



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 18 de Marzo de 2011

El 18 de Marzo 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 febrero fue 3,17% (mensual de 0,60%), 23 puntos básicos (pb) menos que en enero.

El menor registro frente a enero se debió a variación de los precios de los alimentos y regulados. La variación anual de los precios de los alimentos pasó de 4,8% en enero a 4,4% en febrero, explicada en esta oportunidad principalmente por los alimentos perecederos. Por su parte, la variación anual de los regulados pasó de 7,0% en enero a 6,3% en febrero. El menor registro obedeció a una menor variación anual en el precio de la gasolina que no fue ajustado en febrero. Por último, la inflación de transables sin alimentos ni regulados se hizo más negativa en febrero.

La variación anual de los precios de los bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados se incrementó ligeramente, ubicándose en 3,42% en febrero frente a 3,37% en enero.

En cuanto a los indicadores de inflación básica, su promedio se mantuvo estable en 2,5% en febrero. El registro más bajo se sigue presentando en el IPC sin alimentos ni regulados con 1,7% anual. De otro lado, la variación anual de los precios al productor (IPP) fue de 4,6% en febrero, superior a la registrada en enero (4,3%). En cuanto a su composición se registra un incremento en la variación anual del componente importado.

La encuesta mensual de expectativas de inflación del Banco de la República con datos a febrero indica que para finales de 2011 la inflación se ubicará en 3,5%, registro levemente inferior en el mes anterior de 3,6%. Para las expectativas de más largo plazo (5 y 10 años), basados en los títulos de deuda pública, la reducción fue más clara pero aún se encuentran por encima del techo del rango meta de largo plazo (2% - 4%).

b. Crecimiento

La información disponible para finales de 2010 permite prever un crecimiento del PIB en el último trimestre del año superior al registrado en el tercero y al pronosticado previamente por el Banco, con lo cual la economía colombiana se habría expandido a una tasa cercana al 4,2% para todo el año. Este mejor comportamiento del esperado se debe principalmente al buen desempeño del indicador de obras civiles y de la producción de café.

En lo corrido del año, la actividad económica mantiene el dinamismo de finales de 2010 con un desempeño favorable de la demanda interna, tanto en consumo como en inversión. En el primer caso, la confianza de los consumidores en febrero aumentó y quebró la tendencia. A ello se le suma un crédito de consumo que continuó expandiéndose a tasas altas en enero y febrero, unas ventas al por menor que en enero crecieron 12,3% anual y un mercado laboral que muestra signos de mejoría. Por todo ello, sigue siendo razonable esperar un buen crecimiento para el consumo privado para el primer trimestre de 2011.

En materia de inversión, el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, con un crecimiento importante a finales de año, sugiere que este gasto mantiene un buen nivel. Así mismo, el fuerte crecimiento de las licencias de construcción en noviembre, al igual que el de las ventas de cemento en diciembre, anticipa una mejoría en la construcción de vivienda para comienzos de 2011 de la mano de un mejor dinamismo en obras civiles.

En cuanto al comercio exterior, a enero las exportaciones totales en dólares mostraban una variación anual de 29,5% impulsadas principalmente por el sector minero energético y café, con una variación anual de 30%. Para el acumulado 12 meses el crecimiento de las exportaciones totales es de 22,3%. Las importaciones totales en dólares mostraron una variación anual en diciembre de 39,8%. Para el acumulado 12 meses el crecimiento de las importaciones totales es de 27,3%.

Por el lado de la oferta, los diferentes indicadores reales de expectativas y de confianza de la industria muestran que este sector continúa por el camino de la recuperación. Según la Muestra Mensual Manufacturera del DANE, el crecimiento anual de la industria a enero de 2011 fue 6,2%, tasa superior a lo acumulado en todo el 2010 y similar a lo reportado por la ANDI. Con fuente Fedesarrollo, en enero el indicador de volumen de pedidos de este sector continúa creciendo, aunque de forma lenta y con registros aún lejanos a sus máximos históricos. Por el contrario, la medida de existencias (contra cíclica) ya se acerca a su mínimo histórico. Las expectativas de producción a tres meses de los industriales retornaron a un nivel alto y el indicador de confianza (que reúne pedidos, expectativas y existencias) volvió a aumentar.

Para 2011, las condiciones macroeconómicas continúan apoyando una expansión económica importante. En particular se sigue esperando una demanda mundial en expansión, unos términos de intercambio altos y que aumentaran frente a 2010, unos flujos de IED importantes, que continúe la recuperación del empleo y unas condiciones crediticias internas amplias, con tasas de interés reales relativamente bajas. Por ello, se espera que el PIB en 2011 muestre un desempeño favorable y se sitúe alrededor del 4,5%. Sin embargo, cabe señalar que sobre esta estimación existe una incertidumbre elevada producto de los diferentes riesgos económicos y sociopolíticos que enfrenta el mundo.

c. Variables Financieras

En febrero los promedios de las tasas de interés nominales de los créditos de consumo y ordinario se situaron en 17,5% y 9,8% respectivamente, con aumentos de 4pb para el crédito de consumo y una caída en la tasa de crédito ordinario de 27pb respecto al mes anterior. La tasa para créditos hipotecarios se situó en 12,4%, mayor en 7pb al registro de enero.

El crecimiento anual de la cartera bruta total en moneda legal en febrero fue 15,5% mayor al 14,9% del mes anterior. Las carteras más dinámicas continúan siendo la hipotecaria y de consumo, con una variación anual de 20,9%, y 17,5% respectivamente. En febrero el crecimiento anual de la cartera comercial fue de 13,5%.

Entre el 25 de febrero y el 18 de marzo de 2011, las tasas de los títulos de deuda pública aumentaron 12pb para los títulos a un año y disminuyeron 23pb para los títulos a cinco años. Los títulos a 10 años se ubicaron en la misma fecha en 8,7%, 20pb menos que lo registrado al 25 de febrero.

d. Contexto Externo

En el contexto externo se destaca el impacto que ha tenido el terremoto en Japón sobre esta economía y en general sobre los mercados internacionales. Desde hace una semana, los mercados bursátiles y de productos básicos han mostrado desvalorizaciones importantes que han puesto freno, al menos de manera parcial, a la escalada en los precios internacionales de los productos básicos y han acentuado las caídas ya registradas en las bolsas, producto de las tensiones en Oriente Medio y el Norte de África. En particular, el precio del petróleo cayó luego del fuerte incremento registrado con el advenimiento de la crisis en Oriente Medio y el Norte de África.

En cuanto al crecimiento mundial, éste se sigue dando a varias velocidades. Por una parte, dentro de los principales países desarrollados se destacan Estados Unidos y Alemania que han mostrado un mejor comportamiento al esperado. Por otra, los países de la periferia europea y Japón con crecimientos bajos o incluso contracciones y finalmente los emergentes que continúan creciendo a buen ritmo, impulsados por Asia y América Latina.

En lo corrido de 2011 los Estados Unidos han continuado consolidando su recuperación económica con un crecimiento lento de la industria manufacturera y una dinámica más fuerte de la esperada en las ventas del comercio. Así mismo, el mercado laboral ha comenzado a mostrar signos de recuperación, como lo sugieren los indicadores de enero y febrero. A pesar de lo anterior, todavía persisten algunos obstáculos para la recuperación plena. En primer lugar, los altos niveles de la deuda de los agentes y la aún elevada percepción de riesgo no han permitido la reactivación del crédito. En segundo

lugar, el mercado de vivienda continúa rezagado y el déficit fiscal es elevado. Estos hechos pueden limitar el crecimiento del consumo y la inversión.

En el caso de la zona euro, la situación es menos clara y muestra tendencias diferentes para sus estados miembros. Por una parte, Alemania ha mostrado una fuerte recuperación de la mano de las exportaciones y ha logrado reducir de manera importante el desempleo. Por otra, la periferia europea continua mostrando un crecimiento poco alentador y el desempleo sigue siendo una de las principales preocupaciones. Finalmente, para el Japón, antes del terremoto la actividad económica no evidenciaba un buen desempeño y ello probablemente se verá acentuado en los próximos meses. Sin embargo, en un plazo más largo se puede esperar un crecimiento más dinámico por los esfuerzos de reconstrucción.

De otro lado, a pesar de las recientes caídas en los precios internacionales de las materias primas, sus niveles todavía son elevados y pueden transmitirse a la inflación tanto en las economías desarrolladas como las emergentes. Adicionalmente, aún persisten varios de los factores que presionan de manera estructural dichos precios al alza y a ellos se les ha sumado la preocupación sobre la seguridad de la energía nuclear y las limitaciones a su uso decretadas en algunos países alrededor del mundo.

En el contexto de buen crecimiento mundial (impulsado principalmente por las economías emergentes) y de elevados precios de bienes básicos, es de esperarse que los bancos centrales de las economías emergentes y algunas desarrolladas exportadoras de productos básicos continúe el ciclo de incremento de tasas. Para las principales desarrolladas, a pesar de que los excesos de capacidad instalada son amplios, ya se han comenzado a observar traspasos de los altos precios internacionales de los bienes básicos a la inflación. Por estas razones no se descarta que el Banco Central Europeo y el de Inglaterra incrementen sus tasas en el segundo trimestre de 2011. Para Estados Unidos, por el contrario, no se esperan cambios en la postura monetaria en el corto plazo.

Por último, en cuanto a la percepción de riesgo, los CDS para las economías europeas de la periferia se han vuelto a incrementar en las últimas semanas y *Moody's* redujo las calificaciones a la deuda de España y Portugal. Para América Latina las primas de riesgo continúan en niveles bajos y en el caso particular de Colombia *Standard and Poor's* le otorgó el grado de inversión a la deuda pública en moneda extranjera.

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, en línea con lo anunciado en la reunión anterior sobre la conveniencia de retirar gradualmente el estímulo monetario de los meses anteriores, con el objeto de hacer sostenible en el tiempo la mayor dinámica que ha adquirido la economía colombiana y mantener la inflación dentro de su rango meta de largo plazo. Destacaron en particular, los siguientes puntos: (i) Las tasas de interés se encuentran en niveles históricamente bajos en términos nominales y reales y han mostrado estabilidad en el último mes; (ii) Los riesgos que unas tasas de interés muy bajas por un periodo excesivamente prolongado de tiempo pueden terminar generando sobre la estabilidad financiera, la sostenibilidad del crecimiento y la inflación futura; (iii) El fortalecimiento de las razones para esperar que la economía alcance niveles cercanos a su potencial en el segundo semestre del año basado en: el crédito de consumo que continuó expandiéndose a tasas altas; la mejora en el mercado laboral; el fuerte crecimiento de las licencias de construcción y un mejor dinamismo en obras civiles. (iv) La incoherencia que puede llegar a tener una tasa de interés excepcionalmente baja con un crecimiento esperado en 2011 y 2012 cercano al de tendencia y una inflación proyectada cerca del punto medio del rango meta de largo plazo; (v) Que la política monetaria actúa con rezago; (vi) Las expectativas de inflación a más de un año por encima de la meta; y (vii) La estabilidad en la tasa de cambio de las últimas semanas y los resultados favorables del programa de compra de divisas.

En materia de riesgos, aunque todavía es prematuro dimensionar el impacto pleno que tendrá el terremoto y posterior tsunami que afectaron al Japón, los primeros análisis señalan que la recuperación de la economía de los países desarrollados podría hacerse más lenta, pero esto no aliviaría la presión sobre los precios del petróleo y otros bienes básicos. Adicionalmente, continúa la incertidumbre por la situación fiscal en algunos países industrializados y sobre el precio internacional del petróleo como consecuencia de la inestabilidad política en el medio oriente y norte de África. Además, los precios internacionales del petróleo, de los alimentos y de otros productos básicos están en niveles históricamente altos y han llevado a aumentos en los precios al consumidor en muchos países. Los bancos centrales de algunos

países de América Latina y otras partes del mundo han subido sus tasas de interés.

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 apropiado y prudente continuar reduciendo de manera gradual el estímulo monetario. El 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 en febrero y marzo servirán para afianzar la sostenibilidad del crecimiento del producto y el empleo, mantener la inflación dentro del rango meta este año y el siguiente, y preservar la estabilidad del sistema financiero. Así mismo, es de esperar que estas acciones anticipadas de política monetaria reduzcan el nivel al cual la tasa de interés de intervención deba 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 3,5%.

Bogotá DC, abril 01 de 2011