

Bogotá, marzo 29 de 2012

Señores  
Presidentes y demás miembros  
Honorables Comisiones Terceras  
Constitucionales permanentes  
Senado de la República  
Cámara de Representantes

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un Informe donde se señalan los resultados macroeconómicos del año 2011 y de lo corrido de 2012. De la misma manera, se muestran las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En los dos últimos capítulos se informa sobre la composición de las reservas internacionales y la proyección de la situación financiera del Banco de la República para el año 2012.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar  
Gerente General



# INTRODUCCIÓN

*La desaceleración de la actividad económica mundial observada en 2011 se originó en la crisis fiscal y financiera de la zona del euro, la cual se profundizó a final del año. En este contexto mundial tan adverso, la economía colombiana registró un crecimiento de 5,9%, el tercero más alto en los últimos treinta años, y una inflación de 3,7%, que se sitúa dentro del rango meta (3 más o menos 1 pp). La política monetaria acompañó este proceso de recuperación y consolidación del crecimiento económico, al propender por mantener la inflación alrededor de su meta de largo plazo (3%) y la utilización de los recursos de la economía cerca de su capacidad potencial.*

Después de que la economía mundial alcanzara un crecimiento de 5,2% en 2010, lo que parecía vislumbrar una salida definitiva de la crisis de 2008, el año pasado se produjo una desaceleración de la actividad global a una tasa de 3,8%, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Los factores que explican el menor crecimiento de 2011 se originaron en la crisis de la economía europea, la cual se fue profundizando a lo largo del año, hasta alcanzar un punto crítico en el cuarto trimestre. Si bien las dificultades de Grecia se conocían de tiempo atrás, en 2011 la situación de esa economía se agravó, ante la falta de un plan de rescate creíble que se fue posponiendo sucesivas veces en medio de las tensiones políticas entre los principales gobiernos europeos sobre cómo repartir los costos del mismo. Esa inacción tan prolongada frente a una crisis que empeoraba menoscabó la confianza en la región y generó síntomas de contagio que inicialmente afectaron a otros países como Irlanda y Portugal. Posteriormente, se extendió a las grandes economías de España e Italia, lo que hizo llegar a temer por la propia viabilidad del euro, ante el peligro de una insostenibilidad generalizada de la deuda pública en esos países.

*La economía de los Estados Unidos ha venido mostrando señales encontradas a lo largo de 2011 y comienzos del presente año.*

La economía de los Estados Unidos, por su parte, ha venido mostrando señales encontradas a lo largo de 2011 y comienzos del presente año. Si bien su producto interno bruto (PIB) se desaceleró de 3% en 2010 a 1,7% en 2011, su desempeño ha venido mejorando paulatinamente. En el primer semestre de 2011 la interrupción de la cadena de suministros japonesa, el debate alrededor del techo de la deuda

*Al igual que en años anteriores, durante 2011 las economías emergentes lideraron el crecimiento mundial, aunque a un ritmo algo menor.*

*En este contexto mundial tan desigual, que continúa siendo incierto hacia futuro, la economía colombiana logró un comportamiento sobresaliente.*

*El favorable crecimiento económico en 2011 residió en el fortalecimiento de la demanda interna.*

pública y los elevados precios del petróleo se reflejaron en un lento ritmo de la actividad económica estadounidense, que apenas alcanzó un crecimiento (trimestral anualizado) de 0,4% en el primer trimestre y de 1,3% en el segundo. No obstante, a medida que algunos de estos factores se fueron superando, y que dicha economía mostró resistencia frente a la crisis europea, la confianza se empezó a recuperar, el gasto de los hogares alcanzó mayor dinamismo, y la actividad manufacturera comenzó a expandirse. De esta manera, en el tercer trimestre el PIB de los Estados Unidos creció 1,8% (trimestral anualizado) y en el cuarto trimestre lo hizo en 3,0%. Este desempeño puede considerarse como favorable, si se tiene en cuenta que los desbalances estructurales que dieron origen a la crisis aún no han terminado de superarse. Como reflejo de esta mejoría, la tasa de desempleo en ese país ha comenzado a descender, las solicitudes de seguro de desempleo han caído, y la confianza de los consumidores y su nivel de consumo muestran signos positivos.

Al igual que en años anteriores, durante 2011 las economías emergentes lideraron el crecimiento mundial, aunque a un ritmo algo menor. El FMI estima que estos países se expandieron 6,2% en 2011 frente al 7,3% alcanzado en 2010. El menor ritmo de actividad obedeció, en parte, al deterioro de la demanda externa, así como al efecto rezagado de políticas monetarias y fiscales restrictivas que varios de estos países en Asia y América Latina adoptaron en 2010, al detectar síntomas de recalentamiento.

En este contexto mundial tan desigual, que continúa siendo incierto hacia futuro, la economía colombiana logró un comportamiento sobresaliente. El PIB, que en 2010 había alcanzado una expansión de 4,0%, en 2011 continuó reportando resultados cada vez mejores, hasta alcanzar un máximo de 7,5% en el tercer trimestre. Esta última tasa es comparable con algunos de los crecimientos trimestrales observados en 2006 y 2007, cuando la producción mundial se expandía a un elevado ritmo, y la demanda externa contribuía de forma importante a esta dinámica. Aunque en el cuarto trimestre la actividad económica se moderó (6,1%), como resultado del debilitamiento de la demanda externa y del retiro progresivo del estímulo monetario, para todo 2011 la economía colombiana alcanzó una cifra de 5,9%, que representa uno de los más altos crecimientos en décadas. Sin duda este resultado muestra que Colombia ha logrado resistir el choque negativo proveniente de la crisis europea, en condiciones en las que los Estados Unidos, su principal socio comercial, crece a tasas moderadas.

El crecimiento económico favorable en 2011, en medio de un contexto externo tan deteriorado e incierto, residió en el fortalecimiento de la demanda interna, la cual se expandió 8,8%, comparable con el período de auge registrado en 2006. Como se detalla en este informe, dentro de la demanda interna el gasto más dinámico fue la inversión en capital fijo, que creció a una tasa de 16,6%, la segunda más alta desde 2000. En este rubro, estimulado por los altos precios internacionales de productos básicos y por las bajas tasas de interés comerciales que predominaron en la mayor parte del año, se destaca la inversión en maquinaria y equipo, y equipo de transporte. Igualmente, la inversión en edificaciones (incluida vivienda) mostró un comportamiento dinámico aumentando 5,3%, lo que contrasta con dos

*Dentro de la demanda interna el gasto más dinámico fue la inversión en capital fijo.*

años consecutivos de disminuciones. La inversión en obras civiles mantuvo también una expansión importante (6,7%), superior al promedio observado en los dos años anteriores.

Al igual que la inversión, en 2011 el consumo de los hogares mostró un dinamismo comparable con el de períodos de auge, al expandirse 6,5%, casi dos puntos porcentuales (pp) por encima del observado en 2010. Los rubros que más impulsaron este agregado fueron los bienes durables y semidurables, con tasas de crecimiento promedio cercanas al 20%. El consumo de este tipo de bienes estuvo favorecido por la abundancia de crédito a tasas de interés relativamente bajas, como también por la creciente confianza de los consumidores.

Desde el punto de vista de las ramas de actividad, las que más aportaron al crecimiento de 2011 fueron minería, transporte y comunicaciones, y comercio. Al igual que en los últimos cuatro años, el primer sector continúa mostrando ritmos de expansión de dos dígitos, impulsado por la creciente producción petrolera estimulada por los altos precios del crudo, las condiciones favorables para la inversión, y un relativo éxito en materia exploratoria. La extracción de carbón y de otros minerales también mostró un buen ritmo gracias a los altos precios internacionales y a los elevados flujos de inversión extranjera. De otra parte, el buen desempeño de los sectores de transporte y comunicaciones, y comercio, fue congruente con el comportamiento del consumo de los hogares.

*Al igual que la inversión, en 2011 el consumo de los hogares mostró un dinamismo comparable con el de períodos de auge.*

El crecimiento económico de 2010 que continuó afianzándose en 2011 ha comenzado a tener efectos positivos en el mercado laboral. Al respecto se han venido observando importantes avances en materia de creación de empleo, con aumentos históricamente altos, lo que se ha traducido en una significativa reducción en la tasa de desempleo, llevándola a niveles que no se veían en décadas. En el nivel nacional la reducción en esta última tasa es particularmente significativa, si se tiene en cuenta que se ha producido en un contexto en el cual la oferta laboral, medida por la tasa global de participación, ha venido aumentando. Esto significa que aquellas personas que decidieron entrar a participar en el mercado laboral en búsqueda de un empleo han logrado encontrar oportunidades laborales. Los sectores que han tenido mayor dinamismo en la creación de puestos de trabajo han sido los de comercio, industria, construcción y servicios. Este comportamiento en el mercado laboral confirma el robusto crecimiento económico, impulsado en especial por la dinámica de la demanda interna. A pesar de lo anterior, la participación del sector informal en el mercado del trabajo es elevada y la tasa de desempleo de Colombia sigue siendo una de las más altas en América Latina.

*El crecimiento económico de 2010, que continuó afianzándose en 2011, ha comenzado a tener efectos positivos en el mercado laboral.*

La política monetaria ha venido acompañando este proceso de recuperación y consolidación del crecimiento económico, cumpliendo el papel que le corresponde, al propender por mantener la inflación alrededor de su meta y la utilización de los recursos de la economía cerca de su capacidad normal. Ello debe contribuir a que el crecimiento sea sostenible para no caer en los tradicionales excesos que la experiencia, de manera reiterada, ha demostrado que son muy costosos para el bienestar. Con ese propósito, a partir de febrero de 2011 se empezó a retirar

*La política monetaria ha venido acompañando este proceso de recuperación y consolidación del crecimiento económico, cumpliendo el papel que le corresponde.*

paulatinamente el estímulo monetario, mediante nueve incrementos de 25 puntos básicos (pb) en la tasa de interés de política. Así, la tasa repo de expansión a un día pasó de un nivel de 3%, propio de una economía que amenazaba con entrar en recesión, a uno de 5,25%, más consistente con una demanda interna dinámica y con una brecha de producto positiva.

Cada decisión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) se ha tomado a partir de un riguroso análisis de la situación y perspectivas de la economía, y de una cuidadosa valoración de riesgos. En particular, cuando la amenaza de una crisis en Europa se agudizó a partir de septiembre pasado, se decidió hacer una pausa prolongada en el proceso de ajustes, a la espera de mayor información que permitiera tener más claridad sobre la suerte de la región y su capacidad de contagio a la economía colombiana. Este proceso se retomó en noviembre, cuando se llegó a la conclusión de que la economía colombiana mostraba un fuerte dinamismo a pesar de las condiciones externas adversas.

El incremento de la tasa de política llevado a cabo en Colombia se ha venido transmitiendo a las tasas de interés activas y pasivas de la economía, tanto en términos nominales como reales. Esto ha contribuido a que la rápida tendencia al endeudamiento que se observó a lo largo de 2011 empiece a moderarse, especialmente el de las empresas. No obstante, el crédito sigue creciendo a tasas altas. En febrero de este año la cartera total del sistema financiero aumentó a una tasa anual real promedio cercana al 16% y el crédito de consumo lo ha venido haciendo al 21%. Este es un comportamiento que durante el último año se ha observado en varios países de América Latina, donde, al igual que en Colombia, la participación de la cartera como proporción del PIB se ha incrementado.

Ante la rápida dinámica de la expansión del crédito en nuestro país, la JDBR ha sido en especial cuidadosa al hacer periódicamente un monitoreo de la calidad del crédito y de los riesgos para el sistema financiero. Como se reporta en este informe, no se advierte ningún incremento en los indicadores de mora ni deterioro en la calidad de la cartera, los cuales pudieran comprometer la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, durante el cuarto trimestre de 2011, el crecimiento de la cartera riesgosa para consumo y microcrédito ha venido aumentando, por lo cual es importante continuar vigilando estos indicadores.

En un contexto de elevado crecimiento económico, expansión de la demanda interna y dinámica generalizada del crédito como el descrito, la inflación en 2011 tuvo una tendencia creciente, al concluir el año en 3,73% frente a 3,17% observado en 2010. Aunque no es un resultado que pudiera catalogarse como un desborde inflacionario —pues se sitúa en el rango de 2% a 4%—, sí es un comportamiento que despierta la preocupación de la JDBR, al ver que en 2011 la inflación continuó alejándose de la meta de 3% establecida para el largo plazo. La autoridad monetaria no puede ser complaciente con esta situación, en un entorno en que las expectativas de inflación a uno o más años se sitúan cerca de 4%, y donde la demanda crece a niveles que pudieran llevar al agotamiento de la capacidad ociosa. Por esta razón, la JDBR ha venido adoptando las decisiones que considera oportunas y adecuadas, tal como se anotó.

*Cada decisión de la JDBR se ha tomado a partir de un riguroso análisis de la situación y perspectivas de la economía, y de una cuidadosa valoración de riesgos.*

*La evolución de la inflación anual al consumidor en los dos primeros meses de 2012 comienza a mostrar resultados alentadores.*

La evolución de la inflación anual al consumidor en los dos primeros meses de 2012 comienza a mostrar resultados alentadores. En febrero la variación anual del IPC se situó en 3,55%, descendiendo casi 20 pb frente al dato de finales de 2011, interrumpiendo así su tendencia a alejarse de la meta de 3%. En el mismo período el promedio de los indicadores de inflación básica también descendió ligeramente de 3,15% a 3,05%. Este mejor comportamiento se logró a pesar de que los precios de los combustibles han continuado aumentando, como resultado de las mayores cotizaciones internacionales del petróleo. Dos rubros contribuyeron a esta mejora. En primer lugar, la variación anual en el precio de los alimentos comenzó a ceder gracias a que la normalización de las lluvias ha permitido recuperar la oferta en este sector. De otro lado, la variación en el precio de los bienes transables también ha disminuido, en parte por la menor tasa de cambio. La corrección que se advierte en la inflación básica en los primeros dos meses del año podría ser un síntoma de que el ajuste de la política monetaria comienza a operar en forma debida. Los pronósticos del equipo técnico indican que esta tendencia favorable de la inflación al consumidor podría continuar en los próximos meses.

*La corrección en la inflación básica en los primeros dos meses del año podría ser un síntoma de que el ajuste de la política monetaria comienza a operar en forma debida.*

Durante 2011 las condiciones cambiantes de la economía nacional e internacional determinaron períodos distintos en el comportamiento de la tasa de cambio nominal, en un contexto donde el Banco de la República intervino en el mercado cambiario durante los primeros nueve meses del año, mediante subastas diarias de US\$20 millones (m). Fue así como entre enero y finales de junio de 2011 el peso colombiano tendió a apreciarse en medio de una disminución de las primas de riesgo y de las expectativas de una mejora en la calificación de la deuda pública, que finalmente le fue otorgada al país en mayo y junio. Posteriormente, entre agosto y diciembre de 2011 se observó una tendencia a la depreciación del peso, asociada con el nerviosismo de los mercados por la agudización de la crisis en Grecia y otros países europeos y las menores perspectivas de crecimiento de la economía mundial anunciadas por el FMI. Estos comportamientos opuestos de la tasa de cambio del peso frente al dólar en el transcurso del año tendieron a compensarse, por lo cual la comparación de la tasa de cambio nominal entre finales de 2011 y un año atrás solo registra una depreciación de 1,5%. Por su parte, la tasa de cambio real, al tener en cuenta los diferenciales de inflación entre países sugiere un mejor diagnóstico sobre la competitividad de Colombia, mostrando que durante 2011 el peso colombiano se depreció frente a las monedas de los principales socios comerciales. El Informe presenta un análisis detallado de estos indicadores y de las variables que los determinan.

*El pasado 6 de febrero se reinició el programa de intervenciones mediante subastas competitivas por US\$20 m diarios.*

Durante los dos primeros meses de 2012 de nuevo empieza a manifestarse una tendencia a la apreciación tanto en términos nominales como reales. Ello como resultado de la menor incertidumbre sobre la suerte de la economía europea, los mejores datos que se han dado a conocer sobre el desempeño de la economía de los Estados Unidos, y la renovada confianza en la economía colombiana, respaldada por su buen desempeño durante 2011 y las perspectivas favorables para el presente año. En este contexto, el pasado 6 de febrero se reinició el programa de intervenciones mediante subastas competitivas por US\$20 m diarios, que se había interrumpido el 30 de septiembre de 2011. Hasta el momento la JDBR ha anunciado que dichas

*Las perspectivas económicas para 2012 son positivas, con un crecimiento que se estima podría ubicarse en un rango entre 4% y 6%.*

intervenciones se prolongarán al menos hasta el mes de agosto, por montos de por lo menos US\$20 m diarios.

Como se describe en este Informe, las perspectivas económicas para 2012 son positivas, con un crecimiento que se estima podría ubicarse en un rango entre 4% y 6%, dependiendo de lo que pueda ocurrir con la situación en Europa y sus efectos sobre la economía mundial y la colombiana. Si bien es previsible un menor dinamismo de la demanda mundial, la expansión de las economías emergentes contribuirá a mantener elevados los precios de las materias primas, favoreciendo el flujo de inversión extranjera hacia el país y el ingreso nacional mediante favorables términos de intercambio. También cabe esperar que se mantenga el dinamismo de la demanda privada, como resultado de la confianza de consumidores e inversionistas que continúa en niveles históricamente altos. Lo anterior probablemente será complementado por el crecimiento de la inversión pública. Los indicadores líderes de actividad económica para los primeros dos meses de 2012 confirman el buen desempeño que continúa teniendo la economía colombiana.

Este *Informe al Congreso* contiene cuatro capítulos. En el primero se hace un examen del contexto internacional, donde se analizan los antecedentes y el desarrollo de la crisis en Europa, así como el desempeño de las economías desarrolladas y emergentes en 2011 y sus perspectivas para 2012. El capítulo II hace un minucioso balance de los resultados de la economía colombiana en 2011 en términos de actividad económica, empleo, sector financiero y sector externo, a la vez que describe las principales características de la política monetaria, fiscal y cambiaria que contribuyeron a la estabilidad macroeconómica; además, se analizan las perspectivas para el presente año. El tercer capítulo examina el comportamiento de las reservas internacionales, en cuanto a su composición, políticas de administración, desempeño de las inversiones y estado de las reclamaciones. Finalmente, el cuarto capítulo describe la situación financiera del Banco de la República. Como es costumbre, el informe incluye diversos recuadros que profundizan en el examen de temas especiales para una mejor comprensión de la economía colombiana y mundial, así como de la labor del Banco de la República.