



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 24 de Febrero de 2012

El 24 de febrero de 2012 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 enero fue 3,54% (mensual de 0,73%), 19 puntos básicos (pb) menos que en diciembre.

La disminución de la inflación durante el mes fue el resultado de menores presiones en las canastas de transables sin alimentos ni regulados, de regulados y de alimentos. La canasta de no transables sin alimentos ni regulados (3,6%) no presentó cambios frente a lo observado en diciembre de 2011.

En el caso particular de los precios de la canasta de transables sin alimentos ni regulados, se observó una disminución de 8 pb frente al resultado de diciembre (0,8%), interrumpiendo la tendencia al alza que se presentaba desde septiembre de 2011. Este hecho puede sugerir que la apreciación del peso desde enero de 2012 estaría teniendo algún efecto en esta variable.

Por su parte, la variación anual en los precios de los regulados pasó de 5,8% en diciembre a 5,2% en enero, una caída mayor que la esperada. Esto fue posible gracias a que a comienzos de este año no se presentaron reajustes en las tarifas de Transmilenio en Bogotá, a diferencia de lo que aconteció el año pasado. Por el lado de servicios públicos, sin embargo, sí se presentaron ajustes importantes en las tarifas de energía eléctrica y gas domiciliario que se suman a las observadas en meses anteriores. En el caso del gas, desde hace un tiempo se están presentando insuficiencias en la capacidad de transporte que han dificultado la atención de la demanda en la Costa Caribe principalmente.

Respecto a los precios de los alimentos, la caída de enero en la variación anual fue importante de 5,3% en diciembre a 4,9% en enero. La normalización de la producción de varios productos perecederos, especialmente de la papa, permitió la caída en precios y la reducción de la variación anual de este subgrupo. También se presentaron pocos ajustes en los precios de productos como aceites y esto puede obedecer a la apreciación del peso más que a movimientos en precios internacionales, los cuales no han descendido. Gracias a ello, la variación anual del IPC de alimentos procesados también disminuyó en este mes. Los anteriores cambios más que compensaron una nueva subida en comidas fuera del hogar (de 5,6% en diciembre a 5,9% en enero).

La variación anual de los precios de la canasta de no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo estable en 3,6%. Sin embargo, en el caso de arriendos, su componente de más peso, en enero nuevamente se presentó un aumento registrando una cifra de 3,5% en enero frente a 3,4% en diciembre. Este rubro presenta una tendencia ascendente ininterrumpida que acumula nueve meses.

Todos los indicadores de inflación básica se redujeron levemente presentando una pausa en la tendencia ascendente que tenían desde hace cinco meses. El promedio de los tres indicadores monitoreados por el Banco de la República se situó en 3,3%, una disminución de 15 pb respecto al mes anterior.

Pese a la caída de la inflación total al consumidor, las expectativas no se modificaron sustancialmente. Las obtenidas de la encuesta mensual a diciembre y a doce meses se mantuvieron en 3,6% en ambos casos. Aquellas derivadas de los TES a diversos plazos permanecieron cerca de 4%.

Aunque hasta diciembre los ajustes salariales tendieron a ser compatibles con la meta de inflación, el incremento del salario mínimo en 5,8% para 2012 aumenta los riesgos de que surjan presiones de costos salariales. A esto se suma el hecho de que se espera un mercado laboral menos holgado en 2012. El aumento en el precio de las comidas fuera del hogar y de los servicios de salud para enero de este año por encima del registro del año pasado, pueden ser síntomas de ambos fenómenos.

Por el contrario, los costos no salariales mostraron en enero un retroceso si se tiene en cuenta la importante disminución de la variación anual del IPP a 3,7% frente a 5,5% en diciembre. Este indicador completa tres meses de caídas, que en enero en particular, obedecieron a la apreciación del peso y a las mejores condiciones de la oferta agrícola.

b. Crecimiento

La más reciente información indica que la demanda interna continuó expandiéndose a un buen ritmo al finalizar el 2011 y tuvo un comienzo de año dinámico.

El desempeño favorable del consumo de los hogares en el cuarto trimestre del año pasado fue confirmado por la evolución de las importaciones y del empleo en diciembre. En este mes las importaciones de bienes de consumo en dólares crecieron 9,6% en términos anuales, una tasa alta aunque menor que la de meses anteriores. Por su parte, el mercado laboral continuó mostrando avances en materia de creación de puestos de trabajo y reducción del desempleo, con lo cual el efecto sobre el consumo debe ser positivo. En diciembre se observaron incrementos en el número de ocupados a nivel nacional y en las 13 áreas metropolitanas. Si bien en este mes se registró un ligero aumento en la tasa de desempleo de las 13 áreas metropolitanas, con la poca información disponible es aún prematuro sugerir un quiebre en la tendencia decreciente observada durante 2011.

La información a diciembre de las importaciones también permite esperar buenos resultados para la inversión. En el último mes de 2011 las importaciones de bienes de capital en dólares se expandieron en 36,6% con respecto al mismo mes del año anterior y muy por encima de su promedio desde 1994 (12,7%).

Por el lado de la oferta, se destacó el dato de la producción industrial divulgado por la ANDI la cual creció 5,9% en 2011. Se espera igualmente que otros sectores como el comercio, el transporte y la construcción hayan continuado con un buen dinamismo a finales de 2011. Por ejemplo, la encuesta regional del Banco de la República (que se aplica a empresarios de varios sectores) registró para diciembre una percepción muy favorable sobre los crecimientos de las ventas. Así mismo, la producción de cemento en diciembre siguió creciendo, sugiriendo un buen comportamiento de la construcción.

Las ventas externas en diciembre continuaron creciendo. El valor de las exportaciones en dólares volvió a registrar un elevado incremento (43% anual), explicado principalmente por las exportaciones de origen minero (petróleo, carbón, ferroníquel y oro) que aumentaron 55,3% anual. Las ventas externas de los principales bienes de procedencia agrícola (café, banano y flores) se redujeron 8,3% anual, debido a la mala cosecha de café. El resto de exportaciones se aceleró en diciembre y aumentó 43% anual.

Para el primer trimestre de 2012, la poca información disponible apunta a un comportamiento de la producción similar al que se habría observado a finales del año anterior. De acuerdo con Fedesarrollo, en enero de 2012 la confianza de los hogares creció por tercer mes consecutivo ubicándose cerca de los máximos históricos de la serie (desde 2001). Por su parte, las ventas de automóviles crecieron a una tasa anual de 13% en enero lo que representó una aceleración por segundo mes consecutivo y un nuevo récord de ventas para el mes. De igual manera, la encuesta de Fenalco a enero muestra que la percepción sobre las ventas de los comerciantes continuó siendo alta, en tanto que las expectativas a seis meses son aún mejores.

Adicionalmente, los hogares en enero continuaron contando con una tasa de interés real de consumo inferior al promedio desde 1998, por lo que se espera que el consumo de los hogares continúe con una buena tendencia.

Con respecto a la inversión, es posible esperar un buen crecimiento, aunque un poco menor al esperado para la segunda mitad de 2011. Lo anterior se infiere de la evolución de la cartera comercial, que en el primer mes de 2012 aumentó a una tasa anual de 17,2% en moneda nacional y de 36,5% en moneda extranjera. Así mismo, los empresarios siguieron contando con tasas de interés reales menores a sus promedios desde 1998 a pesar del aumento del último mes (40 pb).

Dado todo lo anterior, se mantiene el pronóstico de crecimiento para el cuarto trimestre de 2011 en un rango entre 5% y 6,2%. Con esas estimaciones sigue siendo factible que el crecimiento en 2011 se ubique en el intervalo de pronóstico de 5,6% a 6%.

Para el primer trimestre de 2012 la escasa información apunta a un crecimiento similar o levemente inferior al del cuarto trimestre de 2011.

c. Variables Financieras

El crédito total en moneda nacional (MN) y extranjera (ME) se mantiene en altas tasas de crecimiento, con una leve moderación a partir de julio de 2011. Todas las modalidades de crédito, tanto a los hogares como a las empresas, continúan mostrando crecimientos muy superiores al de la actividad económica. Esto se ha dado en un contexto de tasas reales de interés históricamente bajas.

A enero, el crédito total (MN y ME) registró un incremento anual de 20,9%, inferior en 27 pb con respecto a diciembre y en 247 pb frente a julio. Dinámica establecida por el comportamiento de la cartera comercial, cuyo crecimiento se situó en 19,1%, tasa menor en 40 pb a la del mes anterior, con lo cual acumula una reducción de 425 pb en los últimos seis meses. Por su parte las carteras de consumo e hipotecaria observaron tasas de crecimiento de 24,8% y 17,3%, respectivamente, niveles cercanos a sus promedios desde julio de 2011 (25,1% y 17,2%).

En enero las tasas de interés real (descontando el IPC sin alimentos) para créditos de consumo, hipotecario y comercial ordinario se situaron en 16,9%, 10,2% y 8,8% respectivamente, cifras inferiores a los promedios observados desde el año 1998 (exceptuando la de crédito hipotecario cuyo promedio es calculado desde mayo de 2002).

d. Contexto Externo

Los nuevos datos de actividad económica mundial muestran una desaceleración de la demanda externa en línea con lo esperado como resultado de dos factores importantes: de una parte, los elevados niveles de deuda pública y, de otra el desapalancamiento bancario que está en proceso, lo cual limita el acceso a crédito en las economías avanzadas, afectando la dinámica

del consumo y la inversión del sector privado. En este contexto, los pronósticos para 2012 prevén un crecimiento económico negativo en Europa, mientras que en Estados Unidos se podría registrar una tasa algo inferior a la de su potencial. En los países emergentes también se presentaría un menor ritmo de actividad económica como resultado del debilitamiento de la demanda mundial. Por lo anterior, es probable que en el presente año el crecimiento promedio de nuestros socios comerciales sea menor al observado en 2011.

En el caso particular de Estados Unidos, el crecimiento del producto se aceleró en el último trimestre del año, al pasar de 1,8 % (t/a) en septiembre a 2,8% (t/a) en diciembre. El mercado laboral sigue mejorando y la actividad industrial continúa expandiéndose. No obstante, la desaceleración en las exportaciones y el debilitamiento en el gasto de los hogares indicarían que la economía aún no encuentra una senda de crecimiento sostenible. Para 2012 se espera que el crecimiento económico de este país sea menor que el de su promedio histórico.

Por su parte, en la Zona Euro el debilitamiento de la actividad real fue generalizado y, con excepción de Francia, sus economías más grandes se contrajeron en el último trimestre de 2011. En este período el producto se contrajo 1,3% (t/a), comportamiento que incluso podría extenderse hasta el primer semestre del 2012. Sin embargo, en lo corrido del presente año se han observado algunas señales que sugieren que el deterioro no continuará acentuándose y que estará en línea con lo previsto. En primer lugar, el incremento en los apoyos de liquidez por parte del Banco Central Europeo contribuyó a reducir las tasas de interés de la deuda pública de España e Italia. La liquidez interbancaria y la percepción de riesgo también mejoraron. En el caso de Alemania, los indicadores de confianza de empresarios y de consumidores mostraron alguna recuperación en enero. Con respecto a Grecia, el nuevo paquete de rescate fue aprobado por las autoridades económicas europeas. Pese a todo lo anterior, la incertidumbre sobre la profundidad y la duración de la recesión en Europa sigue siendo alta. El crédito continúa restringido, las tasas de desempleo en algunos países de la región, ya de por sí históricamente altas, han continuado aumentando. Además, persiste el riesgo de que malos resultados de la actividad económica vuelvan a incrementar los indicadores de riesgo y pongan en duda la estabilidad del Euro.

En Japón, en el cuarto trimestre de 2011 el PIB se redujo como consecuencia de la caída de las exportaciones y las mayores importaciones de

energía. La desaceleración en la demanda mundial y la interrupción en la cadena de suministros tailandesa, generada por las inundaciones de octubre, parecerían estar afectando la recuperación de esta economía. Por otro lado, la actividad real en las economías de Asia emergente, salvo en el caso de Indonesia, continuó desacelerándose a un ritmo moderado, en respuesta al menor dinamismo de la demanda mundial y a los ajustes de la política monetaria de 2010 y comienzos de 2011.

En algunos países de América Latina, como Brasil, México, Perú y Venezuela, los indicadores de actividad real mejoraron en los últimos meses de 2011.

El menor dinamismo de la demanda mundial ha aliviado las presiones inflacionarias tanto en los países desarrollados como en los emergentes. No obstante, recientes choques de oferta, como las sequías en América del Sur y México, al igual que el incremento en las tensiones geopolíticas, han aumentado los precios de algunos alimentos y del petróleo.

En conclusión, los nuevos datos muestran una demanda global que se desacelera en línea con lo estimado, y una inflación mundial que ha cedido. Esta nueva información contribuirá a mantener las tasas de interés externas en niveles bajos por un periodo largo de tiempo. Hasta el momento, el menor ritmo de actividad económica de los socios comerciales de Colombia no se ha visto reflejado en una disminución del valor de las exportaciones. Por el contrario, las ventas externas industriales, excluyendo los bienes básicos de origen minero y agrícola, se aceleraron. Adicionalmente, el incremento en el precio del petróleo podría llevar a que los términos de intercambio se mantengan en niveles altos, superiores al promedio estimado para el presente año.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

El grupo mayoritario de miembros consideró apropiado incrementar la tasa de interés de política teniendo en cuenta los siguientes factores:

(i) Información reciente indica que en el cuarto trimestre de 2011 la economía colombiana continuó mostrando un fuerte dinamismo y que este comportamiento se ha mantenido en lo corrido del año, tal como lo reflejan las exportaciones, las importaciones de bienes de capital, las ventas al por menor, entre otros. (ii) La brecha del producto probablemente se encuentra aún en

terreno positivo. (iii) El índice de confianza de la industria mantiene niveles elevados, mientras que la confianza de los consumidores continúa una tendencia ascendente de varios meses y muestra uno de los niveles históricos más altos. (iv) Algo similar ocurre con los términos de intercambio (en buena medida alimentados por el precio del petróleo), los cuales alcanzan también registros sin precedentes. (v) Si bien la inflación ha mostrado recientemente un comportamiento más en correspondencia con la meta de largo plazo, y las mediciones de inflación básica descendieron en enero por primera vez en varios meses, ni las proyecciones ni las expectativas de inflación muestran aún una clara convergencia al punto medio del rango meta en el horizonte de política. (vi) La incertidumbre sobre la evolución futura de la tasa de cambio dificulta estimar su impacto sobre los registros de inflación en el futuro. (vii) Si bien la transmisión de anteriores ajustes de la tasa de interés de política a las de mercado ha sido adecuada, la leve desaceleración reciente de la cartera de crédito no necesariamente elimina los riesgos de un peligroso episodio de auge, en especial en el crédito de consumo. (viii) Los puntos anteriores hacen necesario asegurar que las tasas de interés de mercado continúen su movimiento hacia unos niveles de largo plazo que permitan suavizar tanto la dinámica del crédito como la del PIB y evitar así riesgos de inestabilidad financiera con altos costos en términos de producción y empleo. (ix) Si bien se mantienen los riesgos de un eventual ajuste desordenado de la situación de la zona euro, medidas adoptadas recientemente en dicha región permiten dar un mayor peso en la decisión de política a las condiciones locales de la economía colombiana, marcadas por los factores que han mostrado hasta el momento poco contagio de la situación de las economías avanzadas.

Otros miembros no consideraron apropiado incrementar en esta oportunidad la tasa de interés de intervención por las siguientes razones:

(i) El cambio de postura de la Junta para reducir el estímulo monetario iniciado a partir de febrero de 2011 ha tenido los efectos esperados; dichos efectos se extenderán, debido a su rezago natural, a lo largo del resto de este año y del próximo, por lo que ajustes adicionales de la tasa de interés de intervención podrían resultar extemporáneos. (ii) En diciembre de 2011 la inflación anual de Colombia (3,73%), aunque se situó en la parte superior del rango meta, fue la más baja entre las principales economías de la región. En enero de 2012 la inflación terminó en 3,54%, totalizando tres meses consecutivos de caída. Todos los indicadores de inflación básica cayeron por primera vez en cinco meses. La inflación sin alimentos cayó 13 pb hasta situarse en 3%. La inflación de no transables sin alimentos ni regulados se

mantuvo sin variación. Hay evidencia de menores presiones en los costos no salariales, dado que en enero continuaron su caída iniciada hace tres meses. (iii) Se estima que la participación de la inversión en el PIB, en 2011, pudo haber alcanzado el record histórico del 30%, lo cual permite inferir que el PIB potencial igualmente se ha expandido por encima de su tendencia histórica y es coherente con la actual dinámica de la economía. (iv) La demanda global continúa desacelerándose. Europa entró en recesión; la lenta recuperación de Estados Unidos mantiene a su economía por debajo de su PIB potencial. La inflación mundial sigue descendiendo. Los dos factores anteriores han llevado a la adopción generalizada de políticas monetarias laxas, caracterizadas por tasas de interés históricamente muy bajas y durante períodos prologados. (v) Factores geopolíticos han comenzado a provocar notorias alzas en los precios del petróleo, que podrían llegar a afectar en sentido negativo el comportamiento de la economía norteamericana, y provocar una secuela recesiva adicional sobre el resto del mundo.

Finalmente, un codirector propuso la aplicación de medidas macro prudenciales para acelerar la transmisión de la política monetaria a la demanda.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

De acuerdo con la evaluación presente del balance de estos riesgos, la Junta Directiva decidió incrementar la tasa de interés de intervención del Banco de la República en 25 puntos básicos.

Con los recientes incrementos en la tasa de interés de intervención se espera que las tasas de mercado se aproximen más rápidamente a sus niveles históricos promedio y que las expectativas de inflación converjan hacia el punto medio del rango meta.

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, marzo 09 de 2012