



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 19 de Junio de 2009

El 19 de Junio de 2009 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 mayo se situó en 4,77% cayendo por séptimo mes consecutivo. En los cinco primeros meses del año se acumuló una inflación de 2,3%, muy por debajo del mismo registro del año pasado (5,12%). Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos cayó de 7,9% en abril a 5,5% en mayo, principalmente por los precios de los alimentos perecederos que pasaron de un crecimiento anual del 14,5% en abril a 4% en mayo.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 7,6% en abril a 6,5% en mayo, debido al comportamiento de los combustibles y del gas domiciliario.

Igualmente, el de los bienes no transables sin alimentos ni regulados pasó de 4,9% en abril a 4,7% en mayo. Se destaca la reducción en el crecimiento anual de los rubros con “baja indexación”, en especial el de

servicios personales. La variación de los ítems con “alta indexación” (servicios financieros, médicos y educativos) también mostró una reducción pero se mantiene en niveles superiores al 7%. El rubro de arrendamientos, por su parte, completó tres meses de caídas consecutivas y se situó en 4,7%.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados pasó de 2,6% en abril a 2,8% en mayo.

Los indicadores de las expectativas de inflación medidas con los títulos de deuda pública aumentaron en las últimas semanas, en particular para los horizontes de 5 y 10 años. .

La variación anual de los precios al productor (IPP) disminuyó de 6,6% en abril a 5,3% en mayo.

b. Crecimiento

El DANE reveló un crecimiento anual de 19,4% en obras civiles para el primer trimestre de 2009. Se destaca la contribución que presentó el subsector de vías de aguas, puertos, represas y otras obras portuarias, que creció 54,6% respecto al mismo trimestre del año anterior, y el subsector de construcciones para la minería, cuya variación anual fue de 93,5%.

Por su parte, la información disponible muestra que aunque la debilidad de la actividad económica interna se mantiene, las expectativas de los empresarios y consumidores revelan signos de recuperación:

- Los datos del DANE para producción industrial a abril muestran un crecimiento de -14,5% para ese mes. La fuerte caída se debió, en parte, al menor número de días hábiles en abril de 2009 respecto al año anterior, por la presencia de Semana Santa.
- La Encuesta de Opinión Empresarial –EOE- de Fedesarrollo para la industria, muestra en abril un deterioro de los indicadores de pedidos e inventarios frente a los niveles del mes anterior.
- Las ventas al por menor en abril según el DANE cayeron 7,1% en términos anuales, caída similar a la observada en marzo, pero mayor a la del primer trimestre (-5,5%). En mayo, la información de Fenalco sobre comercio no sugiere quiebres importantes en estas tendencias.

- La producción de cemento año corrido a mayo registró una caída anual de 15,1%. Sin embargo, ésta fue menor que la registrada año corrido a abril (-16,6%). La producción de cemento puede estar relacionada tanto con la construcción nacional como con los pedidos del exterior
- La EOE de Fedesarrollo para la industria y comercio, en abril, muestra que los empresarios de estos sectores mejoraron sus expectativas de producción y ventas a tres meses, lo que ocasionó un quiebre de las tendencias decrecientes de dichas variables.
- El Indicador de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo presentó un importante incremento en mayo y se recuperó del muy bajo nivel alcanzado en abril.

La balanza comercial en el primer trimestre de 2009 fue deficitaria en USD11 m, en contraste con el superávit de USD342 m registrado un año atrás, debido a una caída de las exportaciones de 13,2% superior a la de las importaciones (-9,5%).

El descenso anual del valor exportado (USD1,144 m) en los primeros tres meses se explica principalmente por las menores ventas de petróleo y derivados al mercado de Estados Unidos. Las ventas a dicho mercado, que representan el 31% de las totales, cayeron 26,8%. Por su parte, las exportaciones con destino a Venezuela, que representan cerca del 20% de las totales, crecieron 4,1% debido a las mayores ventas de carne de bovino, combustible y calderas.

Entre enero y abril, las importaciones FOB totalizaron USD 10,058 m y disminuyeron anualmente 12,5%. En términos CIF, éstas sumaron USD 10,640 m y cayeron -13,3%. La disminución más importante en las compras totales se presentó en los bienes intermedios y materias primas adquiridos en Estados Unidos, en especial de productos mineros, químicos y farmacéuticos.

c. Contexto externo

Después del profundo deterioro de la economía mundial observado en los últimos meses, algunos indicadores del sentimiento de los hogares y las empresas muestran señales de mejoría. Así mismo, la fuerte reducción de los

inventarios observada en el PIB de EE.UU. sugiere un cambio en el comportamiento de la actividad económica para el segundo semestre.

En las economías emergentes, la recuperación de la producción industrial de China e India, al igual que algunos signos de reactivación de las exportaciones de otros países asiáticos, han incentivado las compras de bienes básicos y generado un mejor sentimiento en los mercados de capitales. Sin embargo, el deterioro de la actividad económica de la mayoría de países ha continuado. En América Latina, en particular, durante el primer trimestre de 2009 se observó una fuerte caída en México y una contracción menos fuerte en Brasil y Chile. Perú habría crecido, pero a una tasa muy inferior a la registrada el año anterior.

En la región, la caída de la demanda y los menores precios de los productos básicos frente a los niveles alcanzados un año antes han contribuido al descenso de la inflación. Esta reducción ha sido más notoria en los casos de Chile, Colombia y Perú. Esto a su vez, unido a las mejores expectativas de inflación, ha facilitado reducciones adicionales de tasas de interés por parte de los bancos centrales. No obstante, algunas tasas de mercado, especialmente las de consumo, aún no han reaccionado en línea con el estímulo monetario.

En los últimos tres meses las principales monedas de la región se han apreciado frente al dólar, y frente al euro están llegando a los niveles de un año atrás. Con esto se ha corregido la depreciación registrada entre enero y febrero. El fortalecimiento de las principales monedas latinoamericanas se ha dado en un contexto de un dólar debilitado frente a las otras referencias más duras y de una menor percepción de riesgo de los países emergentes.

d. Variables financieras

En mayo, el M3 y los pasivos sujetos a encaje (PSE) retomaron un ritmo de crecimiento de 16% anual después de la desaceleración transitoria que se observó en abril. La desaceleración y el posterior repunte estuvieron relacionados con la acumulación de depósitos de la Tesorería General de la Nación (TGN) en el Banco de la República en abril y su giro en mayo 15 para atender vencimiento de TES por \$4 billones. Para julio, se esperan nuevamente vencimientos de TES por \$6 billones.

La cartera en moneda nacional en mayo creció a un ritmo anual de 15%, similar al que se observó en los tres meses anteriores. Por tipo de crédito, se

mantuvo la desaceleración de la cartera de consumo, cuyo crecimiento nominal anual en el mes fue de 3,9%. Sin embargo, el saldo del crédito de consumo se estabilizó alrededor de \$39,4 billones desde el mes de marzo de este año. El menor crecimiento del crédito de consumo contrasta con un mayor dinamismo en el crédito comercial. La cartera comercial creció a una tasa cercana al 21% anual en mayo, observándose un dinamismo particularmente importante en los desembolsos de los créditos ordinario, preferencial y de tesorería.

En lo corrido del año hasta mayo, la cartera en moneda extranjera con intermediarios locales disminuyó en US\$1,087 m. Por su parte, el crédito externo directo hasta el mes de abril había aumentado US\$279 m.

La reducción de las tasas de interés del Banco de la República (500 pb) se ha transmitido de manera rápida al mercado interbancario, al de depósitos y al de crédito comercial, pero de una forma lenta en el caso del crédito dirigido a los hogares. Al finalizar mayo la tasa interbancaria (6,00%) y la IBR (6,04%) estaban en línea con la tasa de interés de referencia. De igual forma, desde el inicio de la reducción de la tasa de política (diciembre 19 de 2008) y hasta la última semana de mayo de 2009, la tasa DTF se redujo 408 pb y se situó en 6,11%. En las mismas fechas, el descenso también ha sido significativo en el caso de las tasas de crédito comercial ordinario (-443 pb), al pasar de 17,75% a 13,32%. En el mismo período, las tasas de interés de créditos de consumo y adquisición de vivienda se redujeron -134 pb y -159 pb y se situaron al finalizar mayo en 24,20% y 15,73%, respectivamente.

Al restarle a las tasas de interés de ahorro y crédito la inflación sin alimentos, los resultados también muestran una reducción importante. Entre diciembre pasado y mayo de 2009, las tasas de interés reales promedio DTF y activa (según metodología Banco de la República) disminuyeron 305 pb y 362 pb, respectivamente. En mayo éstas se situaron en 1,72% y 8,38%.

La tasa de interés de los TES de corto plazo se redujo a un ritmo similar que la tasa de interés de referencia. Las de los TES a plazos más largos han presentado un menor descenso. Entre diciembre 19 de 2008 y mayo 29 de 2009, la curva cero cupón de los TES registró un descenso de 395 pb, 228 pb y 162 pb, en el tramo de 1, 5 y 10 años, respectivamente.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: (i) el ritmo de crecimiento de los precios y su tendencia sostenida a la baja; (ii) la caída en la inflación de los alimentos y de los no transables sin alimentos ni regulados; (iii) los precios internacionales de los alimentos, las materias primas y el petróleo que podrían tener un efecto importante en la inflación total, dependiendo del comportamiento de la tasa de cambio y de la política comercial; (iv) la mejora en las expectativas a pesar de la debilidad de la actividad económica; (v) la cartera del sistema financiero en moneda legal creció impulsada por la cartera comercial y, en menor medida, por la hipotecaria; (vi) la rápida disminución de la mayoría de las tasas de interés del mercado en respuesta a la baja de la tasa de referencia del Banco; (vii) el crecimiento negativo de los Estados Unidos y el menor crecimiento de Venezuela, Ecuador y otros socios comerciales; (viii) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables; (ix) el comportamiento al alza de las tasas de interés de los títulos de deuda pública; y (x) el comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

Los principales puntos de discusión entre los miembros de la Junta se centraron en los siguientes aspectos: (i) los elementos que afectan las proyecciones de inflación para 2009 y 2010, incluyendo los mecanismos de indexación incorporados en algunos precios; (ii) el efecto rezagado de las medidas de política monetaria sobre la producción y los precios; (iii) la incertidumbre generada por la crisis financiera mundial en los mercados internacionales y su incidencia en la economía colombiana; (iv) el acceso de la región al financiamiento externo, los flujos de inversión directa y las causas de la baja dinámica de la cartera del sistema financiero; (v) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto de desaceleración de la economía y caída de la inflación; (vi) la pertinencia de continuar reduciendo la tasa de intervención ante la última información disponible; (vii) el reciente aumento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo; 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.

Los miembros de la Junta destacaron la caída de la inflación anual al consumidor (4,77%) por séptimo mes consecutivo. Este descenso se presentó nuevamente en los precios tanto de los alimentos como de los bienes no transables y los regulados. Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

El comportamiento de los precios ratifica que la debilidad de la demanda interna y externa, las expectativas de inflación y la caída en los precios de los productos básicos frente al nivel máximo alcanzado en 2008, se está reflejando en menores presiones inflacionarias. La Junta espera que la inflación anual caiga de manera apreciable en el mes de junio y termine el año por debajo del punto medio del rango meta (5%).

Algunos indicadores de expectativas en las economías industrializadas registran cambios positivos, lo cual sugiere que podrían estar estabilizándose. La recuperación de la producción de China e India, al igual que la reactivación de las exportaciones en otros países asiáticos, han incentivado las compras de productos básicos y un mejor comportamiento de los mercados de capitales. Sin embargo, es de esperar que los efectos negativos de la crisis mundial se mantengan a lo largo del año. En la mayoría de economías de América Latina se confirmó la contracción en el crecimiento del producto en los primeros meses del año, así como una caída pronunciada de la inflación. La fuerte devaluación de las monedas de América Latina registrada al principio de 2009 se ha corregido en un contexto de debilitamiento del dólar y menor percepción de riesgo de los países emergentes.

En Colombia, la crisis internacional se ha transmitido principalmente por el deterioro en las expectativas de los consumidores y productores y de una menor dinámica de las exportaciones y remesas. Aunque la debilidad de la actividad económica se mantiene, las expectativas de los empresarios y consumidores revelan signos de recuperación para el segundo semestre. El crédito sigue creciendo a buen ritmo, impulsado especialmente por la cartera comercial, y el sistema financiero sigue mostrando un comportamiento saludable. La Junta Directiva espera que las tasas de interés de préstamos para las empresas y las familias continúen cayendo.

Algunos directores indicaron su preferencia por mantener inalterada o disminuir 25 pb la tasa de interés de intervención, a partir de las siguientes consideraciones. La economía colombiana no sufre de una crisis financiera que justifique, como en otros países, medidas extremas de política y tasas de interés anormalmente bajas. Por otro lado, dado el importante peso que factores externos tienen en la explicación de la desaceleración del crecimiento en el país, menores tasas de interés probablemente no tengan un efecto positivo importante sobre la actividad productiva. Adicionalmente, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo registraron en el último

mes un incremento que, de ser persistente, exigiría una reacción de política monetaria.

Otros directores indicaron su preferencia por una disminución de 50 pb en la tasa de interés de intervención y comunicar que, con la información disponible, no se esperan modificaciones a la tasa de interés en el futuro cercano. Esto último teniendo en cuenta los efectos rezagados de una reducción acumulada de 550 pb en la tasa de intervención sobre el crecimiento económico en lo que resta del año y el 2010; el comportamiento reciente de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y el hecho de que parte de la reducción de la inflación es el resultado de un choque temporal en los precios de los alimentos.

Los directores coincidieron en que la fuerte expansión monetaria, la menor variación en los precios de los alimentos y regulados, un ambiente externo menos negativo y un mayor dinamismo en las obras civiles permiten esperar una recuperación gradual del crecimiento económico a partir del segundo semestre del año. Así mismo, en que la postura de la política monetaria permite la consolidación de la reducción de la inflación hacia sus metas de largo plazo.

Dado lo anterior, los miembros de la Junta decidieron reducir en 50 pb la tasa de intervención del Banco de la República, pasando a 4,5%.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva acordó reducir en 50 pb las tasas de interés de intervención del Banco de la República y comunicar que, con la información disponible hasta el momento, no se esperan modificaciones en la tasa de interés de intervención en el futuro cercano. De esta manera la tasa de interés de intervención del Banco será de 4,5%.

Bogotá D. C., julio 03 de 2009.