



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 23 de Julio de 2010

El 23 de Julio 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 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. El director César Vallejo no asistió por razón justificada. 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 se situó en 2,25%, 18 pb más que en mayo. La inflación mensual fue de 0,11% y los indicadores de inflación básica volvieron a descender.

La variación anual de los precios de los alimentos pasó de 1% en mayo a 1,5% en junio, debido básicamente al precio de los perecederos.

El incremento anual de precios de los bienes regulados pasó de 4,6% en mayo a 5,1% en junio. Esto como consecuencia de los ajustes que se hicieron en el precio de los combustibles.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados se redujo de 3,9% en mayo a 3,8% en junio.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados se mantuvo estable en -0,5% en junio.

Con datos preliminares para julio, las expectativas de inflación derivadas de las negociaciones de deuda pública para 1, 5 y 10 años se situaron en 1,44%, 3,85% y 4,31%, con variaciones de -3 pb, +21 pb y +23 pb respectivamente, frente al promedio del mes anterior.

Las expectativas de inflación de las encuestas trimestral y mensual realizadas por el Banco de la República a comienzos de junio siguen mostrando descensos y se ubican dentro del rango meta de largo plazo fijado por la Junta Directiva.

En junio, la inflación anual de los precios al productor (IPP) fue de 2,1% frente a un registro de 1,3% en mayo. El IPP aumentó principalmente por una caída en la base de comparación del año anterior.

b. Crecimiento

A finales de junio el DANE dio a conocer el crecimiento anual del PIB para el primer trimestre del año, calculado con un nuevo año base de referencia y modificaciones metodológicas importantes. El resultado fue 4,4%, mayor que lo previsto en la última proyección por parte del equipo técnico del Banco de la República (3,4%). Comparado con el del trimestre inmediatamente anterior, el PIB del primer trimestre aumentó 1,5%, cifra que corresponde a una tasa anualizada de 6,2%. De esta manera, se completaron cinco períodos sucesivos de expansión del PIB en términos trimestrales.

El consumo de los hogares fue el rubro de gasto que contribuyó en mayor medida al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2010. Este agregado completó cuatro trimestres con crecimientos anuales positivos, siendo la expansión del primer trimestre de 2010 (3,5%) superior a la del trimestre anterior.

La inversión en capital fijo fue el segundo rubro de gasto con mayor contribución al crecimiento. En los primeros tres meses del año este agregado aumentó a una tasa anual alta (8%) y estuvo impulsado por la construcción de obras civiles. Es importante destacar que con la nueva base 2005 la formación bruta de capital fijo se expandió durante todo el 2009.

Las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones), por su parte, presentaron una contribución negativa al crecimiento. Mientras las

importaciones aumentaron a una tasa anual positiva por primera vez desde el cuarto trimestre de 2008, las exportaciones siguieron contrayéndose en términos anuales, aunque a un ritmo menor que el observado el año pasado. La recuperación de las importaciones estuvo impulsada principalmente por la compra de bienes de consumo.

Por ramas de actividad económica, los sectores que explicaron el crecimiento anual del PIB fueron, en su orden, construcción (por obras civiles), minería, servicios, industria y comercio, todos con crecimientos anuales mayores a 3%. En el caso de los servicios se destaca el buen desempeño de los ofrecidos por el gobierno. El único sector que mostró una caída anual de su actividad económica fue la agricultura, hecho que obedeció a una contracción del PIB del sector pecuario y a que la producción cafetera siguió mostrando niveles bajos respecto al año anterior.

Para el segundo trimestre de 2010 la mayoría de los indicadores disponibles sugiere que la expansión anual de la actividad económica continuó a un ritmo más dinámico que el observado durante el primer trimestre del año. Algunos indicadores relevantes muestran lo siguiente:

- La Encuesta de Opinión al Consumidor de Fedesarrollo que mide el índice de confianza de los hogares, aumentó en abril, mayo y junio y se acercó este último mes a sus máximos niveles históricos. El Índice de Confianza del Consumidor durante lo corrido de 2010 ha estado impulsado principalmente por las mejores expectativas que tienen los hogares sobre el comportamiento futuro de la economía y, en menor medida, por una mejor percepción de las condiciones económicas actuales. El mejoramiento en la confianza de los consumidores va de la mano de una mayor disponibilidad para comprar bienes durables, vivienda y carro.
- Las ventas al por menor reportadas por el DANE crecieron durante los meses de abril y mayo, en términos reales a una tasa anual de 8% y 13,1%, respectivamente. La expansión de las ventas del comercio al por menor en mayo, sin tener en cuenta automóviles, fue de 7,9%.
- En mayo, la variación anual del índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café fue de 7,5%, inferior al del mes de abril (7,9%). A pesar de que en mayo el nivel del IPI desestacionalizado retrocedió levemente, la serie mantiene una tendencia ascendente sólida.

Con base en la información disponible, el equipo técnico realizó el pronóstico de crecimiento anual del PIB para el segundo trimestre del año. El resultado del ejercicio arroja un intervalo de pronóstico entre 4,3% y 5,5%, con 4,9% como cifra más probable. Para todo el 2010, el equipo técnico estima que el PIB crecería en un rango entre 3,5% y 5,5%, con un escenario más probable de 4,5%.

Las exportaciones totales en dólares del mes de mayo sumaron US\$3.510 millones, registrando un incremento de 28% con respecto al mismo mes del año anterior. Dicho comportamiento se explica por el aumento de las exportaciones del sector minero (42%) y del sector industrial (21%). En volúmenes, las ventas al exterior de dichos sectores también presentaron incrementos (31% y 13%, respectivamente). Por su parte, las exportaciones del sector industrial sin café, derivados del petróleo, ferroníquel y oro registraron en mayo niveles similares a los observados en el mismo mes de 2009, con un crecimiento anual de 1%.

Los principales productos de exportación (café, carbón, ferroníquel, petróleo y derivados), que representaron el 61% del total de las ventas externas en el mes de mayo, registraron en dicho período un crecimiento anual de 51% en valores y de 31% en volúmenes.

En mayo, las ventas a Venezuela del sector industrial sin principales productos (café, derivados del petróleo, ferroníquel y oro) se contrajeron en términos anuales 68%, mientras que a Ecuador, Estados Unidos y al resto de países aumentaron 42%, 27% y 57% anual, respectivamente. A pesar de que países como Estados Unidos, Brasil, Chile, China y Ecuador han venido ganando participación como destino de nuestras exportaciones industriales sin principales productos, en lo corrido de 2010 los niveles promedio mensuales de las ventas totales de estos productos (US\$867 m) siguen siendo inferiores a los registrados en el mismo período de 2007 (US\$947 m).

Las importaciones totales (CIF) del mes de mayo sumaron US\$3.184 millones, valor mayor en 30,1% al registrado en el mismo mes del año anterior. Dicho aumento se originó principalmente en las mayores compras de bienes de consumo (particularmente de bienes duraderos) y de bienes intermedios (específicamente combustibles y bienes para la industria). Por su parte, las importaciones de bienes de capital registraron durante el mes de mayo un aumento de 14,4% con respecto al mismo mes del año anterior, debido a las mayores compras de bienes para la industria (36,6%).

En el período marzo - mayo, la tasa de desempleo para el total nacional fue de 12%. En las 13 principales ciudades disminuyó, pasando de 12,9% en el mismo período de 2009 a 12,5% en 2010. Al analizar las series desestacionalizadas se observa que a lo largo del trimestre la tasa de desempleo se redujo frente a los niveles observados a finales de 2009 y a principios de 2010. Lo anterior fue posible gracias a una menor presión de la tasa global de participación, la cual ha dejado de expandirse al ritmo en que lo había hecho a finales de 2009.

c. Contexto externo

Durante el segundo trimestre, la economía mundial continuó creciendo, gracias al mejor comportamiento de las economías emergentes y de EEUU. Los países en desarrollo continúan liderando la reactivación de la demanda mundial, en particular por los asiáticos, aunque también en Latinoamérica se ha observado un repunte significativo.

Pese a este panorama favorable, la crisis de deuda pública en Europa ha generado temores sobre la sostenibilidad de la recuperación mundial y, en particular, la de los países desarrollados.

Adicionalmente, las economías desarrolladas siguen enfrentando problemas que pueden limitar su crecimiento en los próximos trimestres. Los más serios son la debilidad que exhibe el mercado laboral, el alto nivel de endeudamiento de los hogares y las restricciones al crédito bancario que permanecen vigentes.

En cuanto a las economías emergentes, un hecho sobresaliente en el último mes fue la leve desaceleración del PIB de China, que creció 10,3% en el segundo trimestre de 2010, luego del 11,9% observado en el trimestre anterior. Este fenómeno se atribuye al cambio en la postura de política económica adoptado en ese país hace unos meses para enfriar la economía. Pese a esto, se espera que el crecimiento de China y del resto de Asia seguirá siendo fuerte el resto del año.

En América Latina se observaron crecimientos dinámicos durante el primer trimestre. Sobresalen los casos de Brasil y Perú, con tasas anuales de 9% y 6%, respectivamente.

Por su parte, los precios de los productos básicos, aunque presentaron fuertes caídas por la turbulencia financiera, tendieron a recuperarse, manteniéndose en niveles históricamente altos. Para lo que resta del año y para 2011 no se esperan cambios sustanciales en sus niveles con lo cual los términos de intercambio para países exportadores de materias primas como Colombia seguirían siendo favorables.

En materia de inflación al consumidor, tanto la total como la básica permanecen en niveles bajos en la mayoría de países industrializados. Por ello y por la débil situación del crecimiento y del empleo, se espera que los bancos centrales de estas economías mantengan sus tasas de interés en niveles cercanos a cero durante 2010 con algunas notables excepciones como las de Canadá y Australia.

En América Latina, a excepción de Argentina y Venezuela, la inflación parece estar bajo control, en niveles relativamente bajos. Pese a ello, el fuerte crecimiento económico ha inducido ajustes de la política monetaria en varios países de la región.

En cuanto a las monedas, el dólar se ha fortalecido en lo corrido del año frente al Euro y la Libra, aunque en el caso de las divisas de las economías emergentes el comportamiento ha sido mixto. El peso colombiano, en particular, se ha apreciado en lo corrido del año alrededor de 8%. Finalmente, las primas de riesgo han permanecido estables o han decrecido levemente para las economías emergentes, especialmente para los países latinoamericanos

d. Variables financieras

En los últimos meses, el crecimiento anual del efectivo se ha acelerado. De acuerdo con los datos más recientes de comienzos de julio, su crecimiento se ubica en 11,5%, 6 puntos porcentuales más que lo registrado a comienzos del año.

Por su parte, M3 y los pasivos sujetos a encaje, que habían presentado tasas de crecimiento nominal relativamente estables, aumentaron su volatilidad como consecuencia del comportamiento de los depósitos fiduciarios, principalmente. En términos reales, la tasa promedio de crecimiento de M3 de junio fue 4,4%.

Con respecto al crédito, el crecimiento anual de la cartera en M/N nominal se recuperó frente a mayo. La cartera comercial detuvo su tendencia decreciente y las carteras hipotecaria y de consumo consolidaron su aceleración. Al 2 de julio, las tasas de crecimiento anual fueron 0,9%, 22,2% y 8,9% respectivamente. La cartera total en M/N creció 5,6%.

Durante el segundo semestre es posible que se presente un mejor desempeño del crédito de acuerdo con las encuestas realizadas al sector financiero por parte del Banco de la República, que capturan aspectos de oferta. De acuerdo con dichos resultados, las entidades de crédito muestran una mayor disposición a otorgar préstamos frente a lo que se observó a finales de 2009 y comienzos de 2010. Por el lado de la demanda, la encuesta de Fedesarrollo indica que los consumidores han aumentado la disposición para comprar inmuebles y bienes durables que requieren financiación.

Respecto de las tasas de interés, las interbancarias han permanecido ajustadas a la de política desde mediados de abril. Las reducciones de la tasa de interés de intervención del Banco de la República se siguieron transmitiendo a las tasas de mercado en junio. En el caso de la DTF, su nivel fue 3,5% en este último mes frente a 3,6% de mayo. Por el lado de las tasas activas, todas presentaron disminuciones en junio que oscilaron entre 9 pb (para consumo) y los 38 pb (para hipotecaria). En términos reales también se presentó una reducción, en particular en las de crédito hipotecario.

Con respecto al precio de los activos las acciones retomaron su tendencia a la valorización. También aumentaron de precio los títulos de deuda pública con plazo mayor a un año. El índice de precios de la vivienda usada se encuentra en niveles históricamente altos.

Entre el 18 de junio y el 21 de julio, las tasas de los títulos de deuda pública registraron variaciones negativas de 10pb, 51pb y 65pb en los tramos 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 junio que fue menor al esperado por el equipo técnico del Banco de la República; (ii) los indicadores de inflación básica que retomaron la senda descendente y se encuentran dentro del rango meta fijado

por la Junta; (iii) las expectativas de inflación que continuaron reduciéndose; (iv) la información del DANE sobre crecimiento del PIB en el primer trimestre que confirma una recuperación de la economía más rápida de la esperada; (v) las mejoras en las expectativas de los empresarios y consumidores; (vi) el crecimiento estable de los agregados monetarios ; (vii) el crecimiento de la cartera del sistema financiero en moneda legal en niveles similares al aumento estimado del PIB nominal para 2010; (viii) el comportamiento reciente de los precios de los activos; (ix) el comportamiento de las tasas de interés del mercado en respuesta a la reducción de 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; (xi) las tasas de interés de los títulos de deuda pública, que mostraron una caída en el mes y (xii) la recuperación de la economía mundial y la fuerte incertidumbre generada por la crisis de algunos países europeos.

Los principales puntos de análisis entre los miembros de la Junta se centraron en los siguientes aspectos: (i) las proyecciones de inflación para el 2010 y 2011 ; (ii) la reducción en la variación de los precios de los bienes transables debido a la apreciación del peso frente al dólar; (iii) el efecto rezagado de las medidas de política monetaria sobre la producción y los precios; (iv) las proyecciones de crecimiento de la economía para 2010 que sugieren una recuperación más rápida de lo previsto y que llevó al equipo técnico a aumentar su pronóstico para el año ; (v) la dinámica reciente en la cartera del sistema financiero y el alto nivel en los precios de los activos; (vi) la caída en las expectativas de inflación; (vii) el comportamiento reciente de los flujos de capital; (viii) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto de una economía recuperándose y una inflación que se sitúa en el rango meta de largo plazo y; (ix) la necesidad de mantener 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 junio fue de 2,25%, mayor que en abril (18 pb) pero por debajo de lo esperado por el equipo técnico del Banco de la República; (ii) la mayoría de los indicadores de inflación básica volvieron a caer y continúan en la parte baja del rango meta de inflación de largo plazo fijado por la Junta (3% más o menos 1%); (iii) las expectativas de inflación también siguieron disminuyendo; (iv) el resultado de la inflación en el último mes está en línea con las proyecciones realizadas por

el equipo técnico que muestran, con un alto grado de confianza, que la inflación se situará dentro del rango meta de largo plazo en 2010 y 2011.

La Junta destacó que la información recibida en las últimas semanas indica que la economía colombiana está creciendo a un mayor ritmo de lo esperado, sin generar presiones inflacionarias. El crecimiento de las exportaciones, impulsado por la recuperación de la dinámica de la economía global y mejores términos de intercambio; el aumento en la confianza de consumidores y productores; el dinamismo de varios indicadores líderes y la solidez del sistema financiero, confirman el fortalecimiento de la economía colombiana. Dado lo anterior, el equipo técnico del Banco de la República aumentó su pronóstico de crecimiento del PIB para 2010, señalando que este se ubicará dentro de un rango entre 3,5% y 5,5%, con un escenario más probable de 4,5%.

Durante el segundo trimestre, la economía mundial continuó creciendo debido al mejor comportamiento de las economías emergentes y de USA, destacándose una recuperación cada vez mayor de las economías de América Latina. Los mercados internacionales, por su parte, se estabilizaron luego de la crisis financiera en Europa. Todo lo anterior llevó a una disminución de las primas de riesgo y a la apreciación de varias monedas de la región, incluido el peso colombiano.

La Junta considera que la política monetaria expansiva adoptada, contribuye al crecimiento económico de corto plazo.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

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

Bogotá DC, agosto 6 de 2010