



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 17 de Junio de 2011**

El 17 de junio 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 Garzón, el Gerente General, José Darío Uribe Escobar y los directores de dedicación exclusiva, Carlos Gustavo Cano Sanz, Juan José Echavarría Soto, Fernando Tenjo Galarza, César Vallejo Mejía y Juan Pablo Zárate Perdomo, 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 mayo fue 3,02% (mensual de 0,28%), 18 puntos básicos (pb) más que en abril. Esta cifra estuvo en línea con la proyección del equipo técnico del Banco, pero fue menor a lo esperado por el mercado.

Las principales presiones alcistas se dieron en los precios de los alimentos, tanto de los perecederos como de los procesados. A mayo la variación anual de los alimentos fue 3,6%, registro que corrige una desaceleración no esperada de este grupo en el mes de abril.

La inflación sin alimentos (2,81%), al igual que el promedio de todos los indicadores de inflación básica, permaneció relativamente estable. La variación anual de los precios de los no transables sin alimentos ni regulados se incrementó en 5 pb y se situó en mayo en 3,5%. Por el contrario, la de los

precios de los regulados y la de los transables sin alimentos ni regulados descendieron en su orden en 26 pb y 4 pb, al ubicarse en 6,15% y -0,10% en mayo.

Las expectativas de inflación a dos y tres años volvieron a desacelerarse y se encuentran dentro del rango meta. Para fin de año, la encuesta mensual de expectativas aplicada a analistas sugiere que la inflación se ubicaría en 3,2%, cifra levemente mayor a la que se obtuvo en abril (3,1%).

La variación anual de los precios al productor (IPP) fue de 4,8% en mayo frente a 4,7% en abril. Las alzas se han concentrado en los bienes de origen agropecuario.

#### b. Crecimiento

Para el primer trimestre, los últimos indicadores de actividad sugieren que el ritmo de crecimiento anual de la economía puede estar levemente por debajo del observado al finalizar el 2010. Esta desaceleración se explica principalmente por una caída no prevista en la construcción, especialmente de obras civiles. El aporte de la demanda externa neta sería negativo, ya que las importaciones reales aumentaron más rápido que las exportaciones.

Por el lado del gasto, en el primer trimestre de este año el PIB habría sido impulsado por la demanda interna, tanto por la inversión diferente a la construcción como por el consumo de los hogares. Al igual que en el 2010, en el pasado trimestre la mayor dinámica dentro del consumo privado se habría dado en el de bienes semi-durables y durables (v.g. automóviles), favorecida por las bajas tasas de interés y la amplia disponibilidad de crédito.

Respecto a la inversión, el pobre resultado de las obras civiles implicará una desaceleración importante de la inversión en capital fijo. Sin embargo, los demás componentes de este rubro, como la inversión en maquinaria y en equipo de transporte, habrían mostrado crecimientos importantes tal como lo reflejan las importaciones de bienes de capital.

Para el segundo trimestre de 2011, los escasos indicadores disponibles no permiten considerar una desaceleración importante en el crecimiento. Las ventas de vehículos siguieron creciendo a buen ritmo, sugiriendo que el

consumo durable se mantiene alto. Esto estaría siendo confirmado por la dinámica de las importaciones de consumo (crecimiento anual a abril 30,5%) el crecimiento del crédito de consumo (22,4% a mayo), y la percepción de los comerciantes sobre sus ventas actuales.

En abril los indicadores del mercado laboral reflejaron una mejora en la cantidad y calidad del empleo. La generación de empleo se concentró en el trabajo asalariado y la tasa de desempleo ajustada por estacionalidad descendió frente a la observada en marzo y en febrero. Estos hechos pueden continuar impulsando la dinámica del consumo de los hogares.

La tendencia favorable en los indicadores de gasto de los hogares descritos anteriormente no ha estado en línea con el comportamiento del índice de confianza del consumidor calculado por Fedesarrollo. En abril y mayo este índice se deterioró, especialmente por las caídas en la disposición a comprar vivienda o bienes durables.

En abril las ventas externas en dólares de productos colombianos continuaron creciendo a un ritmo elevado (34,6% anual en valor y 2,5% en volumen), aunque por debajo de lo observado en el mes anterior (46,4% y 7,4% respectivamente). Las exportaciones fueron nuevamente impulsadas por el buen desempeño en los mercados internacionales de productos como café, carbón, ferroníquel, oro, petróleo y derivados. El resto de las ventas externas en dólares crecen 9,1% y con destinos distintos a Venezuela crecen 12,8%. En lo referente a las importaciones, su crecimiento continúa dinámico (32,2%). Se estima que en lo corrido del año el crecimiento real de las importaciones supere el de las exportaciones por lo que el aporte de la demanda externa neta al producto continuaría en terreno negativo.

Los indicadores asociados con la oferta continuaron mostrando un buen desempeño. Por ejemplo, la demanda de energía total a mayo volvió a crecer en términos anuales; en particular la demanda de energía no regulada de la industria mostró un importante dinamismo.

En la industria, los indicadores de pedidos y de existencias siguieron mostrando un buen comportamiento. Sin embargo, el balance sobre las

expectativas de producción a tres meses cayó, aunque dicho retroceso no implicó un quiebre en el componente tendencial del indicador.

El posible carácter transitorio del comportamiento de las obras civiles, así como la poca información disponible del segundo trimestre no permite considerar un cambio importante en el pronóstico de crecimiento de 2011. Por tal razón se mantiene el rango de crecimiento para 2011 entre 4% y 6%.

#### c. Variables Financieras.

El crédito total en moneda nacional (MN) y extranjera (ME) continuó acelerándose. A mayo todas las modalidades de crédito, tanto a los hogares como a las empresas, registran crecimientos muy superiores al estimado del PIB de 2011. Esto se ha dado en un contexto de tasas reales de interés históricamente bajas.

A mayo, el crédito total (MN y ME) se incrementó en 22,4% anual, cifra superior en 93 pb al registro de abril. La cartera de consumo y la comercial (MN y ME) registraron aumentos en mayo de 22,4% y 22,8%, datos superiores en 122 pb y 81 pb respectivamente a lo observado un mes atrás. La hipotecaria se desaceleró en 91 pb y se ubicó en el mes en 17,6%.

En mayo las tasas de interés reales (descontando el IPC sin alimentos) para créditos de consumo, hipotecario y comercial se situaron en 14,6%, 9,7% y 7,1%, cifras inferiores a sus promedios históricos desde 1998.

#### d. Contexto Externo.

En el segundo trimestre de 2011, la economía mundial ha confirmado la recuperación iniciada en 2009. Sin embargo, esta recuperación podría ser más lenta, ya que la última información disponible muestra que los países desarrollados todavía no han superado totalmente las consecuencias de la pasada recesión. También podrían estar enfrentando una desaceleración temporal asociada a las dificultades que enfrenta Japón. En esas condiciones, el impulso actual de la economía mundial se explica en buena medida por el desempeño de los países emergentes.

En Estados Unidos, en particular, la recuperación continúa a un ritmo moderado y la nueva información sobre los indicadores de actividad económica sugiere que el crecimiento del segundo trimestre podría estar desacelerándose. Esta evolución se explica principalmente por un menor dinamismo de la demanda interna, afectada por los recortes en el gasto público y por los altos precios de los combustibles. Adicionalmente, en mayo la tasa de desempleo volvió a aumentar y el número de puestos de trabajo que se crearon fue menor que el de meses anteriores. En contraste, las exportaciones continuaron creciendo en términos nominales y reales, y su tasa de expansión durante los primeros cuatro meses del año ha sido superior a la de las importaciones, lo cual ha permitido reducir el déficit comercial.

Por otra parte, la crisis de la deuda en los países más frágiles de la Zona Euro (Grecia, Irlanda, Portugal y España), ha aumentado el nivel de alerta sobre la sostenibilidad fiscal de esas economías. La ausencia de una solución definitiva de la situación en Grecia está impactando las bolsas de valores en todo el mundo, ante el temor que se puedan ver afectados bancos estadounidenses y europeos.

Para el caso del Japón, el índice de producción industrial evidenció cierto repunte en abril después de la fuerte caída por el desastre natural. Se espera que en el segundo semestre la actividad comience a recuperarse de manera más clara.

Los precios internacionales de los alimentos y del petróleo siguen siendo históricamente altos, pese a algunas reducciones en los últimos meses. Estas caídas obedecen al aumento en la incertidumbre acerca del comportamiento de los países desarrollados y a que la oferta parece estar cubriendo las necesidades actuales.

En cuanto a las economías emergentes los índices de producción industrial continúan mostrando un comportamiento favorable, salvo en el caso de Brasil, en donde se presentó una ligera caída. De otro lado, en China e India la inflación se aceleró en mayo evidenciando que las presiones sobre los precios siguen presentes. Esta situación continuará afectando las decisiones de política monetaria y debe llevar a una moderación del ritmo de crecimiento de esas economías.

## 2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

Los miembros de la Junta destacaron los siguientes puntos: (i) La fuerte caída en el primer trimestre de la inversión en obras civiles. Este descenso no fue esperado y probablemente es de carácter transitorio; (ii) La incertidumbre internacional debido al descenso de los indicadores de actividad de los Estados Unidos y a la crisis de deuda de la Zona Euro; (iii) El nivel históricamente bajo de la tasa de interés de intervención del Banco y de buena parte de las tasas de interés real, y su posible efecto futuro sobre la solidez del sistema financiero, si se mantienen por un período excesivamente prolongado; (iv) El crecimiento, cada vez mayor, de todos los componentes del crédito y de la deuda de los hogares; (v) El nivel históricamente alto de los términos de intercambio y su contribución al crecimiento del ingreso nacional; (vi) El dinámico desempeño de la demanda privada, tanto en el consumo como en la inversión en maquinaria y equipo; (vii) Los mejores indicadores de calidad del empleo en el mercado laboral; (viii) La alta probabilidad de que el nivel del producto se encuentre cercano a su potencial en el segundo semestre del año; (ix) Las expectativas de inflación de corto y mediano plazo que han corregido a la baja y se ubican dentro del rango meta; (x) La apreciación reciente del peso; (xi) La presión de los precios de los alimentos y del petróleo sobre la inflación internacional; (xii) Las presiones inflacionarias en muchos países, acompañadas por incrementos de la tasa de interés de algunos bancos centrales de América Latina y Asia.

Algunos miembros de la Junta manifestaron que la tasa de intervención del Banco debía ser incrementada en 25 pb, por las siguientes razones: (i) si bien se ha introducido cierta incertidumbre al crecimiento del PIB, en especial por los riesgos externos y la ejecución de las obras civiles, la información disponible muestra un fuerte dinamismo de la demanda interna, tanto de la inversión diferente a la construcción como del consumo de los hogares. Esto último parece estar confirmado por el crecimiento anual de 22,4% en el crédito de consumo y por el dinamismo mostrado por las ventas al por menor en lo corrido del año. (ii) La tasa real vigente está por debajo de su probable equilibrio de largo plazo, y es 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. (iii) El incremento consecutivo y

temprano de la tasas de interés del Banco contribuye a preservar la inflación dentro del rango meta y reduce riesgos de desequilibrios financieros que lleven luego a una volatilidad innecesaria de las tasas de interés, del producto y el empleo.

En opinión de este grupo de miembros de la Junta, la postura monetaria correspondiente a una tasa de interés de intervención de 4,25% nominal continúa siendo expansiva.

Otro miembro de la Junta también estimó apropiado elevar la tasa de intervención del Banco en 25 puntos básicos con el fin de asegurarle un nivel positivo en términos reales. Sin embargo, advirtió que en la fase actual del ciclo económico, este debería ser el último movimiento como quiera que los indicadores demuestran que tanto la inflación total como la básica y las expectativas están controladas y ancladas a la meta. Consideró además que no se debe ampliar aún más la diferencia con relación a las tasas de nuestro principal socio, Estados Unidos, cuya autoridad monetaria, debido al estancamiento de su economía y a los temores sobre una recaída, probablemente no las elevará antes del fin del próximo año. La evolución de la cartera en moneda extranjera, resultante de ese diferencial, es alarmante al haber pasado su crecimiento anual del 134% en marzo al 170% en mayo. Ante lo cual, en adelante, en vez de sobre-utilizar la tasa de interés, se deben contemplar medidas complementarias de regulación macro-prudencial. Finalmente observó que el auge exportador y de inversión extranjera está concentrado en el sector minero-energético, el cual explica el 80% de la dinámica de las primeras y el 85% del tamaño de la segunda. En tanto, que apenas genera 200.000 empleos. Inequívoco síntoma de enfermedad holandesa.

Otro miembro de la Junta consideró que no es conveniente incrementar las tasas de interés del Banco en esta oportunidad. Los diferentes indicadores de inflación se encuentran en el rango meta de 3% +/- 1 punto porcentual, el crecimiento del PIB es cercano a su nivel histórico, y las encuestas de confianza al consumidor, a los industriales y a los comerciantes muestran caídas preocupantes. Además, la economía internacional ha mostrado síntomas de desaceleración en los meses recientes. Este escenario justifica

esperar hasta la próxima reunión de la Junta Directiva para contar con una información más sólida sobre tasas de interés.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

La Junta Directiva acordó, por mayoría, incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención del Banco de la República que será de 4,25%.

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, 1 de julio de 2011