



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 26 de Marzo de 2010

El 26 de Marzo de 2010 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, Oscar Iván Zuluaga, el Gerente General, José Darío Uribe y los directores de dedicación exclusiva, Carlos Gustavo Cano, Juan José Echavarría, Fernando Tenjo, César Vallejo y Juan Pablo Zárate, 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 febrero se situó en 2,09%, 1 pb menos que en enero. La inflación mensual fue de 0,83% y todos los indicadores de inflación anual básica disminuyeron.

La variación anual de los precios de los alimentos pasó de -0,5% en enero a -0,1% en febrero, pero estuvo por debajo de las proyecciones del equipo técnico.

En lo corrido del año, los precios de los alimentos perecederos han tenido alzas como consecuencia del fenómeno del Niño. Sin embargo, otros componentes de la canasta han disminuido por los siguientes factores: (i) caída en el precio de la carne por la debilidad de la demanda interna y el cierre de las exportaciones hacia el mercado venezolano, (ii) ajustes moderados en los precios de las comidas fuera del hogar, también por la debilidad de la demanda interna y el ajuste moderado en el salario mínimo y (iii) estabilidad en los precios de los alimentos importados.

El incremento anual de precios de los bienes regulados pasó de 3,9% en enero a 4,2% en febrero, debido a aumentos autorizados por el Gobierno en los precios de la gasolina y el ACPM.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados cayó de 4,4% en enero a 3,9% en febrero, consolidándose la tendencia decreciente que se observa desde septiembre del año pasado.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados cayó de 1,2% en enero a 1% en febrero, determinado, en parte, por la apreciación del peso frente al dólar acumulada en los últimos meses.

Con datos preliminares para marzo, las expectativas de inflación derivadas de las negociaciones de deuda pública para 1, 5 y 10 años disminuyeron, situándose en 3,87%, 4,71% y 4,46%, con caídas de 39 pb, 18 pb y 60 pb, respectivamente.

Las expectativas de inflación de la encuesta mensual realizada por el Banco de la República a comienzos de marzo disminuyeron y se ubican dentro del rango meta de largo plazo fijado por la Junta Directiva.

La variación anual de los precios al productor (IPP) fue de -0,4%, frente a 0,5% del mes pasado.

b. Crecimiento

El DANE dio a conocer el crecimiento anual del PIB del cuarto trimestre del año pasado y de todo 2009. La economía colombiana creció 0,4% en todo 2009 y 2,5% anual el cuarto trimestre, resultados superiores a los previstos por las proyecciones del equipo técnico. Comparado con el PIB del tercer trimestre, el del cuarto registró un aumento de 1,1% (4,7% trimestral anualizado). De esta manera, los niveles del PIB aumentaron en los cuatro trimestres del año y la única caída en niveles se presentó en el cuarto trimestre de 2008.

Por el lado de la demanda, el crecimiento del PIB en 2009 estuvo impulsado por la inversión en obras civiles, el consumo público y, en menor medida, por el consumo de los hogares. El consumo privado presentó caídas anuales leves en el primer semestre del año pero mostró una recuperación en

la segunda mitad del año, superando en el cuarto trimestre el nivel máximo observado en 2008.

Las exportaciones netas contribuyeron también positivamente al crecimiento anual del PIB para todo 2009, debido a que la fuerte caída de las importaciones compensó el descenso observado en las ventas externas.

Finalmente, la inversión diferente de obras civiles mostró en 2009 una fuerte caída anual. La contracción en este tipo de gasto estuvo asociada con la menor inversión en maquinaria y equipo del sector industrial.

Por ramas de actividad económica, los sectores que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB tanto en todo 2009 como en el cuarto trimestre, fueron las obras civiles, la minería y el sector financiero. Las obras civiles registraron un crecimiento anual por encima de 40% en el segundo semestre. El sector minero estuvo impulsado por el PIB petrolero, que mantuvo una permanente expansión a lo largo de todo el año, creciendo siempre a tasas anuales superiores al 10%.

Los sectores con mayores caídas en 2009 fueron la construcción de edificaciones y la industria. Para el primer sector, las cifras del cuarto trimestre aún no arrojan señales claras de reactivación. En el caso del PIB industrial, sin embargo, se observó una ligera recuperación en sus niveles durante el segundo semestre del año. Otro sector que también registró contracciones durante todo 2009 fue el transporte, mientras que el comercio solo tuvo un crecimiento anual débil en el cuarto trimestre del año.

Los indicadores disponibles de actividad económica para enero y febrero de 2010, en especial el de las ventas al por menor y el de la demanda por energía, dan indicios de que la recuperación del primer trimestre podría ser más rápida que la anticipada. En adición a ello, las expectativas de los empresarios (tanto industriales como comerciantes) sobre el desempeño de la economía en los próximos meses se mantienen en niveles relativamente altos.

Algunos indicadores relevantes son los siguientes:

- En enero la variación anual del índice de producción industrial fue de 1,6%, registro mayor que el proyectado por el equipo técnico.

- La encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo muestra que los industriales mantienen unas altas expectativas para la producción de los siguientes tres meses.
- La percepción positiva de la situación económica actual y a 6 meses por parte de los comerciantes en enero siguió aumentando, de acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo.
- Los indicadores de Fenalco con información a febrero revelan un repunte de las ventas del sector, aunque todavía en niveles bajos.
- La demanda de energía total (regulada y no regulada excluidas las exportaciones) creció en febrero 5,6% en términos anuales, el mejor comportamiento desde febrero de 2008.
- La cantidad de pasajeros en vuelos nacionales en enero se mantuvo muy dinámica (creciendo más del 30% anual), mientras que el transporte aéreo de carga se recuperó frente a lo observado en diciembre.
- El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo, con datos a febrero, muestra que la confianza de los agentes creció por segundo mes consecutivo, aunque aún se ubica en niveles relativamente bajos.
- Las ventas al por menor mostraron un importante crecimiento anual en el mes de enero (8,8%), jalonado principalmente por las ventas de automóviles, que presentaron un crecimiento anual de 30,6%. De acuerdo con la información del Comité Automotor Colombiano, dichas ventas habrían crecido en febrero a una tasa también alta (10%) y
- Las importaciones de bienes de capital en pesos constantes continuaron mostrando crecimientos negativos en enero.

En enero de 2010, las exportaciones totales en dólares ascendieron a US\$ 2.913 millones (m) con un crecimiento de 15,3% anual. Dicho crecimiento se explica principalmente por las mayores ventas a Estados Unidos (80%) y Asia (112%). En valores, los sectores minero y agropecuario exhibieron crecimientos anuales de 45,8% y 23,8%, respectivamente. Las exportaciones industriales registraron una reducción de 9,1%. Al excluir de las exportaciones industriales el café, el ferroníquel, el oro y los derivados del petróleo, se observa una reducción en el valor en dólares de 21,6% anual. Por

su parte, los volúmenes de todos los sectores mostraron una reducción (-13,7%).

La recuperación de las exportaciones totales durante el mes de enero, con respecto al mismo mes de 2009, se dio, principalmente, por las ventas de crudo y derivados a los mercados de Estados Unidos y Asia. Así mismo, se observó un aumento importante de las exportaciones industriales (sin café, derivados del crudo, oro y ferroníquel) con destino a los Estados Unidos de 28% anual, el cual se originó, principalmente, en las ventas de alimentos y bebidas. Por su parte, las exportaciones en enero a Venezuela cayeron 77% en términos anuales, destacándose los productos de origen industrial (-68%) y agropecuario (-100%)

En enero de 2010, las importaciones (CIF) ascendieron a US\$ 2.697 m, disminuyendo 3,1% en términos anuales. Dicha reducción se origina en la contracción de las importaciones de bienes de capital (-17,8% anual). En volúmenes, las importaciones aumentaron en 24,6% anual debido al comportamiento registrado por las cantidades de bienes intermedios (39,1%).

En el trimestre móvil terminado en enero, la tasa de desempleo (TD) nacional se ubicó en 12,3% y la de 13 áreas en 13,2%. Corrigiendo por estacionalidad, la TD se redujo levemente en ambos dominios frente a diciembre de 2009, lo que sugiere que este indicador habría dejado de deteriorarse por primera vez desde finales de 2007.

c. Contexto externo

La información disponible muestra que la economía de los EE.UU. creció en el cuarto trimestre 5,9% (trimestral anualizado) y que habría continuado expandiéndose a comienzos de 2010. La producción industrial y las ventas al por menor en ese país siguieron aumentando en enero y febrero, así como el crédito de consumo que presentó en enero un repunte después de 20 meses de caídas continuas. En contraste, los países europeos parecen mostrar un estancamiento en su crecimiento.

La economía venezolana se contrajo 5,8% en el cuarto trimestre y durante todo el año decreció 3,3%. Para 2010 los analistas esperan un crecimiento negativo de -0,4%, lo que junto con las restricciones comerciales mantendría las ventas de productos colombianos hacia ese país en niveles muy bajos.

El crecimiento en los países desarrollados y emergentes y, en particular, el acelerado crecimiento de las economías de China e India, siguen sosteniendo los precios de los productos básicos en niveles relativamente altos. Si este impulso en la demanda mundial continúa como se espera, los precios tenderían a conservar los actuales niveles. Por su parte, los indicadores de actividad económica de Brasil, Chile y Perú mostraron una tendencia ascendente en el cuarto trimestre del año pasado y en lo corrido de 2010.

En este entorno, la inflación total se ha incrementado en la mayoría de economías desarrolladas por el efecto de los energéticos. Sin embargo, esto no parece obedecer a una tendencia de largo plazo pues la inflación básica se mantiene baja (excepto en Reino Unido), e incluso ha disminuido.

Los mercados siguen exhibiendo nerviosismo en torno a la deuda soberana de Europa, en particular de Portugal y Grecia. Por esta razón, el euro continuó debilitándose frente al dólar. Los problemas de la deuda pública en Europa han tenido un impacto relativamente leve en las economías emergentes incluida América Latina. Aunque las primas de riesgo para la región habían aumentado un poco en febrero, esto se revirtió en lo corrido de marzo. Las monedas de la región se apreciaron frente al dólar, excepto por el peso chileno.

d. Variables financieras

En los últimos dos meses, las variaciones anuales de los pasivos sujetos a encaje (PSE) y del M3 han permanecido relativamente estables. Durante las últimas 13 semanas, el crecimiento anual de dichos agregados se ubicó en 7,8% y 7,4%, respectivamente. Para febrero de 2010, el crecimiento real de M3 se situó en 4,2%, similar al registrado en enero del mismo año.

El crédito total en M/N creció a una tasa anual nominal de 6,0% a comienzos de marzo, ligeramente mayor que el de un mes atrás (5,5%). Aunque la cartera destinada al consumo sigue aumentando poco (3,4% nominal a comienzos de marzo), se presentó un repunte frente al crecimiento observado el mes anterior (2,3%) como resultado del fortalecimiento de los desembolsos (26,1% anual). En la cartera hipotecaria ajustada, el crecimiento del saldo es mucho más alto (16,7%) y los desembolsos se expanden al 54%. Por su parte, la cartera comercial creció 4,7% frente a 4,5% observado un mes atrás.

Al agregar el crédito comercial y la colocación de bonos (\$445 mm), el saldo resultante a febrero es de \$100.7 b, con un incremento en lo corrido del año de 1,3% y anual de 8,2%. En marzo ya se realizaron colocaciones de bonos por \$234 mm.

Durante comienzos de marzo, las tasas interbancarias (TIB e IBR) han continuado acercándose a la tasa de política. A partir de marzo 16 se ubicaron en promedio 5 pb por debajo de este indicador. Con datos mensuales a febrero, las tasas nominales activas han registrado disminuciones moderadas con respecto a enero, mientras que las pasivas se mantuvieron estables. En términos reales, todas las tasas de interés promedio de febrero aumentaron, con excepción de las de tesorería y consumo.

Los títulos de deuda pública de mediano y largo plazo, se valorizaron -22pb y -36 pb, respectivamente, en las últimas cuatro semanas terminadas el 16 de marzo.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: (i) el resultado de la inflación a febrero, que fue menor que la proyectada por el equipo técnico del Banco de la República y por el mercado, en un buen número de las subcanastas que conforman el índice de precios al consumidor; (ii) la caída en los indicadores de inflación básica luego del aumento presentado en enero; (iii) el efecto transitorio que podría tener sobre el crecimiento de los precios el fenómeno del Niño; (iv) el resultado del crecimiento para todo el 2009 y en el último trimestre, superior a lo proyectado por el equipo técnico; (v) los indicadores disponibles de actividad económica para enero y febrero de 2010, en especial el de las ventas al por menor y el de la demanda por energía, que sugieren una recuperación del primer trimestre más rápida que la anticipada; (vi) las expectativas de los industriales y los comerciantes sobre el desempeño de la economía para los próximos meses, que se mantienen en niveles altos; (vii) el crecimiento de los agregados monetarios, que se situó entre el 7% y el 8%; (viii) la cartera del sistema financiero en moneda legal que sigue creciendo por encima del PIB nominal; (ix) el comportamiento de las tasas de interés del mercado en respuesta a la baja en la tasa de referencia del Banco; (x) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento del producto de los sectores

transables; y (x) las tasas de interés de los títulos de deuda pública, que mostraron una caída en los tramos medio y largo.

Los principales puntos de análisis entre los miembros de la Junta se centraron en los siguientes aspectos: (i) los elementos que afectan las proyecciones de inflación para 2010, en especial un eventual repunte transitorio en los precios de los regulados y de los alimentos debido al fenómeno climático del Niño; (ii) el efecto rezagado de las medidas de política monetaria sobre la producción y los precios; (iii) las proyecciones de crecimiento de la economía para 2010 que sugieren una recuperación más rápida de lo previsto; (iv) el mal desempeño de las exportaciones a Venezuela frente a las del 2009; (v) el comportamiento de los agregados monetarios y sus posibles efectos en la reactivación económica; (vi) la dinámica reciente en la cartera del sistema financiero; (vii) la caída en las expectativas de inflación; (viii) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto de una economía que muestra todavía una dinámica débil y una inflación que se ubica dentro del rango de largo plazo fijado por la Junta Directiva; y (ix) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria y anclar las expectativas de inflación alrededor de la meta de largo plazo.

La Junta Directiva destacó lo siguiente sobre el comportamiento de la inflación durante el mes: (i) la inflación anual al consumidor en febrero fue de 2,09%, inferior en 1 punto básico al resultado de enero, siendo mejor a la esperada por el mercado y los estudios técnicos del Banco de la República. (ii) Los indicadores de inflación básica disminuyeron, situándose dentro del rango meta de inflación fijado por la Junta (entre 2% y 4%) y; (iii) las proyecciones de inflación del Banco incorporan aumentos transitorios en los precios de algunos alimentos como consecuencia del fenómeno del Niño, aumentos que se espera se reviertan en el segundo semestre del año.

La economía de los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, mostró en lo corrido del año incrementos en la producción industrial y en las ventas al por menor, mientras que China e India siguen con un crecimiento acelerado que ha permitido que los precios de los productos básicos se ubiquen en niveles altos. Los países de América Latina, por su parte, muestran una recuperación en su crecimiento.

El DANE informó que el aumento anual del PIB para el 2009 fue de 0,4% y el del cuarto trimestre de 2,5% anual. Estos resultados confirman la solidez de la economía colombiana para enfrentar choques externos.

Los indicadores disponibles de actividad económica para lo corrido del año, en especial el de las ventas al por menor y de demanda de energía, también sugieren una mayor dinámica de la economía. Esto se corrobora con los resultados de las expectativas de los empresarios que se mantienen en niveles relativamente altos. Todo lo anterior indica que la economía se encuentra en una senda de franca recuperación.

La Junta Directiva considera que la política monetaria expansiva ha permitido una disminución persistente de las tasas de interés de captación y colocación y que el actual nivel de la tasa de referencia continúa estimulando el crecimiento económico en un ambiente caracterizado por un sistema financiero saludable. En consecuencia, se acordó mantener inalterada la tasa de intervención del Banco en los niveles actuales.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva acordó mantener inalterada la tasa de intervención del Banco de la República en 3,5%.

Bogotá DC, abril 09 de 2010.