



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

El 23 de Octubre 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 septiembre se situó en 3,21%, con un incremento de 8 pb con respecto al mes de agosto. En lo corrido del año hasta septiembre se acumuló una inflación de 2,12%, muy por debajo del mismo registro del año pasado (6,53%). Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos aumentó de 1,46% en agosto a 2,2% en septiembre.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 3,5% en agosto a 2,5% en septiembre, debido al comportamiento de los combustibles y los servicios públicos.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados bajó de 4,9% en agosto a 4,8% en septiembre. 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 2,8% en agosto a 2,7% en septiembre.

Con datos preliminares al 20 de octubre, las expectativas de inflación derivadas de las negociaciones de deuda pública para 1, 5 y 10 años, presentaron variaciones de 88 pb, 1 pb y -50 pb frente a los datos promedio de septiembre, ubicándose en 3,71%, 4,55% y 4,58%, respectivamente.

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

b. Crecimiento

Durante el tercer trimestre del año, la mayoría de los indicadores de actividad real mostraron menores caídas anuales, pero no evidenciaron crecimientos importantes en sus niveles.

- La producción de la industria en el mes de agosto, según información del DANE, cayó 3,3% frente a agosto del año pasado, lo cual se compara favorablemente con lo que sucedió en los meses anteriores.

- En niveles, la producción industrial (ajustada por estacionalidad) decreció en agosto frente a julio. Sin embargo, la misma serie ajustada por días hábiles mostró un resultado mayor en agosto frente a julio.

- La ANDI reportó que el crecimiento año corrido a agosto del IPI (-7,5%) se habría deteriorado aunque su nivel es mejor que el registrado a julio (-8,1%). Cabe comentar que en el pasado han existido grandes discrepancias entre las series del DANE y de la ANDI tanto en tasas de crecimiento año corrido como en tendencias.

- La demanda de energía total (regulada y no regulada) creció en septiembre 3,0% en términos anuales. Para el tercer trimestre, este indicador creció 2,2% anualmente, registro mejor que el del primero y segundo trimestres (0,8% y 0,3%, respectivamente).

- Las licencias de construcción mostraron un aumento en niveles durante julio y agosto.
- A partir de mayo y hasta agosto, las ventas reales del comercio al por menor aumentaron en niveles y el ritmo de decrecimiento anual ha disminuido (-0,9% anual en agosto frente a -3,7% en julio).
- El indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo disminuyó levemente en septiembre con respecto al mes anterior pero el promedio del tercer trimestre supera el del trimestre anterior.

En lo corrido del año al mes de agosto de 2009, la balanza comercial fue superavitaria en US\$874 m, inferior en US\$1,112 m a lo registrado un año atrás. Esto se debió a una caída de las exportaciones de 19,4% superior a la de las importaciones (-16,5%). En agosto la balanza comercial fue superavitaria en US\$260 m como consecuencia de superávit comerciales con Estados Unidos, Venezuela y Ecuador.

Año corrido a agosto de 2009 las exportaciones totales en dólares (clasificación CIIU) se redujeron 19,4% respecto al mismo período del año 2008. La industria se contrajo 22,1%, el sector minero -17,2% y el agropecuario -12,1%. A pesar de dichas caídas, los niveles estuvieron cercanos a los del mismo período de 2007, excepto en el caso del sector minero que muestra una mejoría respecto a dicho año.

Las exportaciones totales en dólares a Venezuela, que representan el 16%, registraron una caída de 9,8% año corrido. Esto se explicó, principalmente por las ventas del sector industrial, -12,5%. Las ventas a Venezuela durante agosto cayeron frente al mismo mes del año anterior -45,7%, 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 agosto, de 22,5%. Dicha contracción se originó en las menores ventas en dólares del sector minero (26,2%) y del sector industrial (19,7%).

En lo corrido del año al mes de agosto de 2009 las importaciones (CIF) ascendieron a US\$21,293 m y disminuyeron anualmente 17,4%. La disminución más importante fue registrada por las importaciones de bienes

intermedios (28,8%), 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 - agosto de 2009 a una tasa anual de 6,6% en el total nacional, y de 3,6% 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 11,9% en el total nacional y 13% en las 13 áreas.

c. Contexto externo

Las condiciones económicas en los países desarrollados han mejorado en los últimos meses gracias a las acciones emprendidas por los gobiernos y bancos centrales. Estas medidas han permitido: (i) mejorar las condiciones de liquidez y estabilizar los mercados interbancarios, disminuyendo la percepción de riesgo; (ii) fortalecer las expectativas de consumidores y empresarios y (iii) evitar una mayor caída de la actividad económica.

Las economías emergentes también muestran signos de recuperación, en especial las economías asiáticas. En China se espera un crecimiento de 8,5% para este año y de 9,0% para 2010. Para nuestros principales socios comerciales de la región se espera mejoría en 2010, aunque en el caso de Venezuela y Ecuador los pronósticos son menos optimistas.

La recuperación de China y de algunas otras economías asiáticas ha reactivado la demanda por bienes básicos en lo corrido del año. Lo anterior con el debilitamiento del dólar, ha permitido sostener los precios de los productos básicos, lo cual favorece los términos de intercambio de los países latinoamericanos.

En cuanto al comportamiento de las monedas de Latinoamérica, continúa la tendencia a la apreciación, con mayor intensidad en Brasil y Colombia. Desde marzo de 2009, el peso colombiano se ha apreciado frente a la mayoría de monedas.

d. VARIABLES FINANCIERAS

La base monetaria creció en septiembre a una tasa nominal anual de 6,1% comparado con una tasa anual de 15,3% un mes atrás. Esta

desaceleración se explicó por una caída en el crecimiento de la reserva bancaria, debido a un efecto estadístico relacionado con el fuerte crecimiento en septiembre del año anterior por el aumento del encaje bancario y la mayor percepción de riesgo en el sistema financiero que suscitó la quiebra de Lehman Brothers.

Los pasivos sujetos a encaje también cayeron en los últimos meses. El descenso en los PSE puede estar asociado con la menor actividad económica y con una reasignación de portafolio de los agentes a favor de títulos de deuda pública. Como consecuencia de lo anterior, el agregado monetario más amplio – M3 – también mostró una desaceleración que se ha acentuado en los primeros días de octubre. Entre inicios de agosto y octubre 9, el crecimiento anual de M3 pasó de 13,2% a 9,7%, mientras que el crecimiento de los PSE pasó de 14,0% a 10,2%.

La cartera bruta en moneda nacional del sistema financiero continuó desacelerándose. Al 9 de octubre, el crecimiento anual de este agregado fue de 7,3% frente a 9,5% un mes atrás. No obstante, los saldos se estabilizaron en las últimas semanas.

El crecimiento anual de la cartera comercial a septiembre fue 8,4% frente a 12,4% del mes anterior. El crédito de consumo mantuvo un crecimiento anual muy bajo (0,2%) y el crédito hipotecario tendió a acelerarse (pasó de 11,9 en agosto a 12,9% en octubre 9).

En agosto, el endeudamiento externo total (crédito directo del sector privado real más cartera en moneda extranjera de los bancos) cayó 8,1% en términos anuales (frente a 6,2% un mes atrás). A pesar de las tasas anuales negativas, en agosto el saldo del endeudamiento externo directo aumentó respecto al nivel del mes de julio. Así mismo, en septiembre se observó un aumento en el saldo de la cartera en moneda extranjera del sistema financiero respecto a agosto.

En 2009 la colocación de bonos se consolidó como un instrumento complementario de financiación del sector real. En lo corrido del año hasta comienzos de octubre, el sector real emitió deuda por \$6,2 billones, con un incremento del saldo entre enero y agosto por \$2,8 billones.

En el último mes se observó una caída en todas las tasas de interés nominales promedio mensuales, tanto pasivas como activas. El recorte de la

tasa de política por 50 pb efectuado por la JDBR el 25 de septiembre se transmitió en su totalidad a la tasa del mercado monetario (TIB). También disminuyeron las tasas de captación y de los créditos comerciales, de consumo e hipotecarios. Adicionalmente, la disminución de la tasa de usura llevó a una caída en la tasa de tarjetas de crédito. Pese a las caídas en las tasas nominales, las tasas reales aumentaron debido a la reducción de la inflación sin alimentos.

La curva de los TES registró movimientos a la baja de 42 pb, 47 pb y 49 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 ritmo de crecimiento de los precios y su tendencia a la baja; (ii) la variación de los precios de los alimentos que continua siendo baja; (iii) el efecto sobre la inflación total que podrían provocar los precios internacionales de los alimentos, las materias primas y el petróleo; (iv) el efecto que podría tener sobre el crecimiento de los precios el fenómeno del Niño; (v) la confianza de productores y consumidores que sigue estando por encima de los registros del primer semestre; (vi) la caída de los agregados monetarios y, en especial, del M3; (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) el crecimiento negativo de los Estados Unidos y el menor crecimiento de Venezuela, Ecuador y otros socios comerciales; (xi) la apreciación reciente de la tasa de cambio (xii) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables; (xiii) el comportamiento de las tasas de interés de los títulos de deuda pública; y (xiv) el comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

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; (v) el comportamiento de la tasa de cambio en las últimas semanas; (vi) la caída de los agregados monetarios y sus posibles efectos en la reactivación económica; (vii) la reciente baja dinámica en la cartera comercial del sistema financiero y las causas de la misma; (viii) la necesidad de otorgar la liquidez de fin de año y la conveniencia de hacerlo de manera permanente; (ix) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto de desaceleración de la economía y caída de la inflación; (x) la pertinencia de continuar reduciendo la tasa de intervención ante la última información disponible; y (xi) 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 del Banco de la República acordó fijar como meta de inflación para el 2010 el rango entre 2% y 4%, con 3% como meta puntual para efectos legales. Este rango corresponde a la meta de largo plazo fijado años atrás por la Junta Directiva. Los miembros de la Junta consideraron que las condiciones de la economía permiten que en lo sucesivo la inflación se mantenga en el rango meta de largo plazo, lo cual contribuye a anclar las expectativas de inflación. Una inflación baja y estable es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al crecimiento sostenido de la economía y el empleo y a la competitividad nacional.

La meta de inflación adoptada tiene en cuenta:

- El resultado de la inflación a fin de año, cercano al 3%. Lo anterior, como resultado de la caída en los precios de los productos básicos en 2009 y el marcado debilitamiento de la demanda interna y externa causada por la crisis financiera internacional.
- Las expectativas de lento crecimiento de la economía mundial en el 2010 y 2011 y el comportamiento a la baja de la inflación global.
- La reciente evolución de los precios internacionales de los productos básicos, la demanda de nuestros principales productos de exportación en un contexto de bajo crecimiento de los socios comerciales y posibles choques futuros de oferta en los precios de alimentos y regulados.
- El efecto rezagado de la política monetaria expansionista seguida por la Junta Directiva, las proyecciones de los modelos de inflación y las expectativas de inflación de los agentes.

Por otra parte, la Junta decidió mantener inalterada la tasa de interés base para las subastas de expansión, que continuará en 4% y estima que la

meta de inflación fijada para el 2010 se podrá cumplir sin presiones al alza de la tasa de interés de intervención en el futuro cercano.

Así mismo decidió dar una mayor proporción de liquidez permanente para atender las necesidades de liquidez que aumentan tradicionalmente en el fin de año. Para estos efectos comprará TES en el mercado secundario y divisas por un monto de tres millones de millones de pesos.

Algunos directores expresaron su preocupación por la caída de los agregados monetarios y del crédito y su posible relación con el comportamiento de la actividad económica. Señalaron que el comportamiento de los agregados monetarios y crediticios puede estar reflejando un incremento en la percepción de riesgo por un debilitamiento de la actividad productiva mayor al previsto. En consecuencia, advirtieron sobre la necesidad de realizar un cuidadoso seguimiento de los agregados monetarios y del crédito y su posible incidencia en la postura de la política monetaria.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva acordó mantener inalterada la tasa de intervención del Banco de la República. De esta manera la tasa de interés de intervención del Banco será de 4%.

Bogotá D. C., noviembre 06 de 2009.