



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 25 de Noviembre de 2011

El 25 de Noviembre 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 octubre fue 4,02% (mensual de 0,19%), 29 puntos básicos (pb) más que en septiembre. El ajuste de precios acumulado en lo corrido del año es de 3,15%, mayor al registrado en igual período del año pasado (2,31%).

Al igual que en septiembre, durante octubre, las presiones alcistas más importantes provinieron de los alimentos. La variación anual de esta canasta ascendió en octubre a 6,6%, frente a 5,7% en septiembre. La aceleración se concentró en los precios de los alimentos perecederos, especialmente la papa, como se observa desde hace varios meses. Igualmente hubo alzas en alimentos menos perecederos. Utilizando la desagregación de la canasta de alimentos en alimentos afectados por el clima, importados y resto, se observó que los productos afectados por el clima lideraron el repunte de los precios de la

canasta con un registro de 15,1% en octubre frente a 12,2% en septiembre, mientras que los alimentos importados (6,5%) no presentaron aumentos importantes respecto al mes anterior. El resto de alimentos (4,7%) aumentó 70 pb respecto al registro de septiembre. Problemas de oferta asociados a las fuertes lluvias de la primera mitad del año, así como el ciclo normal de los precios y la producción explicarían estos registros.

La inflación sin alimentos en octubre fue 3,03%, con un aumento leve (5 pb) respecto al dato de septiembre. Desde octubre de 2009, el indicador no se situaba por encima del punto medio del rango meta.

El comportamiento en octubre de las sub canastas del IPC sin alimentos fue dispar. Hubo un aumento importante en la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados. Este indicador, con un registro de 0,4% en el mes, parece estar consolidándose en terreno positivo después de 16 meses consecutivos de mostrar cifras negativas. Ello en parte está relacionado con la depreciación del tipo de cambio en los últimos meses. La variación anual de no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo en 3,5%. Los arriendos presentan una variación anual estable desde hace algunos meses y cercana al 3%, que compensa registros más altos en servicios de educación y salud. En cuanto a la variación anual de la canasta de regulados (6,3%), se presentó un descenso por las tarifas de energía que, sin embargo, fue mucho menor que el previsto. En octubre continuaron los aumentos de los precios del gas domiciliario debido a las alzas de los precios internacionales de los combustibles de la primera mitad del año.

Los indicadores de inflación básica continuaron mostrando una tendencia ascendente durante el último mes. El promedio de los tres indicadores divulgados por el Banco de la República fue de 3,27%, 14 pb más que hace un mes. Si bien todos los indicadores aumentaron, aún se mantienen dentro del rango meta.

El aumento de la inflación afectó los indicadores de expectativas. Las obtenidas a partir de los TES aumentaron a todos los horizontes, con las de diez años superando un poco el techo del rango meta. Las mediciones a través de encuestas presentan aumentos menos pronunciados. Por ejemplo, según la encuesta mensual la inflación esperada a diciembre de 2011 es de 3,6% y a doce meses es de 3,4%. En la encuesta trimestral, la expectativa a doce meses está en 3,7%.

La variación de los precios al productor (IPP) continuó ascendiendo en octubre y se ajustó a una tasa anual de 7,9% frente a 6,6% en septiembre. Los

aumentos, como en los meses anteriores, se concentraron en el componente importado del indicador.

b. Crecimiento

El crecimiento del tercer trimestre, al igual que en la primera mitad del año, seguiría impulsado por la demanda interna como se infiere de la información más reciente de las ventas del comercio al por menor, medidas por el DANE, cuyo crecimiento anual en septiembre fue de 7,2%. Además, las importaciones en dólares de bienes de consumo crecieron en septiembre a una tasa anual de 26% y la cartera de crédito de consumo registró en el mes de septiembre un crecimiento anual de 25,8%.

Por su parte, la inversión también habría mostrado un buen comportamiento en el tercer trimestre. Al respecto, el crecimiento registrado por las importaciones de bienes de capital en septiembre (25%) sugiere que el gasto en maquinaria y equipo seguía dinámico. En la misma dirección apunta la evolución de la cartera de crédito comercial, la cual se expandió en el mismo mes a una tasa de 22,2%. Por su parte, la inversión en construcción habría continuado creciendo, de acuerdo con la evolución de las licencias de construcción.

Por el lado de la oferta, en septiembre la variación anual del índice de producción industrial fue de 5,2%. El crecimiento anual de la producción de todo el tercer trimestre fue alto (6,2%), jalonado principalmente por el registro de agosto. Los indicadores asociados con la industria manufacturera, como los de pedidos y existencias de Fedesarrollo, se mantienen estables a septiembre y aún en niveles que sugieren un ritmo de expansión importante para el sector.

En cuanto a las ventas externas, hasta septiembre el efecto del contexto externo más débil no ha sido importante. Así, las exportaciones totales en dólares aumentaron a una tasa anual de 36%. Este crecimiento se originó en las mayores ventas de petróleo crudo y derivados, carbón y oro. El impulso en las exportaciones de origen minero, tanto por el comportamiento de los precios (32%) como por el de las cantidades (4%). Las exportaciones de bienes básicos de origen agrícola no evidencian una recuperación. En efecto, éstas registraron una caída anual de 4,1% en septiembre. Los índices de precios y cantidades calculados sugieren que dicha disminución fue explicada por la contracción registrada en las cantidades (-16% anual), la cual no fue compensada por el aumento en los precios (12% anual). La caída en las cantidades se originó en las menores ventas externas de café (-21%) y flores (-19%). Finalmente, las ventas externas de bienes industriales y otros

productos agrícolas (sin productos básicos) mostraron un crecimiento anual de 4,3% en septiembre. El aumento se observó sólo en precios (9%) mientras que las cantidades registraron una contracción (-5%).

Con relación al mercado laboral, la tasa de desempleo continuó en septiembre con su tendencia decreciente. Su reducción respondió nuevamente a un crecimiento de la demanda laboral (medida por la tasa de ocupación) mayor al de la oferta (medida por la tasa global de participación). Tanto para las 13 áreas como para el total nacional, el número de ocupados siguió aumentando a tasas cercanas al 5%, en línea con lo registrado durante todo el 2011.

Los indicadores mencionados anteriormente con información al tercer trimestre confirmaron los pronósticos presentados en el último Informe sobre Inflación, cuando se proyectó una expansión anual de la economía entre 6% y 7% para dicho periodo.

Para el cuarto trimestre del año, los pocos indicadores disponibles sugieren alguna desaceleración del consumo privado con respecto al tercero, concentrada en el componente de bienes durables. Esto se deduce de la reducción por cuarto mes consecutivo de la confianza de los consumidores observada en el mes de octubre (junto con sus componentes de disposición a comprar carro y vivienda) y por la desaceleración para el mismo mes de las ventas del sector automotriz. Este comportamiento, sin embargo, está en línea con lo esperado en las estimaciones del informe anterior, donde el crecimiento de la economía para todo 2011 estaría en un intervalo entre 5% y 6%.

Respecto a la situación del crédito y las finanzas del sector real, los indicadores agregados calculados con base en reportes de los intermediarios al tercer trimestre de 2011 no muestran aún claros indicios de exceso, pese a que la cartera mantiene un alto ritmo de crecimiento real. Sin embargo, información de algunos segmentos, como el del crédito de consumo, señalan un aumento importante del endeudamiento de los hogares y un ligero deterioro de las últimas cosechas (según los datos más recientes disponibles en la Superintendencia Financiera).

c. Variables Financieras.

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

económica. Esto se ha dado en un contexto de tasas reales de interés históricamente bajas.

A octubre, el crecimiento del crédito total (MN y ME) registró una tasa anual de 22,7%, inferior en 118 pb a la observada en septiembre. La cartera de consumo presentó la mayor tasa de crecimiento, 25,4%, menor en 32 pb con respecto al mes anterior. Por su parte la cartera comercial mostró una tasa de crecimiento anual de 22,0%, menor en 113 pb a la registrada en el mes de septiembre, mientras que la cartera hipotecaria se mantuvo en una tasa de crecimiento de 17,3% anual, como se ha venido observando desde agosto.

En octubre las tasas de los intereses reales (descontando el IPC sin alimentos) para créditos de consumo, hipotecario y comercial ordinario se situaron en 14,9%, 10,0% y 8,1%, cifras inferiores a los promedios observados desde 1998.

d. Contexto Externo.

En el tercer trimestre de 2011 las principales economías desarrolladas registraron un crecimiento del PIB mejor al esperado. No obstante, la probabilidad de que se presente una recesión en Europa aumentó mientras que el consenso del mercado es que la economía de los Estados Unidos se expanda a una tasa moderada por un período prolongado. Ante este panorama y con los grandes países emergentes creciendo a tasas cercanas a su potencial, el pronóstico para 2012 indica que la actividad mundial continuaría desacelerándose pero sin llegar a una situación de recesión.

El mejor resultado de crecimiento observado en los principales países desarrollados podría estar asociado con el restablecimiento de las condiciones de producción en Japón y con una reducción en el precio de los combustibles. En Alemania, Francia y Japón, el crecimiento del tercer trimestre se aceleró respecto a lo registrado entre marzo y junio. Algo similar sucedió en Estados Unidos a pesar de la revisión del PIB de ese país de 2,5% a 2,0% que se dio a conocer recientemente. Pese a lo anterior, los mercados internacionales continuaron exhibiendo una alta aversión al riesgo debido a la situación en Europa.

En Estados Unidos la poca información disponible del cuarto trimestre muestra que la actividad real sigue creciendo pero lentamente, lo cual aleja los temores de una posible recesión en el corto plazo. Sin embargo, los riesgos se mantienen a la baja, y un detrimento en la situación europea podría afectar

considerablemente el crecimiento de este país. En este contexto se mantiene el pronóstico presentado en el Informe Sobre Inflación de septiembre para este país de un crecimiento moderado por un período prolongado.

En Europa los indicadores de actividad económica continúan deteriorándose, especialmente en los países de la periferia. Adicionalmente, los acuerdos y medidas dirigidas a solucionar los problemas de deuda pública y del sistema financiero no han tenido hasta el momento el impacto esperado. Todo esto ha repercutido en un deterioro en la confianza de los consumidores e inversionistas y ha contagiado a las economías más grandes y estables de la región. Dado esto es probable que el pronóstico de crecimiento de 2012 para la Zona Euro se reduzca frente a lo presentado en el informe anterior.

Las economías emergentes continúan perdiendo dinamismo. En China, la actividad real se ha seguido desacelerando lo cual ha sido confirmado con los últimos datos de industria. Algo similar ocurre en India y Brasil, aunque en estos países los indicadores se han deteriorado de manera más pronunciada.

Los mercados financieros han permanecido atentos a la evolución del manejo de la deuda pública de la periferia europea. En las últimas semanas los spreads de tasas de interés de los bonos soberanos de Italia y España aumentaron. El contagio también está alcanzando a Francia y Alemania. En las economías de América Latina, las primas de riesgo no han aumentado significativamente y sus tasas de cambio han tendido a depreciarse moderadamente respecto al dólar.

La débil demanda externa y las menores perspectivas de crecimiento global han reducido las presiones sobre los precios internacionales de los alimentos, los cuales cedieron un poco en los últimos meses. En el caso del petróleo, a pesar de las alzas del WTI observadas en los últimos dos meses, sus niveles aún son inferiores a los alcanzados en abril de 2011. A partir de esta última fecha, la cotización del Brent ha tenido un comportamiento decreciente. Todo lo anterior ha permitido una reducción de las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas y varias economías emergentes (con excepción de India).

La política monetaria sigue siendo muy laxa en los países desarrollados. El Banco Central Europeo redujo en 25 puntos básicos su tasa de intervención en su reunión de noviembre, mientras que los bancos centrales de Japón e Inglaterra mantuvieron sus tasas de referencia cercanas a cero. Por el lado de

las economías emergentes, salvo en el caso de la India, los bancos centrales tendieron a mantener sus tasas de política.

Las cotizaciones internacionales de los principales bienes básicos que exporta Colombia también se han visto afectadas pero moderadamente. Sin embargo, sus niveles siguen altos y continúan impulsando el ingreso nacional. La anterior situación puede explicar en parte el comportamiento de las exportaciones en dólares a septiembre, las cuales crecieron a tasas elevadas especialmente por las de origen minero. En las ventas externas industriales se observó alguna desaceleración pero aún es temprano para concluir si ello obedeció a una menor demanda externa.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

Algunos miembros de la Junta manifestaron que la tasa de intervención del Banco debe incrementarse en 25 pb, teniendo en cuenta las siguientes razones: (i) Si bien la situación externa se ha deteriorado, el escenario central de pronóstico es que la actividad económica en Europa siga debilitándose pero sin que ocurra una evolución desordenada o colapso. Al mismo tiempo, el consenso del mercado es que la economía de los Estados Unidos se expanda a una tasa moderada por un periodo prolongado. (ii) Si bien la situación externa se ha deteriorado y algunos indicadores internos muestran moderación, desde el último informe, la inflación y las expectativas de inflación aumentaron, lo cual puede llegar a poner en riesgo la meta y la credibilidad de la política monetaria en un contexto en el cual la tasa de interés de política parece reflejar una política monetaria expansiva. Las decisiones sobre salarios y otros precios de comienzos de 2012 se tomarán en el contexto de un choque de oferta, con la inflación por debajo pero cerca de 4% y con un mercado laboral apretado. Además, la depreciación del peso parece estar afectando los precios de los transables. (iii) El deterioro de las condiciones externas y la moderación de algunos indicadores internos no parecen suficientes para compensar una dinámica interna caracterizada por excesos de demanda que eventualmente podría amenazar la meta de inflación y la estabilidad del producto, incluso a mediano plazo por consideraciones de desbalances financieros. A pesar de la desaceleración en algunos indicadores, estos se mantienen en niveles altos y otros se mantienen altos y no se desaceleran. (iv) El crédito bancario continúa creciendo a una tasa anual elevada. La cartera más dinámica es la de consumo de los hogares, los cuales parecen estar elevando significativamente su grado de apalancamiento. Los índices de precios de la vivienda nueva y usada están

en sus máximos registros. El crédito bancario a una tasa de interés más elevada contribuye a una medición apropiada de los riesgos. (v) Las decisiones de política deben siempre ponderar los riesgos y costos de equivocarse. Dados los rezagos de la política monetaria, no hacer nada si la economía continúa fuerte, implicaría riesgos sobre la credibilidad o reputación de la propia política y podría llevar a crear una volatilidad innecesaria de las tasas de interés y el PIB. Dados los mismos rezagos, aumentar las tasas hoy podría no traer un costo muy grande si la situación externa se deteriora súbitamente en el futuro cercano, lo cual es fácilmente detectable, y la política se revierte.

Teniendo en cuenta el pronóstico central descrito antes, y los riesgos de desequilibrios financieros, se considera prudente aumentar 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención y cree que con ese movimiento se alcanza una postura monetaria que contribuye a maximizar el crecimiento del producto y el empleo coherente con el logro de las metas futuras de inflación. Esta decisión incorpora además la posibilidad de detectar a tiempo un cambio sustancial en las condiciones externas de la economía y de reaccionar rápidamente ante el mismo.

Otros miembros de la Junta consideraron que es conveniente mantener estables las tasas de interés del Banco teniendo en cuenta que: (i) Si bien es cierto que la inflación anual a octubre tocó el techo del rango meta, la causa se concentra en un choque de oferta de alimentos transitorio por razones climáticas. En efecto, el incremento de precios de los alimentos fue 6,63%, en contraste con 1,69% y 1,64% en igual período de 2009 y 2010 respectivamente. Y los de los más afectados por el clima crecieron 15%, o sea tres veces más que los de los importados y los del resto de origen nacional. Además, el IPC sin alimentos ha estado en el punto medio del rango meta (3,05%, 2,57% y 3,03% en 2009, 2010 y 2011 respectivamente). En tanto que la inflación de no transables sin alimentos ni regulados, que refleja más fielmente posibles presiones de demanda, ha venido reduciéndose: 4,57%, 3,53% y 3,49% a octubre de 2009, 2010 y 2011 respectivamente. Además, el equipo técnico del banco continúa pronosticando descensos de la inflación en los próximos 6 meses. (ii) En Europa los acuerdos y medidas dirigidas a solucionar los problemas de deuda pública y del sistema financiero no han tenido el impacto esperado, y la situación ha continuado deteriorándose en forma marcada desde la última reunión de la Junta. Las agencias calificadoras de riesgo han reducido la calificación de varios países de la zona, los spreads de deuda han crecido en forma marcada, y ni siquiera Alemania ha sido

inmune a los temores de los mercados. Varios analistas proyectan una recesión en diferentes países europeos en 2012 y no descartan el fracaso del modelo que llevó a la creación del Euro. (iii) En los Estados Unidos fracasó el "Super Comité" formado por demócratas y republicanos para presentar una propuesta tendiente a reducir el déficit fiscal durante los próximos 10 años, y los pronósticos de crecimiento también se han reducido en forma sustancial durante el último año. (iv) China continuará creciendo a tasas altas, pero las noticias no han sido excepcionalmente alentadoras en los últimos meses. Hay síntomas de contracción de la industria, los precios de la vivienda acusan fuertes caídas, y lo mismo sucede con el crecimiento de la construcción. Al punto de que su autoridad monetaria ha comenzado una nueva fase de medidas monetarias expansivas. (v) En América Latina la industria ha perdido dinamismo y varias de las economías se han enfriado. El Banco Central de Brasil ha reducido tasas en los últimos meses, y los de México, Chile y Perú las han mantenido, con anuncios de sesgos a la baja si las condiciones de la economía mundial continúan deteriorándose. Por qué habría de ser Colombia diferente al resto del mundo excepto la India o Islandia? (vi) La tasa real de interés repo en Colombia está por debajo de su media histórica, pero lo mismo sucede en la mayoría de países del mundo. (vii) Diferentes variables han comenzado a mostrar una menor dinámica en los meses recientes, posiblemente como resultado de la situación internacional: las expectativas al consumidor de la encuesta de Fedesarrollo han caído cuatro meses consecutivos; la dinámica industrial se redujo desde 9,7% en agosto a 5,2% en septiembre; la tasa de crecimiento anual de las ventas externas sin productos básicos en septiembre fue de 4,3% que se desaceleró frente al registro de agosto que fue de 41%; y el crédito de consumo se viene desacelerando de 34.1% en junio de 2011, a 23.4% en noviembre, cuando se consideran las variaciones anualizadas de las últimas 13 semanas. (viii) La dinámica del crédito y el creciente valor de los activos podría obedecer a factores estructurales y no sólo a baja tasa de interés; (ix) De todas formas se justifica pensar en medidas de regulación prudencial adicionales a la tasa de interés; los modelos disponibles en el Banco sugieren que un incremento de 25 puntos en la tasa de interés disminuyen la dinámica del crédito en forma marginal. (x) Las tasas de interés de mercado han subido recientemente, lo cual sugiere que no existe un nivel de liquidez excesivo en la economía.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva acordó, por mayoría, aumentar 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención que quedará en 4,75.

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.

Bogotá DC, diciembre 09 de 2011