Anexo estadístico
Contenidos relacionados
Banco de la República mantiene la tasa de interés de referencia en 3,25% y ajusta programa de compra de reservas

El 27 de Septiembre 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 doctores, Carlos Gustavo Cano Sanz, Ana Fernanda Maiguashca Olano, Adolfo Enrique Meisel Roca, César Vallejo Mejía, Juan Pablo Zárate Perdomo. En las minutas se presenta un resumen de la situación inflacionaria y del crecimiento económico, y sus perspectivas, elaborada por el equipo técnico (sección 1) y se reseñan las principales discusiones y opciones de política consideradas por la Junta Directiva (sección 2).

1. SITUACION INFLACIONARIA Y DE CRECIMIENTO ECONÓMICO

a. Desarrollos recientes de la inflación

En agosto la inflación anual al consumidor fue 2,27%, 5 puntos base (pb) más que el registro del mes anterior. En los primeros ocho meses, el cambio acumulado en el IPC ascendió a 1,86%, inferior a la variación acumulada en igual lapso de 2012 (2,03%).

La variación anual del IPC de alimentos en agosto fue de 1,8%, 13 pb más respecto a julio. El aumento se concentró en la canasta de alimentos perecederos (5,5% frente a 4,0% en julio), lo que puede ser explicado por una disminución del abastecimiento de estos productos por los bloqueos experimentados durante este mes. La variación de los precios de las comidas fuera del hogar aumentó ligeramente de 3,5% en julio a 3,6% en agosto. Para los alimentos procesados, el cambio anual en los precios (-0,1%) disminuyó frente a julio (0,1%).

Dentro del IPC sin alimentos, en agosto la variación anual (2,45%) no cambió frente a lo observado el mes anterior. En esta canasta se registraron aumentos en las variaciones anuales de los precios de los transables y de los de regulados. En el caso del primero, el aumento (de 1,3% a 1,4% en agosto) se suma a los observados en meses anteriores y estaría en parte relacionado con la depreciación del peso registrada en lo corrido del año. Respecto a los regulados, la variación anual (1,5%) significó un aumento de 9 pb frente al mes anterior. Dicha aceleración se concentró en las tarifas del transporte público que pasaron de crecer anualmente 1,7% en julio a 2,5% en agosto (el impulso se presentó en parte por un efecto de base de comparación estadística en la variación anual, la cual recogió la caída en las tarifas en Transmilenio decretadas en agosto de 2012). Los otros dos componentes de regulados, servicios públicos y combustibles cayeron.

Durante el mes se presentó un descenso de 12 pb en la variación anual de la canasta de no transables sin alimentos ni regulados (3,8%), nivel similar al de junio. En julio se había presentado una aceleración de 12 pb. Esta volatilidad se explica esencialmente por el rubro diversión, cultura y esparcimiento (específicamente boletas de fútbol). Por su parte, el ajuste anual de los arriendos (3,7%) se mantuvo estable.

El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República se situó en agosto en 2,54%, valor igual al del mes anterior. Este indicador ha mostrado una gran estabilidad en torno a 2,5% desde febrero de este año.

La variación anual del IPP se mantuvo en terreno negativo en agosto (-0,5%). Tanto el componente local como el importado disminuyeron frente al mes pasado (52 pb en el primer caso y 33 pb en el segundo).

Las expectativas de inflación no registraron cambios significativos en el último mes. Según la encuesta mensual del Banco a los analistas del mercado financiero, la inflación esperada a diciembre de este año se mantuvo en 2,6% mientras que la de 12 meses se situó en 3,0%, 7 pb menos que el mes anterior.
Por su parte, las expectativas de inflación derivadas de la curva de rendimiento de los TES a horizontes de 2, 3 y 5 años, se mantienen entre 2,3% y 2,8%, niveles ligeramente inferiores a los observados el mes pasado.

b. Crecimiento

Durante el segundo trimestre de 2013 la economía colombiana creció 4,2% frente al mismo periodo de 2012. Este registro fue superior al de los primeros tres meses del año (2,7%). Aunque parte de esta aceleración se esperaba, el resultado fue superior al rango proyectado por el equipo técnico (2,5% a 4,0%).

Por componentes del gasto, el mayor ritmo de crecimiento se originó en el consumo privado (4,4% anual), en el público (5,0% anual) y en las exportaciones netas. La contribución de estas últimas al crecimiento del PIB fue positiva, hecho que no se registraba desde el cuarto trimestre de 2009. Esto obedeció a la importante

aceleración observada en las exportaciones, que pasaron de caer 2,7% anual en los primeros tres meses del año a crecer 7,6%; mientras que las importaciones lo hicieron a un menor ritmo (de -0,2% a 1,3% respectivamente).

Por ramas de actividad, con excepción de la construcción, todos los sectores económicos presentaron una mayor tasa de crecimiento anual en el segundo trimestre que en el anterior. Los sectores que más crecieron fueron la agricultura (7,6%) y la construcción (6,4%). La minería mostró un desempeño favorable (4,3%) pero continúa por debajo del promedio de los últimos cinco años (10,3%). La industria, que incluye trilla de café, registró un crecimiento positivo (1,2%) luego de haberse contraído en los últimos tres trimestres.
Para el tercer trimestre algunos indicadores de julio sugieren que la actividad económica sigue recuperándose.

El consumo privado podría continuar registrando tasas de crecimiento similares a las observadas en la primera mitad del año. De acuerdo a la Muestra Mensual de Comercio al por Menor (MMCM) del DANE, las ventas minoristas de los establecimientos comerciales se expandieron 5,4% en términos anuales durante julio (frente al 5,2% registrado en el segundo trimestre del año). Al descontar el efecto de las ventas de vehículos automotores y motocicletas, las ventas crecieron 3,2% durante el mismo periodo y mantienen su tendencia creciente. Otro indicador que apunta a un buen dinamismo del consumo privado es la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República que en julio muestra que las condiciones y expectativas de ventas de los comerciantes fueron favorables pues el balance se ubicó por encima del promedio del segundo trimestre. Las variables del mercado laboral también brindan una perspectiva de un mejor desempeño del consumo privado durante el tercer trimestre. El empleo asalariado, que ha mostrado una alta correlación con el consumo privado, crece a buen ritmo (5,8% anual). Por último, el crédito de consumo ha mantenido un buen ritmo de expansión (12,9% anual en agosto) apunta también a un buen comportamiento de este gasto en el tercer trimestre.

Para la inversión, con información a julio, la estabilidad en el balance de las expectativas de inversión de corto y mediano plazos de la EMEE indicaría que aquella distinta a la destinada a construcción de edificaciones y de obras civiles se podría estar estabilizando en el tercer trimestre. Además se espera que la inversión en edificaciones y obras civiles crezca a buen ritmo durante la segunda mitad del año, en parte por un efecto estadístico de una baja base de comparación en el 2012.

Por otra parte, en el mes de julio se observó una disminución anual del valor de las exportaciones totales en dólares de 6,6%. La caída se explica, en gran parte, por la variación de -7,4% en las exportaciones de origen minero (carbón y oro principalmente). Asimismo, las ventas externas agrícolas registraron una caída anual de 8,8%. En el caso de las exportaciones de bienes industriales y otros, en julio se observó una reducción de 3,2%.

Las importaciones totales en dólares en julio disminuyeron 1,6% anual. Estas menores compras externas se explican por la caída de 11,5% en las de bienes de capital, ya que las de bienes de consumo y materias primas crecieron 4,2% y 3,9%, respectivamente. La disminución en las importaciones de bienes de capital se asocia, en gran medida, a aquellas de equipo de transporte (-35,1%), cuyo descenso se debe, principalmente, a la variación de -50,5% en equipo rodante de transporte.

Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles para el tercer trimestre de 2013 sugieren una mejora del comercio, de la construcción y de la industria. En julio, en el caso del comercio, además del dinamismo de las ventas al por menor antes mencionado, se destaca la mejor percepción actual y a futuro que arroja la encuesta de Fedesarrollo. En el caso de la construcción, aunque en julio las licencias registraron una caída de 11,4%, el acumulado de doce meses continúa mostrando crecimientos (alrededor de 6,2%). Por su parte la producción y despachos de cemento crecieron en julio 6,2% y 11,5%, respectivamente.

En el caso de la industria, en julio el crecimiento anual de la producción fue ligeramente positivo (0,2%). Se destaca que el componente tendencial de la serie por primera vez en el año tiene una pendiente ascendente. Cabe señalar que el crecimiento para el año corrido a julio todavía se ubica en terreno negativo (pasó de -3,4% en junio a -2,9% en julio). Otras variables relacionadas con el sector como los indicadores de pedidos, existencias, expectativas a tres meses de la producción y de confianza industrial de Fedesarrollo con información a julio confirman el cambio en la tendencia y muestran una mejoría respecto a los meses anteriores.

Es así como la más reciente información aumentó la probabilidad de que el PIB crezca este año a una tasa similar a la de 2012. Los indicadores de actividad económica y sus proyecciones muestran que el nivel del producto que va convergiendo hacia su potencial. Es de esperar que las acciones de política monetaria y fiscal realizadas hasta el momento contribuyan a consolidar esta tendencia.

c. Variables Financieras

El crédito bancario (M/N y M/E) en agosto registró una tasa anual de crecimiento de 13,9%, ligeramente superior al observado el mes pasado (13,8%). El crecimiento anual de la cartera en moneda nacional se aceleró de

12,45% a 12,91% entre julio y agosto mientras que la de moneda extranjera se desaceleró de 37,07% a 30,66% en el mismo periodo.

Por destinos, la cartera a los hogares presentó una tasa anual de crecimiento de 13,21%, inferior en 6 pb al mes anterior. Esto se explicó por la estabilidad en la variación del crédito de consumo (12,90% en julio y en agosto) y la leve desaceleración en la cartera para compra de vivienda de 14,28% en julio a 14,06% en agosto. En cuanto a la cartera hacia las empresas, la tasa de crecimiento anual aumentó 26 pb entre julio (13,79%) y agosto (14,05%).

Las tasas de interés de los préstamos desembolsados por los establecimientos de crédito desde el inicio de los recortes en la tasa de política en julio de 2012, han acumulado reducciones de: -224 pb para los créditos hipotecarios, -210 pb para los de consumo y -194 pb en los créditos para construcción.

Los niveles de las tasas de interés reales en agosto de los créditos de consumo, hipotecarios, preferenciales, comercial ordinario y comercial de tesorería, se sitúan por debajo de sus promedios históricos calculados desde 2000. Por el contrario, la tasa real de los créditos otorgados con tarjeta de crédito se encuentra por encima de su promedio.

La magnitud del descenso de las tasas de interés reales desde el inicio de los recortes de la tasa de referencia ha sido inferior por efecto de la menor tasa de inflación, con rebajas durante este mismo período de: -190 pb en créditos hipotecarios, -174 pb en créditos de consumo y -160 pb en créditos para construcción.

d. Contexto Externo

La economía mundial continuó recuperándose, hecho explicado principalmente por los países desarrollados. En la zona del euro las cifras de actividad económica han sido mejores a lo esperado mientras que en Estados Unidos el crecimiento sigue siendo modesto. Como se proyectaba, las grandes economías emergentes registran un ritmo de actividad económica más débil que en 2012 y en algunas de ellas la actividad se ha desacelerado más de lo previsto.

En la zona del euro, los indicadores recientes sobre actividad real y confianza, evidencian que la recuperación económica observada en la primera parte del año estaría continuando. Pese a ello, el ritmo de expansión de toda la región siendo muy bajo (-0,7% anual en el segundo trimestre de 2013) y la debilidad se mantiene pues los mercados laborales permanecen todavía vulnerables y el crédito aún no muestra señales de recuperación.

En los Estados Unidos, la expansión de la economía continúa con un ritmo modesto. Durante el segundo trimestre la economía se expandió a una tasa anual de 1,6% lo que significó una leve aceleración frente a lo observado en el primer trimestre (1,3%). Las cifras recientes sobre ventas al por menor y actividad industrial mostraron un buen comportamiento. Por otra parte, aunque la tasa de desempleo sigue con una tendencia decreciente, la creación de empleo continúa baja. Los incrementos recientes en las tasas de interés de largo plazo se han transmitido a las tasas de interés de los créditos hipotecarios. Este fenómeno se ha dado al tiempo con una leve desaceleración en algunas cifras del mercado de vivienda (inicios y permisos de construcción, precios de la vivienda). Estos hechos han generado alertas sobre la sensibilidad de la recuperación del mercado de vivienda a una menor expansión de la política monetaria en ese país.

En cuanto a las economías emergentes el crecimiento del primer semestre fue inferior al observado el año pasado; sin embargo este sigue siendo favorable. En China, la producción industrial, las ventas al por menor y algunos indicadores de comercio internacional repuntaron nuevamente en agosto lo que indicaría que la actividad real se estaría dinamizando en el tercer trimestre.

Para los países de América Latina los resultados de la primera mitad del año fueron mixtos. La actividad real se desaceleró fuertemente en México, pasando de una tasa de expansión anual de 2,6% en el primer trimestre a 0,3% en el segundo. En Chile se observó igualmente una menor tasa de expansión en el segundo trimestre (4,0% anual) que en el primero (5,1% anual). Por otra parte, en Brasil, la actividad económica repuntó en el segundo trimestre con una tasa de crecimiento anual de 3,3% frente a 1,9% registrado en el primero. En Perú se observó igualmente un mejor crecimiento anual en el segundo trimestre (5,6% frente a 4,5% en el primero). Para el tercer trimestre, la información más reciente evidencia que la actividad económica en México crecería a un ritmo moderado, mientras que en Chile y Perú la actividad continuaría expandiendo a un ritmo favorable.

En relación con los precios internacionales de los bienes básicos, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente incrementaron nuevamente las cotizaciones externas del petróleo. Anuncios recientes ayudaron a reducir de manera parcial dichos aumentos. En este contexto, los precios del crudo se estarían ubicando en el límite superior del rango de pronóstico establecido en el Informe sobre Inflación pasado (110 USD/barril).

Las cotizaciones externas de otros bienes exportados por Colombia, como el carbón y el níquel, evidenciaron

alguna estabilidad en las últimas semanas; las cotizaciones del café se redujeron nuevamente. Para el caso de algunos alimentos importados, como el trigo y el maíz, las condiciones favorables de oferta han reducido los precios internacionales. Con ello, los términos de intercambio del país dejaron de caer y se mantienen en niveles históricamente elevados.

La inflación de las principales economías desarrolladas se mantiene en niveles relativamente estables. Es de destacar el comportamiento de los precios en Japón, país en el que las políticas económicas expansionistas estarían propiciando un aumento en el nivel de precios. Para las economías emergentes la situación es menos homogénea, en tanto, países como Brasil, India e Indonesia continúan experimentando inflaciones elevadas; mientras que economías como Chile, Colombia y Perú han presentado un incremento moderado en su inflación, aunque todavía desde niveles bajos.

Es importante notar que economías con fuertes presiones inflacionarias y cambiarias como India e Indonesia incrementaron sus tasas de interés de referencia en las últimas semanas. Otros países, con menores variaciones de precios y preocupaciones por la actividad real las redujeron (México y Hungría).

Respecto a los mercados financieros globales, la decisión de la FED de no iniciar todavía el retiro del estímulo monetario contribuyó a la valorización de los bonos públicos y privados y a la apreciación de las monedas de la mayoría de los países emergentes. Pese a ello, esta corrección ha sido parcial y los precios de estos activos son todavía mayores que los observados antes de mayo. Adicionalmente, es probable que la incertidumbre sobre cuándo, cómo y en cuánto sería el desmonte del programa de estímulo monetario continúe presionando los mercados de capital en las próximas semanas.

Es de resaltar que en los próximos días se deberá negociar en el Congreso americano, el presupuesto del nuevo año fiscal y el límite de endeudamiento del gobierno. En los últimos años estas discusiones entre demócratas y republicanos, han sido muy complejas y polarizadas. Esto ha generado una alta incertidumbre que ha afectado la confianza de los consumidores y empresarios americanos, y ha producido un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

La Junta Directiva tomó en consideración los siguientes aspectos relevantes:

(i) Las cifras de tercer trimestre indican que el crecimiento de un buen número de economías avanzadas ha mejorado, al tiempo que las economías emergentes crecen menos que el año anterior. El crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia probablemente será menor en 2013 que en 2012.

(ii) El precio internacional del petróleo continúa en niveles altos y las cotizaciones de algunos productos básicos que importa Colombia han caído, con lo cual los términos de intercambio del país se mantienen en niveles altos.

(iii) La decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de mantener inalterado el programa de compras mensuales de activos contribuyó a la valorización de los activos financieros internacionales y a la apreciación de las monedas de la mayoría de los países emergentes.

(iv) El crecimiento del PIB de Colombia en el segundo trimestre fue superior al proyectado. Por el lado de la demanda interna, tanto la inversión como el consumo de los hogares y el gobierno mostraron un mayor dinamismo. Asimismo, el crecimiento real de las exportaciones superó al de las importaciones, hecho que no se registraba desde el segundo trimestre de 2009. Por el lado de la oferta, con excepción de la construcción, todos los sectores económicos se expandieron a un mayor ritmo que en el trimestre anterior, destacándose el sector agropecuario. La industria, con trilla de café, creció a una tasa positiva luego de haberse contraído durante tres trimestres consecutivos.

(v) Los indicadores del tercer trimestre sugieren que el PIB se expande a tasas anuales mayores que las observadas en el primer semestre del año. La inversión, especialmente en edificaciones, crecería a tasas elevadas mientras que el consumo probablemente lo hará a una tasa similar a la observada en la primera mitad del año. Así lo sugieren las cifras de comercio al por menor, las encuestas mensuales de expectativas económicas al comercio, el crédito de consumo y los datos de empleo asalariado.

(vi) El crédito bancario crece a tasas estables superiores a las del PIB nominal. En términos reales, las tasas de interés de las distintas modalidades del crédito se encuentran por debajo de sus promedios históricos (exceptuando la de las tarjetas de crédito). Las condiciones financieras generales, sin embargo, pueden haberse ajustado como resultado del encarecimiento del financiamiento externo.

(vii) La nueva información aumentó la probabilidad de que el PIB crezca este año a una tasa similar a la de

2012. No obstante, si bien los riesgos provenientes de las economías avanzadas probablemente son ahora menores que antes, los de algunas economías emergentes pueden estar aumentando.

(viii) En agosto la inflación anual (2,27%) estuvo en línea con lo estimado por el equipo técnico y el promedio de inflaciones básicas se mantuvo estable en 2,5%. El promedio de las expectativas de inflación de los analistas y las calculadas a partir de las tasas de los títulos de deuda pública es similar a la meta de inflación de 3%.

Los miembros de la Junta resaltaron el crecimiento del producto en el segundo trimestre del año, superior al estimado, como reflejo del mayor dinamismo de la demanda interna y, por primera vez desde 2009, un dato positivo de las exportaciones netas. Así mismo, los datos favorables del mercado laboral y el crecimiento del empleo asalariado (5,8%). Adicionalmente, si bien en el mes de agosto el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo presentó una caída, es de esperarse que ésta sea transitoria, y que el crecimiento económico siga fortaleciéndose en parte impulsado por la inversión en construcción de edificaciones y obras civiles. No obstante, continúan elementos de incertidumbre en el contexto externo, tanto en las economías avanzadas como en algunas emergentes.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

Hecha la evaluación del balance de riesgos, la Junta Directiva por unanimidad consideró apropiado mantener la tasa de interés de intervención en 3,25%.

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.