria y el comercio. Igualmente es amplia la oferta de trabajo en el país.

Por el lado de la demanda interna el hecho más destacable de los últimos años ha sido el fuerte dinamismo de la inversión privada. Como se aprecia en la gráfica 2, a partir de 2002 la inversión privada ha crecido a tasas de dos dígitos y hasta hace poco se concentraba en maquinaria y equipo. El aumento de la inversión privada en 2006 con respecto a 2005 fue de 18.5%, y en el primer semestre de 2007 estuvo 20% por encima del mismo período de 2006. Este dinamismo de la inversión privada ha sido estimulado por buenas perspectivas de crecimiento económico, mejoras en seguridad y confianza, estímulos tributarios, y por la combinación de tasas de financiamiento históricamente bajas con una apreciación real del peso.

**Gráfica 2. Inversión privada y en maquinaria y equipo**



Fuente: DANE

El consumo privado completa tres trimestres creciendo por encima del 7% anual. Esta expansión se sustenta en condiciones financieras favorables y en el crecimiento sostenido del empleo asalariado; nuestras encuestas registran optimismo en las familias, tanto con respecto a la economía colombiana como a su propia situación financiera. Adicionalmente, la mejora sustancial en nuestros términos de intercambio ha contribuido al aumento en el ingreso disponible y, muy probablemente, a mejorar las expectativas de ingresos futuros de las empresas. Todo ello ha impulsado extraordinariamente la demanda de bienes y servicios.

En dólares corrientes, las exportaciones de bienes se han duplicado en los últimos cuatro años. Esto se ha dado tanto en las exportaciones tradicionales como en las no tradicionales. En términos reales el valor en pesos de las exportaciones aumentó 7.8% en el año 2006, y 6.5% en el primer semestre de 2007 comparado con el mismo período del año anterior. Los tres rubros más dinámicos en este último período fueron el carbón, los equipos de transporte y la maquinaria y suministros eléctricos, siendo el destino más ágil el mercado venezolano. Todo esto refleja las condiciones externas especialmente favorables en Venezuela y, en general, la mejora en los precios internacionales de nuestros principales productos de

exportación, así como los esfuerzos exitosos del sector privado colombiano para aumentar su productividad.

Todo indica que la situación se mantendrá en el futuro cercano. Hasta el momento, hay pocas señales de reducción en las tasas de crecimiento de la demanda y del producto. La demanda interna sigue aumentando rápidamente. El crecimiento de Venezuela y los altos precios de nuestros principales productos de exportación continúan impulsando las ventas de muchas empresas nacionales orientadas a la exportación. En mi opinión, el crecimiento del PIB en 2007 puede estar en el rango de 5.8% y 7.7%, y debe moderarse a una cifra cercana a 5% en 2008.

En cuanto a la inflación, la variación anual del IPC está actualmente en 5.2%, por debajo del 6.3% observado en abril. El alza de la inflación colombiana en los primeros meses de 2007 obedeció a una variedad de factores especiales. Malas cosechas por los efectos climáticos del fenómeno de El Niño causaron fuertes incrementos en los precios de algunos alimentos en el período mencionado, en especial en los bienes agrícolas perecederos. Además, las mayores exportaciones de alimentos a Venezuela han ocasionado alzas significativas en los precios internos de la carne, los huevos, el pollo y otros productos. También tiene importancia la expansión de la demanda de alimentos en todo el mundo; parte de este incremento en la demanda global se debe al uso de algunos productos alimenticios en la fabricación de bio-combustibles, fenómeno agudizado por los altos precios del petróleo y los incentivos de algunos gobiernos a la producción de fuentes alternativas de energía.

Como un todo, los precios de los alimentos han sido responsables de cerca del 70% del alza del IPC en 2007. En el cuadro 1 se descompone un poco más el origen de la inflación en sus diferentes factores; cerca de 73% del crecimiento de los precios hasta agosto se atribuye al efecto de las exportaciones de alimentos a Venezuela. Por su parte, los precios de los alimentos afectados por el fenómeno de El Niño, que hasta hace algunos meses fueron el principal acelerador de la inflación, pasaron a ser un elemento reductor de la misma. En el período contemplado, los precios internacionales de los alimentos han contribuido, como un todo, a

desacelerar la inflación; no obstante, dados los incrementos observados en algunos mercados internacionales de alimentos, podrían volver a ser una fuente de presión inflacionaria a mediano plazo. En todo caso, subsiste un 28% atribuible al comportamiento de la demanda interna.

**Cuadro 1. Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas (a agosto 2007)**

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual		Participación en puntos		Participación en %	
		Dic-06	Ago-07	en la desaceleración mensual	en la aceleración año corrido	en la desaceleración mensual	en la aceleración año corrido
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>4.48</b>	<b>5.22</b>	<b>-0.55</b>	<b>0.74</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>70.49</b>	<b>3.95</b>	<b>4.31</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.23</b>	<b>4.24</b>	<b>31.06</b>
Transables	24.67	1.71	1.37	-0.06	-0.09	11.02	-12.06
No transables	36.77	4.75	5.56	0.03	0.25	-5.82	33.62
Regulados	9.04	6.12	6.61	0.01	0.07	-0.96	9.50
<b>Alimentos</b>	<b>29.51</b>	<b>5.68</b>	<b>7.23</b>	<b>-0.53</b>	<b>0.51</b>	<b>95.76</b>	<b>68.94</b>
Niño	7.15	2.79	1.68	-0.37	-0.09	66.77	-12.04
Precios Internos.	5.35	9.62	6.70	-0.06	-0.15	10.10	-19.95
Demanda interna	9.52	5.83	8.12	-0.03	0.21	5.89	28.36
Demanda externa (Venezuela)	7.48	5.81	13.08	-0.07	0.54	13.01	72.57

Los incrementos no se observan sólo en los alimentos. La inflación anual *sin* alimentos pasó de 3.6% en junio de 2006 a 4.3% en agosto de este año, y en el mismo período el promedio de los tres indicadores de inflación básica empleados por el Banco de la República aumentó de 3.7% a 4.9%. Es particularmente relevante el comportamiento del rubro ‘bienes no transables sin alimentos ni regulados’, cuyos precios crecían 4.8% anual en diciembre 2006 y ahora lo hacen al 5.6%, con importante aceleración en los meses de julio y agosto. Todo esto sugiere que si bien ciertos factores especiales en los mercados de alimentos tuvieron importancia, también existe una presión subyacente sobre los precios al consumidor, originada por la demanda agregada.

### **III. Orientación de la política monetaria**

Antes de entrar a interpretar los datos respectivos y a explicar cómo hemos respondido a su comportamiento, permítanme recordar a todos el propósito de la política monetaria en Colombia: nuestro objetivo es alcanzar y mantener una inflación baja y estable. La meta operacional de este año es una inflación entre 3.5% y 4.5%, pero en el mediano plazo queremos que la inflación oscile no más de un punto porcentual alrededor de 3%. El objetivo de inflación baja y estable es ofrecer un ancla nominal a la economía. No obstante, reconocemos que la política monetaria también debe contribuir a estabilizar la utilización de recursos de la economía alrededor de su nivel promedio o de largo plazo, en tanto las expectativas inflacionarias se alineen con las metas de inflación. El reto de la política monetaria consiste, por lo tanto, en definir un nivel de tasa de interés del banco central que conduzca hacia las metas cuantitativas de inflación y contribuya todo lo posible a una utilización de recursos cercana a su nivel de largo plazo. El propósito es evitar tanto el sobrecalentamiento como la excesiva desaceleración de la economía.

Como vimos antes, en Colombia la inflación aumentó en los primeros cuatro meses de 2007 y, aunque se ha reducido, se sitúa actualmente por encima del punto medio del rango meta. Solo una parte de este aumento obedeció a condiciones temporales de oferta agropecuaria por el fenómeno de El Niño. El resto respondió a choques de demanda que amenazaban con aumentos persistentes en la inflación futura y con desequilibrios que pueden comprometer la sostenibilidad del crecimiento económico.

Hay evidencias que revelan que el exceso de gasto en Colombia, aunque moderado, todavía existe. Cuando empleamos diversas técnicas estadísticas para analizar la diferencia entre el producto observado y el producto potencial (la brecha del PIB), todas ellas sugieren que el primero supera al segundo por una cifra entre 1 y 2.5 puntos porcentuales. La mayor parte de los indicadores de utilización de capacidad, por su parte, están en niveles históricamente altos.

Una prueba mucho más simple consiste en mirar qué tan por encima de los promedios históricos están las actuales tasas de crecimiento del PIB. Como se dijo,

este año la tasa semestral de crecimiento del primer semestre fue 7.6%, que es la más alta para los primeros seis meses de un año desde que contamos con datos trimestrales. Una situación en la cual el crecimiento económico excede su promedio histórico y la brecha del PIB mantiene valores positivos constituye un grave riesgo inflacionario.

Esta presión de demanda se observa también en nuestras importaciones. El valor nominal de éstas en dólares ha presentado un crecimiento anual cercano al 34% desde mediados de 2006. Esta tasa es mucho más alta que el 7.7% de incremento promedio observado desde 1994. Las exportaciones también crecen bastante en dólares nominales, pero menos que las importaciones, con lo cual el déficit de la cuenta corriente se ha incrementado en cada trimestre desde 2006.

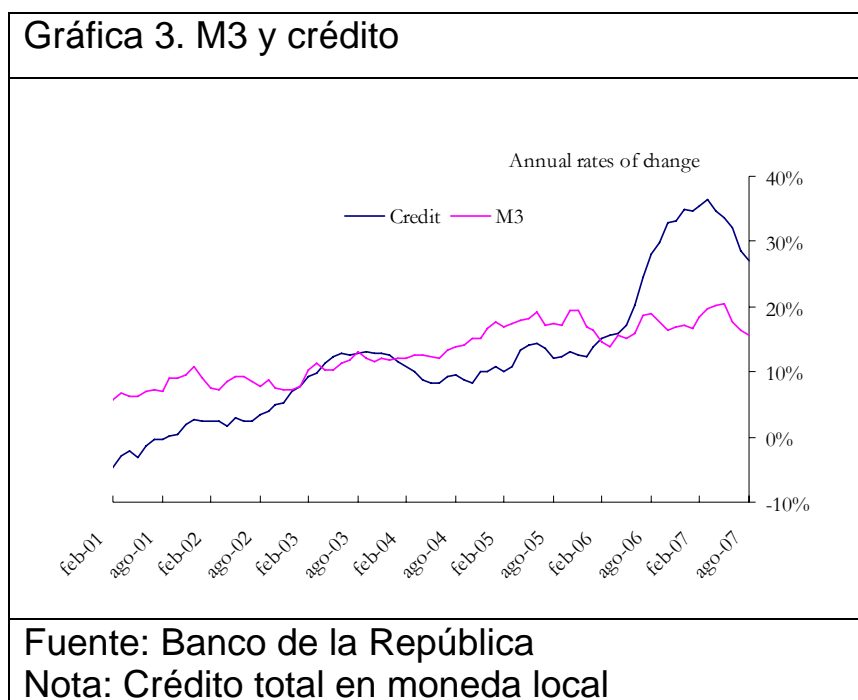
En resumen, nuestro principal desafío en la segunda mitad de 2006 y la primera de 2007 fue lidiar con una demanda inflacionaria. Desde abril de 2006 nuestra respuesta de política monetaria ha sido la de aumentar la tasa de interés de intervención del Banco de la República en 325 puntos básicos. A partir de mayo de 2007 se han complementado esos incrementos con un encaje marginal promedio de 24% sobre los pasivos del sistema bancario.

Lo que quiero enfatizar es que en situaciones como esta, la tarea de contener la inflación dentro de un rango de metas bien definido, equivale a mantener el crecimiento en una senda de sostenibilidad. No existían compensaciones. La tasa de crecimiento de 11% en la demanda agregada doméstica observada en el primer trimestre de 2007 era excesivamente alta. Si hubiéramos permitido que continuara creciendo a tasas tan altas, ello hubiera significado, no sólo un exceso de inflación sino una desmejora de la calidad de la inversión y mayores riesgos para ella, lo mismo que déficit insostenibles de la cuenta corriente.

Permítanme asegurarles que yo mismo, así como mis colegas en el Banco de la República y en otras áreas del Gobierno somos muy conscientes de que el crecimiento debe ser sostenible para producir beneficios duraderos. Tenemos el apoyo del público para este objetivo; existe un amplio consenso entre los

colombianos en cuanto a que debemos evitar que se repita el dañino patrón de auges y recesiones.

Las primeras evidencias señalan que nuestras medidas contracíclicas preventivas han surtido efecto. El crédito se está encareciendo y crece menos rápidamente, lo mismo puede decirse con respecto al crecimiento de los agregados monetarios; ambas series pueden apreciarse en la gráfica 3. La gente ve un banco central que toma decisiones apropiadas y que persevera en su esfuerzo por situar la inflación y las expectativas de inflación en una senda coherente con las metas trazadas. Todo esto llevará, seguramente, a crecimientos moderados de la demanda interna, a que la inflación se ubique dentro de sus metas y a que la economía se expanda a tasas sostenibles.



#### IV. La turbulencia de los mercados financieros y la economía colombiana

Quisiera referirme ahora a algo que seguramente está en la mente de todos ustedes: la reciente turbulencia financiera desencadenada por problemas en los mercados crediticios de mayor riesgo en EE UU. Nunca debemos ignorar el hecho de que la economía colombiana se afecta por los desarrollos económicos en el resto



del mundo. La turbulencia observada en los mercados financieros internacionales en los últimos meses ha contribuido a que crezca la incertidumbre sobre el futuro de la economía mundial y, por lo tanto, de la colombiana.

Sin embargo, también tenemos que darnos cuenta de que esto sucede después de un período de crecimiento robusto y sostenido a nivel mundial. Se estima que el crecimiento de la economía global se ha mantenido por encima de 4% desde el comienzo del siglo y que llegó a 5.4% en 2006. Estas tasas son muy superiores al promedio de 3.6% registrado entre 1970 y 2005<sup>1</sup>. Este sólido crecimiento significa que en todo el mundo las instituciones públicas y privadas han acumulado reservas sustanciales, a las que pueden acudir ante dificultades.

Estoy seguro de que las causas de la turbulencia son bien conocidas por todos ustedes. De mayor interés resulta su posible efecto en la economía colombiana.

La transmisión de la turbulencia financiera a países como Colombia ocurre a través de diferentes canales, entre los que destacaría los siguientes: i) cambios en el crecimiento de los Estados Unidos y de la economía mundial, en especial, de nuestros principales socios comerciales; ii) la caída en los precios internacionales de los principales productos de exportación y los precios de los bienes importados (términos de intercambio); iii) el alza en las primas de riesgo; iv) los cambios en la trayectoria de las tasas de interés de política monetaria en los Estados Unidos y otras economías avanzadas; y v) cambios en las tasas de interés de la deuda pública de los países industrializados.

Hasta el momento, lo único que podemos decir del impacto de la turbulencia financiera internacional sobre la economía colombiana es que tuvo un efecto inicial fuerte que, en su mayor parte, retrocedió rápidamente: i) el peso colombiano se devaluó 13.8% entre julio 15 y septiembre 12, pero se apreció después: un 7.6% hasta septiembre 26; ii) la prima de riesgo país subió de 97 a 204 puntos básicos entre julio 15 y septiembre 13, pero regresó a 147 puntos básicos para septiembre 26, y iii) las tasas de interés de los TES 2020, los títulos de deuda pública

---

<sup>1</sup> FMI World Economic Outlook, 2007 I.

colombiana más líquidos, aumentaron 75 puntos básicos entre julio 15 y septiembre 13, pero han recuperado 40 de esos puntos básicos desde entonces.

En verdad, no sabemos todavía cuánto van a durar, ni qué tan fuertes serán los efectos de la turbulencia financiera internacional sobre la economía real. Sin embargo, lo que sí sabemos es que Colombia ha construido a través de los años un esquema de política y un marco institucional que hacen más resistente a su economía ante choques externos negativos. Este esquema de política incluye un banco central independiente que ha bajado la inflación, permitiendo flexibilidad cambiaria, y acumulado grandes cantidades de reservas internacionales; incluye también un Gobierno que ha tenido en los últimos años una política de reducción de la deuda pública como proporción del PIB y que ha cambiado la composición de su deuda hasta un punto en que cerca de un 65% de la misma está denominada en pesos (deuda interna) y 35 % en divisas (deuda externa).

Por lo demás, nuestro sistema financiero se encuentra en buenas condiciones. Es más profundo: las tasas de crecimiento de los activos, depósitos y créditos de la banca llegaron recientemente a niveles históricamente altos. Al mismo tiempo es más sólido: durante esta rápida expansión, las relaciones de solvencia se han mantenido muy por encima de la relación mínima de capital a activos (9%). La calidad de los portafolios crediticios (medida como el porcentaje de créditos en riesgo) también ha mejorado, en promedio, en forma sostenida.

Por supuesto hay riesgos importantes que deben enfrentar tanto las entidades financieras como las autoridades. Tal como lo expresamos en nuestros recientes Reportes de Estabilidad Financiera, el acelerado crecimiento del crédito de consumo es una preocupación. Otra es la naturaleza poco diversificada del portafolio de las instituciones financieras no bancarias. También hemos sostenido que este es el momento apropiado para mejorar algunos aspectos de la regulación. Si bien esas mejoras nos fortalecerían aún más, no hay duda de que en lo que respecta a estabilidad financiera estamos en mejores condiciones que cuando experimentamos volatilidad en los mercados financieros internacionales en el pasado.

Igualmente es positivo, desde el punto de vista de nuestras cuentas externas, que el déficit de la cuenta corriente haya sido financiado principalmente por inversión extranjera directa. El nivel de endeudamiento privado no parece excesivo. En términos históricos, los balances de los agentes registran menores discrepancias, en cuanto a vencimientos y composición por monedas, de sus activos y pasivos.

Finalmente, se avanza en el proceso de inserción a la economía mundial, a través de diversos mecanismos entre los que se destacan los acuerdos bilaterales de comercio.

Un marco robusto de políticas macroeconómicas y financieras significa que la economía colombiana puede absorber de mejor manera los cambios en la economía internacional, bien sea una turbulencia temporal o ajustes más permanentes. Permítanme recordarles que nuestro esquema de meta de inflación nos permite discrecionalidad y flexibilidad para responder a choques como estos.

Pero a cambio de esta flexibilidad en nuestros instrumentos debemos mantener firmeza en tres compromisos. El primero es con el objetivo de nuestra política monetaria: debemos intentar mantener a la inflación cerca de su trayectoria objetivo, sin permitir que la brecha de producto fluctúe excesivamente. El segundo es explicar nuestras acciones, de manera que el sector privado pueda hacer planes acordes con ellas. El tercer compromiso es el de nuestros colegas en el Gobierno, en cuanto a apoyar este esfuerzo con una política fiscal apropiada y buena supervisión financiera. Esta estrategia nos será útil para enfrentar cualquier fenómeno que se presente en el futuro.

Por supuesto continuaremos haciendo un seguimiento cuidadoso de los eventos financieros en los mercados internacionales, pero estos no deben distraernos innecesariamente de nuestros tres compromisos. Si percibimos nuevas amenazas inflacionarias, debemos actuar anticipadamente para evitar llegar a un punto en donde tengamos que enfrentar alta inflación doméstica, mayor déficit de la cuenta corriente y primas más elevadas en los mercados internacionales.

## V. Conclusiones

En conclusión, la economía colombiana ha crecido fuertemente en 2007, tal como lo hizo en 2005 y 2006. Este crecimiento no se ha dado sólo en el consumo; la inversión privada (en especial en maquinaria y equipo) y las exportaciones también han aumentado considerablemente. Hoy podemos afirmar con certeza que nuestra capacidad productiva se ha recuperado de la recesión de los primeros años del siglo.

No obstante, también somos conscientes de que no podemos permitir que la demanda doméstica crezca muy por encima de la capacidad productiva. Ello crearía presiones inflacionarias. En mi examen de los datos he concluido que si bien gran parte de la inflación se debió a variaciones temporales en los precios de los alimentos, también existe una presión de demanda subyacente. Los indicios provenientes de una amplia variedad de datos corroboraban que la demanda doméstica crecía demasiado rápidamente. El exceso de demanda hubiera significado no sólo más inflación sino estímulos a las importaciones, que hubieran llevado a un gran déficit de la cuenta corriente. Por lo tanto, los incrementos de nuestra tasa de interés desde abril de 2006 han tenido dos objetivos: contener las presiones inflacionarias y mantener a la economía en una senda de crecimiento sostenible.

Analiqué también algunos de los canales a través de los cuales la reciente turbulencia en los mercados financieros internacionales podría afectarnos en Colombia: a través de la demanda internacional por nuestras exportaciones, cambios en los términos de intercambio o variaciones en las tasas de interés de mercado. Igualmente, recordé las principales fortalezas de nuestro esquema de política. Contamos con un banco central que se mantiene firme en la búsqueda de sus objetivos, un Gobierno que actúa para mantener la deuda pública dentro de límites sostenibles, y tenemos una autoridad de supervisión financiera que mejora y hace más fuerte nuestro marco regulatorio. Si conservamos estos elementos, estaremos bien preparados para enfrentar lo que pueda traer el futuro.

Cartagena, 28 de septiembre de 2007.