Anexo estadístico
Contenidos relacionados
Banco de la República mantiene la tasa de interés de referencia en 3,25%

El 20 de diciembre 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 Meisel Roca, César Vallejo Mejía y 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. SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DE CRECIMIENTO ECONÓMICO

a. Desarrollos recientes de la inflación

En noviembre, la inflación anual al consumidor fue 1,76%, 8 puntos base (pb) menos que en octubre. Para el año corrido, el dato asciende a 1,67%, menor que el incremento acumulado en igual período del año pasado (2,34%). El descenso de la inflación en noviembre se explicó principalmente por el componente de regulados.

En la canasta de alimentos, la variación anual cerró el mes en 0,62%, 4 pb menos que el mes pasado. El cambio anual en los precios de las comidas fuera del hogar y en el de los alimentos procesados presentó caídas de 23 pb y 15 pb, respectivamente. Dentro de este segundo grupo, los precios de los productos de origen importado o de otros producidos en el país pero altamente transables, se han mantenido sin cambios o incluso han continuado cayendo, en consonancia con los menores precios internacionales y con las pocas presiones provenientes del tipo de cambio. Por su parte, los precios de los alimentos perecederos cayeron 2,1%, caída menor a la observada en octubre (-2,8%).

La variación anual del IPC sin alimentos en noviembre se situó en 2,21%, 10 pb menos que el mes anterior. Es de destacar el descenso de 62 pb en la variación anual del IPC de regulados (0,5% anual), que nuevamente es atribuible a los servicios públicos (tarifas de energía eléctrica) y al descenso en los precios de los combustibles, que en el último mes fue de -3,95% anual. La depreciación acumulada del peso en lo corrido del año y aumentos leves en los precios de algunos bienes importados mantienen la variación anual de los precios de los bienes transables sin alimentos en 1,4%. Por otra parte, los no transables sin alimentos presentaron una variación anual de 3,7%, 6 pb por encima del registro anterior. La variación anual de arriendos, el principal componente del grupo, se mantuvo en 3,6%.

El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República se situó en noviembre en 2,46%, 2 pb más que el mes anterior. Este indicador ha mostrado estabilidad en torno a 2,5% desde febrero de este año.

El IPP cayó en noviembre frente al mismo mes del año anterior 1,3%, caída inferior a la de octubre (1,9%) El componente local aumentó frente al mes pasado (57 pb). El componente importado aumentó 1,2% anual, cifra superior a la registrada el mes pasado (0,95%).

En noviembre, las expectativas de inflación continuaron situándose por debajo de la meta de largo plazo aunque en el rango establecido por la Junta Directiva. La encuesta mensual efectuada a analistas del mercado financiero muestra una inflación esperada a 12 meses de 2,89%, 3 pb menos que lo obtenido hace un mes; para diciembre de este año el mercado espera una cifra de 1,86%. Por su parte, las expectativas derivadas de los TES a horizontes de 2 y 3 años se mantuvieron relativamente estables ubicándose entre 2,3% y 2,6%. Las de horizontes a 5 años aumentaron un poco situándose cerca de 2,8%.

b. Crecimiento

Según la información publicada por el DANE, la economía colombiana se expandió 5,1% en términos anuales durante el tercer trimestre de 2013. Esta cifra, que significó una aceleración importante frente a los registros de la primera mitad del año, se ubicó en la parte superior del intervalo de pronóstico presentado en el anterior Informe sobre Inflación (entre 3,8% y 5,2%). En lo corrido del año a septiembre el crecimiento del PIB (3,9% anual) fue similar a la proyección central del equipo técnico del Banco de la República.

Durante el trimestre julio – septiembre la demanda interna creció a buen ritmo (6,0% anual). Esto gracias a un muy buen desempeño de la construcción de edificaciones (26,7% anual) y de obras civiles (18,2% anual), a una fuerte expansión del consumo público (5,7% anual) y a un crecimiento del consumo de los hogares (4,0% anual) cercano a su promedio histórico. En lo que respecta a las cuentas de comercio exterior, las exportaciones se desaceleraron en términos anuales frente al segundo trimestre (1,9% vs 7,8%) por cuenta de diversos choques de oferta en la producción minera que afectaron considerablemente las ventas al exterior. En el caso de las importaciones, se reportaron mayores tasas de crecimiento anual frente al segundo trimestre de 2013 (2,9% vs 1,3%).

Por el lado de la oferta, los sectores que mayor crecimiento anual registraron durante el tercer trimestre fueron la construcción (21,3%), la agricultura (6,6%) y explotación de minas y canteras (6,1%). La industria continuó siendo la rama de peor desempeño (-1,0%). Otros sectores como el comercio y el financiero mantuvieron un ritmo de expansión favorable creciendo a tasas anuales de 4,3% y 4,9% respectivamente.

En el cuarto trimestre de 2013, el consumo de los hogares podría continuar dinámico. Esto se desprende de indicadores como las ventas al por menor publicadas por el DANE que muestran que en octubre crecieron a una tasa anual de 6,6% y excluyendo vehículos a 4,5%. Parte de este crecimiento es explicado por una baja base de comparación el año pasado. La Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República revela igualmente que con datos a octubre, las expectativas de ventas son mayores que las registradas en promedio para el tercer trimestre del año. Por otra parte, en noviembre el índice de confianza del consumidor (ICC) publicado por Fedesarrollo muestra registros similares a los observados en el mes de octubre y mejoras leves en los indicadores de expectativas. Igualmente el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo (8,4% real) así como la estabilidad del crecimiento anual de la cartera de consumo (12,7%), apuntan a que el consumo mantenga el dinamismo observado en los últimos trimestres.

En lo referente a la inversión, la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) del Banco de la República con datos a octubre, sugiere un buen comportamiento de la inversión distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles en el último trimestre del año. La información de importaciones de bienes de capital muestra que en el mes de octubre las compras de ese tipo de bienes continúan en niveles elevados creciendo 5,3% en pesos reales (según estimaciones del equipo técnico).

Para las exportaciones totales en dólares, la variación anual en octubre fue de -11%. Esta disminución obedece a la caída conjunta de las ventas externas de bienes mineros (-14,4%), agrícolas (-7,4%) y del rubro de industriales y otras (-0,4%). Por otra parte, las importaciones totales en dólares crecieron 2,7% respecto al mismo período del año anterior.

Por el lado de la oferta, los pocos indicadores disponibles muestran que sectores como la minería, el comercio y la construcción continuarían mostrando crecimientos altos en el cuarto trimestre del año. El ministerio de Minas y Energía informó que la producción de petróleo en noviembre alcanzó el millón doce mil barriles diarios (1.012 MBD), lo cual implica un crecimiento de 2,63% respecto a octubre y de 4,3% frente al mismo mes de 2012. En el caso del comercio, además de los resultados de la muestra mensual manufacturera del DANE mencionados anteriormente, la encuesta de FENALCO a noviembre mostró que la percepción de los comerciantes sobre la

situación de las ventas actuales y sobre las expectativas de ventas a 6 meses mantuvo una tendencia ascendente. Para la construcción, con cifras a octubre, la producción y los despachos de cemento crecieron anualmente 18,4% y 13,9%, respectivamente.

Para la industria, las cifras publicadas por el DANE para el mes de octubre, reportan un crecimiento anual negativo aunque cercano a cero (-0,1%). En el año corrido cae 2,4%. El debilitamiento de la industria continúa, pero a un menor ritmo comparado con meses anteriores (en agosto y septiembre había caído 3,9% y 1,8%, respectivamente). En noviembre la demanda de energía de la industria creció 3,1% anualmente y el componente tendencial comenzó a mostrar una pendiente positiva. Esto tiene una alta correlación con la producción industrial, por lo que su dinámica reciente sugiere recuperaciones de la industria hacia el cuarto trimestre.

Igualmente, la importación de materias primas en el mes de octubre sugiere que la actividad productiva se expande al inicio del cuarto trimestre a un buen ritmo. Para ese mes el nivel de esas importaciones continuó alto, con una tasa de crecimiento de 10,2% en pesos reales (según estimaciones del equipo técnico).

Con los anteriores resultados, el equipo técnico no modificó el rango estimado de crecimiento para todo 2013 (entre 3,5% y 4,5%). Esto implica que el crecimiento económico en el segundo semestre sería considerablemente mayor al observado en el primero. Se debe señalar que el comportamiento de la inversión en obras civiles, de la construcción de vivienda y del consumo público es una fuente de alta incertidumbre sobre estas proyecciones.

c. Variables Financieras

El crédito bancario (M/N y M/E) en noviembre registró una tasa anual de crecimiento de 13,30%, nivel inferior al observado el mes anterior (14,03%). La cartera en moneda nacional se desaceleró de 13,74% en octubre a 13,48% en noviembre y la de moneda extranjera también lo hizo de 19,35% a 11,10%.

Por destinos, la cartera a los hogares registró un crecimiento anual en noviembre de 13,51%, levemente mayor al del mes anterior (13,28%). Esto fue explicado por el comportamiento del crédito de hipotecario que aumentó entre octubre y noviembre de 14,37% a 14,80%; por su parte el crédito de consumo se desaceleró ligeramente pasando de crecer a una tasa anual de 12,66% a 12,45% en el mismo periodo. En cuanto a la cartera comercial, la tasa de crecimiento anual en noviembre (13,32%) fue inferior a la del mes anterior (14,45%), explicado por la moderación en el componente de moneda nacional (de 13,99% en octubre a 13,65% en noviembre) y por la desaceleración en el componente en moneda extranjera (de 18,85% a 10,16%). Las tasas de interés de los préstamos desembolsados por los establecimientos de créditos 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, -206 pb para los de consumo y -184 pb para los créditos de construcción.

La magnitud del descenso de las tasas de interés reales ha sido inferior por el efecto de la menor tasa de inflación, con rebajas durante este mismo período de: -163 pb para créditos hipotecarios, -141 pb para créditos de consumo y -124 pb para créditos para construcción.

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

d. Contexto Externo

En los últimos meses la actividad global ha seguido recuperándose, principalmente en las economías avanzadas y en menor medida en algunos países emergentes de Asia. En general, los indicadores de actividad globales en los sectores de manufacturas y servicios se mantienen en terreno expansivo y el comercio global presenta síntomas de reactivación.

En los Estados Unidos, las más recientes cifras sobre crecimiento económico muestran que la economía se expandió en el tercer trimestre del año a una tasa superior a la pronosticada por los analistas. Con información a noviembre, las ventas al por menor y la producción industrial sorprendieron al alza y mostraron que la economía seguiría expandiéndose a un ritmo modesto en el último trimestre del año. De igual forma, las cifras de empleo para este mismo mes fueron alentadoras y presentaron un ritmo de contratación favorable. Por otra parte, es de anotar que recientemente el Congreso de los Estados Unidos aprobó un plan que evitaría la implementación de ciertos recortes automáticos en 2014 y 2015 y que daría algún alivio a las discusiones fiscales en los próximos años. Así en los siguientes trimestres la economía enfrentaría un menor retroceso por el lado fiscal y quizás alguna menor incertidumbre proveniente de este frente.

En la zona del euro, con cifras a noviembre, los indicadores de confianza empresarial y los de actividad en los sectores de manufacturas y servicios muestran señales de una expansión de la economía a un ritmo modesto. Igualmente se evidencia alguna divergencia en las cifras de actividad real en los países de la región. En particular mientras Alemania se expande a un ritmo favorable, en Francia se percibe algún debilitamiento de la actividad real. A pesar de la mejoría de los indicadores de confianza, las ventas al por menor siguen deprimidas, el mercado laboral presenta altas tasas de desempleo, la fragmentación financiera continúa y el crédito no muestra señales favorables. En este sentido, la región sigue siendo vulnerable a choques tanto internos como externos.

Para el caso de las economías emergentes, en China la actividad real continúa expandiéndose a un ritmo favorable aunque inferior al observado en los últimos 5 años. Con información a noviembre el comportamiento de las ventas al por menor, de las exportaciones y de la producción fue mejor que lo esperado. Por su parte, en América Latina, la actividad real ha seguido desacelerándose en Chile, mientras que en Brasil se expande a un rimo modesto.

En relación con los precios internacionales del petróleo, éstos se han mantenido en niveles relativamente altos frente a lo observado en la primera mitad del año, lo que ha estado un poco por encima de lo esperado. Para el caso de las cotizaciones externas del carbón y del níquel se ha observado alguna estabilidad. Los precios del café han seguido cayendo. Por su parte, los precios externos de los alimentos continuaron en niveles relativamente bajos, con algunos repuntes menores.

En este contexto, la inflación en las principales economías desarrolladas continuó en niveles bajos, que junto a una actividad económica que crece por debajo de su potencial, explica la postura monetaria de sus bancos centrales. En el caso de las economías emergentes la situación es más heterogénea, pues mientras algunos países como Colombia, Taiwán y Corea presentan inflaciones bajas y decrecientes; otros, como Brasil, India e Indonesia, evidencian mayores incrementos en sus niveles de precios.

Los términos de intercambio bajaron en octubre pero continúan en niveles altos. No se espera un alza de términos de intercambio, en un escenario de recuperación pausada de la economía global y de mejores condiciones esperadas de oferta mundial de petróleo.

Finalmente, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) en su reunión del 17-18 de diciembre decidió reducir sus compras de activos financieros en 10 mil millones de USD comenzando en enero de 2014. De esta forma, la FED compraría 40 mil millones en bonos del tesoro y 35 mil millones en MBS. La evolución favorable del mercado laboral y de otras variables económicas y financieras motivaron esta decisión. El forward guidance sobre las condiciones bajo las cuales la tasa de fondos federales subiría, se modificó afirmando que esta tasa se mantendría en niveles bajos más allá del momento en que la tasa de desempleo se ubique por debajo de 6,5%,

especialmente si las proyecciones de inflación continúan por debajo de la meta de largo plazo (2%). La FED insistió en que la postura de la política monetaria sigue dependiendo de la evolución de la economía, en particular del mercado laboral y de la inflación. En relación con las proyecciones de crecimiento y de tasa de desempleo se presentaron algunas mejoras para 2013 y 2014.

Hasta el momento, la reacción de algunos indicadores del mercado no ha sido muy fuerte ante el anuncio. Las tasas de interés de los títulos de deuda pública de los Estados Unidos, el VIX y la cotización del dólar frente a las principales monedas no han presentado cambios significativos en sus niveles. Similar conclusión se puede derivar de los indicadores financieros en los mercados emergentes: las primas de riesgo, el precio del dólar en moneda local y las tasas de interés de los títulos de deuda pública no han variado sustancialmente.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

La Junta Directiva tomó en consideración los siguientes aspectos relevantes:

(i) La nueva información sugiere que la economía mundial se recupera de forma lenta y algo mejor a lo previsto. En los Estados Unidos el crecimiento del PIB del tercer trimestre fue revisado al alza y las cifras a noviembre siguen mostrando recuperación aunque a una tasa modesta. La zona del euro probablemente está creciendo de nuevo y las grandes economías emergentes de Asia y de América Latina crecen de forma heterogénea.

(ii) En los Estados Unidos la Reserva Federal anunció que en el mes de enero comprará un monto inferior de activos financieros y ratificó su compromiso de mantener el actual nivel de tasa de interés por un periodo prolongado.

(iii) Los términos de intercambio bajaron en octubre pero continúan en niveles altos. No se espera un alza de términos de intercambio, en un escenario de recuperación pausada de la economía global y de mejores condiciones esperadas de oferta mundial de petróleo.

(iv) En Colombia, el crecimiento económico del tercer trimestre fue superior al estimado, debido principalmente al dinamismo de la construcción. El gasto público se aceleró y el consumo de los hogares creció a buen ritmo. Las exportaciones tuvieron un crecimiento bajo e inferior al de las importaciones. En lo corrido del año a septiembre el crecimiento del PIB (3,9%) fue similar a lo proyectado por el equipo técnico del Banco de la República.

(v) Para el cuarto trimestre de 2013, los indicadores de confianza del consumidor, de expectativas económicas, de comercio al por menor y de ventas de automóviles, sugieren que el consumo de los hogares crece a buen ritmo. La aceleración en el crédito hipotecario también indica una dinámica favorable en la inversión en edificaciones. Por el lado de la oferta, en octubre la industria sin trilla de café volvió a descender (-0,1%) aunque a un menor ritmo que el registrado un mes atrás.

(vi) Con los anteriores resultados, el equipo técnico no modificó el rango estimado de crecimiento para todo 2013 (entre 3,5% y 4,5%), el cual contiene 4,1% como cifra más probable. Esto significa que el crecimiento económico en el segundo semestre será considerablemente mayor al observado en el primero. (vii) En noviembre el crecimiento del crédito total se desaceleró, aunque continúa siendo superior al aumento del PIB nominal. La mayoría de tasas de interés nominales de crédito se redujeron en el mes. En términos reales se mantienen por debajo de sus promedios históricos (exceptuando las de tarjetas de crédito) e impulsan el crecimiento económico.

(viii) La inflación anual al consumidor en noviembre se situó en 1,76%, cifra inferior a la esperada. Este hecho fue explicado principalmente por una desaceleración en la variación anual de los precios de los regulados y de los alimentos. El promedio de inflaciones básicas se mantuvo estable en 2,46%.

(ix) Las expectativas de inflación a un año de los analistas económicos, así como las derivadas de los papeles de deuda pública con plazos menores a cinco años se mantuvieron relativamente estables y se sitúan por debajo de 3%.

En resumen, se prevé que el crecimiento económico en 2013 sea similar al observado en el año anterior. Las tasas de interés se mantienen en niveles que estimulan el gasto agregado de la economía. Hecha la evaluación del balance de riesgos, la Junta Directiva consideró apropiado mantener inalterada la tasa de interés de referencia.

Los miembros de la Junta coincidieron en la conveniencia de mantener inalterada la tasa de interés de intervención. Algunos enfatizaron la información reciente sobre la dinámica de la demanda interna y el crecimiento del producto y el hecho de que la actual postura monetaria es expansiva y las expectativas de inflación a doce meses se encuentran ancladas a niveles cercanos a la meta. Además, que el bajo nivel de inflación obedece fundamentalmente a choques de oferta con algunos componentes transitorios.

Otro codirector expresó que la información contenida en el informe indica un buen comportamiento tanto de la oferta como de la demanda agregada. Por el lado de la oferta, el comportamiento de la producción, los precios, el empleo y los salarios muestra un buen crecimiento del PIB potencial que muy probablemente se mantendrá en el horizonte de política, gracias a las altas tasas de inversión y a los efectos de las reducciones en los impuestos a la nómina sobre el mercado laboral. Desde el punto de vista de la demanda agregada, la información reciente muestra un incremento en el dinamismo tanto público como privado, lo que aumenta la probabilidad de que, con la actual postura de política monetaria, se vayan cerrando paulatinamente las brechas de producto e inflación.

Adicionalmente, otro miembro consideró que el hecho de que la tasa de crecimiento del PIB esté aumentando en tanto que la tasa de inflación está por debajo de la meta y cayendo, arroja indicios de que el PIB potencial puede ser mayor al estimado, la NAIRU inferior, y la brecha del producto más negativa que lo indicado por los índices que hasta ahora se vienen calculando. Por tanto, lo apropiado es asumir y comunicar el compromiso de mantener inalterada la tasa de interés por un período prolongado, al menos hasta la mitad del próximo año, o aún más allá, hasta que sea evidente la convergencia de la inflación hacia la meta y el cierre de la brecha del producto.

Finalmente, otros miembros añadieron que considerando que el nivel actual de inflación ha estado por debajo de la meta durante varios meses es necesario evaluar la coherencia de la tasa de política monetaria ante los indicios de que el PIB potencial sea mayor que el estimado. Por lo anterior, podría llegar a ser necesario hacer ajustes con el propósito de acelerar la convergencia de la inflación a la meta y el cierre de la brecha del producto.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

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 de la situación internacional.

Finalmente, reitera que la política monetaria dependerá de la información disponible.

Bogotá DC, enero 03 de 2014