



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 28 de Agosto de 2009**

El 28 de Agosto 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 julio se situó en 3,28% cayendo por noveno mes consecutivo. En lo corrido del año hasta julio se acumuló una inflación de 2,18%, 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 cayó de 2,8% en junio a 1,58% en julio, principalmente por los precios de los alimentos perecederos.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 5,9% en junio a 4,7% en julio, debido al comportamiento de los combustibles.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados se ubicó en 4,68% en julio, cifra similar a la de junio. Lo anterior, fundamentalmente por los rubros con baja indexación y los arriendos. La variación anual de precios de los rubros de alta indexación

mantuvo niveles superiores al 7%. El rubro de arrendamientos, por su parte, completó cinco meses de caídas consecutivas y se situó en 4,43%.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados pasó de 2,78% en junio a 3,0% en julio.

Los indicadores de las expectativas de inflación obtenidas de los TES se encuentran por debajo del punto medio de la meta de inflación para este año: entre 1,46% (TES negociados a un año) y 4,37 % (TES a 10 años). Sin embargo, las de TES a 10 años están por encima de la meta de largo plazo anunciada por la Junta (2% - 4%).

La variación anual de los precios al productor (IPP) disminuyó de 2,7% en junio a 1,4% en julio.

#### b. Crecimiento

La información disponible sugiere que la actividad económica en el segundo trimestre mostró una contracción anual cercana a la observada en el primero, en línea con lo proyectado por el equipo técnico del Banco. Al igual que en el mes pasado, las expectativas de los empresarios y consumidores revelan signos de recuperación:

- Los datos del DANE para producción industrial a junio muestran una caída anual de 6,6%. Para el segundo trimestre, la caída anual fue de 9,4% mayor que la registrada en el primer semestre de 7,4%.
- La Encuesta de Opinión Empresarial –EOE- de Fedesarrollo para la industria muestra que la actividad continúa débil. Sin embargo, la confianza de los industriales se siguió recuperando por mayores expectativas de producción en los próximos tres meses.
- Las ventas anuales al por menor en abril según el DANE cayeron 4,5%, registro peor que el del mes anterior (-3,5%) pero mejor que el observado en lo corrido del año. En los 6 primeros meses, las ventas totales al por menor completaron una caída anual de 5,1%, tasa similar a la observada en el trimestre anterior (-5,3%)
- La encuesta de Fenalco en julio continúa reflejando una contracción en las ventas, pero con expectativas a seis meses al alza.

- La demanda de energía no regulada cayó en julio a una tasa anual de 1,0%, cuando se corrige por días hábiles el crecimiento fue de 3,0%.
- El Indicador de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo en junio mejoró por tercer mes consecutivo y se situó por encima de los promedios del primer y segundo trimestre del año.
- Las licencias de construcción para el mes de junio, tanto las dirigidas a vivienda como a otros destinos, siguieron con caídas anuales, superiores al 20%. La producción de cemento registró una caída anual en ese mismo mes de 15%. A pesar de la fuerte contracción en el mes, el crecimiento anual de este indicador en el segundo trimestre (-14,2%) fue mejor que el del primero (-17,5%).

En lo corrido del año a julio, el promedio de los términos de intercambio ha sido superior que el de los años anteriores. Desde marzo, los precios de los bienes exportados en dólares han aumentado a un mayor ritmo que los precios de los bienes que se importan. Para lo que resta del año, es factible que dicha tendencia continúe. Por otra parte, los niveles de exportación e importación acumulados en el primer semestre de 2009 han sido menores a los registrados en el mismo periodo de 2008, pero superiores a los observados entre enero y junio de 2007.

Entre enero y junio de 2009, las exportaciones totales en dólares se redujeron 19,1% respecto al mismo período de 2008, con una contracción de las tradicionales de 23,2% y de las no tradicionales de 15,0%. El descenso en el valor exportado de las tradicionales (US\$2.690m) estuvo explicado principalmente por café (-22,5%), crudo y derivados (-40,0%) y ferroníquel (-39,4%). En el caso del café, su caída obedeció al menor volumen exportado, mientras que para los otros productos el descenso obedeció principalmente a menores precios. La mayor desaceleración del valor de las exportaciones tradicionales se originó en el mercado de EE.UU.

En lo corrido del año a junio las exportaciones no tradicionales en dólares hacia Venezuela, que representan el 36% del total no tradicional, registraron un descenso de 4 %, que se explica por una caída de las ventas del sector industrial de 13,6%. Por otra parte, las ventas a Estados Unidos, que representan el 17% del total de las exportaciones no tradicionales (sin oro), disminuyeron 25,6%.

Entre enero y junio de 2009 las importaciones (CIF) ascendieron a US\$15.574 m, disminuyendo anualmente 17,7%. La caída más importante fue registrada por las importaciones de bienes intermedios (28,3%), en particular las provenientes de los Estados Unidos. La reducción de las importaciones totales también se presentó en los bienes de consumo y los bienes de capital (-13,1% y -7,3%, respectivamente). En volúmenes, todas las importaciones exhibieron caídas.

En el primer semestre de 2009 las remesas en dólares cayeron 10% anual.

#### c. Contexto externo

Los resultados de las principales economías desarrolladas han llevado a que los analistas esperen una recuperación mundial lenta en el segundo semestre de 2009 y en el 2010 superior al proyectado. Esta mejora en el crecimiento permitió que los precios internacionales de los productos básicos siguieran con su fase de recuperación iniciada tres meses atrás.

En las economías emergentes las señales son mixtas. China, India y Corea muestran mejores indicadores de producción, comercio interno y exportación. Sin embargo, México y Chile registraron una gran contracción en su actividad económica en el segundo trimestre. Para el resto de economías de la región, las expectativas del mercado sugieren una reducción menos marcada.

En EE. UU., la zona Euro y el Reino Unido, las restricciones de crédito podrían retardar la recuperación y reducir la eficacia de los estímulos macroeconómicos. A esto se agrega una tasa de desempleo que continúa aumentando. En estas condiciones, la recuperación del consumo puede verse afectada, a pesar de la reducción de la inflación.

#### d. Variables financieras

La base monetaria y M3 siguió creciendo a tasas cercanas a tres veces el aumento del PIB nominal estimado para 2009.

La variación anual en agosto 7 de la cartera en moneda legal se situó en 11,8%, como resultado de la desaceleración de la cartera comercial, que para

las mismas fechas pasó de crecer 20,6% a 15,3%. Estos menores niveles de cartera comercial han sido compensados en parte por mayores colocaciones de deuda del sector privado. A junio de 2009, la suma de los saldos de bonos del sector real (\$ 10,2 b) y de la cartera comercial crecía 19,1% en términos anuales. En julio, la cartera comercial cayó \$ 1 b, mientras que la emisión de bonos del sector real aumentó \$ 0,5 b. En los días transcurridos de agosto, las nuevas emisiones de deuda del sector real ya superaron el billón de pesos.

En julio la cartera de consumo continuó con crecimientos bajos (1,8% anual) y la hipotecaria se estabilizó en aumentos cercanos a 12,5% anual. Sin embargo, los crecimientos anualizados de las últimas trece semanas sugieren que ambas modalidades están en una fase de recuperación.

Las tasas de interés pasivas y activas de mercado continuaron descendiendo. Al 14 de agosto, la DTF se situó en 5,04%, cifra inferior en 28 pb a la registrada un mes atrás y menor en 515 pb que el registro del 19 de diciembre de 2008. En cuanto a las tasas de interés activas, el descenso se ha dado con mayor intensidad en las de créditos a las empresas, grupo en el cual sus modalidades (tesorería, preferencial, ordinario y construcción) han presentado desde diciembre de 2008, caídas en las tasas de interés cercanas a 550 pb.

En la primera semana de agosto, la tasa de interés de créditos de consumo e hipotecarios se situaron en 22,4% y 14,7% respectivamente, cifras inferiores en su orden en 39 pb y 23 pb a las del mes pasado y menores en 344 pb y 265 pb que las registradas el pasado 19 de diciembre .

En términos reales, las tasas de interés promedio activas y pasivas se situaron cerca de sus mínimos históricos de la última década.

La curva de los TES registró un movimiento al alza de 25 pb, 38 pb y 73 pb en el tramo corto, medio y largo, respectivamente. La curva presentó un empinamiento, reflejado en la diferencia entre el tramo largo y el tramo corto.

## **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 continua caída en el crecimiento anual del precio de los alimentos; (iii) el efecto sobre la inflación total que podrían provocar los precios internacionales

de los alimentos, las materias primas y el petróleo, dependiendo del comportamiento de la tasa de cambio; (iv) la continua mejora en la confianza de productores y consumidores a pesar de la debilidad de la actividad económica; (v) la cartera del sistema financiero en moneda legal que sigue creciendo por encima del PIB nominal, aunque en las últimas semanas presentó una desaceleración; (vi) las importantes emisiones de bonos que han complementado la financiación del sector real; (vii) 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; (viii) el comportamiento del mercado interbancario de crédito; (ix) el crecimiento negativo de los Estados Unidos y el menor crecimiento de Venezuela, Ecuador y otros socios comerciales; (x) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables; (xi) el comportamiento de las tasas de interés de los títulos de deuda pública; y (xii) 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, en especial un eventual repunte en los precios de los alimentos; (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 reciente baja dinámica de la cartera comercial 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 comportamiento de la tasa de cambio en las últimas semanas; 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 por noveno mes consecutivo que se ubicó en julio en 3,28%. Este descenso se presentó nuevamente en los precios de los alimentos y los bienes regulados mientras que los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

Estas menores presiones inflacionarias continúan como resultado de varios factores tales como: la debilidad de las demandas interna y externa, las menores expectativas de inflación que se sitúan cerca del límite superior del rango meta de largo plazo fijado por la junta (entre 2% y 4%) y la disminución en los precios de los productos básicos frente al nivel máximo alcanzado en 2008. En consecuencia, la Junta prevé que la inflación anual termine el año por debajo del límite inferior del rango meta (4,5%).

La economía mundial se está estabilizando. Se espera una lenta recuperación económica en el segundo semestre y han mejorado las proyecciones de crecimiento para 2010. La mayoría de economías de América Latina continúan mostrando una reducción moderada en su crecimiento y una caída de la inflación.

Gracias a la disminución de la tasa de intervención del Banco de la República y a la menor demanda de crédito, las tasas de interés de captación y colocación han descendido persistentemente. La Junta Directiva espera que esta disminución continúe y estimule el crecimiento económico. Por su parte, el sistema financiero presenta un comportamiento saludable y se destacan las grandes emisiones de bonos por parte del sector real que han complementado el crédito otorgado por el sector financiero.

A lo anterior se suma que los indicadores de opinión y confianza de las empresas y los consumidores siguen mostrando mejoras para el segundo semestre. Por otra parte, los últimos resultados de la industria, comercio y la construcción se encuentran en línea con las proyecciones de crecimiento realizadas por el equipo técnico para fin de año.

Algunos directores indicaron su preferencia por mantener inalterada la tasa de interés de intervención, a partir de las siguientes consideraciones: (i) la postura de la política monetaria es expansionista; (ii) la economía colombiana no sufre de una crisis financiera que justifique, como en otros países, medidas extremas de política y tasas de interés nominales anormalmente bajas (iii) parte del descenso de la inflación al consumidor, en particular la caída de la variación anual de los alimentos, puede tener elementos temporales; (iv) el importante peso de factores externos en la explicación de la desaceleración del crecimiento en el país, hace probable que menores tasas de interés no tengan un efecto positivo importante sobre la actividad productiva; (v) las cifras de crecimiento de cartera sugieren que su comportamiento no está afectada por problemas de liquidez sino por la baja dinámica del mercado crediticio; y (vi)

la actual postura de la política monetaria hace compatible la estabilidad de las tasas de interés con la consolidación de la reducción de la inflación hacia sus metas de largo plazo.

Otros directores propusieron una reducción de 25 o 50 puntos básicos de la tasa de interés de intervención del Banco. Lo anterior teniendo en cuenta que las proyecciones de inflación para este año muestran que ésta se situará por debajo del límite inferior del rango meta para el 2009, mientras que para el 2010 tendrá una caída superior a la prevista inicialmente. Uno de estos directores enfatizó que la medida se justifica también en que: (i) hay una brecha del producto crecientemente negativa, reflejada en la continuación del deterioro de la economía y del aumento del desempleo; (ii) los crecientes riesgos de índole comercial para Colombia de parte de Venezuela y Ecuador; y (iii) la acentuada revaluación del peso, una de las más altas de la región y superior a la de nuestros principales competidores.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

La Junta Directiva acordó por mayoría mantener inalterada la tasa de intervención del Banco de la República. De esta manera la tasa de interés de intervención del Banco será de 4,5%.

Bogotá D. C., septiembre 11 de 2009.