


REFLEXIÓN PERSONAL DEL CODIRECTOR DEL BANCO DE LA REPÚBLICA CARLOS GUSTAVO CANO SOBRE EL ESTADO DE LA ECONOMÍA Y LA MONEDA

Como bien se sabe, todo indica que la economía colombiana creció en 2006 cerca del 6,7 por ciento, jalonada principalmente por la inversión y la demanda interna. Desde el año 2005, cuando la cifra fue del 5,2 por ciento, su desenvolvimiento comenzó a superar el promedio de América Latina. Los sectores líderes de tan positivo balance han sido la construcción, el comercio, el transporte y la industria. En tanto que los pronósticos para el 2007 giran alrededor del 5,6 por ciento. Hacía mucho tiempo que el país no exhibía tan alentadores signos.



El PIB en 2006 estuvo jalonado por la inversión y la demanda interna. Desde 2005 ha crecido más que el promedio de A. Latina

Crecimiento del PIB por Tipo de Gasto

	2004	2005	2006				
	AÑO	AÑO	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV	AÑO
Consumo final	4.8%	4.8%	4.6%	4.5%	5.3%	5.3%	4.9%
Hogares	6.0%	4.7%	5.1%	5.5%	6.5%	6.5%	5.9%
Gobierno	1.1%	4.8%	2.9%	1.4%	1.2%	1.4%	1.7%
Formación bruta de capital	15.6%	25.7%	27.6%	33.2%	24.9%	26.4%	27.9%
Formación Bruta de Capital Fijo	15.0%	18.8%	16.2%	22.5%	20.4%	18.3%	19.4%
FBKF sin Obras Civiles	22.0%	16.7%	15.8%	20.2%	22.1%	21.9%	20.1%
Obras civiles	-7.9%	28.2%	17.9%	33.3%	13.6%	5.2%	16.4%
Variación de Existencias	28.0%	158.3%	389.7%	132.2%	52.2%	86.7%	103.3%
Demanda interna	6.6%	8.5%	8.9%	10.3%	9.7%	10.0%	9.7%
Exportaciones totales	10.0%	5.6%	7.2%	1.2%	10.5%	13.3%	8.0%
Importaciones totales	19.8%	21.7%	23.2%	20.7%	18.5%	22.1%	21.1%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	4.9%	5.3%	5.5%	6.1%	7.7%	7.5%	6.7%

Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República



Los sectores líderes en 2006 fueron construcción, comercio, transporte, comunicaciones e industria. Agro, rezagado en buena parte por cuenta de la revaluación

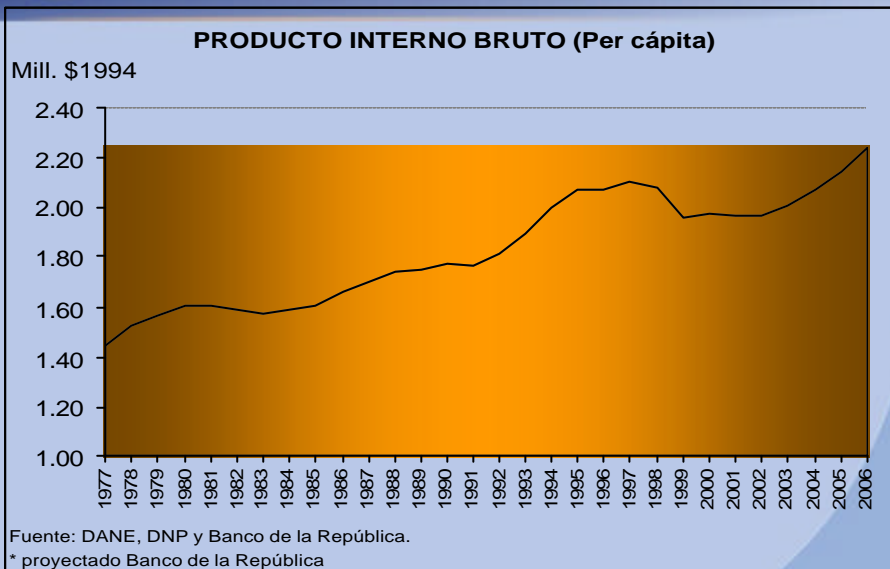
Producto Interno Bruto Sectorial

	2004	2005	2006				
	ANO	ANO	2006-I	2006-II	2006-III	2006-IV	ANO
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2.0%	3.0%	0.9%	-0.3%	5.9%	4.0%	2.6%
Explotación de minas y canteras	2.7%	3.0%	2.2%	-3.5%	3.3%	1.8%	0.9%
Electricidad, gas y agua	2.8%	3.2%	2.9%	0.9%	3.5%	3.8%	2.8%
Industria manufacturera	7.2%	3.9%	7.6%	6.5%	13.3%	13.7%	10.3%
Construcción	12.4%	12.1%	7.2%	26.9%	19.0%	14.2%	16.7%
Edificaciones	29.4%	3.6%	0.6%	23.2%	22.6%	21.0%	16.9%
Obras Civiles	-10.0%	28.2%	17.9%	33.3%	13.6%	5.2%	16.4%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7.6%	9.4%	8.9%	9.0%	11.5%	11.8%	10.3%
Transporte, almacenamiento y comunicación	6.2%	5.1%	10.1%	10.2%	7.5%	8.7%	9.1%
Estab. Finan, segur, inmueb y serv a las empresas	4.8%	3.6%	6.9%	-6.9%	2.4%	5.4%	1.8%
Servicios sociales, comunales y personales	1.4%	4.0%	2.7%	1.9%	1.5%	1.0%	1.8%
Intermediación financiera medidos indirectamente	10.3%	8.4%	14.9%	-40.2%	-0.6%	9.1%	-6.2%
Subtotal Valor agregado	4.5%	4.7%	5.1%	5.6%	7.3%	6.9%	6.3%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	4.9%	5.3%	5.5%	6.1%	7.7%	7.5%	6.7%
Impuestos menos subsidios	10.6%	12.8%	10.0%	11.7%	12.0%	15.2%	12.3%
Servicios financieros netos de SIFMI	3.1%	2.0%	5.2%	5.1%	3.5%	4.1%	4.5%
Transables	5.0%	4.1%	4.6%	5.3%	9.5%	9.1%	7.1%
No transables	4.8%	6.0%	6.0%	6.5%	6.6%	6.6%	6.4%

Fuente: DANE, Cálculos Banco de la República



El PIB per cápita ha alcanzado su máximo histórico





Según varios escenarios, el PIB podría crecer entre 4,6% y 6,6% en 2007

Variación % real anual		
PIB por el lado del Gasto	2007	2007
	Bajo	Alto
Consumo privado	4.8	6.1
PIB	4.6	6.6
Consumo público	3.0	3.0
Inversión total	7.5	25.6
Inversión privada	7.0	33.1
Existencias	0.0	0.0
Exportaciones	8.2	6.6
Exportaciones no tradicionales	9.6	7.4
Importaciones	9.5	16.8
PIB sectorial		
	Bajo	Alto
Agropecuario	1.8	1.1
Minería	7.0	7.4
Industria	5.5	7.1
Servicios	4.2	6.4
Precios		
	Bajo	Alto
ITCR-IPC	-3.3	-6.0
TCN	-5.5	-4.8
Cambios en Balances ahorro-inversión (% del PIB)		
	Bajo	Alto
Ahorro externo	0.2	1.5
Balance Público	0.2	1.6
Balance Privado	-0.4	-3.1
Balance Total	-0.2	-1.5

Las exportaciones No Tradicionales seguirían creciendo.

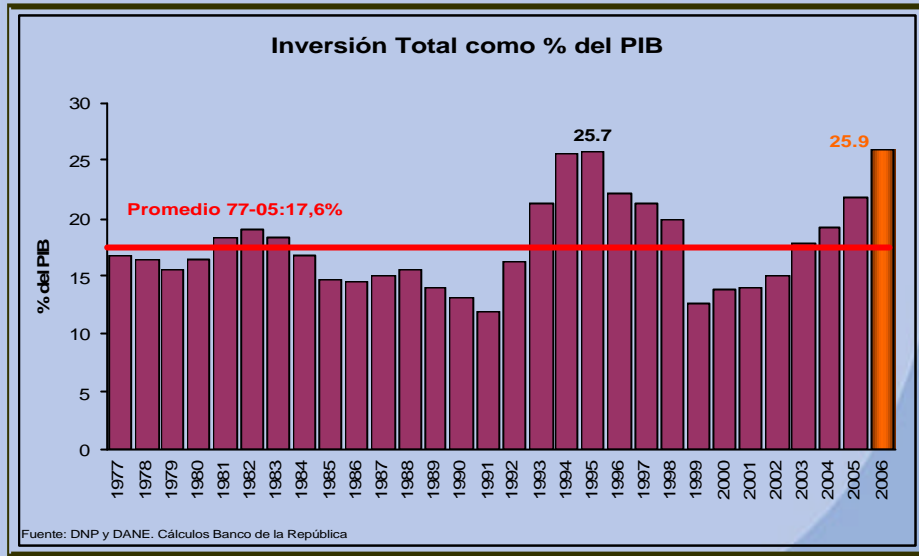
Ambos escenarios son consistentes con una apreciación real.

En el frente interno los factores que más han contribuido a tales resultados son la notable mejoría en la seguridad, la confianza de los inversionistas en la rentabilidad de sus negocios y la de los consumidores en la conservación de su ocupación y sus ingresos, y el impulso en materia de liquidez a bajas tasas de interés gracias a un manejo expansivo de la moneda, sin menoscabo de los objetivos de la autoridad monetaria sobre la inflación.

La inversión merece un capítulo aparte. En efecto, la extranjera durante el ejercicio anterior y el actual alcanzó volúmenes nunca antes vistos, en tanto que la participación de la total dentro del producto interno estará cerca del 26 por ciento, otro record histórico. De otro lado, en el frente externo han sido decisivos los mejores términos de intercambio de nuestro comercio exterior - gracias a la elevación de los precios de petróleo, carbón, ferróniquel y café -, y al dinamismo de las economías de nuestros mayores socios comerciales, que son Estados Unidos y Venezuela.



Inversión en Colombia: 26%/PIB, record histórico, especialmente en maquinaria y equipo, con gran impacto en productividad



Trayectoria reciente y pronóstico para 2007

Precios Internacionales							
Descripción	Promedio			Proyección Actual 1/	Proyección Anterior 2/	Proyección Actual 1/	Proyección Anterior 2/
	2003	2004	2005	2006	2006	2007	2007
Café (Ex-Dock) (Dólares por libra)	0.7	0.8	1.1	1.2	1.2	1.0	1.0
Petróleo (Dólares por barril)	29.0	37.3	49.8	56.7	59.0	51.6	61.8
Carbón (Dólares por tonelada)	28.2	36.1	47.9	47.9	47.9	46.1	50.2
Ferróniquel (Dólares por libra)	1.4	2.3	2.4	3.1	2.4	2.6	2.2
Oro (Dólares por onza Troy)	362.5	409.3	445.0	610.2	560.2	670.3	590.2

1/ Balanza de Pagos estimada en septiembre 2006.
2/ Balanza de Pagos estimada en julio 2006.



De otra parte, la economía de EU se desacelera, y el resto seguirá creciendo, pero menos que en 2006

EVOLUCIÓN DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DE NUESTROS SOCIOS COMERCIALES*

	Observado	Oct-06	Ene-07	Oct-06	Ene-07
	2005	2006	2006	2007	2007
Principales socios					
Estados Unidos	3.2	3.5	3.3	2.6	2.5
Ecuador	3.9	3.6	4.5	3.4	3.9
Venezuela	9.4	8.7	9.8	6.2	6.9
Otros socios					
Zona del Euro	1.4	2.2	2.6	2.1	2.2
Japón	2.7	2.8	2.4	2.2	2.0
China	9.3	10.4	10.5	9.1	9.5
Perú	6.1	6.3	7.2	5.3	5.9
México	3.1	4.5	4.7	3.4	3.9
Chile	5.9	5.0	4.3	5.3	5.2
Argentina	8.9	7.8	8.4	5.9	7.2
Brasil	2.5	3.2	2.8	3.5	3.4
Bolivia	3.7	3.4	4.1	3.1	3.8
Países desarrollados	3.1	3.2	3.2	2.5	2.3
Países en desarrollo	6.3	6.2	7.1	5.0	5.4
Total socios comerciales*	5.1	4.7	4.9	3.4	4.1

Fuente: DATASTREAM - Consensus

*Cálculo Balanza de Pagos según exportaciones no tradicionales

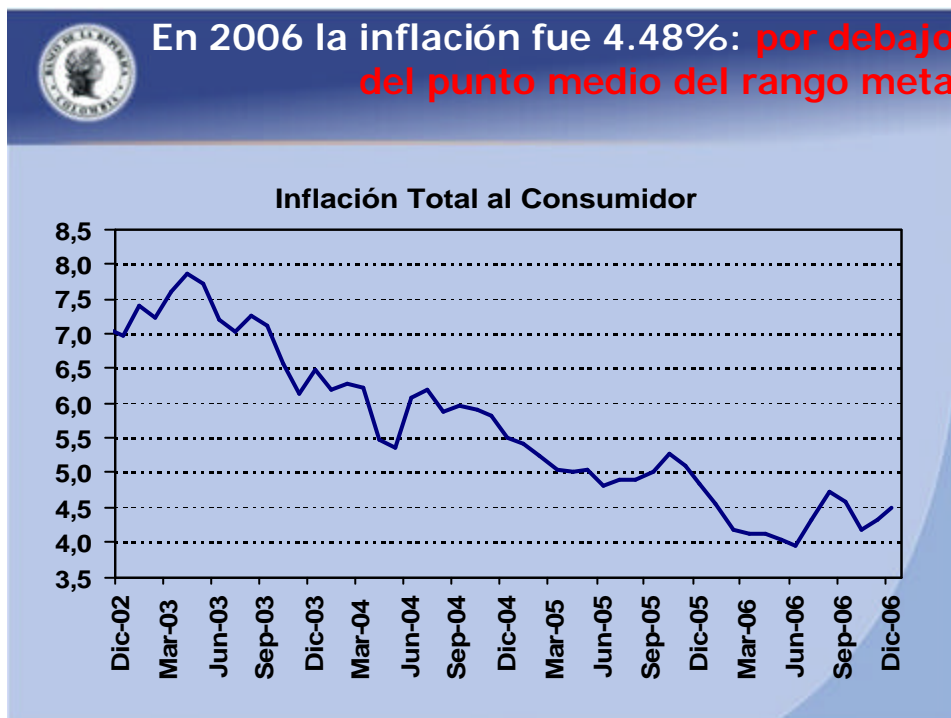
En tanto subsistan las buenas condiciones externas (si es que en verdad subsisten), cuyo enorme poder determinante de tan positivos guarismos no se puede soslayar, en el ámbito nacional la clave para permitir la continuidad del crecimiento, esto es, su sostenibilidad, aparte de otras condiciones domésticas obvias como el orden público y la estabilidad jurídica, yace en nuestra capacidad de seguir avanzando en el mediano término hacia una inflación baja y estable. Tras ese derrotero nos hemos mantenido exitosamente firmes durante los últimos años, en la medida en que las metas anuales fijadas por la Junta Directiva del Banco de la República, que han observado una invariable senda decreciente, se han alcanzado holgadamente, lo cual también sucedió en 2006, cuyo índice se ubicó en 4,48 por ciento, inferior al punto medio del rango meta fijado por la Junta.



¿Cómo va nuestra tarea prioritaria?



En 2006 la inflación fue 4.48%: **por debajo del punto medio del rango meta**



Desde abril del año pasado, de manera gradual se le ha venido reduciendo el impulso monetario a la economía mediante el incremento de la tasa de interés de intervención del Banco - la llamada tasa 'repo' - en 150 puntos base, a través de seis movimientos de 25 puntos cada uno, hasta alcanzar el 7,5 por ciento, un nivel que, en mi opinión, no se halla muy lejos del tramo neutral, o sea aquel al que se precisa llegar una vez se procede a 'normalizar' la política

monetaria, como es ahora el caso, por considerar que existen las condiciones para un crecimiento autosostenido.

Ahora bien, hay que darle tiempo al tiempo. En efecto, es de esperar que en el 2007 los mecanismos de transmisión de dicha política conduzcan a un ajuste correspondiente de las demás tasas, tanto las pasivas como las activas, a fin de garantizar que el aumento de la demanda agregada y la cartera sea coherente con la evolución buscada de los precios, en especial los de los bienes no transables sin alimentos ni regulados, cuyo comportamiento constituye el mejor anticipo de la inflación. Ello apunta a que el buen desempeño del aparato productivo, en vez de ser apenas flor de un día, siga y se prolongue en el mediano y el largo plazo.

Sin embargo, en mi opinión no se debe forzar la 'normalización' de la política monetaria, a fin de evitar mayores entradas de capital que conduzcan a una mayor revaluación, al menos mientras la FED no vuelva a subir sus tasas. De otra parte, apretar la política monetaria elevando en exceso la tasa de interés nominal de intervención del Banco cuando el PIB y el empleo se hallan creciendo y, simultáneamente, la inflación está bajando y su meta cumpliéndose holgadamente, podría arruinar un proceso sano de expansión de la economía. Pero, por otro lado, no anticiparse a eventuales presiones inflacionarias de demanda futuras (año 2008), podría colocar en riesgo la sostenibilidad del crecimiento.

No obstante, los notables aumentos de la inversión y la productividad sugieren una significativa expansión del producto potencial, y, por tanto, una brecha del producto aún negativa que permitiría la continuación del crecimiento de la economía sin generar mayores presiones inflacionarias de demanda. Adicionalmente, la mayor apertura comercial, al haber expuesto la economía a un más alto grado de competencia, también podría estar contribuyendo al control de la inflación.

Aparte de la inflacionaria, existe otra amenaza, sin lugar a dudas la más sentida y temida, que podría afectar la sostenibilidad del crecimiento económico, y cuya persistencia muchas veces ha sido la antesala de grandes crisis del sector financiero como rebote de las dificultades del sector real, el cual constituye su clientela, que por ende hay que enfrentar con decisión tanto con las herramientas existentes a disposición de la autoridad monetaria, como con aquellas pertenecientes a las órbitas de la regulación prudencial y la hacienda pública.

Se trata de la agudización y continuidad del fenómeno de la revaluación, que, con un rezago que suele oscilar entre dos y tres años, no sólo castiga las exportaciones – las de origen agropecuario, acuicultura, textiles y confecciones, calzado y manufacturas de cuero, artes gráficas, entre otras -, sino a todos aquellos otros renglones que compiten con importaciones. La contribución principal y directa del banco central para enfrentar el problema yace en sus intervenciones en el mercado cambiario, orientadas a suavizar su volatilidad, en

lo posible acompañadas de su oportuna y suficiente esterilización, de suerte que no se coloque en riesgo el logro de las metas de inflación.

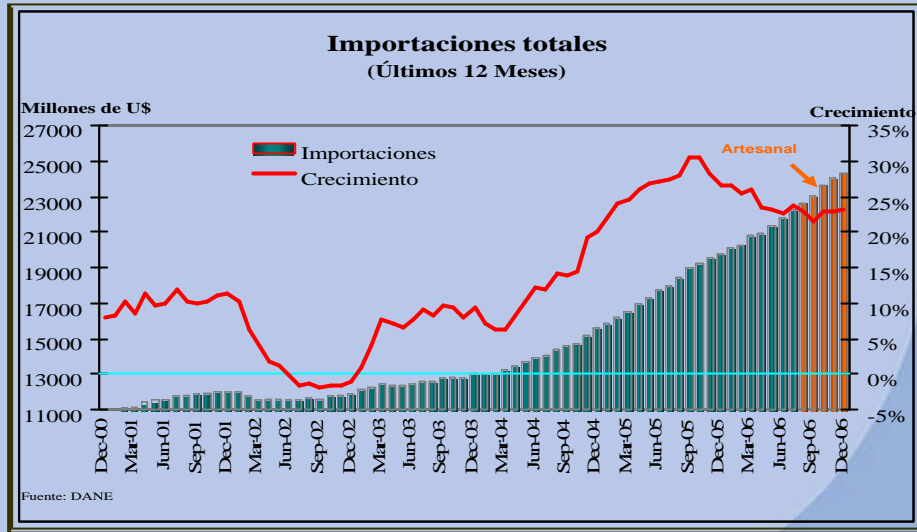
No hay que olvidar, sin embargo, que, fundamentalmente, la revaluación no es otra cosa que el producto de un exceso de dólares en el mercado. El cual, en el caso colombiano durante la coyuntura del presente, proviene principalmente de la afluencia sin precedentes de inversión extranjera directa y de portafolio, incluidos los llamados capitales 'golondrina', que conservan el vigor del inmediato pasado; de los flujos de endeudamiento externo público y privado; y, en menor medida, de la balanza de la cuenta corriente, cuyo componente comercial no obstante comienza a acusar un debilitamiento de las ventas al exterior (15% en 2006 vs. 30%-35% los dos años anteriores), en contraste con la persistencia y aún el creciente dinamismo de las importaciones (24%), sustancialmente debido a la misma revaluación.

Tanto es así que Colombia es uno de los pocos países de la región, entre aquellos afectados por la revaluación, que exhibe un déficit – además creciente – de la cuenta corriente. El del 2006 podría alcanzar el 2 por ciento, en tanto que el de 2007 podría superar el 3,8 por ciento.





En tanto que las importaciones crecieron 24% en 2006 (bienes de consumo durable 34%) y sus giros al exterior ya doblan los reintegros por exportaciones

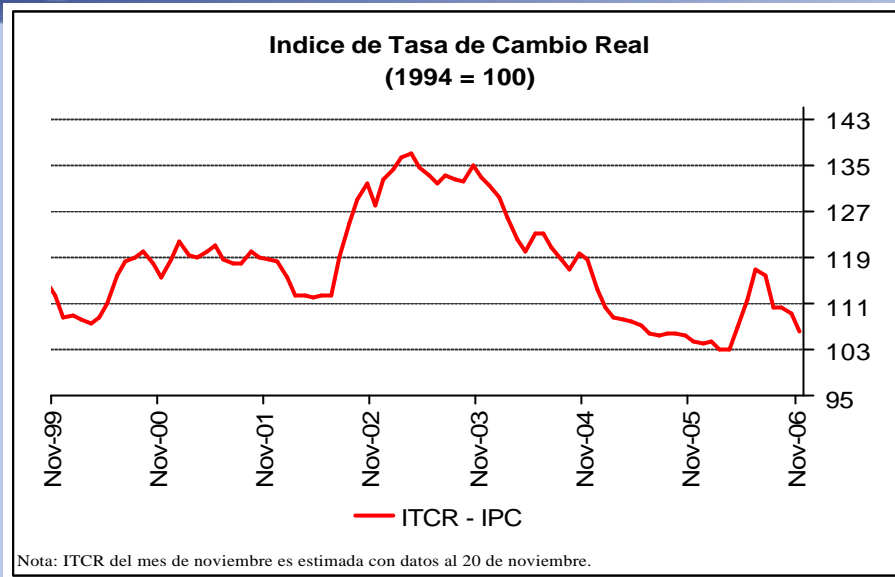


La cuenta corriente arrojaría un déficit de 2% en 2006, y, bajo distintos escenarios, 3.8% en 2007 y 3.1% en 2008

Flujos anuales (Millones de dólares)	2006 (pre)	Escenario Base		Escenario 1		Escenario 2	
		2007 (proy)	2008 (proy)	2007 (proy)	2008 (proy)	2007 (proy)	2008 (proy)
CUENTA CORRIENTE	-2.638	-5.912	-4.872	-5.933	-4.880	-5.763	-4.879
Porcentaje del PIB	-2,0	-3,8	-3,1	-3,8	-3,1	-3,9	-3,2
A. 1. Bienes	61	-3.573	-2.441	-3.489	-2.564	-3.668	-2.539
a. Comercio general	-99	-3.709	-2.659	-3.618	-2.802	-3.844	-2.772
i. Exportaciones	23.897	24.119	25.771	24.417	25.131	22.765	25.010
Tradicionales	11.847	10.835	11.083	11.142	10.363	9.408	10.363
Café	1.502	1.575	1.176	1.575	1.176	1.575	1.176
Petróleo y derivados	6.556	5.494	6.333	5.801	5.614	4.067	5.614
Carbón	2.839	2.966	2.924	2.966	2.924	2.966	2.924
Ferróniquel	950	800	650	800	650	800	650
No tradicionales	12.050	13.285	14.689	13.275	14.768	13.357	14.647
ii Importaciones FOB	23.996	27.828	28.430	28.036	27.932	26.609	27.782
b. Operaciones especiales de comercio exterior	160	136	217	129	237	176	233
2. Servicios no factoriales	-1.992	-2.343	-2.401	-2.347	-2.381	-2.289	-2.376
B. Renta de los Factores	-5.537	-5.095	-5.403	-5.210	-5.309	-4.872	-5.301
C. Transferencias corrientes	4.830	5.100	5.373	5.114	5.375	5.066	5.338



Resultado, la revaluación: la tasa de cambio real se halla por debajo de la de sep. 1999




En esta materia hay que mencionar las negativas consecuencias cambiarias que podría acarrear la suma de las monetizaciones precipitadas de las entradas de capital del Gobierno por cuenta de las privatizaciones (GranBanco y Ecogas en este momento, y Ecopetrol más adelante, etc.), y nuevos cupos de emisión de bonos de deuda externa para la financiación de las apropiaciones presupuestales de las vigencias de 2007 y 2008 (adicionales al de US \$2.000 millones aprobado en junio pasado para ese mismo propósito), en términos de una mayor revaluación. Claro que las posibilidades de aplazar o racionalizar estas operaciones dependerán del espacio fiscal que le permita a la Tesorería mantener las divisas fuera del país.

El caso ahora es diferente al de 2005, cuando alcanzamos el record histórico en compra de dólares en el mercado (US \$4.658 millones), gracias a la operación de esterilización que logramos hacer mediante la venta al Gobierno de US \$4.250 millones exclusivamente para pagar deuda pública externa (en lugar de monetizar para financiar su gasto como ocurrió durante el 2006), la cual nos permitió recoger la liquidez que le habíamos entregado al mercado y a su vez retirar del mismo y de manera permanente ese exceso de divisas, en beneficio de la solidez financiera del fisco y de la estabilidad del sector real de la economía.

En contraste, lo indicado en el presente ejercicio, durante el cual las amortizaciones previstas son muy considerables, sería que su cubrimiento se surtiera sin acudir a endeudamiento externo adicional, empleando para ello al menos la mayor parte de los cuantiosos recursos en moneda externa provenientes de las privatizaciones, y evitando de esa manera su ingreso al mercado interno, su monetización, y las fuertes presiones revaluacionistas que

sin duda alguna desalinearían la tasa de cambio colocándola por fuera de la senda que se podría esperar de sus determinantes fundamentales. He ahí el epicentro de la indispensable e ineludible coordinación entre la rama ejecutiva del poder público y la autoridad monetaria, sin la cual al Emisor no le resultaría viable la coherencia del ejercicio constitucional de su política cambiaria frente al control inflacionario.

 **Colombia en esa materia es uno de los líderes de la región**
(revaluación verde, devaluación amarillo)

Devaluación Tipos de Cambio **Ene 23/07**

LATAM	mes	año corrido	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	0,24%	0,38%	-0,40%	-4,89%	-17,94%
Brasil	-1,02%	-0,02%	-5,40%	-21,49%	-24,82%
México	1,21%	1,36%	4,06%	-2,51%	-0,21%
Argentina	1,27%	1,15%	1,95%	5,42%	6,49%
Venezuela	0,00%	0,00%	0,00%	11,96%	34,37%
Perú	-0,34%	-0,13%	-4,77%	-2,24%	-7,91%
Uruguay	-0,35%	-0,35%	1,19%	-6,15%	-17,55%
Chile	2,53%	1,28%	1,73%	-7,18%	-4,65%

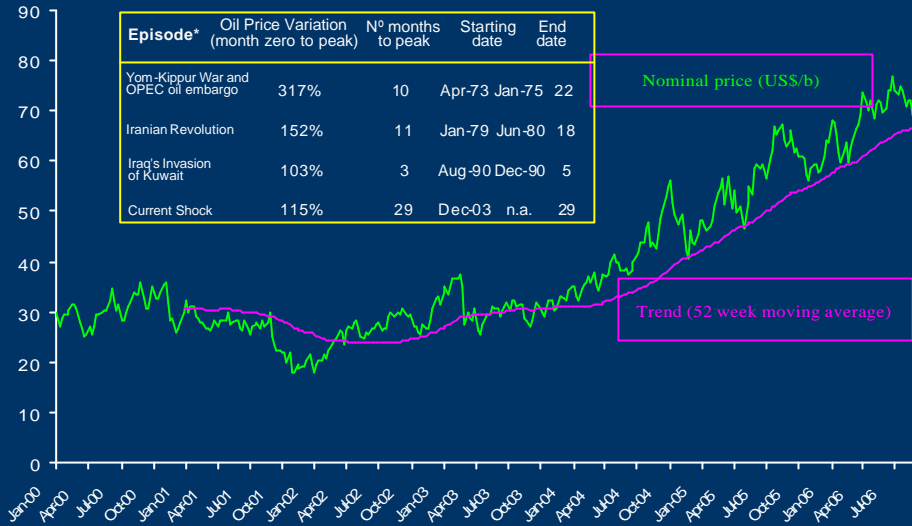
Fuente: Bloomberg

Otro riesgo podría estar constituido por la 'desenrollada' de los denominados desequilibrios globales, materializado en el enfriamiento de la economía norteamericana por el decaimiento de los precios de la vivienda, y en sus impactos depresivos sobre el 'efecto riqueza', que harían que sus hogares se endeuden menos, ahorren más y mermen su consumo, afectando negativamente nuestras exportaciones. O un choque del petróleo (y otros 'commodities') que haga derrumbar sus precios, lesionando de paso el poder adquisitivo de Venezuela y, por contera, sus importaciones provenientes de Colombia. O una reversión de los flujos de capital hacia el exterior, es decir, lo que se conoce como 'sudden stop'. O una combinación de tales episodios. Se trata de escenarios que podrían provocar contagios, pánicos financieros y, en consecuencia, fuertes presiones hacia la devaluación, las cuales podrían llegar a comprometer a su vez los objetivos de inflación.

O sea que una revaluación tan excesiva como la que la moneda padece hoy, bien podría conducir más pronto que tarde hacia una devaluación abrupta y también excesiva, de paso poniendo en peligro el enfoque de *inflation targeting* que sigue la política monetaria en Colombia.

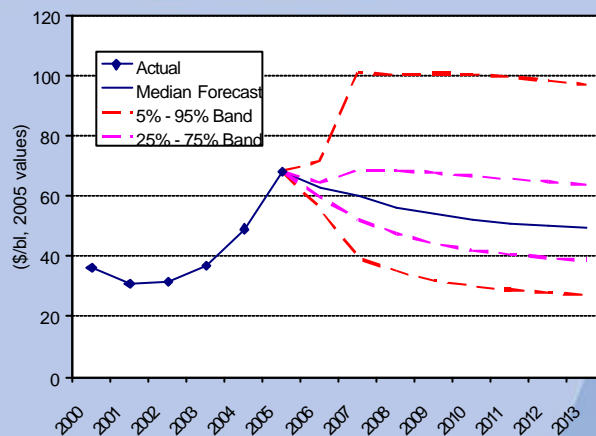


A



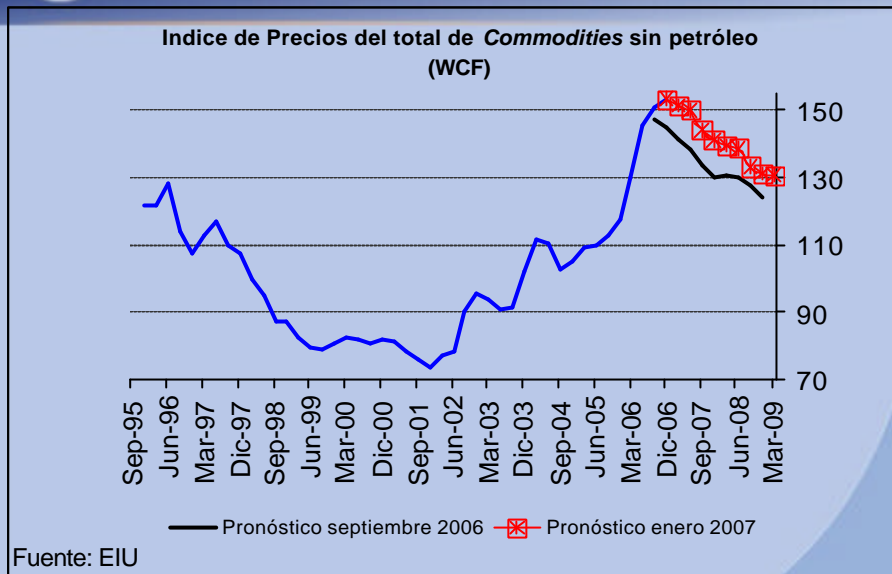
Pero ...

Un modelo citado por Christopher Gilbert indica que el precio podría estar dirigiéndose en el corto plazo hacia niveles inferiores a los US \$50 por barril





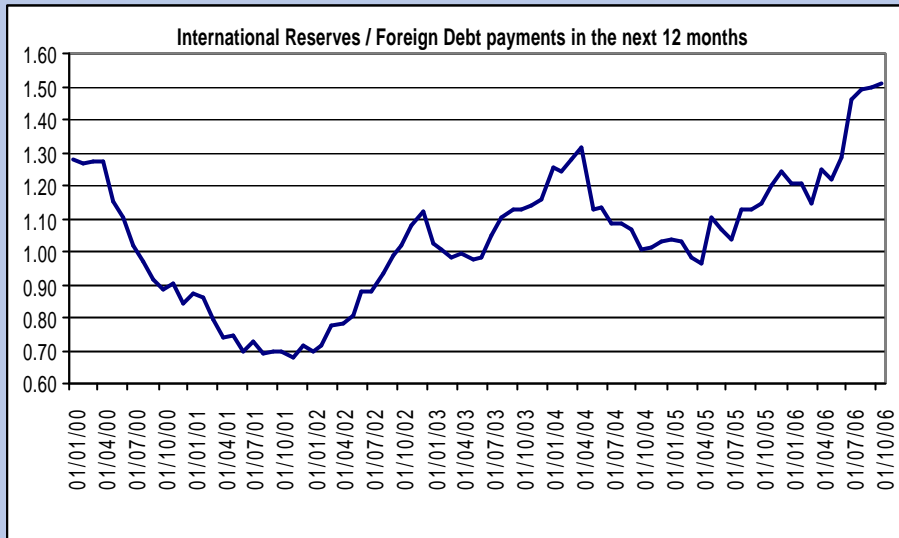
Adicionalmente, se prevé que los precios de los *commodities* caerán en 2007 y 2008



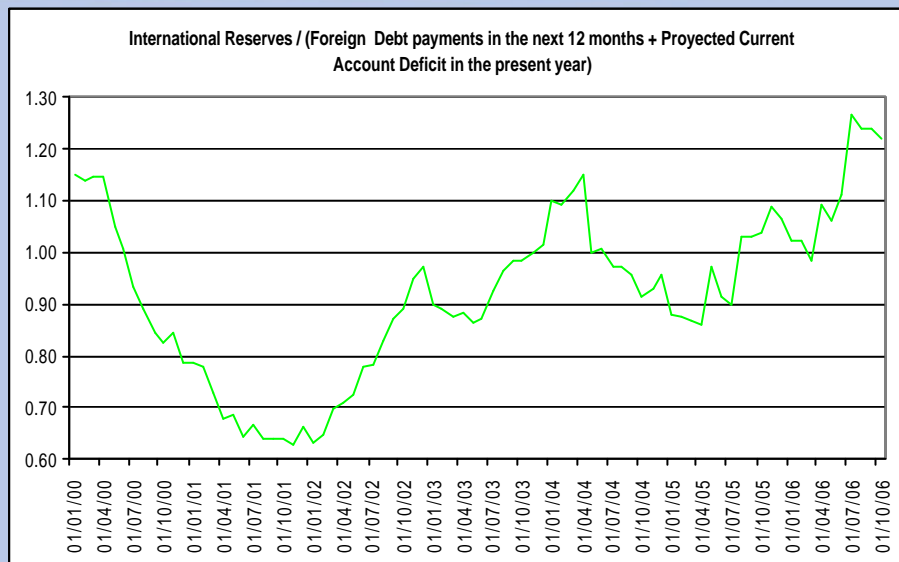
A fin de enfrentar tales eventualidades, se requiere disponer de suficientes reservas internacionales. El actual volumen que maneja el Banco (cerca de US \$15.600 millones) - según comparaciones con los demás países de la región con relación al endeudamiento externo, la cuenta corriente, el valor de las importaciones y el producto interno bruto -, se halla aún lejos de poder considerarse excesivo, existiendo por el contrario un espacio para una intervención adicional en el mercado cambiario similar a la del año 2005. No obstante, más que un cupo predeterminado, en el momento la limitación está dada por las posibilidades de esterilizar este tipo de operaciones, como afirmó antes. Vale decir, de no afectar el crecimiento de la base monetaria a fin de no colocar en riesgo la meta de inflación. Es en esa dirección donde resulta esencial la coordinación con el Gobierno.



Reservas internacionales / Pagos de deuda externa en los próximos 12 meses. Se considera que el nivel crítico mínimo es uno



Reservas internacionales / Pagos de la deuda externa en los próximos 12 meses + déficit proyectado de la cuenta corriente





Nuestro volumen de reservas no está lejos del óptimo para enfrentar crisis. La mayor crisis registrada fue en 1999 con una caída del 4.2 puntos % del PIB

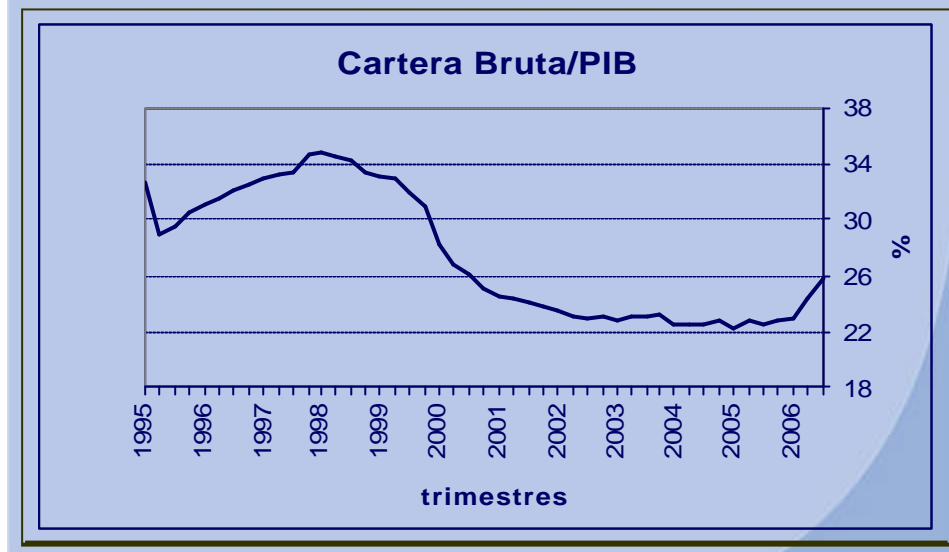
Estimating the Optimal Levels of Reserves

Cost of Crisis (As % of GDP)	Fourth Quarter of 2006 Millions of US Dollars
4.0	12,630
5.5	13,740
10.0	16,070
40.0	23,030
100.0	29,160

Finalmente, existen los riesgos de inestabilidad financiera, cuyas fuentes hoy podrían identificarse en el considerable aumento de la cartera, en particular la de consumo (47,2 por ciento anual durante 2006), aunque su participación dentro del PIB aún no ha llegado a los niveles de mediados de los 90, ni se observa deterioro alguno de su calidad; en la gran exposición de la banca y los fondos de pensiones en inversiones de títulos de deuda pública (TES); y en la velocidad con la que estos agentes, en especial los fondos, pueden recomponer sus portafolios echándole así combustible al fuego de la volatilidad.



Sin embargo, a pesar del su pronunciado crecimiento, la cartera como proporción del PIB aún se encuentra en niveles muy bajos



Para enfrentarlos prudencialmente, la Superintendencia Financiera, con la cooperación técnica del Banco, se halla afinando un novedoso sistema de provisiones anticíclicas. De igual manera, ha refinado la medición apropiada de los riesgos de tenencia de TES para efectos de la determinación del patrimonio técnico de la banca comercial. Y estudia mecanismos a fin de incentivar la diversificación cambiaria de los portafolios de inversiones de los fondos de pensiones, y de graduar la velocidad con la que suelen recomponerlos, a fin de contrarrestar su naturaleza procíclica.

Resulta perentorio el diseño y aplicación de estas medidas, indispensables para salvaguardar la eficacia de la política monetaria, que es responsabilidad del Banco de la República.

Bogotá, Enero 24 de 2007