



Noviembre 27, 2009

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos
Vicepresidente Económico
+57 1 3266634
dcastellanos@asobancaria.com

La política monetaria en la coyuntura actual

Resumen

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) redujo 50 puntos básicos (pb), a 3,50%, su tasa mínima para las operaciones repo de expansión.

La Asobancaria interpreta esa medida como un reconocimiento, por parte del banco central, de las condiciones de debilidad de la demanda agregada, que se manifiestan en fenómenos tales como un decrecimiento del gasto, un descenso de las exportaciones, una baja inflación y un estancamiento del crédito.

A pesar de este desempeño, las expectativas de los analistas siguen siendo relativamente optimistas para el próximo año.

La medida del Banco nos recuerda que los riesgos económicos para el próximo año están más cargados hacia una débil recuperación que hacia un resurgimiento de la inflación.

Calendario de Eventos

Fecha	Evento	Ciudad	Lugar	Tarifa*
Dic 3	Foro de vivienda	Bogotá	Hotel Cosmos 100	\$700.000

*No incluye IVA. Mayor información en eventos@asobancaria.com,

Teléfono 57 1 3266600 – Extensiones 1462-1465-1467.

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a avesga@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

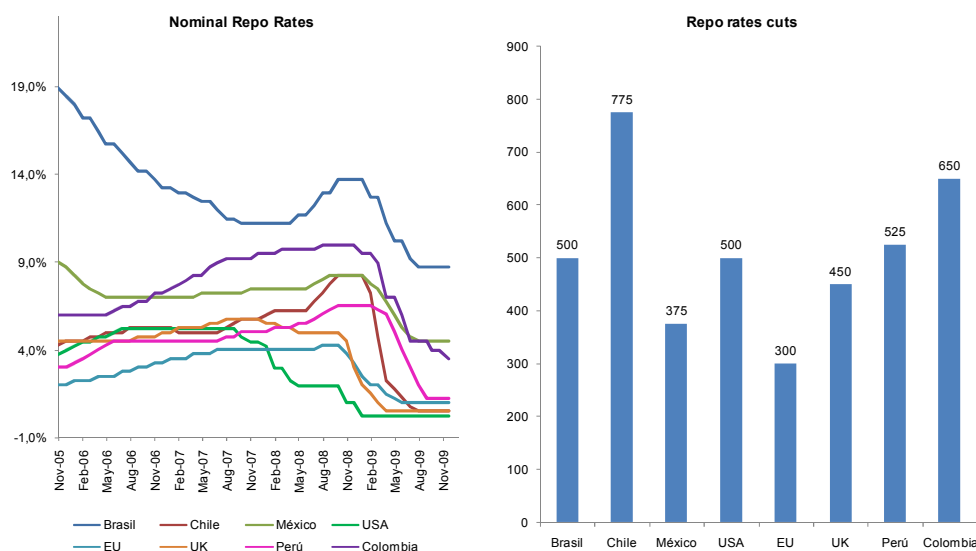
La política monetaria en la coyuntura actual

Daniel Castellanos
57 1 3266634

Miguel Medellín
57 1 3266643

En una decisión que sorprendió a la mayoría de los analistas,¹ en su última sesión la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) redujo 50 puntos básicos (pb) su tasa mínima para las operaciones repo de expansión, dejándola en 3,50%. Con esta medida el emisor completa un recorte de 650 pb desde diciembre de 2008, que es uno de los más agresivos de la región (gráfico 1).

Gráfico 1: Tasas de interés de intervención (%) y recorte de bancos centrales seleccionados (pb)



Fuente: Bloomberg – Bancos centrales

La reducción de tasas de interés es una consecuencia de un fenómeno que no toma por sorpresa a la Asobancaria.² En otras oportunidades hemos llamado la atención sobre la carencia de fuentes dinámicas de demanda en la economía para acelerar la recuperación. A junio de 2009, la demanda final —interna más exportaciones— decreció -2.1% anual. Por componentes, ninguno mostró un comportamiento favorable (gráfico 2).

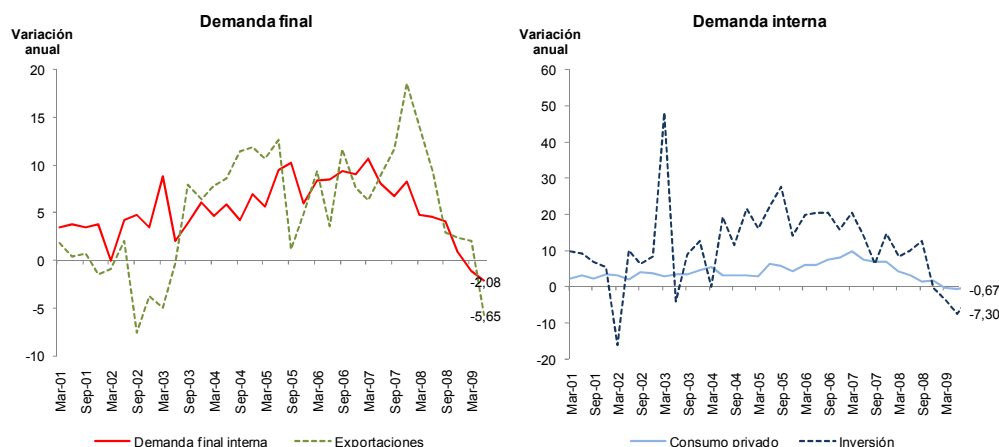
Infelizmente, no parece que la demanda privada o el gasto público estén en capacidad de generar el impulso inicial que se requiere para salir rápidamente de la recesión. Debido a las malas perspectivas de crecimiento en Venezuela y a

¹ Según la Encuesta Anif Repo-Central del 16 de noviembre de 2009, el 50% de las entidades encuestadas creía que el BR no tocaría ni debería modificar las tasas de interés. Sólo el 25% de ellas creía que bajaría y debería recortarlas 50 puntos básicos. De otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros del 17 de noviembre de 2009, llevada a cabo por el Citibank, de 17 instituciones encuestadas, siete preveían una reducción de tasas y sólo cinco preveían que sería de 50 puntos básicos.

² La Asociación acertó su pronóstico en ambas encuestas.

la situación comercial con ese país, tampoco resulta evidente que la demanda externa pueda hacerlo.

Gráfico 2: Variación anual de la demanda (%)



Fuente: DANE

Uno de los comportamientos más preocupantes en los componentes de la demanda es el del consumo privado, no sólo porque constituye la mayor proporción del gasto agregado (51% del total), sino también porque es la parte menos volátil. Por esta razón, cuando su tasa de crecimiento se vuelve negativa, es difícil prever una rápida recuperación de la actividad económica.

En comparación con lo sucedido en otras economías, los hogares colombianos no sufrieron pérdidas agudas de riqueza. No obstante, las familias arrastran una pesada carga financiera —24% de los salarios—, que frena su demanda por crédito. Además, el mayor desempleo, la pérdida de empleo asalariado y las menores remesas de los trabajadores en el exterior sugieren que el ingreso disponible de los consumidores disminuyó. Finalmente, su consumo se redujo como efecto de la menor confianza contagiada por el choque externo. Por tanto, la inclinación de las familias al gasto permanece contenida, frenando su demanda por bienes de consumo, sobre todo durable.

Tampoco parece que la inversión privada vaya a repuntar inicialmente a tasas muy elevadas. Las firmas vienen de un pronunciado auge de inversión en el período anterior a la crisis, favorecido por estímulos tributarios y la apreciación de la tasa de cambio, que aumentó la capacidad instalada y la productividad de la economía. Como efecto de la recesión, sin embargo, las firmas tienen un exceso importante sin utilizar, que impide que reanuden vigorosamente su demanda por bienes de capital.

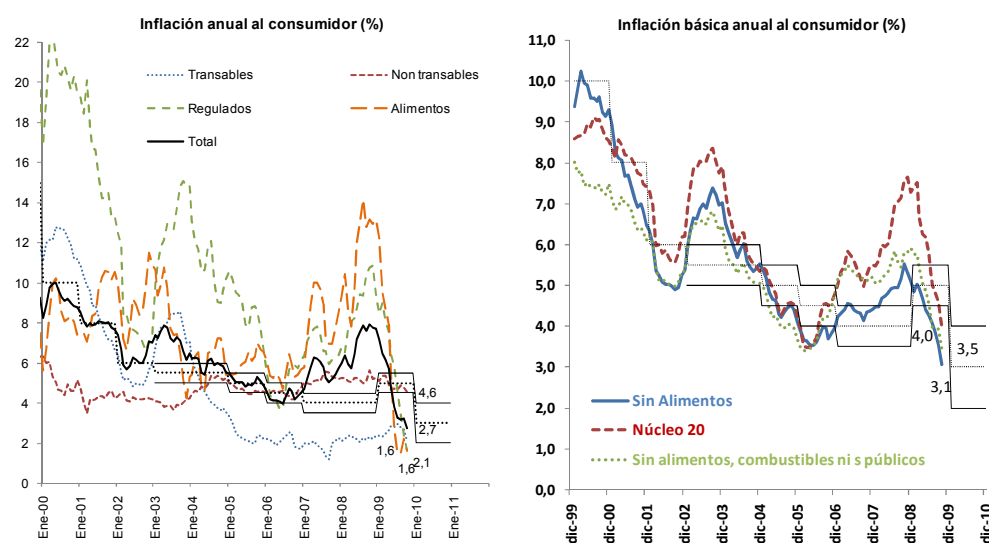
Por otra parte, las dificultades estructurales de las finanzas públicas impiden al Gobierno Nacional (GN) adoptar una postura decididamente contra-cíclica. Lo que las autoridades han hecho es permitir unos mayores déficits que los originalmente proyectados para 2009 y 2010, a medida que se reducen los ingresos esperados como efecto de la menor actividad económica. El GN no tiene el espacio fiscal para adoptar políticas más agresivas. En estas

circunstancias, el estímulo fiscal es muy reducido, y deja el grueso de la responsabilidad de estimular la demanda a la política monetaria.

Otro comportamiento preocupante de los componentes de la demanda es el de las exportaciones. A septiembre de 2009, los ingresos por este concepto disminuyeron -22,6% anual, principalmente por el menor valor de las ventas de productos tradicionales, debido a sus menores precios. Las entradas por las exportaciones de bienes no tradicionales también disminuyeron (-13,4% anual), como consecuencia sobre todo de la caída en el valor de las ventas a Venezuela (-17,9%), cuyo volumen se redujo (12,8% anual).

A pesar que el comercio internacional se está reactivando, los precios internacionales de los productos básicos están repuntando y se espera que estas tendencias se mantengan el año entrante, a medida que se afiance la recuperación mundial, no parece que las exportaciones puedan proveer el impulso que la economía colombiana necesita para salir a paso firme de la recesión. Para este propósito, la situación comercial con Venezuela³ y sus malas perspectivas de crecimiento⁴ constituyen un obstáculo mayúsculo.

Gráfico 3: Inflación anual al consumidor (%)



Fuente: DANE – Banco de la República

La debilidad de la demanda agregada se manifiesta también en una reducción considerable de la inflación. En octubre, la variación de los precios al

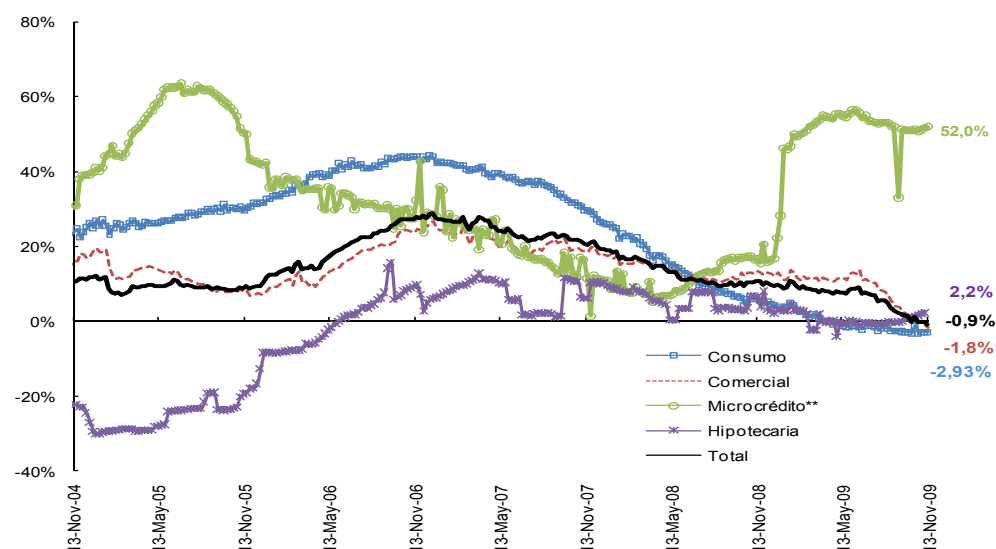
³ Las exportaciones a Venezuela representan cerca de una quinta parte de las exportaciones de bienes, una tercera parte de las de productos no tradicionales, un décimo de la producción industrial y 2,9% del PIB de Colombia.

⁴ El promedio de analistas encuestados por el Latin American Consensus Forecast de noviembre de 2009 predice un descenso de -1,5% del PIB venezolano este año y un estancamiento al 0,6% el año entrante.

consumidor se redujo a 2,7% anual, que es una inflación históricamente muy baja. Aunque hay elementos de oferta en la disminución de la inflación —como los menores incrementos en los precios de los alimentos y los regulados—, la debilidad del gasto agregado es evidente en el descenso de la inflación correspondiente a los bienes tanto transables como no transables, así como en las diferentes medidas de la básica (gráfico 3).

Otro síntoma de la debilidad de la demanda es el estancamiento incipiente del crédito. La cartera total de los establecimientos de crédito ha comenzado a decrecer ligeramente en términos reales (-0.9%). Esto es el resultado, primero, de un largo período de desaceleración de la cartera de consumo (gráfico 4). Y segundo, de la ralentización más reciente y rápida de la cartera comercial, que constituye 64% del total. La dinámica de esta modalidad fue la que sostuvo la expansión del crédito cuando se frenó la de consumo, pero ahora se ha frenado ella también.

Gráfico 4: Variación real anual del crédito (%)



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos: Asobancaria.

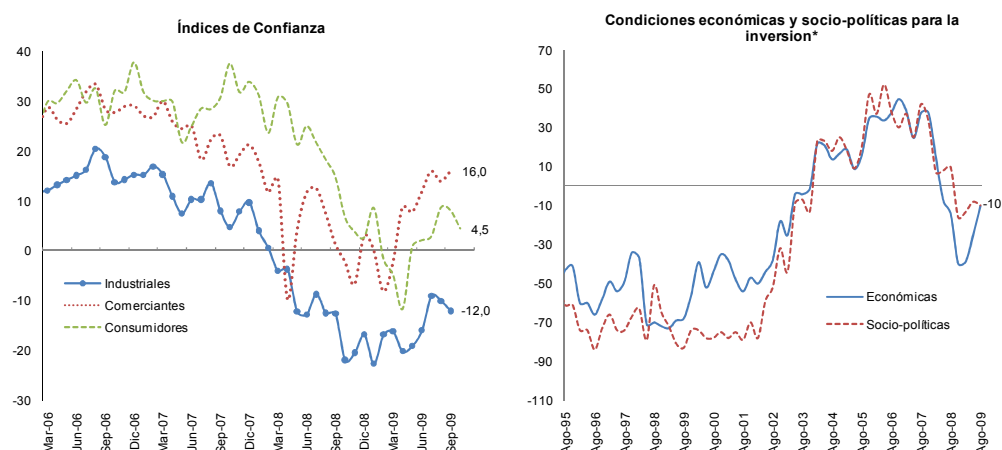
En la explicación del estancamiento de la cartera confluyen factores tanto de oferta como de demanda. Con la desaceleración de la actividad económica, a medida que menguaron los ingresos de los hogares y las firmas, comenzó un proceso de deterioro de la cartera, que hizo evidente el mayor riesgo de prestar. Por tanto, desde el punto de vista de la oferta, los establecimientos de crédito se han vuelto más cautos a la hora de otorgar créditos. Por otro lado, la pérdida de confianza, el empeoramiento de las expectativas, la pesada carga financiera de los hogares, el mayor desempleo y el menor ingreso disminuyeron la demanda de crédito. De esta manera, tanto los datos de gasto agregado como los de inflación y crédito sugieren un serio problema de demanda.

La evolución de los indicadores líderes tampoco es favorable. Aunque han mostrado un repunte en los últimos meses, la producción industrial, las ventas minoristas, los despachos de cemento y las licencias de construcción todavía decrecen. Sólo la demanda de energía crece positivamente, pero a una tasa baja (2,1%).

Sin embargo, para ser equilibrados, hay que señalar que no todos los datos duros dibujan un panorama difícil. Por fortuna, la mejora del entorno externo y de las perspectivas de crecimiento mundial y regional —con excepción de Venezuela—, la evolución de la inflación y la estabilización reciente de la tasa de cambio favorecen la recuperación doméstica. El caudal de los flujos de inversión extranjera directa disminuyó muchísimo menos que lo esperado. Contra todas las expectativas, el auge de inversión en minería e hidrocarburos persistió, constituyendo un foco importante de actividad económica. Al mismo tiempo, la tendencia decreciente de la inflación y el anclaje de las expectativas cerca de las metas de mediano plazo permiten mantener por un período prolongado el impulso monetario. De manera paralela, los mejores términos de intercambio y la menor inflación aumentan el ingreso real de los hogares, mejorando paulatinamente su capacidad de gasto. Finalmente, la estabilización incipiente de la tasa de cambio, motivada por las medidas anunciadas por el Gobierno y el BR, evita un deterioro ulterior de la competitividad de los sectores productores de bienes transables.

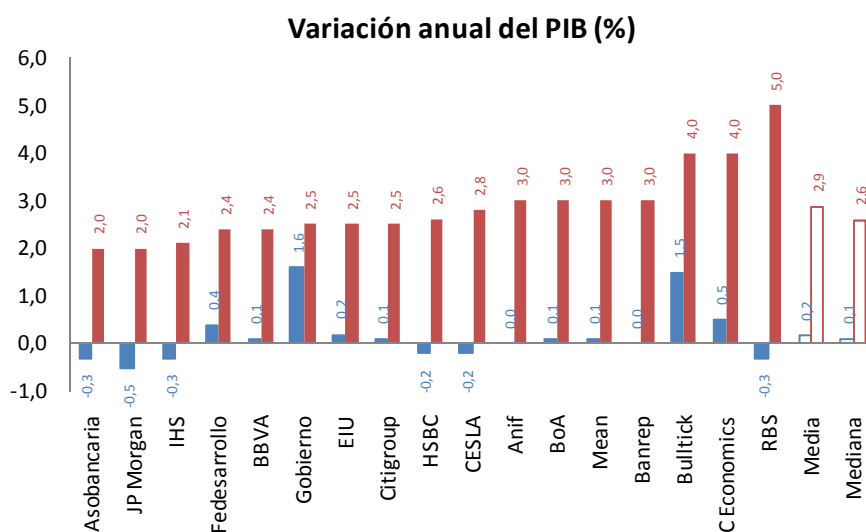
¿Cómo están afectando los datos económicos las expectativas de los agentes? Las cifras indican unas perspectivas mixtas (gráfico 5). El índice de confianza de los comerciantes está alto (+16), el de los consumidores está en terreno positivo (+4,5) y el de los industriales está mal (-12). Por su parte, las condiciones tanto económicas como socio-políticas para la inversión se encuentran en terreno negativo (-10).

Gráfico 5: Indicadores de expectativas (Balance de respuestas)



Fuente: Fedesarrollo

Los pronósticos de crecimiento de la mayoría de analistas para el próximo año lucen más bien optimistas (gráfico 6).

Gráfico 6: Pronósticos de crecimiento para Colombia

Fuente: Latin American Consensus Forecast

En general, pues, parece ser que las perspectivas y las expectativas están mejor que la situación descrita por los datos. Hasta qué punto ese sea un optimismo injustificado, no lo sabemos. Lo que sí resulta claro es que la reducción de tasas del BR señala que esa institución percibe que los riesgos inflacionarios son muy bajos en la actualidad y que, por el contrario, los peligros de una recuperación débil son más preocupantes.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007	2008	2008				2009				2010		
			T1	T2	T3	T4		T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (USD mM)	207.8	242.6	59.8	66.4	63.9	54.2	242.6	49.9	54.2	58.7	55.5	218.3	202.4
PIB Nominal (COP MM)	432	477	114	117	121	124	477	121	121	126	129	497	526
PIB per cápita (USD)	4750	5490	1363	1510	1451	1227	5490	1127	1221	1318	1243	4891	4490
Tasa de Desempleo (%)	10.9	11.0	11.1	11.2	11.0	10.6	11.0	12.9	11.7	12.2	14.0	12.8	...
Población (millones)	43.8	44.2	43.9	44.0	44.1	44.2	44.2	44.3	44.4	44.5	44.6	44.6	45.1
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	7.5	2.5	4.2	3.7	3.3	-1.0	2.5	-0.4	-0.5	-0.2	-0.1	-0.3	2.0
PIB real (% Var. Trimestral anualizada)	...	...	-0.8	0.9	2.0	-5.9	...	0.9	1.9	2.6	-5.6	...	...
Demanda interna (% Var. Interanual)	8.5	3.7	4.8	4.3	4.5	1.0	3.7	-0.7	-2.6	-1.3	-1.1	-0.1	3.3
Inversión bruta (% Var. Interanual)	13.7	8.8	8.4	9.5	14.4	3.0	8.8	-3.7	-7.3	-2.9	5.9	-2.1	7.6
Consumo final (% Var. Interanual)	6.9	2.1	3.7	2.7	1.5	0.4	2.1	-0.3	-0.3	-0.1	0.3	0.5	1.9
Privado (% Var. Interanual)	7.6	2.3	4.3	2.8	1.5	0.5	2.3	-0.5	-0.7	-0.1	-0.5	-0.3	1.8
Público (% Var. Interanual)	4.5	1.3	1.4	2.4	1.6	0.0	1.3	0.3	0.9	5.6	7.5	4.0	2.0
Exportaciones (% Var. Interanual)	11.3	7.2	14.6	8.8	3.1	2.4	7.2	2.0	-5.7	-9.4	-13.1	-6.5	2.9
Importaciones (% Var. Interanual)	13.9	9.8	13.1	9.3	8.0	9.0	9.8	-1.5	-9.7	-1.1	-2.0	-3.6	7.4
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5.7	7.7	5.9	7.2	7.6	7.7	7.7	6.1	2.1	3.2	2.3	2.3	3.0
Inflación básica (% Var. Interanual)	4.4	5.1	4.7	4.9	5.2	5.1	5.1	4.4	3.9	3.40	3.37	3.4	3.6
Inflación (IPC, % Var. trimestral)	...	...	3.4	2.5	0.5	1.1	...	1.9	0.3	-0.1	0.1	...	...
Salarios nominales (% Var. Interanual)	5.7	7.3	6.0	6.3	6.5	2.3	7.3	5.2	5.7	6.2	-1.9	5.9	3.4
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2014	2253	1847	1712	2066	2253	2253	2477	2090	1981	2004	2004	2400
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10.9	11.8	-16.1	-11.0	-2.4	11.8	11.8	34.1	22.1	-1.2	-9.6	-9.6	8.5
Tipo de cambio real (Var. % interanual)	-12.3	8.4	-17.6	-12.8	-4.4	8.4	8.4	29.0	19.1	-2.9	-11.1	-11.3	6.1
Sector Monetario													
Base monetaria (% Var. Interanual)	19.9	12.9	7.5	9.4	20.3	14.3	12.9	7.4	8.7	5.2	3.5	8.1	5.3
M3 (% Var. Interanual)	17.8	15.5	12.6	14.1	16.2	19.1	15.5	10.4	11.7	8.2	6.5	14.1	11.3
Tasa Banco Central (REPO, fin de per.)	9.5	9.5	9.75	9.75	10.00	9.50	9.5	7.00	4.50	4.00	4.00	4.0	4.5
Tasa de corto plazo (fin de periodo)	9.01	10.33	9.53	9.92	10.05	10.33	10.3	8.13	4.75	4.25	4.25	4.8	8.0
Tasa de largo plazo (fin de periodo)	10.3	12.5	11.60	12.50	12.01	12.50	12.5	12.00	11.50	11.00	11.00	7.8	10.5
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-2.8	-2.2	-1.9	-2.7	-5.0	-2.8	-1.9	-1.4	-1.1	-1.1	-3.7	-2.7
Cuenta corriente (USD mM)	-5.8	-6.9	-1.3	-1.3	-1.6	-2.7	-6.9	-1.0	-0.8	-3.3	-3.3	-8.4	-5.4
Balanza comercial (USD mM)	-0.6	1.0	0.4	1.1	0.3	-1.0	0.8	0.1	0.8	-1.6	-1.6	-2.4	1.5
Exportaciones F.O.B. (USD mM)	30.6	37.1	8.5	10.3	10.1	8.3	37.1	7.5	7.8	6.2	6.2	27.6	38.7
Exportaciones tradicionales	14.2	20.0	4.6	5.9	5.7	3.8	20.0	3.7	4.2	2.9	2.9	13.6	19.7
Exportaciones no tradicionales	16.4	17.1	3.9	4.4	4.3	4.5	17.1	3.8	3.7	3.3	3.3	14.0	18.9
Importaciones F.O.B. (USD mM)	30.1	36.3	8.1	9.2	9.8	9.2	36.3	7.4	7.0	7.8	7.8	30.0	37.1
Servicios (neto)	-2.6	-3.1	-0.6	-0.7	-0.9	-0.8	-3.1	-0.6	-0.5	-0.9	-0.9	-2.8	-2.4
Transferencias corrientes (neto)	5.2	5.5	1.3	1.4	1.5	1.4	5.5	1.2	1.1	1.2	1.2	4.6	3.5
Inversión extranjera directa (USD mM)	9.0	10.6	2.9	2.5	2.6	2.6	10.6	2.4	2.5	1.0	1.0	7.0	6.2
Términos de intercambio (% Var. Interanual)	2.7	13.3	11.7	12.4	18.0	5.2	13.3	6.1	10.0	3.0	-9.0	-4.1	1.5
Reservas internacionales (USD mM)	21.0	24.0	22.1	22.9	24.1	24.0	24.0	23.8	23.7	23.4	23.2	23.2	18.0
Cobertura de las importaciones	7.9	7.9	7.3	7.6	8.0	7.9	7.9	9.5	9.5	9.4	9.3	9.3	5.8
Sector Público													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.8	0.9	...	...	...	...	0.9	...	...	...	...	-0.6	-1.7
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-3.2	-2.3	0.0	-0.1	-0.8	-1.4	-2.3	-2.7	-0.5	-0.5	-0.4	-4.0	-4.3
Bal. primario del SPC (% del PIB)	...	-0.1	...	...	...	...	-0.1	...	...	...	...	-2.4	0.1
Bal. del SPC (% del PIB)	-0.6	-0.1	0.6	0.8	0.5	-2.0	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-0.7	-2.6	-3.7
Ingresos del Gobierno Central (% del PIB)	18.1	15.7	4.2	4.2	3.6	3.7	15.7	3.4	4.1	4.1	4.2	15.8	14.5
Indicadores de Deuda													
Deuda externa bruta (% del PIB)	21.5	19.3	18.5	18.8	18.9	19.3	19.3	21.3	21.1	...	...	24.1	25.0
Pública (% del PIB)	13.9	12.2	12.2	12.2	11.9	12.2	12.2	13.9	14.1	...	...	16.3	13.0
Privada (% del PIB)	7.7	7.0	6.6	6.7	7.0	7.0	7.0	7.4	7.0	...	...	7.8	12.0
Deuda del Gobierno(% del PIB, Gob. Central)	36.5	36.4	34.8	33.9	35.2	36.4	36.4	38.4	36.5	...	...	43.2	...
Interna (% del PIB)	25.5	24.9	25.0	24.3	24.3	24.9	24.9	24.9	24.9	...	...	31.0	...
Externa (% del PIB)	11.0	11.5	9.9	9.6	10.9	11.5	11.5	13.5	11.6	...	...	12.2	...
Amortizaciones d externa (USD mM)	6.7	5.1	2.1	0.9	1.0	1.0	5.1	1.5	1.5	1.5	1.5	5.8	...
Pagos intereses de la d externa (USD mM)	2.8	2.9	0.8	0.7	0.7	0.7	2.9	0.8	0.8	0.8	0.8	3.1	...
Servicio d externa (% X de bns. y svcs.)	30.9	21.5	33.3	15.1	16.2	20.2	21.5	29.0	24.3	24.3	24.3	24.3	...
Servicio d externa pública (% X de bns. y svcs.)	16.0	12.4	24.2	7.0	9.3	8.6	12.4	14.4	12.0	12.0	12.0	12.0	...
Servicio d externa pública (% del PIB)	2.4	1.9	3.6	1.1	1.5	1.4	1.9	2.2	2.0	1.9	2.0	2.0	...
Balance Ahorro-Inversión													
Ahorro (% del PIB)	23.2	24.8	24.9	25.7	26.0	22.5	24.8	23.2	23.5	23.8	22.1	22.9	24.7
Inversión (% del PIB)	26.0	27.6	26.9	27.6	28.6	27.4	27.6	26.7	27.4	27.3	26.0	26.9	27.4
Remesas de los Trabajadores (USD mM)	4.5	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	4.8	5.0

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.

Colombia. Estados financieros*

	Oct-09 (a)	Sep-09	Oct-08 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	199.741	195.707	179.698	7,7%
Disponible	13.379	14.721	12.773	1,5%
Inversiones	44.375	42.303	30.435	41,3%
Cartera Neta	120.923	133.532	129.996	-9,9%
Consumo Bruta	34.820	34.567	34.699	-2,8%
Comercial Bruta	78.999	78.802	77.473	-1,2%
Vivienda Bruta	10.433	10.133	10.014	0,9%
Microcrédito Bruta	3.537	3.467	2.251	52,2%
Provisiones**	6.695	6.562	5.560	16,7%
Consumo	2.714	2.663	2.363	11,3%
Comercial	3.488	3.408	2.832	19,3%
Vivienda	335	340	280	16,0%
Microcrédito	157	152	86	77,4%
Otros	21.064	5.152	6.493	214,3%
Pasivo	174.419	170.769	159.773	5,8%
Depósitos y Exigibilidades	137.915	134.218	125.118	6,8%
Cuentas de Ahorro	66.419	63.261	58.084	10,8%
CDT	43.792	44.429	42.489	-0,1%
Cuentas Corrientes	23.137	22.004	20.364	10,1%
Otros	4.567	4.523	4.181	5,9%
Otros pasivos	36.503	36.551	34.655	2,1%
Patrimonio	25.322	24.938	19.924	23,1%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	3.810	3.514	3.596	2,7%
Ingresos por intereses	16.030	13.801	14.587	6,5%
Gastos por intereses	6.944	4.766	5.111	31,6%
Margen neto de Intereses	9.077	8.204	8.488	3,6%
Ingresos netos diferentes de Intereses	6.550	5.883	6.670	-4,8%
Margen Financiero Bruto	15.628	14.087	15.158	-0,1%
Costos Administrativos	6.852	6.164	7.155	-7,2%
Provisiones Netas de Recuperación	2.717	2.425	2.366	11,2%
Margen Operacional	6.059	10.348	10.369	-43,4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	4,31	4,29	3,84	0,47
Consumo	7,38	7,34	7,26	0,12
Comercial	2,84	2,82	2,20	0,64
Vivienda	4,57	4,61	3,99	0,57
Microcrédito	6,28	6,22	7,02	-0,74
Cubrimiento	124,56	120,57	116,33	8,23
Consumo	105,67	104,89	93,84	11,83
Comercial	155,41	153,42	166,19	-10,78
Vivienda	70,31	72,69	70,01	0,30
Microcrédito	70,62	70,42	54,26	16,37
ROA	2,26%	2,27%	2,51%	-0,2%
ROE	19,06%	19,36%	22,41%	-3,3%
Solvencia	N.D.	15,10%	13,02%	N.D.

1/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida / Cartera Bruta.

*Datos mensuales a Octubre de 2009 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuente y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones.