



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 19 de Agosto de 2011**

El 19 de Agosto 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, 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 julio fue 3,42% (mensual 0,14%), 19 puntos básicos (pb) más que en junio. Esta cifra estuvo en línea con la proyección del equipo técnico del Banco y similar a lo esperado por el promedio del mercado.

Las principales presiones alcistas se dieron en los precios de los alimentos perecederos. Se observaron mayores aumentos de precios en algunas hortalizas y frutas que se explican por el efecto rezagado del pasado evento de La Niña sobre este grupo de alimentos. A julio la variación anual del precio de los alimentos fue 4,8%.

La inflación sin alimentos se mantuvo estable (2,9%). En esta canasta no se presentaron cambios inesperados y las variaciones en sus diferentes grupos se compensaron. Los transables (-0,02%) mostraron una variación menos negativa (frente a -0,13% en junio) y fue el componente que ejerció la mayor presión al alza en el IPC sin alimentos (por utensilios del hogar y

compra de celulares). La variación de los precios de no transables se mantuvo en el mismo nivel de junio (3,8%). A pesar de la estabilidad del último mes, este grupo viene mostrando una tendencia al alza desde marzo explicada principalmente por el comportamiento de los arriendos. En julio, el aumento de los precios de los arriendos (6 pb respecto al nivel de junio) fue compensado por la disminución de los precios de los otros ítems que componen esta canasta.

Los regulados (5,7%), por su parte, registraron una caída en julio de 26 pb explicada principalmente por el descenso en la variación anual del IPC de combustibles que compensó el aumento en los precios de la energía.

Las medidas de inflación básica (con excepción de la inflación sin alimentos) continuaron con su tendencia creciente. Este comportamiento, lento pero continuo, ha sido común a todas las medidas de inflación básica desde mediados de 2010. De esta forma, el promedio de las cuatro medidas que se publican ya supera el punto medio del rango meta.

Las diferentes medidas de expectativas de inflación (expectativas del mercado y expectativas calculadas con base en los papeles de deuda pública) se situaron dentro del rango meta de largo plazo (de 2% a 4%).

La variación de los precios al productor (IPP) presentó un leve repunte en julio y se ajustó a una tasa anual de 4,8% frente a 4,7% en junio. Los aumentos se concentraron en el componente importado del indicador.

#### b. Crecimiento

Los indicadores de actividad disponibles para el segundo trimestre confirman que la economía colombiana habría mantenido un buen ritmo de crecimiento en ese periodo. Al igual que en los primeros tres meses de 2011, el crecimiento del segundo trimestre habría estado impulsado por la demanda interna, en particular por el consumo de los hogares.

En el segundo trimestre, el consumo privado habría continuado favorecido por las mejorías en el mercado laboral. Durante el periodo la tasa de desempleo siguió cayendo y para las 13 áreas se ubicó en 11,5%. Este descenso estuvo acompañado de un aumento por segundo mes consecutivo de la TGP. Lo anterior estuvo más que compensado por el incremento de la tasa de ocupación y por ello la tasa de desempleo descendió.

Las importaciones también confirmaron el dinamismo de la demanda interna en el segundo trimestre. Las compras externas en dólares crecieron en junio 46% anual, impulsadas por las de bienes de capital (58%) y de materias primas (45%). Por su parte, las importaciones de bienes de consumo crecieron 31% anual.

En materia de exportaciones, los nuevos resultados mostraron una aceleración de las ventas externas en dólares. En junio, las exportaciones en dólares crecieron 54% anual, cifra superior al registro de mayo (34%). Este aumento se explicó por mayores ventas de productos básicos de origen minero (petróleo crudo y sus derivados, carbón, oro y ferroníquel) que aportaron el 82% del crecimiento total.

En lo que respecta a los sectores productivos, los indicadores divulgados por la ANDI y Fedesarrollo sugieren que el sector industrial mantuvo el dinamismo observado en el primer trimestre. La producción medida por la ANDI registró una expansión de 6,4% anual para el año corrido a junio. Los indicadores de pedidos y existencias de Fedesarrollo mostraron algún retroceso en junio, pero continuaron en niveles favorables. El indicador de expectativas de producción a tres meses de Fedesarrollo se mantuvo en niveles altos.

En cuanto a la construcción, durante el segundo trimestre la producción de cemento registró un crecimiento de 17% anual. Asimismo el comportamiento dinámico de las licencias de construcción en lo corrido del año a mayo indicaría un buen desempeño de la actividad edificadora en los meses posteriores.

La nueva información disponible para el segundo trimestre es coherente con el pronóstico de crecimiento anual del PIB de dicho período entre 4,2% y 5,6%. La escasa información disponible sugiere que el crecimiento anual del tercer trimestre sería superior al estimado en la primera mitad del año. Así lo señalan los indicadores de confianza de los consumidores, de crédito destinado a las familias y a las empresas y de la demanda total de energía eléctrica.

En conclusión, si la situación externa no se deteriora abruptamente, el crecimiento de todo 2011 se ubicará dentro del rango proyectado (entre 4,5% y 6,5%).

### c. Variables Financieras.

El crédito total continúa acelerándose. A julio todas las modalidades de crédito, tanto a los hogares como a las empresas, registran crecimientos muy superiores al crecimiento estimado del PIB de 2011. En particular, el crecimiento anual fue 24,8% para la cartera de consumo; 22,9%, para la comercial y 17,4%, para la hipotecaria, niveles superiores al mes anterior en 78 pb, 53 pb y 67 pb, respectivamente.

Lo anterior se ha dado en un contexto de tasas reales de interés históricamente bajas. En julio las tasas reales de interés (descontando el IPC sin alimentos) se situaron en 15,1% para créditos de consumo; 9,9% para crédito hipotecario; y en 7,5%, para crédito comercial ordinario, cifras inferiores a los promedios observados desde 1998.

A julio, el crédito bancario (MN y ME) se incrementó en 23,2% anual, cifra superior en 63 pb al registro de junio.

#### d. Contexto Externo.

Durante las últimas semanas la probabilidad de una recaída de la economía global ha aumentado significativamente como resultado de los problemas económicos que actualmente afectan a las economías desarrolladas. Estos problemas se han agudizado debido al lento crecimiento económico, el elevado endeudamiento público, la pérdida de confianza de los mercados y el menor margen de maniobra de la política macroeconómica en esas economías, que han colocado en entredicho la viabilidad de la recuperación en los países avanzados, complicando indirectamente el panorama económico para los países emergentes.

Las cifras conocidas recientemente sobre el desempeño de los Estados Unidos durante el segundo trimestre del año fueron desalentadoras. El crecimiento trimestral anualizado entre marzo y junio de 2011 fue de 1,3%, por debajo de lo que esperaba el mercado (2,3%) e inferior tanto al crecimiento del mismo trimestre del año pasado (3,8%) como al de todo 2010 (3%). El débil crecimiento del segundo trimestre en parte se explica por una recaída del consumo personal, que después de alcanzar un crecimiento de 2,0% en 2010, ha venido decayendo en lo corrido del presente año, al punto que en el segundo trimestre presentó un crecimiento casi nulo. Del mismo modo, el gasto del gobierno se ha venido contrayendo durante los últimos tres trimestres, acentuando la contracción de la demanda interna. Los únicos componentes de demanda que han mostrado algún dinamismo son las exportaciones, estimuladas por la depreciación del dólar, y la inversión fija no residencial, en respuesta a las bajas tasas de interés. No obstante, el mejor

desempeño de estos renglones no es suficiente para compensar la caída en los demás componentes de demanda.

El panorama económico en la Zona Euro es igualmente preocupante. Entre el primero y el segundo trimestres de 2011 su crecimiento económico se redujo de un nivel ya bajo de 0,8% a 0,2%, lo que en la práctica muestra una economía totalmente estancada. La desaceleración fue significativa en casi todos los países. Alemania, por ejemplo, que crecía al 1,3% en el primer trimestre, sólo creció 0,1% en el segundo. Algo similar ocurrió en Francia, cuyo crecimiento decayó de 0,9% a 0% en el mismo periodo. En el caso del Reino Unido las noticias no son mejores. De un pobre crecimiento de 0,5% en el primer trimestre se pasó a un crecimiento de apenas 0,2% entre marzo y junio pasados. Por su parte, los países de la periferia de la Zona Euro –Grecia, Portugal y España- permanecen estancados o contrayéndose.

La combinación de lento crecimiento y elevada deuda pública en los países desarrollados plantea dudas sobre la sostenibilidad de esta última. Ello se explica por el círculo vicioso tan complejo en el que algunos de estos países han caído, en el cual el elevado endeudamiento no deja crecer a la economía, y el mismo hecho de no crecer no permite pagar la deuda. En tales condiciones aumenta el peligro de insostenibilidad de la deuda, lo que se refleja en un incremento de la volatilidad real, una mayor fragilidad financiera, y una pérdida de dinamismo económico. Los mercados financieros han percibido claramente este peligro, lo que explica la fuerte caída de las bolsas durante las últimas semanas y el fuerte incremento de las primas de riesgo, principalmente en los países de la periferia de la Zona Euro.

En estas condiciones, las perspectivas de la economía mundial son cada vez más inciertas. Los mercados empiezan a temer una doble caída que haga perder los progresos que se venían obteniendo con la lenta recuperación iniciada en el segundo semestre de 2009. Este pesimismo no es infundado. La desaceleración de las economías avanzadas y el efecto negativo que esto representa para la expansión de las economías emergentes, han comenzado a minar la confianza de consumidores y empresarios, que reaccionan restringiendo sus planes de consumo e inversión, debilitando la demanda y con ello las posibilidades de recuperación. Esta situación es particularmente notoria en el caso de los Estados Unidos, donde el índice de sentimiento del consumidor que calcula la Universidad de Michigan ha caído durante los últimos meses al mismo nivel que se observó entre finales de 2008 y principios de 2009, lo que ha llevado a un estancamiento del consumo personal, según se anotó atrás. De otra parte, el elevado desempleo que se

registra en los Estados Unidos y en algunos países de Europa como España y Grecia, es otro factor que deprime la confianza, el consumo y la demanda, creando un círculo vicioso que acentúa la contracción de la actividad económica.

La incertidumbre se acentúa ante las dudas sobre la capacidad de los gobiernos de las economías avanzadas de poder llevar a cabo políticas macroeconómicas contracíclicas suficientemente efectivas que logren revertir las tendencias negativas y retornar la confianza a los mercados. Se percibe que en varias de estas economías la capacidad de respuesta se ha reducido drásticamente, sino se ha agotado ya. En el caso de los Estados Unidos el elevado endeudamiento del Gobierno, que se aproxima a 100% del PIB, el tamaño del déficit fiscal que alcanza el 10% del PIB, y las restricciones que impone el techo de endeudamiento, no dejan espacio para un papel activo de la política fiscal similar al que tuvo durante la crisis de 2009. Por su parte, la política monetaria en ese país está restringida por el límite cero de tasa de interés, aunque aún podría llevarse a cabo un tercer relajamiento cuantitativo. No obstante, los riesgos de mayores presiones inflacionarias, que se han venido registrando en esa economía durante los últimos meses, podrían impedir expansiones cuantitativas tan fuertes como las que se produjeron para sortear la crisis anterior. En el caso de las economías europeas ocurre otro tanto, debido a la complicación que implica el manejo de una economía con diversidad de países, algunos de los cuales han alcanzado la insostenibilidad de la deuda pública y otros están expuestos a un contagio que los puede colocar en la misma situación.

Entretanto, las economías emergentes continúan siendo el motor del crecimiento mundial, aunque sin estar exentas de riesgo. En una economía globalizada hay múltiples canales de contagio, como bien lo demostró la experiencia de la crisis de 2009. Uno de ellos es el precio de los "commodities". Hasta el momento se ha observado que el precio del petróleo ha empezado a descender, lo que sin duda afectará a los países exportadores del mismo, entre ellos Colombia. Los precios de otros "commodities", como cereales y aceites, aún no registran caídas, aunque sí interrumpieron la tendencia ascendente que mostraron durante 2010, lo que es un síntoma de debilitamiento de la demanda mundial. Otro canal de contagio es el de la confianza, que actúa mucho más rápidamente, como lo demuestra sin excepción la caída de las bolsas en los mercados emergentes, replicando lo que ocurre en las economías desarrolladas. En este ambiente de mayor incertidumbre las economías emergentes de Asia y América Latina han empezado a perder dinamismo, aunque la mayoría continúa creciendo a tasas

elevadas. La pregunta por responder es hasta cuándo podrán sostener ese crecimiento, si los mercados de las economías avanzadas -que absorben la mayor parte de las exportaciones de los países emergentes-, continúan debilitándose.

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

Los miembros de la Junta destacaron los siguientes puntos: (i) El incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales; (ii) el crecimiento del PIB en el segundo trimestre; (iii) el dinámico desempeño de la demanda interna, reflejado tanto en el incremento del consumo como de la inversión privada; (iv) los mejores indicadores de calidad del empleo en el mercado laboral; (v) la aceleración del crédito a los hogares y a las empresas, en un contexto de tasas de interés reales que han aumentado pero que presentan niveles inferiores a sus promedios históricos; (vi) 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 toma de riesgos de la economía, si se mantienen por un período excesivamente prolongado; (vii) el alto nivel de los términos de intercambio y su contribución al crecimiento del ingreso nacional; (viii) la inflación anual de julio, que aumentó por tercer mes consecutivo (3,42%), en especial por el comportamiento de los precios de los alimentos. Por su parte, el promedio de las medidas de inflación básica volvió a incrementarse y superó el punto medio del rango meta (3% +/- 1 punto porcentual); (ix) las expectativas de inflación a distintos plazos y las proyecciones de inflación a finales de 2011 y 2012 se encuentran dentro del rango meta; (x) la alta probabilidad de que el nivel del producto se encuentre cercano a su potencial en el segundo semestre del año; (xi) la política monetaria de otros países; (xii) la caída de los precios internacionales del petróleo; (xiii) el comportamiento de la tasa de cambio.

La Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener inalterada la tasa de interés de intervención en 4,5%, teniendo en cuenta principalmente lo siguiente:

i) Desde la pasada reunión, los eventos en el frente externo han aumentado la incertidumbre acerca de la economía global. Al reciente desplome de las bolsas, originado en parte por la reducción de la calificación de la deuda de Estados Unidos y por las dificultades fiscales de algunos países de la zona euro, se sumó un menor crecimiento en el segundo trimestre para las principales economías desarrolladas (Estados Unidos, Alemania, Francia,

Japón). En Asia y América Latina, regiones fuertemente dinámicas, el crecimiento se ha desacelerado por factores de oferta o por acciones de política dirigidas a evitar el recalentamiento de sus economías. En consecuencia, los riesgos de un menor crecimiento de la economía mundial se han elevado. ii) Los problemas de deuda soberana en Europa y el debate sobre el techo de endeudamiento en los Estados Unidos incrementaron fuertemente la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

El cambio en el contexto internacional es aún muy reciente y sus consecuencias son todavía difíciles de precisar. Si bien es claro que la desaceleración mundial impactaría negativamente el ingreso y la demanda externa del país, hay gran incertidumbre sobre su tamaño y duración. En contraste, se resaltó que: i) los indicadores de actividad económica disponibles confirman que la economía colombiana mantiene un buen ritmo de crecimiento, impulsado principalmente por la fortaleza del consumo de los hogares; ii) los indicadores de confianza de los consumidores y de la industria continúan en niveles elevados; y iii) el crédito a las empresas y a las familias siguió acelerándose, con aumentos muy superiores al incremento del PIB nominal estimado para el presente año. Ello en un contexto de tasas reales de crédito inferiores a sus promedios históricos.

Haciendo un balance, la Junta consideró prudente realizar una pausa en los incrementos de tasas de interés, en especial teniendo en cuenta la alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto negativo sobre el crecimiento de la economía mundial en general, y de la colombiana en particular.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

La Junta Directiva acordó, por unanimidad, mantener inalterada la tasa de interés de intervención en 4,5%.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, en especial de los riesgos asociados al manejo de los problemas de deuda en un buen número de economías avanzadas; 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, septiembre 02 de 2011