

Intervención de José Darío Uribe, Gerente General del Banco de la República de Colombia, en la Asociación Colombo-Americana

Nueva York, Octubre 17 de 2007

I. Introducción

Buenos días. Me da mucho gusto estar aquí en Nueva York para participar en este desayuno que ha organizado amablemente la Asociación Colombo Americana. Quiero empezar con unas pocas palabras sobre el marco que guía al Banco Central de Colombia en su política económica. Después de esta breve introducción, hablaré sobre mi interpretación de los eventos económicos recientes y presentaré nuestros pronósticos para 2007 y 2008. Explicaré por qué considero que la economía colombiana está en condiciones de resistir futuros choques externos. Finalmente, habrá un espacio para sus preguntas y comentarios.

II. El marco de política monetaria

El objetivo de la Junta Directiva del Banco de la República es alcanzar y mantener una tasa de inflación baja y estable. Para este año la meta operacional es una tasa de inflación entre 3.5% y 4.5%, pero en el mediano plazo apuntamos a mantener la inflación dentro del rango de un punto porcentual alrededor de 3%.

El propósito de tener una inflación baja y estable es proveer a la economía de un ancla nominal. Sin embargo, reconocemos que la política monetaria también debe contribuir a estabilizar la utilización de los recursos de la economía lo más cerca posible de su nivel promedio o de largo plazo, haciendo que las expectativas inflacionarias se mantengan ancladas en la meta de inflación.

El otro elemento central del esquema de meta de inflación es la flexibilidad de la tasa de cambio. La Junta Directiva del Banco no tiene una meta o un nivel preferido de tasa de cambio.

La flexibilidad de la tasa de cambio no significa, sin embargo, que no se tomen en cuenta los movimientos de la misma para diseñar la política monetaria. Por el contrario, estos movimientos tienen un papel fundamental en las discusiones de la política monetaria. Las variaciones de la tasa de cambio afectan la demanda

agregada cambiando los precios relativos, lo que a su vez modifica la demanda de bienes y servicios, tanto comercializables como no comercializables internacionalmente. En esta forma, los movimientos de la tasa de cambio influyen sobre los pronósticos de inflación y de crecimiento, que son las bases para la toma de decisiones sobre tasas de interés.

III. Desarrollos económicos recientes

Comenzaré por discutir los efectos de la economía global en Colombia. Nuestro país, como muchos otros, se ha beneficiado del acelerado crecimiento de la economía mundial y de la creciente interdependencia comercial y financiera entre las naciones. El ritmo del crecimiento de la economía mundial en el pasado reciente, junto con el rápido avance de la producción en China e India, han llevado a incrementos sustanciales en los precios internacionales del petróleo, el carbón y el ferróniquel, que son los tres principales productos colombianos de exportación. (Tabla 1).

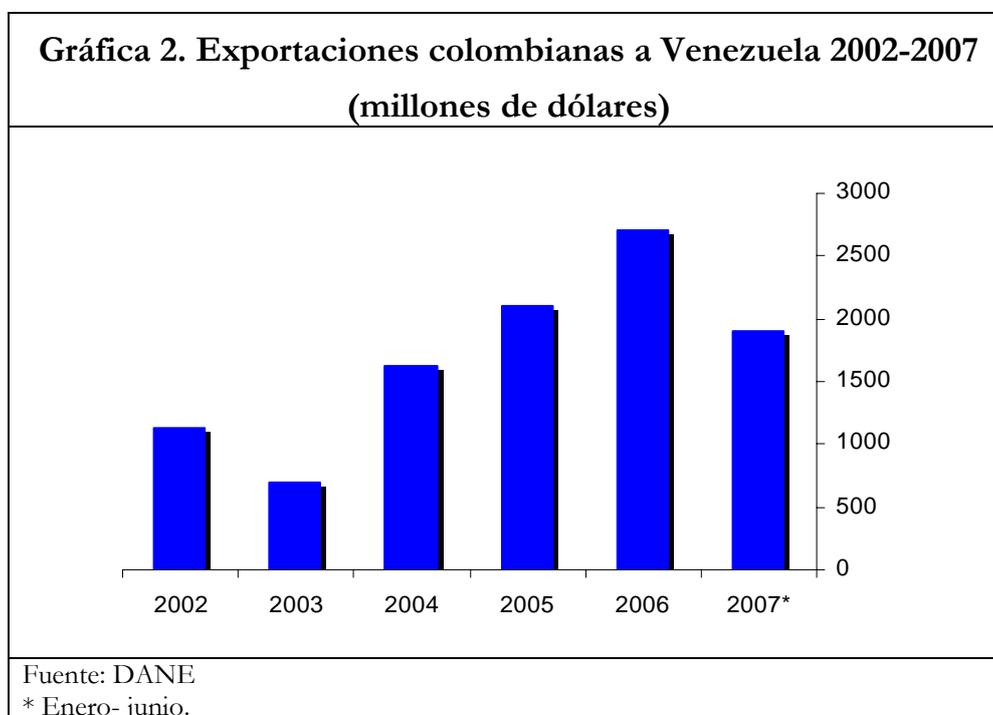
Descripción	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
	Café (Ex-muelle, dólares por libra)	0,7	0,7	0,8	1,2	1,2
Petróleo (dólares por barril)	24,2	29,0	37,3	49,8	58,3	58,30
Carbón (dólares por tonelada)	30,8	28,2	36,1	47,8	48,0	58,49
Ferróniquel (dólares por libra)	1,1	1,4	2,3	2,4	3,6	5,85

*Precio promedio observado hasta septiembre de 2007

También hemos pasado a importar más de países como China, donde son bajos los salarios y los costos de producción; por lo tanto, por varios años consecutivos los precios de nuestras importaciones manufacturadas han caído o aumentado a tasas relativamente bajas. Es el caso, por ejemplo, de las prendas de vestir, los electrodomésticos, los automóviles y los computadores, entre otros productos.

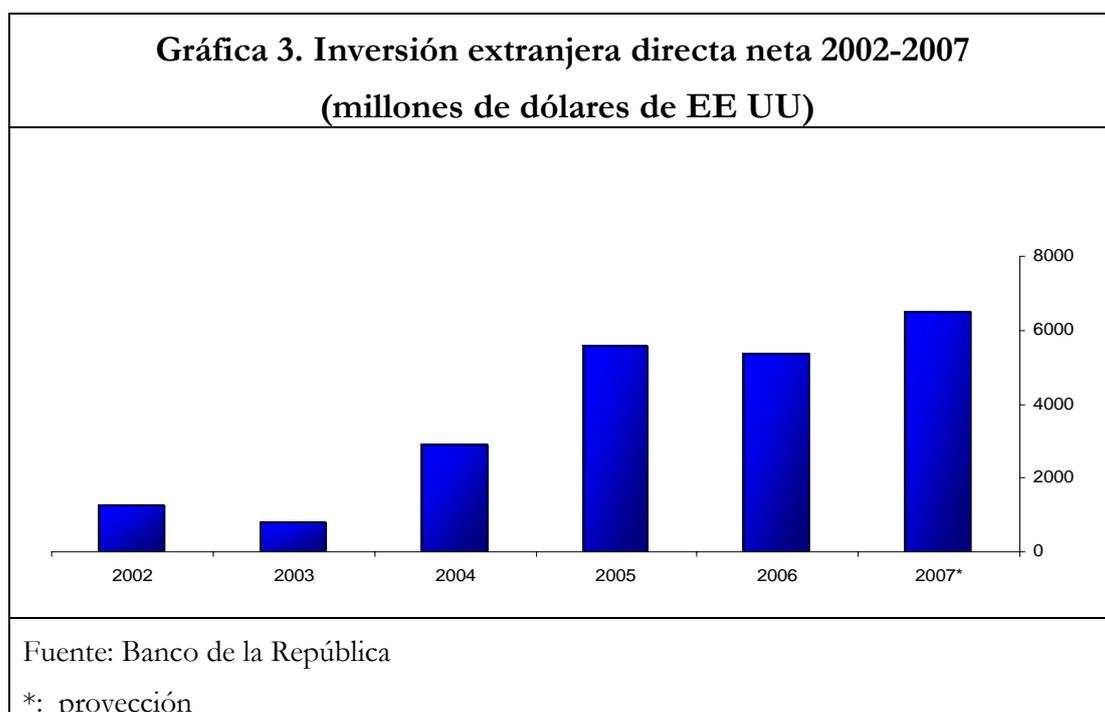
En consecuencia, los precios de los bienes importados han caído en relación con los de las exportaciones. Por lo tanto, los términos de intercambio han mejorado y la economía colombiana ha recibido un impulso positivo para su ingreso

y riqueza reales. (Gráfica 1). Esto último ha facilitado el incremento del gasto de los consumidores, las empresas y el gobierno.



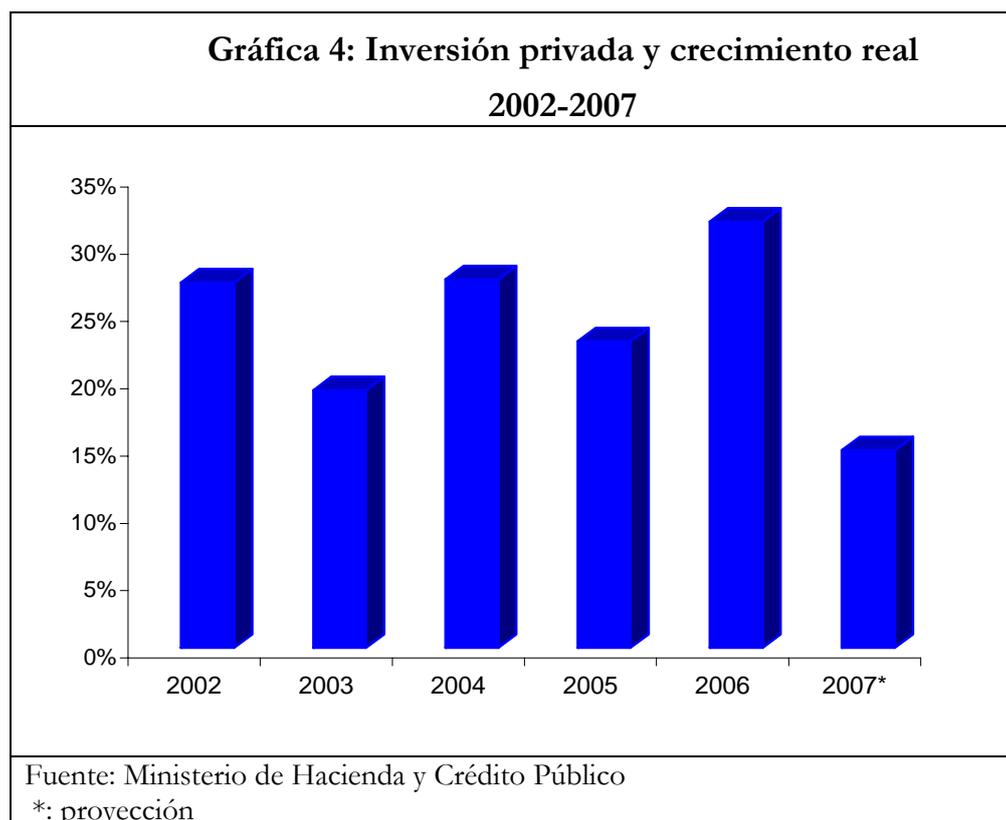
Adicionalmente, dados los altos precios del petróleo, la economía de Venezuela, el segundo socio comercial de Colombia, ha venido creciendo a tasas altas y ese país ha importado grandes cantidades de alimentos y manufacturas colombianas (Gráfica 2). El robusto crecimiento mundial también ha llevado a que las exportaciones colombianas hacia destinos diferentes de los Estados Unidos y Venezuela hayan aumentado alrededor de 60% en los últimos cuatro años.

Por su parte, la inversión extranjera directa ha pasado de un promedio anual de US \$1.277 millones en 2002 a más de US \$ 5.365 millones en 2006 (Gráfica 3). Esta inversión adicional se ha empleado en expandir la producción de bienes básicos y, en general, de bienes exportables. Inclusive se ha utilizado para aprovechar oportunidades de negocio que ha creado el propio crecimiento interno; es el caso, por ejemplo, de la inversión extranjera en los sectores financiero y de comercio, los cuales han experimentado importantes incrementos en productividad.



La mejora de los términos de intercambio, acompañada por el ingreso de flujos de capital en forma de inversión extranjera directa, han inducido una fuerte apreciación del peso con respecto al dólar y a una canasta de monedas. Sobre este punto volveré más adelante.

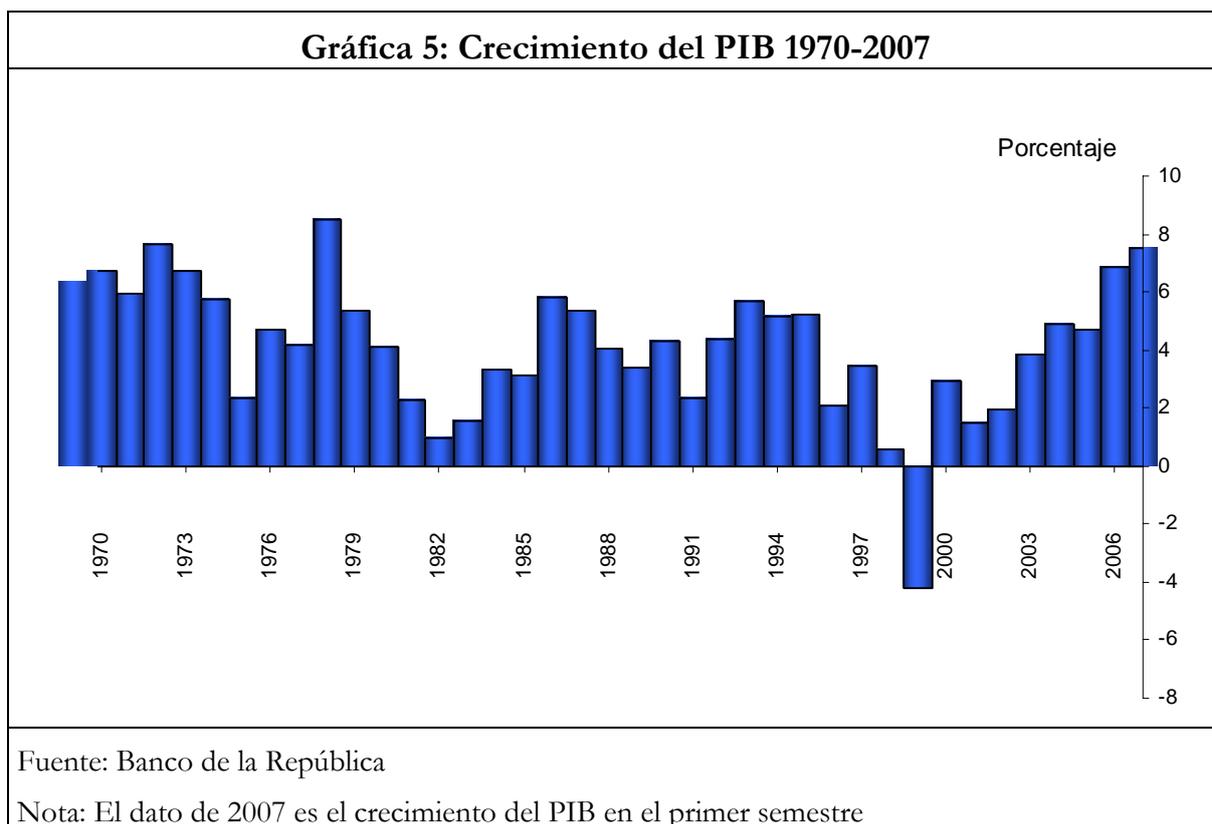
La combinación de altos precios internacionales para nuestros principales productos de exportación, la fuerte demanda por nuestras exportaciones en general, los mayores niveles de confianza y las mejoras en seguridad, han implicado que en los últimos años se hayan acelerado tanto la inversión como el consumo de los hogares. La inversión privada ha venido creciendo a tasas de dos dígitos desde 2002, estando concentrada, hasta hace poco, en maquinaria y equipo. (Gráfica 4).



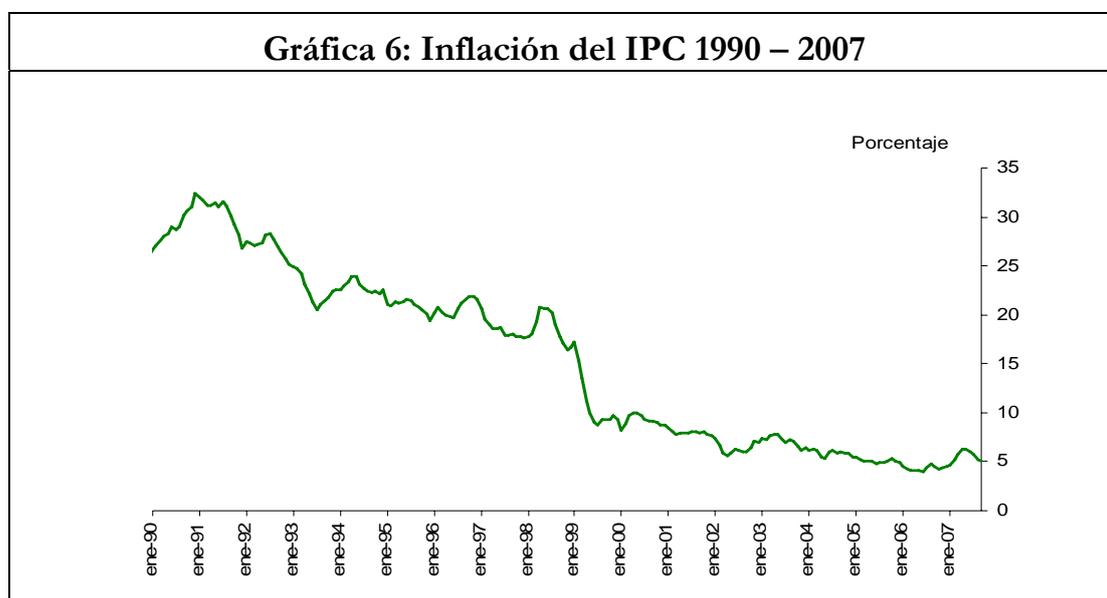
De manera similar el consumo de bienes durables comenzó a aumentar desde 2003 después de un despegue lento tras la recuperación de la crisis de los años 90. Por consiguiente, desde 2005 el gasto – tanto en servicios como en bienes durables y no durables – ha sido muy dinámico. En los últimos tres trimestres el consumo total se ha venido expandiendo a una tasa anual cercana al 8%.

Como resultado, la economía colombiana crece con fuerza. Tras dos años consecutivos de crecimientos a tasas cercanas al 5%, en 2006 se expandió 6.8%, y en el primer semestre de este año lo hizo a una tasa de 7.6%. La tasa promedio de crecimiento real en los últimos cuatro años ha estado por encima de 5.6%. Este

período de crecimiento continuo será el más largo que se haya registrado desde comienzos de los años 70 (Gráfica 5).



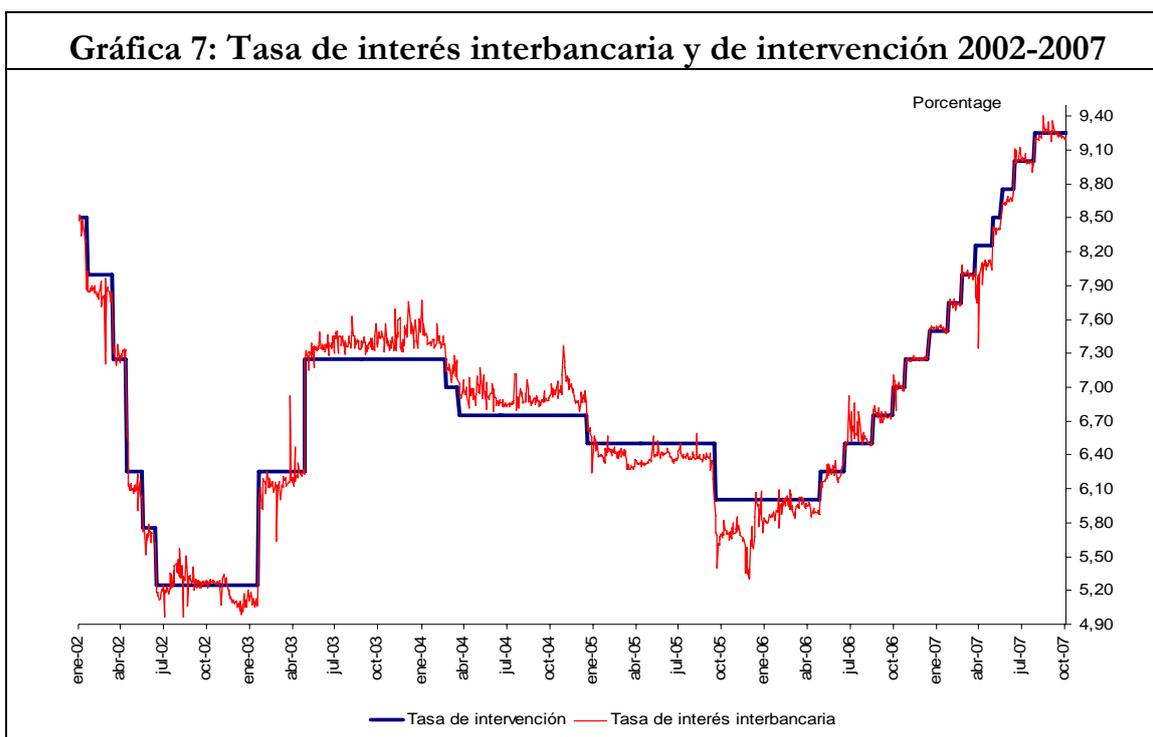
Considerando ahora la inflación, el contexto histórico es que la variación anual del IPC decreció gradualmente desde comienzos de los años 90 hasta 1998, y cayó notablemente en 1999. En los años más recientes, la inflación ha bajado de 6.5% en 2003 a 4.5% en diciembre de 2006; actualmente está en 5.0%, después de haber llegado a 6.3% en abril de este año (Gráfica 6).



Fuente: DANE

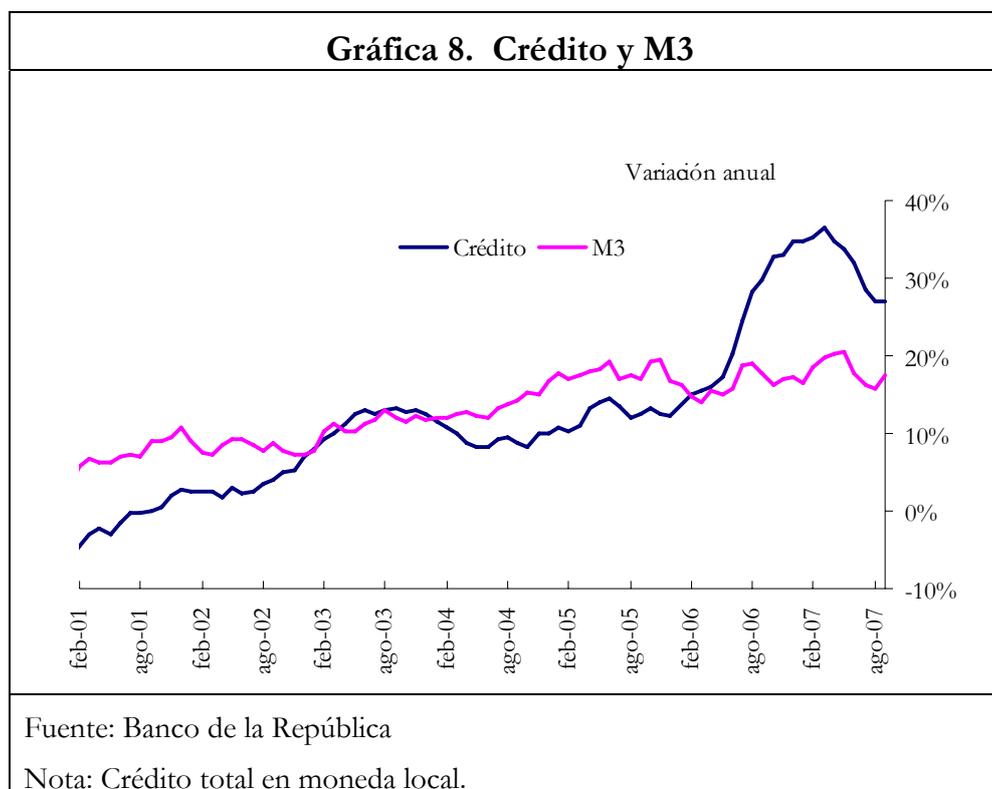
El alza de la inflación en los primeros meses de 2007 se debió en parte a la presencia de una variedad de factores especiales. Unas malas cosechas como consecuencia del fenómeno climático de El Niño generaron crecimientos significativos de los precios de los alimentos en la primera parte del año, en particular en los productos agrícolas percederos. También hubo un auge de las exportaciones de alimentos hacia Venezuela, que presionó al alza los precios internos de la carne, los huevos y el pollo, entre otros productos, en Colombia. También tuvo importancia la mayor demanda mundial por alimentos.

Por otra parte, la inflación de los precios distintos de los alimentos pasó de 3.6% en junio de 2006 a 4.3% en agosto de este año. El promedio de los tres indicadores de inflación básica que utiliza el Banco de la República aumentó de 3.7% a 4.9% en este mismo período. Todo esto sugiere que si bien los precios de los alimentos fueron un factor importante, también había una presión de demanda subyacente sobre los precios al consumidor.



En línea con el marco de política monetaria que describí anteriormente, el desafío para el Banco de la República en la segunda mitad de 2006 y la primera de 2007 era enfrentar una demanda inflacionaria. Desde abril de 2006 nuestra respuesta ha sido elevar la tasa de intervención del banco central de 6% a 9.25% (Gráfica 7). Para mayo de 2007 estos incrementos se complementaron con un encaje marginal promedio de 24% sobre las captaciones del sistema bancario.

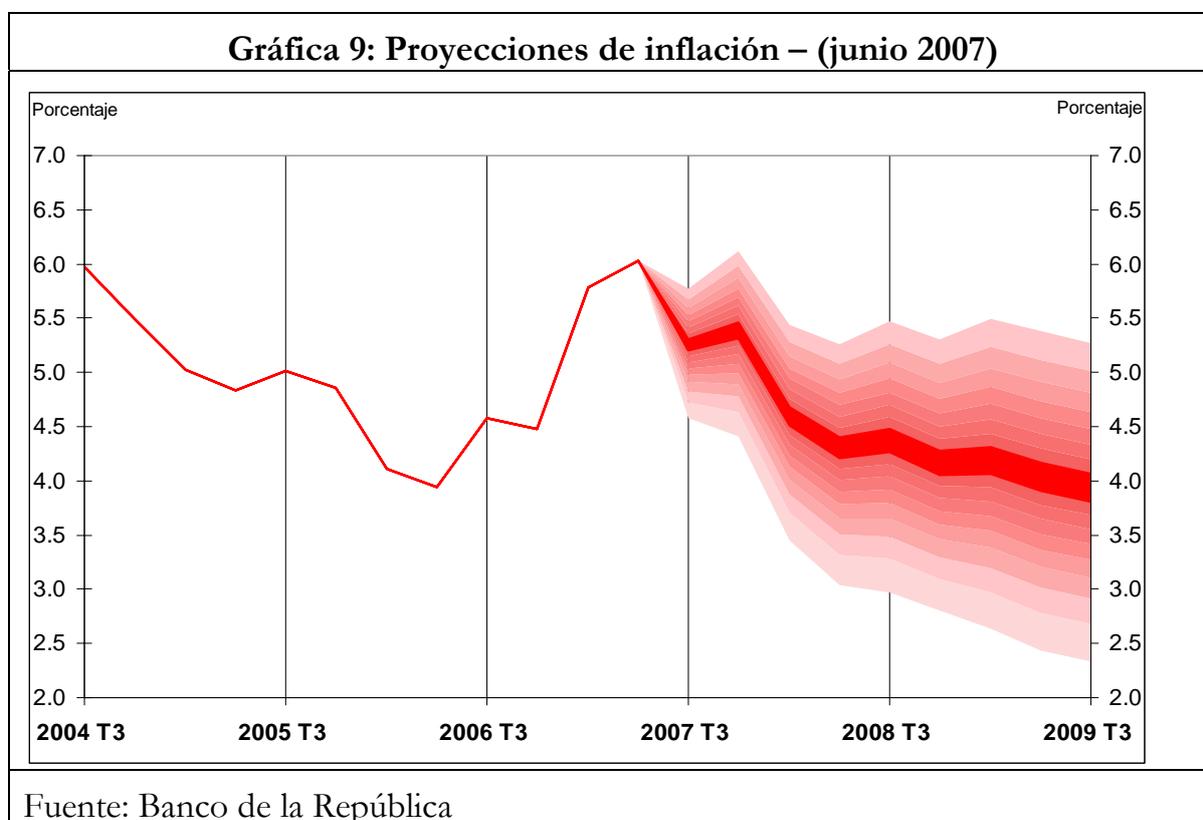
Las primeras evidencias sugieren que estas acciones contracíclicas preventivas han surtido efecto. La demanda interna creció 9% en el segundo trimestre de este año. El crédito se ha encarecido y no aumenta tan rápidamente; lo mismo puede afirmarse con respecto al crecimiento de los agregados monetarios (Gráfica 8).



IV. Perspectivas económicas

Después de esta rápida mirada hacia atrás, permítanme presentar la proyección básica del Banco de la República para todo 2007 y 2008. En términos generales, en el Banco creemos que el PIB crecerá más de 6% en 2007 y por encima de 5% en 2008. Los analistas locales y extranjeros tienen expectativas similares. Se trata, ciertamente, de muy buenas tasas de crecimiento.

El Banco considera que la inflación continuará moviéndose alrededor de 5% en lo que queda de 2007 y continuará su tendencia hacia 4% el año próximo (Gráfica 9).



Esta es nuestra proyección económica básica. Sin embargo hay riesgos, tanto de una elevación de la inflación, como de una caída en el crecimiento.

El principal riesgo de que la inflación supere nuestra proyección básica proviene de la posibilidad de que la actividad económica y el consumo de las familias respondan a las condiciones económicas favorables con mayor intensidad de lo esperado. El robusto dinamismo del crédito para consumo y para vivienda junto con un acelerado crecimiento de las importaciones, parecen indicar que continuará esta vigorosa expansión del gasto. Esto representa riesgos inflacionarios en una situación en la cual el crecimiento económico sobrepasa su promedio histórico y existe una brecha del PIB positiva.

Adicionalmente, hay un riesgo de presiones inflacionarias a nivel internacional, debidas a los altos precios de los combustibles y los alimentos. Si bien las alzas en los precios de estos bienes constituyen fundamentalmente cambios en

precios relativos, los bancos centrales podrían desencadenar un proceso inflacionario internacional si no las enfrentan apropiadamente.

Por otra parte, los principales riesgos de tener un crecimiento menor que el proyectado vienen del exterior. Uno surge por la reciente turbulencia en los mercados financieros desencadenada por los problemas de los créditos *sub prime* en Estados Unidos.

Hasta el momento, todo lo que podemos decir del impacto de esta turbulencia internacional en la economía colombiana es que sí hubo un efecto importante, pero que éste retrocedió rápidamente: i) el peso colombiano se depreció 13.8% entre julio 15 y septiembre 12, pero después se revaluó 9.58%, hasta octubre 10; ii) la prima de riesgo país se aumentó de 97 a 204 puntos básicos de julio 15 a septiembre 13, pero cayó de nuevo a 147 puntos básicos para octubre 11; y iii) la tasa de interés de los TES 2020, que son los títulos de deuda pública interna más líquidos, subió 75.1 puntos básicos de julio 15 a septiembre 13, pero desde entonces ha recuperado 29 puntos básicos.

Otro riesgo de menor crecimiento tiene que ver tanto con el precio internacional del petróleo en el futuro, como con el desempeño de la economía venezolana. Los altos precios del petróleo han favorecido a Colombia, pues somos exportadores, pero también porque Venezuela es nuestro segundo socio comercial. En los últimos años Venezuela y, en menor grado, Ecuador, han compensado la caída de las exportaciones colombianas a Estados Unidos, promoviendo así la producción industrial colombiana. Una baja de los precios del petróleo, una marcada desaceleración de la economía venezolana o dificultades de cualquier índole para el comercio bilateral con Venezuela, pueden perjudicar el crecimiento económico de Colombia.

Al mirar más allá de 2008, me gustaría que consideraran que Colombia es una nación que ha mejorado sus condiciones de seguridad, que ha destinado alrededor del 25% de su PIB a inversiones en capital físico, que ha reducido significativamente su inestabilidad macroeconómica, que ha desarrollado el capital humano de sus ciudadanos y que está más integrada que nunca con la economía mundial.

V. La capacidad de recuperación de la economía colombiana ante choques externos

Finalmente, antes de ceder la palabra para sus comentarios y preguntas, quisiera hablar un poco sobre las políticas que estamos adoptando para ayudarnos a lidiar con los desafíos de la economía global de hoy. Dado que es un productor de bienes básicos, Colombia depende fuertemente del comercio internacional para su expansión económica y es igualmente dependiente de los mercados internacionales de capital.

Todavía no tenemos idea de qué tan fuertes o qué tan duraderos serán los efectos de la turbulencia financiera internacional sobre la economía real. Tampoco sabemos por cuánto tiempo podrá seguir expandiéndose el comercio colombiano con Venezuela. Lo que si sabemos es que, durante años, Colombia ha construido un marco institucional y de política que hace que su economía tenga mayor capacidad de recuperación ante choques externos negativos.

El marco de política económica al que me refiero incluye un banco central independiente que ha reducido la inflación, ha permitido cierta flexibilidad de la tasa de cambio y ha acumulado un monto importante de reservas internacionales.

Tasas de inflación bajas y estables reducen la incertidumbre asociada con las decisiones de inversión de largo plazo, lo que a su vez restringe las primas de riesgo exigidas por los inversionistas. Como resultado, disminuyen tanto el nivel como la volatilidad de las tasas de interés de largo plazo, lo mismo que se reducen la volatilidad de las variaciones de precios y del crecimiento. Una baja volatilidad macroeconómica y menores tasas de interés apoyan la inversión de buena calidad que, en el largo plazo, requiere la economía para adaptarse a cambios en las condiciones externas.

Más aún, en economías con expectativas inflacionarias ancladas en metas de inflación y con bancos centrales creíbles, se reduce la transferencia de variaciones en las tasas de cambio a los precios. Esto implica que la política monetaria no debe ser procíclica cuando la moneda local se deprecia como consecuencia de choques externos que desaceleran la economía. Por el contrario, con metas creíbles de inflación y expectativas inflacionarias bien ancladas, la política monetaria debe ser más bien contracíclica.

Por otra parte, la fuerte apreciación real del peso en los últimos cuatro años se ha presentado por una revaluación nominal. La tasa de cambio alcanzó casi \$3,000 por dólar en el primer trimestre de 2003 y ahora está alrededor de \$2,020. En un contexto de variaciones favorables en los términos de intercambio, inversión extranjera directa creciente, remesas de los colombianos residentes en el exterior que también aumentan y un dólar que tiende a depreciarse en relación con otras monedas, una tasa de cambio fija hubiera evitado que actuaran esas señales de precio. Con una tasa de cambio fija, la carga del ajuste económico requerido hubiera caído sobre los precios y los salarios domésticos, imponiendo grandes costos a la economía y generando una variabilidad innecesaria en el empleo y la producción agregada.

Otra política muy importante es la responsabilidad fiscal. El gobierno colombiano ha adoptado como política en los últimos años la reducción de la deuda pública neta como porcentaje del PIB, de 54% en 2002 a 40% en junio de 2007. Más aún, ha cambiado la composición de las monedas de sus obligaciones, al punto que cerca de 65% de la deuda está denominada en pesos y 35% en divisas.

Reducir la relación deuda/PIB hace más robusta a la economía y la pone en capacidad de responder a choques externos negativos, como cambios en la liquidez y tasas de interés internacionales; esta relación es uno de los principales factores que toman en cuenta las agencias calificadoras de riesgo al evaluar la capacidad de recuperación de las economías ante choques.

Así mismo, una baja relación deuda/PIB reduce la exposición del sector público al riesgo cambiario y la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado, por consiguiente, favorece la estabilidad financiera.

La flexibilidad de la economía también se refuerza con un sistema financiero sólido y eficiente. Como es conocido, los sistemas financieros locales amplifican y propagan los choques externos en las economías emergentes, en lugar de contribuir a atenuar sus efectos. En Colombia, la acumulación de desequilibrios internos y externos a comienzos de los años 90 así como la recesión y la crisis financiera subsecuentes, alertan sobre los peligros de un comportamiento procíclico del sistema financiero.

Nuestro sistema financiero está en buenas condiciones. Es más profundo, y más sólido. Durante el período reciente de rápida expansión, las relaciones de solvencia han permanecido muy por encima de la razón mínima de capital a activos (9%). La calidad del portafolio crediticio (medida como el porcentaje de créditos riesgosos) también ha mejorado de manera sostenida, en promedio.

También es alentador, desde el punto de vista de nuestros balances, que el déficit en la cuenta corriente se haya financiado en su mayoría con inversión extranjera directa. El nivel de endeudamiento del sector privado no parece ser excesivo. En términos históricos hay menores desfases en cuanto a los plazos de vencimiento y de composición de monedas en los balances, y las reservas internacionales están en su mayor nivel.

Finalmente, se avanza por diversas vías en la integración de Colombia con el comercio mundial, entre las que se destacan los acuerdos bilaterales de comercio.