



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 19 de Diciembre de 2008

El 19 de Diciembre de 2008 se celebró 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, Juan Mario Laserna, Fernando Tenjo y Leonardo Villar, 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 noviembre se situó en 7,73%, disminuyendo 21 pb frente a octubre. La inflación acumulada en los once primeros meses del año asciende a 7,2% y en el último mes los distintos indicadores de inflación básica cayeron.

La inflación de no transables sin alimentos ni regulados se situó en 5,2% frente a 5,7% en octubre. Esta disminución se concentró en diversión, cultura y esparcimiento. Por su parte, la inflación de transables sin alimentos ni regulados se redujo de 2,3% en octubre a 2,2% en noviembre.

La inflación de alimentos disminuyó ligeramente, de 13,2% en octubre a 13% del mes anterior. La reducción se concentró en alimentos perecederos. Los cereales (en particular arroz), aceites y otros presentaron alzas en sus precios.

Los precios de los bienes regulados registraron en noviembre un crecimiento anual de 10,9%, destacándose el aumento de los precios de la energía eléctrica y el transporte público urbano.

Los diferentes indicadores de las expectativas de inflación medidas con los papeles de deuda pública (a 1, 5 y 10 años) disminuyeron, aunque se mantienen por encima de las metas fijadas por la Junta.

La variación anual de los precios al productor (IPP) disminuyó de 11,8% en octubre a 10,9% en noviembre.

b. Crecimiento interno

La mayoría de indicadores disponibles al tercer trimestre muestran que el crecimiento económico continuó desacelerándose. Por el lado de la demanda, sobresale una menor expansión de las exportaciones en pesos reales y un consumo débil de los hogares. Esto último se refleja en el poco crecimiento que muestran las importaciones de bienes de consumo en pesos y la desaceleración de las ventas al por menor a septiembre. La caída del indicador de consumo de Fedesarrollo en octubre y noviembre también anticipa un bajo comportamiento del gasto de consumo durante el cuarto trimestre.

Las importaciones de bienes intermedios y bienes de capital continúan mostrando un dinamismo importante, lo que permite prever un crecimiento todavía alto para la inversión en la segunda mitad del año. Este pronóstico es reforzado por la recuperación de 8,7% en las obras civiles para el tercer trimestre del año, según lo muestra el censo del DANE.

Por el lado de la oferta, la industria y el comercio tuvieron un desempeño menor al esperado. La industria se contrajo 3,3% en el tercer trimestre, en parte como resultado de los choques negativos de oferta (aumento de costos, huelgas en el sector azucarero y paro camionero, entre otros) pero también debido al estancamiento de la demanda externa, especialmente de Venezuela.

La contracción de la industria parecería estar acentuándose para el cuarto trimestre según la información más reciente del DANE, que reporta un crecimiento año corrido a octubre de -1,9% frente a -1,2% un mes atrás. Para el mes de octubre únicamente, las cifras del DANE muestran una contracción

de la producción industrial de 7,5% anual. Durante el cuarto trimestre se deterioraron marcadamente varios indicadores de expectativas de industriales y comerciantes.

En el mercado de trabajo, el empleo asalariado está cayendo, mientras que los llamados cuenta propia continúan creciendo.

c. Contexto externo

Pese a las intervenciones de los gobiernos y bancos centrales de las economías desarrolladas, no se ha logrado reestablecer el canal crediticio a nivel internacional. La crisis financiera en EEUU continúa y sus efectos sobre la actividad real muestran una contracción en ese país. La situación es similar en otras economías desarrolladas, con resultados de crecimiento que han sido más débiles de lo esperado.

En EEUU, la caída del precio de la vivienda y las acciones, junto con un endurecimiento de los mercados de crédito, están teniendo un gran impacto en el gasto de los consumidores. La producción industrial se está contrayendo a tasas de más de 5% y el sentimiento de los empresarios se ha desplomado. El deterioro económico se ha propagado al mercado laboral, en donde para noviembre las peticiones de seguro de desempleo aumentaron a 573 mil, dato que no se observaba desde 1983. Así, en lo corrido del año la destrucción de puestos de trabajo asciende a 1,9 millones, lo que ha elevado la tasa de desempleo en ese país a 6,7% en noviembre.

En Europa la crisis también se siente con gran intensidad, como lo sugiere el deterioro de los indicadores de confianza de los consumidores y de sentimiento de los empresarios. En China la producción industrial se ha debilitado más rápidamente de lo previsto y las exportaciones han comenzado a contraerse.

Ante esta situación las autoridades monetarias de las economías desarrolladas han continuado bajando sus tasas de referencia. En cuanto a las economías emergentes, las tasas de intervención se redujeron recientemente en varios países de Europa Oriental y en algunos países asiáticos. En los países latinoamericanos estas tasas se han mantenido inalteradas.

En EEUU, la política monetaria actual ya se enmarca dentro de un contexto de tasas de interés de 0% y posiblemente otros bancos centrales

lleguen a esta situación en el corto plazo. Cada vez se hace más evidente la efectividad de los instrumentos de política monetaria. Varios gobiernos han empezado a realizar programas fiscales.

Los efectos de la crisis internacional comienzan a sentirse en el crecimiento de algunos países de la región. Al mismo tiempo, la inflación ha continuado en ascenso, aunque se espera un alivio para el próximo año.

La mayoría de las monedas de la región, incluido el peso colombiano, se han apreciado en las últimas dos semanas.

d. Variables financieras

Los principales agregados monetarios moderaron su crecimiento. El M3 y los pasivos sujetos a encaje crecieron a tasas anuales de 14,4% y 15,5%, respectivamente, por debajo de lo observado en octubre.

En noviembre, el crédito del sistema financiero en moneda local aumentó 18,6% anual, similar a lo observado en octubre. La cartera de consumo creció 13,5% frente a un crecimiento de 15% el mes anterior. El crédito comercial se mantuvo estable y la cartera hipotecaria continuó expandiéndose a una tasa de 16%, tal y como lo viene haciendo desde hace varios meses.

Durante la última quincena de noviembre las tasas de interés activas nominales aumentaron. El incremento fue importante en el caso de los créditos de tesorería, preferencial y ordinario: 131 pb, 83 pb y 60 pb respectivamente. Las tasas pasivas, por el contrario, se mantuvieron relativamente estables.

Entre noviembre y comienzos de diciembre se presentaron reducciones importantes en las tasas de los TES, en particular las de los plazos más largos. Para los títulos con vencimiento en 2020 las caídas acumularon 224 pb en esas seis semanas.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: (i) el ritmo de crecimiento de los precios se mantiene por encima de las metas establecidas; (ii) los precios internacionales de los alimentos, las materias

primas y el petróleo siguen disminuyendo, lo cual podría tener un efecto importante en la inflación total dentro de unos meses, dependiendo del comportamiento de la tasa de cambio y de la política comercial, en especial de la importación de alimentos; (iii) la variación anual de los precios de los regulados sigue aumentando, dados los mecanismos de indexación incorporados en la determinación de las tarifas y de la inflación de no transables; (iv) la actividad económica continúa debilitándose; (v) los costos de producción de las empresas siguen siendo altos a pesar de la caída en el último mes del ritmo de crecimiento del IPP; (vi) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial y de nuestros principales mercados de exportación, en particular, de Venezuela y Ecuador; (vii) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables y (viii) el comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, que descendieron desde la reunión anterior pero continúan ubicándose por encima de las metas fijadas por la Junta.

Los principales puntos de discusión entre los miembros de la Junta se centraron en los siguientes aspectos: (i) el efecto de las medidas de política monetaria dado el rezago de las mismas; (ii) los elementos que afectan las proyecciones de inflación para 2009 y 2010; (iii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados que aunque disminuyó continúa siendo alto; (iv) el efecto que puede tener el comportamiento de corto plazo de la inflación sobre la formación de precios y salarios en el 2009; (v) las implicaciones sobre la inflación observada y sobre las expectativas de inflación que tiene la política actual de restricción a las importaciones de algunos productos agropecuarios, cuyo impacto sobre la canasta familiar es significativo; (vi) las proyecciones de déficit de la cuenta corriente; (vii) la incertidumbre generada por la crisis financiera mundial en los mercados internacionales y su incidencia en la economía colombiana; (viii) la estabilidad del mercado cambiario en las últimas semanas; (ix) la mejora presentada en las últimas semanas en el acceso de la región al financiamiento externo, la reducción de las tasas de interés de largo plazo y la dinámica de la cartera del sistema financiero; x) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto en el que se mantienen expectativas de inflación por encima de las metas y de desaceleración de la economía y xi) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria y anclar las expectativas de inflación.

Los miembros de la Junta resaltaron la bondad y eficacia de las decisiones de política monetaria adoptadas a partir de abril de 2006, dirigidas

a eliminar los excesos de demanda y del crecimiento del crédito, controlar las entradas de capital extranjero especulativo, fortalecer la posición de reservas internacionales y mitigar los efectos sobre las expectativas de inflación de los mayores precios internacionales de los productos básicos.

Destacaron que la economía mundial está experimentando una fuerte caída que se refleja en una contracción de la mayoría de las economías desarrolladas. Los países emergentes, si bien todavía muestran crecimientos positivos, también se están desacelerando. En la medida que la economía mundial crezca por debajo de su tendencia de largo plazo y los precios internacionales de los productos básicos caigan, la inflación mundial se reducirá significativamente en 2009. Si la tasa de cambio se mantiene estable y se sigue una apropiada política comercial, en especial en la importación de alimentos, es de esperar que esta menor inflación internacional se transmita relativamente pronto a los precios al consumidor en Colombia.

Resaltaron, igualmente, la caída de las tasas de interés de largo plazo y de las expectativas de inflación desde la última reunión de la junta directiva, así como la reducción de la tasa de cambio observada en las últimas semanas y una mejora en el acceso de los países emergentes a la financiación externa.

La nueva información disponible confirma el debilitamiento de la actividad productiva, en especial de la industria y el comercio. La confianza de las familias y de las empresas se ha visto afectada por factores internos y externos, con lo cual es de esperar un bajo crecimiento de la demanda interna. A esta situación se unen las dificultades de los principales socios comerciales y la caída en los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación. Un crecimiento más débil de la demanda y el producto reduce las presiones inflacionarias.

Conforme a lo anterior, la Junta Directiva de manera unánime decidió reducir en 50 pb su tasa de intervención. Con esta reducción se consolida un cambio en la postura de la política monetaria que se venía preparando desde hace varios meses. La posibilidad de seguir relajando la política monetaria en el 2009 dependerá críticamente del comportamiento esperado de la inflación y de las expectativas frente a las metas.

Finalmente, reiteraron su compromiso de suministrar la liquidez requerida por la economía para el final del año y la necesidad de continuar con el seguimiento a la situación financiera internacional con el fin de adoptar

oportunamente las medidas de política monetaria que sean necesarias para enfrentar los efectos de la misma.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva acordó, por unanimidad, reducir en 50 pb las tasas de interés de intervención del Banco de la República. De esta manera su tasa de intervención será de 9,50%

Bogotá D. C., enero 05 de 2009.