

POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA

POLÍTICA MONETARIA

La Constitución Política de 1991 estableció que “El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”. Posteriormente, la Corte Constitucional en Sentencia C-481 de julio 7 de 1999 profundizó sobre la coordinación que debe haber entre las políticas monetaria, cambiaria y crediticia a cargo de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), y la política fiscal, salarial y de empleo a cargo del Gobierno nacional:

“[...] la actividad del Banco para mantener la capacidad adquisitiva de la moneda debe ejercerse en coordinación con la política económica general [...]”.

El mandato constitucional de preservar la estabilidad de precios en una economía presenta varias ventajas. Una de las más importantes es que, cuando se alcanza dicho objetivo, se protege a los menos favorecidos del impuesto que representa la inflación. En este grupo social, donde los ingresos no pueden ajustarse al mismo ritmo que los precios de la canasta familiar, la aceleración en la inflación termina generándoles fuertes pérdidas en el poder adquisitivo del dinero.

La política monetaria debe velar por la estabilidad de precios en coordinación con una política general, entendida esta última como aquella que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. En este contexto, se deben evitar incrementos en la producción superiores a la capacidad instalada del país, ya que, además de generar presiones inflacionarias, ponen en riesgo el crecimiento sostenido de la economía. Por tanto, la política monetaria también debe estar encaminada a estabilizar el producto y el empleo en sus niveles sostenibles de largo plazo.

La estrategia de inflación objetivo, implementada desde el año 2000 por la JDBR, está orientada a cumplir con este mandato constitucional. Con ella, la política monetaria pretende alcanzar y mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones del producto y del empleo alrededor de una senda de crecimiento sostenido.

Para los años 2000 y 2001 la JDBR estableció metas puntuales de inflación y a partir de 2002 comenzó a anunciar un rango meta para el año siguiente, siempre con el objetivo de reducir el crecimiento de los precios de la canasta familiar y velar por el poder adquisitivo de la moneda. En noviembre de 2001 la JDBR informó que la meta de largo plazo para la inflación era de 3%, y explicó que mantener este objetivo era equivalente a propender por una estabilidad de precios en el país. Fue así como a mediados de

2009 la inflación se situó alrededor del 3%, y partir de 2010 el rango establecido (entre 2% y 4%) ha estado centrado en la meta de largo plazo.

El rango meta de inflación es una estrategia de comunicación, para informar al público que la dinámica de la inflación conlleva incertidumbre y que el control de la misma es un ejercicio sujeto a choques transitorios que no siempre pueden ser contrarrestados por la política monetaria. Estas fluctuaciones temporales no implican una falta de compromiso del banco central con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, así como de la evaluación del pronóstico y de las expectativas de inflación frente a la meta de largo plazo (3%). De esta forma, la JDBR determina el valor que debe tener su principal instrumento monetario: la tasa de interés de referencia (o tasa de interés de política, o tasa de interés de intervención) con el fin de estabilizar la inflación en 3%. Los principales criterios que tiene en cuenta la JDBR para fijar dicha tasa son los siguientes:

- Cuando el análisis presente y futuro de la inflación, así como de las variables que la explican, indican que esta puede desviarse de 3%, la tasa de interés de intervención se modifica para, en un tiempo prudencial, llevar la inflación a la meta de largo plazo. Cuando la desviación obedece exclusivamente a factores temporales de oferta (como por ejemplo un alza en los precios de los alimentos), y las expectativas de inflación están “ancladas” a la meta, la postura de la política monetaria no sufre modificaciones.
- La tasa de interés de intervención se fija con el fin de mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda de crecimiento sostenido. En este sentido la estrategia de inflación en Colombia es flexible, pues se preocupa por mantener la inflación en 3% y por evitar excesos de gasto o de capacidad productiva.
- La tasa de interés también se determina con el fin de que la política monetaria contribuya a mitigar el riesgo de desbalances financieros, entendidos estos como excesos de apalancamiento o elevados precios de los activos que comprometan la estabilidad financiera del país. Facilitando, de esta forma, que la economía se mueva cerca de su senda de crecimiento sostenido en horizontes de mediano y largo plazos.

Los anteriores criterios son incorporados en las decisiones de política monetaria buscando un balance entre ellos. Así, la tasa de interés de intervención se mueve gradualmente, excepto en condiciones en que, con alta probabilidad (o certeza), la inflación amenace con desviarse considerablemente de la meta o la economía de su senda de crecimiento sostenido.

Otra función del Banco de la República es garantizar la liquidez en la economía, la cual se cumple a diario mediante las operaciones de repos a un día realizados con el sistema financiero, con un costo igual a la tasa de interés de intervención.

POLÍTICA CAMBIARIA

Desde septiembre de 1999 Colombia tiene un sistema de tasa de cambio flexible, según el cual la cotización del peso frente a otras monedas se da mediante la libre oferta y

demanda de divisas en el mercado cambiario. Este régimen, además de ser coherente con la estrategia de inflación objetivo, tiene las siguientes ventajas:

- La flexibilidad cambiaria es deseable en países que con frecuencia enfrentan choques reales. Por ejemplo, fuertes caídas en los términos de intercambio suelen estar acompañadas de devaluaciones nominales que contribuyen a suavizar el choque. Así, los movimientos en el tipo de cambio tienden a acomodar los precios relativos de la economía y hacen que el impacto de los choques sobre la actividad y el empleo sea menor.
- Ante choques externos, gran parte del ajuste lo realiza la tasa de cambio, por lo que la tasa de interés interna de mercado es más estable en un régimen flexible, que en uno de tasa de cambio fija.
- En un régimen de flotación cambiaria las autoridades de una economía pequeña y abierta, como la colombiana, tienen mayor autonomía en su política monetaria, hecho que les permite reaccionar a sus propios ciclos económicos. En caso contrario, cuando se tiene una tasa de cambio fija frente a una moneda de un país desarrollado, la política monetaria estaría supeditada a las decisiones de la autoridad monetaria externa. De esta forma, si los ciclos económicos no están sincronizados, las acciones monetarias del país desarrollado podrían generar efectos negativos sobre el producto y el empleo del país emergente.
- Los descalces cambiarios, que surgen cuando un agente tiene sus ingresos en moneda local y parte de sus pasivos en otra moneda sin ningún tipo de cubrimiento, y que representan un riesgo para la estabilidad financiera de un país, son desincentivados por un sistema de tasa de cambio flexible.
- Con las expectativas de inflación en el punto medio del rango meta, la flexibilidad cambiaria es una herramienta útil de estabilización del producto. De hecho, desde que se implementó este sistema, y a diferencia de lo sucedido en la década de los noventa, la política monetaria ha sido fuertemente contracíclica.

Como se deduce de todo lo anterior, fijar metas sobre el nivel de la tasa de cambio puede ser incoherente con la meta de inflación, debilita el esquema de inflación objetivo y menoscaba la credibilidad de la política monetaria. Adicionalmente, cualquier intento por fijar el tipo de cambio trae consigo riesgos de inestabilidad financiera en la medida en que los agentes económicos no incorporan el riesgo cambiario en sus decisiones de endeudamiento.

No obstante, el Banco de la República como autoridad cambiaria tiene la potestad de intervenir en el mercado de divisas. Así, la estrategia de inflación objetivo bajo un régimen de flexibilidad cambiaria debe evaluar si una política de intervención es coherente con el logro de la meta de inflación en el mediano plazo. De esta manera, el manejo de la tasa de cambio reconoce la importancia de la flexibilidad como un elemento central de dicha estrategia.

Desde que se implementó el régimen de tasa de cambio flexible, el Banco ha participado en el mercado cambiario con intervenciones esterilizadas, sin pretender fijar o alcanzar algún nivel específico de la tasa de cambio. Las principales razones de dichas intervenciones han sido las siguientes:

- Mitigar movimientos de la tasa de cambio que no atiendan claramente al comportamiento de los fundamentos de la economía. Con ello se pretende evitar que posteriores correcciones en la cotización de la moneda pongan en riesgo la meta de inflación.

- Disminuir la volatilidad de la tasa de cambio alrededor de su tendencia.
- Incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad externa y mejorar las condiciones de acceso al crédito externo.
- Garantizar la liquidez necesaria en moneda extranjera.

POLÍTICA MONETARIA Y ESTABILIDAD FINANCIERA

La política monetaria también busca evitar desequilibrios financieros, originados, por ejemplo, en episodios de apalancamientos elevados o de toma excesiva de riesgo. Estos generalmente provocan crisis financieras y fuertes fluctuaciones del producto y del empleo. Para enfrentar este tipo de episodios existe una variedad de medidas, donde el uso de un subconjunto específico de las mismas puede justificarse según las condiciones generales de la economía y del problema financiero particular que se quiera enfrentar.

La teoría económica y la experiencia de los países enseñan que uno de los determinantes de la inestabilidad financiera es tener, por períodos prolongados, tasas de interés de política “anormalmente” bajas o altas. En el primer caso (tasas bajas), los agentes tienden a subestimar el riesgo, los precios de los activos pueden crecer por encima de lo sostenible y, en general, se tiende a invertir en activos más riesgosos. Los organismos de crédito, por su parte, aumentan los préstamos como proporción del capital, y algunas veces también disminuyen las exigencias para otorgarlos. Adicionalmente, los participantes en los mercados financieros sustituyen activos seguros por otros de mayor riesgo, buscando obtener un mayor retorno. De esta forma, la economía puede enfrentar elevados niveles de endeudamiento y de riesgo, y se vuelve más vulnerable a los ajustes inesperados en el ingreso, por ejemplo, por pérdidas de empleo.

En el segundo caso, cuando las tasas de interés de política están excepcionalmente altas, la actividad económica y los precios de los activos pueden caer y el desempleo subir, incrementando el riesgo de morosidad o de no pago de los créditos. Si este riesgo se materializa, el incumplimiento de los deudores y los efectos negativos de la caída en los precios de los activos amenazan la solvencia de los establecimientos de crédito y, en general, dificultan el buen funcionamiento de los mercados financieros y de la política monetaria.

Por lo anterior, desviaciones fuertes y prolongadas de la tasa de interés de política de su nivel “normal” pueden incrementar la probabilidad de que se presenten situaciones de inestabilidad financiera. Por tal motivo, mitigar este riesgo de desbalance financiero es uno de los criterios que utiliza la JDBR para fijar el nivel de la tasa de interés de referencia.

Sin embargo, los movimientos en la tasa de política son insuficientes para evitar la conformación de desbalances financieros. Ante un contexto como este, el Banco de la República también puede usar otros instrumentos, si considera que es necesario complementar dicha herramienta para contrarrestar, por ejemplo, posibles excesos de crédito. El uso de estos instrumentos debe hacerse con base en un cuidadoso análisis de costo y beneficio. Adicionalmente, instituciones que comparten el objetivo de estabilidad financiera, como la Superintendencia Financiera, el Ministerio de Hacienda y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), pueden adoptar otras medidas para desincentivar estos desbalances.

Por último, el Banco Central como ente emisor debe garantizar el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pago, además de ser “prestamista de última instancia”.

INTRODUCCIÓN

A pesar de la gran incertidumbre internacional, la economía colombiana continuó creciendo a tasas superiores a las de su promedio desde 2000. Esto se dio principalmente por el buen desempeño del consumo de los hogares.

Junto con la actividad económica relativamente dinámica, durante el primer semestre de 2012 la inflación ha convergido progresivamente hacia la meta de largo plazo: 3%. Así, pasó de un nivel de 3,73% en diciembre de 2011, a 3,2% en junio de 2012.

Con el fin de evitar un exceso de endeudamiento del sector privado y de llevar la inflación al 3%, la JDBR decidió aumentar sucesivamente en 25 pb en enero y febrero la tasa de intervención, quedando esta en 5,25%. Posteriormente, viendo un mayor debilitamiento de la economía mundial, que ya está afectando la economía nacional, el 27 de julio se decidió reducir en 25 pb la tasa, para llevarla a 5,0%.

La percepción optimista que los mercados internacionales mantuvieron durante el primer trimestre de 2012 acerca de la probabilidad de encontrar una solución a la crisis europea y consolidar la recuperación de la economía de los Estados Unidos, se desvaneció en el segundo trimestre a medida que las tensiones políticas y financieras en Europa se incrementaron y que se conoció que el desempeño económico de los Estados Unidos era inferior al esperado. Esto se reflejó en la pérdida de las valorizaciones de las bolsas, el debilitamiento de la demanda mundial, la reducción de los precios del petróleo y de los alimentos básicos, y el incremento de las primas de riesgo.

La percepción optimista de los mercados en el primer trimestre de 2012 se desvaneció en el segundo debido a las mayores tensiones políticas y financieras en Europa.

El relativo buen comienzo de año obedeció a la confianza que inspiró el nuevo plan de apoyo para Grecia con la participación del sector privado y a la decisión del Banco Central Europeo (BCE) de proveer liquidez abundante a los mercados. Esto se complementó con el buen crecimiento que empezaron a mostrar economías desarrolladas como Alemania y Japón, la mejoría del mercado laboral en los Estados Unidos y los signos de recuperación de la actividad industrial estadounidense. Este clima positivo se deterioró de manera rápida hacia mayo, a raíz de la incertidumbre política de la zona del euro y por la agudización de los problemas del sector bancario en España y la publicación de cifras desalentadoras de crecimiento de los Estados Unidos, haciendo evidente que muchos de los problemas estructurales de esa economía continúan vigentes. Adicionalmente, y como consecuencia del debilitamiento

En medio de una alta incertidumbre y volatilidad internacional, la economía colombiana creció 4,7% durante el primer trimestre de 2012.

de la demanda mundial, China y otras economías de Asia emergente, al igual que Brasil en América Latina, mostraron desaceleraciones importantes en su actividad económica.

El ambiente de nerviosismo económico internacional se apaciguó un poco en la medida en que la incertidumbre política de la zona del euro se redujo y las autoridades europeas comenzaron a avanzar en temas de integración bancaria y el fortalecimiento del fondo de rescate.

En medio de un contexto externo tan incierto y volátil, la economía colombiana ha mostrado una notable estabilidad macroeconómica, lo que ha aumentado su atractivo para la inversión extranjera. Durante el primer trimestre de 2012 el producto interno bruto (PIB) alcanzó un crecimiento anual de 4,7% que, aunque constituye una desaceleración frente al crecimiento de 2011 (5,9%), sigue siendo superior al del promedio de la década de 2000 (4,3%) y similar a lo estimado para la capacidad potencial de la economía.

El crecimiento de la economía colombiana en un ambiente internacional tan complejo tuvo origen en una demanda interna que se mantuvo alta en especial gracias al aumento del consumo de los hogares, que alcanzó el 5,9% y contribuyó con 3,8 puntos porcentuales (pp) al crecimiento trimestral. El dinamismo del consumo se apoyó en la reducción de la tasa de desempleo, la firme confianza de los consumidores y el elevado incremento del crédito de consumo, que en el primer trimestre se expandió a una tasa real anual de 21%, ritmo alto y similar al de los dos trimestres anteriores. En cuanto a la inversión, si bien registró una tasa de crecimiento superior a la del PIB (8,3%), presentó una desaceleración importante frente a 2011. La reducción en el dinamismo de este agregado obedeció a la caída en las obras civiles (-8,1%), que comprende la construcción de infraestructura vial, equipo de transporte y construcciones para minería. Finalmente, durante el primer trimestre los rubros relacionados con el comercio exterior colombiano mostraron los efectos del deterioro de la situación internacional, al registrarse una reducción tanto de la tasa de crecimiento de las exportaciones (6,3% frente a 11,4% en 2011), como de las importaciones (13% frente a 21,5% en 2011). La desaceleración de las ventas externas afectó todos los tipos de bienes, destacándose los de origen minero y los productos industriales. Por su parte, el moderado ritmo de las importaciones se explicó por el menor crecimiento en las compras de bienes de capital, en particular de equipo de transporte, como también por las menores importaciones de materias primas. Desde el punto de vista de las ramas de actividad, se registró una dinámica heterogénea. Algunos sectores, como minería, transporte y servicios financieros mantuvieron ritmos de expansión similares a los alcanzados en 2011, mientras que otras ramas como agricultura, industria, construcción y comercio mostraron desaceleraciones que para la agricultura y la industria fueron significativas, en algunos casos explicadas por problemas de oferta y en otros por el efecto del debilitamiento de la demanda mundial, tal como se detalla más adelante.

Este crecimiento tuvo origen en el comportamiento de la demanda interna y, en especial, del consumo de los hogares, que creció 5,9%.

A pesar de la desaceleración en la actividad económica, las condiciones del mercado laboral continuaron mejorando durante los primeros meses del año frente a lo

En un contexto de una actividad económica relativamente dinámica en el primer semestre del año la inflación ha convergido hacia la meta de largo plazo de 3%, desde un nivel de 3,7% alcanzado en diciembre de 2011.

observado doce meses atrás. Fue así como, según la información del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en el mes de mayo la tasa de desempleo se ubicó en 10,7% para el total nacional y en 11,9% para las trece áreas metropolitanas, cifras que con respecto al mismo mes de 2011 son menores en 0,5 pp para el primer agregado y mayores en 0,9 pp para el caso de las trece áreas. Además, en lo corrido del año se ha observado que la calidad del empleo viene mejorando. Al respecto, se destaca la dinámica del grupo de asalariados que en las trece áreas metropolitanas crecía hasta el mes de mayo a una tasa promedio de 5,0%, mientras el no asalariado lo hacía a un ritmo de 3,8%. La mayor dinámica del empleo asalariado obedece al impulso que este ha tenido en los sectores de construcción e industria, en contraste con el menor aumento del empleo no asalariado dada la caída en el número de trabajadores domésticos y jornaleros en el sector rural.

En el contexto de una actividad económica relativamente dinámica, la inflación durante el primer semestre de 2012 ha convergido progresivamente hacia el 3% que, como bien se conoce, es la meta de largo plazo fijada por la JDBR. Fue así como de un nivel de 3,73% alcanzado por la tasa de inflación al final de 2011, al concluir el primer semestre de 2012 esta había descendido a 3,2%. Varios factores han contribuido a este descenso. Quizá el más importante ha sido la reducción significativa de las expectativas de inflación, que si bien a finales de 2011 superaban 3,5% en un horizonte de doce meses y desbordaban el 4% en horizontes más largos, hoy se ubican alrededor del 3%. Esta reducción de las expectativas de inflación, que contribuye a moderar los ajustes de precios de numerosos artículos de la canasta familiar, en buena parte es resultado de una política monetaria que ha reafirmado con hechos su compromiso con el control de la inflación.

Entre otros factores que también contribuyeron a la reducción de la inflación durante la primera mitad del año se destaca la disminución de la cotización internacional del petróleo, que le ha permitido al Gobierno moderar los ajustes en el precio de la gasolina y otros combustibles, con lo cual al mes de junio la variación anual del precio de los combustibles ascendía a solo 1,84%, frente a un registro de 4,8% en diciembre. Esto se ha traducido en una reducción en los reajustes de las tarifas de transporte público. Otro factor importante ha sido la moderación de las alzas en el precio de los alimentos, en particular de los perecederos, gracias a la mejora en las condiciones climáticas que ha permitido una oferta agropecuaria abundante. Finalmente, durante el primer semestre las presiones de costos han sido leves, según lo muestra el comportamiento del índice de precios al productor (IPP), cuya variación anual se redujo sustancialmente entre diciembre y junio desde 5,5% hasta -0,69%. La menor presión de costos se explica por el descenso de los precios del petróleo y otras materias primas, así como por la apreciación de la tasa de cambio.

Este comportamiento tuvo como principal factor la disminución de las expectativas de inflación, en buena parte, gracias al resultado de una política monetaria activa y comprometida con el control de la inflación.

Guardando coherencia con el objetivo de mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones del producto alrededor de una senda de crecimiento sostenido, y sobre la base de un riguroso análisis del estado de la economía y las perspectivas de inflación, en los meses de enero y febrero la JDBR decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 puntos básicos (pb) cada vez, hasta

Con el fin de prevenir un excesivo endeudamiento y asegurar un crecimiento estable, la JDBR subió 25 pb la tasa de intervención en enero y febrero, para dejarla en 5,25%.

llevarla a un nivel de 5,25%. Las razones para adoptar esa postura, como oportunamente se explicó en los comunicados de la Junta, las minutas de las reuniones y los *Informes sobre inflación*, fueron la necesidad de moderar el incremento de la demanda interna, prevenir un excesivo endeudamiento del sector privado y asegurar un crecimiento de la economía acorde con su potencial.

Las medidas de política monetaria anteriores han contribuido a asegurar la convergencia de la inflación hacia su meta de 3% y a preservar la estabilidad macroeconómica. Sus efectos se han transmitido oportunamente a las tasas de interés del ahorro y del crédito de la economía, lo que ha llevado a una moderación del crecimiento del gasto y del endeudamiento de los hogares.

Posteriormente, en su sesión del 27 de julio de 2012 la JDBR redujo en 25 pb la tasa de interés de intervención para llevarla a un nivel de 5%. Esta decisión se tomó teniendo en cuenta una evaluación detallada del estado actual de la economía colombiana y mundial, las proyecciones de inflación y crecimiento y el análisis de los distintos riesgos. Especial peso tuvo el debilitamiento de la economía mundial mayor al esperado, que ha desacelerado el crecimiento de la economía colombiana a través de una menor demanda externa y la caída de los precios internacionales de los principales productos de exportación, así como el comportamiento favorable de las expectativas de inflación y de su proyección para este año y el siguiente.

Al igual que en años anteriores, la tasa de cambio nominal del peso frente al dólar ha mostrado un comportamiento mixto durante lo corrido de 2012. Así, por ejemplo, entre enero y febrero el peso colombiano presentó una tendencia hacia la apreciación (al igual que otras monedas de la región), ante la disminución de la percepción de riesgo internacional. Entre marzo y abril la tasa de cambio se mantuvo relativamente estable, al presentarse noticias de diversa índole en el nivel global. En el mes de mayo el peso registró una tendencia hacia la depreciación, como resultado del aumento en la percepción de riesgo internacional a raíz de la incertidumbre política en Grecia y de los problemas del sector bancario en España. En junio comenzó a manifestarse de nuevo una presión hacia la apreciación ante algunas decisiones de líderes europeos, las cuales tranquilizaron los mercados.

En cuanto a la tasa de cambio real, que al tener en cuenta los precios relativos externos e internos es un mejor indicador de competitividad que la tasa nominal, han predominado de igual manera las presiones hacia la apreciación. De esta forma, para el período enero-junio tal variable mostraba una revaluación promedio de 3,9%, utilizando el IPP y de 5,1% empleando el índice de precios al consumidor (IPC), llevando el índice de tasa de cambio real a niveles inferiores a sus promedios históricos. Esta tendencia, que es común a varios de nuestros socios comerciales, obedece a la debilidad de la economía mundial, la mayor confianza en las economías emergentes, y a unos términos de intercambio favorables con los consiguientes flujos de capital, en especial de inversión extranjera directa.

En un esfuerzo por moderar la volatilidad de la tasa de cambio y mantener un nivel de reservas internacionales acorde con el tamaño y necesidades de la economía

Posteriormente, en julio la JDBR redujo 25 pb la tasa, dado el debilitamiento de la economía mundial mayor al esperado, que a su vez ha desacelerado la economía colombiana.

Durante el primer semestre del año la tasa representativa del mercado (TRM) ha presentado un comportamiento mixto y volátil, dada la incertidumbre internacional, mientras que la tasa de cambio real ha presentado una tendencia revaloracionista.

colombiana, el Banco de la República ha continuado su política de acumulación de reservas mediante subastas competitivas por montos mínimos de US\$20 millones (m) diarios, programa que según el último anuncio de la JDBR se extenderá hasta por lo menos el 2 de noviembre del presente año. Con este mecanismo, durante el primer semestre del año se acumularon US\$1.959 m, con lo cual a finales de junio el nivel de reservas internacionales alcanzaba los US\$34.272 m. Con esta acumulación de reservas se mantienen indicadores de liquidez internacional en niveles acordes con los patrones recomendados por entidades como el Fondo Monetario Internacional (FMI), y que ubican al país en una posición segura para enfrentar salidas inesperadas de capital originadas por varios factores, tales como el deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros o crisis de financiamiento internacional. Esto contribuye a reducir la vulnerabilidad externa del país y a mantener la confianza en la economía. Entre los indicadores que se muestran en el documento cabe destacar, por ejemplo, la razón de reservas internacionales netas a amortizaciones de la deuda externa durante el año siguiente, que en 2012 es mayor a 1,6, lo que muestra una holgada capacidad de la economía para atender sus obligaciones crediticias con el resto del mundo en caso de que se cierre el acceso a la financiación internacional. Al compararse con otros países de la región, se observa que Colombia tiene indicadores de liquidez internacional similares a los registrados en economías como Chile, México y Brasil.

Adicional a lo anterior, cabe recordar que el 6 de mayo de 2011 el FMI aprobó para Colombia una línea de financiamiento contingente con plazo de dos años por valor de 3,87 mil millones de derechos especiales de giro (DEG), que al 4 de mayo de 2012 equivalía a US\$5,98 mm, y que ofrece un complemento importante de liquidez a la economía colombiana ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo.

En un ambiente internacional tan incierto y complejo es particularmente difícil definir las perspectivas económicas. En cualquier caso, se espera que el crecimiento económico en la zona del euro en 2012 sea negativo y que las presiones en los mercados de deuda pública continúen afectando la confianza de empresarios y consumidores. No obstante, las recientes medidas anunciadas por los líderes europeos, que propenden por una mayor integración financiera y fiscal, han reducido la probabilidad de una salida desordenada de la crisis. Para el caso de los Estados Unidos todo indica que el aumento del PIB este año y el próximo continuará siendo inferior al de su promedio histórico (2,4% desde 1990), debido a los problemas estructurales que aún persisten, al igual que al menor dinamismo de la demanda global. Por su parte las economías emergentes, incluyendo China, también experimentarán una desaceleración ante los efectos de una menor expansión de las economías avanzadas.

Con el fin de moderar la volatilidad de la TRM y mantener un nivel de reservas internacionales adecuado, la JDBR ha continuado con la compra de montos mínimos de US\$20 m diarios, al menos hasta el 2 de noviembre.

Colombia no estará exenta de los efectos de la crisis internacional, a pesar de la fortaleza de sus fundamentos económicos y de la persistencia que hasta el momento ha demostrado la confianza de consumidores e inversionistas. De acentarse el debilitamiento de la demanda externa, la economía colombiana estará expuesta al contagio, a través de diversos canales, algunos de los cuales operaron

Colombia no estará exenta de los efectos de la crisis internacional, a pesar de la fortaleza de sus fundamentos económicos y de la persistencia que hasta el momento ha demostrado la confianza de consumidores e inversionistas.

con claridad durante la pasada crisis de 2009. Entre ellos cabe resaltar el choque negativo de ingresos que produciría el deterioro de los términos de intercambio y en particular la caída del precio del petróleo, que afecta principalmente los ingresos de la nación. Otro canal que transmite los efectos de la crisis externa es la disminución de las remesas de los trabajadores, lo cual reduce el ingreso de los hogares, situación que, de prolongarse, puede aumentar la tasa de desempleo al incrementar la tasa global de participación, que mide la oferta de trabajo. Otro canal que actuó con fuerza en 2009 es la pérdida de confianza de consumidores e inversionistas, que termina por afectar el consumo de los hogares y la inversión empresarial.

La autoridad monetaria y el Gobierno nacional están atentos a la evolución de la situación externa e interna mediante el monitoreo técnico de las variables económicas, que les permita actuar coordinada y oportunamente de manera contracíclica para aminorar los efectos de la crisis externa sobre la economía colombiana. Si algo han dejado las crisis del pasado es el conocimiento de cómo manejarlas. Esa valiosa experiencia, y características institucionales tan importantes como la flexibilidad de la tasa de cambio, que actúa como un colchón que amortigua los efectos de la crisis externa sobre la economía del país, serán ventajas claves, de llegar a agravarse la situación internacional.

* * * *

El presente *Informe al Congreso* contiene cuatro capítulos. En el primero se describe el contexto internacional, haciendo énfasis sobre la crisis en Europa, y sus efectos sobre los Estados Unidos y las economías emergentes. El segundo capítulo hace un detallado análisis de la economía colombiana, de acuerdo con las cifras disponibles a la fecha, y examinando las perspectivas para el año 2012. En particular, se observa el comportamiento de la actividad económica, del empleo, del sector financiero y de la balanza de pagos. Adicionalmente, se incluye una sección especial que analiza el comportamiento de la economía regional en Colombia. El tercer capítulo estudia el manejo de las reservas internacionales, tema que merece especial atención dada la volatilidad actual de los mercados externos. Finalmente, en el cuarto capítulo se describe la situación financiera del Banco de la República. Como es usual, el documento incluye varios recuadros que profundizan el análisis de temas técnicos considerados de especial relevancia para entender la situación económica actual y el diseño de la política monetaria.