



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 29 de Enero de 2010

El 29 de Enero 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 diciembre se situó en 2%, con una disminución de 37 pb respecto al mes de noviembre. Por su parte, la inflación mensual (0,08%) fue positiva por primera vez en tres meses. Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos descendió de 0,7% en noviembre a -0,3% en diciembre.

El incremento anual de precios de los bienes regulados pasó de 1,5% en noviembre a 2,6% en diciembre, debido a aumentos en los servicios públicos.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados bajó de 4,5% en noviembre a 4,4% en diciembre. Se destaca la variación anual de los arriendos que pasó de 4,2% a 3,9% en el mes. La de los de alta indexación se mantuvo en 6,8%, mientras que la de los menos indexados pasó de 3,8% en noviembre a 3,7% en diciembre.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados cayó de 1,9% en noviembre a 1,4% en diciembre.

Las expectativas de inflación derivadas de las negociaciones de deuda pública para 1, 5 y 10 años, se ubicaron en 3,07%, 4,17% y 4,47%, respectivamente, con variaciones de 111 pb, 69 pb y 33 pb frente a los datos promedio de diciembre.

La variación anual de los precios al productor (IPP) fue de -2,2% frente a -3,9% del mes pasado.

b. Crecimiento

A finales de diciembre, el DANE dio a conocer el crecimiento anual del PIB de -0,2% para el tercer trimestre del año pasado. Comparado con el del segundo trimestre, el PIB del tercero aumentó 0,2%, completando tres períodos sucesivos de expansión lenta del PIB en términos trimestrales.

En variaciones anuales, la contracción del PIB en el tercer trimestre de 2009 estuvo asociada con la caída en la inversión. El DANE registró un descenso en la formación bruta de capital, que se explica por una fuerte disminución de la inversión diferente a obras civiles. El otro componente de la demanda interna, el consumo (público más privado) contribuyó positivamente a la variación anual del PIB en este periodo. En el consumo privado específicamente, el crecimiento anual fue nulo, lo que sin embargo implica una mejora frente a las caídas de los dos trimestres anteriores y, en niveles, resulta ligeramente superior al de estos. En cuanto al consumo del gobierno, en el tercer trimestre se registró el mayor crecimiento anual en lo corrido del año.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones disminuyeron en términos anuales debido a menores ventas de café por la caída en su producción y a las exportaciones a Venezuela, lo que se sumó a la contracción de la demanda externa por cuenta de la crisis internacional. Por otro lado, las importaciones volvieron a caer más que las exportaciones, esto hizo que la demanda externa realizara un aporte positivo al crecimiento anual del PIB.

Por ramas de actividad económica, los sectores que explicaron la caída anual del PIB fueron, en su orden: industria, comercio, construcción de

edificaciones y transporte. Los sectores que más contribuyeron de manera positiva a la variación anual del PIB del tercer trimestre fueron construcción de obras civiles y minería.

Para el cuarto trimestre de 2009, la mayoría de los indicadores disponibles muestran una expansión de la actividad económica en términos de crecimientos anuales.

- La variación anual a noviembre del índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café publicada por el DANE fue de 2,0%, el mejor registro para un crecimiento anual de un mes desde abril de 2008.

- En los últimos tres meses a noviembre, se observaron signos de reactivación en cerca de la mitad de ramas industriales, dentro de las que se encuentran sustancias químicas, muebles, tabaco y productos metálicos. Sin embargo, otras ramas como prendas de vestir, papel, derivados del petróleo, vidrio, cemento y aparatos eléctricos entre otros, siguieron sin mostrar señales de recuperación. Algunas de estas industrias estarían siendo afectadas por las restricciones comerciales de Venezuela.

- La demanda total de energía (regulada y no regulada) creció a una tasa anual de 3,4% en diciembre y de 2,6% en todo el último trimestre, siendo el registro más alto desde finales de 2007.

- El Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo (ICC) con datos trimestralizados aumentó en el cuarto trimestre, a pesar de la caída que se observó en el dato mensual de diciembre.

- Las ventas al por menor en noviembre crecieron 2,0% en términos anuales. En niveles, las ventas desestacionalizadas mostraron un aumento frente a meses anteriores, con excepción de alimentos y bebidas

- A diferencia del consumo, la inversión (por lo menos la que no incluye obras civiles ni construcción de edificaciones) mantuvo crecimientos estables a finales de 2009.

De acuerdo con la balanza de pagos observada al tercer trimestre de 2009, el déficit en cuenta corriente fue de US\$3.456 millones (m) (2,1% del PIB), menor en US\$737 m al déficit registrado en el mismo período de 2008.

Dicha reducción se originó por una caída mayor en los egresos corrientes (-US\$7.019 m) que la de los ingresos corrientes (-US\$6.282 m).

Dicho déficit se financió con entradas de capital por US\$ 4.894 m (3 % del PIB), que provinieron principalmente de recursos del sector público (incluido Ecopetrol) por US\$ 6.165 m. El superávit de la cuenta de capital y financiera es menor en US\$ 2.166 m que el registrado durante el mismo período de 2008, lo cual se explica por una disminución en los flujos netos de capital por inversión extranjera directa (-US\$ 2.410 m), mayores pagos de deuda y constitución de inversiones de colombianos en el exterior.

En noviembre de 2009, las exportaciones totales en dólares presentaron un crecimiento de 25,9% anual, principalmente por un aumento de 61,6% en las exportaciones con destino a Estados Unidos. Dicho comportamiento se debe en gran parte a un efecto base, dado el bajo nivel alcanzado por las exportaciones en el mes de noviembre de 2008 (un poco más de US\$ 2.000 millones). Por su parte, en el mismo mes, las exportaciones mensuales a Venezuela cayeron 71,5% en términos anuales.

Aunque entre enero y noviembre de 2009 las exportaciones totales en dólares cayeron 14,4% anual, los niveles son superiores a los del mismo período de 2007 (US\$29.660 m en 2009 vs US\$ 26.815 m en 2007). Durante este período, la caída acumulada de las ventas externas a Estados Unidos fue 12,7%, a Venezuela 28,2% y a Ecuador 17%. En valores todos los sectores exhibieron caídas (industrial -21%, minero -7,2% y agropecuario -1,6%), en tanto que en volúmenes sólo el sector industrial mostró una reducción (-19,4%).

En lo corrido del año al mes de noviembre de 2009, las importaciones (CIF) ascendieron a US\$ 29.836 m, disminuyendo 18,5% en términos anuales. La importación de bienes intermedios se redujo en -27,6%, las de bienes de consumo -12,5% y de capital -10,2%. En volúmenes las importaciones totales también disminuyeron 7,6% en el acumulado a noviembre. A nivel mensual, en noviembre de 2009 el valor de las importaciones fue inferior con respecto al registrado en el mismo período del año anterior (-14,2%), principalmente por una caída de las importaciones de bienes de capital de 21,6%.

La gran encuesta integrada de hogares (GEIH) muestra un aumento del empleo para el trimestre móvil septiembre - noviembre de 2009 de 4,3% anual en las 13 principales áreas urbanas. Al analizar las series desestacionalizadas

se observa un aumento en los niveles de ocupación en la segunda mitad de 2009 frente al primer semestre. Sin embargo, este aumento se concentró en los trabajadores no asalariados toda vez que el empleo asalariado se mantuvo estancado a lo largo del año.

c. Contexto externo

Durante el cuarto trimestre de 2009, la economía mundial continuó recuperándose gracias al dinamismo de los países del Asia. Esta reactivación se reflejó desde mediados de año en un crecimiento del comercio internacional, que alcanzó en algunos países niveles similares a los de 2007. Los principales analistas consideran que la economía mundial en el 2010 seguirá siendo liderada por Asia, lo que favorecerá los términos de intercambio en Colombia y otros países de la región. Pese a ello, los riesgos en las economías desarrolladas siguen siendo altos, por lo que todavía se espera una recuperación lenta en 2010. Por esta razón, los pronósticos de crecimiento solo se aumentaron levemente, en especial para EEUU.

En materia de precios, si bien la inflación anual aumentó en los últimos meses en los países industrializados, esto se explica por efectos de una menor base en la segunda mitad de 2008 (por la caída en los precios de la energía). Sin embargo, la inflación básica se ha mantenido estable y en algunos casos ha disminuido. En vista de ello y del débil crecimiento previsto, no se esperan presiones inflacionarias importantes durante los próximos trimestres: los analistas proyectan una inflación para EEUU de 2,1% en 2010 y de 2% en 2011

En cuanto a las economías emergentes, la recuperación económica ha sido liderada por los países del Asia, en particular China e India. China reportó un crecimiento anual de 10,7% en el cuarto trimestre, con lo cual dicha economía creció 8,7% en 2009. Respecto a América Latina, algunos países como Brasil y Chile muestran claros signos de recuperación y en el tercer trimestre, varios países de la región alcanzaron los niveles de PIB de 2008.

Durante el último trimestre de 2009 la mayoría de monedas de la región se apreciaron. Sin embargo en las últimas cuatro semanas terminadas el 25 de enero el comportamiento fue mixto: mientras que Brasil y Chile se han depreciado, Colombia y Perú han reportado apreciaciones. Adicionalmente, en Venezuela el gobierno decretó una importante devaluación del bolívar. Las

primas de riesgo han permanecido estables y se ubican en niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers

d. Variables financieras

El M3 pasó de crecer 16,4% anual en julio de 2009 a 10,3% en septiembre del mismo año y a 7,3% en enero 15 de 2010. El comportamiento de los Pasivos Sujetos a Encaje –PSE-, especialmente de los CDT, explica la mayor parte de la desaceleración de M3. No obstante lo anterior, el M3 continúa aumentando más que la actividad económica y la relación M3/ PIB se encuentra en el nivel máximo calculado desde diciembre de 1989.

En el mercado del crédito, tanto en los datos como en las expectativas sobre la evolución de la cartera bruta total se observan señales de estabilización. En algunas modalidades como la cartera hipotecaria y la de consumo, se registran signos de recuperación. En el caso de la cartera comercial, su desaceleración ha sido compensada por el incremento en la colocación de bonos emitidos por grandes empresas.

En septiembre de 2009 la cartera bruta total creció 8,1% anual, mientras que a diciembre y lo corrido de enero del presente año, lo hizo a un ritmo de 4,9% y 5,3%, respectivamente. Por modalidades, la más dinámica ha sido la hipotecaria que pasó de un crecimiento anual de 14,6% en septiembre a 18,3% anual en lo corrido de enero. En las mismas fechas el ritmo de aumento anual de la de consumo pasó de 0,6% a 1,5% y la comercial de 9,3% a 4%.

Parte de la desaceleración de la cartera comercial se explica por la emisión de bonos de las empresas. Al sumar bonos corporativos más cartera comercial su saldo se mantuvo estable en el último trimestre de 2009, con crecimientos nominales y reales de 5,3% y 2,9%, respectivamente.

Con respecto a la disponibilidad de crédito, la última encuesta trimestral realizada por el Banco de la República a empresarios, comerciantes, transportadores, analistas financieros, académicos y sindicatos, muestra que en su mayoría los agentes de la economía la perciben como alta, tendencia que ha sido creciente desde el primer trimestre de 2009. Por el lado de la oferta de crédito ganó terreno la preferencia hacia el otorgamiento de crédito, especialmente a las empresas que producen para el mercado interno y a las empresas con inversión extranjera. En la misma encuesta se observa que el sistema financiero está más dispuesto a atender las solicitudes de crédito y no

contempla aumentar los requerimientos de aprobación, con la posibilidad incluso de que los disminuyan.

En materia de tasas de interés, las del mercado interbancario a 1 día se acercaron a la tasa de referencia del Banco y las activas y pasivas continuaron descendiendo. Al 22 de enero, la DTF se situó en 4,10%, cuando cuatro y trece semanas atrás eran 4,14% y 4,45% respectivamente. En el caso de créditos comerciales, en enero 15 las tasas de interés de préstamos ordinarios fueron 10,56%, la de crédito preferencial 7,63%, y la de tesorería 7,12%. En su orden, estas cifras fueron menores en 4 pb, 15 pb y 2 pb a las de un mes atrás. En el trimestre y en el mismo orden, los descensos fueron de 60 pb, 57 pb y 67 pb. En los créditos a los hogares también se presentaron caídas en las tasas de interés. Para el consumo, los registros a octubre 16, diciembre 11 y enero 15 fueron 21,20%, 20,43% y 19,98%, respectivamente. En las mismas fechas para los créditos de vivienda las observaciones fueron 14,14%, 13,84% y 13,66%.

La curva de los TES entre el 21 de diciembre y el 26 de enero registró movimientos al alza de 63 pb, 91 pb y 34 pb en el tramo corto, medio y largo respectivamente.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: (i) el resultado de la inflación a fin de año y la caída en el ritmo de crecimiento de los precios durante el mes, que fue nuevamente generalizada; (ii) la disminución en los indicadores de inflación básica; (iii) el efecto transitorio que podría tener sobre el crecimiento de los precios el fenómeno del Niño; (iv) la mejora en el crecimiento de los indicadores de confianza de productores y consumidores; (v) el comportamiento del M3 y, en especial, de los pasivos sujetos a encaje; (vi) la cartera del sistema financiero en moneda legal que sigue creciendo por encima del PIB nominal; (vii) las emisiones de bonos que han complementado la financiación del sector real; (viii) el comportamiento de las tasas de interés del mercado en respuesta a la baja en la tasa de referencia del Banco; (ix) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento del producto de los sectores transables; y (x) el comportamiento de las tasas de interés de los títulos de deuda pública.

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; (iv) la fuerte caída que se presentó en los últimos meses de las exportaciones a Venezuela y en el producto de ese país; (v) el comportamiento de los agregados monetarios y sus posibles efectos en la reactivación económica; (vi) la dinámica reciente en la cartera comercial del sistema financiero; (vii) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto de desaceleración de la economía y caída de la inflación; y (viii) 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 cerró el año con un registro de 2%; (ii) los indicadores de inflación básica (aquella que excluye los precios de los productos más volátiles como los alimentos) continuaron cayendo, mientras que las expectativas de inflación a un año siguen en el rango meta fijado por la Junta, que coincide con el de largo plazo (entre 2% y 4%) y; (iii) durante el mes de diciembre se observó de nuevo una caída generalizada de los precios de los distintos rubros que componen la canasta, abarcando así una amplia variedad de bienes y servicios.

La economía mundial continuó recuperándose, en especial gracias al dinamismo de los países del Asia. Esta reactivación se refleja en un incremento del comercio internacional y de los precios de productos básicos, lo que ha llevado a que los pronósticos de crecimiento aumentaran para el 2010. Por su parte, las perspectivas de mediano y largo plazo para las economías de la región y de otros países emergentes siguen siendo favorables. No obstante, las proyecciones de crecimiento para Venezuela fueron revisadas nuevamente a la baja.

La información disponible muestra que los niveles trimestrales del PIB se siguen recuperando. A lo anterior se suman señales de recuperación de la demanda agregada como son: la mejoría en el indicador de confianza de los consumidores y de los sectores industriales vinculados con la construcción de

obras civiles, la estabilización de los indicadores de capacidad instalada y la recuperación de los niveles de importación de materias primas.

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 continúe 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, febrero 12 de 2010.