



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

Durante 2012 la economía global continuó desacelerándose, en particular debido a la crisis de la zona del euro y a la lenta recuperación en los Estados Unidos. Las economías de los países emergentes siguieron siendo el motor del crecimiento global. Para 2013, a pesar de los síntomas positivos a comienzos de año, todavía subsisten importantes riesgos y retos por resolver, que exigen cautela en los pronósticos de crecimiento.

En 2012 la producción colombiana creció 4,0%, desacelerándose de manera significativa después del 6,6% alcanzado en 2011, especialmente durante el segundo semestre, debido el menor dinamismo de la inversión y de las exportaciones netas. Lo anterior, junto con unas buenas condiciones climáticas y la ausencia de presiones de costos, redujo la inflación de manera importante, llegando a 2,44% a finales de 2012. Esta tendencia ha continuado y en febrero se ubicó en 1,83%.

De esta manera, la Junta Directiva del Banco de la República decidió disminuir su tasa de intervención de manera gradual desde 5,25% en julio de 2012 a 3,25% en marzo de 2013.

En el año 2012 la economía global continuó afectada por la lenta expansión de los países desarrollados, lo cual indujo una nueva desaceleración en la actividad económica mundial. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento global en 2012 fue de 3,2%, inferior al 3,9% de 2011. Sin embargo, ha disminuido el ambiente de nerviosismo de los mercados mundiales ante la amenaza de un recrudecimiento de la crisis europea. Esto se reflejó en la recuperación de las bolsas mundiales a partir del segundo semestre del año pasado, y en un buen comienzo de 2013 que, de mantenerse podría, empezar a sanear los efectos negativos de la crisis.

La disminución de las tensiones financieras durante la segunda mitad de 2012 obedeció a decisiones adoptadas por las autoridades europeas y organismos multilaterales como el FMI, que profundizaron el apoyo a los países de la zona del euro en mayores dificultades; diseñaron mecanismos de integración financiera, e hicieron acuerdos de mayor coordinación y disciplina fiscal. En el caso de los Estados Unidos, el buen crecimiento durante el tercer trimestre (3,1% trimestre anualizado [t. a.]), los signos de recuperación de su mercado inmobiliario y el compromiso de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) de ofrecer nuevos estímulos monetarios hasta lograr reducciones de la tasa de desempleo, contribuyeron igualmente a la tranquilidad de los mercados financieros.

En 2012 las economías emergentes continuaron siendo el motor de crecimiento mundial, como lo vienen haciendo en tiempos recientes. En el caso de Asia sobresalió el buen desempeño de China, al alcanzar una expansión anual de 7,8%, con lo cual se disiparon los temores de una fuerte desaceleración de esta economía. Por su parte, América Latina también logró un resultado positivo, donde se destacaron las economías de Chile y Perú, con crecimientos cercanos al 6% anual. Igualmente, Venezuela y Ecuador alcanzaron expansiones satisfactorias gracias al mayor gasto gubernamental en períodos de contienda electoral. México y Colombia tuvieron un dinamismo moderado, en tanto que Brasil empezó a mostrar señales de recuperación hacia finales del año, aunque todavía con un nivel de actividad muy bajo.

A pesar de los síntomas positivos en el comportamiento de la economía mundial, al comenzar el presente año, subsisten importantes riesgos y retos por resolver que exigen cautela en los pronósticos para 2013. Es así como, el FMI proyecta un crecimiento global para este año de 3,5%, ligeramente superior al 3,2% que se estima para 2012. Otros analistas son menos optimistas, como por ejemplo: Bloomberg (2,4%); el Instituto de Finanzas Internacionales (2,7%); Focus Economics (2,8%); Roubini (2,9%).

Entre los factores que impiden esperar un mejor desempeño de la economía mundial se destaca el elevado grado de incertidumbre que subsiste sobre la zona del euro, ante la grave situación fiscal que continúa afectando los países de la periferia de dicha región. Este ambiente está afectando a Francia y Alemania, las cuales durante el último trimestre de 2012 tuvieron crecimientos de -1,2% (t. a.) y -2,4% (t. a.), respectivamente. El reto para estas economías consiste en encontrar la forma de expandirse sin relajar los esfuerzos fiscales. Algo similar ocurre en el caso de los Estados Unidos, donde compromisos legales previamente establecidos exigían llevar a cabo un ambicioso ajuste fiscal al comenzar 2013, lo que hubiera tenido un fuerte efecto recesivo sobre ese país. Aunque esta situación, conocida como el “abismo fiscal”, se logró superar parcialmente, algunos recortes en el gasto público se hicieron efectivos en marzo, y aún continúa la incertidumbre con respecto a las discusiones relacionadas con el manejo de la deuda pública. Todo esto está afectando la confianza de empresarios y consumidores, y con ello el desempeño de la economía estadounidense, la cual en el cuarto trimestre de 2012 se contrajo 0,14% (t. a.), luego del buen resultado que había mostrado en el tercero. En este contexto, el FMI y varios analistas pronostican para el presente año un crecimiento para los Estados Unidos levemente inferior al 2,2% observado el año anterior.

En este ambiente internacional, caracterizado por la incertidumbre y volatilidad, la economía colombiana alcanzó un crecimiento de su producto interno bruto (PIB) de 4,0% en el año 2012. Este resultado significó una desaceleración frente al 6,6% obtenido en 2011, e igualmente fue inferior al pronóstico del Banco de la República (que lo ubicaba en 5% a principios de 2012). Para entender este desempeño es importante subrayar que este pronóstico ya contemplaba cierta desaceleración frente a 2011. En parte, ello se esperaba como resultado de la propia política monetaria, que al haber juzgado como insostenibles la rápida expansión del gasto y del endeudamiento privado que se venía produciendo en 2011, había considerado prudente

incrementar la tasa de interés de política de 3% en febrero de 2011 a 5,25% en febrero de 2012. A esto se agregaba el debilitamiento de la demanda mundial, con sus consecuencias previsibles sobre los términos de intercambio, los volúmenes de exportación y la confianza de los agentes económicos.

El comportamiento de la economía colombiana durante el primer semestre de 2012 se mantuvo en línea con el pronóstico, al alcanzar crecimientos del PIB de 5,3% y de 5,0% en el primer y segundo trimestres, respectivamente. La demanda interna (tanto en sus componentes de consumo como de inversión) fue el principal soporte de la actividad económica durante la primera mitad del año, mientras que la demanda externa se fue debilitando paulatinamente ante la desaceleración de la economía mundial. Por el lado de las ramas de actividad el desempeño fue muy heterogéneo. Sectores transables como la agricultura y la industria mostraron crecimientos bajos o estancamiento, la minería mantuvo su dinamismo, y otros sectores como comercio, transporte, servicios financieros y sociales se comportaron de forma similar al promedio de la economía. A diferencia de los demás sectores, la construcción mostró una dinámica muy inestable, al presentar una contracción de 0,5% en el primer trimestre y una expansión de 12,2% en el segundo, debido a la volatilidad en los resultados de edificaciones y obras civiles.

En contraste con el firme crecimiento del primer semestre de 2012, la actividad económica durante el segundo mostró una marcada desaceleración, con tasas para el tercer y cuarto trimestres de 2,7% y 3,1%, respectivamente. De esta forma (como se anotó), el PIB alcanzó una expansión de 4,0% para todo el año, inferior al 5% inicialmente previsto. Por el lado de la demanda, los factores que explicaron esta desaceleración se concentraron en la formación bruta de capital y en el menor aumento de las exportaciones netas, que ya venía observándose en el primer semestre. El consumo total continuó mostrando un dinamismo similar al registrado en la primera mitad del año, pero inferior al de 2011, como era previsible por el efecto rezagado de los incrementos en la tasa de interés. El bajo desempeño de la formación bruta de capital obedeció principalmente a la contracción del rubro de equipo de transporte, en tanto que construcción de edificaciones y obras civiles mostraron desempeños inestables entre el tercer y cuarto trimestres. Por el lado de los sectores productivos, la industria manufacturera mantuvo su tendencia decreciente, mientras que los sectores de agricultura, comercio y transporte exhibieron crecimientos moderados. Por su parte, la minería tuvo un comportamiento significativamente inferior al del primer semestre, debido a problemas de orden público y dificultades de transporte, que afectaron la producción de carbón y petróleo. Finalmente, los establecimientos financieros y los servicios sociales lograron crecimientos satisfactorios, de alrededor de 5% —el presente informe presenta un recuento detallado de estos hechos—.

El menor crecimiento de la demanda interna durante el segundo semestre de 2012, el predominio de condiciones climáticas favorables, la ausencia de presiones de costos y las disminuciones o pocos ajustes de los precios internacionales crearon condiciones propicias para la reducción de la tasa de inflación. Fue así como entre diciembre de 2011 y septiembre de 2012 la inflación pasó de 3,73% a la meta

de largo plazo (3%). Esta tendencia decreciente se acentuó en el cuarto trimestre, de tal manera que al concluir el año se registró una inflación de 2,44%, por debajo de los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República y de los analistas del mercado. A comienzos del presente año continuaban presentándose nuevos descensos, con una inflación de 1,83% al finalizar febrero. Además de las causas señaladas, esta caída adicional de la inflación se explica por el impacto que la reforma tributaria tuvo por una sola vez en los precios. Esta iniciativa implicó modificaciones en las tarifas del impuesto al valor agregado (IVA) para un segmento importante de los bienes y servicios de la canasta del consumidor y una reducción de los impuestos a la gasolina. La menor inflación y la ausencia de presiones inflacionarias han generado un descenso de las expectativas, las cuales durante los primeros meses de 2013 se ubicaban cerca del 3% a horizontes de un año. Para horizontes mayores (de dos, tres y cinco años) la inflación esperada está alrededor de 2,5%, según lo sugieren las estimaciones obtenidas a partir de las tasas de interés de los títulos TES.

Como es inherente al esquema de inflación objetivo, la política monetaria ha venido modificándose durante el último año de acuerdo con la postura contracíclica que le corresponde, para promover un crecimiento de la economía alrededor de su capacidad potencial y una inflación en su meta de largo plazo. En este contexto, las condiciones cambiantes de crecimiento e inflación descritas, la revisión de pronósticos y las variaciones en el comportamiento del crédito y demás variables financieras han exigido ajustes importantes de la tasa de interés de política. Como se describió en el Informe al Congreso de julio del año pasado, entre febrero de 2011 y febrero de 2012 la tasa de interés de política se aumentó progresivamente de 3% a 5,25%, pues la expansión de la demanda interna y el crédito durante ese período mostraban que la economía ya no requería el estímulo monetario suministrado durante la crisis, y que, por el contrario, mantenerlo amenazaba la estabilidad del crecimiento y el cumplimiento de la meta de inflación.

La desaceleración de la actividad económica y de la tasa de inflación anual observadas en el segundo semestre de 2012 indicaban, con elevada probabilidad, que la economía estaba empezando a operar por debajo de su capacidad productiva. La inflación y sus expectativas se situaron por debajo de la meta de 3%, en tanto que el crédito inició una fase de crecimiento moderado, principalmente de la cartera de consumo, cuyos ritmos de expansión habían llegado a ser motivo de preocupación. En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió reducir la tasa de interés de intervención de manera gradual desde un nivel de 5,25% en julio de 2012 a 3,25% en marzo de 2013. La gradualidad de este proceso (25 puntos básicos [pb] en cada decisión y 50 pb en la última), obedece a la incertidumbre sobre la naturaleza y duración de los choques que han determinado el comportamiento de los precios y del producto. Las reducciones en la tasa de interés de política se han venido transmitiendo progresivamente a las tasas de interés de crédito en todas sus modalidades.

Otra variable que la JDBR ha venido monitoreando con atención es el comportamiento de la tasa de desempleo. Las noticias en este frente han sido positivas.

Durante el transcurso de 2012 esta continuó descendiendo, y al finalizar el año se ubicaba en 9,6% para el total nacional y 10,2% para las trece principales áreas metropolitanas, los niveles más bajos desde 2001. El desempeño del mercado laboral durante el año estuvo afectado por los cambios en el ritmo de crecimiento de la economía; por tal razón, en el segundo semestre de 2012 el aumento en el número de ocupados se desaceleró, haciendo que las reducciones de la tasa de desempleo fueran relativamente menores en ese período. Todos los sectores económicos contribuyeron positivamente al incremento del empleo, aunque la industria manufacturera, la construcción y el comercio redujeron su contribución a la generación de puestos de trabajo, debido a su pérdida de dinamismo frente a los resultados de 2011. Otro aspecto por destacar del mercado laboral en el año anterior fue la mejora en los indicadores de calidad del empleo, que se reflejó en los mayores ritmos de crecimiento del empleo asalariado con contrato indefinido, en comparación con el no asalariado y temporal. El crecimiento del número de trabajadores asalariados y de carácter permanente guarda estrecha relación con la confianza de los empresarios, y es la base para mantener un incremento sostenible del consumo.

En otro frente, el presente informe examina las razones de la persistencia de un déficit de cuenta corriente alrededor de 3% del PIB durante los últimos años, lo que en términos macroeconómicos significa mantener un exceso de gasto sobre el ingreso de la economía. A esto ha contribuido una tasa de inversión que ha crecido a un ritmo superior que el ahorro interno, lo cual ha requerido un uso creciente de recursos de inversión extranjera directa (IED), como fuente de financiación. Esta situación ha sido favorecida por menores primas de riesgo y un sector mineroenergético en expansión que ha estimulado la entrada de IED al país. Por su parte, las mejoras en el mercado laboral, los mayores índices de confianza de los consumidores y la disponibilidad de crédito abundante han estimulado el consumo de la economía, acentuando el exceso de gasto sobre el ingreso.

Muchos de los factores que originan el desequilibrio de la cuenta corriente inciden, a su vez, en la tendencia a la apreciación de la tasa de cambio, debido a que el entorno de menores primas de riesgo-país, la expansión del sector mineroenergético y los elevados términos de intercambio, en un contexto de amplia liquidez internacional, atraen capitales extranjeros hacia el país y generan una apreciación del peso colombiano. Sobre este último aspecto, el Informe señala que ciertos cambios de tendencia en 2012, como lo fueron la estabilización de los términos de intercambio, los menores crecimientos en la producción y en las exportaciones de petróleo, las caídas en los ingresos por remesas de trabajadores, el deterioro de la productividad de Colombia relativa a los Estados Unidos y la reducción de las tasas de interés de política, son coherentes con una tasa de cambio real menos apreciada. En la medida en que ello no se observe, aumenta el riesgo de liquidez internacional y se hace necesaria la mayor acumulación de reservas internacionales. En este contexto se explica que en el año 2012 la JDBR haya considerado oportuno acumular US\$4.844 millones, lo que constituye la mayor compra de dólares registrada en un año por el Banco de la República en el esquema de inflación objetivo. Adicionalmente, en la sesión del 28 de enero de 2013 la Junta Directiva decidió de nuevo incrementar el nivel

promedio diario de compra de dólares, para de esta forma continuar mejorando los indicadores de reservas internacionales.

Las proyecciones de crecimiento para 2013 siguen dependiendo estrechamente de lo que suceda en el contexto internacional (especialmente en la zona del euro y en los Estados Unidos), y de la forma como esto afecte el desempeño de la economía colombiana. Mientras las medidas de ajuste económico sean efectivas en los países desarrollados, no se prevén riesgos de una fuerte contracción mundial, lo que en principio permite confiar en una expansión moderada de la demanda por nuestras exportaciones.

En el ámbito interno no se esperan grandes cambios en el comportamiento de los diferentes componentes de la demanda agregada, excepto para el caso de la inversión en obras civiles y la construcción de edificaciones, sobre las cuales se prevé un mayor dinamismo en el presente año. Esto permitiría lograr un crecimiento para 2013 similar al del año anterior, que estaría alrededor del 4,0%. En términos trimestrales, la dinámica económica deberá acelerarse a partir del segundo trimestre del año, cuando se superen algunos de los choques de oferta del año pasado y comienzos del presente. Asimismo, la política monetaria más expansiva que se adelanta desde julio de 2012 deberá empezar a rendir sus frutos en el transcurso del año, permitiendo una aceleración del gasto privado, tanto en consumo como en inversión.

Este Informe contiene cuatro capítulos. El primero hace un análisis del contexto internacional. El capítulo II examina los principales resultados de la economía colombiana en 2012 y sus perspectivas para 2013. El tercero analiza las reservas internacionales, sus políticas de administración y el desempeño de las inversiones. El último presenta 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, así como de la labor del Banco de la República.