

INTRODUCCIÓN

La reducción de la inflación ha tenido lugar al tiempo con una aceleración del crecimiento del producto. En los tres últimos años el producto interno bruto de Colombia (PIB) ha aumentado 4,3% en promedio, y ha superado el crecimiento correspondiente de América Latina y el de países como Brasil y México.

En diciembre de 2005 la inflación al consumidor se situó en 4,85%, por debajo de la inflación de 2004 (5,5%) y dentro del rango meta para el año, el cual fue fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) entre 4,5% y 5,5%; además, en los primeros meses del presente año se ha mantenido esta tendencia decreciente.

La reducción de la inflación ha tenido lugar al tiempo con una aceleración del crecimiento del producto. En los tres últimos años el producto interno bruto (PIB) de Colombia de fila ha aumentado 4,3% en promedio, y ha superado el crecimiento correspondiente de América Latina y el de países como Brasil y México.

El mayor dinamismo de la actividad económica ha respondido tanto a factores internos como externos. Entre los primeros se encuentran la confianza de consumidores e inversionistas, el crecimiento del gasto agregado y las mejoras en productividad; también ha sido esencial la contribución de las bajas tasas de interés reales y de la amplia liquidez que ha otorgado el Banco de la República a la economía durante años recientes, sin comprometer el cumplimiento de las metas de inflación. Entre los factores externos que han contribuido al dinamismo económico se destacan el crecimiento alto y estable de los principales socios comerciales de Colombia, el nivel favorable de los términos de intercambio y el aumento en los flujos de capital, principalmente en inversión extranjera directa (IED).

Es previsible que la actual coyuntura favorable se mantenga en el futuro inmediato.

Encuestas a las empresas y a los hogares muestran niveles altos de confianza, lo cual permite esperar que la dinámica del gasto privado continúe a lo largo de 2006.

Es previsible que la actual coyuntura favorable se mantenga en el futuro inmediato. Encuestas a las empresas y a los hogares muestran niveles altos de confianza, lo cual permite esperar que la dinámica del gasto privado continúe a lo largo de 2006. En particular, la inversión privada se mantendría en niveles altos y con un componente importante de maquinaria y equipo, al cual suelen estar asociadas ganancias en productividad. Así mismo, la reducción en el desempleo, el crecimiento real de los salarios y la expansión del crédito de consumo deben estimular el consumo de los hogares tanto en bienes durables como no durables. Las proyecciones externas también permiten prever que los términos de inter-

El crecimiento sostenido de la economía colombiana en años recientes ha generado beneficios sociales en términos de reducción del desempleo y la pobreza.

cambio y el dinamismo de la economía mundial continuarán siendo favorables al crecimiento de las exportaciones.

El crecimiento sostenido de la economía colombiana en años recientes ha generado beneficios sociales en términos de reducción del desempleo y la pobreza. En efecto, entre diciembre de 2002 y diciembre de 2005, la tasa de desempleo a nivel nacional se redujo de 15,6% a 10,4% y, como lo ha mostrado el Departamento Nacional de Planeación (DNP), la proporción de la población que se encuentra por debajo de la línea de pobreza disminuyó de 54% a 49%.

Con el fin de consolidar estos avances, el principal reto que enfrentan las autoridades económicas consiste en afianzar un crecimiento alto y sostenido de la economía colombiana. Para lograrlo, es indispensable identificar los riesgos que podrían afectar negativamente la tasa de crecimiento económico. Una economía que alcanza una expansión tan importante como la que se obtuvo en 2004 y 2005 fortalece sus indicadores económicos y reduce su vulnerabilidad. Sin embargo, la propia dinámica de crecimiento implica nuevos riesgos que es preciso reconocer y enfrentar oportunamente.

Como es bien conocido, una excesiva apreciación del peso compromete la sostenibilidad del crecimiento al reducir la competitividad de las exportaciones y someter la producción interna a una severa competencia internacional. Esto hace a la economía colombiana más vulnerable a choques externos negativos en el futuro. La autoridad monetaria es plenamente consciente de dicho riesgo y ha actuado de manera coherente para prevenirlo. Con este propósito, desde septiembre de 2004 viene adelantado una política de intervención discrecional, a través de la cual adquirió US\$4.658 millones (m) en el año 2005 y US\$1.110,7 m adicionales entre enero y febrero de 2006. Durante ese mismo periodo vendió al Gobierno reservas por valor de US\$4.250 m, lo que le ha permitido a este último prepagar deuda externa costosa, y sustituirla por endeudamiento interno. La intervención descrita ha sido un factor determinante para moderar el ritmo de apreciación en un entorno internacional de debilitamiento del dólar, sin que para ello se haya comprometido el logro de las metas de inflación.

Un volumen de reservas internacionales adecuado, reduce la probabilidad misma de que se presente una crisis externa y, en el evento de que ella ocurra, actúa como un colchón de financiamiento que minimiza la necesidad de hacer un ajuste abrupto en la economía. De esta manera, un mayor nivel de reservas internacionales reduce el costo de una eventual crisis en términos de la pérdida de producto y de empleo.

Por otra parte, los cambios no previstos en el contexto externo, tales como choques a los términos de intercambio, pánicos financieros, contagio de otras crisis y demás factores que puedan originar una reversión de los flujos de capital, pueden también afectar el crecimiento. Una de las formas de reducir este riesgo es mediante la acumulación de reservas internacionales y la reducción de obligaciones de deuda externa de corto plazo, hasta un nivel que le permita a la economía sortear de la manera menos costosa posible eventos inesperados como los antes mencionados. A diciembre de 2005 las reservas internacionales netas totalizaron US\$14.947,3 m ubicándose en un nivel que se juzga adecuado, tal como se discute en el *Informe*. Un volumen de reservas internacionales adecuado, reduce la probabilidad misma de que se presente una crisis externa y, en el evento de que ella ocurra, actúa como un colchón de financiamiento que minimiza la necesidad de hacer un ajuste abrupto en la economía. De esta manera, un mayor nivel de

reservas internacionales reduce el costo de una eventual crisis en términos de la pérdida de producto y de empleo.

Otro aspecto sobre el que se viene haciendo un cuidadoso análisis en los *Informes de Inflación* es el de la posibilidad de que se presente un exceso de demanda agregada que dificulte el logro de las metas de inflación. La Junta Directiva se mantiene alerta sobre la existencia de este riesgo. Para evaluarlo hace un seguimiento riguroso del comportamiento de la economía a través de encuestas a los sectores productivos y del análisis de numerosas variables económicas. Con ello obtiene información sobre el grado de utilización de la capacidad productiva que ayuda a identificar oportunamente cuellos de botella que puedan traducirse en presiones de precios. Adicionalmente, la Junta Directiva tiene a su disposición numerosos modelos econométricos, que le permiten evaluar las sendas más probables de la evolución futura de los precios y del producto, ofreciendo una herramienta fundamental para la toma oportuna de decisiones.

La estabilidad del sistema financiero es otro factor determinante del crecimiento que también es necesario preservar. La experiencia de 1999 fue clara en demostrar que una crisis del sector real lleva aparejada una crisis del sistema financiero, y que las dos se refuerzan entre sí. Conciente de este peligro, la JDBR adjudica particular importancia a la evaluación de este riesgo, utilizando las mejores técnicas aplicadas internacionalmente, cuyos resultados se presentan en el *Reporte de Estabilidad Financiera* que se publica semestralmente. La buena situación por la que atraviesa el sector financiero se refleja en indicadores de calidad y cubrimiento de cartera, rentabilidad y solidez patrimonial, que se encuentran en óptimos históricos. Aún así, la creciente participación de las inversiones en títulos de deuda pública (TES) en el balance del sistema financiero ha llevado a que su valorización represente una porción creciente de sus ingresos. Este hecho genera una mayor sensibilidad hacia cambios de tasas de interés, por parte de las instituciones financieras. Los avances en la medición, regulación y monitoreo del riesgo de mercado son de vital importancia para la estabilidad del sistema financiero.

Algunos analistas han sugerido la existencia de un riesgo potencial asociado con el rápido incremento del valor de activos diferentes a los TES, en particular los precios de las acciones y de la finca raíz. El incremento en el precio de las acciones ha sido sustancial, y algunas de ellas podrían estar sobrevaluadas. Sin embargo, el riesgo para la economía de una caída de sus precios es bajo, si se considera que solamente el 1% del portafolio de los hogares y de algunos intermediarios financieros está representado por estos activos. En cuanto a los precios de vivienda, en la actualidad no se identifica la existencia de una *burbuja*, sino una recuperación de los precios de la finca raíz, que revierte la drástica caída que se observó a finales de la década de los años noventa; además, a diferencia de lo ocurrido en la década pasada, los hogares no han financiado sus compras de vivienda con altos niveles de endeudamiento, por lo que la cartera hipotecaria aún registra tasas de crecimiento negativas. De otra parte, no es obvio que la política monetaria deba responder a variaciones en el precio de los activos, pues al tratar de hacerlo podría incrementar la volatilidad de la actividad real.

El incremento en el precio de las acciones ha sido sustancial, y algunas de ellas podrían estar sobrevaluadas. Sin embargo, el riesgo para la economía de una caída de sus precios es bajo, si se considera que solamente el 1% del portafolio de los hogares y de algunos intermediarios financieros está representado por estos activos.

La autoridad monetaria tiene claro que el manejo de sus instrumentos de política, particularmente la tasa de interés, es una variable crucial para preservar la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, también es consciente de que no todo el peso de esta tarea puede recaer sobre un solo instrumento, por poderoso que sea. Por esta razón considera indispensable que la política fiscal complemente a la política monetaria en su propósito de obtener el mayor crecimiento posible en un contexto de estabilidad; para esto es primordial contar con un manejo fiscal comprometido en su esfuerzo de austeridad y saneamiento de las finanzas públicas. En este sentido, la Junta percibe como un desarrollo muy positivo el equilibrio fiscal que a nivel del sector público consolidado se alcanzó en 2005; este buen resultado fiscal contribuyó a reducir las presiones hacia la apreciación del peso, al moderar las necesidades de financiamiento externo; igualmente, los prepagos de deuda externa pública favorecieron este propósito, al ampliar el espacio de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

Hacia el futuro es importante mantener este equilibrio fiscal, y por tanto es indispensable emprender reformas estructurales en el campo tributario y de transferencias territoriales. La reforma tributaria no sólo es necesaria para compensar la desaparición de ingresos transitorios –como los impuestos al patrimonio y a las transacciones financieras–, sino también porque contribuirá a hacer más eficiente y justo el sistema tributario, al eliminar exenciones y ampliar la base de tributación. Por su parte, el sistema de transferencias territoriales debe buscar un balance razonable entre la capacidad del gobierno de generar ingresos y las necesidades de las regiones. Debe advertirse que sostener un equilibrio fiscal hacia el futuro podría requerir de un mayor esfuerzo, en la medida que no se mantengan condiciones tan favorables como las presentes.

Como es usual, el presente *Informe* está organizado de la siguiente manera: el capítulo I reseña los principales resultados de la actividad económica y del empleo en 2005, y sus perspectivas para 2006; el capítulo II presenta los resultados de la inflación y sus perspectivas; en el capítulo III se describen las acciones de política de la Junta Directiva del Banco de la República durante 2005, y la evolución de la tasa de cambio, las tasas de interés y los agregados monetarios; además, se analiza el comportamiento del crédito y de los indicadores de estabilidad del sistema financiero; el capítulo IV expone la evolución de las finanzas públicas y sus perspectivas para 2006; el capítulo V examina el comportamiento y las perspectivas de la balanza de pagos del país, en el capítulo VI se describe la situación y el manejo de las reservas internacionales, así como los indicadores de vulnerabilidad externa; finalmente, en el capítulo VII se presentan los estados financieros del Banco de la República al cierre de 2005 y la proyección de utilidades para 2006.

En este informe también se incluyen una serie de recuadros sobre temas que la Junta Directiva considera especialmente relevantes en la coyuntura económica actual: La relación entre el comportamiento del precio de los activos y el manejo de la política monetaria (Recuadro 1); una explicación de la tasa de cambio nominal y real, su importancia y sus determinantes (Recuadro 2); una evaluación de los riesgos actuales de crédito, de mercado y de liquidez del sistema financiero

La JDBR percibe como un desarrollo muy positivo el equilibrio fiscal que a nivel del sector público consolidado se alcanzó en 2005; este buen resultado fiscal contribuyó a reducir las presiones hacia la apreciación del peso, al moderar las necesidades de financiamiento externo.

colombiano (Recuadro 3); la evolución del portafolio de los Fondos de Pensiones (Recuadro 4); las remesas de trabajadores y su impacto económico (Recuadro 5) y, finalmente, una explicación sobre la revisión del programa de administración externa de las reservas internacionales (Recuadro 6).