

INTRODUCCIÓN

El propósito central de este Informe al Congreso es ofrecer los elementos suficientes para explicar la coyuntura económica y así lograr un diagnóstico acertado sobre las perspectivas a mediano y largo plazos en materia de inflación y crecimiento.

La inflación anual al consumidor se aceleró durante el primer semestre del presente año hasta alcanzar un nivel de 7,2%, frente al 5,7% con el que cerró el año 2007. De esta forma, la inflación ha continuado alejándose del rango meta de 3,5% a 4,5% fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el año 2008. Por su parte, el crecimiento de la economía colombiana durante el primer trimestre de 2008 fue de 4,1%, frente a un registro de 8,4% en el último trimestre de 2007. Para comprender este comportamiento se requiere un análisis detallado de las fuerzas económicas que a nivel nacional e internacional están afectando el desempeño económico colombiano. En este contexto, el propósito central de este *Informe al Congreso* es ofrecer los elementos suficientes para explicar la coyuntura económica y así lograr un diagnóstico acertado sobre las perspectivas a mediano y largo plazos en materia de inflación y crecimiento.

El crecimiento económico de 4,1% durante el primer trimestre de 2008 muestra una desaceleración; sin embargo, este crecimiento aún se compara de manera favorable con el promedio histórico trimestral desde 1978 (3,7%).

Según la nueva metodología para la medición del producto interno bruto (PIB), las cifras más recientes del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) muestran que en el año 2007 se alcanzó un crecimiento de 8,2% —superior al 7,5% divulgado inicialmente—. Este resultado fue motivado por una rápida expansión de la demanda interna, que aumentó 10%, jalonada principalmente por los fuertes incrementos de la inversión (23%) y del consumo (6,3%).

El crecimiento económico de 4,1% durante el primer trimestre de 2008 muestra una desaceleración, ya sea en comparación con la cifra para todo el año 2007 o con la del último trimestre de dicho año. A pesar de la reducción observada en el ritmo de actividad, el crecimiento del primer trimestre de 2008 aún se compara de manera favorable con el promedio histórico trimestral desde 1978 (3,7%). Pero quizá es más importante mencionar que durante el primer trimestre del año existieron razones puntuales que contribuyeron a acentuar la desaceleración. Como se explica en el texto del Informe, tales circunstancias tuvieron que ver con el menor número de días hábiles —puesto que la Semana Santa de este año se situó en marzo, sucedida por un lunes festivo—; el cese de actividades de Cerromatoso,

La desaceleración registrada en el primer trimestre de 2008 se venía anticipando desde hacía varios meses, si se tiene en cuenta el cambio en las condiciones económicas tanto internas como externas.

que se extendió entre el 27 de febrero y el 31 de marzo, y el cambio de alcaldes y gobernadores, lo que retrasó la contratación pública en las entidades territoriales. De hecho, las cuentas fiscales de las entidades territoriales en el primer trimestre exhibieron un superávit de 0,7% del PIB, cifra bastante alta si se compara con el superávit obtenido en el mismo trimestre del año 2007 (0,2%), lo cual refleja una lenta ejecución presupuestal. Ello explica la disminución de 25% en las obras civiles, que de manera directa impactó negativamente en 0,8 pp el crecimiento del PIB. Excluyendo tal rubro, el crecimiento del PIB habría sido de 5,1%.

No obstante, aún dejando de lado estos elementos puntuales, el crecimiento del producto sufrió una desaceleración importante en el primer trimestre de 2008. Este evento se venía anticipando desde hacía varios meses, si se tiene en cuenta el cambio en las condiciones económicas tanto internas como externas.

En primer término, cabe mencionar la acción de la política monetaria. Como se ha explicado ampliamente en informes anteriores, por medio de incrementos sucesivos de la tasa de interés y de aumentos del encaje bancario, la política monetaria ha buscado moderar la expansión de la demanda agregada, para hacerla más compatible con la capacidad potencial de la economía. Al respecto, recuérdese que en 2007 la demanda interna aumentó 10%, ritmo que sobrepasó significativamente el crecimiento del PIB potencial, agudizando con ello las ya importantes presiones inflacionarias provenientes de los choques a los precios de los alimentos y del petróleo, y ampliando aún más el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. La evidencia disponible indica que la transmisión de la política monetaria ya se viene dando, como lo muestran el incremento de las tasas de interés de la economía y la moderación en el crecimiento de la cartera de crédito, que aumentó en promedio 21,7% entre enero y junio de 2008, frente a 35,3% en el mismo período de 2007. Ello ha comenzado a reflejarse en un menor ritmo de crecimiento del consumo de los hogares; así, durante el primer trimestre de 2008 la demanda interna creció 5,4%, tasa más coherente con la capacidad potencial de la economía. Esto sin duda reduce las presiones inflacionarias y contribuye a crear las condiciones propicias para un crecimiento sostenido sin inflación.

Otro factor por destacar como causa de la desaceleración, es el fuerte aumento de los precios de los alimentos, combustibles y otros productos básicos en lo que va de 2008.

Otro factor por destacar como causa de la desaceleración, es el fuerte aumento de los precios de los alimentos, combustibles y otros productos básicos en lo que va de 2008. Como se detalla en el documento, algo más del 80% de la aceleración de la inflación durante el primer semestre del presente año se explica por el alza en el precio de los alimentos. El resto de la presión inflacionaria se ha concentrado en el rubro de regulados, que agrupa a servicios públicos, transporte y gasolina. Es bien conocido que la demanda tanto de alimentos como de servicios públicos y combustibles es inelástica a los precios. Esto significa que el consumidor tiende a reducir menos que proporcionalmente el consumo de estos bienes ante un determinado incremento porcentual en sus precios. En consecuencia, el gasto total en este tipo de bienes aumenta cuando sus precios suben y, por tanto (dado un nivel de ingreso), el gasto en otros rubros se reduce. Esta es una de las razones que puede explicar la reciente caída en la demanda de los hogares por bienes distintos de alimentos y combustibles, con el consecuente desestímulo a la producción industrial.

Colombia al igual que otros países exportadores de productos básicos se vio afectada por el choque internacional a los precios de los alimentos, petróleo y diversos metales, el cual ha tenido un doble efecto.

Es importante mencionar que comparaciones internacionales muestran que cuanto menor es el ingreso per cápita de un país, mayor tiende a ser la ponderación de los alimentos en el índice de precios al consumidor (IPC) y, en consecuencia, también es mayor la transmisión de un incremento de los precios internacionales de los alimentos a la inflación total. En el caso de Colombia, los alimentos tienen una ponderación de 29,5% en la canasta familiar, por lo cual la respuesta de la inflación interna a lo que ocurra con los precios internacionales de alimentos es mayor en nuestro caso, frente a lo que ocurre en países desarrollados, donde los alimentos tienen menor importancia en el patrón de gastos del consumidor.

Ahora bien, Colombia al igual que otros países exportadores de productos básicos se vio afectada por el choque internacional a los precios de los alimentos, petróleo y diversos metales, el cual ha tenido un doble efecto. En vista de que Colombia importa una parte de materias primas y derivados del petróleo, los incrementos en los precios internacionales han aumentado los costos al productor. Como reflejo de esto y de los incrementos en los salarios industriales, al finalizar junio la inflación anual de precios al productor alcanzó 8%. En la medida en que los mayores costos reducen los márgenes de beneficio de los empresarios, se desincentiva la producción y el emprendimiento de nuevos proyectos. Por otro lado, en su calidad de exportador de petróleo, carbón, ferroníquel, oro, y otros *commodities*, el país se ha beneficiado de una significativa mejoría en sus términos de intercambio, que al manifestarse en una expansión de la demanda interna, puede aumentar la presión alcista sobre el nivel general de precios.

Por otra parte, las mayores expectativas de inflación, que de acuerdo con la información más reciente superan el 6% para 2008 y se mantienen por encima de 5% en horizontes más largos, incrementan las tasas de interés a largo plazo, lo cual empina la denominada curva de rendimientos. Esto último, junto con las mayores expectativas de inflación, genera un ambiente de incertidumbre y de menor rentabilidad esperada de los proyectos para el largo plazo, lo cual reduce la confianza y con ello la inversión y el consumo. De igual forma, el aumento de la inflación incrementa los costos de financiamiento de la vivienda.

En la comunidad internacional Colombia se destaca por haber tenido un manejo activo y oportuno de su política monetaria para contener las presiones inflacionarias descritas.

En la comunidad internacional Colombia se destaca por haber tenido un manejo activo y oportuno de su política monetaria para contener las presiones inflacionarias descritas. De una parte, el Banco de la República empezó a incrementar las tasas de interés de intervención desde abril de 2006 antes que otros países emergentes sometidos a los mismos choques internacionales. De otro lado, el ajuste de las tasas de interés de intervención en Colombia ha sido suficientemente grande como para lograr incrementos de las mismas en términos reales, y así asegurar efectividad en su propósito de moderar la demanda agregada. Aunque muchos otros países han aumentado sus tipos de interés oficiales, la subida de la inflación ha implicado que en la mayoría de ellos las tasas reales se hayan reducido, lo que significa que las condiciones monetarias se han vuelto más laxas, precisamente durante un período de repunte de la inflación. Sin embargo, en los meses recientes, varios bancos centrales han reaccionado aumentando sus tasas de interés.

La acción oportuna de la política monetaria ha logrado amortiguar las presiones inflacionarias sobre las distintas medidas de inflación básica, que excluyen de la canasta aquellos productos sujetos a choques de oferta (o externos), como ocurre con los alimentos y el petróleo.

La acción oportuna de la política monetaria ha logrado amortiguar las presiones inflacionarias sobre las distintas medidas de inflación básica, que excluyen de la canasta aquellos productos sujetos a choques de oferta (o externos), como ocurre con los alimentos y el petróleo. Si bien, como se muestra en el Informe, las diferentes medidas de inflación básica tuvieron un repunte importante entre mediados de 2006 y el primer trimestre de 2007, posteriormente han tendido a moderar su crecimiento, a medida que los efectos de la política monetaria se van transmitiendo a la economía. En particular, la medida de inflación básica, que excluye del IPC los alimentos y los regulados, se ha mantenido estable (alrededor del 4%). Sin embargo, otras medidas de inflación básica continúan mostrando alguna tendencia al alza, reflejando cierto contagio de la inflación total. A pesar de que se trata sólo de medidas técnicas, pues la inflación total es la que le importa al consumidor, la inflación básica permite identificar hasta qué punto persisten presiones de demanda.

En el primer semestre la JDBR también actuó en el campo de la política cambiaria; de hecho, el Banco de la República ha venido utilizando mecanismos de subastas para acumulación de reservas internacionales con el objeto de incrementar su nivel. Al concluir el primer semestre se habían comprado US\$1.035 millones (m), con lo cual las reservas internacionales alcanzaban un valor de US\$22.848 m.

En una medida reciente, la JDBR determinó que a partir del 20 de junio se acumularán diariamente US\$20 m a través de subastas de compra directa, con lo cual al terminar el año el Emisor habrá comprado cerca de US\$3.500 m. Para compensar los efectos monetarios de esta intervención, entre otras medidas, la JDBR modificó el régimen de encaje bancario, eliminando el marginal y elevando el ordinario. El propósito de esta decisión es básicamente precautelativo, pues ante un contexto externo incierto, un mayor nivel de reservas reduce la vulnerabilidad de la economía y aumenta la confianza de los inversionistas.

Este Informe presenta al Congreso un diagnóstico objetivo de la situación económica, sin desconocer los problemas existentes y las limitaciones de los instrumentos de política. La estrategia monetaria ha actuado guiada por el esquema de *inflación objetivo* (adoptado hace una década), pero sin abandonar su preocupación por lograr el máximo crecimiento posible de la actividad económica que sea sostenible. La preocupación por una apreciación excesiva del peso también ha estado presente en las decisiones de la Junta Directiva del Banco, la cual ha mantenido sobrecostos al ingreso de capitales externos y ha intervenido de manera fuerte en el mercado cambiario, siempre con la premisa fundamental de mantener la capacidad adquisitiva del peso. La lectura del Informe permitirá apreciar que, aunque los problemas enfrentados no han sido fáciles, la acción oportuna y decidida de la política monetaria deberá conducir la inflación hacia su meta de largo plazo, en un contexto de crecimiento sostenible.

Este Informe enfatiza el contexto externo, para ayudar a comprender las condiciones que actualmente influyen sobre la economía colombiana. Está compuesto de ocho capítulos: el primero trata sobre la coyuntura internacional y el dilema actual

La política monetaria ha actuado guiada por el esquema de inflación objetivo (adoptado hace una década), pero sin abandonar su preocupación por lograr el máximo crecimiento posible de la actividad económica que sea sostenible.

En este Informe se enfatiza el contexto externo, para ayudar a comprender las condiciones que actualmente influyen sobre la economía colombiana.

de los bancos centrales en el mundo; el segundo presenta la inflación en lo corrido de 2008 y cuáles son las perspectivas para lo que resta del año. En el tercer capítulo se hace una evaluación del ritmo de crecimiento de la economía colombiana, junto con la situación del empleo y sus perspectivas, mientras que en el cuarto se explica en detalle la política monetaria y se analizan los indicadores del sistema financiero. El capítulo quinto analiza la situación del sector externo colombiano, el comportamiento de la tasa de cambio y los resultados de la balanza de pagos al primer trimestre de 2008 y sus perspectivas. En el capítulo sexto se presenta la situación fiscal, y en el séptimo se discute sobre el nivel actual de las reservas internacionales. El Informe finaliza con la presentación de los estados financieros del Banco de la República y su proyección para 2008.