



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 30 de Septiembre de 2011

El 30 de Septiembre 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 agosto fue 3,27% (mensual de -0,03%), 15 puntos básicos (pb) menos que en julio. Esta cifra fue inferior a la proyección del equipo técnico del Banco y a lo esperado por el promedio del mercado. Para el año corrido a agosto el IPC acumuló un aumento de 2,64% que es un poco mayor al registrado en igual período del año anterior.

Los precios de los alimentos por su parte, registraron un comportamiento favorable en agosto que se tradujo en una disminución de la variación anual del IPC respectivo a 4,6% desde 4,8% un mes atrás.

Respecto a la inflación sin alimentos, el resultado en agosto fue 2,76% frente a 2,90% de julio. El descenso se debió a la disminución en la variación anual de las canastas de regulados y de no transables sin alimentos ni

regulados. En el caso de los no transables sin alimentos ni regulados, se presentó una disminución significativa de 40 pb frente al registro de julio. Esta caída corresponde, en buena parte, a la reversión del alza que se presentó en junio. Sin embargo, aún descontado este fenómeno, se observó alguna disminución en el ritmo de ajustes de no transables.

En el caso de la canasta de regulados, la variación de los precios fue 5,6% (7 pb menos que en julio). La variación anual del IPC de regulados ha disminuido gradualmente desde marzo de este año debido a los bajos ajustes o incluso reducciones que se presentan en las tarifas de energía eléctrica. A ello se suman ajustes en los precios de los combustibles, un poco menores que los observados el año pasado.

Dentro del IPC sin alimentos, las presiones alcistas provinieron en esta oportunidad del IPC de transables sin alimentos ni regulados. La variación anual del indicador se situó en terreno positivo (0,12%) por primera vez desde principios del año pasado. Rubros como automóviles, electrodomésticos, aparatos electrónicos y de comunicación continuaron presentando bajas en sus precios, pero de menor magnitud que el año anterior. Así mismo, otros rubros relacionados con el aseo del hogar y el vestuario han comenzado a mostrar algunas alzas. Es posible que este comportamiento obedezca a que la apreciación acumulada del peso cedió en los meses anteriores.

Todas las medidas de inflación básica presentaron reducciones en agosto, con lo cual se interrumpió la tendencia creciente que estos indicadores mostraban desde finales de 2010.

Las expectativas de inflación medidas a través de las encuestas no presentaron cambios de relevancia y muestran un resultado cercano al 3,2% para finales de año y para los próximos doce meses. Por su parte, las derivadas de los TES a diferentes plazos continuaron disminuyendo, manteniéndose dentro del rango meta.

La variación de los precios al productor (IPP) presentó un repunte en agosto y se ajustó a una tasa anual de 5,2% frente a 4,8% en julio. Los aumentos se concentraron en el componente importado del indicador.

b. Crecimiento

En el segundo trimestre de 2011, el PIB colombiano creció 5,2% anual. El consumo de los hogares fue el agregado que más contribuyó a la expansión del PIB en este período, impulsado principalmente por las compras de bienes durables y semidurables.

La inversión en capital fijo también se aceleró durante este periodo, presentando la mayor tasa de expansión en cuatro años y un promedio de crecimiento mayor al de la década pasada. Por componentes se destaca el fuerte dinamismo de la inversión en maquinaria y en equipo de transporte. La construcción contribuyó negativamente debido a la caída en la inversión en obras civiles que no fue compensada por la expansión en edificaciones. Simultáneamente, en el segundo trimestre se registró una fuerte acumulación de inventarios, con lo cual el crecimiento anual de la inversión total fue de 21,1%.

La demanda interna en el segundo trimestre creció 9,1% anual y se mantiene como el principal soporte del crecimiento de la economía colombiana. El ritmo anual de crecimiento de la demanda privada fue 11,7%. Por otro lado, las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del PIB. Esto en razón de un crecimiento de las importaciones tres veces mayor que el de las exportaciones.

Por el lado de la oferta se destacaron los crecimientos anuales superiores al 7% que registraron los sectores de minería, comercio y transporte. Sin embargo, por su mayor peso en el PIB, la rama de servicios financieros e inmobiliarios fue la que más contribuyó al crecimiento. El PIB de la industria creció 2,1% en términos anuales, y se contrajo frente al primer trimestre. El sector de la construcción, por la caída de las obras civiles, fue el único que registró un retroceso anual.

Las exportaciones totales en dólares crecieron a una tasa anual de 55%. Este aumento fue impulsado tanto por los mayores precios como por las cantidades producidas de petróleo crudo y derivados y, en menor medida, por las exportaciones de carbón y de algunos productos industriales. Por su parte, las exportaciones de productos básicos agrícolas (café, banano y flores) registraron una caída de 6,6% anual. En el caso de las exportaciones industriales (Sin derivados del petróleo, ferróníquel, oro y café), durante el mes de julio, se observó una recuperación tanto en precios (20% anual) como en cantidades (20% anual).

Las importaciones totales en dólares mostraron una variación anual de 33% en julio. Las mayores contribuciones al crecimiento anual de las compras externas durante el mes de julio se concentraron en bienes para la industria, equipo de transporte, combustibles y bienes de consumo no duradero. En particular, las importaciones de bienes de consumo crecieron 21% anual, las de bienes intermedios 29% anual y las de bienes de capital 46% anual.

Con respecto al tercer trimestre de 2011 la mayoría de indicadores de actividad disponibles sugieren que la economía habría mantenido un buen desempeño. Por tipo de gasto, el crecimiento del tercer trimestre habría seguido impulsado por el consumo de los hogares como se infiere del comportamiento de la confianza de los consumidores, del crédito de consumo a agosto, el buen dinamismo de las importaciones de bienes de consumo y del comportamiento de las ventas minoristas a julio que continúan mostrando una tendencia positiva.

La evolución reciente del mercado laboral también apoyaría la dinámica favorable del consumo privado. En el trimestre móvil a julio, el mayor crecimiento de la tasa de ocupación con respecto a la tasa global de participación permitió que la tasa de desempleo continuara con su tendencia decreciente. A pesar de que en junio y julio la generación de empleo se concentró más en trabajadores no asalariados que en asalariados, el subempleo siguió disminuyendo por lo que la calidad del empleo no parece haberse deteriorado. Se espera que el mercado laboral siga comportándose favorablemente durante el resto del año.

Por el lado de la oferta, algunas variables asociadas con la industria manufacturera, como el índice de producción industrial del DANE, el indicador de pedidos de Fedesarrollo (ambas a julio) y la demanda de energía del sector (a agosto), sugieren un relativo estancamiento de la actividad productiva. Sin embargo, aún es prematuro predecir un deterioro del sector, si se tiene en cuenta que el indicador de expectativas de los industriales sobre su producción en tres meses se mantiene en niveles bastante altos. Otros indicadores sectoriales sugieren que el comercio, la construcción, la minería y los servicios, serán las actividades de mayor contribución al crecimiento del PIB en el tercer trimestre. Así, es probable que el ritmo de expansión del tercer trimestre sea superior al del segundo.

Dado todo lo anterior, es probable que la economía acelere su crecimiento. Adicionalmente, es factible que la coyuntura internacional menos favorable no golpee de manera relevante la economía colombiana en el tercer trimestre.

Hacia el cuarto trimestre podría darse un efecto adverso sobre la economía interna si se confirma el deterioro de la situación externa. Bajo el supuesto de que el cuarto trimestre no crezca respecto al tercero, el PIB del año completo podría crecer cerca de 5,2%, cifra que se encuentra dentro del

rango de pronóstico establecido en el informe trimestral de junio (4,5% a 6,5%).

c. VARIABLES FINANCIERAS.

El crédito total en moneda nacional (MN) y extranjera (ME) se estabilizó en altas tasas de crecimiento. A agosto todas las modalidades de crédito, tanto a los hogares como a las empresas, registran crecimientos muy superiores al crecimiento estimado del PIB de 2011. Esto se ha dado en un contexto de tasas reales de interés históricamente bajas.

En julio y agosto, el crédito bancario (MN y ME) se estabilizó en una tasa de crecimiento promedio de 23,2% anual. Igualmente, por modalidad de cartera en estos dos meses el crecimiento anual promedio fue de: 25,0% para consumo, 23,1% para comercial y 17,3% para hipotecaria.

En julio las tasas de interés reales (descontando el IPC sin alimentos) para créditos de consumo, hipotecario y comercial ordinario se situaron en 15,5%, 10,0% y 8,0%, cifras inferiores a los promedios observados desde 1998.

En cuanto a cartera, las tasas de crecimiento anual están sostenidas por el endeudamiento en pesos, dado que el crecimiento anual en moneda extranjera viene disminuyendo por cuanto el saldo desde mayo se ha mantenido alrededor de US\$ 6850 millones.

d. Contexto Externo.

En las últimas semanas el contexto internacional continuó deteriorándose. Los temores sobre los problemas de deuda soberana en Europa han crecido y los pronósticos de crecimiento de Estados Unidos y Europa en 2011 y 2012 han sido revisados a la baja.

La alta volatilidad y las fuertes pérdidas en los mercados accionarios se han asociado, en gran parte, con la elevada incertidumbre sobre la situación fiscal de algunas economías desarrolladas. Los mercados cada vez son más escépticos sobre la capacidad que tienen los países con problemas fiscales en estabilizar su deuda pública.

En el caso de la Zona del Euro, se incrementaron las dudas sobre la solvencia de algunos bancos comerciales de la región, que tienen altas inversiones en bonos soberanos de países con problemas fiscales. De hecho,

en los últimos dos meses surgieron señales que indican un posible aumento en las restricciones de liquidez en las economías desarrolladas, sobre todo en Europa. En este continente, el diferencial entre la tasa Libor y la tasa interbancaria continúa subiendo. Adicionalmente, se observan restricciones para el fondeo de mediano plazo que puede limitar el otorgamiento de crédito. La percepción de riesgo sobre el negocio bancario en estas economías se está incrementando nuevamente, alcanzando los niveles de 2008 y de 2009.

Los anuncios y medidas que han hecho recientemente los gobiernos y las autoridades económicas de estos países para enfrentar el problema fiscal no han sido eficaces para aumentar la confianza de los agentes. Los mercados bursátiles globales han presentado drásticas caídas que no solamente se limitan a las acciones bancarias. La ausencia de decisiones de fondo al problema de la deuda soberana en Europa impone riesgos cada vez mayores sobre la estabilidad financiera internacional. A lo anterior se suma la incertidumbre fiscal en Estados Unidos, por la falta de acuerdo entre los partidos políticos sobre las medidas necesarias para alcanzar una deuda sostenible.

Ante este panorama la recuperación de la demanda interna de las economías desarrolladas puede complicarse aún más, como de hecho algunos indicadores de actividad real tanto en Europa y Estados Unidos ya lo muestran.

En la Zona Euro, se observó una contracción de la actividad manufacturera. En Alemania y Francia, que son los motores de crecimiento en la región, se ha visto una desaceleración de las exportaciones. Dicho componente de la demanda ha sido el más dinámico en los últimos dos años. El mercado laboral tampoco muestra signos de recuperación, haciendo prever un consumo muy débil para el tercer trimestre del año. En las economías de la periferia europea, los programas de ajuste fiscal continuarán deprimiendo las perspectivas de recuperación de la demanda interna en el corto plazo. De esta forma, los pronósticos de crecimiento para la Zona Euro se han reducido. Por ejemplo, para 2011 y 2012 el FMI los redujo desde 2,0% y 1,7% a 1,6% y 1,1% respectivamente.

En Estados Unidos durante los últimos dos meses diversos indicadores de actividad real se deterioraron. Desde el mes de abril, tanto el consumo personal como las ventas al por menor muestran muy poco crecimiento, explicado en parte por las condiciones del mercado laboral y por la menor

confianza de los consumidores. Los altos niveles de endeudamiento de los hogares no se han reducido significativamente, hecho que seguirá siendo un factor negativo para la reactivación de su demanda interna. Por otra parte, el deterioro de la situación económica y financiera en Europa y los efectos que esto tenga en la demanda mundial puede limitar sus exportaciones. Así, el FMI disminuyó el pronóstico de crecimiento para 2011 y 2012 desde 2,5% y 2,7% a 1,6% y 1,9% respectivamente. Todas las proyecciones de analistas consultadas por el equipo técnico también se revisaron a la baja.

En las economías emergentes se ha dado una moderación en el crecimiento observado y esperado. Esto explicado en parte por políticas monetarias más restrictivas, por la eliminación de los estímulos fiscales y por la desaceleración de la demanda mundial. Los mercados siguen de cerca especialmente a China e India, en donde algunos indicadores señalan una desaceleración, y a Brasil, en donde esta tendencia es más evidente.

En cuanto a los precios de los productos básicos, la desaceleración de la actividad industrial a nivel mundial ha reducido la demanda por estos bienes, de tal forma que en las últimas semanas se ha observado una disminución en la cotización internacional de los precios de algunos de ellos, en particular petróleo, cobre y carbón. Los precios de otros productos básicos de origen agrícola como cereales y aceites interrumpieron su tendencia alcista y se estabilizaron en niveles altos.

La turbulencia en los mercados financieros internacionales se está empezando a sentir con fuerza en América Latina, sobre todo en los mercados de divisas y en las bolsas. Las primas de riesgo de los países de la región están subiendo y las monedas se han depreciado contra el dólar, alcanzando niveles que no se veían desde finales de 2009.

De complicarse la situación en Estados Unidos y Europa, es probable que el crecimiento de los países de la región se vea afectado negativamente por distintos canales. Uno de ellos sería la pérdida de confianza, variable que jugó un rol importante en la crisis pasada. Otro sería el menor ingreso nacional, ya que una demanda externa deprimida puede generar disminuciones adicionales en los precios de los bienes básicos, caídas en las exportaciones y una alta volatilidad en los flujos de capital. No obstante, las principales economías de América Latina pueden tener un mayor espacio para amortiguar una eventual caída por medio de políticas (fiscales y monetarias) contracíclicas que las economías desarrolladas.

Los pronósticos de crecimiento de las economías emergentes han comenzado a reducirse pero de manera menos pronunciada que los de las economías desarrolladas. En el caso de China el FMI revisó sus pronósticos para 2011 de 9,6% a 9,5% y para 2012 de 9,5% a 9%. De todas maneras se espera que las economías emergentes sigan impulsando el crecimiento mundial, entre otras razones, porque el consumo de los hogares en estos países será más dinámico que en las economías desarrolladas.

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 estabilización de la tasa de crecimiento del crédito en niveles altos, tanto para los hogares como para las empresas; (vi) el contexto de bajas tasa de interés reales que, aunque han aumentado, presentan niveles inferiores a sus promedios históricos, 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, a pesar de la caída de algunos precios de las exportaciones, como los del petróleo; (viii) la inflación anual de agosto, que disminuyó más que lo previsto (3,27%), en especial por el comportamiento de los no transables y regulados. Por su parte, el promedio de las medidas de inflación básica se encuentra dentro del rango meta (3% +/- 1 punto porcentual); (ix) las expectativas de inflación a distintos plazos se reducen y se mantienen las proyecciones de inflación a finales de 2011 y 2012; (x) la política monetaria de otros países; y (xi) 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:

El contexto internacional se ha deteriorado en las semanas posteriores a la Junta Directiva pasada. Los temores sobre los problemas de deuda soberana han crecido y los pronósticos de crecimiento de Estados Unidos y Europa en 2011 y 2012 han sido revisados a la baja. En algunas de las economías de Asia y América Latina, la nueva información apunta hacia una moderación en el

crecimiento. Los precios internacionales de los productos básicos han descendido, aun que permanecen en niveles altos. Además, se ha incrementado la volatilidad de los mercados financieros.

Por su parte, se resaltó que en Colombia: i) los datos del primer semestre mostraron una actividad económica expandiéndose a buen ritmo (5%), similar a lo proyectado. El crecimiento ha sido impulsado por el fuerte dinamismo de la demanda interna, en especial la proveniente del sector privado la cual creció en el segundo trimestre a una tasa anual de 11,7%. Para el tercer trimestre, la nueva información disponible sugiere que el crecimiento podría ser superior al registrado en el primer semestre. De esta forma, el rango de pronóstico de crecimiento para 2011 (entre 4,5% - 6,5%) continúa teniendo una alta probabilidad; ii) el crecimiento anual del crédito bancario se estabilizó en una tasa elevada, en un entorno de tasa de interés real que aumentó y siguen por debajo de su promedio históricos. La cartera más dinámica continúa siendo la de consumo, con aumentos superiores en casi tres veces el crecimiento del PIB nominal estimado para 2011 y; iii) el índice de precios de la vivienda nueva siguió aumentando y en julio alcanzó el máximo registro de la serie, calculada desde 1997.

En este contexto, el balance de riesgos no se modificó sustancialmente frente al mes anterior. Mientras los factores externos reflejaron mayores riesgos e incertidumbre, la economía colombiana mantiene una fuerte dinámica.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva acordó, por unanimidad, mantener inalterada la tasa de interés de intervención en 4,5%. Así mismo, estima que el actual nivel de tasa la mantiene en una buena posición para responder a la nueva información sobre la economía mundial y nacional.

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, octubre 14 de 2011