



## ◆ Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 22 de febrero de 2013

El 22 de febrero de 2013 se llevó a cabo en la ciudad de Bogotá D. C., la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia del ministro de Hacienda y Crédito Público, Mauricio Cárdenas Santamaría, el gerente general, José Darío Uribe Escobar, y los directores de dedicación exclusiva, Carlos Gustavo Cano Sanz, Juan Pablo Zárate Perdomo y César Vallejo Mejía, en la cual se discuten las situaciones inflacionaria y de crecimiento económico y sus perspectivas, y se toman decisiones relacionadas con la política monetaria.

### I. Antecedentes

#### a. Desarrollos recientes de la inflación

En enero la inflación anual al consumidor cayó de manera significativa y mucho más que lo esperado por el mercado y por el equipo técnico. El resultado de este mes fue

2,00%, 44 puntos base (pb) menos que el registro de diciembre, mes en el que también se había observado un descenso importante. Como ocurrió a lo largo de 2012, la desaceleración de la inflación volvió a explicarse por el menor ritmo de aumento del IPC de alimentos y del de regulados.

En el IPC de alimentos, la variación anual de enero (1,69%) registró una caída de consideración (83 pb). Todos los precios de los componentes principales de esta canasta se desaceleraron y en ello pudo haber tenido un papel importante las disminuciones al IVA contempladas por la reforma tributaria. Es el caso de las comidas fuera del hogar, rubro que presentó durante 2011 y 2012 una variación anual de 5% o más, que se redujo significativamente en enero cerrando el mes en 3,9% (100 pb menos que en diciembre). Para la mayoría de estos servicios se eliminó el IVA que estaba estipulado en 16% y se

sustituyó por un gravamen al consumo de 8%, por lo que en términos netos se redujeron los impuestos indirectos. A esta rebaja se suman además unos costos con pocos ajustes en salarios, arriendos y servicios públicos.

En alimentos procesados el registro de enero fue de 2,2% frente a 2,8% en diciembre; aquí también se redujo el IVA en el caso del café, el azúcar y el chocolate, precios que efectivamente cayeron este mes a diferencia de lo ocurrido en enero del año pasado. Adicionalmente se presentaron rebajas en otros precios (como leche y huevos). Otras circunstancias que contribuyeron a la disminución en la variación anual de esta subcanasta son la apreciación del peso y los precios internacionales de algunos alimentos más bajos en la segunda mitad del año pasado. Finalmente, la disminución de la variación anual del IPC de alimentos perecederos continuó (-5,0 en enero frente a -3,9 en diciembre) explicada por las condiciones climáticas favorables y unos menores costos de producción. Si bien los precios de varios de estos productos aumentaron en enero como es usual, lo hicieron en menor magnitud que en el mismo mes del año pasado.

Dentro del IPC sin alimentos, la variación anual de los precios de la canasta de regulados cayó a 0,67% en enero (124 pb menos que el

dato de diciembre). La principal presión bajista se originó, en la reducción del precio de la gasolina en \$200, debido a la entrada en vigencia de la reforma tributaria. Igualmente se volvieron a presentar reducciones en las tarifas de servicio domiciliario de gas y en los pasajes de bus intermunicipal, que pueden atribuirse a las escasas presiones provenientes de los precios internacionales de los combustibles en la segunda mitad del año pasado, combinados con la apreciación acumulada del peso. En el caso de las tarifas del transporte público urbano, los ajustes fueron positivos pero menores que los observados en el mismo mes del año anterior.

Los otros dos componentes del IPC sin alimentos —transables y no transables— se mantuvieron relativamente estables en enero. En la primera subcanasta, la variación anual pasó de 0,77% en diciembre a 0,73% en enero, reducción de menor magnitud a la observada al final de 2012. Una presión desinflacionaria importante en esta subcanasta provino de los pasajes aéreos, cuyo IPC se redujo 1,2% en el mes. En enero nuevamente se observaron disminuciones en precios de artículos eléctricos, electrónicos y de comunicación. La apreciación del tipo de cambio (que a enero ascendía a 4,4% anual para el promedio del mes) y pocas presiones de precios internacionales siguen explicando este comportamiento.

Por su parte, el IPC de no transables sin alimentos ni regulados subió marginalmente en el último mes (2 pb), situándose en 3,94%. Se presentaron alzas en servicios de turismo que podrían estar relacionadas con el aumento del IVA de 10% a 16% en el caso de los servicios hoteleros decretados por la reforma tributaria. Dicha reforma, por otro lado, implicó una reducción del IVA para medicina prepagada y otros gastos de salud de 10% a 5% que se tradujo en disminuciones en estos precios. En arriendos, la variación anual disminuyó un poco, como viene sucediendo desde hace tres meses, y se situó en 3,8%. No se presentaron cambios importantes en los demás rubros.

La inflación básica también descendió en enero por cuarto mes consecutivo. El promedio de los cuatro indicadores calculados por el Banco se situó en 2,59%, 21 pb menos que el registro de diciembre.

En enero, la variación anual del IPP se mantuvo en terreno negativo, situándose en -2,15% (en diciembre fue -2,95%). Las pocas presiones provenientes de los precios internacionales hasta mediados de enero, la apreciación acumulada del peso y menores aranceles, pueden explicar estas reducciones que se observan desde hace cuatro meses.

En lo que respecta a las expectativas de inflación,

la encuesta mensual más reciente efectuada por el Banco de la República a analistas del mercado financiero muestra una caída de las expectativas de inflación a diciembre de 2013 a 2,65% (frente a 2,82% del mes anterior). A pesar de ello, las expectativas a doce meses no presentaron cambios de importancia (2,9%). Algo similar se aprecia en el caso de las expectativas para la inflación sin alimentos (están en 2,46% para diciembre de 2013 y en 2,61% a doce meses). Las estimaciones derivadas de los TES a 2, 3 y 5 años cayeron cerca de 20 pb, después de conocerse el dato de inflación de enero, y en los últimos días han fluctuado entre 2,5% y 2,7%.

Cabe resaltar que en enero la caída de la inflación puede atribuirse en buena parte a la rebaja en el IVA y otros impuestos asociada con la aplicación de la reforma tributaria. El choque por cuenta del IVA tiende a ser transitorio, afectando la inflación por un año al cabo del cual esta puede retornar a su nivel inicial.

## b. Crecimiento

Por el lado del gasto, el buen resultado de las ventas al por menor en noviembre, la desaceleración del crecimiento anual de la cartera de consumo con datos a diciembre y la estabilidad en el indicador de confianza del consumidor en el cuarto trimestre de 2012, apuntan a que el consumo de

los hogares habría continuado mostrando un comportamiento algo similar a lo observado en el tercer trimestre. Esto es reforzado por el comportamiento de las importaciones de bienes de consumo en dólares, que en diciembre crecieron 14,7% en términos anuales. Esta cifra representa una aceleración frente a la registrada en el mes de noviembre, cuando se expandieron a una tasa anual de 4,3%. Sin embargo, en el agregado del año sí se observa una menor tasa de crecimiento con respecto a la de todo el año 2011 (12,3% en 2012 frente 25,7% del año anterior).

Para la inversión, los datos sobre importaciones en dólares de bienes de capital para la industria (que además de manufacturas incluiría minería, comercio y construcción entre otros) crecieron en términos anuales 7% en el cuarto trimestre y 10% en diciembre, lo que sugiere un comportamiento relativamente bueno de la inversión en maquinaria y equipo. En las importaciones de equipo de transporte, en el cuarto trimestre se presentó una caída de 27% anual concentrada en diciembre (57%). Esta caída en parte es el resultado de una alta base de comparación en diciembre de 2011. De esta manera es posible que la inversión en equipo de transporte (que pesa 14,9% de la inversión total y 4,2% del PIB) no tenga un muy buen comportamiento en el último trimestre de 2012.

Por otra parte, en el rubro de construcción de obras civiles y edificaciones la incertidumbre sobre su comportamiento se mantiene elevada, especialmente la del gasto en obras civiles, en construcción y en edificaciones.

Respecto a las exportaciones, en 2012 las exportaciones totales (sin incluir reexportaciones de aviones) sumaron US\$60.235 millones, lo que representa un crecimiento de 5,8% respecto a 2011. Este comportamiento se explica principalmente, por el aumento de las exportaciones de origen minero (8% anual) y de las exportaciones industriales (5,9%). Por su parte, las ventas externas de bienes agrícolas cayeron en el año 14%, debido a la disminución de 27% en las exportaciones de café. El crecimiento de las exportaciones de bienes industriales se explica por las mayores ventas hacia Venezuela (52%); Estados Unidos (1,8%); Ecuador (1,7%) y resto de Latinoamérica (7,1%).

Hacia otros destinos como Europa y Asia estas exportaciones presentaron en el año variaciones negativas (22% y 3%, respectivamente).

Por el lado de la oferta, la información más reciente del cuarto trimestre de 2012 confirma crecimientos muy dispares entre los sectores económicos, pero con tendencias similares a las observadas en el tercer trimestre. La diferencia más evidente está entre la industria y el

comercio. Mientras la producción industrial y otros indicadores de dicho sector sugieren que la contracción se prolongó hasta finales de año con una intensidad mayor que la prevista, las encuestas a los comerciantes sugieren expansiones.

La ANDI divulgó que la producción industrial creció 0,7% en todo 2012. De esta información se infiere que el dato del mes de diciembre mostraría una nueva contracción (a noviembre la industria crecía 1,0% año corrido). De acuerdo con la encuesta, los industriales consideran que los mayores problemas que enfrentaron durante el 2012 fueron, en su orden, el tipo de cambio, el acceso a materias primas y la baja demanda. Este último ha ganado terreno desde mediados de 2011 aunque aún se mantiene un poco por debajo de su nivel promedio desde 1997 y los aumentos han sido más graduales que los presentados en el período 2008-2009. De igual manera, con información de la encuesta de Fedesarrollo las señales sobre el comportamiento de la industria no son positivas. Así, en diciembre, el indicador de pedidos en la industria mantuvo una tendencia descendente, mientras que el de existencias (que es contracíclico) aumentó notablemente en el último mes sugiriendo una acumulación inesperada de inventarios. Adicionalmente, el indicador de expectativas

de producción a tres meses en diciembre mostró nuevamente un deterioro.

En contraste con lo anterior, en diciembre los comerciantes consultados por Fedesarrollo no sugirieron un deterioro relevante en su percepción de la situación actual del negocio ni de su situación futura. De hecho las tendencias de estas series siguen siendo positivas y los niveles son relativamente altos. Asimismo, las ventas del comercio al por menor han venido creciendo significativamente, como se mencionó con anterioridad.

En lo que respecta a la construcción, a diciembre la producción de cemento continuó estancada y registró una contracción anual de 1,3%. El crecimiento para todo 2012 fue de 1,4% frente al 13,4% observado en 2011. Esto, junto con los datos de Camacol que muestran a noviembre una caída de las ventas de viviendas nuevas a nivel nacional, sugiere un bajo crecimiento para el sector en el cuarto trimestre.

Dado todo lo anterior, el equipo técnico del Banco mantiene el rango de pronóstico para el crecimiento del cuarto trimestre entre 2,0% y 3,5%. La amplitud del rango se explica por la incertidumbre sobre el desempeño de la inversión en obras civiles que ha aumentado considerablemente, aunque sin un sesgo definido. Sin embargo, la última información sobre la industria y las importaciones

de equipo de transporte han sorprendido a la baja, por lo que es probable que el pronóstico central se esté sesgando hacia la parte inferior de dicho rango. De la misma manera, para todo 2012 el pronóstico de crecimiento se mantendría en un rango entre 3,3% y 3,9%.

Con respecto a la expansión del PIB en el primer trimestre de 2013, en las últimas semanas han surgido noticias desfavorables que pueden reducir el crecimiento. Es el caso del carbón, en donde la parálisis de la producción de las dos empresas más importantes del sector (Cerrejón y Drummond), limita seriamente la expansión del sector minero en el comienzo del año.

De la misma manera, en enero las ventas de vehículos reportadas por Econometría registraron caídas en sus niveles con respecto a la cifra publicada doce meses atrás. Este indicador creció a tasas anuales de -16,5%, y apunta a un mal comienzo de año para el consumo de bienes durables.

Entre las noticias favorables durante el primer mes del 2013, se destaca el aumento de la producción de petróleo, cuyo nivel fue 1.012.000 barriles diarios (BD), cifra históricamente alta y que está por encima de lo contemplado en los pronósticos del informe pasado (1.000.000 BD de promedio). También en el caso del café, la producción fue de 877 mil

sacos de 60 kilos en dicho mes, 64% más que en igual período de 2012. Asimismo, la demanda por energía total aumentó 4,6% anualmente. De igual manera, los comerciantes consultados por Fenalco mantuvieron la tendencia positiva sobre las ventas actuales, aunque las expectativas de ventas a seis meses mostraron algún deterioro. Por último, otro buen dato fue el de la confianza de los consumidores medida por Fedesarrollo, que registró un aumento en el mes de enero frente al de diciembre, con el cual se mantiene en niveles relativamente altos y similares a los observados durante el segundo semestre del año pasado.

Para todo 2013 el equipo técnico del Banco mantiene el intervalo de pronóstico entre 2,5% y 4,5%, con 4% como cifra más probable. Se espera una aceleración leve frente a 2012 gracias a un entorno internacional que no se deterioraría más, a una política monetaria expansiva, a un crédito que seguiría creciendo a un buen ritmo pese a la desaceleración reciente y bajo el supuesto de que el gasto público y la inversión en obras civiles crecen a buen ritmo.

### c. Variables financieras

El crecimiento del crédito bancario (M/N y M/E) se ha estabilizado. Entre octubre de 2012 y enero de 2013 el crecimiento anual pasó de 15,12%

a 15,10%. Esto es el resultado de una compensación entre la desaceleración de la cartera total en moneda nacional (la tasa de crecimiento descendió de 15,76% en octubre de 2012 a 14,63% en enero de 2013) y la recuperación de la cartera en moneda extranjera (la tasa de crecimiento aumentó de 5,98% en octubre de 2012 a 21,86% en enero de 2013).

Por modalidades, la cartera comercial mostró un aumento en su tasa de crecimiento anual de 13,2% a 14,1% entre octubre de 2012 y enero de 2013, impulsada principalmente por la cartera en moneda extranjera. Por su parte, el crédito con destino a los hogares ha continuado desacelerándose. Para el crédito de consumo, la tasa de crecimiento registró una reducción de 18,64% a 17,01% entre octubre de 2012 y enero de 2013 y para la cartera hipotecaria de 15,47% a 14,72% en el mismo período.

Las tasas de interés nominales de los créditos concedidos en todas las modalidades marcan una tendencia decreciente frente a sus niveles de finales de julio, cuando se comenzó a bajar la tasa de interés de política. Sin embargo, en términos reales (descontando el IPC sin alimentos) la menor inflación ha frenado dicha tendencia decreciente. En este contexto, la tasa de interés real en enero para los desembolsos destinados a consumo fue de 16,7%, para los hipotecarios de 10,2% y para el comercial

ordinario de 9,4%, tasas menores a sus promedios históricos respectivos calculados desde 2000. De otra parte, la tasa de interés real para los créditos comercial preferencial fue de 6,2%, para los créditos otorgados con tarjeta y para la modalidad de tesorería se ubicaron en 27,4%, y 5,8%, tasas mayores a sus promedios calculados desde 2000.

### d. Contexto externo

Durante el cuarto trimestre de 2012 el PIB de la zona del euro se contrajo de nuevo y para el año completo el crecimiento fue de -0,5%. Aunque la contracción de la economía se esperaba, su ritmo de deterioro fue mayor al pronosticado en el escenario central del *Informe sobre inflación* de diciembre (-0,4%). El menor crecimiento de la región obedece a una caída generalizada del PIB, incluso en países como Francia y Alemania, que hasta el 2011 habían mostrado un comportamiento relativamente bueno frente a lo que se observaba en la región. Sin embargo, la información reciente sobre la actividad real alemana evidencia alguna recuperación, impulsada en parte por el comercio externo con otros socios fuera de la región. Asimismo, algunos indicadores de confianza y de expectativas empresariales para la zona del euro han presentado alguna mejora en los últimos meses (diciembre y enero).

En los Estados Unidos, la primera estimación del crecimiento de 2012 estuvo por debajo de lo esperado en el escenario central del *Informe sobre Inflación* anterior. En el cuarto trimestre la economía estadounidense se contrajo debido a la caída en inventarios, a la dinámica del gasto del Gobierno y al menor aporte del sector externo. Pese a ello, el consumo mantuvo un crecimiento modesto. Durante el mes de enero la información sobre la actividad real, los índices de opinión de los sectores de manufacturas y servicios y las ventas al por menor evidencian una mejoría en el comportamiento económico de ese país.

Para el caso de las economías emergentes de Asia, la información al cuarto trimestre muestra que su ritmo de expansión se mantuvo estable. Para China, en enero la actividad real siguió creciendo a un ritmo favorable, particularmente en el sector de la industria y en las exportaciones.

En los países de la región, la economía de Brasil se sigue recuperando y las de Perú, Chile y México continuaron creciendo a un buen ritmo. En Venezuela se decretó una fuerte devaluación, país que en lo corrido de 2012 (a noviembre) representó el primer lugar de destino de las exportaciones industriales colombianas y el segundo puesto en las de alimentos. Este hecho, podría tener efectos en la actividad industrial y en la oferta

agrícola en Colombia, en la medida en que se torne más difícil exportar a ese país.

Las expectativas de un mejoramiento de la actividad global, especialmente en China, la amplia liquidez internacional y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el norte del África han presionado al alza los precios internacionales del petróleo en las últimas semanas. Por su parte, los precios de los alimentos no han presentado cambios significativos durante este período. Pese a ello, los bajos precios del café y del carbón y los leves aumentos en los precios de los bienes importados generaron en enero un pequeño descenso en los términos de intercambio.

En relación con la inflación, salvo en los casos puntuales de Brasil, India, Argentina y Venezuela, se mantiene en niveles bajos tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. En un contexto de baja inflación y débil crecimiento, los bancos centrales de los países desarrollados han mantenido una política monetaria de estímulo.

Cabe resaltar el caso de Japón, cuyo banco central se comprometió con una meta de inflación de 2%. Aunque el plazo para cumplir con dicha meta no es claro, los analistas han interpretado estos anuncios como una política monetaria bastante expansiva, ante lo cual el yen se ha depreciado de manera significativa en

relación con el dólar de los Estados Unidos.

La evolución de los mercados de deuda pública en los países de la periferia europea ha estado influenciada por la incertidumbre política en España e Italia, que se ha traducido en un incremento en sus primas de riesgo. Pese a ello, se encuentran en niveles bajos.

En resumen, la información más reciente del cuarto trimestre de 2012 muestra que la economía mundial creció de forma algo más débil de lo esperado. No obstante, para comienzos de este año algunos indicadores de actividad económica y de expectativas en las grandes economías como Alemania, Estados Unidos y China, dieron señales de recuperación, y pueden sugerir una moderación en la desaceleración global. Adicionalmente, las condiciones financieras han mejorado. Con base en lo anterior, para el primer semestre de 2013 se sigue proyectando una demanda débil de los socios comerciales del país, con una recuperación en la segunda mitad del año, como se había contemplado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre.

## 2. Discusión y opciones de política

A efectos de la discusión, la Junta Directiva consideró los siguientes elementos:

- i) El crecimiento de la economía mundial en el

- cuarto trimestre de 2012 fue algo más débil de lo esperado. No obstante, en lo corrido de 2013, indicadores de actividad económica y de expectativas en algunas de las economías de mayor tamaño han sido algo más positivos y las condiciones financieras han mejorado.
- ii) Los precios internacionales del petróleo subieron y se encuentran en niveles superiores al promedio observado en 2012. Si dicha cotización se mantiene en esos niveles podría compensar los bajos precios del café y del carbón y llevar a que los términos de intercambio en 2013 superen el promedio observado en 2012.
- iii) En Colombia, los indicadores de actividad económica para el cuarto trimestre de 2012 sugieren que el consumo privado creció un poco menos que en los dos trimestres anteriores. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión, en particular en obras civiles y construcción de edificaciones, sigue siendo elevada. Por el lado de la oferta, los indicadores líderes de la industria sugieren de nuevo una caída en la producción de este sector en diciembre, mientras que los del comercio indican que se presentaría un crecimiento acep-

table. Con lo anterior, el equipo técnico estima que el crecimiento económico de 2012 se situaría en un intervalo entre 3,3% y 3,9%.

- iv) El crecimiento económico del primer trimestre de 2013 estará afectado por los menores días hábiles que tiene el período, así como por los choques de oferta registrados en las exportaciones de carbón y por el riesgo de una menor demanda desde Venezuela.
- v) En enero, la inflación anual al consumidor (2%) fue menor a la esperada, en especial por el menor aumento del IPC de regulados y de alimentos. La reforma tributaria contribuyó a la reducción de algunos de estos precios, hecho que tiene un efecto transitorio sobre la variación anual del IPC. Otros factores, como menores costos de producción y ajustes moderados en los salarios, también explican parte de este comportamiento.
- vi) Tanto el promedio de las inflaciones básicas como las expectativas de inflación se encuentran por debajo de la meta de largo plazo (3%).
- vii) La desaceleración en la inflación, mayor que la esperada, se ha dado en un contexto de una brecha negativa del producto, situación que

puede mantener las expectativas de inflación en niveles bajos por un mayor período de tiempo. Ello también disminuye la probabilidad de que aumentos no anticipados y generados por choques de oferta pongan en peligro el cumplimiento de la meta de inflación.

- viii) En enero el crédito siguió desacelerándose pero a un menor ritmo. Las tasas de interés nominales de los distintos tipos de préstamos se redujeron, exceptuando las de consumo, que aumentaron en el mes. En términos reales todas las tasas se incrementaron, en parte como consecuencia de la reducción en la inflación observada y sus expectativas.

En estas circunstancias, la evaluación del balance de riesgos indica la conveniencia de reducir la tasa de interés de intervención. Las acciones de política monetaria están encaminadas a que el producto se sitúe cerca de la capacidad productiva de la economía, sin poner en riesgo la meta de inflación ni la estabilidad macroeconómica del país.

### 3. Decisión de política

De acuerdo con la evaluación del actual balance de riesgos, la Junta Directiva acordó por unanimidad reducir la tasa

de interés de intervención en 25 pb. La decisión se tomó teniendo en cuenta que la economía colombiana crece por debajo de su potencial, la inflación observada y proyectada se sitúan por debajo de la meta del 3% y no se vislumbran presiones alcistas sobre la misma en el futuro cercano.

La Junta reitera que el Banco de la República cuenta

con las herramientas y recursos suficientes para atender las necesidades de liquidez en moneda local y extranjera que regularmente requiere la economía y aquellas que pudieran aparecer en un ambiente de turbulencia financiera internacional.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo del comportamiento y proyecciones de la actividad

económica e inflación en el país, de los mercados de activos y la situación internacional. Finalmente, reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible. ●

*Minutas publicadas  
en Bogotá, D. C.,  
el 8 de marzo de 2013.*

## ◆ Comunicados de prensa

# El gerente general del Banco de la República, José Darío Uribe, presenta “Política monetaria y rendición de cuentas”

---

8 de febrero 2013

---

### 1. Crecimiento

En el cuarto trimestre de 2012 la economía mundial creció en línea con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. En 2013, las medidas adoptadas por las autoridades europeas y las mejoras en las condiciones financieras han reducido la probabilidad de que se presente una fuerte recesión en la zona del euro. Los Estados Unidos podrían crecer menos que en 2012. Las economías emergentes volverán a liderar el crecimiento mundial, con aumentos del PIB similares al incremento de su potencial. De esta forma, es probable que la actividad económica de los socios comerciales de Colombia siga débil, con un crecimiento promedio cercano al observado en 2012.

La débil demanda mundial ha desestimulado el comercio internacional, afectando negativamente las exportaciones y la producción industrial a nivel global, incluido Colombia. Los precios internacionales del petróleo se mantienen altos, mientras que los del café y del carbón han descendido. De esta forma, la tendencia creciente que llevaban los términos de intercambio hasta 2011 se interrumpió en 2012, año en el cual se mantuvieron estables. Ante una demanda mundial débil, los términos de intercambio en 2013 podrían ser algo menores al promedio observado en 2012.

En el tercer trimestre de 2012 la economía colombiana cayó 0,7% frente al segundo trimestre y creció 2,1% con respecto a un año atrás. Esta desaceleración

en el crecimiento anual, explicada principalmente por una caída en las obras civiles y en la construcción y edificaciones, fue mayor a la prevista. El crecimiento del consumo de los hogares (4%) se desaceleró en línea con lo esperado. Las exportaciones disminuyeron su dinámica a un ritmo mayor que el de las importaciones.

Para el cuarto trimestre de 2012 la nueva información de crédito de consumo, de comercio al por menor y de confianza del consumidor sugiere que el gasto de los hogares crecería a una tasa algo menor que la observada en el tercer trimestre. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión es elevada, especialmente la del gasto en obras civiles, en construcción y en edificaciones. Las cifras de exportaciones en dólares sugieren que la desaceleración en estas ventas externas sería mayor que la de las importaciones.

En noviembre, el índice de producción industrial cayó y las expectativas en el sector volvieron a deteriorarse. Las ventas de comercio al por menor crecieron a buen ritmo. En la minería, los problemas de orden público y de transporte que afectaron el sector en el tercer trimestre parecen haberse disipado en los últimos meses de 2012, con lo cual los niveles de producción de petróleo y de carbón se recuperaron.

Por todo lo anterior, el equipo técnico redujo el rango de crecimiento anual del PIB proyectado para 2012, a un intervalo entre 3,3% y 3,9%. En 2013 el crecimiento anual del PIB podría situarse en la parte superior del rango estimado: entre 2,5% y 4,5%. La incertidumbre sobre el comportamiento de inversión en Colombia y sobre el tamaño de la recesión que podría registrarse en la zona del euro explican en gran medida la amplitud de los intervalos de pronóstico.

## 2. Inflación

En 2012 la inflación anual finalizó en 2,4%, cifra dentro del rango objetivo establecido para el año (entre 2% y 4%) e inferior a la meta

de largo plazo (3%). En el último trimestre, la desaceleración en la inflación, mayor que la esperada, se explicó principalmente por el menor ritmo de aumento del IPC de alimentos y el de regulados.

En el grupo de alimentos, las mejores condiciones climáticas con respecto a un año atrás y los menores precios internacionales de algunos productos básicos agrícolas que importa Colombia, explicaron la mayor parte de la desaceleración de este grupo. En el caso de los regulados, la menor dinámica de precios se originó en las reducciones de las tarifas de servicios públicos y en las rebajas en el precio de los combustibles.

El IPC sin alimentos y las otras medidas de inflación básica se redujeron en el trimestre. En diciembre, el promedio de estas medidas se ubicó en 2,8%.

Las anteriores tendencias de los precios al consumidor y las escasas presiones inflacionarias originadas en la demanda y en los costos salariales, contribuyeron a reducir las expectativas de inflación a todos los plazos. Tanto la encuesta aplicada a los analistas económicos como los cálculos realizados con los títulos de deuda pública, sugieren unas expectativas de inflación inferiores a la meta de largo plazo (3%).

Los pronósticos de inflación para 2013 también disminuyeron, con una senda central creciente pero inferior a 3%. En estas proyecciones el IPC de alimentos y de regulados se acelerarían a tasas anuales cercanas a la meta de largo plazo. Los no transables sin alimentos ni regulados disminuirían su ritmo de aumento, en parte por las bajas presiones de demanda y por unos precios indexados que se ajustarían con la baja inflación registrada el año pasado. La variación anual de los precios de bienes transables no registraría cambios importantes.

## 3. Tasa de interés y tasa de cambio

La Junta Directiva del Banco de la República evalúa las condiciones externas e internas,

pronostica el crecimiento de los precios y el producto varios trimestres adelante, identifica riesgos en los pronósticos, y a partir de ese análisis técnico, define sus políticas.

A nivel externo, el crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia ha sido débil y se espera una situación similar para 2013. La probabilidad de una fuerte recesión en Europa con un contagio significativo, ha disminuido. En consecuencia, las primas de riesgo internacionales se han moderado. La debilidad en la actividad económica y las bajas presiones inflacionarias a nivel global sugieren que las tasas de interés internacionales continuarían bajas.

Los términos de intercambio de Colombia se encuentran en niveles altos y podrían disminuir como consecuencia de la debilidad de la demanda mundial. Así, es factible que el ingreso nacional siga soportado por unos términos de intercambio altos pero menores a los observados en 2012.

A nivel interno, en el segundo semestre de 2012 la actividad económica se desaceleró más de lo esperado y la inflación observada y el promedio de las medidas de inflación básica terminaron el año con unas tasas inferiores a 3%. Para 2013, las proyecciones indican que en los primeros trimestres el PIB podría crecer a una tasa inferior a la de su potencial, observándose una brecha de producto negativa. Esta debilidad en la demanda y la desaceleración observada en el crédito disminuye además la probabilidad de que se conformen desbalances financieros. Todo ello, en un contexto de expectativas y proyecciones de inflación que se encuentran por debajo del 3%.

La Junta Directiva evaluó el anterior entorno económico y el balance de riesgos, y decidió reducir la tasa de interés de referencia, desde 4,75% en septiembre de 2012 a 4% en enero de 2013. Asimismo, la Junta Directiva decidió continuar con el proceso de acumulación de reservas internacionales, en un entorno en el cual la probabilidad de desalineamiento cambiario es mayor que en el pasado, de desaceleración económica y de una postura expansiva de la política monetaria. Estas com-

pras acercarían algunos indicadores de reservas a niveles considerados internacionalmente como más adecuados. Por estas razones, se extendió el programa de subastas diarias para la compra de divisas, acumulando al menos US\$3000 millones entre febrero y mayo de este año, con compras diarias no inferiores a US\$30 millones. Esto representa un incremento en las compras promedio mensuales de US\$500 millones en el programa anterior, a una cifra no inferior a US\$750 millones bajo este programa.

---

## Compras de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario en el mes de enero de 2013

---

*11 de febrero 2013*

---

El Banco de la República informa que en el mes de enero de 2013 realizó compras de divisas en el mercado cambiario a través del mecanismo de subasta de compra directa por US\$569,8 millones.

Durante el mismo mes, el Banco no efectuó compras ni ventas definitivas de TES B. Al finalizar enero, el saldo de dichos títulos en su poder ascendió a \$911,9 miles de millones de pesos.

---

## Banco de la República reduce la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos

---

*22 de febrero 2013*

---

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy decidió reducir la tasa de

interés de referencia en 25 puntos básicos. De esta forma, la tasa base para la subasta de expansión a un día se sitúa en 3,75%. La decisión se tomó teniendo en cuenta que la economía colombiana crece por debajo de su potencial, la inflación observada y proyectada se sitúan por debajo de la meta del 3% y no se vislumbran presiones alcistas sobre la misma en el futuro cercano.

La Junta Directiva tomó en consideración los siguientes aspectos relevantes:

El crecimiento de la economía mundial en el cuarto trimestre de 2012 fue algo más débil de lo esperado. No obstante, en lo corrido de 2013, indicadores de actividad económica y de expectativas en algunas de las economías de mayor tamaño han sido algo más positivos y las condiciones financieras han mejorado.

- Los precios internacionales del petróleo subieron y se encuentran en niveles superiores al promedio observado en 2012. Si dicha cotización se mantiene en esos niveles podría compensar los bajos precios del café y del carbón y llevar a que los términos de intercambio en 2013 superen el promedio observado en 2012.
- En Colombia, los indicadores de actividad económica para el cuarto trimestre de 2012 sugieren que el consumo privado creció un poco menos que en los dos trimestres anteriores. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión, en particular en obras civiles y construcción de edificaciones, sigue siendo elevada. Por el lado de la oferta, los indicadores líderes de la industria sugieren de nuevo una caída en la producción de este sector en diciembre, mientras que los del comercio indican que se presentaría un crecimiento aceptable. Con lo anterior, el equipo técnico estima que el crecimiento económico de 2012 se situaría en un intervalo entre 3,3% y 3,9%.
- El crecimiento económico del primer trimestre de 2013 estará afectado por los menores días hábiles que tiene el periodo, así como por los choques de oferta registrados en las exportaciones de carbón y por el riesgo de una menor demanda desde Venezuela.
- En enero, la inflación anual al consumidor (2%) fue menor a la esperada, en especial por el menor aumento del IPC de regulados y de alimentos. La reforma tributaria contribuyó a la reducción de algunos de estos precios, hecho que tiene un efecto transitorio sobre la variación anual del IPC. Otros factores, como menores costos de producción y ajustes moderados en los salarios, también explican parte de este comportamiento.
- Tanto el promedio de las inflaciones básicas como las expectativas de inflación se encuentran por debajo de la meta de largo plazo (3%).
- La desaceleración en la inflación, mayor que la esperada, se ha dado en un contexto de una brecha negativa del producto, situación que puede mantener las expectativas de inflación en niveles bajos por un mayor periodo de tiempo. Ello también disminuye la probabilidad de que aumentos no anticipados y generados por choques de oferta pongan en peligro el cumplimiento de la meta de inflación.
- En enero el crédito siguió desacelerándose pero a un menor ritmo. Las tasas de interés nominales de los distintos tipos de préstamos se redujeron, exceptuando las de consumo, que aumentaron en el mes. En términos reales todas las tasas se incrementaron, en parte como consecuencia de la reducción en la inflación observada y sus expectativas.

En estas circunstancias, la evaluación del balance de riesgos indica la conveniencia de reducir la tasa de interés de intervención a 3,75%. Las acciones de política monetaria están encaminadas a que el producto se sitúe cerca de la capacidad productiva de la economía, sin poner en riesgo la meta de inflación ni la estabilidad macroeconómica del país.

La Junta reitera que el Banco de la República cuenta con las herramientas y recursos

suficientes para atender las necesidades de liquidez en moneda local y extranjera que regularmente requiere la economía y aquellas que pudieran aparecer en un ambiente de turbulencia financiera internacional.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo del comportamiento y proyec-

nes de la actividad económica e inflación en el país, de los mercados de activos y la situación internacional. Finalmente, reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.