Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 22 de Marzo de 2013

El 22 de Marzo 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 la cual se discuten las situaciones inflacionaria y de crecimiento económico y sus perspectivas, y se toman decisiones relacionadas con la política monetaria.

1. ANTECEDENTES

a. Desarrollos recientes de la inflación

En febrero la inflación anual del IPC fue de 1,83%, 16 puntos base (pb) menos que el mes anterior. Como viene sucediendo desde hace varios meses, los menores ajustes en los precios de los alimentos explicaron en gran medida este resultado. Por otro lado, las demás subcanastas (regulados, transables y no transables) presentaron este mes mayor estabilidad frente a lo observado en meses anteriores.

El descenso en la variación anual del IPC de alimentos – de 1,7% en enero a 1,2% en febrero – cobijó nuevamente a un gran número de productos tanto perecederos (de -5,0% en enero a -5,6% en febrero) como procesados (de 2,2% en enero a 1,6% en febrero) y a las comidas fuera del hogar (de 3,9% en enero a 3,6% en febrero). Los distintos factores que estarían explicando este comportamiento en febrero y en meses anteriores son: los pocos aumentos en los precios internacionales de los alimentos importados, las escasas presiones cambiarias, las pocas presiones de costos (en parte por rebajas arancelarias asociadas con la entrada en vigencia de acuerdos comerciales) y

unas condiciones climáticas que han favorecido la oferta. Asimismo, es posible que la rebaja del IVA para comidas fuera del hogar y algunos alimentos perecederos desde comienzos de año todavía se estuviera trasmitiendo a los precios en febrero. Adicionalmente, en el último mes también habría empezado a jugar un papel importante la menor demanda proveniente de Venezuela, lo que se podría estar traduciendo en un aumento de la oferta agropecuaria disponible para el consumo interno en productos como carne, huevos y pollo. Los ajustes de los precios de estos productos fueron bajos o incluso negativos en el último mes.

Dentro del IPC sin alimentos no se presentaron cambios de importancia en las variaciones anuales de regulados y de transables sin alimentos ni regulados. En el primer caso, la variación anual en febrero permaneció en 0,7%. Si bien se presentaron alzas en las tarifas de gas domiciliario, energía y combustibles, estas fueron compensadas por ajustes nulos en la tarifa del servicio de acueducto y por una reducción importante en los precios de pasajes de buses intermunicipales. Cabe señalar que la variación anual del IPC de regulados presentó caídas importantes en la segunda mitad de 2012 y en enero de este año.

En transables sin alimentos ni regulados por su parte, la variación anual en febrero fue baja (0,7%) y similar al registro de enero. En esta subcanasta se siguieron observando reducciones o escasos aumentos en los precios de bienes importados como automóviles, electrodomésticos y aparatos electrónicos y de comunicación, además de pasajes aéreos, entre otros. La apreciación acumulada de los meses anteriores y las pocas presiones en los precios internacionales explican esta situación.

Finalmente, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados se redujo un poco en febrero a 3,84% frente a 3,94% en enero, pero se mantiene como la subcanasta con los ajustes más altos. Buena parte de la rebaja se concentró en el segmento de diversión, cultura y esparcimiento. Otros componentes que presentaron menores ajustes fueron las matrículas y pensiones y algunos servicios de salud. La variación anual de arriendos, un rubro que ha sido altamente indexado, se mantuvo en 3,8% e interrumpió la tendencia decreciente que traía desde hace tres meses.

En febrero se presentó nuevamente una disminución de los indicadores de inflación básica, pero menor que la observada en los tres meses anteriores.

El promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República fue 2,49%, frente a 2,59% de enero.

La variación anual del IPP se mantuvo en terreno negativo, en -2,47% en febrero, 4 pb más que el registro de enero. Esto, como en meses anteriores, se explica por la apreciación acumulada y la estabilidad de los precios internacionales de la mayoría de materias primas y otros bienes.

Las expectativas de inflación a diciembre de 2013, recogidas por la encuesta mensual del Banco a analistas del mercado, disminuyeron en febrero, aunque menos que en meses anteriores: para comienzos de marzo este valor era 2,55% frente a 2,65% de febrero. A pesar de lo anterior, las expectativas a doce meses se mantuvieron cerca de 2,9% en los dos meses. En el caso de las expectativas estimadas a partir de la tasa de los TES tampoco se observaron disminuciones en las últimas cuatro semanas, con cierre al 14 de marzo. La inflación esperada a dos, tres y cinco años se situó cerca de 2,6%, levemente por encima del dato del mes anterior.

b. Crecimiento

La última información publicada por el DANE muestra una fuerte revisión de varios de los componentes del PIB para 2011 y 2012, en especial al de la inversión en obras civiles. Con lo anterior, el DANE corrigió las cifras de crecimiento del PIB de 2011 pasando de 5,9% a 6,6%.

Al incorporar las revisiones, las tasas de expansión anual para los tres primeros trimestres de 2012 fueron, 5,3%, 5,0%, y 2,7%, en su orden. El dato del cuarto trimestre fue 3,1% y el del año completo 4,0%. La demanda interna creció 4,6% en 2012 lo que representa una desaceleración frente a lo registrado en 2011 (8,2%). La desaceleración se presentó especialmente en el segundo semestre.

El consumo de los hogares jugó un papel importante y contribuyó activamente a la expansión de la demanda interna. Durante el cuarto trimestre, el consumo privado creció 4,0%. Sin embargo, este renglón del PIB también mostró una pérdida de dinamismo en su tasa de crecimiento anual, al pasar de 5,9% en 2011 a 4,3% en 2012. Desagregando por componentes, las mayores desaceleraciones se registraron en los gastos destinados al consumo de bienes durables y semidurables. Por su parte, los servicios y el consumo de bienes no durables también se desaceleraron pero en menor magnitud. Respecto al

consumo del Gobierno la expansión anual fue 6,5% en el cuarto trimestre y 5,1% para todo el año.

En lo referente a la formación bruta de capital fijo, en 2012 este gasto creció 6,0%, cifra también menor que la de 2011 (18,7%). El componente que más contribuyó al crecimiento del gasto en bienes de capital fue aquel destinado a inversión en maquinaria y equipo, que creció, 7,7% para todo el año. Durante el segundo semestre de 2012, todos los rubros que conforman este agregado mostraron una desaceleración generalizada, lo que complica la interpretación de los choques que sufrió este agregado en la segunda mitad del año.

En 2012 se registraron tasas de crecimiento significativamente menores para las importaciones y para las exportaciones. Con respecto al primer agregado, el año pasado su expansión fue de 8,0%, mucho menor que la registrada en 2011, cuando creció 21,2%. De igual forma, las ventas externas mostraron menor dinamismo al crecer 5,3% frente al 12,9% de 2011. En el cuarto trimestre se registraron crecimientos anuales del orden de 3,3% y 1,4% para ambos rubros, en su orden.

Por el lado de la oferta, entre los sectores que crecieron por encima de la economía en su conjunto durante 2012 se encuentran los de minería (5,9% anual), financiero (5,5% anual) y servicios comunales, sociales y personales (4,9% anual). En el caso de la minería, se observó una fuerte desaceleración frente a 2011 (14,4% anual), que se concentró en el segundo semestre del año por la contracción de la producción de carbón y el menor ritmo de crecimiento de la producción de petróleo. En el financiero, a pesar de la desaceleración del crédito en la segunda mitad del año, se reportaron crecimientos importantes que contribuyeron de manera positiva a la expansión total de la economía, dada su gran participación dentro del PIB (19,6%). Por último, en servicios se destaca el dinamismo de los servicios comunales prestados por el gobierno.
Con respecto a la situación económica para el primer trimestre de 2013, la información disponible apunta a que el crecimiento de la economía podría ser inferior al observado a final de 2012. Esta dinámica sugiere un crecimiento económico actual por debajo del potencial.

Por el lado del gasto, el consumo de los hogares podría mostrar una desaceleración a comienzos del año como lo sugiere la información más reciente de la encuesta de confianza de los consumidores medida por Fedesarrollo. En febrero este indicador cayó de manera significativa,

ubicándose en niveles levemente por debajo de su promedio histórico. A ello se suma una contracción de las ventas de automotores del orden de 16,4% en febrero, según el Comité Automotor Colombiano y las cifras publicadas por Econometría. Por su parte, la encuesta mensual de expectativas económicas del Banco de la República sugiere que las ventas durante el mes de enero fueron significativamente menores que los registros del cuarto trimestre de 2012. No obstante cabe señalar que las cifras de importaciones de bienes de consumo en dólares mostraron un crecimiento anual de 19,9% en enero.

Por otra parte, en enero las exportaciones totales tuvieron una variación de -1,1% con respecto al mismo mes de 2012. Esta caída se explicó por la disminución conjunta de las exportaciones de bienes mineros (-2,2%) y agrícolas (-15,3%). Las exportaciones de productos industriales (y otros) registraron un crecimiento anual de 10,2%, acelerándose frente al registro de diciembre. Este mejor desempeño se explica principalmente por el aumento de las ventas de vehículos (109,5%), de productos químicos (13%) y de caucho y plásticos (43,7%).

Por el lado de la oferta, las variables asociadas con la industria continúan mostrando un pobre desempeño. Los indicadores de pedidos, existencias y las expectativas de producción a enero siguieron conservando la tendencia negativa de los meses anteriores. Por su parte, en febrero la demanda de energía no regulada para la industria cayó 2,1% anualmente después de haber crecido un poco más de 2% en enero. Este indicador que está altamente correlacionado con el crecimiento de la industria, sugiere un deterioro adicional del sector en dicho mes. Debe tenerse en cuenta que parte de esta caída obedece a la existencia de un día hábil menos en febrero de este año (el año anterior fue bisiesto).

En lo referente a la rama de minería, la producción de carbón se habría visto afectada en febrero y marzo debido a las huelgas en el Cerrejón y al problema ambiental de la Drummond que ocasionó una parada de la producción por las restricciones en el transporte del producto al puerto (suspensión temporal en la licencia de carga). En la rama agrícola se destaca que la producción de café creció 36,7% anualmente, en promedio entre enero y febrero.

Adicionalmente, a estos choques no esperados en el sector minero debe tenerse en cuenta la presencia de menores días hábiles durante el primer

trimestre del año (Semana Santa y un día hábil menos de febrero) cuyo impacto es negativo en especial al sector industrial.

Las cifras de mercado laboral muestran que la tasa de desempleo continuó cayendo a comienzos de año. Adicionalmente, a enero el crecimiento del nivel de empleo mostró alguna aceleración y los indicadores de calidad del empleo continúan creciendo a tasas importantes; en particular el empleo asalariado se aceleró de manera significativa.

c. Variables Financieras

El crecimiento del crédito bancario (M/N y M/E) se ha estabilizado en los últimos cinco meses en una tasa de crecimiento anual cercana a 15%. La desaceleración de la cartera en moneda nacional se ha compensado con el impulso de la cartera en moneda extranjera. Entre octubre de 2012 y febrero de 2013, la tasa de crecimiento de la primera descendió de 15,8% a 14,4%, mientras la segunda aumentó de 6,0% a 24,8%.

Por modalidades, el crecimiento anual de la cartera comercial pasó de 13,2% en octubre de 2012 a 14,2% en febrero de 2013. Por su parte, el crédito con destino a los hogares tuvo una leve desaceleración en febrero 16,9% frente al 18,6% observado en octubre de 2012. En la cartera hipotecaria se observó igualmente una desaceleración en la variación anual en el mismo periodo (de 15,5% a 14,5%).

Las tasas de interés nominales de los créditos concedidos en todas las modalidades marcan una tendencia decreciente frente a sus niveles de finales de julio, cuando se comenzó a bajar la tasa de interés de política. Sin embargo, en términos reales, el descenso de la inflación y sus expectativas ha neutralizado buena parte de dicha tendencia.

La tasa de interés real en febrero para los desembolsos destinados a consumo fue de 16,0%, para los hipotecarios de 10,2%, para los preferenciales de 5,9% y para el comercial ordinario de 9,0%, tasas menores a sus promedios históricos respectivos calculados desde 2000. De otra parte, la tasa de interés real para los créditos otorgados con tarjeta de crédito y para la modalidad de tesorería se ubicó en 27,1%, y 5,8% respectivamente, tasas mayores a sus promedios calculados desde 2000.

d. Contexto Externo

La nueva información sugiere que en 2013 el crecimiento económico promedio de nuestros socios comerciales podría ser algo menor que lo estimado en informes pasados, e inferior al registrado en 2012. Además la incertidumbre y la percepción de riesgo en los mercados financieros, que durante los últimos meses se había reducido, podría volver a aumentar por los acontecimientos del último mes en Europa.

En la zona del Euro la recuperación de la actividad real aún no logra concretarse y todo indica que el PIB de la región habría continuado contrayéndose en el primer trimestre del año. Pese a ello, el ritmo de deterioro de la actividad real parece estar moderándose pues algunos indicadores como la actividad industrial y los índices de opinión del sector de manufacturas y de servicios han presentado alguna pausa en su tendencia decreciente. Adicionalmente en los últimos meses ha habido una recuperación leve de la confianza de los consumidores y empresarios. Las noticias más favorables provienen de Alemania, país en el que en los primeros meses del año se observa una reactivación de la actividad real explicada por las exportaciones a países fuera de la región y por el dinamismo del consumo interno. En este contexto, se espera que para el segundo semestre la actividad económica de la región empiece a recuperarse. No obstante, el clima político y las decisiones de las autoridades económicas europeas podrían afectar nuevamente la confianza en la región, como recientemente ha sucedido tras las elecciones inconclusas de Italia y las condiciones para el rescate del sector bancario en Chipre.

En los Estados Unidos, las cifras de la actividad real para los primeros meses del año son relativamente favorables y sugieren que la economía ha seguido expandiéndose. El sector inmobiliario y el mercado laboral continúan recuperándose lentamente. Sin embargo, como no hubo acuerdo acerca de los recortes presupuestales en salud y educación, el ajuste fiscal en Estados Unidos podría ser mayor que lo previsto, lo que podría afectar negativamente las perspectivas de crecimiento de este país en 2013. La caída de la confianza de los consumidores que se observó en las primeras semanas de marzo, puede ya estar reflejando este hecho.

Por su parte en China, aunque los indicadores de enero y febrero no son fáciles de interpretar dados los efectos del año nuevo, es posible afirmar que el crecimiento no se ha desacelerado en estos meses, por lo que la actividad real habría continuado expandiéndose a un ritmo favorable.

En las economías de mayor tamaño de América Latina, el crecimiento de 2012 fue bueno con excepción de Brasil. Algunos indicadores económicos para el primer trimestre del año muestran un comportamiento favorable en Chile y Perú, y en menor medida en México. En Brasil se ha observado una recuperación pero aún desde niveles bajos. En Venezuela se estima un crecimiento bajo para 2013.

En relación con los precios internacionales del petróleo, las alzas presentadas en febrero se han revertido. La debilidad de la demanda global y algunos datos favorables en la oferta de petróleo y sus sustitutos, estarían explicando las menores cotizaciones de las últimas semanas. Otros precios de bienes exportados por Colombia, como el carbón, el níquel y el café, han permanecido relativamente estables en niveles inferiores a los observados el año pasado.

Para el caso de los precios de los alimentos, aunque se han presentado algunas alzas en la soya, el maíz y el aceite de palma, éstas aún no representan riesgos inflacionarios y se espera que no se sostengan dadas las expectativas de buena oferta mundial.

Así las cosas, la inflación en las principales economías desarrolladas y en algunas emergentes (principalmente latinoamericanas) se mantiene en niveles relativamente bajos. Este hecho unido al débil crecimiento económico, ha permitido a los bancos centrales de los países desarrollados mantener una política monetaria expansiva. Adicionalmente ha permitido que varios bancos centrales de países emergentes hayan reducido recientemente sus tasas de política.

En este contexto si las primas de riesgo de Colombia se mantienen en los actuales niveles, el costo de financiamiento externo del país seguirá siendo bajo.

En resumen, la nueva información sugiere que en 2013 el crecimiento económico promedio de nuestros socios comerciales podría ser algo menor que lo estimado en informes pasados, e inferior al registrado en 2012. Si estos pronósticos se materializan, la contribución de la demanda externa al crecimiento de Colombia seguiría siendo baja. Asimismo, de continuar las tendencias observadas en los precios de los principales productos de exportación, los términos de intercambio promedio en 2013 serían menores que los observados el año anterior.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

La Junta Directiva tomó en consideración los siguientes aspectos relevantes:

(i) El crecimiento de nuestros socios comerciales probablemente será menor a lo esperado, con lo cual la contribución de la demanda externa al crecimiento del país seguiría siendo baja. Así mismo, de continuar las tendencias observadas en los precios de nuestros principales productos de exportación, los términos de intercambio promedio en 2013 serían menores que los del año anterior. En consecuencia, el gasto agregado en 2013 no tendría un impulso adicional originado por un mayor ingreso nacional.

(ii) Los nuevos datos de crecimiento económico para 2012 (4%) muestran una desaceleración desde niveles altos en 2011 (6,6%). La mayor pérdida de dinamismo se presentó en el segundo semestre y se explicó principalmente por una reducción significativa en el crecimiento de la inversión. El crecimiento del consumo privado se moderó en 2012, alcanzando tasas similares a su promedio histórico. El crecimiento de las exportaciones también registró un descenso frente a 2011, con una caída importante en el cuarto trimestre.

(iii) La interpretación de los choques que sufrió la inversión en el segundo semestre de 2012 es compleja y puede obedecer a múltiples factores, como se desprende del hecho que todos los componentes de este agregado mostraron una desaceleración en el segundo semestre.

(iv) Para el primer trimestre de 2013, el deterioro en las expectativas del comercio, así como la caída en el índice de confianza del consumidor y de las ventas de automóviles, sugieren una menor dinámica del consumo privado. En enero el valor de las exportaciones en dólares fue similar al registro de un año atrás y las de origen industrial registraron un crecimiento anual positivo. No obstante, los indicadores de confianza de los empresarios indican que la industria sigue contrayéndose. Esta dinámica sugiere un crecimiento económico actual por debajo del potencial y, por lo tanto, la ampliación de los defectos en el uso de capacidad productiva de la misma.

(v) El descenso en la inflación anual, desde 2,0% en enero a 1,8% en febrero, fue similar al proyectado por el equipo técnico. Dicha desaceleración se

explicó en su mayor parte por el menor ritmo de aumento de precios de los alimentos, principalmente de los procesados. Todas las medidas de inflación básica también se redujeron. Tanto el promedio de dichas medidas como las expectativas de inflación se encuentran por debajo de la meta (3%). La reducción reciente de los precios internacionales de la energía y otros productos básicos implica menores presiones sobre la inflación local.

(vi) Las reducciones de las tasas de interés del Banco de la República se han transmitido a las tasas de interés de depósitos y préstamos del sistema financiero. No obstante, las tasas de interés real no han caído en igual magnitud debido al fuerte descenso de la inflación y las expectativas de inflación.

(vii) El crecimiento de la cartera continuó moderándose. En lo corrido del año se ha observado una desaceleración del crédito comercial en pesos, pero un aumento en la financiación mediante emisión de bonos de las firmas junto a un mayor endeudamiento externo. El crédito a los hogares (consumo e hipotecario) sigue creciendo menos pero a tasas superiores que el aumento del PIB nominal. La continua moderación del ritmo de apalancamiento de firmas y hogares reduce el riesgo de generación de excesos financieros durante la presente fase expansiva de la política monetaria.

En este contexto, la evaluación del balance de riesgos indica la conveniencia reducir en 50 pb la tasa de interés de intervención, con lo cual se espera que la política macroeconómica sea consistente con un crecimiento de la economía cercano a su potencial.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

De acuerdo con la evaluación del actual balance de riesgos la Junta Directiva acordó por unanimidad reducir la tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos. La decisión se tomó teniendo en cuenta que la economía colombiana crece por debajo de su potencial y probablemente operará en los próximos trimestres por debajo de su capacidad productiva, y que la inflación observada y proyectada se sitúan por debajo de la meta del 3%. Esto en un contexto en el cual las reducciones de las tasas de interés parecieran estar transmitiéndose a la economía de manera más lenta que lo deseado.

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.

Bogotá DC, abril 05 de 2013