



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 30 de Abril de 2009**

El 30 de Abril de 2009 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, Cesar 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. El director Fernando Tenjo no asistió a la reunión 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 marzo se situó en 6,14%, cayendo por quinto mes consecutivo. La mayoría de indicadores de inflación básica disminuyeron, retomando la tendencia decreciente que se había observado desde noviembre del año pasado y que se había interrumpido en febrero.

La inflación anual de alimentos disminuyó de 9,5% en febrero a 8,7% en marzo. La caída se presentó en los alimentos procesados mientras que los perecederos mostraron aumentos.

Los precios de los bienes regulados pasaron de 9,0% en febrero a 8,1% en marzo, principalmente por el comportamiento de los servicios públicos, gas domiciliario y gasolina.

La inflación de no transables sin alimentos ni regulados fue similar a la de un mes atrás situándose en 5,36%. Lo anterior, debido a varios precios indexados como son la educación, la salud y los arriendos.

Por su parte, la inflación de transables sin alimentos ni regulados aumentó pasando de 2,4% en febrero a 2,5% en marzo.

Los diferentes indicadores de las expectativas de inflación medidas con los títulos de deuda pública a 1, 5 y 10 años se ubicaron entre 3,5% y 4,7% a comienzos de abril. Este es el resultado más bajo desde mediados de 2006.

La variación anual de los precios al productor (IPP) aumentó de 6,2% en febrero a 6,8% en marzo.

#### b. Crecimiento interno

La información disponible muestra que la actividad económica interna continuó desacelerándose más rápidamente de lo previsto un trimestre atrás por el equipo técnico del Banco de la República:

- Los datos del DANE para producción industrial muestran una caída anual en el mes de febrero de 12,8%.
- Si bien la demanda de energía mostró una recuperación y creció 5%, una vez se ajusta por días hábiles disminuyó 5,1%.
- Los pedidos y las existencias de la industria según Fedesarrollo continuaron deteriorándose en los dos primeros meses del año.
- El indicador de sentimiento de los consumidores de Fedesarrollo cayó nuevamente en marzo.
- La encuesta sobre el estado de las ventas del comercio de Fenalco mostró alguna recuperación en el mes pero desde un nivel bajo. Por su parte, el indicador de expectativas de actividad económica que resulta de la encuesta realizada por esa entidad gremial se situó en niveles históricamente bajos.
- Las ventas al por menor en febrero reportadas por el DANE cayeron a una tasa anual de 4,1%, continuando con la tendencia decreciente que se inició a mediados de 2008.

- Las licencias de construcción siguieron cayendo, así como la producción de cemento.

En cuanto a la demanda externa, las exportaciones totales en dólares a enero cayeron 13,2% respecto a igual mes del año anterior. La caída de las no tradicionales (14,8%) fue un poco mayor que la de las tradicionales (13,6%). Dentro de las tradicionales, solo el carbón registró un aumento (de 88% anual) gracias a mayores volúmenes vendidos. Los menores valores exportados en los otros productos (petróleo y ferróníquel) obedecen a la caída en sus precios.

En el caso de las exportaciones no tradicionales, por destino, las ventas a Venezuela exhibieron una menor dinámica en todos los rubros respecto al mismo mes del año anterior: en conjunto se contrajeron a una tasa anual de 20% en enero. Las exportaciones a Ecuador aumentaron a una tasa anual de 1,7%, impulsadas por las del sector industrial, particularmente alimentos y bebidas, material de transporte y artes gráficas. El otro gran comprador, EEUU, también presentó un bajo desempeño (-43% en enero de 2009 sin oro), con disminuciones en el valor de todas las ventas, excepto para el banano. Finalmente, para el caso de las exportaciones no tradicionales para el resto del mundo se registró un incremento de 0,4%.

Respecto a las importaciones en dólares, entre enero y febrero de 2009 registraron una contracción de 11,7% frente al mismo período de 2008. El análisis por tipo de bienes (clasificación CUODE) muestra que dicha caída ha sido liderada por el grupo de bienes intermedios (-26,9% anual). Los bienes de consumo registraron tasas anuales de -9,5% a febrero mientras los de bienes de capital crecieron 4,0%.

Con cifras mensuales a marzo, las tasas de desempleo para el total nacional y las 13 principales áreas urbanas registraron incrementos anuales: la del total nacional se ubicó en 12,0% y la de 13 áreas en 13,5%, 0.8 pp y 1.5 pp superiores a las registradas en el mismo periodo del año anterior, respectivamente. Al igual que en febrero, en marzo los aumentos se explican principalmente por crecimientos de la oferta laboral (medida a través de la tasa global de participación).

### c. Contexto externo

La economía y el comercio mundial sufrieron una fuerte contracción durante el primer trimestre de 2009 que se suma a la del cuarto trimestre del año pasado. Estos resultados confirman los temores sobre una recesión acentuada y mayor a la prevista en la economía global.

La producción industrial en EEUU se contrajo a una tasa anual de 12,8% en marzo de 2009 llegando a niveles equivalentes a los de 1999. Caídas muy fuertes se han observado también en la producción industrial del resto de economías desarrolladas. El caso más extremo ha sido Japón en donde la producción industrial ha caído a una tasa anual de más de 45% en febrero y en donde el nivel correspondiente a ese mes era inferior a cualquier valor observado en las últimas dos décadas.

El comercio mundial también ha sufrido un golpe fuerte. La variación anual de las exportaciones nominales en dólares se contrajo a tasas anuales de 25% en enero y febrero, tanto en la Zona Euro como en Estados Unidos, respectivamente. Para esta variable la caída también es más dramática en Japón, en donde la contracción es de alrededor de 48% anual en febrero. El efecto de este desplome ha hecho que el PIB de las economías desarrolladas se contraiga fuertemente.

En síntesis, la situación actual en las economías desarrolladas puede caracterizarse como la de una pérdida generalizada en la confianza de consumidores e inversionistas que ha reducido fuertemente los niveles de gasto y que ha sido reforzada por un aumento notable en las restricciones crediticias. Lo anterior no mostró un giro durante el primer trimestre como lo sugiere la caída adicional de los indicadores de confianza de los consumidores. Los indicadores de confianza empresarial han presentado un comportamiento un poco menos desfavorable en los últimos dos meses, aunque la percepción sobre la situación económica sigue siendo bastante negativa. Dado lo anterior, se redujeron los pronósticos de crecimiento de EEUU y de otras economías desarrolladas.

Las economías emergentes también han resultado fuertemente golpeadas. En América Latina es un hecho la contracción de la producción industrial en los principales países al igual que la de las exportaciones. En consecuencia, los pronósticos de crecimiento e inflación para la región se han revisado a la baja. Pese a las menores perspectivas de crecimiento, las tasas de cambio de los países latinoamericanos no siguieron debilitándose, por el contrario en el

último mes la mayoría de monedas se apreció. A su vez, la percepción de riesgo ha disminuido, vista tanto con el EMBI+ como con los CDS a 5 años.

#### d. VARIABLES FINANCIERAS

En las últimas siete semanas terminadas el 10 de abril, el crecimiento de los agregados monetarios se desaceleró como efecto del aumento de los depósitos de la Tesorería General de la Nación en el Banco de la República. Durante la primera semana del mes, M3 crecía a una tasa anual cercana al 17% y algo similar sucedía con los PSE. El sistema financiero sigue dando prioridad a las captaciones a través de CDT y Bonos, las cuales crecen a tasas anuales de 40%.

Respecto al crédito, la cartera bruta total en moneda nacional dejó de desacelerarse en el último mes y medio y a comienzos de abril crecía a una tasa anual de 15,2%. En términos reales, el crecimiento de la cartera total es de 9,4%, que es superior al promedio observado desde 1970 (6,4%).

Por destino de la cartera, en las últimas seis semanas sobresale la aceleración de la cartera comercial (de 17,0% a 18,4%), lo que se dio simultáneamente con una reducción de la cartera de consumo. A comienzos de abril esta última crecía a una tasa anual de 6,5%. Por su parte, la cartera hipotecaria siguió creciendo a una tasa anual de alrededor del 14%.

En enero y febrero, el endeudamiento externo del sector privado disminuyó en US\$259 m. Esto se dio por la contracción de la cartera en moneda extranjera de los intermediarios del mercado cambiario. El endeudamiento directo aumentó levemente (en US\$ 63 millones) pero no alcanzó a compensar la caída de la cartera en moneda extranjera.

Las tasas de interés continuaron reduciéndose de manera rápida siguiendo la tasa de referencia del Banco de la República. Frente al 19 de diciembre, fecha del primer ajuste en esta tasa y hasta el 17 de abril, la tasa de los CDT ha caído un total de 324 pb mientras que la DTF lo hizo en 283 pb. Por el lado de las tasas activas, las disminuciones acumuladas también son significativas en los créditos comerciales: 342 pb para el preferencial y 298 pb para el de tesorería. En cuanto al crédito dirigido a los hogares, sus tasas han caído menos y en medio de mayor volatilidad: 85 pb para adquisición de

vivienda, 65 pb para financiación de consumo y cerca de 100 pb en el caso de los otorgados a través de tarjetas.

La caída en las tasas nominales ha permitido una reducción de las tasas reales en los últimos meses incluido marzo. Las tasas reales de crédito preferencial y de tesorería se mantienen por encima de sus promedios históricos (calculados desde 1998 y 2001), las de crédito comercial están ya por debajo y las de consumo han fluctuado alrededor de sus promedios.

## **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, aunque se observa una tendencia a la baja; (ii) la inflación de no transables sin alimentos ni regulados continúa sin reducirse ; (iii) los precios internacionales de los alimentos, las materias primas y el petróleo han disminuido frente al alto nivel del 2008 y podrían tener un efecto importante en la inflación total, dependiendo del comportamiento de la tasa de cambio y de la política comercial; (iv) la caída de los precios internacionales del petróleo no se ha transmitido a los precios internos de la gasolina; (v) la actividad económica continúa debilitándose más rápidamente de lo previsto por el equipo técnico del Banco; (vi) la cartera total del sistema financiero dejó de desacelerarse y la mayoría de las tasas de interés del mercado disminuyó rápidamente respondiendo a la baja de la tasa de referencia del Banco; (vii) el crecimiento negativo de los Estados Unidos y el menor crecimiento de Venezuela y Ecuador; (viii) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables; (ix) el comportamiento a la baja de los precios de los títulos de deuda pública; y (ix) las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se ubican dentro del rango 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 y, en especial, los de los mecanismos de indexación incorporados en algunos 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 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 mayor a la esperada y caída en las expectativas de inflación y (vi) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria y anclar las expectativas de inflación.

Los miembros de la Junta destacaron la caída de la inflación al consumidor por quinto mes consecutivo. La disminución de la inflación y las expectativas de inflación ratifican que la debilidad de la demanda interna y externa y la caída en los precios internacionales de los productos básicos se están reflejando en menores presiones inflacionarias.

Resaltaron, así mismo, que la economía mundial se deterioró más de lo esperado en el primer trimestre de 2009. Si bien algunos países industrializados muestran signos de estabilización, es de esperar que los efectos negativos de la crisis mundial se mantengan a lo largo del año. En América Latina es un hecho la contracción generalizada de la producción industrial y la caída de la inflación. Se destaca que la fuerte devaluación de las monedas latinoamericanas registrada al principio de 2009 se ha corregido.

La información disponible muestra un comportamiento similar de la economía colombiana con una menor dinámica de las exportaciones y el consecuente debilitamiento del crecimiento. Los últimos datos de la industria y el comercio señalan caídas fuertes. No obstante, el sistema financiero sigue mostrando un comportamiento saludable. En estas condiciones, y teniendo en cuenta el bajo nivel de capacidad utilizada, es de esperar que la inflación en el país siga cayendo en los próximos meses y podrá terminar el 2009 por debajo del punto medio del rango meta.

Dado lo anterior, los miembros de la Junta de manera unánime decidieron reducir en 100 pb la tasa de intervención del Banco de la República, pasando a 6%. Los 400 pb de disminución acumulada de la tasa de interés de intervención desde diciembre de 2008 impulsan el crecimiento económico. Los desarrollos recientes en Colombia y el mundo crean un balance de riesgos a la baja, tanto en la actividad económica como en la inflación, lo que permite que la Junta continúe adoptando una política de disminuir sus tasas de intervención.

Finalmente, la Junta reiteró 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 reducir en 100 pb las tasas de interés de intervención del Banco de la República. De esta manera su tasa de intervención será de 6%.

Bogotá D. C., mayo 15 de 2009.