



**PALABRAS DE JOSÉ DARÍO URIBE, GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, EN EL SEMINARIO MACROECONÓMICO Y SECTORIAL ANIF – FEDESARROLLO**

**“Aceleración de la Economía Colombiana y las Reformas Estructurales”**

**BOGOTA, FEBRERO 13 DE 2013**

- Buenos días. Es un placer para mí participar en este Foro organizado por ANIF y FEDESARROLLO. Agradezco a sus Directores, Sergio Clavijo y a Leonardo Villar, la invitación que me han hecho. Voy a compartir con ustedes algunos comentarios sobre las decisiones recientes de política monetaria y cambiaria de la Junta Directiva del Banco de la República.
- Más específicamente, mis comentarios se centrarán en explicar por qué la tasa de interés de intervención del Banco de la República se encuentra hoy en 4%, una cifra inferior a la esperada seis meses atrás. Asimismo, me referiré a los anuncios de la Junta sobre acumulación de reservas internacionales, que hasta el momento señalan el compromiso de Banco de comprar al menos US\$ 3550 millones en los primeros cinco meses del año.

**Los crecimientos anuales del producto y de los precios son menores a lo previsto**

- A finales de 2011 la economía colombiana se caracterizaba por un fuerte crecimiento del gasto agregado y del endeudamiento y un aumento continuo en los precios de la vivienda nueva y usada. Existía una preocupación sobre la sostenibilidad de esa dinámica a pesar de que la tasa de interés de intervención había pasado del 3% en febrero al 4.75% en diciembre. Además, se proyectaba un crecimiento de la economía mundial en 2012 inferior al de 2011. La preocupación por la sostenibilidad del crecimiento del gasto y del endeudamiento, en un contexto de incertidumbre sobre la permanencia de una senda alta y creciente de ingresos por exportación de productos básicos e inversión extranjera, llevó a que en cada uno de los dos primeros meses de 2012 la Junta decidiera aumentar en 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención y en febrero alcanzara 5.25%.

- Teniendo en cuenta los aumentos en la tasa de interés de intervención y el debilitamiento de la economía mundial se proyectó una desaceleración del crecimiento del PIB de tasas cercanas al 6% en 2011 a 5% en 2012. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento en el segundo semestre fue mayor a la esperada y ahora se calcula que Colombia creció en 2012 un 3.6%, con un margen de error de +/- 0.3 puntos porcentuales.
- Por su parte, al finalizar 2011 la inflación al consumidor fue 3.7%, cifra superior a la meta de largo plazo (3%). La inflación básica mostró un leve repunte en la segunda mitad de 2011 y las expectativas de inflación, medidas de diferentes maneras, superaban el 3%. Se pronosticó entonces una inflación al finalizar 2012 de 3.2%. Sin embargo, la inflación observada fue 2.4%, inferior a la esperada unos pocos meses antes de terminar el año, y en el mes de enero se situó en 2%, límite inferior del rango de control de la meta de inflación definido por la Junta Directiva del Banco. De igual manera, las expectativas de inflación de corto y mediano plazo se situaron por debajo del 3%.
- En otras palabras, la información recibida en el segundo semestre de 2012 y enero de 2013 y, en especial a partir del mes de septiembre, indica que la economía colombiana se ha venido desacelerando más fuertemente que lo proyectado antes. Con la nueva información disponible se espera que el PIB y el empleo crezcan a un menor ritmo que el previsto un trimestre atrás. Al mismo tiempo, las presiones inflacionarias son menores. Teniendo en cuenta el debilitamiento de la actividad económica y las menores presiones inflacionarias se espera que el PIB y la inflación se sitúen en los próximos trimestres por debajo de la capacidad productiva y la meta cuantitativa (3%), respectivamente.

### **Las causas de la desaceleración de la economía y la caída de la inflación mayor a la esperada**

- Como base para la toma de decisiones de política monetaria de la Junta, el equipo técnico realiza cada mes un análisis detallado del comportamiento reciente y esperado de la economía, en especial del crecimiento del producto y el empleo, la inflación y las variables financieras. En reuniones recientes, el esfuerzo se ha centrado en entender las razones por las cuales el crecimiento y la inflación son significativamente inferiores a lo esperado hace uno o dos trimestres.
- En cuanto a la desaceleración del crecimiento del PIB mayor a la esperada, la sorpresa no ha venido por el comportamiento de variables externas. El crecimiento de los socios comerciales, los niveles de términos de intercambio y los valores de inversión extranjera han sido similares a los esperados en el primer semestre de 2012. Las exportaciones totales reales sí han crecido a un ritmo un poco inferior al previsto por el

impacto de problemas de transporte de crudo (debido a atentados) y por la producción de café que una vez más resultó inferior a la prevista.

- Tampoco lo ha sido el comportamiento del consumo de los hogares. Esta variable creció a una tasa anual real de 4% en el tercer trimestre, en línea con lo pronosticado por el equipo técnico. La caída en el consumo de bienes durables fue mayor a la prevista y compensada por el mayor dinamismo del consumo de servicios. El 4% de crecimiento real del consumo de los hogares es compatible con un menor ritmo de apalancamiento de las familias y la convergencia de su endeudamiento hacia una senda sostenible. Por su parte, el crecimiento del consumo del gobierno ha sido un poco mayor al previsto.
- En consecuencia, el sorpresivo menor crecimiento en 2012 se explica, casi en su totalidad, por el menor crecimiento de la inversión. Dentro de este rubro se destaca el bajo dinamismo de la construcción de obras civiles, vivienda y equipo de transporte. La inversión en maquinaria y equipo conserva una dinámica importante, creciendo a una tasa anual cercana al 10%. Por sectores, la industria y la construcción mostraron dinámicas inesperadamente débiles.
- En obras civiles el mal resultado se concentró en el tercer trimestre, cuando se presentó una caída no prevista explicada (posiblemente, según han dicho algunos) por dificultades en la ejecución privada y pública, por incrementos en las exigencias de licencias ambientales y por cuellos de botella en la aprobación de las mismas, así como por demoras en la adquisición de terrenos. No obstante, dada la excesiva volatilidad de esta serie, su interpretación y pronóstico resulta particularmente difícil
- En el sector de edificaciones, varios factores podrían estar explicando la desaceleración mayor que la esperada. El mal desempeño del sector se ha dado en varias ciudades, incluida Bogotá. En esta última ciudad, diferentes fuentes de información sugieren que el problema obedece en parte a una restricción de oferta. La desaceleración en la creación de empleo y los altos precios de la vivienda podrían también estar restándole dinámica a la demanda del sector. Todo ello en un contexto en el cual las familias registran un endeudamiento elevado (crédito de consumo más hipotecario sobre PIB).
- En cuanto a la inflación al consumidor, las variaciones de precios fueron menores que las previstas en el cuarto trimestre de 2012 y enero de 2013 y se concentraron en los grupos de alimentos y regulados. En el primer caso, esto se explica por unas condiciones climáticas mejores a las registradas en 2011, por la reducción inesperada en los precios internacionales de los alimentos importados, por los pocos aumentos en los costos de los insumos agrícolas y por la apreciación del peso.

- En cuanto a los regulados, los menores ajustes en los precios internacionales del petróleo y los combustibles se transmitieron a los precios de la gasolina, el gas y de la energía eléctrica a una velocidad mayor que la prevista. Además, no se anticiparon las rebajas decretadas por algunos gobiernos locales a las tarifas del transporte urbano y de otros servicios públicos.

### **Implicaciones de política monetaria**

- En resumen, la reciente desaceleración de la economía fue, en parte, una corrección necesaria del consumo y del endeudamiento de los hogares que amenazaba en 2011 con seguir sendas insostenibles. A esto contribuyó los efectos del débil crecimiento mundial, factor que fue en su gran mayoría previsto en nuestros pronósticos. Teniendo en cuenta estos factores, hace un año pronosticábamos un crecimiento del PIB en 2012 menor al de 2011 en aproximadamente un punto porcentual (5%]. No obstante, la caída del crecimiento fue mayor a la esperada y ahora esperamos un crecimiento cercano al 3.6%, explicado en gran medida por el comportamiento negativo de la inversión en obras civiles y la construcción de vivienda. Diversas razones explican este choque, algunas con efectos de corto plazo y otras con efectos de duración indefinida.
- Como resultado de lo anterior, la economía empezó a operar por debajo de su capacidad. Al mismo tiempo, la inflación se situó sorpresivamente por debajo de la meta de 3%, esencialmente por choques de oferta internos y externos de duración variable y, en algunos casos, incierta. En este contexto, con el fin de estabilizar el nivel de producción cerca de la capacidad de la economía y garantizar la convergencia de la inflación a la meta, la Junta Directiva del Banco de la República redujo la tasa de interés de intervención de 5.25% en junio de 2012 a 4% en enero de 2013.
- La reducción de las tasas ha sido gradual (de a 25 puntos básicos en cada ocasión), dada la incertidumbre sobre la naturaleza y duración de los choques que han determinado el comportamiento de los precios y del producto. Algo ha influido también los riesgos de desbalances financieros (de aumentos excesivos en el crédito de las familias y en los precios de la propiedad raíz). Si en el corto plazo varios de estos choques se revierten, en un entorno internacional en el que la probabilidad de un colapso es menor que hace unos meses, entonces el estímulo monetario requerido debería ser modesto. En estas condiciones, tratar de llevar la inflación rápidamente a la meta implica el riesgo de invertir abruptamente la postura de la política monetaria e introducir volatilidad excesiva e innecesaria en el producto y el empleo.
- Por otra parte, si los choques descritos antes presentan una persistencia mayor y afectan la formación de precios, las expectativas de inflación o las decisiones de gasto de hogares y firmas, entonces el estímulo monetario necesario debería ser más fuerte.

La necesidad y magnitud de ajustes adicionales en la postura de política estarán determinadas por la medida en la cual la nueva información contribuya a aclarar la incertidumbre descrita y se haga una cuidadosa evaluación de los riesgos de desbalances financieros en el futuro.

### **Intervención en el mercado cambiario**

- La otra decisión importante de política fue la de acelerar la acumulación de reservas internacionales. A mediados de 2012, el Banco de la República estaba comprando, en promedio, alrededor de US400 millones mensuales. En el cuarto trimestre de ese año pasó a comprar US\$ 500 millones. Y en la Junta de enero pasado subió ese monto a, al menos, US 750 millones mensuales promedio. En consecuencia, el Banco está ahora acumulando reservas internacionales a una velocidad que es casi el doble de la empleada un año atrás y las reservas internacionales del país superarán los US\$ 40000 millones muy pronto.
- ¿Por qué ese aumento en el ritmo de acumulación mensual de reservas internacionales? La respuesta es simple: el crecimiento continuo de la economía, su profundización financiera y su creciente inserción en la economía mundial aumentan el riesgo de liquidez internacional del país, que debe ser controlado con mayores niveles de reservas internacionales. Las condiciones actuales de la economía y del mercado cambiario presentan una oportunidad para incrementar el nivel de las mismas de una manera responsable, sin poner en peligro el logro de la meta de inflación ni la contribución de la política monetaria a la estabilidad del producto y el empleo alrededor de sus niveles sostenibles. Dos características actuales de la economía colombiana son de especial importancia.
- Una, la Junta del Banco ha reducido las tasas de interés y no se espera que en el futuro inmediato se de un alza en dichas tasas. De esta manera se minimizan los posibles conflictos entre las señales y los efectos de la política monetaria y cambiaria. En contraste, en un período de alzas en las tasas de interés, las intervenciones fuertes pueden comprometer, desde el inicio, la efectividad de la intervención y el propio aumento de las tasas.
- Dos, la probabilidad de que la tasa de cambio real esté “desalineada” de su valor de equilibrio es ahora mayor que la probabilidad calculada trimestres atrás. Por ejemplo, los términos de intercambio, que aumentaron año a año desde 2003, en 2012 permanecieron relativamente estables y recientemente han caído con la disminución de los precios del carbón y el café, entre otros. Esto debe llevar a una tasa de cambio real de equilibrio más devaluada. Lo mismo sugiere la estabilidad del gasto público como

porcentaje del PIB y del diferencial de productividad de la industria en Colombia y los Estados Unidos.

- En estas condiciones, la Junta ha considerado oportuno incrementar el nivel de reservas internacionales y mejorar los indicadores de reservas internacionales. Así lo ha venido haciendo desde hace más de un año, aumentando las compras mensuales promedio en la medida que los trabajos técnicos sugieren que la probabilidad de un “desalineamiento” cambiario de corto plazo ha aumentado. Por supuesto, siempre teniendo en cuenta los cálculos de la capacidad de esterilización del banco central y del impacto sobre su estado de pérdidas y ganancias. Ayuda además el hecho que el Gobierno Nacional se ha comprometido a ahorrar en un fondo en el exterior y ECOPEPETROL ha anunciado que parte de su endeudamiento será en pesos y no en moneda extranjera.