

Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del

16 de Diciembre de 2011

El 16 de diciembre de 2011 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, 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 noviembre fue 3,96% (mensual de 0,14%), 6 puntos básicos (pb) menos que en octubre. El ajuste de precios acumulado en lo corrido del año es de 3,29%, mayor al registrado en igual período del año pasado (2,51%).

La caída de la inflación total durante el mes se explica principalmente por la desaceleración de la variación de los precios de los alimentos. El IPC sin alimentos, por su parte, se mantuvo en 3,03%. Esto fue el resultado de un descenso en la variación anual del IPC de regulados que compensó el aumento de los IPC de transables y no transables (sin alimentos ni regulados).

Para el IPC de alimentos, la variación anual pasó de 6,6% en octubre a 6,4% en noviembre, con lo que se interrumpe la tendencia ascendente que ya acumulaba seis meses. En términos de variaciones anuales, los descensos se concentraron en alimentos perecederos al pasar de 17,6% en octubre a 14,6% en noviembre. Para la mayoría de los otros subgrupos de la canasta se observó una aceleración de la variación anual. En el caso de la papa y de las frutas, se han observado caídas absolutas en precios que ocurren después de un período de alzas importante, lo que sugiere que los movimientos recientes están asociados con el ciclo normal de la oferta de estos productos. Hasta la fecha, las intensas lluvias ocasionadas por el fenómeno de La Niña no habían provocado una interrupción en la cadena de suministros de alimentos, excepto por el caso de la leche y los huevos. Los precios de los alimentos importados han registrado pocos aumentos en los últimos meses, pese a la depreciación del peso. Esto puede estar ligado a algunos descensos que se han observado en los precios internacionales.

La desaceleración en la canasta de regulados (caída de 48 pb frente a octubre) obedece a una corrección en las tarifas de energía eléctrica en la ciudad de Cali después del fuerte aumento que se registró dos meses atrás. En el caso del precio interno de la gasolina y de las tarifas de transporte público no se presentaron cambios significativos en noviembre, pero sí hubo un incremento importante en el precio del

gas domiciliario, siendo este el rubro que más presiones alcistas ejerce en esta sub canasta.

El IPC de transables sin alimentos ni regulados, por su parte, se situó en 0,6% (variación anual) frente a 0,4% del mes anterior. Desde hace varios meses, este grupo presenta aumentos que estarían relacionados con la depreciación del tipo de cambio en la segunda mitad del año.

Respecto a los no transables sin alimentos ni regulados la variación anual en noviembre fue de 3,6%. Los arriendos, el principal componente de esta canasta, presenta una ligera tendencia ascendente que sin embargo no implica aún reajustes anuales muy por encima del 3% (3,3% en noviembre).

Pese al descenso de la inflación total, la inflación básica continuó aumentando en noviembre. El promedio de los tres indicadores monitoreados por el Banco de la República se situó en 3,34%, 7 pb más que el mes anterior. Si bien todos los indicadores aumentaron, aún se mantienen dentro del rango meta.

Las expectativas de inflación no presentaron cambios importantes en el último mes. Las obtenidas con la encuesta mensual a diciembre de este año están en 3,6%, igual que hace un mes y las de doce meses se encuentran en 3,4%, ligeramente por encima de las obtenidas en octubre. Las expectativas obtenidas a partir de los TES presentaron una leve caída después del aumento registrado el mes anterior; todas excepto las de diez años se mantuvieron entre 3,5% y 4,0%.

En noviembre se presentó una reducción importante en la variación anual en el IPP (a 6,8% desde 7,9% el mes pasado). La desaceleración se dio tanto en el grupo de bienes importados como en el de producidos y consumidos.

b. Crecimiento

Los últimos indicadores de actividad económica para el tercer trimestre de 2011 confirmaron que el ritmo de crecimiento anual de la economía se aceleró respecto al observado en la primera mitad del año, y que la economía colombiana continúa siendo impulsada principalmente por la demanda interna.

Entre la información divulgada recientemente la más sobresaliente fue el dato de obras civiles para el tercer trimestre. Según el DANE el indicador aumentó 22,8% en términos anuales. La mayor expansión dentro del rubro se dio en la construcción de obras asociadas con el sector minero. También fue divulgado el censo de edificaciones con aumentos del área en el tercer trimestre cercanos al 10% anual. Por su parte, otros indicadores trimestrales asociados al sector servicios (hoteles, agencias de viajes) y al pecuario (sacrificio de ganado) también mostraron comportamientos favorables en el tercer trimestre.

La dinámica de la demanda interna en el período se produce en un marco de tasas de interés reales relativamente bajas, alta disponibilidad de crédito e incremento de la ocupación. En esas condiciones el consumo de los hogares habría continuado

mostrando un fuerte dinamismo en especial en el relacionado con las compras de bienes durables. La inversión habría sido impulsada por la construcción de obras civiles, por las compras de maquinaria y equipo de transporte y por la expansión de la vivienda.

Por ramas de actividad, los sectores que habrían registrado mayores tasas de crecimiento serían la construcción y la minería.

Los pocos indicadores disponibles para el cuarto trimestre de 2011 muestran alguna desaceleración en el ritmo de crecimiento anual aunque su dinamismo continúa alto. Las ventas de vehículos continuaron aumentando en noviembre en unidades. La confianza de los consumidores luego de mostrar caídas durante los tres meses anteriores se recuperó en noviembre. El nivel de este indicador aún puede considerarse alto (se encuentra por encima de su promedio desde 2001). La cartera de crédito de consumo sigue expandiéndose a tasas cercanas al 25%.

Con respecto a la oferta, la mayor parte de indicadores asociados al sector industrial se mantiene estable (pedidos, existencias, demanda de energía, etc.). Así mismo la ANDI reveló que el crecimiento de la producción industrial para el año corrido a octubre fue de 6%, registro similar al que había señalado un mes atrás (6,1% para el año corrido a septiembre).

En octubre las exportaciones totales en dólares registraron un valor de US\$ 4.713 millones y crecieron anualmente 32,6%. Este aumento se explicó principalmente por las exportaciones mineras. Por su parte, las ventas externas de los bienes básicos agrícolas (café, banano y flores) disminuyeron 5,3% con respecto al mismo mes del año anterior. Este comportamiento se originó en la caída de las cantidades despachadas principalmente de café (20% anual) y de flores (15,5% anual). El resto de las exportaciones sin productos básicos registraron un crecimiento anual de 8,1%, impulsadas principalmente por alimentos, bebidas y productos químicos.

En el mercado laboral, la tasa de desempleo continúa con una tendencia decreciente. La cifra mensual a octubre fue de 9,0% para el total nacional y 10,2% para las trece ciudades principales. Para el caso del total nacional, es la cifra más baja en la última década. Nuevamente el mayor crecimiento de la demanda laboral (medida por la tasa de ocupación) en comparación al crecimiento de la oferta (medida por la tasa global de participación), explicó la caída en la tasa de desempleo.

Los comportamientos reseñados están en línea con lo contemplado en el Informe sobre Inflación de septiembre donde se tiene un rango de crecimiento del producto para todo el año entre 5% y 6%.

c. Variables Financieras.

El crédito total en moneda nacional (MN) y extranjera (ME) mantiene altas tasas de crecimiento. Todas las modalidades de crédito, tanto a los hogares como a las empresas, continúan registrando crecimientos muy superiores al de la actividad económica.

En noviembre las tasas de los interés reales (descontando el IPC sin alimentos) para créditos de consumo, hipotecario y comercial se situaron en 14,9%, 9,9% y 8,3% respectivamente, cifras inferiores a los promedios observados desde el año 1998.

d. Contexto Externo.

Las medidas para superar la crisis de la deuda en Europa luego de la reunión de diciembre 7 en el Banco Central Europeo y los líderes de la Unión Europea, parecen haber sido consideradas insuficientes por los mercados. Así lo demuestra el reciente incremento de los intereses de los bonos italianos y españoles a 10 años y la caída del Euro a US\$ 1,30, el nivel más bajo desde enero del presente año. Como consecuencia, los mercados financieros continúan con altos niveles de volatilidad.

La nueva información disponible sugiere que la economía mundial se deteriora a un ritmo mayor al esperado. En la Zona Euro, para el último trimestre de 2011 y el primero de 2012, se proyecta un crecimiento muy bajo, con un riesgo elevado de que se ubique en terreno negativo. En particular, el marcado deterioro de las expectativas de los empresarios y los consumidores, al igual que el menor ritmo de expansión de las economías más grandes de la región (Alemania y Francia), hacen prever un desempeño mediocre durante 2012. Adicionalmente, las restricciones de liquidez de los bancos europeos, a pesar de la rebaja de la tasa de interés de referencia (de 1,25% a 1%) y de las nuevas facilidades de liquidez aprobadas por el Banco Central Europeo, amenazan con un estrangulamiento de crédito. A esto se agrega la rigidez del ajuste fiscal que impone la nueva regla, que limita el déficit estructural a 0.5% del PIB para los países miembros de la Unión Europea. Esto podría acentuar la desaceleración de la actividad económica en el corto plazo. En EEUU los mejores indicadores de actividad económica de las últimas semanas han mitigado los temores de una doble recesión. Sin embargo, los riesgos externos asociados a Europa o una fuerte desaceleración en China, podrían limitar su ritmo de crecimiento.

En las economías emergentes los datos de los últimos meses muestran una desaceleración más fuerte que la estimada en el escenario central del Informe sobre Inflación de septiembre como consecuencia de factores internos y externos. En China y Brasil se han empezado a implementar políticas monetarias y fiscales menos restrictivas con el fin de incentivar la demanda interna y contrarrestar los efectos de un menor crecimiento externo. En China la caída en los precios de la vivienda ha comenzado a generar preocupaciones. Durante los últimos años la construcción ha sido el principal motor de crecimiento de esta economía y una crisis en dicho sector podría implicar una fuerte desaceleración.

En términos de política monetaria, las economías avanzadas mantienen una posición laxa y algunas economías emergentes, como Brasil y Tailandia, han empezado a reducir sus tasas de intervención. Para los próximos meses los analistas esperan que más economías se unan a esta tendencia y ayuden a estimular la demanda interna en cada país.

Las cotizaciones internacionales de los principales bienes básicos han descendido moderadamente. En particular, el precio internacional del petróleo se encuentra en la parte superior del rango estimado en el pasado informe trimestral. De esta forma, el nivel de los términos de intercambio sigue alto y continúa impulsando el ingreso nacional.

El mayor riesgo de los pronósticos centrales de crecimiento es un ajuste desordenado en Europa. De materializarse, la economía mundial crecería considerablemente menos de lo esperado, los precios internacionales de los bienes básicos podrían caer y la aversión global al riesgo exacerbarse, lo que afectaría adversamente la economía colombiana. Existe gran incertidumbre sobre la magnitud de dicha contracción y sus efectos.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

La mayoría de la Junta expresó la conveniencia de mantener inalteradas las tasas de interés de intervención con base en el balance de la situación externa e interna, balance que de todas formas resulta altamente sensible a la nueva información disponible.

La Junta consideró que en el frente externo debe tenerse en cuenta que: (i) Los mercados financieros internacionales continúan mostrando altos niveles de volatilidad, como consecuencia de los problemas de deuda soberana en Europa. Es probable que las economías de la zona-Euro se contraigan en el último trimestre de 2011 y en la primera mitad de 2012, aun cuando existe gran incertidumbre sobre la magnitud de la contracción y sobre sus efectos; (ii) De materializarse un ajuste desordenado en Europa la economía mundial crecería considerablemente menos de lo esperado, los precios internacionales de los bienes básicos podrían caer y la aversión global al riesgo podría exacerbarse, todo lo cual afectaría adversamente la economía colombiana; (iii) La economía de los Estados Unidos se expande a una tasa moderada y se espera que continúe así por un período prolongado; (iv) Varias economías emergentes han mostrado signos recientes de desaceleración.

En el contexto interno debe tenerse en cuenta que: (i) Los precios internacionales de los productos básicos permanecen en niveles altos y estimulan el ingreso nacional de los países productores; (ii) La información más reciente sobre el comportamiento de la actividad económica sugiere que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre superará el 6%; (iii) El crédito bancario crece a una tasa alta y pareciera estar acelerándose. El comportamiento del crédito de consumo sugiere que los hogares han elevado considerablemente su grado de apalancamiento; (iv) Los índices de precios de la vivienda nueva y usada siguen en sus máximos registros; (v) Las medidas de inflación básica continúan subiendo y la mayoría supera el 3%; (vi) La información disponible muestra que con ocasión de los incrementos en la tasa de interés de intervención y del comportamiento de otras variables internacionales y locales, las expectativas de inflación obtenidas a partir de los TES dejaron de subir, e incluso presentaron una ligera caída; (vii) Señales de que, si bien la economía colombiana

sigue dinámica, este impulso se puede estar moderando. Las expectativas y los pronósticos de inflación se hallan crecientemente dominados por las expectativas y pronósticos sobre el clima, ante el cual la política monetaria carece de herramientas apropiadas para responder y; (viii) El probable impacto de decisiones salariales y normas laborales sobre las expectativas de inflación y el funcionamiento del mercado laboral.

Un miembro de la Junta opinó que debía incrementarse la tasa de interés de intervención en 25 p.b. teniendo en cuenta que: (i) El contexto interno de la economía colombiana señalados indican la necesidad de un incremento de la tasa de intervención. Como se mencionó antes, el crecimiento excesivo del crédito y la persistencia de tasas de interés bajas podrían ser fuente de desequilibrios financieros, mientras las expansiones excesivas en la demanda o los aumentos en los costos laborales pueden elevar las expectativas de inflación y reducir la credibilidad de la política monetaria en un contexto en el que los indicadores de inflación básica siguen creciendo y; (ii) Si bien los mercados financieros internacionales continúan con altos niveles de volatilidad como consecuencia de las dificultades relacionadas con los problemas de deuda soberana en Europa, el nivel de incertidumbre no ha cambiado en relación con el mes anterior y es poco probable un ajuste financiero desordenado. Además la economía de los Estados Unidos se expande a una tasa positiva.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva acordó, por mayoría, mantener inalterada la tasa de interés de intervención.

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.