

INTRODUCCIÓN

El buen desempeño ubica hoy en día a Colombia entre las economías de mayor crecimiento no sólo en América Latina sino en el mundo. Los inversionistas de países desarrollados son los primeros en reconocer este buen momento y en valorar las prometedoras perspectivas económicas.

La economía colombiana continúa creciendo vigorosamente. Durante el primer trimestre de 2007 el producto interno bruto (PIB) alcanzó una tasa de 8%, con lo cual se completan tres trimestres consecutivos de crecimientos superiores al 7%. El dinamismo durante el primer trimestre fue liderado por la inversión y el consumo de los hogares. Por su parte, el consumo público disminuyó, acorde con las metas de déficit consolidado para el presente año. Esta es sin duda una composición de la demanda agregada que puede considerarse apropiada.

La inversión, impulsada principalmente por una mayor formación bruta de capital en infraestructura pública y en maquinaria y equipo, favorece la sostenibilidad del crecimiento, al ampliar el producto potencial de la economía e incrementar su productividad. El mayor consumo de los hogares irriga los beneficios del crecimiento económico a amplios segmentos de la población, a la vez que se observa moderación en el consumo público. En el frente externo, las exportaciones continúan aumentando a un ritmo saludable, superior al 9% en términos reales, al tiempo que las importaciones muestran un fuerte aumento, como reflejo de una economía pujante que requiere importar bienes de capital y materias primas para mejorar su competitividad y continuar su expansión.

La inversión, impulsada principalmente por una mayor formación bruta de capital en infraestructura pública y en maquinaria y equipo, favorece la sostenibilidad del crecimiento, al ampliar el producto potencial de la economía e incrementar su productividad.

Desde el punto de vista de la oferta, sobresale el dinamismo que alcanzan la construcción, la industria, el comercio y el sector de transporte y comunicaciones. La fortaleza que exhibe la economía se viene reflejando poco a poco en una caída del desempleo y en una mejor calidad del empleo, como lo muestran las cifras recientemente divulgadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), a pesar de las dificultades de comparación estadística ante los cambios metodológicos introducidos en las encuestas de hogares en 2006.

Este buen desempeño ubica hoy en día a Colombia entre las economías de mayor crecimiento no sólo en América Latina sino en el mundo. Los inversionistas de países desarrollados son los primeros en reconocer este buen momento y en valorar las prometedoras perspectivas económicas; por eso pugnan por entrar al

Las decisiones de incrementar las tasas de interés que ha venido adoptando la JDBR durante los pasados quince meses buscan preservar y prolongar este buen momento de la economía.

país, como lo comprueban las sorprendentes cifras de inversión extranjera y el elevado precio que han alcanzado los activos estatales y privados que se han puesto en venta a través de subastas públicas.

Las decisiones de incrementar las tasas de interés que ha venido adoptando la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) durante los pasados quince meses buscan preservar y prolongar este buen momento de la economía. Como el atleta que requiere dosificar sus fuerzas en una larga maratón, asimismo la economía requiere moderación en su crecimiento, para no caer exhausta. En términos económicos, esto significa que es importante tratar de suavizar el ciclo económico, para evitar que un crecimiento que supere la capacidad productiva de la economía termine en un desborde inflacionario o en desbalances externos insostenibles, que menoscaben la confianza, ahuyenten a los inversionistas y hagan perder una oportunidad histórica de desarrollo económico, difícil de repetir.

Durante los primeros cuatro meses de 2007 la inflación adquirió una dinámica creciente, al pasar de 4,5% en diciembre a 6,3% en abril, superando el techo del rango meta establecido para 2007 (entre 3,5% y 4,5%). En mayo y junio se observó una disminución en la variación anual de los precios al consumidor a 6%. Como se explica en el presente Informe, el repunte de la inflación tuvo un origen diverso. En parte, obedeció a choques de oferta, que presionaron al alza el precio de los alimentos, cuya inflación anual a junio alcanzó el 9,7%. Entre los factores que explican este comportamiento cabe mencionar el fenómeno de El Niño; el alza en los precios internacionales de productos básicos que son insumos para la fabricación de biocombustibles y la fuerte demanda de Venezuela, particularmente de carne. Por su parte, el fuerte incremento de la demanda interna (11%) ha añadido una presión importante sobre los precios de distintos rubros de la canasta familiar, además de los alimentos. Aunque algunos de estos factores, como el fenómeno de El Niño, fueron transitorios, y por tanto sus efectos ya comienzan a desaparecer, otros tienen un carácter más duradero, por lo cual se ha requerido una reacción de la autoridad monetaria.

Desde abril de 2006 la JDBR comenzó a modificar gradualmente la postura de la política monetaria hacia una posición más restrictiva.

Al anticiparse a las presiones inflacionarias, se logró ganar tiempo para permitir que los mecanismos de transmisión, mediante los cuales actúa la política monetaria, pudieran comenzar operar.

Reconociendo el carácter duradero de algunos de estos choques y la posibilidad de que los excesos de demanda agregada agudizaran las presiones inflacionarias, desde abril de 2006 la JDBR comenzó a modificar gradualmente la postura de la política monetaria hacia una posición más restrictiva. Al anticiparse a las presiones inflacionarias, se logró ganar tiempo para permitir que los mecanismos de transmisión, mediante los cuales actúa la política monetaria, pudieran comenzar operar. Como se discute en este documento, la operación de dichos mecanismos ha sido lenta, en parte, como resultado de un crecimiento muy acelerado del crédito bancario, asociado con la recomposición del portafolio de los bancos desde inversiones en TES hacia cartera. En vista de esta situación y con el objeto de acelerar la transmisión de la política monetaria hacia el crédito y la demanda agregada, a comienzos de mayo la JDBR decidió establecer un encaje marginal sobre los pasivos del sistema bancario. Las decisiones sobre tasas de interés tomadas de forma oportuna, y el reciente establecimiento del encaje marginal, han sido fundamentales para evitar un disparo de las expectativas

inflacionarias, las cuales hubieran introducido otro elemento de presión sobre el nivel general de precios.

Otra variable que ha ocupado la atención de la JDBR en el primer semestre del presente año es el comportamiento de la tasa de cambio. Este Informe dedica una sección al análisis de la evolución de la tasa de cambio nominal y real, sus determinantes de corto y de largo plazos, y la política de intervención en el mercado cambiario. Una conclusión importante radica en que la apreciación frente al dólar estadounidense es un fenómeno común en numerosas monedas de América Latina y otras regiones del mundo, razón por la cual la tasa de cambio real bilateral de Colombia con respecto a diversos países sólo se ha apreciado marginalmente en el período 2003-2006, y en algunos casos, incluso se ha depreciado, como ha ocurrido frente al bolívar de Venezuela. Entre otros factores, esto explica que la pérdida de competitividad no haya sido tan pronunciada como pudiera pensarse. Esto lo comprueba la dinámica que continúan mostrando las exportaciones, al crecer 17,3% en dólares entre enero y abril de 2007, al igual que el sector transable de la economía que en términos reales lo hizo en 8,5%, en el primer trimestre de 2007, por encima del correspondiente incremento del sector no transable (7,8%).

Asimismo, el documento profundiza en el análisis de los determinantes de la tasa de cambio real y concluye que la apreciación real del peso colombiano ha obedecido a una confluencia de factores permanentes y transitorios. Entre los primeros se identifican la devaluación del dólar, las ganancias en productividad y las mayores remesas de trabajadores colombianos en el exterior. Entre los factores transitorios, pero que se han prolongado en el tiempo, se señalan los favorables términos de intercambio, el incremento de la inversión extranjera directa, la expansión de la demanda interna, las menores primas de riesgo y el diferencial de tasas de interés en favor del país. El énfasis en la tasa de cambio real ayuda a entender el papel de la demanda agregada y de los precios relativos en la determinación de esta variable; igualmente, aclara las razones por las cuales un esfuerzo de ahorro público y privado contribuye a reducir las presiones hacia la apreciación, particularmente ante el fuerte incremento de las inversiones pública y privada, como el que se viene presentando.

En el contexto anterior, el Informe examina la política de intervención en el mercado cambiario en sus diversas etapas desde 2003. El análisis muestra que las condiciones macroeconómicas bajo las cuales la intervención cambiaria se desenvuelve son fundamentales para su efectividad. Más específicamente, la coherencia entre las políticas monetaria y cambiaria, en el sentido de que las decisiones de tasas de interés refuercen la señal de mercado que provee la intervención cambiaria, es una condición necesaria para que esta última alcance sus objetivos. La experiencia lo ha demostrado. Como se discute en el Informe, los episodios de intervención en 2003 y 2005 mostraron efectividad en términos de modificar el comportamiento de la tasa de cambio, debido a que existió coherencia entre ambas políticas: en esas oportunidades los movimientos de la tasa de interés no entraron en contradicción, sino que reforzaron los objetivos de la intervención.

La apreciación frente al dólar estadounidense es un fenómeno común en numerosas monedas de América Latina y otras regiones del mundo, razón por la cual la tasa de cambio real bilateral de Colombia con respecto a diversos países sólo se ha apreciado marginalmente en el período 2003-2006, en algunos casos, incluso se ha depreciado, como ha ocurrido frente al bolívar de Venezuela.

La coherencia entre las políticas monetaria y cambiaria, en el sentido de que las decisiones de tasas de interés refuercen la señal de mercado que provee la intervención cambiaria, es una condición necesaria para que esta última alcance sus objetivos.

No obstante, la posibilidad de preservar la coherencia depende de la posición de la economía en cada momento, y concretamente de la política de tasa de interés necesaria para lograr el objetivo de inflación.

No obstante, la posibilidad de preservar esa coherencia depende de la posición de la economía en cada momento, y concretamente de la política de tasa de interés necesaria para lograr el objetivo de inflación. Si, como viene ocurriendo desde el segundo trimestre de 2006, las condiciones económicas son tales que la autoridad considera necesario aumentar la tasa de interés para asegurar el objetivo de inflación, puede eventualmente producirse una situación de incoherencia con una política de intervención orientada a moderar la apreciación. La experiencia entre enero y abril de 2007 lo ilustra claramente. A pesar de haberse llevado a cabo compras discrecionales de divisas en ese período por un monto similar al de todo el año 2005, muy poco fue lo que se logró en términos de moderar la apreciación. En tales circunstancias, no se puede mantener de manera permanente la política de intervención discrecional. Insistir en ella pudiera comprometer el logro de la meta de inflación y debilitar el esquema de inflación objetivo. Así, a partir de mayo cesó la intervención discrecional, y en la actualidad sólo opera la intervención a través de opciones para el control de la volatilidad.

Por otra parte, al observar el inicio de una fuerte entrada neta de capitales privados, originados en endeudamiento externo, la JDBR tomó la decisión de establecer un depósito no remunerado en pesos por un período de seis meses, equivalente al 40% de los desembolsos de crédito externo. Posteriormente, el Gobierno extendió esta medida para los capitales de portafolio. Los datos más recientes de la balanza cambiaria muestran que esta medida ya comienza a ser útil para desincentivar la entrada de capitales de corto plazo, y con ello moderar las presiones a la apreciación del peso.

Este Informe se desarrolla en siete capítulos: en el I se presentan los resultados de la inflación en lo corrido de 2007 y sus perspectivas para el segundo semestre del año; en el capítulo II se hace un análisis de los resultados de la actividad económica y del empleo durante el primer trimestre de 2007; en el capítulo III se describe la política monetaria y la estrategia de intervención cambiaria y, se examina la evolución de los mercados financieros, de las tasas de interés y de los agregados monetarios, y se evalúan los indicadores de calidad y de riesgo de las entidades financieras. En los capítulos IV y V se muestran el comportamiento de la balanza de pagos y la política fiscal, respectivamente; en el capítulo VI se discute el nivel de reservas internacionales y los indicadores de vulnerabilidad externa. El informe concluye en el capítulo VII con la presentación de la situación financiera del Banco de la República.

Este Informe también incluye una serie de recuadros que tratan tópicos que se consideran importantes para el análisis de la situación económica actual, así: Recuadro 1: Contexto macroeconómico de la apreciación en algunos países de América Latina; Recuadro 2: Dinámica de las importaciones y exportaciones, 2005-2006, y Recuadro 3: Medición y estudios sobre la economía del narcotráfico en Colombia.