



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 23 de Noviembre de 2009

El 23 de Noviembre 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 octubre se situó en 2,72%, con una disminución de 49 pb con respecto al mes de septiembre. En lo corrido del año hasta octubre se acumuló una inflación de 1,98%, muy por debajo del mismo registro del año pasado (6,9%). Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos descendió de 2,2% en septiembre a 1,6% en octubre.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 2,5% en septiembre a 1,7% en octubre, debido al comportamiento de todos los subgrupos que la componen y, en especial, de los servicios públicos.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados bajó de 4,8% en septiembre a 4,6% en octubre. Se destaca la caída de los rubros con baja indexación y de los arriendos. La

variación anual de precios de los rubros de alta indexación se mantuvo en niveles del 7%.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados cayó de 2,7% en septiembre a 2,1% en octubre.

Con datos preliminares al 13 de noviembre, las expectativas de inflación derivadas de las negociaciones de deuda pública para 1, 5 y 10 años, presentaron variaciones de -31 pb, -57 pb y -31 pb frente a los datos promedio de octubre, ubicándose en 2,78%, 3,59% y 4,09%, respectivamente.

La variación anual de los precios al productor (IPP) disminuyó de -1,5% en septiembre a -4,7% en octubre.

b. Crecimiento

La mayoría de los indicadores de actividad real no muestran una profundización en la caída de la actividad económica, pero tampoco señalan un crecimiento generalizado.

- La variación anual del índice de producción industrial sin trilla de café en septiembre fue de -3,8%. Con esta cifra, la contracción anual de la producción industrial del tercer trimestre se situó en 4,6%, caída que se compara favorablemente con las de los anteriores tres trimestres.

- En niveles, la producción industrial (ajustada por estacionalidad) muestra un aumento pequeño en septiembre frente a agosto.

- El indicador de existencias de la industria de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo de septiembre muestra una disminución leve respecto al nivel observado meses atrás. Por su parte, el indicador de pedidos de la misma encuesta se encuentra estancado desde hace varios meses.

- La variación anual de las ventas en septiembre fue de -7,3%. Al desestacionalizar la serie, las ventas del comercio cayeron en septiembre a niveles de mediados de 2006.

El Indicador de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo disminuyó ligeramente en los meses de septiembre y octubre.

- El recaudo de IVA real al tercer trimestre también mostró una recuperación frente al segundo.
- Las ventas al por menor de agosto cayeron a una tasa anual de 3,9%, que resulta menor que la observada en el segundo trimestre (-4,8%).

En lo corrido del año hasta el mes de septiembre de 2009, la balanza comercial fue superavitaria en US\$1.054 millones, inferior en US\$500 m al del mismo período del año anterior.

Año corrido a septiembre de 2009 las exportaciones totales en dólares (clasificación CIIU) se redujeron 18,5% respecto al mismo período del año 2008. Por origen, todas mostraron reducciones: -21,7% las industriales, -16,2% las mineras y -7,2% las del sector agropecuario.

Las exportaciones en dólares a Venezuela, que representan el 15% del total, registraron una caída de 14,2% año corrido. Las ventas a Venezuela durante septiembre cayeron frente al mismo mes del año anterior 49,5%, más de lo que venía sucediendo en meses anteriores.

Las ventas a los Estados Unidos, que representa el 38% del total de las exportaciones, exhibieron un descenso, año corrido a septiembre, de 20,3%. Dicha contracción se originó en las menores ventas en dólares del sector minero (-23,6%) y del sector industrial (-19%).

En lo corrido del año al mes de septiembre de 2009, las importaciones (CIF) ascendieron a US\$24,039m, disminuyendo anualmente 18,7%. La disminución más importante fue registrada por las importaciones de bienes intermedios (29%), en particular las compras realizadas a los Estados Unidos.

De acuerdo con la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH), el empleo creció en el trimestre móvil junio a septiembre de 2009 a una tasa anual de 5,1% en el total nacional, y de 2,6% en las 13 áreas. Sin embargo, la oferta laboral (TGP) aumentó a un mayor ritmo, conduciendo a un aumento de la tasa de desempleo (TD), la cual se ubicó en el trimestre móvil terminado en agosto en 12,2% en el total nacional y 13% en las 13 áreas.

c. Contexto externo

Las condiciones económicas de los países desarrollados han mejorado en los últimos meses. Para el tercer trimestre de 2009, la mayoría de economías desarrolladas presentaron un crecimiento del PIB. En el caso de EEUU, el PIB creció 3,5% (t/a) en dicho período, siendo el consumo y la inversión las variables que más aportaron a este resultado. El sentimiento empresarial también ha continuado mejorando en los países industrializados, así como algunos indicadores de la actividad real, tales como las exportaciones y las ventas al por menor. Igualmente, los mercados financieros internacionales continuaron recuperándose, sobresaliendo las condiciones de liquidez y el comportamiento bursátil.

Estas mejores perspectivas han llevado a que los analistas internacionales modifiquen sus pronósticos de crecimiento al alza, en particular los de EEUU, para 2010. Pese a lo anterior, existe todavía incertidumbre sobre el devenir económico de estos países. En particular, el débil mercado laboral y las restricciones al crédito bancario podrían atenuar la recuperación del consumo y la inversión en los próximos trimestres.

En cuanto a los países emergentes, el comportamiento de la actividad económica ha sido bastante heterogéneo. En el caso de los países asiáticos, China ha consolidado su recuperación y muchos de sus indicadores reales muestran repuntes significativos, también liderados por gasto fiscal. Por su parte, el desempeño de India también es positivo aunque con una recuperación menos marcada.

Para América Latina las señales son mixtas. Las exportaciones en algunos países de la región han mejorado en el último trimestre. En Brasil y Chile hay una recuperación de la actividad industrial, mientras que para el resto de los países de la región las señales son menos claras.

En el caso de la economía venezolana, el PIB real presentó una contracción anual de 4,5% durante el tercer trimestre de 2009, mientras el mercado esperaba contracciones anuales cercanas al 1,5% para el mismo periodo. Aunque el gasto del gobierno mantuvo su dinámica, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo presentaron importantes retrocesos. Lo anterior ha llevado a que se proyecte una caída de 2% para el 2009.

Las monedas de la región han mantenido una tendencia de apreciación en lo corrido del año. Sin embargo, en el último mes en la mayoría de países la

tasa de cambio se estabilizó e incluso se depreció, excepto por Chile, que ha continuado apreciándose.

d. Variables financieras

La tasa de crecimiento anual de M3, que se había desacelerado hasta mediados de octubre, se estabilizó alrededor de 10% en las últimas tres semanas (del 16 octubre al 6 de noviembre). Lo anterior se explica principalmente por los pasivos sujetos a encaje –PSE-. Por su parte, la variación anual del efectivo que crecía 0,7% anual en octubre, mostró una leve recuperación y a noviembre 6 se ubicó en 3,7%. En términos reales (deflactando por el IPC sin alimentos), en octubre las tasas de crecimiento de los promedios de M3, los PSE y el efectivo se ubicaron en 6,5%, 7,2% y 1,7%, respectivamente

La cartera bruta en moneda nacional continuó desacelerándose. En noviembre 6, la tasa de crecimiento anual se ubicó en 5,1%, cuando un mes atrás lo hacía a un ritmo de 7,3%. La cartera bruta comercial fue la que presentó la mayor caída en el ritmo anual de crecimiento, al pasar de 8,4% en octubre 9 a 6,3% en noviembre 6. En cuanto a la cartera de consumo, ésta se mantuvo a lo largo del mes en niveles similares a los observados un año atrás. Por su parte, la cartera hipotecaria siguió consolidando su aceleración entre octubre 6 y noviembre 9 pasó de crecer 12,9% a 15,7% en términos anuales. De ésta manera, en términos reales (con IPC sin alimentos), a noviembre 6 el crecimiento de la cartera en moneda nacional se ubicó en 2%, el de la comercial en 3,1%, el de la hipotecaria en 12,3% y el de la de consumo en -3,2%

Parte de la desaceleración en la cartera comercial se explica por la emisión de deuda de las empresas. Con información a septiembre, la cartera comercial más bonos crecía 13,4%, cifra superior en 320 pb al crecimiento de la cartera comercial. Otro factor detrás de la desaceleración de la cartera en moneda nacional está asociado con el mayor ritmo de castigos de cartera, que durante los últimos 12 meses pasó de \$5.5 a \$7.5 b.

En materia de tasas de interés, el recorte de 50 pb en la tasa de política (25 de septiembre) se reflejó en su totalidad en las tasas del mercado monetario y se ha transmitido rápidamente a las tasas de captación y de créditos comerciales (exceptuando construcción). Adicionalmente, la

reducción de la tasa de usura a partir del 1 de octubre (206 pb) aceleró el descenso de las tasas de crédito con tarjeta.

La reducción de las tasas nominales promedio en octubre fue similar a la desaceleración de la inflación sin alimentos y, por tal motivo, en términos reales las tasas de interés permanecieron relativamente estables (con excepción de la tasa de tarjeta de crédito, -116 pb y de consumo, -33 pb).

Entre el 23 de octubre al 13 de noviembre de 2009, la curva de los TES registró movimientos a la baja de 45 pb, 111 pb y 70 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) la profunda y rápida caída en el ritmo de crecimiento de los precios durante el mes, no esperada por el mercado ni por los trabajos técnicos del Banco; (ii) la continua disminución en los indicadores de inflación básica y de las expectativas de inflación que se sitúan en el rango meta fijado por la Junta Directiva para el año entrante; (iii) la reducción generalizada del crecimiento de los precios, frente a otros meses en los cuales las reducciones se debieron básicamente a bajas en alimentos y regulados; (iv) el efecto transitorio que podría tener sobre el crecimiento de los precios el fenómeno del Niño; (v) el estancamiento en el crecimiento de los indicadores de confianza de productores y consumidores; (vi) la recuperación del M3 y , en especial, de los pasivos sujetos a encaje; (vii) la cartera del sistema financiero en moneda legal que, aunque sigue cayendo, crece por encima del PIB nominal; (viii) las emisiones de bonos que han complementado la financiación del sector real; (ix) el comportamiento de las tasas de interés del mercado en respuesta a la baja en la tasa de referencia del Banco; (x) la contracción del crecimiento de la economía venezolana para este año y sus perspectivas para el 2010; (xi) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables; y (xiii) 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 2009 y 2010, en especial un eventual repunte 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 lo que resta del año y del 2010 con una demanda interna más débil que la proyectada y un menor impulso fiscal el año entrante; (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 la tasa de cambio en las últimas semanas; (vi) el comportamiento de los agregados monetarios y sus posibles efectos en la reactivación económica; (vii) la baja dinámica reciente en la cartera comercial del sistema financiero y las causas de la misma; (viii) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto de desaceleración de la economía y caída de la inflación; (ix) la pertinencia de continuar reduciendo la tasa de intervención ante la última información disponible; y (x) 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 disminuyó en octubre más rápido de lo esperado; (ii) los indicadores de inflación básica continuaron cayendo; (iii) las expectativas de inflación siguen disminuyendo; (iv) si bien el comportamiento a la baja de la inflación ha estado liderado por los precios de los alimentos y los regulados, las reducciones mensuales en precios han sido más generalizadas abarcando una amplia variedad de bienes y servicios y (v) las proyecciones para fin de año muestran que la inflación se ubicará por debajo del punto medio del rango meta de largo plazo (3%).

En cuanto al contexto externo, se señaló que éste ha mejorado en los últimos meses, lo que ha llevado a que los analistas internacionales aumenten sus pronósticos de crecimiento económico para el 2010 en la mayoría de los países y, en particular, en los Estados Unidos. No obstante, las proyecciones de crecimiento para Venezuela muestran una caída importante del PIB tanto para este año como para 2010 lo que, conjuntamente con las mayores restricciones al comercio, afectará las exportaciones colombianas a ese país.

Por otra parte, la información disponible a septiembre no refleja nuevas caídas en los niveles de actividad económica en el país, pero tampoco una reactivación vigorosa. A lo anterior se suma que la cartera en moneda nacional se sigue desacelerando.

La política monetaria expansiva ha permitido una disminución persistente de las tasas de interés de captación y colocación. La Junta

Directiva espera que esta tendencia continúe estimulando el crecimiento económico en un ambiente caracterizado por un sistema financiero saludable.

La mayoría de los miembros de la junta consideraron que una reducción de 50 puntos básicos de la tasa de intervención afianzará la recuperación de la economía y reducirá los efectos negativos de la caída del comercio con Venezuela. Esta reducción de la tasa de interés de intervención corrige el aumento de la tasa de interés real causado por la reducción de la inflación y sus expectativas y es coherente con la meta de inflación fijada para el 2010.

Otros directores manifestaron su temor sobre la extemporaneidad de la medida debido al rezago natural entre la misma y sus efectos plenos sobre la demanda, y señalaron que una nueva disminución de las tasas de interés podría dificultar el cumplimiento de la meta de inflación para el 2010 y, en consecuencia, que la Junta tenga que aumentar su tasa de intervención en una coyuntura en la cual no se haya consolidado la recuperación de la economía.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva por mayoría acordó reducir en 50 pb la tasa de intervención del Banco de la República. De esta manera la tasa de interés de intervención del Banco será de 3,5%.

Bogotá DC, diciembre 04 de 2009.