



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 29 de Abril de 2011**

El 29 de Abril de 2011 se llevó a cabo en la ciudad de Bogotá 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, César Vallejo y Juan Pablo Zárate, 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 marzo fue 3,19% (mensual de 0,27%), 2 puntos básicos (pb) más que en febrero.

Al alza presionaron la variación anual de precios de los regulados con una inflación de 6,9% en marzo frente a 6,2% en febrero y los transables sin alimentos ni regulados con un registro en marzo de -0,2% frente a -0,3% de febrero. A la baja presionó la variación anual de precios de los alimentos que se ubicó en marzo en 3,9% frente a 4,4% en febrero. En este grupo la principal contribución a la desaceleración provino de los alimentos perecederos, devolviéndose en parte el choque al alza ocasionado por de la primera ola invernal. Finalmente, la variación anual de precios de los no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo prácticamente estable en 3,4% (reducción de 2pb en marzo frente a febrero).

El promedio de los indicadores anuales de inflación básica, aumentó de 2,59% en febrero a 2,65% en marzo. El registro más bajo se sigue presentando

en el IPC sin alimentos ni regulados con 1,8%. La variación de los precios al productor (IPP) fue de 4,9% en marzo, superior a la registrada en febrero (4,6%). En cuanto a su composición se registra un incremento tanto en la variación anual del componente importado como del componente de producidos y consumidos.

La encuesta mensual de expectativas de inflación del Banco de la República con datos a marzo sugiere que para finales de 2011 la inflación se ubicaría en 3,3%, registro inferior al del mes anterior (3,5%). Para las expectativas de más largo plazo (5 y 10 años), basadas en los títulos de deuda pública, la reducción fue más clara pero aún se encuentran por encima del techo del rango meta (4%).

#### b. Crecimiento

En el cuarto trimestre de 2010 el PIB creció 4,6%. Con este dato, el PIB creció 4,3% en todo 2010. Por tipo de gasto, la mayor contribución al crecimiento provino del consumo de los hogares, especialmente de bienes durables y semi-durables. El consumo del Gobierno y la inversión también contribuyeron al crecimiento. En este último agregado, todos los componentes presentaron crecimientos anuales positivos, excepto la inversión destinada a edificaciones. Así, en 2010 la tasa de inversión sobre PIB se situó en 25,6% medida en términos reales. Por otra parte, las exportaciones netas contribuyeron negativamente a la expansión del PIB en 2010.

La información disponible para el primer trimestre de 2011 sugiere que la actividad económica crece vigorosamente, impulsada por el dinamismo de la demanda interna. El consumo privado continúa favorecido por unas tasas de interés (de consumo y de tarjeta de crédito) que permanecen por debajo de sus promedios históricos, una fuerte expansión del crédito a los hogares y un empleo de mejor calidad. Esta mejor perspectiva sobre el consumo de los hogares está siendo refrendada por la información que se conoce sobre las ventas del comercio al por menor medidas por el DANE. Estas crecieron 13,2% en febrero impulsadas por la venta de vehículos (la expansión de las ventas fue 5,5% sin tener en cuenta este factor). Así las cosas, estas condiciones favorables parecen estarse reflejando en la confianza de los consumidores como se desprende del repunte registrado en la medición de la confianza de los consumidores de Fedesarrollo.

Por el lado de la inversión, el comportamiento de las importaciones de maquinaria y equipo a febrero sugieren que ésta mantiene un alto dinamismo. En la misma dirección apunta la información sobre licencias de construcción, las cuales mostraron crecimientos importantes a finales del año pasado, impulsadas principalmente por las de vivienda de interés social. Esta información es compatible con las altas tasas de crecimiento de la cartera hipotecaria real a marzo (15%).

Por el lado de la oferta, el crecimiento anual de la industria de febrero de 2011 fue 2,4%. Esta tasa, baja frente a la observada en enero y a la esperada por el equipo técnico, se explica por la caída de la producción en la rama de hierro y acero, consecuencia de un cierre parcial en Cerro Matoso que se mantendría hasta agosto. En la mayoría de las otras ramas se observa un buen desempeño que coincide con la evolución favorable de otros indicadores asociados al sector (pedidos, existencias, demanda de energía no regulada, crédito y expectativas de producción).

En cuanto al comercio exterior, a febrero las exportaciones totales en dólares mostraban una variación anual de 37,2% impulsadas principalmente por el sector minero energético y café, con una variación anual de 49,8%. Para el acumulado 12 meses el crecimiento de las exportaciones totales es de 23,6%. Las importaciones totales en dólares mostraron una variación anual en febrero de 35,1%. Para el acumulado 12 meses el crecimiento de las importaciones totales es de 29,2%.

Para 2011, el equipo técnico elevó el rango de pronóstico de crecimiento para 2011 en 50pb, a un intervalo entre 4,0% y 6,0%. Esta estimación tiene en cuenta el efecto negativo que puede tener sobre la actividad económica el recrudecimiento del fenómeno invernal. Con estas proyecciones, se incrementó la probabilidad de que el nivel del producto se encuentre cercano a su potencial en el segundo semestre del año.

### c. Variables Financieras

En marzo, el promedio de las tasas de interés nominales de los créditos de consumo y ordinario se situaron en 17,6% y 10 % respectivamente, con aumentos de 5pb para consumo y 25pb para ordinario respecto al mes anterior. La tasa para créditos hipotecarios se situó en 12,5%, mayor en 15pb al registro de febrero.

El crecimiento anual de la cartera bruta total en moneda legal en marzo fue de 16%, mientras que en el mes anterior fue de 15,5%. Las carteras más dinámicas continúan siendo la hipotecaria y de consumo, con una variación anual de 18,4% y de 19% respectivamente. En marzo el crecimiento anual de la cartera comercial fue de 13,8%.

Durante abril, las tasas de los títulos de deuda pública aumentaron 5pb para los títulos a un año y disminuyeron para los títulos a cinco y diez años en 31pb y 15pb respectivamente.

d. Contexto Externo

Durante el primer trimestre de 2011 los indicadores del sector real para las economías desarrolladas mostraron un comportamiento mixto. Por un lado, el desempeño de EEUU ha sido relativamente bueno pese al crecimiento de 1,8% en el primer trimestre de 2011 (menor al esperado). Por otro, la recuperación en la Zona Euro continúa siendo modesta, liderada principalmente por Alemania, mientras que en Japón su recuperación se ve amenazada en el corto plazo por el desastre natural y la emergencia nuclear.

Los resultados positivos de la economía estadounidense se apoyan en factores internos y externos, los cuales se resumen en una mejora del mercado laboral, un consumo de los hogares creciente y un comercio exterior dinámico, con unas exportaciones que se encuentran en niveles pre-crisis. Sin embargo, aún permanecen latentes algunos riesgos sobre la economía de EE.UU. los cuales pueden llevar a retardar su recuperación en el corto y mediano plazo. Como la misma FED advierte, la recuperación ocurre a "paso moderado" por las dificultades que se presentan. Dentro de ellas se destacan: i) un elevado déficit fiscal que limita el accionar del gobierno federal, ii) los mayores precios del petróleo y de los alimentos que podrían castigar su crecimiento y el del resto mundo; iii) la creación de empleo no es robusta y, iv) el mercado de la vivienda sigue rezagado, aunque los últimos datos han sido favorables.

Por lo anterior, y teniendo en cuenta que las expectativas de inflación no se han incrementado, pese a aumentos en los precios internacionales, la FED en su reunión del miércoles 27 de abril decidió dejar inalterada la tasa de interés de referencia. De igual forma, mantuvo su política de compra de títulos del Tesoro (US\$600 mm) hasta finalizar el segundo trimestre de 2011, como lo habían anunciado inicialmente. Por el contrario, y producto de los mayores precios internacionales y el buen crecimiento en las principales economías

europeas, la inflación anual de la Zona Euro se ha acelerado y continúa por encima de la meta. Ello, en parte, llevó al Banco Central Europeo, en su reunión de abril, a aumentar la tasa de interés de intervención en 25pb.

El nerviosismo de los mercados en cuanto a la sostenibilidad de la deuda de los países de la periferia europea ha vuelto a aumentar en las últimas semanas, consecuencia de la inestabilidad política en Portugal, la falta de credibilidad de algunos programas de austeridad fiscal y la posible reestructuración de la deuda pública de Portugal y Grecia. A pesar de esto, los analistas han mejorado sus pronósticos sobre el crecimiento de la Zona Euro para el presente año; entre ellos el FMI, por ejemplo, incrementó su pronóstico de 1,5% a 1,6%.

Los países emergentes mantienen una dinámica favorable y cerraron el 2010 con un crecimiento alto. Los datos disponibles al primer trimestre del 2011 sugieren que el crecimiento continuará durante el año pero a un ritmo más moderado. Los mayores precios internacionales han comenzado a afectar la inflación de algunos países, en especial de los asiáticos y de Brasil, lo cual ha llevado a la mayoría de las autoridades monetarias a subir sus tasas de intervención. Para lo que resta del año se espera que esta estrategia continúe, dadas las presiones inflacionarias y la disminución de las brechas del producto.

Como consecuencia del buen desempeño de las economías de la región, de sus bajas primas de riesgo y las bajas tasas de interés en los países desarrollados, persiste el flujo de capitales hacia América Latina. A raíz de esto, sus monedas se han apreciado.

Se espera que los precios internacionales de bienes básicos continúen en niveles elevados en 2011. El buen desempeño de las economías emergentes y los diferentes problemas de oferta han impulsado los términos de intercambio de Colombia a niveles históricamente altos lo que apoyaría las exportaciones y una mejora en el ingreso de los colombianos.

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

Los miembros de la Junta evaluaron la oportunidad de incrementar en esta reunión las tasas de interés de intervención, continuando con el retiro gradual del estímulo monetario.

Destacaron los siguientes puntos: (i) Las tasas de interés se encuentran en niveles históricamente bajos en términos nominales y reales; (ii) todos los componentes del crédito siguen creciendo a ritmos importantes junto a unas tasas reales de interés de préstamos en niveles bajos y la deuda de los hogares también se ha acelerado; (iii) El crecimiento de 4,3% del PIB en 2010 fue mayor al esperado y a información del primer trimestre del año sugiere que el dinamismo de la economía continúa; (iv) Los términos de intercambio siguen mejorando y se encuentran en niveles históricamente altos y contribuye al crecimiento del ingreso nacional; (v) Las expectativas del consumidor han aumentado y la inversión en maquinaria y equipo continúa dinámica y se cree que lo mismo ocurre con las obras civiles; (vi) El equipo técnico elevó el rango de pronóstico de crecimiento para 2011 en 50 pb, a un intervalo entre 4% y 6%. La parte baja de este rango tiene en cuenta el efecto negativo que puede tener sobre la actividad económica el recrudecimiento del fenómeno invernal; (vii) Los mejores indicadores en el mercado laboral; (viii) La mayor probabilidad de que el nivel del producto se encuentre cercano a su potencial; (ix) Los diferentes indicadores de precios de la vivienda siguen aumentando y ya se encuentran en niveles cercanos a sus máximos registros históricos y; (x) La apreciación reciente del peso.

En materia de riesgos se observó que: (i) Los precios internacionales de los bienes básicos, incluyendo los del petróleo y los alimentos, han subido en meses recientes como consecuencia del fuerte dinamismo de la demanda en las economías emergentes y choques negativos de oferta; (ii) El aumento de presiones inflacionarias en muchos países y el incremento de la tasa de interés de algunos bancos centrales de América Latina y Asia, así como el Banco Central Europeo; (iii) Unas tasas de interés muy bajas por un periodo excesivamente prolongado de tiempo pueden terminar generando riesgos sobre la estabilidad financiera, la sostenibilidad del crecimiento y la inflación futura; (iv) Una tasa de interés excepcionalmente baja puede ser inconsistente con un crecimiento esperado en 2011 y 2012 cercano al potencial y una inflación proyectada cercana al punto medio del rango meta de largo plazo; y (v) Las expectativas de inflación a más de un año se sitúan por encima de la meta.

Teniendo en cuenta todos estos factores y los rezagos con los que las acciones de política monetaria afectan el gasto agregado y la inflación, la Junta consideró que el ajuste hacia una política monetaria menos expansiva debe continuar. El nuevo nivel de la tasa de interés de intervención del Banco

de la República sigue apoyando el crecimiento de corto plazo del producto y el empleo.

Los aumentos en la tasa de intervención servirán para mantener la inflación dentro del rango meta de este año y el siguiente y contribuyen a evitar futuros desequilibrios financieros. Así mismo, las acciones anticipadas de política monetaria, junto con una posición fiscal austera, reducirían el nivel al cual la tasa de interés de intervención debe subir en relación con niveles observados en ciclos económicos anteriores.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

La Junta Directiva acordó incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención del Banco de la República que será de 3,75%.

Bogotá DC, mayo 13 de 2011