



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 30 de Enero de 2011**

El 30 de Enero de 2012 se llevó a cabo en la ciudad de Bogotá D.C. la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia del Ministro de Hacienda y Crédito Público, Juan Carlos Echeverry, el Gerente General, José Darío Uribe y los directores de dedicación exclusiva, Carlos Gustavo Cano, Juan José Echavarría, Fernando Tenjo, Juan Pablo Zárate y César Vallejo, en la cual se discuten las situaciones inflacionaria y de crecimiento económico y sus perspectivas, y se toman decisiones relacionadas con la política monetaria.

A continuación se hace un resumen de los principales temas tratados en dicha reunión.

### **1. ANTECEDENTES**

#### **a. Desarrollos recientes de la inflación:**

La inflación anual al consumidor en diciembre fue 3,73% (mensual de 0,42%), 23 puntos básicos (pb) menos que en noviembre. Este valor superó el 3%, punto central del rango meta de largo plazo definido por la Junta Directiva del Banco (3% +/-1 punto porcentual). Adicionalmente, el dato estuvo por encima de lo previsto y aumentó 56 pb respecto de la cifra observada un año atrás.

La caída de la inflación durante el mes se explica principalmente por la desaceleración de la variación de los precios de los alimentos. El IPC sin alimentos, por su parte, se situó en 3,13%, 10 pb más que en noviembre y 31 pb superior al de diciembre del año anterior. Esto fue el resultado de un aumento de los precios de las canastas de transables y no transables una vez se excluyen alimentos y regulados.

Para el IPC de alimentos, la variación anual pasó de 6,4% en noviembre a 5,3% en diciembre. Como el mes anterior, la variación de los precios de los

productos perecederos fueron los que más contribuyeron a este descenso, con papa y frutas mostrando caídas absolutas en precios. Este comportamiento sugiere que las condiciones de oferta de alimentos no procesados han seguido normalizándose luego de los choques recibidos por las condiciones climáticas. La depreciación del peso en meses anteriores y los precios internacionales tampoco habrían generado presiones alcistas importantes toda vez que el IPC de alimentos procesados disminuyó levemente. La variación de los precios de comidas fuera del hogar se mantuvo estable pero por encima del techo del rango meta, lo que puede obedecer al dinamismo de la demanda interna.

Dentro del IPC sin alimentos sobresale el aumento en la variación anual del IPC de transables (sin regulados) a 0,80% en diciembre. Desde septiembre de 2011 este indicador ha venido aumentando hecho que puede ser asociado con la depreciación del tipo de cambio entre septiembre y diciembre y probablemente también con el auge de la demanda interna.

En diciembre también se observaron aumentos en la variación anual de no transables sin alimentos ni regulados. Este indicador ha aumentado en los últimos seis meses lo que podría ser resultado del dinamismo de la demanda interna y la ampliación de la brecha del producto. Los aumentos se han concentrado sobre todo en rubros de servicios de salud y en arriendos.

La variación anual del IPC de regulados se mantuvo en 5,8%. No obstante, el registro sigue siendo alto impulsado por el precio de la gasolina y del transporte público.

La inflación básica continuó aumentando en diciembre, por cuarto mes consecutivo. El promedio de los tres indicadores monitoreados por el Banco de la República se situó en 3,41%, 7 pb más que el mes anterior.

Las expectativas de inflación aumentaron a comienzos de enero de 2012, una vez conocido el dato de diciembre. Las obtenidas de la encuesta mensual a 12 meses están en 3,56% frente a 3,44% del mes pasado. En la misma encuesta se espera una inflación de 3,55% para diciembre de 2012. Las mediciones derivadas de los TES también se incrementaron a diversos los plazos.

En materia de salarios, a finales de año no se habrían generado presiones importantes sobre los precios al consumidor toda vez que los ajustes reportados se sitúan alrededor del 4%, tanto para la industria, como para el comercio y para la construcción. Todo lo anterior sugiere que los costos de producción no habrían sido fuente de presiones importantes sobre los precios

al consumidor en el cuarto trimestre de 2011. Esta situación, sin embargo puede que no se mantenga para 2012 debido a la estrechez del mercado laboral y a que el ajuste del salario mínimo de 5,8%, fue superior en 2,8 puntos porcentuales a la meta de inflación largo plazo de 3%.

#### b. Crecimiento

De acuerdo con el DANE en el tercer trimestre de 2011 el PIB colombiano creció 7,7% en términos anuales (1,7% trimestralmente). Esta tasa de expansión, junto con la registrada en el cuarto trimestre de 2006, representa la mayor desde 1979.

A diferencia de los trimestres anteriores, en el tercer trimestre la mayor contribución al crecimiento por tipo de gasto provino de la inversión en capital fijo (FBKF), en donde el aporte de la inversión destinada a la industria fue importante. La FBKF aumentó 20% anual y desplazó al consumo de los hogares como principal motor de crecimiento. No obstante, el desempeño del consumo de los hogares también fue importante (7,3%).

En el tercer trimestre se presentó una desaceleración en el crecimiento anual de las importaciones desde 24,9% en junio a 18,8%. Pese a este menor ritmo, el nivel real de las importaciones es históricamente alto. Las exportaciones repuntaron y volvieron a registrar una tasa de crecimiento de dos dígitos (10,5%).

Por el lado de la oferta, los sectores que más crecieron fueron minería (18,4%) y construcción (18,1%). Los servicios financieros se expandieron 6,6% pero contribuyeron de manera importante a la dinámica del PIB dada su importancia en el total. En el tercer trimestre todos los sectores registraron crecimiento en términos anuales.

Para el cuarto trimestre, la información más reciente sugiere que la economía colombiana continuó mostrando un buen dinamismo, creciendo incluso a una tasa superior a la registrada en el primer semestre del año.

Por tipo de gasto el crecimiento continúa siendo impulsado por el consumo de los hogares, lo cual puede inferirse del comportamiento dinámico de las ventas del comercio (variación anual promedio de 3,7% a noviembre), y de las importaciones de bienes de consumo en dólares en los meses de octubre y noviembre (17% en promedio anual), así como también de los datos de cartera correspondientes a este rubro (en el cuarto trimestre el crecimiento anual del saldo de crédito de consumo fue de cerca de 22%).

Adicionalmente, es de prever que en el cuarto trimestre el consumo privado se haya visto favorecido por el continuo descenso registrado en la tasa de desempleo. Esta reducción se dio fundamentalmente por el aumento de la demanda laboral y por el dinámico incremento en el número de ocupados tanto a nivel nacional como en las 13 áreas metropolitanas. En el cuarto trimestre se observaron tasas de desempleo de un solo dígito, similares (e incluso menores) a las observadas en el año 2007.

La conjunción de los anteriores factores, junto con una mejoría en las expectativas, ha propiciado un repunte en la confianza de los consumidores a finales de 2011. Según Fedesarrollo, la confianza de los consumidores en diciembre creció significativamente y se ubicó no sólo por encima del promedio de la serie sino también en el nivel más alto para todo el año.

Con respecto a la inversión, a pesar de contar con menos información, el escenario también habría sido favorable. En primer lugar, las importaciones de bienes de capital en dólares crecieron 40,5% en promedio en octubre y noviembre y, en segundo lugar, en noviembre la producción de cemento mantuvo un comportamiento dinámico con crecimientos anuales superiores al 10%.

Por el lado de la oferta, se destacó el comportamiento de la producción industrial. En noviembre el IPI creció a una tasa anual de 6,5%. La información disponible sobre pedidos y existencias sugiere que el sector podría crecer en diciembre a tasas similares a las observadas en los últimos tres meses (5,5%).

Las ventas externas de Colombia continuaron creciendo. En noviembre, las exportaciones totales en dólares crecieron 42,5% anual, hecho explicado principalmente por un incremento de 52,1% en las ventas externas de los principales productos de origen minero (petróleo, carbón, oro, Ferróníquel). Así mismo, las exportaciones industriales aumentaron 31,5% y las de origen agrícola lo hicieron en 8,4%. Por destinos, las exportaciones industriales a Venezuela crecieron 69,1%, a Ecuador 28,1% y al resto de la ALADI 26,9%.

En términos generales en 2011 se habría tenido un importante crecimiento del consumo de los hogares (duplicando su promedio de crecimiento de la última década) y una fuerte aceleración en el crecimiento de la inversión. En el sector externo las exportaciones en términos reales habrían registrado la tasa de expansión más alta en veinte años (cerca de 11%). Las importaciones también habrían presentado una tasa elevada de crecimiento (22,1%) y compensarían la dinámica de las ventas externas, con lo cual la

contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB sería negativa. Los sectores de mejor desempeño en 2011 habrían sido la minería, el transporte y el comercio. La anterior información puede indicar que el crecimiento para el 2011 podría ser superior a 5,5%.

Para 2012 la información disponible sugiere un intervalo de crecimiento del producto entre 4,0% y 6,0%.

#### c. Variables financieras

El crédito total en moneda nacional (MN) y extranjera (ME) mantiene altas tasas de crecimiento, con una leve moderación en diciembre. Todas las modalidades de crédito, tanto a los hogares como a las empresas, continúan registrando crecimientos muy superiores al de la actividad económica. Esto se ha dado en un contexto de tasas reales de interés históricamente bajas.

A diciembre, el crecimiento del crédito total (MN y ME) registró una tasa anual de 21,1%, inferior en 22 pb a la observada en noviembre, con moderación en todas sus modalidades. Las tasas de crecimiento fueron: 25,0% para consumo, 19,5% para comercial y 17,2% para hipotecaria.

En diciembre las tasas de interés reales (descontando el IPC sin alimentos) para créditos de consumo, hipotecario y comercial ordinario se situaron en 15,4%, 9,6% y 8,2% respectivamente, cifras inferiores a los promedios observados desde el año 1998 (exceptuando la de crédito hipotecario cuyo promedio es calculado desde mayo 2002).

#### d. Contexto externo

Para el último trimestre de 2011 las cifras de actividad económica mundial muestran que la economía mundial se ha debilitado como resultado de los síntomas de recesión en la Zona Euro, que obligaron a una revisión a la baja del crecimiento mundial para todo 2012.

En la Zona Euro, los problemas de la deuda pública y de fondeo de los bancos privados han afectado la actividad económica y han deteriorado fuertemente la confianza de –empresarios y consumidores en la región. A la amenaza de contagio de las crisis de deuda soberana de Grecia e Irlanda a países como España e Italia, se suma el riesgo todavía no disipado de que Grecia no pague su deuda. De no lograrse un acuerdo en las negociaciones entre el sector financiero, las autoridades europeas y Grecia, la probabilidad de una crisis financiera es elevada dada la alta exposición de algunos bancos

Europeos a la deuda de ese país. Pese a las medidas tomadas por el Banco Central Europeo para evitar las restricciones de crédito, no se ven signos de revitalización del crédito por parte de la banca privada. Las autoridades europeas han seguido avanzando en temas como la reducción del gasto público, la integración fiscal y el fortalecimiento del sistema financiero para enfrentar la crisis. De todos modos, las medidas parecen ser insuficientes para solucionar los desbalances de la región en términos de crecimiento económico y competitividad. Todo esto se ha visto reflejado en un comportamiento volátil de los mercados financieros y ha incrementado la probabilidad de una recesión económica en la Zona Euro que se extendería al primer semestre de 2012.

En Estados Unidos el contagio de la situación externa parece ser limitado y la economía ha seguido mostrando una dinámica positiva, apoyada en una recuperación del consumo y de la actividad manufacturera. Las últimas cifras de empleo fueron mejores que las estimadas por el promedio del mercado y la industria continuó mostrando signos de recuperación. Con la inflación en niveles bajos, las principales preocupaciones de la FED continúan siendo los mercados de vivienda y de trabajo. En su reunión del miércoles 25 de enero la FED anunció que mantendría su tasa de interés de intervención en niveles cercanos a cero hasta 2014. Según los analistas, este anuncio busca mantener las tasas de largo plazo en niveles bajos, con el fin de reducir el costo de la deuda hipotecaria. Pese a los buenos datos recientes, se prevé que en los próximos trimestres el crecimiento de Estados Unidos continúe siendo moderado como consecuencia de las dificultades estructurales que aún perduran.

En Japón la cadena de suministros parece haberse recuperado en un alto porcentaje después del desastre natural de marzo de 2011. Sin embargo, la economía ha empezado a mostrar síntomas de debilitamiento, especialmente en sus exportaciones como consecuencia de la reducción de la demanda global.

Las principales economías emergentes han seguido desacelerándose, en línea con lo previsto en el informe anterior. En China las cifras recientes sobre crecimiento económico y actividad industrial sugieren una disminución leve del crecimiento y el debilitamiento del mercado de vivienda representa un riesgo adicional a la caída de la demanda global. Los recientes anuncios de las autoridades de dicho país dan a entender que en los próximos meses vendrán mayores estímulos fiscales y monetarios. En las economías de Latinoamérica la tendencia es hacia la moderación en el crecimiento. En el caso de Brasil por

ejemplo, desde la segunda mitad del año se han empezado a aplicar medidas de estímulo fiscal y monetario, con el fin de atenuar los choques externos.

El menor crecimiento económico global y las bajas presiones inflacionarias darían una mayor holgura a la política monetaria alrededor del mundo. Por ello, en las economías avanzadas no se esperan aumentos en las tasas de interés; por el contrario, la política monetaria seguirá siendo expansiva y no se descartan rondas adicionales de inyecciones de liquidez en Europa. Por su parte, en la mayoría de economías emergentes se espera estabilidad o disminución en las tasas de interés.

Los precios internacionales de los bienes básicos han disminuido desde los máximos alcanzados en el primer semestre de 2011, pero aún se encuentran en niveles históricamente altos. Para 2012 se espera que las cotizaciones internacionales de los principales bienes básicos exportados por Colombia se mantengan en niveles relativamente altos pese al menor crecimiento esperado para la demanda mundial. En el caso del petróleo las proyecciones aumentaron frente a lo que se tenía previsto hace tres meses por las diversas tensiones geopolíticas. De esta forma, el nivel de los términos de intercambio se mantendría alto y continuaría impulsando el ingreso nacional.

Los últimos datos de la balanza cambiaria para Colombia muestran que la inversión extranjera directa sigue dinámica, especialmente la dirigida a la minería. Si la situación internacional no se deteriora aún más, se prevé que este comportamiento continúe durante 2012.

Hasta el momento el incremento en las primas de riesgo y la reducción en la calificación de algunos países europeos no han tenido efectos significativos sobre las primas de riesgo del país. De hecho, en lo corrido del presente año la tasa de cambio se apreció después de haber registrado una tendencia alcista a finales de 2011.

Pese al deterioro del panorama externo, los buenos resultados del crecimiento interno, de las ventas externas, de la inversión extranjera y de la confianza de los consumidores e inversionistas muestran que el contagio de la situación internacional a la economía colombiana no se ha producido.

## **2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA**

La Junta Directiva expresó por unanimidad la conveniencia de incrementar las tasas de interés de intervención.

La Junta consideró que en el frente externo debe tenerse en cuenta que: (i) En Europa la crisis de deuda pública de algunos países de la región y las dudas sobre la solvencia de ciertos bancos continúan afectando la confianza de los hogares y de los empresarios. La recesión en Europa probablemente será mayor a la anticipada meses atrás. (ii) Se espera que la economía de los Estados Unidos en 2012 crezca a una tasa positiva pero algo inferior a la de su potencial. (iii) Los precios internacionales de los productos básicos permanecen en niveles altos y estimulan el ingreso nacional de los países productores. (iv) El mayor riesgo de los pronósticos centrales de crecimiento sigue siendo un ajuste desordenado en Europa. De materializarse dicho riesgo, la economía mundial crecería considerablemente menos de lo esperado, los precios internacionales de los bienes básicos podrían caer y la aversión global al riesgo exacerbarse, todo lo cual afectaría adversamente la economía colombiana.

En el contexto interno debe tenerse en cuenta: (i) En Colombia, al tercer trimestre de 2011 el PIB creció 7,7% anual, cifra históricamente alta y superior a la esperada. El crecimiento anual de la demanda interna (9,4%) se explicó por el fuerte aumento de la inversión y del consumo de los hogares. (ii) La información más reciente sugiere que en el cuarto trimestre la economía colombiana continuó mostrando un fuerte dinamismo. En el balance externo tanto las exportaciones como las importaciones continuaron creciendo a tasas altas en noviembre. Con todo ello, el equipo técnico estima un crecimiento económico para 2011 superior a 5,5%. Para 2012 el intervalo de pronóstico siguió entre 4% y 6%. (iii) El crédito bancario continuó incrementando a tasas altas. El comportamiento del crédito de consumo sugiere que los hogares están elevando significativamente su grado de endeudamiento. Los índices de precios de la vivienda nueva y usada siguen en niveles históricamente altos. (iv) El promedio de las medidas de inflación básica volvió a subir y la mayoría de ellas supera el 3%. Las expectativas de inflación aumentaron. (v) La confianza del consumidor sigue en niveles altos. (vi) Los pronósticos sobre empleo prevén presiones crecientes en el mercado laboral para el 2012. (vii) El impacto de la tasa de cambio sobre las proyecciones de la inflación y el crecimiento. (viii) Los niveles de las distintas tasas de interés, salvo las de tarjeta de crédito, se encuentran en valores inferiores a los promedios de los últimos 15 años. (ix) El principal riesgo sobre la inflación proviene de expansiones excesivas en la demanda o aumentos en los costos superiores a los previstos, con efectos fuertes y perdurables sobre las expectativas y la credibilidad de la política monetaria.

En un horizonte de tiempo más largo, un crecimiento excesivo del crédito y la persistencia de tasas de interés real bajas podrían ser fuente de desequilibrios financieros con consecuencias negativas sobre la sostenibilidad del crecimiento económico.

Un miembro de la Junta consideró apropiado complementar el incremento de la tasa con alguna medida macro-prudencial que tenga como propósito acelerar la transmisión de la tasa de interés sobre la dinámica del crédito de consumo.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

De acuerdo con la evaluación del balance actual de estos riesgos, los cuales dan más peso a las condiciones internas de la economía, la Junta Directiva decidió incrementar la tasa de interés de intervención del Banco de la República en 25 puntos básicos.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación, el crecimiento, el comportamiento de los mercados de activos y reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

Bogotá DC, febrero 10 de 2012