

INTRODUCCIÓN

La menor vulnerabilidad de la economía colombiana al choque externo negativo y la posibilidad de adelantar una política monetaria contracíclica, sin comprometer la meta de inflación, son el resultado de una política macroeconómica prudencial llevada a cabo durante la parte alta del ciclo económico.

En 2008 la economía colombiana presentó un cambio de tendencia más pronunciado de lo previsto.

El ciclo expansivo de la economía colombiana, que se prolongó durante seis años, alcanzó su pico en 2007 (con un crecimiento de 7,5%) y en 2008 presentó un cambio de tendencia más pronunciado de lo inicialmente previsto. El año pasado la economía creció 2,5%, una tercera parte de lo observado en 2007 y aproximadamente la mitad de los pronósticos iniciales que giraban alrededor de 5%. Además de la magnitud de la desaceleración, cabe resaltar la forma como ésta se ha venido agudizando. Después de una expansión económica de 8,1% en el último trimestre de 2007, los crecimientos trimestrales sucesivos durante 2008 fueron 4,1%, 3,9%, 2,9% y -0,7%, respectivamente.

Durante 2008 surgieron otros factores que produjeron una desaceleración mayor a la prevista y claramente indeseable.

La desaceleración de la actividad económica durante 2008 fue en parte resultado de la acción de la política monetaria, que desde 2006 se orientó a moderar el crecimiento excesivo del crédito y de la demanda agregada, con el objetivo de contener las presiones inflacionarias y lograr una senda de crecimiento sostenible. Sin embargo, durante el transcurso del año surgieron otros factores que produjeron una desaceleración mayor a la prevista y claramente indeseable. Entre ellos cabe mencionar la apreciación cambiaria del primer semestre, que afectó negativamente la producción del sector transable de la economía, cuyo crecimiento en 2008 fue de 1,8%, frente al 7,3% alcanzado en 2007. En segundo término, la lenta ejecución de las obras civiles, principalmente por parte de los gobiernos locales, hizo que este rubro de la demanda cayera 7,1% en 2008, cuando en 2007 había crecido 21,5%. De igual forma, el incremento en el precio de las materias primas durante gran parte del año aumentó los costos de producción para empresarios y

El recrudescimiento de la crisis financiera internacional a partir de septiembre de 2008 acentuó la desaceleración de la actividad económica.

A pesar de las fuertes medidas adoptadas por los gobiernos y bancos centrales de los países desarrollados, la crisis hipotecaria y financiera se ha extendido al sector real de la economía.

Los canales mediante los cuales una crisis internacional se transmite a las economías emergentes pueden ser de carácter real o financiero.

afectó la producción industrial, la cual cayó 2%. También se presentaron huelgas (Cerrromatoso y corteros de caña) que afectaron la actividad económica. Finalmente, la aceleración de la inflación, principalmente en el rubro de alimentos, castigó el ingreso disponible de los hogares, lo que, aunado a las mayores tasas de interés, produjo una contracción de 3,9% del consumo de bienes durables.

Pero fue sin duda el recrudescimiento de la crisis financiera internacional a partir de septiembre de 2008 el factor que acentuó la desaceleración de la actividad económica, a través de la disminución de la demanda externa y el menor flujo de remesas de trabajadores. Es así como el valor en dólares de las exportaciones totales pasó de crecer 38,5% anual entre enero y septiembre, a -6,0% anual en el último trimestre, como resultado de la fuerte caída de los precios del petróleo y de otras materias primas, y por la reducción de los volúmenes vendidos, principalmente de bienes industriales. Simultáneamente las remesas de colombianos en el exterior comenzaron a desacelerarse y en el cuarto trimestre de 2008 presentaron una caída anual de 11,6%.

Estas primeras cifras muestran que la crisis internacional ha afectado a la economía colombiana, e inevitablemente lo continuará haciendo en el presente año. De allí que sea tan importante el esfuerzo que se ha hecho en este Informe para entender la crisis internacional, sus orígenes, las medidas que los países desarrollados han tomado para enfrentarla, sus efectos sobre la actividad económica y el sistema financiero, y el contagio que ya viene materializándose en las economías emergentes.

Los gobiernos y bancos centrales de los países desarrollados han adoptado fuertes respuestas de política; sin embargo, ello no ha impedido que la crisis hipotecaria y financiera se extienda al sector real de la economía, comprimiendo drásticamente el consumo y la inversión privada en aquellos países. Igualmente, el comercio internacional, principal motor de crecimiento en la última década, está contrayéndose a un ritmo acelerado, lo cual está afectando a numerosas economías, sobre todo las del sudeste asiático, por ser las más abiertas. En este contexto, distintas entidades internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) han revisado a la baja durante los últimos meses sus proyecciones de crecimiento mundial en 2009. Por ejemplo, en su revisión de enero pasado el FMI estimaba que el crecimiento del producto mundial alcanzaría el 0,5%, pronóstico significativamente inferior al que presentó en noviembre (2,2%). A mediados de marzo, para la reunión del Grupo de los Veinte, el FMI nuevamente revisó esta proyección a un rango entre -0,5% y -1%.

La pregunta pertinente es la forma como esta crisis afectará a los países en desarrollo, y en particular a la economía colombiana. Como se discute en el Informe, los canales mediante los cuales una crisis internacional se transmite a las economías emergentes pueden ser de carácter real o financiero. En el primer grupo se encuentran el debilitamiento de las exportaciones, la caída de las remesas y la pérdida de confianza de consumidores e inversionistas. En el segundo, la reducción de los flujos de capital y el difícil acceso a recursos de crédito externo.

La desaceleración económica mundial continuará profundizándose en 2009...

Es muy probable que la tendencia a la desaceleración de las exportaciones se acentúe en 2009, tal como lo muestra la proyección de balanza de pagos que presenta el Informe. Algo similar ocurre con las remesas de trabajadores colombianos en el exterior, quienes se concentran en dos de las economías más golpeadas por la crisis, como lo son los Estados Unidos y España. A su turno, reflejando el avance de la crisis, las encuestas más recientes muestran un sensible deterioro en la confianza de empresarios y consumidores, lo que inevitablemente afectará sus decisiones de inversión y consumo. En cuanto a los flujos de capital, es improbable que en 2009 se repitan los altos niveles de inversión extranjera directa observados en los últimos dos años que en términos brutos ascendieron a cerca de US\$10.000 millones (m). Sin embargo, no hay que olvidar que un número importante de los proyectos en los que participa la inversión extranjera ya se encuentra en ejecución y frenarlos no resultaría económicamente viable. Finalmente, el país aún mantiene acceso a los mercados de capitales, como lo demostró en enero la exitosa colocación de bonos de deuda pública por valor de US\$1.000 m, a tasas razonables.

... no obstante, existe una alta probabilidad de alcanzar en Colombia un crecimiento positivo, en medio de lo que muchos analistas ya consideran la peor crisis económica después de la Gran Depresión de los años treinta.

Para evaluar lo que esto puede significar para la economía colombiana en ausencia de políticas monetarias o fiscales compensatorias, el equipo técnico del Banco proyecta que una reducción en el crecimiento mundial de 1 punto porcentual (pp) contrae el crecimiento de nuestras exportaciones no tradicionales en al menos 2 pp y el crecimiento del producto interno bruto (PIB) colombiano en algo más de 0,5 pp. Lo anterior, teniendo en cuenta únicamente el canal directo de la menor demanda. Obviamente, como resultado de lo anterior, el Banco ha reducido los pronósticos de crecimiento para 2009. En septiembre de 2008 se creía posible crecer en el presente año a una tasa en un rango entre 1% y 4%. La estimación de crecimiento más reciente publicada en el *Informe sobre Inflación* lo ubicaba entre 1% a 3%. Actualmente este rango de pronóstico se encuentra en revisión, y es probable que se reduzca.

Lo anterior significa que la desaceleración económica continuará profundizándose en 2009. Sin duda, esta es una perspectiva que produce gran preocupación, particularmente por los efectos sociales que tendría en términos de incrementos de la tasa de desempleo y los índices de pobreza. No obstante, existe una alta probabilidad de alcanzar un crecimiento positivo, en medio de lo que muchos analistas ya consideran la peor crisis económica después de la Gran Depresión de los años treinta. Este logro dejaría a la economía colombiana en una posición sana para iniciar una rápida recuperación una vez se supere la crisis externa. El valor específico de la cifra de crecimiento en 2009 dependerá de la magnitud y duración de la crisis internacional, así como del comportamiento de las economías de Venezuela y Ecuador, las cuales participan con el 43% de las exportaciones no tradicionales del país. Igualmente, la suerte de la economía dependerá de las acciones de política monetaria y fiscal, y de la respuesta del sector privado a los retos que enfrenta.

Los mismos factores que durante 2008 acentuaron la desaceleración, este año podrían estar a favor.

La elevada probabilidad de alcanzar un crecimiento positivo en 2009 tiene mucho que ver con los mismos factores que durante 2008 acentuaron la desaceleración, y que este año podrían estar a favor. A esto se agrega el margen de acción con el que cuenta la política monetaria para adoptar una postura contracíclica. En cuanto a los factores que podrían ayudar al crecimiento, cabe señalar la reducción de la inflación

La posibilidad de llevar a cabo una política monetaria contracíclica ayudará a compensar parcialmente los efectos del choque externo negativo.

de alimentos: ésta cayó de 13,2% a fin de 2008 a 9,5% al concluir febrero, y se pronostica que continuará disminuyendo. En la medida en que la menor inflación de alimentos libere capacidad de compra del consumidor para otros bienes, mejoraría el ingreso disponible de los hogares, estimulando su consumo.

Otro factor que también contribuirá a suavizar el ciclo económico es la tasa de cambio. El peso se ha devaluado más de 40% frente a su menor nivel alcanzado en junio de 2008, sin comprometer la meta de inflación ni la estabilidad financiera. El retorno a una tasa de cambio más competitiva estimulará la producción de los sectores transables, y mejorará el poder adquisitivo de las remesas de los trabajadores. De otra parte, la caída en el precio internacional de los productos básicos reducirá los costos de producción para las empresas, lo que mejora los márgenes e incentiva la producción. Finalmente, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público calculó que la demanda del sector público crecerá este año 5,5% en términos reales.

A los factores mencionados se agrega la posibilidad que actualmente existe de llevar a cabo una política monetaria contracíclica que ayude a compensar parcialmente los efectos del choque externo negativo, la cual ya está en marcha. Durante los últimos meses de 2008 se eliminó el encaje marginal y se redujo el ordinario. Entre diciembre y marzo la tasa de interés del Banco de la República se disminuyó en 300 puntos básicos (pb). El cambio de la postura monetaria se ha transmitido a todas las tasas de interés. La posibilidad de seguir profundizando esta política de estímulo monetario dependerá de la velocidad con que caigan las proyecciones y las expectativas de inflación.

Como se discute en el Informe, la menor vulnerabilidad de la economía colombiana al choque externo negativo y la posibilidad de adelantar una política monetaria contracíclica, sin comprometer la meta de inflación, son el resultado de una política macroeconómica prudencial llevada a cabo durante la parte alta del ciclo económico. Con respecto a esto, el Informe analiza las ventajas del esquema de inflación objetivo que orientó a la autoridad monetaria a tomar la decisión oportuna de incrementar sucesivamente la tasa de interés a la que suministra liquidez al sistema bancario. Fue así como la tasa de interés de intervención se incrementó 400 pb entre abril de 2006 y julio de 2008, lo cual se complementó con un aumento de los encajes, con el fin de limitar la capacidad crediticia del sistema bancario. De no haber sido por esta política, el sector privado hoy estaría sobreendeudado, y el sistema financiero expuesto al riesgo de incurrir en grandes pérdidas.

La flotación de la tasa de cambio reforzó el esquema de inflación objetivo, al darle a la política monetaria la autonomía necesaria para el manejo de la tasa de interés.

Otros arreglos institucionales y decisiones de política también contribuyeron a reducir la vulnerabilidad de la economía. Sobre este punto el Informe destaca las ventajas de la flotación cambiaria y la conveniencia de los controles de capital. La flotación de la tasa de cambio reforzó el esquema de inflación objetivo, al darle a la política monetaria la autonomía necesaria para el manejo de la tasa de interés. Por su parte, el restablecimiento de los controles de capital entre mayo de 2007 y septiembre de 2008 previno un excesivo endeudamiento externo de corto plazo y evitó exponer la economía a los vaivenes de los capitales especulativos. Lo anterior se complementó con una intervención en el mercado cambiario, orientada a moderar

la volatilidad de la tasa de cambio; en tal práctica, se acumularon reservas internacionales en montos considerables, que en la actualidad ofrecen un importante respaldo a la sostenibilidad de la balanza de pagos. Su saldo alcanza hoy en día el equivalente a 11% del PIB.

Además del análisis de la crisis internacional, de sus implicaciones para Colombia, y del minucioso examen de la situación macroeconómica del país, el Informe aborda temas específicos de gran importancia. Entre ellos cabe destacar el manejo de las reservas internacionales. Este es un tema que adquiere singular relevancia en las actuales condiciones de crisis internacional, por los mayores riesgos asociados con los diferentes portafolios y por la necesidad de contar con una liquidez adecuada en caso de que las reservas internacionales requieran ser utilizadas.

El presente *Informe al Congreso* consta de cinco capítulos, además de esta introducción; el primero analiza la crisis de la economía mundial y los canales de transmisión a las economías emergentes; el segundo discute el manejo macroeconómico de la economía colombiana y la crisis mundial; el tercero analiza la economía colombiana en 2008 y sus perspectivas; el cuarto discute el tema de reservas internacionales y su manejo, y el quinto capítulo presenta la situación financiera del Banco de la República. Adicionalmente el Informe contiene una serie de cuadros que profundizan en el análisis técnico de temas importantes de la coyuntura nacional e internacional.