

## Coyuntura y política económica colombiana 2005-2006: análisis y perspectivas\*

Ramón Javier Mesa Callejas\*\*

Mauricio López González\*\*\*

- I. *Una síntesis de la evolución macroeconómica en 2005 y perspectivas 2006.*  
A. *La reactivación del Empleo. B. ¿Y las ganancias potenciales del crecimiento sobre quien recaen?. Algunas hipótesis. C. Perspectivas 2006.*  
II. *Un análisis de la política económica de corto plazo: 2005-2006.*  
A. *Preocupaciones de la política monetaria y fiscal.*  
B. *El debate sobre el futuro cambiario en el país. Referencias. Anexos.*

Primera versión recibida en noviembre de 2005; versión final aceptada diciembre 2005

### Resumen

Este artículo presenta un análisis de la coyuntura y la política económica colombiana de corto plazo para el período 2005-2006. Se destacan como hechos importantes en 2005, el crecimiento económico inesperado durante la segunda parte del año que terminó por reducir la brecha del producto, el logro por segundo año consecutivo de la meta de inflación (4,85%) y el repunte del empleo. Sin embargo, a pesar de los buenos resultados macroeconómicos y del manejo prudente que se viene realizando de la política económica, se vislumbran en 2006 riesgos y preocupaciones que

podrían limitar las bondades de la política monetaria, sobre todo, por el creciente déficit fiscal del Gobierno Nacional Central y por el debate asociado con el futuro cambiario en el país, ante la persistente revaluación del peso. Así mismo, surgen dudas sobre las ganancias potenciales del crecimiento económico, en vista de que éstas, todavía no se socializan.

**Palabras claves:** crecimiento económico, brecha del producto, política monetaria, política fiscal, política cambiaria, intervenciones esterilizadas, flotación controlada, revaluación.

---

\* Este artículo es uno de los productos que se derivan del proyecto de investigación titulado "La sostenibilidad del crecimiento económico en Colombia: un análisis desde la coyuntura económica reciente", financiado por el Comité de apoyo para la investigación —CODI— de la Universidad de Antioquia en 2005

\*\* Profesor Asociado, Departamento de Economía y Centro de Investigaciones Económicas -CIE- Universidad de Antioquia. Docente de Cátedra, Escuela de Economía Universidad Nacional de Colombia, sede Medellín. E-mail: [rjmesa@agustinianos.udea.edu.co](mailto:rjmesa@agustinianos.udea.edu.co).

\*\*\* Profesor, Departamento de Economía y Centro de Investigaciones Económicas -CIE - Universidad de Antioquia. E-mail: [malopez@agustinianos.udea.edu.co](mailto:malopez@agustinianos.udea.edu.co)

## Abstract

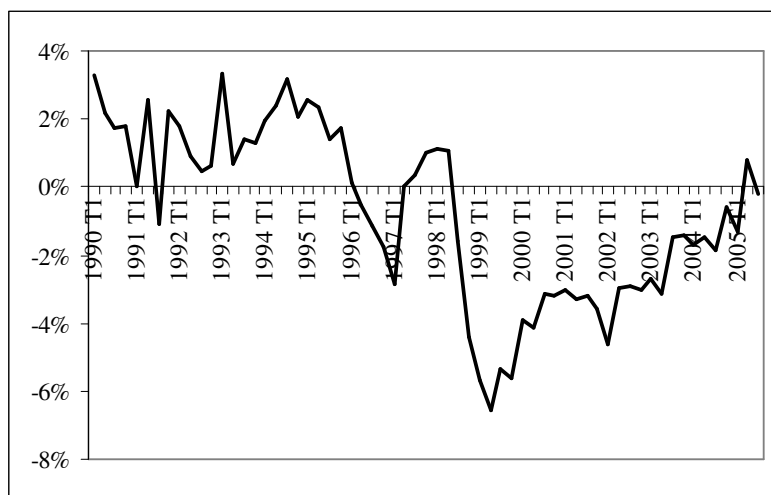
This paper introduces an analysis of the conjuncture and economic Colombian policy for the short run of 2005-2006. The most important facts in 2005 were unexpected economic growth during the second part of the year (this reduced the potential product gap); the low inflation rate achieved (4,85%); and the employment increase. However, despite good macroeconomic results and prudent economic policy risk preoccupations that could limit monetary policy benefits, mainly by the Central Government fiscal deficit and the debate associated with the future exchange Colombian market and a persistent current revaluation, are foreseen for 2006. In this way, the benefits of potential product growth are uncertain because they are not socialized yet.

**Key words:** Economic growth, gap of the product, monetary policy, fiscal policy, exchange rate policy, sterilized interventions, controlled flotation, revaluation

## I. Una síntesis de la evolución macroeconómica en 2005 y perspectivas 2006

Los resultados de las principales variables agregadas en 2005 parecen evidenciar la consolidación del proceso de recuperación de la economía colombiana iniciado en 2003, que bien podría posibilitar el cierre de la brecha del producto (Gráfico 1). A juzgar por el ritmo de crecimiento que traía el PIB en el tercer trimestre de 2005, cuando creció 5,75% respecto al mismo trimestre de 2004, cifra que no se alcanzaban desde marzo de 1995, es bastante probable una tasa de crecimiento del PIB cercana al 5% para 2005 (Gráfico 2). Otros hechos que validan los buenos resultados alcanzados durante este año, tienen que ver con la evolución positiva registrada por la tasa de inflación y con los indicadores del mercado laboral, especialmente, la ocupación y el desempleo.

**Gráfico 1**  
Brecha del producto (en % del PIB potencial)

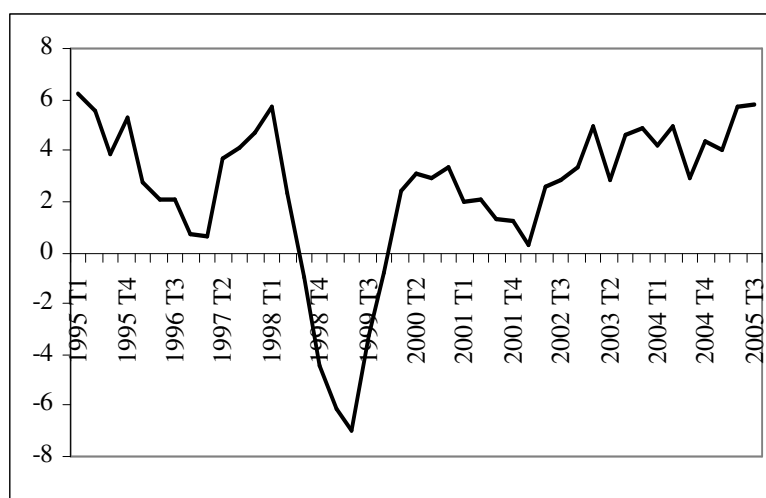


Fuente: Banco de la República

En efecto, el promedio de las variaciones de los precios de los bienes y servicios que componen la canasta familiar registró un crecimiento del 4,85% en 2005,<sup>1</sup> valor inferior en 0,65 puntos en comparación con el registrado en 2004 cuando llegó a 5,5%. Por su parte, las cifras de ocupación y des-

empleo presentaron un comportamiento satisfactorio si se comparan con 2004. Por ejemplo, la población ocupada a nivel nacional creció en promedio 2,8% en relación con el año 2004 y la tasa de desempleo se ubicó en 11,8%, inferior en 1,8 puntos al observado en igual período del año anterior (13,6%).

**Gráfico 2**  
**Evolución trimestral del PIB**



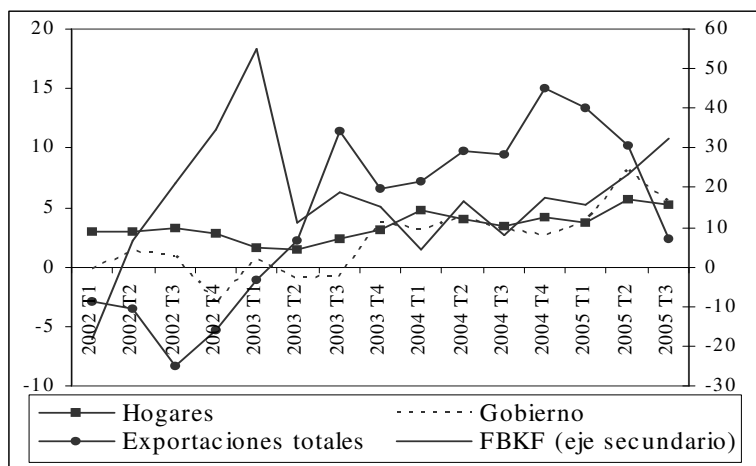
Fuente: DANE

A nivel global, vale la pena destacar que el buen resultado del PIB se debe en su mayor parte al crecimiento que vienen registrando todos los componentes de la demanda desde 2003 (Gráfico 3) y no a sectores productivos específicos que den cuenta de una dinámica que garantice mayores niveles de crecimiento en el largo plazo. Este hecho pone de manifiesto una de las pre-

ocupaciones que hemos venido planteando en el último tiempo, y es la relacionada con la sostenibilidad del crecimiento económico. Al respecto, si bien los componentes del gasto permiten reactivar la actividad económica de corto plazo, éstos no garantizan una estrategia de crecimiento sostenible en el tiempo.

<sup>1</sup> En el contexto histórico, este valor es el más bajo desde diciembre de 1955, que mostró una variación de 2,03% (DANE, Comunicado de Prensa 2 de enero de 2006)

**Gráfico 3**  
**Evolución de los componentes de la demanda**



Fuente: DANE

En la práctica, desde el punto de vista de la oferta, el ritmo de crecimiento de algunos sectores productivos importantes han tenido un comportamiento inestable, lo cual ha limitando unas mayores posibilidades de expansión económica. En este sentido, todavía brillan por su ausencia sectores productivos claves con importantes ventajas comparativas y competitivas que aporten al desarrollo económico a través de la expansión del empleo, permanente y formal. De todas maneras, sectores como construcción, establecimientos financieros, comercio y transporte dejaron ver un buen ritmo de expansión en 2005 tal como se registró en 2004 (Cuadro 1). En términos generales, esta situación refleja un clima optimista que induce a pensar en la posibilidad de que la economía del país recupere la senda de crecimiento lograda en la primera parte de los años noventa.

En este orden de ideas, algunos factores ligados con: (i) un entorno mundial favorable, sobre todo el asociado con el desem-

peño de las economías de Estados Unidos y los países vecinos (especialmente Venezuela), el cual ha generado el saldo positivo del comercio internacional (ii) el crecimiento de la demanda interna y (iii) el efecto de la revaluación sobre la inflación de bienes transables; se han convertido en los principales motores que vienen sosteniendo el actual proceso de crecimiento económico colombiano, en un ambiente no inflacionario, lo cual ha permitido una generación neta de empleos en 2005, a diferencia del año anterior donde a pesar de la reducción de la tasa de desempleo la ocupación descendió.

En cuanto al entorno internacional, fueron varios los factores que determinaron un ambiente positivo. Se destaca, como ya se ha mencionado, la buena situación económica de nuestros principales socios comerciales y el aumento en los precios de algunos bienes estratégicos para la economía nacional (petróleo, carbón y café, los más destacados). Esto ha permitido una mejo-

ra importante de los términos de intercambio, que se ha visto reflejado en la expansión de las exportaciones, a pesar de la revaluación del peso. No obstante, existen una serie de hechos que han de determinar el ambiente económico externo en el

corto plazo: la desaceleración de los flujos de capital para las economías emergentes, el Tratado de Libre Comercio con los estados Unidos-TLC- y la desaceleración en el ritmo de crecimiento de algunas de las principales economías del mundo.

**Cuadro 1**  
**Crecimiento del PIB según ramas de actividad económica**

|   | 2003  | 2004  | 2005  |
|---|-------|-------|-------|
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca                                    | 6,62  | 0,34  | 3,62  |
| Explotación de minas y canteras   | 26,41 | -3,60 | 3,11  |
| Electricidad, gas y agua  | -1,14 | 2,36  | 4,91  |
| Industria manufacturera   | 3,32  | 4,62  | 2,97  |
| Construcción  | 13,28 | 9,51  | 16,13 |
| Comercio, reparación, restaurantes y hoteles                                | 6,28  | 5,11  | 8,90  |
| Transporte, almacenamiento y comunicación                                   | 4,13  | 4,41  | 5,91  |
| Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas | 5,30  | 4,84  | 4,85  |
| Servicios sociales, comunales y personales                                  | -0,19 | 2,63  | 4,30  |
| Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente               | 23,17 | 18,83 | 12,10 |

Fuente: DANE

En lo que se refiere a los factores domésticos, el crecimiento de la demanda interna mantiene el liderazgo en la expansión de la actividad económica, esto significa que sus diferentes componentes han crecido a ritmos importantes, donde se destacan las exportaciones y la inversión. Adicionalmente, tanto el consumo privado como público, también han presentado comportamientos favorables. Recordemos que este último, ha presentado sustanciales crecimientos en un período electoral, en el cual tendremos la posibilidad de reelección presidencial. En suma, las remesas del exterior, el bajo nivel de las tasas de interés, el

repunte del crédito y el incremento en los ingresos por la recuperación del empleo y las rentas de propiedad; son las causas que han impulsado el dinamismo de la demanda.

Por último, este crecimiento de la demanda se ha visto acompañado por un agudo proceso de revaluación del peso. Así, por el lado de los precios al productor, el resultado en 2005 fue altamente satisfactorio, toda vez que con una variación anual de 2,06% en diciembre, el IPP descendió manteniéndose en el mínimo nivel observado desde 1970 cuando comenzó a

publicarse el indicador. Un efecto importante de lo anterior, es que la revaluación reflejó una caída en el ritmo de crecimiento, por segundo año consecutivo, en los precios de los bienes importados, que en 2005 se ubicaron en 2,31%.

### A. La reactivación del empleo

Las estadísticas de empleo, como lo hemos mencionado, indican un importante repunte de la actividad económica a partir del segundo trimestre de 2005. Efectivamente, el empleo evolucionó positivamente en los últimos meses del año, al tiempo que la tasa de desempleo ha decrecido considerablemente. De acuerdo con el DANE, desde que se realiza la Encuesta Continua de Hogares, los resultados correspondientes a la segunda mitad del año son los más bajos al considerar el período 2001-2005.

Varios factores se destacan en los anteriores resultados:

1. La tasa global de participación también ha alcanzado los niveles más bajos desde 2001 (58,9% en junio de 2005).
2. La tasa de subempleo, la misma que presentaba un comportamiento creciente en los primeros meses de 2005, comenzó a estabilizarse en los últimos meses del año. Así, después de haber alcanzado un 33,9% en julio, descendió al 31% en diciembre.
3. La elasticidad Empleo-PIB ha disminuido en los últimos trimestres. De acuerdo con el Consejo Nacional de Política Económica y Social –CONPES- dicha elasticidad es igual a 0,8. Así, consistente con un crecimiento económico de 4%, se estarían generando en el presente año 562 mil nuevos empleos, aproximadamente.<sup>2</sup> Sin embargo, los ajustes que han sufrido la producción y el mercado laboral, han modificado transitoriamente la forma en que los incrementos en la producción generan nuevos puestos de trabajo. Justamente, en el primer trimestre del año, pese a que la economía creció a una tasa positiva del 3,6%, la generación de nuevos empleos se redujo en aproximadamente el 1%.
4. Las reformas y la post-crisis. En este contexto, una vez transcurridos los efectos generados por la recesión económica de finales de siglo y tras haberse asimilado la reforma laboral y las consecuencias de la ampliación de cupos educativos, el mercado laboral parece tender nuevamente a un equilibrio de largo plazo (Gráfico 4 y 5).

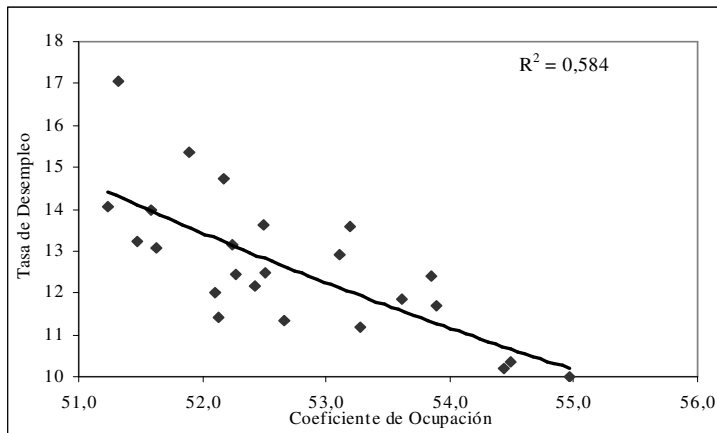
<sup>2</sup> Al respecto véase el Documento CONPES No. 3341: Balance macroeconómico 2004 perspectivas para 2005. Ministerio de Hacienda y Crédito Público, marzo de 2005.

**Gráfico 4**  
**Relación entre el coeficiente de empleo y desempleo, 2001-2003**



Fuente: Encuesta Continua de Hogares –DANE-2005. Cálculos CIE

**Gráfico 5**  
**Relación entre el coeficiente de empleo y desempleo, 2004-2005**



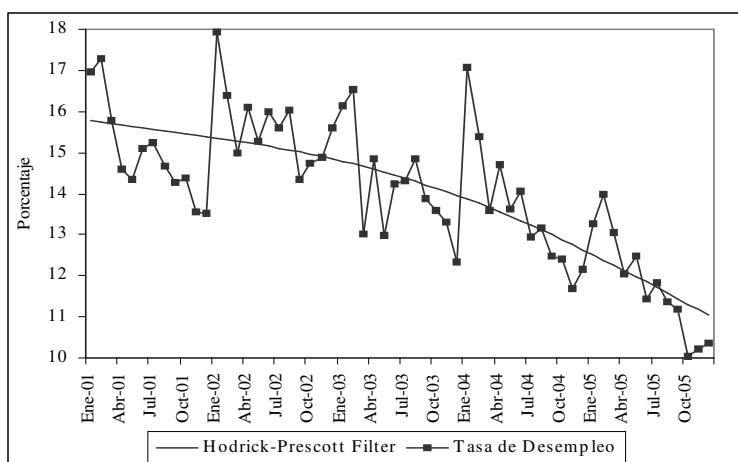
Fuente: Encuesta Continua de Hogares –DANE-2005. Cálculos CIE

Al analizar la concordancia entre el coeficiente de empleo y la tasa de desempleo, se puede observar como para el período comprendido entre 2004-2005 se acentúa más la relación, en comparación con el período 2001-2003; así en la medida en que la economía logra absorber una mayor propor-

ción de puestos de trabajo, la tasa de desempleo disminuye (Gráfico 6). Como puede observarse en el período 2001-2003, la relación no es muy clara debido principalmente a: los efectos causados por la crisis económica, la reforma laboral y las disminuciones en la tasa global de participación.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Después de haber descendido a niveles de 58,8% en junio de 2005, la tasa global de participación ha crecido paulatinamente hasta alcanzar un 60,8% en diciembre del mismo año.

**Gráfico 6**  
**Tasa de desempleo 2001-2005**



Fuente: DANE, Cálculos CIE.

De otro lado, el comportamiento del subempleo, aunado a la evolución del empleo temporal indica que las nuevas fuentes de trabajo tienden hacia la mayor informalización y al detrimento en la calidad de los empleos. De acuerdo con el reporte sobre informalidad elaborado por el DANE en agosto, el porcentaje de informales en relación a la población económicamente activa fue de 58.8% en junio de 2005, para el mismo periodo del año anterior había sido de 58.7%. Es importante destacar el hecho de que en este período se crearon 380 mil nuevos empleos, en tanto que la población económicamente activa tan sólo creció en 133 mil personas, lo cual indica que los empleos de menor calidad (informales) también aumentaron en el último año.

En tal sentido, el Informe del Banco de la República al Congreso presentado en julio, indica que parte de los nuevos inactivos respondieron en la Encuesta Continua de Hogares, que la educación es la actividad que reemplaza su participación en el mer-

cado laboral. Adicionalmente, también se encuentran las personas que retornaron a los oficios del hogar, como razón para pasar del mercado laboral a la inactividad.

Ciertamente, para el grupo de personas que se ha desplazado del mercado de trabajo, y se concentra ahora en actividades académicas, se tiene que en el último año la población inactiva que se encuentra estudiando, creció el 3%. De esta forma, la política gubernamental de ampliación de cupos en las universidades públicas, al parecer, ha generado una disminución de la población económicamente activa y un consecuente aumento en el número de estudiantes.

A manera de perspectivas, consideramos que en el corto plazo el mercado laboral ha de continuar en esta tendencia al equilibrio. En otras palabras, es de esperar una estabilización en la tasa de desempleo, de forma tal que en 2006 no observaremos drásticas disminuciones en este rubro como las presentes en 2005. De igual forma, la tasa global de participación podría conti-



nuar creciendo levemente al tiempo que también lo podría hacer la ocupación. Preocupa, como lo hemos mencionado, el continuo deterioro en la calidad de los nuevos empleos generados.

### B. ¿Y las ganancias potenciales del crecimiento sobre quien recaen? Algunas hipótesis

Tras la crisis económica de finales de la década del noventa, recordemos que en 1999 el PIB decreció a una tasa del 4,2%, la economía nacional transitó por un proceso de recuperación que se ha consolidado en los últimos dos años. Así, para 2005, el crecimiento de la economía nacional estará por encima de las proyecciones y las expectativas que se tenían al comienzo de éste, inclusive, es posible que al cierre del año se hubiera eliminado la brecha del producto, tal como se puede verificar en el Gráfico 1 del presente artículo.

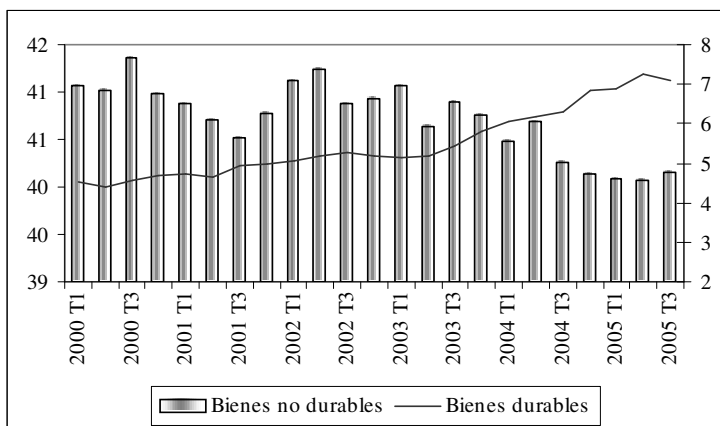
Bajo este escenario, no cabe duda sobre las bondades de este proceso que se ha reflejado, entre otros aspectos, en un mejor clima de confianza en la economía del país, una recuperación significativa de la inversión, una reducción sustancial en la tasa de desempleo y un impulso importante a sectores productivos que a finales de los años noventa y a principios de este nuevo siglo, sufrieron un deterioro importante, no sólo como resultado de los problemas de violencia y orden público que se registraron en los últimos 6 años, sino también por la crisis financiera entre 1998-1999. Este fue el caso de sectores como: construcción, turismo, transporte y financiero.

En consonancia con lo anterior, los beneficios sobre la economía de esta recuperación han sido acompañados por la disminución sistemática de la tasa de inflación. No obstante este buen momento en materia de crecimiento económico, aparecen algunos interrogantes que bien podrían cuestionar los alcances sociales y distributivos de esta mayor expansión de la economía. Por ejemplo, a juzgar por la dinámica del consumo, el detrimento en la calidad de los empleos, las fuentes y la sostenibilidad del crecimiento y el nuevo esquema de presentación de algunos bienes de consumo masivo; surgen dudas sobre las ganancias potenciales del actual proceso de crecimiento en el país. Un análisis de los anteriores hechos permite lanzar algunas hipótesis al respecto.

En lo concerniente a la dinámica del consumo, el incremento sistemático de este en los últimos años, ha venido siendo liderado por el consumo de bienes durables y semidurables, en tanto que el consumo de los bienes no durables, como porcentaje del consumo total, viene disminuyendo en forma considerable (Gráfico 7). Así mismo, la participación de los servicios también ha decrecido. Una lectura a lo anterior es que al parecer las ganancias del crecimiento se están focalizando en los grupos de mayores ingresos, los cuales reflejan su mejor situación económica en el consumo de bienes durables como vehículos, electrodomésticos y vivienda; y no así, con la mayoría de la población colombiana de bajos ingresos que no ve mejorada su condición económica, reflejada en una expansión de su consumo en períodos de auge.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Aunque una explicación alternativa a este hecho se podría asociar también con la denominada *Ley de Engel*, que plantea la caída del consumo de alimentos (o de bienes no durables) a medida que aumentan los ingresos.

**Gráfico 7**  
**Participación del consumo de bienes durables y no durables en el consumo total**

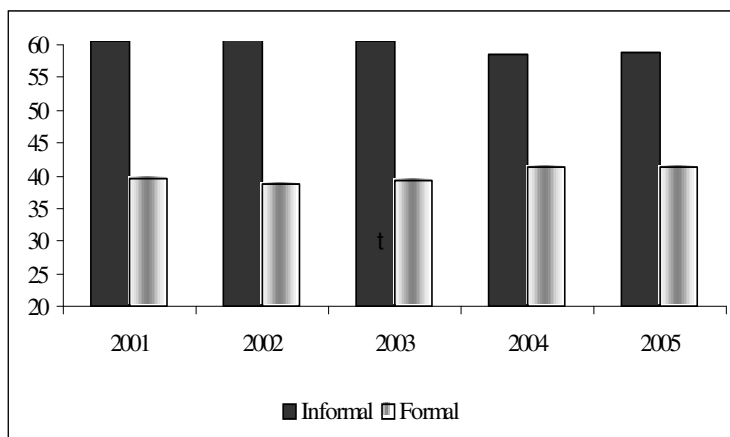


Fuente: DANE 2006

El segundo tema, referente a la calidad de los empleos, ya hemos mencionado como ésta se ha disminuido paulatinamente. El subempleo ha crecido y el empleo informal le ha robado participación al empleo formal (Gráfico 8). El supuesto de que las actividades informales se concentran en los estratos socioeconómicos más bajos, esta-

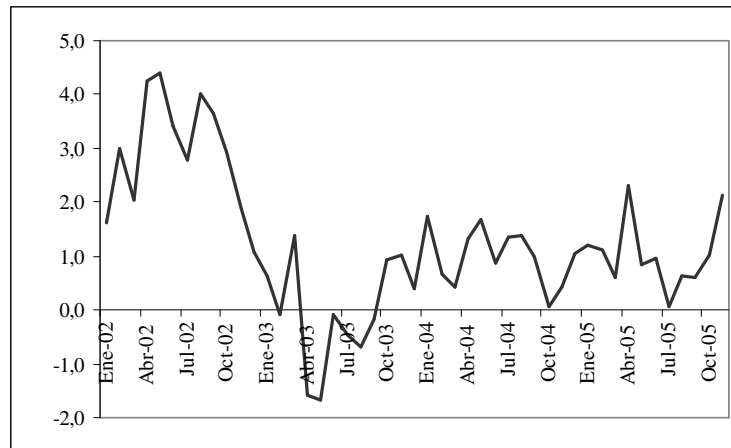
ría reforzando el argumento de una concentración de las ganancias del crecimiento económico en actividades formalmente establecidas. Una prueba de esto se verifica en la evolución de los salarios reales, tal como lo muestra el Gráfico 9, donde claramente se observa su descenso durante gran parte de 2005, curiosamente en el período de mayor auge económico.

**Gráfico 8**  
**Participación del empleo formal e informal en el empleo total**



Fuente: DANE

**Gráfico 9**  
**Evolución de los salarios reales de la industria sin trilla de café**



Fuente: Banco de la República

El tercer aspecto hace referencia a las fuentes del crecimiento económico y la sostenibilidad del mismo. Sobre esto, preocupa el hecho de que sectores como la construcción y el sistema financiero sean los que más estén creciendo, en contraste con otros sectores de mayor participación en la producción nacional (industria y agricultura). La expansión del crédito, el ritmo de crecimiento de las licencias de construcción y el precio del cemento; son algunos de los más importantes factores que han determinado la evolución de ambos sectores. El riesgo inminente consiste en soportar el crecimiento de la economía en sectores propensos a burbujas especulativas, en los cuales los precios pueden alejarse de los fundamentales de la economía. Como muestra de lo anterior, vale la pena resaltar el hecho de que el mercado accionario en Colombia, fue el segundo más rentable del mundo durante el 2005 (ANIF; 2005). Una rentabilidad del 118% en este año y la posible disminución de los flujos de capital en las economías emergentes, prenden las

alarmas sobre los riesgos asociados con una probable fuga de capitales y el desplome del boom de activos bursátiles que se viene registrando en 2005.

Finalmente, el otro factor importante tiene que ver con la nueva presentación de algunos productos de consumo masivo. En efecto, recientemente hemos observado como muchos bienes de consumo popular han adquirido una nueva presentación que enfatiza en el tema de las ventas al *menudeo* y en el consumo por unidades, especialmente, en segmentos que concentran alta población de bajos ingresos. Del lado de la oferta resulta comprensible la estrategia, pues así es posible llegar a otros segmentos del mercado, al tiempo que las utilidades se fortalecen. Del lado de la demanda, debemos preguntarnos: es cuestión de las preferencias o gustos de los consumidores, o es más bien la explicación a los bajos ingresos generados desde la crisis en 1999 y que hoy en día caracterizan a un gran número de familias pobres.

A manera de síntesis, los anteriores hechos se pueden utilizar como una muestra que sirve para percibir que todavía no se socializan en gran parte de la población colombiana, las ganancias del actual proceso de crecimiento económico. Ciertamente es que las bondades saltan a la vista sobre todo cuando se revisan las cifras sobre el desempeño macroeconómico de corto plazo, sin embargo, las ganancias siguen estando focalizadas y todavía son excluyentes, por lo menos esa es la sensación que queda al observar como las ventas de vehículos nuevos, el boom de la construcción, la exagerada rentabilidad bursátil, el crecimiento de las utilidades del sector financiero y el comportamiento positivo de sectores como turismo y comercio; están jalonando la reactivación de la economía. En contraste a esto, a pesar de la reducción de la tasa de desempleo, el empleo informal mantiene la misma participación de los tiempos de la crisis y la recesión en los últimos 6 años, los salarios reales apenas comienzan a recuperarse y el consumo de bienes no durables y servicios desciende.

### C. Perspectivas 2006

A juzgar por la dinámica que registraron las principales variables macroeconómicas en 2005, PIB, inflación y desempleo, todo indica que en 2006 la economía colombiana podría mostrar niveles cercanos a los valores obtenidos en 2005. Por lo menos en materia de crecimiento económico, los pronósticos de la evolución del PIB seguirán condicionados por el incremento de la demanda, impulsada por el efecto expansivo de la política monetaria y fiscal, y los buenos precios de los productos básicos de exportación como petróleo y café. Quizás,

las mayores dificultades se den por el lado de las exportaciones no tradicionales que pueden sentir el impacto adverso de la prolongada revaluación del peso. De todas formas, se espera que el consumo privado siga en alza mientras se mantengan los bajos niveles de tasas de interés y continúa el flujo de remesas del exterior, entre otros factores. Por su parte, al ser 2006 un año electoral, las perspectivas de aumento en el consumo público se mantendrán. A nivel del crecimiento vía oferta, no se vislumbran cambios en sectores productivos que vienen liderando la expansión de la economía, como construcción, comercio y establecimientos y servicios financieros.

De otro lado, no aparece en el horizonte cercano mayores dificultades para el logro de la meta de inflación en 2006, sin embargo, de mantenerse el actual ritmo de crecimiento por encima del 5%, la brecha del producto podría tornarse positiva en cuyo caso los efectos inflacionarios se van a sentir, especialmente por el lado de los bienes no transables. De hecho, el 2005 cerró con una tasa de inflación para este rubro de 6,4%. Frente a esto, las presiones revaluacionistas seguirán siendo un aliado importante para lograr la estabilidad de precios. De igual forma, ante un escenario caracterizado por la expansión de la demanda, las intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario y las continuas alzas en las tasas de interés en los mercados mundiales, existen riesgos para el logro de la meta de inflación en el mediano plazo.

Finalmente, es importante considerar que las perspectivas macroeconómicas en 2006 seguirán fortalecidas por aquellos fenóme-

nos que desde el 2005 han contribuido a un mejor desempeño de la economía colombiana, es decir, los mayores ingresos petroleros, la continuidad de las remesas del exterior y el aumento de la inversión extranjera directa. Esto implica que un cambio de rumbo en las condiciones externas podría de nuevo cambiar las perspectivas

favorables que se avisan en 2006. Por último, como es tradicional presentamos en el siguiente cuadro las proyecciones económicas para el período 2006-2007, elaboradas por el grupo de Macroeconomía Aplicada del Centro de Investigaciones Económicas –CIE– de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Antioquia.

**Cuadro 2**  
**Proyecciones Macroeconómicas 2006-2007**

| <b>Variables</b>                 | <b>2006</b> | <b>2007</b> |
|----------------------------------|-------------|-------------|
| PIB                              | 4,3         | 4,5         |
| Inflación                        | 4,4         | 4,1         |
| Devaluación fin de año           | 2,0         | 2,1         |
| Tipo de cambio fin de año        | 2.331       | 2.380       |
| Tasa de interés fin de año (DTF) | 6,8         | 6,5         |
| Déficit fiscal consolidado       | 2,4         | 2,1         |
| Tasa de desempleo total nacional | 10,5        | 10,5        |

Fuente: Grupo Macroeconomía Aplicada Universidad de Antioquia

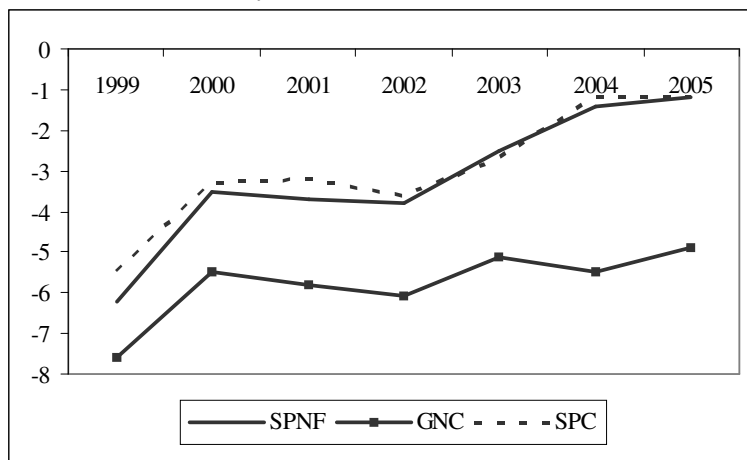
## **II. Un análisis de la política económica de corto plazo: 2005-2006**

### **A. Preocupaciones de la política monetaria y fiscal**

Sin lugar a dudas, uno de los aspectos que ha contribuido a los buenos resultados macroeconómicos que se han logrado en 2005 y que han permitido la recuperación de la demanda interna en el país en los tres últimos años, ha sido el papel que ha caracterizado a la política económica de cor-

to plazo, especialmente, al carácter expansivo que viene mostrando la política monetaria y al creciente déficit fiscal del Gobierno Nacional Central –GNC– (Gráfico 10) debido al incremento permanente que mantiene el gasto público.

**Gráfico 10**  
**Déficit del sector público no financiero -SPNF-, déficit del sector público consolidado -SPC- y del Gobierno Nacional Central -GNC-**



Fuente: CONFIS, ANIF

En este contexto, la combinación de una política monetaria laxa impulsada activamente por el cuantioso volumen de intervenciones discrecionales registradas para frenar la revaluación del peso y respaldada por el crecimiento de los principales agregados monetarios (Cuadro 3), en medio de una aparente mejora en la situación de las finanzas públicas por el lado de los mayores ingresos recaudados en 2005; ha per-

mitido mantener el ritmo de expansión del gasto agregado, sin generar, por el momento, presiones alcistas sobre los precios y las tasas de interés, básicamente. A este escenario, se le suma las bondades del proceso de apreciación nominal del peso y la evolución del precio del petróleo, las cuales han facilitado el logro de las metas monetarias y fiscales, respectivamente.

**Cuadro 3**  
**Principales agregados monetarios, 2003-2005**  
 (Variación anual promedios móviles de orden 13 )

| Agregado monetario                    | 2003 | 2004 | 2005 |
|---------------------------------------|------|------|------|
| <b>Oferta monetaria simple (M1)</b>   | 16,8 | 15,1 | 18,5 |
| <b>Base monetaria</b>                 | 15,3 | 16,6 | 20,8 |
| <b>Efectivo</b>                       | 19,1 | 15,1 | 18,2 |
| <b>Oferta monetaria ampliada (M3)</b> | 11,7 | 16,4 | 18,3 |
| <b>Cartera total</b>                  | 10,6 | 10,0 | 12,3 |

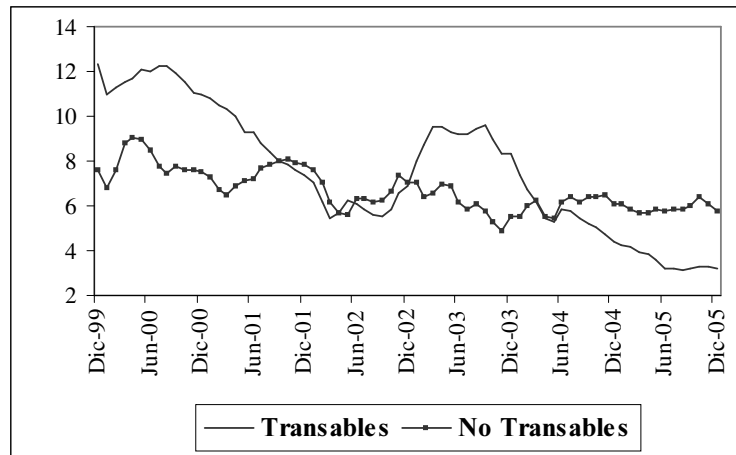
Fuente: Banco de la República. Estadísticas monetarias y cambiarias semana No 52 de 2005

<sup>5</sup> Una muestra de lo anterior ha sido el logro de las metas de inflación en 2004-2005, en un escenario que contempla varios períodos sucesivos de bajas tasas de interés; así mismo, la caída de las tasas de interés de los TES.

En lo relacionado con la política monetaria, el menor crecimiento de los precios de la canasta familiar durante 2005 ha sido el resultado en gran parte del descenso de los precios de los bienes transables, que representan más de la mitad del IPC total. En 2005, la inflación de transables tuvo una variación de 3,07%, frente a 4,4% registrada en 2004 (Gráfico 11). Este hecho, ha

influido positivamente en el logro de las metas de inflación, contrarrestando, no sólo los efectos inflacionarios que se derivaron de la expansión sorpresiva de algunos componentes de la demanda en el segundo semestre de 2005, que se verificaron con el incremento de la inflación de bienes no transables; sino también, el impacto monetario de las intervenciones discrecionales.

**Gráfico 11**  
**Inflación de bienes transables y no transables**



Fuente: Banco de la República

Con respecto a esto último, la compra masiva de divisas por parte del Emisor plasmada en el mecanismo de intervenciones discrecionales, se ha convertido en el principal instrumento de la política cambiaria para lograr frenar la fuerte tendencia revaluacionista que registra la moneda colombiana frente al dólar de los Estados Unidos (Cuadro 4). En este sentido, bien es sabido que las compras de dólares au-

mentan la tenencia de reservas internacionales y producen un impacto monetario asociado con una mayor liquidez en el mercado monetario y financiero, como resultado del aumento en la emisión de dinero.<sup>6</sup> Con esta política, se ha buscado en el corto plazo una reducción de los tipos de interés con miras a cambiar la tendencia en el comportamiento en el precio del dólar.

<sup>6</sup> De acuerdo con Bancolombia (2005), entre septiembre de 2004 y septiembre de 2005, la base monetaria creció en total US\$4.875 millones (\$11,5 billones aproximadamente).

**Cuadro 4**  
**Operaciones de compra y venta de divisas por parte del Banco**  
**de la República**  
**(millones de US).**

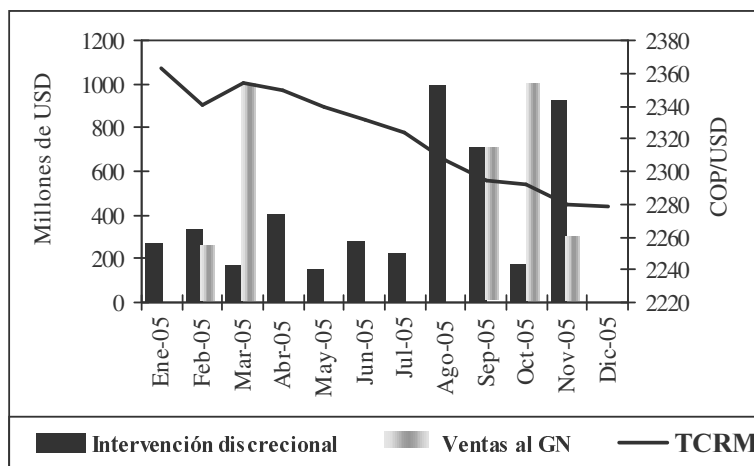
|                                      | 2004    | 2005    |
|--------------------------------------|---------|---------|
| <b>Compras</b>                       | 2904,9  | 4.658,4 |
| <b>Opciones <i>Put</i></b>           | 1.579,6 | 0,0     |
| <b>-Para acumulación de RI</b>       | 1.399,7 | 0,0     |
| <b>-Para control de volatilidad</b>  | 179,9   | 0,0     |
| <b>Intervenciones discrecionales</b> | 1.325,3 | 4.658,4 |
| <b>Ventas</b>                        | 500,0   | 3.250,0 |
| <b>- Al Gobierno Nacional</b>        | 500,0   | 3.250,0 |
| <b>Compras netas</b>                 | 2.404,9 | 1.408,4 |

Fuente: Banco de la República

Igualmente, esta medida de intervenir el mercado cambiario, también contribuye de una manera indirecta (por los menores intereses) a seguir impulsando el incremento en la inversión productiva debido al menor costo del crédito. Según se desprende de la evolución del tipo de cambio repre-

sentativo del mercado junto con el menú de intervenciones cambiarias registradas en 2005 (Gráfico 12), todo indica, hasta el momento, la poca efectividad de este instrumento, dado que la tendencia revaluacionista no se reduce.

**Gráfico 12**  
**Intervenciones cambiarias en 2005 y evolución del tipo de cambio**  
**representativo del mercado -TCRM-**



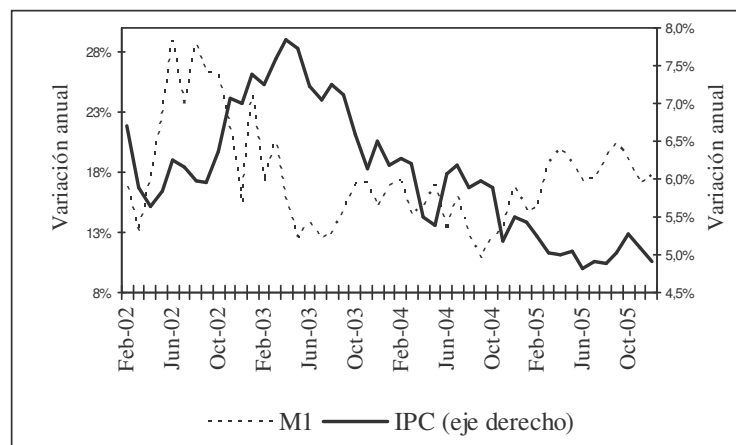
Fuente: Banco de la República



A la par con lo anterior, los riesgos y preocupaciones de estas intervenciones se han manifestado en el crecimiento de los principales agregados monetarios, que bien han podido derivar efectos inflacionarios, en vista de que la mayor liquidez se haya trasladado hacia el consumo a través del mercado crediticio o se haya dirigido a especular contra la moneda nacional.<sup>7</sup> Aunque los resultados de la inflación en 2005 no dejan ver una conexión directa con la evolución de la oferta monetaria en todo lo corrido

del año (Gráfico 13), es importante señalar que el Banco de la República ha venido utilizando instrumentos para limitar el crecimiento monetario de sus intervenciones cambiarias. En efecto, los incrementos de la base monetaria han sido compensados parcialmente por las ventas de TES, la compra de reservas internacionales por parte del Gobierno Nacional al Emisor y por el incremento en los depósitos del Tesoro Nacional en el Banco de la República.

**Gráfico 13**  
**Oferta monetaria -M1- vs Índice de precios al consumidor -IPC-**



Fuente: Banco de la República

En suma, la compra discrecional de divisas por un valor de US\$4,658.4 millones (\$11 billones aproximadamente) en 2005 fue esterilizada con la venta de divisas al Gobierno Nacional por US\$3,250.0 millones (\$7,7 billones), por los depósitos del Teso-

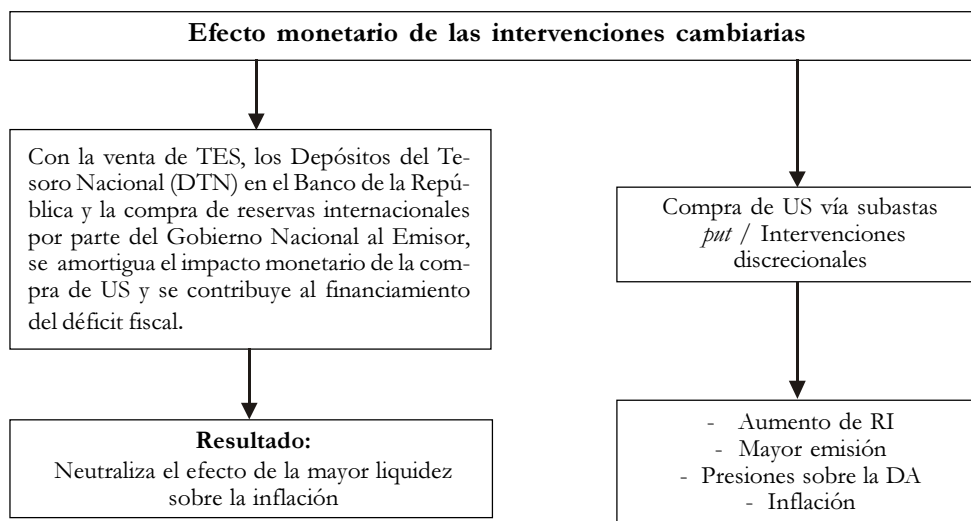
ro Nacional en el Banco de la República del orden de \$3,7 billones<sup>8</sup> y por las ventas de TES por un valor cercano a los \$4 billones<sup>9</sup> (Suvalor; enero 2006). Una síntesis del efecto monetario de las intervenciones cambiarias se puede observar en el esquema que se presenta a continuación:

<sup>7</sup> En su Informe al Congreso de Julio de 2005, el Banco de la República señalaba la debilidad del mecanismo del canal del crédito en el país debido a que se viene registrando una tendencia creciente en la sustitución de cartera por inversiones en títulos públicos y por el desarrollo de otras fuentes de financiación privada diferentes al crédito bancario como la reinversión de utilidades, el financiamiento vía bonos y las fuentes de recursos con proveedores (Bancolombia; 2005).

<sup>8</sup> Vale la pena observar la manera como estos depósitos crecieron en casi todo 2005 (Anexo 1)

<sup>9</sup> La compra definitiva de TES en 2005 por parte del Banco de la República ascendió a \$3,5 billones.

## Esquema 1



Fuente: Elaboración de los autores

En general, podemos destacar que el panorama monetario para 2006 seguirá estando condicionado por la evolución que registre la meta de inflación el próximo año, la cual a su vez se ha fijado por parte de la Junta Directiva del Banco de la República en un intervalo entre el 4% y 5%, con un valor puntual de 4,5% para efectos legales. Esto significa que mientras la tasa de inflación observada se ubique por debajo del objetivo establecido, la política monetaria mantendrá su perfil expansivo reflejado en un comportamiento a la baja de sus tasas de interés de intervención. No obstante, las preocupaciones que se desprenden de la inestabilidad cambiaria, en parte ligadas con el entorno mundial, y las presiones de demanda que conlleven a una brecha del producto positiva;<sup>10</sup> podrían poner en ries-

go las metas inflacionarias en 2006 y con ello el carácter expansivo de la política monetaria.

En este orden de ideas, dos fenómenos importantes del escenario internacional del último año como son los aumentos continuos que se vienen registrando de las tasas de interés de los principales mercados financieros del mundo, a consecuencia del alza en la tasa de inflación como resultado de los altos precios del petróleo, y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos ligados con los déficit mellizos;<sup>11</sup> pueden tener una influencia bastante marcada sobre las posibilidades de la política monetaria en 2006. Los impactos de esto pueden afectar la trayectoria del tipo de cambio, la tasa de interés y la trayectoria de la inflación en el país.

<sup>10</sup> Es decir, una expansión del producto observado (o de demanda) que supere el nivel de producto potencial o de oferta.

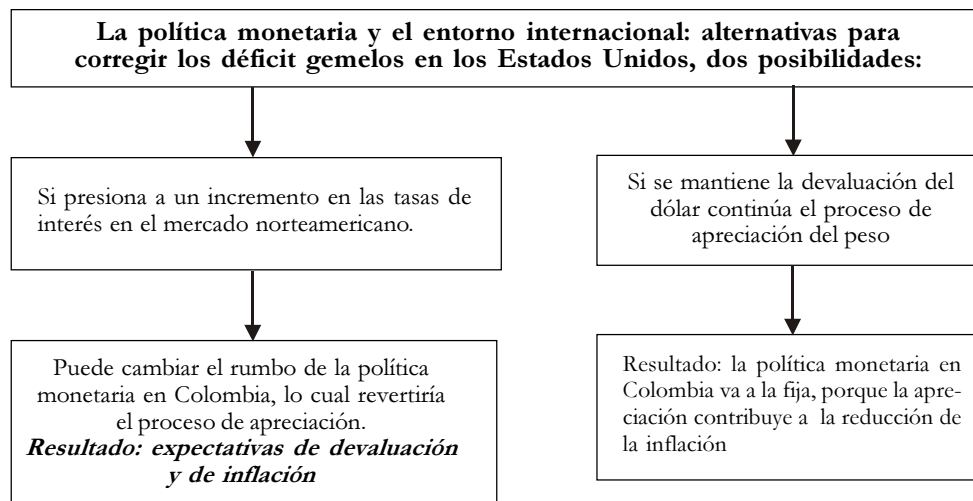
<sup>11</sup> Este concepto se refiere al déficit corriente de la balanza de pagos, que excede US\$700.000 millones, y al déficit del gobierno federal, equivalente a 3,7% del PIB (Fernández Riva; 2006)

En esta línea, teniendo como referencia las alternativas disponibles por parte de las autoridades económicas en los Estados Unidos para inducir una disminución de los déficit fiscal y externo, encontramos, de un lado, que de mantenerse la actual política de depreciación del dólar para reducir el saldo comercial negativo, las expectativas revaluacionistas del peso colombiano se mantendrían y con ello se podría conservar el actual perfil de la política monetaria, dado que la apreciación contribuye a la reducción de la inflación.

De otro lado, una política activa de mayores tasas de interés en el mercado internacional tal como se viene registrando desde mediados de 2004,<sup>12</sup> con miras, bien sea a buscar financiar con ahorro externo el déficit fiscal en ese país o para frenar la ten-

dencia inflacionaria resultado del aumento del precio de la gasolina; podría cambiar el rumbo de la política monetaria en Colombia, lo cual revertiría el actual proceso de apreciación del peso, fomentando, no solo aumentos en las expectativas de depreciación de la moneda nacional, sino también mayores expectativas inflacionarias a nivel doméstico. Lo anterior, como consecuencia de las salidas de capital que se registrarían por el mayor diferencial de rentabilidades a favor del exterior, lo cual presionaría una mayor demanda por divisas y con ello un aumento del tipo de cambio, aumentando la inflación por el mayor costo de los bienes importados. Una síntesis que relaciona la política monetaria con el entorno internacional se puede visualizar a partir del esquema 2.

### Esquema 2



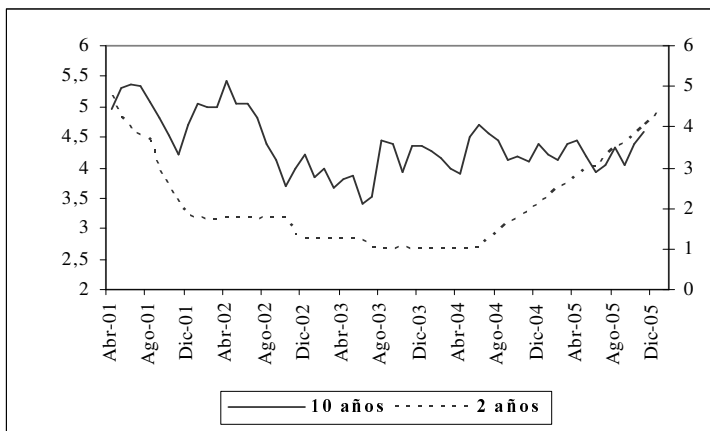
Fuente: Elaboración de los autores

<sup>12</sup> Entre junio de 2004 y diciembre de 2005, la tasa de interés de la Reserva Federal (FED) se elevó de 1% a 4,25% (Dinero; 2006, página 24)

De todas maneras, a pesar de este aumento en las tasas de corto plazo, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido prácticamente inalteradas en los mercados financieros internacionales, en niveles bajos. Al respecto, siguiendo a Florez (2005), existen varios factores que sirven para explicar la caída de las tasas de interés mundiales de mediano y largo plazos, ellos están asociados con: (i) el aumento del ahorro mundial, (ii) la caída de la tasa de infla-

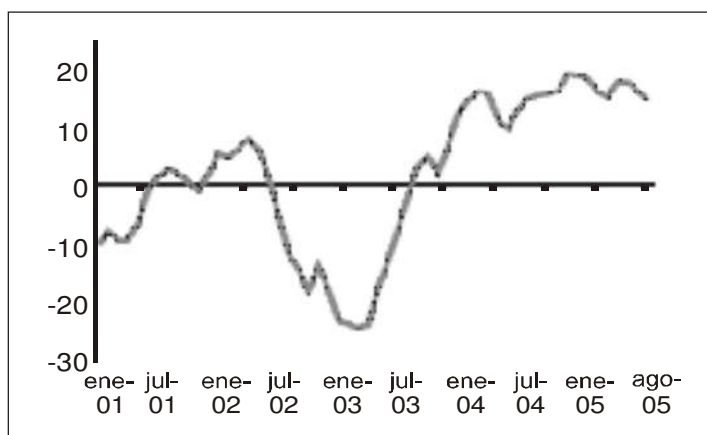
ción mundial, (iii) las menores expectativas de crecimiento futuro y (iv) algunos factores ligados con los cambios en la regulación de aseguradoras y fondos de pensiones en varios países. En resumen, estos menores rendimientos, obviamente, han llevado a un diferencial de rentabilidades a favor de los mercados emergentes, incluyendo nuestro país (Gráficos 14 y 15) acelerando la entrada de capitales y contribuyendo a la apreciación del peso.

**Gráfico 14**  
**Evolución de las tasas de interés de la FED**



Fuente: Banco de la República

**Gráfico 15**  
**Diferencial de tasas de interés (%) entre Colombia y los Estados Unidos**



Fuente: Tomado de ANIF (2005). Informe Semanal No. 804, gráfico 2.

A manera de resumen, si bien hasta ahora el carácter expansivo de la política monetaria no se ha traducido en una alza de precios en el corto plazo, y, antes por el contrario, el país continúa transitando por una senda de inflación baja y estable; no podemos descartar los riesgos que implica las intervenciones permanentes del Banco de la República en el mercado cambiario, tratando de defender la tasa de cambio. Bajo esta perspectiva, continuar manteniendo una política monetaria dual de tener objetivos inflacionarios y cambiarios, puede terminar por desembocar en una fuerte inflación de activos bursátiles y de deuda pública, tal como se viene registrando en 2005.

En otro orden de ideas, en materia fiscal, tanto la evolución cambiaria como el comportamiento del precio mundial del petróleo, presentaron una influencia directa sobre el desempeño de algunos indicadores fiscales, como la relación deuda pública / PIB<sup>13</sup> y el balance fiscal del sector público no financiero –SPNF–, en gran medida por los mayores ingresos de ECOPEPETROL y por la disminución del servicio de la deuda fruto de la revaluación del peso.

En tal sentido, vale la pena resaltar que si bien en el último año se logró disminuir la deuda pública, en cierta medida gracias a un problema de ingeniería financiera,<sup>14</sup> los

fundamentales de la economía nacional no dan cuenta de avances significativos en cuanto a un equilibrio fiscal que permita pensar en disminuciones substanciales del gasto. Más bien, lo que hemos observado en los últimos años, ha sido una recomposición de la forma en que se presenta la deuda, al intentar pasar deuda de corto plazo en dólares por deuda de largo plazo en TES.

Así, en el actual contexto, se destacan una serie de factores que han de determinar el rumbo de los gastos del Estado y el logro de las metas en materia de déficit fiscal para el 2006 y los años siguientes. Básicamente, éstos tienen que ver con: (i) la firma del TLC y el consecuente anuncio del gobierno nacional de crear un programa especial: “agricultura ingreso seguro” para atender las necesidades de los agricultores que pudiesen salir perjudicados con el acuerdo.<sup>15</sup> (ii) La campaña electoral y el correspondiente ciclo político-económico que se ha creado a su alrededor; y (iii) los efectos de la contratación pública.

En otras palabras, si bien el 2005 resultó ser un buen año en materia fiscal, pues los ingresos aumentaron considerablemente y se logró reducir el déficit del Gobierno Nacional Central, de 5,5% a 4,9% del PIB,<sup>16</sup> para el presente año las expectativas no son tan favorables. En efecto, si bien

<sup>13</sup> Aunque en 2005, los efectos ya no fueron tan notables como en los dos años anteriores según se puede verificar en el Anexo 2 que muestra la evolución de la deuda total pública y privada y la deuda externa.

<sup>14</sup> Instituciones como ANIF han dado cuenta de dicha situación, al respecto véase: El Informe Semanal, No 797 de agosto de 2005: “Deuda pública colombiana: la “ingeniería financiera” no cura los males estructurales.”

<sup>15</sup> De acuerdo con el Ministerio de Agricultura, el programa “Agricultura, ingreso seguro” contará con un presupuesto inicial de \$500 mil millones de pesos cada año. (*El Colombiano*, marzo 1 de 2006).

<sup>16</sup> No obstante el comportamiento de los gastos del gobierno: los cuales, de acuerdo con el Documento CONFIS: Cierre fiscal 2005 (Balance preliminar), crecieron 10,3% en 2005, representando el 21,3% del PIB para ese año.

el año recién comienza, las actuales tendencias en materia de ingresos y gastos parecen indicar que de haber reducciones en el déficit, estas no serán tan considerables como las del año anterior. De hecho, las estimaciones del Gobierno indican un leve crecimiento en el déficit del GNC.

De otro lado, en materia de ingresos, el Gobierno se ha pronunciado entorno a la continuidad de la política tributaria. Es decir, no se pretenden crear nuevos impuestos para atender las obligaciones derivadas por el TLC. Para el caso particular de algunos consumidores, se suma a lo anterior, el favorable comportamiento de las remesas del exterior, el cual se espera continúe en el presente año. En tal sentido, vale la pena resaltar como estos recursos presentan una muy baja o nula sensibilidad, tanto a las variaciones en el tipo de cambio (específicamente ante el proceso de apreciación de la moneda nacional) como a los impuestos que ellos causan.

Continuando con los ingresos, el 2005 también contó con la buena fortuna de haber alcanzado importantes crecimientos en cuanto a los flujos de recursos internacionales que ingresaron al país. Así, la Inversión Extranjera Directa –IED– representó un importante factor ya que, al tiempo que permitió la mayor diversificación de los portafolios de inversión, también logro servir como promotor de algunas actividades productivas. No obstante, no es claro el panorama de corto plazo de la IED. De un lado se encuentra el TLC, a través del cual podríamos esperar un incremento de los recursos financieros que ingresen al país

y, de otro lado, los últimos años han reflejado una tendencia decreciente de dichos recursos para las economías emergentes.

Finalmente, un importante elemento a tener en cuenta en el corto plazo, tiene que ver con la disminución de los ingresos petroleros, generada por la reducción en las exportaciones del crudo y por la estabilización, incluso reducción, de su precio.

## **B. El debate sobre el futuro cambiario en el país**

Uno de los hechos más destacados de la coyuntura monetaria y cambiaria en Colombia en 2005, fue el cambio de rumbo de la política cambiaria derivado de las intervenciones del Emisor en el mercado cambiario. Tal como lo hemos venido reseñando, la preocupación del Banco de la República por frenar las presiones revaluacionistas del peso sin desbordar los objetivos monetarios establecidos, han venido convirtiendo la estrategia de esterilización monetaria en una nueva opción para el manejo cambiario en el país. En este sentido, las intervenciones discrecionales han generado, no sólo la pérdida de transparencia del mecanismo de mercado para la determinación del tipo de cambio, sino también, el abandono por ahora transitorio, del esquema preestablecido de intervenciones vía subastas de opciones para la acumulación de reservas internacionales y para el control de la volatilidad del tipo de cambio.

En este contexto y siguiendo alguna evidencia internacional,<sup>17</sup> la alternativa de flotación controlada del tipo de cambio ha

<sup>17</sup> Bofinger y Wollmershauser, (2003) y Sarno y Taylor (2001)

venido ganando importancia en muchos países del mundo, debido a la necesidad que tienen los bancos centrales de mantener la condición de paridad descubierta de intereses y así minimizar la pérdida social asociada con la volatilidad de los flujos de capital. Dado lo anterior, el manejo simultáneo de la tasa de interés y del tipo de cambio implica intervenciones esterilizadas mediante operaciones de mercado abierto (OMAS) representadas en bonos domésticos de corto plazo (vía TES y/o REPOS) contra reservas internacionales, a fin de lograr un nivel de tasa de interés de corto plazo y control sobre la base monetaria. El efecto neto de estas operaciones, si bien permite el control monetario, logra modificar las preferencias de los inversionistas a través del cambio neto en la estructura y tenencia de sus activos financieros, lo cual permite moderar los efectos negativos del movimiento de capitales.

En este orden de ideas, dentro de esta nueva alternativa cambiaria se distinguen dos modalidades como son: (i) la estrategia de intervenciones preestablecidas que buscan atenuar los movimientos cíclicos en el corto plazo del tipo de cambio mediante el suavizamiento de la tasa de intervenciones, que en Colombia podría asociarse con el mecanismo de las opciones *put* y *call* que se desarrollaron en el periodo 1999-2004, bien sea para la acumulación de reservas o para reducir la volatilidad del tipo de cambio. (ii) El mecanismo de intervenciones discrecionales, persistentes y sucesivas que buscan establecer de modo deliberado un sendero o tasa objetivo para el tipo de cam-

bio, sin anuncios previos ni compromisos sobre niveles, tal como se registró en el país en 2005.

Al respecto, siguiendo a Bofinger y Wollmershäuser (2003), entre los países que se declaran en pro de la flotación libre, el 77% en realidad aplica la estrategia de tasa objetivo, el 10% la de suavizamiento, y el 13% la flotación pura. Y entre los que se declaran abiertamente en pro de la flotación administrada, el 89% sigue la estrategia de tasa objetivo y el resto la de suavizamiento.

Bajo las anteriores consideraciones y en un ambiente donde se vienen alcanzando las metas de inflación, no parece claro por ahora que el régimen de flotación controlada se convierta en un obstáculo para el manejo monetario a partir del esquema de inflación objetivo. Sin embargo, existen factores que en el corto plazo podrían poner en riesgo la dualidad que se observa en la política monetaria en Colombia, derivados de los movimientos especulativos de capital asociados con las operaciones de crédito e inversión extranjera que se mueven al ritmo del diferencial de rentabilidades, donde se incluyen las tasas de los TES a nivel interno y el probable lavado de activos originado en actividades ilícitas.

A manera de síntesis, la tendencia revaluacionista del peso en 2005 continuó siendo liderada por los mismos factores que desde 2003 vienen convirtiendo a la economía colombiana en receptora importante de flujos de divisas.<sup>18</sup> En este sentido, la sustancial mejora en los términos de inter-

<sup>18</sup> Un análisis detallado de los factores que acentuaron la revaluación del peso en 2004, se encuentra referenciado en Mesa y Rhenals (2004) páginas 17-22.

cambio derivada de los altos precios internacionales de los principales productos colombianos básicos de exportación; el buen comportamiento de las exportaciones; la entrada de capitales especulativos impulsados por el mayor diferencial de rentabilidades a favor del mercado financiero doméstico;<sup>19</sup> la realización de importantes negocios en el plano empresarial<sup>20</sup> y la significativa entrada de recursos por inversión en infraestructura para los sectores petrolero y de minas, que para 2005 representó el 72,8% de la inversión extranjera directa equivalente a US\$3.654,7 millones, mantuvieron la presión para que el peso continuará su proceso de apreciación nominal y real.

Dado lo anterior, las perspectivas cambiarias para 2006 no se alejan del escenario que caracterizó la evolución del tipo de cambio en 2005, no obstante, se vislumbra en el horizonte cercano algunas preocupaciones que bien podrían modificar el panorama cambiario actual. De acuerdo a esto, la evolución de los déficit mellizos en Colombia, el efecto de mayores tasas de interés en Estados Unidos y el deterioro de los términos de intercambio por el freno de los precios de los productos

básicos de exportación; podrían poner fin al proceso de apreciación del peso y marcar de nuevo una tendencia alcista del tipo de cambio en el país. A lo anterior se le suma el hecho de que el entorno externo no luce favorable a juzgar por la desaceleración que se prevé en al economía mundial,<sup>21</sup> los grandes desequilibrios en los Estados Unidos, los altos precios del petróleo y las elecciones en América Latina.

Un elemento a destacar de lo anterior que se convierte en una de las preocupaciones de mediano plazo en el país, son las perspectivas generadas por la evolución futura de los déficit mellizos. En este frente, en la primera parte de esta década se registraron avances importantes en la corrección de los desequilibrios fiscal y externo, especialmente, por la disminución que se dio en el déficit fiscal consolidado y el logro del equilibrio externo a través del menor déficit en cuenta corriente. Las cifras al respecto confirman estos dos hechos. En el caso del déficit del sector público consolidado, este pasó de niveles de 4% del PIB en el período 1998-2001 a tan sólo 1,2% del PIB entre 2002-2004. Algunas explicaciones de este comportamiento se encuen-

<sup>19</sup> En 2005, las inversiones de portafolio del exterior ascendieron a US\$2.000 millones lo cual representó un incremento cercano a los US\$1.000 millones en relación con 2004. La distribución del portafolio fue: US\$465 millones en renta fija, US\$628 millones en valorización de acciones y US\$916 en acciones (Clavijo; 2006)

<sup>20</sup> De acuerdo con Bancolombia (2005, página 99), la tranquilidad que ha brindado la política de seguridad democrática y las negociaciones del TLC han hecho que en Colombia vuelva a atraer el interés de compañías multinacionales con las que se gestaron importantes negocios como los de Coltabaco y Bavaria, entre otros.

<sup>21</sup> Para 2006, se estima un crecimiento de la economía de Estados Unidos inferior al de 2005, de 3,3%-3,4%. Por su parte, la zona del Euro continuará rezagada frente a Estados Unidos con un crecimiento estimado entre 1,5% y 1,9%. Japón está en uno de los mejores momentos de los últimos años y espera un crecimiento de 2%. China que sigue siendo el motor del mundo, con un crecimiento de 9,5% en 2005, espera una tasa de 8,5% en 2006. Finalmente, América Latina y el Caribe que en 2005 crecieron 4,3%, se espera que crezcan 4,1% en 2006. Dinero (2006)



tran vinculadas con los mayores ingresos derivados de los altos precios internacionales del petróleo y los mejores precios de los *comodities*, el crecimiento de los recaudos, la menor ejecución presupuestal de los gobiernos territoriales, la mejor gestión de las empresas descentralizadas y la apreciación cambiaria (ANIF; 2005, Informe Semanal No 773 del 14 de marzo).

Por su parte, el equilibrio externo ha sido la constante en estos 5 años y se ha visto favorecido por el mejoramiento de los términos de intercambio, la recuperación de la economía de Estados Unidos y de Venezuela y las preferencias arancelarias otorgadas en el *ATPDEA*. A todas estas, a pesar de la revaluación del peso, el déficit en cuenta corriente ha bordeado un nivel promedio cercano al 1% del PIB.

En síntesis, a pesar de este buen desempeño en el frente fiscal y externo, el cual tiene bases importantes en factores coyunturales provenientes del entorno internacional, la incertidumbre de nuevo comienza a surgir por la debilidad del proceso de ajuste fiscal y el lento camino de las reformas económicas. Por ejemplo, hay que tener en cuenta los riesgos de mediano plazo ligados con la evolución del gasto pensional,<sup>22</sup> el descenso en la producción de petróleo y el fin de la vigencia en 2008 del régimen de transferencias territoriales; que sin lugar a dudas, no sólo aumentarían el déficit del GNC, que al 2005 se acercaba al 5% del PIB, sino también el saldo de la deuda

pública interna vía TES que al cierre de 2006 podría acercarse a \$87,9 billones, \$8 billones más que el saldo registrado en 2005 cuyo nivel era de \$79 billones.

En el caso de las cuentas externas, la situación podría tornarse compleja si se verifica un cambio en las condiciones del entorno internacional y se materializan los efectos nocivos del proceso de revaluación del peso.<sup>23</sup> De igual forma, en caso de entrar en vigencia el TLC con los Estados Unidos a partir de finales de 2006, se esperaría un impacto desfavorable sobre la balanza comercial del país por el mayor crecimiento de las importaciones.

De todas maneras, junto a la preocupación por la evolución de los déficit mellizos, existen otros factores de naturaleza permanente y de carácter estructural que pueden afectar la composición de los flujos de divisas en el mediano plazo en el país como son: el crecimiento de las remesas, el control del narcotráfico, la consolidación del ajuste fiscal y la evolución de la inversión extranjera directa.

Por último, en línea con el análisis del escenario cambiario para 2006, no se puede perder de vista dentro del debate actual, las perspectivas asociadas con la continuidad del proceso de revaluación y el menú de medidas que las autoridades monetarias en el país podrían implementar en el corto plazo. En este sentido, la estrategia de intervenir el mercado estará vigente mien-

<sup>22</sup> Este pasó de 3,6% del PIB en 2004 a 5,1% en 2005 (ANIF; 2005)

<sup>23</sup> Al cierre de 2005 se estimaba que el nivel de déficit en cuenta corriente estaría alrededor del 1,5% del PIB (ANIF; 2005. Informe Semanal No 773 del 14 de marzo)

tras no se desborden las metas inflacionarias, así mismo, será necesario acelerar medidas complementarias para frenar la caída del dólar mediante el uso de los encajes no remunerados sobre entradas de capital, que fueron bastante utilizados durante los años noventa en el país. De todas maneras, una prolongada caída del precio del dólar en Colombia en un contexto de elevado crecimiento de las reservas internacionales, podría inducir de nuevo la posibilidad de regresar a un esquema más formal de intervención con características similares a la antigua banda cambiaria.

Finalmente, reconocer la incapacidad para frenar el exceso de dólares en la economía colombiana generadas en las actuales fuentes, podría inducir un cambio en la naturaleza del régimen de cambios vigente, forzado quizás, por la economía política que se esconde en la determinación del tipo de cambio. Aunque suene exagerado plantearlo, la presión política de los sectores transables (agricultura e industria) en tiempos de reelección, pueden abrir espacio, bien sea para el control de cambios vía la devaluación de la moneda nacional, o la suspensión del manejo cambiario al Banco de la República.

## Referencias

- ASOCIACIÓN NACIONAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS -ANIF (2006). "El auge del mercado bursátil colombiano". *Comentario Económico del día*, febrero 7.
- (2005). "Carta de navegación macroeconómica: los déficit gemelos". *Informe Semanal No 773* del 14 de marzo.
- (2005). "Tasa de interés de paridad internacional: ¿Cerrando la brecha en Colombia?". *Informe Semanal No. 804* del 18 de octubre.
- BANCOLOMBIA (2005). *Proyecciones Económicas 2006*. Medellín. Pág. 78-79 y 99
- BANCO DE LA REPÚBLICA (2005). *Estadísticas monetarias y cambiarias semana No 52*.
- (2005). *Informe del Banco de la República al Congreso*, julio.
- BOFINGER, Peter y WOLLMERSHAUSER, Timo (2003). "Manager Floating as a Monetary Policy Strategy". *Economics of Planning*, Volumen 36, No 2, Pages 81-109, junio.
- CLAVIJO, Sergio (2006). "La Economía Colombiana en 2005 y Proyecciones para 2006". *Conferencia Foro ANIF*, 8 de febrero, Medellín.
- CONSEJO NACIONAL DE POLÍTICA ECONÓMICA Y SOCIAL -CONPES- (2005). "Balance macroeconómico 2004 perspectivas para 2005". *Documento CONPES No. 3341*, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, marzo.
- DEPARTAMENTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA -DANE- (2006). *Comunicado de Prensa* 2 de enero.

—— (2005). Comunicado de Prensa 27 de diciembre.

—— (2005). Encuesta Continua de Hogares.

DINERO (2006). “Bernanke da la pauta”. *Revista No 245* de enero 20, página 24, Bogotá.

FERNÁNDEZ RIVA, Javier, (2006), “Tributo al realismo monetario”. *Revista Dinero No 245*, página 50, Bogotá.

FLÓREZ, Luz Adriana (2005), “¿Qué está pasando con las tasas de interés mundiales de mediano y largo plazos?”, *Informe sobre Inflación*, Banco de la República, páginas 41-44, junio, Bogotá.

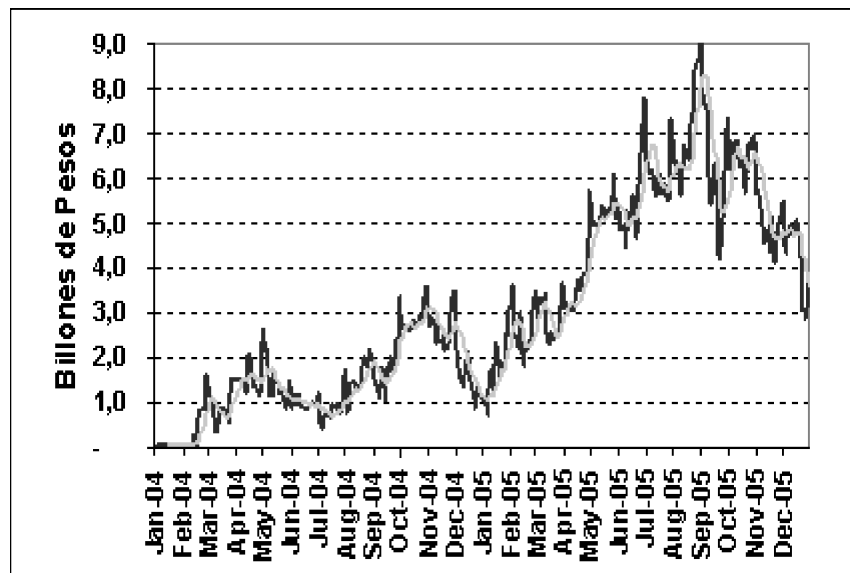
MESA, Ramón y RHENALS, Remberto (2004). “Resultados de la economía colombiana en 2004 y perspectivas 2005”. *Perfil de Coyuntura Económica* No 4, páginas 17-22, diciembre, Medellín.

SARNO, Lucio y TAYLOR, Mark (2001). “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, if so, How Does It Work?”. *Journal of Economic Literature*, vol 39, No 3, pages 839-868, septiembre.

SUVALOR (2006). Análisis Macroeconómico, enero, Medellín.

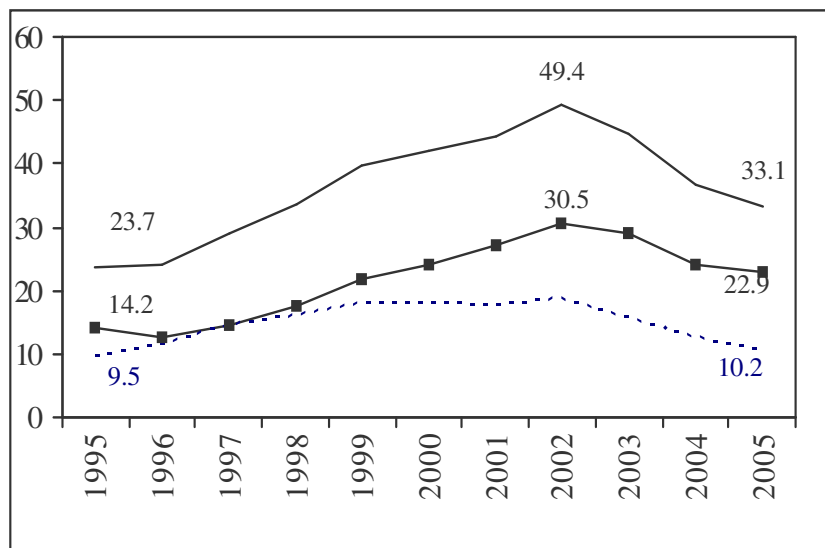
### Anexo 1

#### Depósitos de la Dirección del Tesoro Nacional en el Emisor



Fuente: Tomado de Suvalor (2006). Análisis Macroeconómico, enero 2006, Medellín.

**Anexo 2**  
**Deuda externa pública y privada (% del PIB)**



Fuente: Banco de la República, Reporte de Estabilidad Financiera, 2003 y 2005.