



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 29 de Julio de 2011

El 29 de Julio 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 junio fue 3,23% (mensual 0,32%), 21 puntos básicos (pb) más que en mayo. Esta cifra superó la proyección del equipo técnico del Banco y fue mayor a lo esperado por el promedio del mercado.

Las principales presiones alcistas se dieron en los precios de los alimentos, en particular en los perecederos y más afectados por el clima y, en segundo lugar, los de origen importado. A junio la variación anual de alimentos fue 4,1%. En el caso de los importados, las alzas de los precios internacionales de finales de 2010 siguieron transfiriéndose de manera lenta y moderada a los precios internos. La apreciación acumulada del peso habría compensado parcialmente estas presiones externas. Respecto a los perecederos, los aumentos en precios se han concentrado en hortalizas y frutas y pueden ser el resultado de la intensa temporada de lluvias de marzo y abril, así como del ciclo normal de la oferta de estos productos.

La inflación sin alimentos (2,91%), al igual que el promedio de todos los indicadores de inflación básica, presentaron aumentos. La variación anual de los precios de los no transables sin alimentos ni regulados se incrementó en 33 pb y se situó en junio en 3,83%. La variación anual del IPC de no transables ni regulados viene acelerándose lentamente desde marzo, incluso después de descontar el efecto de diversión, cultura y esparcimiento de junio.

Por el contrario, la variación de los precios de los regulados y del subgrupo de transables sin alimentos ni regulados descendió 19 pb y 5 pb respectivamente, al ubicarse en 5,96% y -0,13% en junio.

La variación de los precios al productor (IPP) se redujo en junio y se ajustó a una tasa anual de 4,7% frente a 4,8% en mayo. Las reducciones se concentraron en el componente importado del indicador.

Las diferentes medidas de expectativas de inflación (expectativas del mercado y expectativas calculadas con base en los papeles de deuda pública) se situaron dentro del rango meta de largo plazo (2% a 4%).

b. Crecimiento

El PIB en el primer trimestre de 2011 creció 5,1% en términos anuales y aumentó 1,9% respecto al trimestre inmediatamente anterior. El consumo de los hogares fue el agregado que más contribuyó a la expansión del PIB. Durante el primer trimestre creció a una tasa superior al promedio de la última década, impulsado sobre todo por las compras de bienes durables y semidurables.

La contribución de la inversión total fue igualmente importante, pues registró una tasa de crecimiento mayor a la promedio del año pasado y completó un año y medio de expansiones continuas. Por otro lado, las exportaciones netas continúan aportando negativamente al PIB ya que si bien las exportaciones crecieron a buen ritmo, las importaciones lo hicieron a una tasa mayor.

Por el lado de la oferta se destacaron las importantes expansiones que registraron los sectores de comercio, minería y agricultura, todos a tasas anuales superiores al 7%. Sin embargo, el sector de servicios financieros fue el que más contribuyó al crecimiento, por su mayor peso en el PIB. En el primer trimestre, el PIB de la industria creció 5,1%. Sólo los sectores de construcción (por obras civiles) y electricidad, gas y agua registraron contracciones anuales.

Para el segundo trimestre de 2011 los indicadores de actividad económica sugieren que el crecimiento sería similar al del primero. Por tipo de gasto, el consumo de los hogares habría mostrado un dinamismo incluso superior al que se observó en el primer trimestre según lo sugieren: el índice de confianza de los consumidores, que se recuperó después de las caídas de abril y mayo; las ventas del comercio al por menor, que mostraron un crecimiento promedio en los meses de abril y mayo de 17%, las importaciones de bienes de consumo que en dólares a mayo se expandieron en 35% anual; y el crecimiento del crédito de consumo que presenta una tasa real de crecimiento anual de 19%.

Para la inversión también se espera un buen desempeño en el segundo trimestre como se infiere del comportamiento de las importaciones de bienes de capital, que crecieron 59% en el promedio de abril y mayo. La inversión habría seguido apoyada por el dinamismo del crédito comercial en un contexto de tasas de interés bajas. A junio las tasas de créditos ordinarios y preferenciales se ubicaron en 7,4% y 4,6% respectivamente, cifras inferiores a los promedios desde 1998 (11,8% y 7,5% respectivamente). Asimismo, en junio la cartera comercial a precios constantes mantuvo un crecimiento anual de alrededor de 19%, igual al de los dos meses anteriores. Este comportamiento resulta similar al de la cartera total.

Por el lado de la oferta igualmente se destaca que si bien el crecimiento de la producción industrial en mayo (4,3%) resultó menor al esperado, su tendencia sigue positiva. En la construcción, las licencias mostraron un fuerte aumento en los meses de abril y mayo con una tasa de crecimiento promedio anual de 86%.

En cuanto al comercio exterior, las exportaciones colombianas en dólares crecieron en lo corrido del año a mayo a una tasa anual de 36%. El aumento de las exportaciones se explica fundamentalmente por un crecimiento de 48% de los productos básicos (petróleo y sus derivados, ferróníquel, carbón, café, oro, banano y flores). Para este mismo periodo las demás exportaciones aumentaron 6%. Las importaciones totales en dólares mostraron una variación anual en mayo de 55%. Para el acumulado de 12 meses el crecimiento de las importaciones totales es de 33,9%.

Se espera que el crecimiento del PIB en el segundo semestre de 2011 esté impulsado principalmente por la demanda interna y, en menor medida, por la demanda mundial. En el frente interno debe presentarse una mejoría en el desempeño del consumo público y de la inversión en obras civiles que se sumará a un buen comportamiento de la demanda privada. En el contexto

externo, de no profundizarse la crisis en los países desarrollados no se anticipan cambios en los factores que afectan el desempeño de la actividad económica: altos términos de intercambio, crecimiento de los socios comerciales relativamente bueno y flujos de capital abundantes, en particular de inversión extranjera directa. Así, se espera que el crecimiento del PIB para todo 2011 esté dentro de un rango entre 4,5% y 6,5%, siendo 50 pb mayor al rango presentado en el Informe sobre Inflación pasado.

c. Variables Financieras

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

A junio, el crédito total (MN y ME) se incrementó en 22,5% anual, cifra superior en 20 pb al registro de mayo. La cartera de consumo (MN y ME) mostró un aumento de 164 pb con respecto al mes anterior, ubicándose para el mes de junio en 24,0%. La hipotecaria y la comercial presentaron una variación anual de 16,7% y 22,4% moderándose en 24 y 42 pb, respectivamente, con relación a los datos del mes de mayo.

En junio las tasas reales de interés (descontando el IPC sin alimentos) para créditos de consumo, hipotecario y comercial ordinario se situaron en 14,9%, 9,7% y 7,4%, cifras inferiores a los promedios observados desde 1998.

d. Contexto Externo

Desde el pasado informe trimestral la actividad de la economía mundial se ha deteriorado como consecuencia de diferentes choques que la impactaron como el alza en el precio del petróleo, el desastre natural del Japón y el deterioro de la confianza asociado con los problemas de deuda en Estados Unidos y Europa. Para lo que resta del año y para 2012, las economías desarrolladas enfrentan perspectivas de crecimiento limitadas. El ritmo de expansión probablemente se mantendrá por debajo de su promedio histórico afectado por los altos niveles de endeudamiento y por costos financieros crecientes. Las necesidades de ajuste fiscal en Europa y en Estados Unidos afectarán el desempeño de la demanda en esos países y pueden complicar aún más el panorama laboral. En contraste, los países emergentes continúan creciendo a buen ritmo.

En Estados Unidos los indicadores de actividad económica están mostrando un desempeño mediocre y menor que el esperado hace tres meses. Los mercados de trabajo y de vivienda permanecen estancados. En la Zona Euro, por su parte, se profundizan las diferencias entre los países con bajo nivel de endeudamiento que crecen bien, liderados por Alemania, y los países con alto nivel de endeudamiento, que están virtualmente estancados. En los últimos meses se recrudecieron los problemas de sostenibilidad en la periferia europea. En Japón comienza a observarse una recuperación después del desastre natural de marzo. Dicho choque afectó a otras economías del Asia y probablemente a Estados Unidos. El restablecimiento de la cadena de suministros podría ayudar al crecimiento mundial.

La moderación reciente de los precios del petróleo y de los bienes básicos es un efecto colateral de la reducción de la dinámica de la economía global. Este desempeño de los precios puede actuar positivamente sobre la capacidad de compra de los consumidores y reducir las presiones inflacionarias.

En cuanto a las economías emergentes, China está creciendo más de lo previsto y el aterrizaje está siendo muy lento. Hasta el momento, el apretón de la política monetaria no ha tenido efectos importantes sobre la actividad económica. Para otras economías asiáticas (India, Corea del sur y Taiwán) hay indicios de desaceleración en el segundo trimestre, pero el ritmo de crecimiento sigue siendo alto. Por su parte, las economías de la región continúan expandiéndose a tasas elevadas.

Es de esperar que con la reducción de las presiones inflacionarias las tasas de interés internacionales sigan siendo bajas. De esta forma, la elevada liquidez en los países desarrollados, junto con el diferencial de rentabilidad y la baja percepción de riesgo de América Latina, continuarán estimulando los flujos de capitales hacia la región.

En cuanto al crecimiento de los socios comerciales de Colombia hay que destacar que el menor crecimiento en Estados Unidos ha sido compensado por un mejor desempeño en América Latina y en especial Ecuador, país que viene creciendo aceleradamente (8,6% anual a marzo 2011). Los pronósticos suponen un mayor ritmo de crecimiento de Estados Unidos en el segundo semestre del año, y una desaceleración moderada en China, como consecuencia de la postura restrictiva de la política monetaria.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

Los miembros de la Junta destacaron los siguientes puntos: (i) el crecimiento del PIB en el primer trimestre; (ii) la incertidumbre internacional debida a los problemas de deuda pública y sistemas bancarios en algunos países industrializados; (iii) los malos indicadores de actividad económica de los Estados Unidos; (iv) el nivel históricamente bajo de la tasa de interés de intervención del Banco y de buena parte de las tasas de interés real, y su posible efecto futuro sobre la solidez del sistema financiero, si se mantienen por un período excesivamente prolongado; (v) el crecimiento, cada vez mayor, de todos los componentes del crédito y de la deuda de los hogares; (vi) el nivel históricamente alto de los términos de intercambio y su contribución al crecimiento del ingreso nacional; (vii) el dinámico desempeño de la demanda privada, tanto en el consumo como en la inversión en maquinaria y equipo; (viii) los mejores indicadores de calidad del empleo en el mercado laboral; (ix) la alta probabilidad de que el nivel del producto se encuentre cercano a su potencial en el segundo semestre del año; (x) las expectativas de inflación de corto y mediano plazo que han corregido a la baja y se ubican dentro del rango meta; (xi) La apreciación reciente del peso; (xii) los altos precios internacionales del petróleo y de los alimentos en muchos países y los incrementos de las tasas de interés de política en algunos de ellos y; (xiii) la importancia para la economía de medidas que contribuyan a consolidar la estabilidad financiera.

Algunos miembros de la Junta manifestaron que, a pesar del comportamiento adecuado de la inflación y sus expectativas, la tasa de intervención del Banco debía ser incrementada en 25 pb, teniendo en cuenta las siguientes razones: (i) el dinamismo de la economía colombiana liderado en especial por el consumo de los hogares y de la inversión diferente a las obras civiles; (ii) la reciente información relacionada con la actividad económica, tanto del lado de la oferta como de la demanda, así como las expectativas del consumidor y de la industria, que indican que el crecimiento del PIB del segundo trimestre podría ser similar al registrado al inicio del año. Para el segundo semestre, el equipo técnico espera que la actividad económica se acelere y por ello elevó su rango de pronóstico de crecimiento para éste año y el siguiente a un intervalo entre 4,5% a 6,5%, en parte influido por los buenos términos de intercambio; (iii) la información disponible hasta el momento, incluyendo el dato de crecimiento del PIB (5,1%), sugiere el cierre

de la brecha del producto en el segundo semestre del año; (iv) el crecimiento del crédito continuó acelerándose. Todos sus componentes, tanto el dirigido a las empresas como a los hogares, presentan tasas reales de crecimiento significativamente superiores al aumento del PIB. Esta situación ocurre en un contexto en que buena parte de las tasas de interés reales se encuentran en niveles históricamente bajos; (v) el hecho que a marzo los precios de la vivienda usada continuaron ascendiendo y se acercaron a su nivel máximo observado en 1995. El indicador de precio de vivienda nueva también se incrementó en el primer trimestre; (vi) la tasa real vigente está por debajo de su probable equilibrio de largo plazo, y es inconsistente con un crecimiento esperado en 2011 y 2012 cercano al potencial y una inflación proyectada cercana al punto medio del rango meta de largo plazo; (vii) El incremento consecutivo y temprano de las tasas de interés del Banco que contribuye a preservar la inflación dentro del rango meta reduciendo los riesgos de desequilibrios financieros que lleven luego a una volatilidad innecesaria de las tasas de interés, del producto y el empleo.

Otro miembro de la Junta consideró que no es conveniente incrementar las tasas de interés del Banco en esta oportunidad, como quiera que a junio los indicadores de inflación al consumidor, total y básica y las expectativas de inflación a uno, dos, tres y cinco años se hallan anclados a la meta. El aumento acumulado del IPC es muy similar al del mismo período de 2010. La inflación sin alimentos ni regulados se sitúa muy cerca del piso del rango meta. Y los salarios han tenido reajustes compatibles con el mismo. La concentración de las exportaciones y la IED en petróleo y minería continúa en ascenso. Ambos alcanzan el 80% de la dinámica de las primeras y el 85% de la última, aunque sólo generan 200.000 empleos. En contraste, las exportaciones industriales se hallan estancadas. La autoridad monetaria de nuestro principal socio, Estados Unidos, bajo el acoso del estancamiento, los temores sobre una recaída y el persistente y alto desempleo, seguramente no empezará a elevar sus tasas antes de 2013.

Y finalmente agregó que la sensibilidad de la demanda interna ante las condiciones externas es hoy mucho más alta vía la cuenta de capital y sus efectos sobre la liquidez y el crédito. De suerte que la expansión de la demanda en buena parte es una contraparte de las entradas de capital, las cuales vienen obstaculizando la transmisión de los reajustes de las tasas del Banco a las tasas activas. Por tanto, alzas adicionales atraerían mayores flujos y oferta crediticia, lo cual entorpecería aún más la transmisión de la política monetaria. Así podríamos terminar alimentando lo que queremos controlar: la

inflación. En consecuencia, lo que ahora resulta apropiado es la adopción de medidas de regulación macro-prudencial concertadas con el Gobierno.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva acordó, por mayoría, incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés de intervención del Banco de la República que será de 4,5%.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, en especial de los riesgos asociados al manejo de los problemas de deuda en un buen número de economías avanzadas; 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, agosto 12 de 2011