



## **MINUTAS DE LA REUNIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA DEL 18 DE DICIEMBRE DE 2009**

El 18 de diciembre 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, Óscar 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 noviembre se situó en 2,37%, con una disminución de 35 puntos básicos (pb) con respecto al mes de octubre. En lo corrido del año hasta noviembre se acumuló una inflación de 1,92%, muy por debajo del mismo registro del año pasado (7,2%). Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos descendió de 1,6% en octubre a 0,7% en noviembre.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 1,7% en octubre a 1,5% en noviembre, destacándose la caída del transporte público.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados bajó de 4,6% en octubre a 4,5% en noviembre. Se destaca la caída de los arriendos que pasó de 4,4% a 4,2%. La variación anual de precios de los rubros de alta indexación disminuyó ubicándose en 6,8%, mientras que la de los menos indexados pasó de 3,6% en octubre a 3,8% en noviembre.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados cayó de 2,1% en octubre a 1,94% en noviembre.

Las expectativas de inflación para diciembre derivadas de las negociaciones de deuda pública para 1, 5 y 10 años, presentaron variaciones de -1 pb, -23 pb y -32 pb frente a los datos promedio de noviembre, ubicándose en 2,57%, 3,17% y 3,67%, respectivamente.

La variación anual de los precios al productor (IPP) fue de -3,9%, ligeramente mayor que la del mes pasado (-4,1%).

## **b. Crecimiento**

La información disponible a noviembre muestra que los niveles trimestrales del PIB se siguen recuperando, aunque con tasas anuales de crecimiento bajas:

- La información para el tercer trimestre muestra que sectores como el minero y las obras civiles, siguen jalonando el crecimiento de la economía. Sin embargo, otras actividades importantes como la industria, las edificaciones, el comercio y el transporte continúan con una baja dinámica, pero con señales de recuperación.
- La producción industrial medida por la ANDI del año corrido a octubre fue de -6,9% frente al registrado año corrido a septiembre (-7,3%).
- El indicador de existencias de la industria de la Encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo de octubre muestra una disminución leve respecto al nivel que venía observando, mientras que el indicador de pedidos de la misma encuesta se recuperó frente a lo ocurrido meses atrás.
- El crecimiento anual de la demanda de energía para el mes de noviembre fue de 3,3%, superior al de octubre y al del promedio del tercer trimestre (1,2% y 2,2%, respectivamente).
- El indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo creció significativamente en noviembre y se ubicó en el nivel más alto desde septiembre de 2008, cuando se presentó la quiebra de Lehman Brothers. El aumento en este índice se debe principalmente a la mejor percepción de los hogares sobre las condiciones económicas actuales. Al promediar los registros de octubre y noviembre, se observa un aumento en el indicador en el cuarto trimestre con relación al del tercer trimestre.
- De acuerdo con el Comité de la Industria Automotriz Colombiana, la caída anual en las ventas de automóviles particulares, utilitarios y *pick ups* disminuyó en los últimos dos meses y, en niveles, muestran una ligera recuperación.
- Las importaciones de bienes de capital en pesos constantes continuaron cayendo en el cuarto trimestre.

A nivel mensual, en octubre la balanza comercial (FOB) registró un superávit de US\$134 millones (m). En el año corrido (enero-octubre) continúa registrando un saldo positivo de US\$1.188 m, nivel similar al del mismo periodo del año anterior.

En octubre las exportaciones totales continuaron registrando una caída con respecto al mismo mes del año anterior (-5,5%), especialmente las de origen industrial. En lo corrido del año (enero-octubre) las exportaciones totales disminuyeron 17,3% con respecto al mismo período del año anterior. Sin embargo los niveles de 2009 son cercanos a los de 2007, con excepción de las del sector minero cuyo valor ha sido mayor. Para el mismo período, todos los sectores exhibieron caídas en valores, en tanto que en volúmenes sólo el sector industrial mostró una reducción.

En lo corrido de 2009 (enero- octubre), las exportaciones a los Estados Unidos son las que han presentado la mayor caída en valores absolutos (US\$ 2.089 m). Por su parte, en términos porcentuales las mayores caídas se han registrado en las ventas a Venezuela: en octubre 73,3% con respecto al mismo mes del año anterior y entre enero y octubre 22% anual.

En octubre el valor de las importaciones CIF fue menor en 20% al del mismo mes del año anterior, destacándose la caída de las importaciones de bienes intermedios. En lo corrido del año las importaciones totales cayeron 18,9%.

### **c. Contexto externo**

La mayoría de economías desarrolladas presentó una expansión económica en el tercer trimestre respecto al segundo, con excepción del Reino Unido donde el PIB se contrajo nuevamente. A lo anterior se suma el resultado positivo en el mercado laboral de los Estados Unidos que, de acuerdo con varios analistas, puede marcar un quiebre en la tendencia. Sin embargo, otros indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren un crecimiento lento para finales de año en varios países industrializados, incluso menor al del tercer trimestre. Algunos indicadores de producción y ventas que venían creciendo, mostraron algunos retrocesos.

Durante el último mes y medio, las primas de riesgo de la deuda soberana de dichos países aumentaron, especialmente en el caso de los Estados Unidos y Japón, algo que podría guardar relación con el gran incremento que registra la deuda pública de muchas de estas economías en un entorno de bajo crecimiento.

Respecto a las economías de América Latina, los resultados del PIB para el tercer trimestre muestran una contracción anual menor que la del segundo en países como Brasil, Perú, Chile y México. Una excepción es Venezuela en donde el crecimiento fue de -4,5%, frente a -2,4% en el segundo trimestre. Las monedas de la región no presentaron cambios relevantes frente al dólar y tendieron a estabilizarse en noviembre y lo corrido de diciembre. Lo mismo ocurrió con las primas de riesgo, las cuales se han estabilizado en

niveles previos a la crisis, destacándose que el impacto de la declaración de moratoria de Dubai fue mínimo. En materia de precios, el descenso de la inflación ha continuado de manera significativa, sobre todo en el caso de Chile, Perú y Colombia.

#### **d. Variables financieras**

El crecimiento anual del M3 que venía desacelerándose desde mediados de agosto, se estabilizó en noviembre a una tasa promedio cercana a 9,4%. La misma tendencia presentaron los pasivos sujetos a encaje (PSE) que en el mismo mes crecieron 10,2% en promedio. En términos reales (descontando inflación sin alimentos), los PSE aumentaron anualmente 7% en noviembre.

La cartera bruta en moneda nacional (M/N) continuó desacelerándose, principalmente a causa de la comercial. Entre finales de octubre y noviembre, la variación anual de la cartera bruta total (M/N) pasó de crecer 6,7% a 5,3%. En las mismas fechas, la cartera comercial se desaceleró de 6,1% a 4,8%, mientras que la hipotecaria subió de 13,9% a 14,5%. En cuanto a la cartera de consumo, desde el último trimestre de 2008, su nivel se ha mantenido alrededor de \$40 billones (b), y al 27 de noviembre de 2009 presentó un crecimiento anual de 0,8%. En términos reales, en noviembre las tasas de crecimiento anual de la cartera fueron: total 2,7%, comercial (incluye *leasing*) 3,0%, consumo -2,9%, hipotecaria ajustada 11,0% y microcrédito 33,1%.

El sector real continuó aumentando su financiación con emisión de títulos. Estimaciones hechas por el equipo técnico del banco con información de la Superintendencia Financiera muestran que la cartera comercial más bonos del sector real se ubicó en niveles cercanos a \$100,5 b.

En cuanto a las tasas de interés, la última reducción en la tasa de política se transmitió con mayor intensidad a las tasas del mercado monetario y a las de crédito comercial y de consumo. La condición de deudor neto del Banco de la República con el sistema financiero observada desde finales de noviembre contribuyó para que las tasas del mercado monetario (TIB e IBR) se mantuvieran en niveles inferiores (15 pb en promedio) a la de expansión del Banco de la República.

Entre octubre 30 y el 4 de diciembre, la tasa DTF disminuyó 10 pb y presentó un promedio de 4,4%. En el mismo período, la tasa de CDT total descendió 44 pb y se ubicó al inicio de diciembre en 4,42%. Con excepción de las tasas de interés para la construcción, de adquisición de vivienda y de tarjeta de crédito, las demás tasas siguen recibiendo la transmisión plena de la reducción de la tasa de política. Entre octubre 30 y noviembre 27 las tasas de créditos ordinarios, preferenciales, de tesorería y de consumo descendieron en su orden, 90 pb, 75 pb, 33 pb y 46 pb. En las mismas fechas las tasas de interés de la construcción subieron 45 pb y la de adquisición de vivienda disminuyó 8 pb. Las de tarjeta continúan acotadas por la tasa de usura.

En términos reales, la tasa activa promedio a noviembre (metodología BR) se situó en 7,12%, nivel más bajo desde junio de 2000 e inferior a su promedio histórico calculado desde 1986.

La curva de los TES entre el 24 de noviembre y el 11 de septiembre registró movimientos a la baja de 26 pb, y 11 pb en el tramo corto y medio, respectivamente. El tramo largo aumentó 14 pb, llevando a un empinamiento de la curva.

## **2. *DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA***

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: i) la caída en el ritmo de crecimiento de los precios durante el mes, superior a lo esperado por el mercado y 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 del crecimiento de los precios nuevamente fue generalizada; iv) el efecto transitorio que podría tener sobre el crecimiento de los precios el fenómeno del Niño; v) la mejora 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 2010; xi) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento del producto de los sectores transables; y xii) 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 de El 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 2010 con una demanda interna más débil que la proyectada, aunque recuperándose 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 los agregados monetarios y sus posibles efectos en la reactivación económica; vi) la dinámica reciente en la cartera comercial del sistema financiero; vii) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto de desaceleración de la economía y caída de la inflación; 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.

La Junta Directiva destacó lo siguiente sobre el comportamiento de la inflación durante el mes: i) la inflación anual al consumidor en el mes de noviembre mantuvo la tendencia descendente que viene observando a lo largo del año; ii) los indicadores de inflación básica

y las expectativas de inflación continuaron disminuyendo; iii) la caída generalizada de los precios de los distintos rubros que componen la canasta, abarcando así una amplia variedad de bienes y servicios; iv) la inflación a fin del año se ubicará por debajo del punto medio del rango meta de largo plazo (3%) y cercana al 2%.

Si bien el contexto externo ha mejorado en los últimos meses, la recuperación económica de los países desarrollados sigue siendo lenta. Las perspectivas de mediano y largo plazo para las economías de la región y de otros países emergentes son más favorables. No obstante, las proyecciones de crecimiento para Venezuela muestran una caída importante del PIB tanto para este año como para 2010.

La información disponible muestra que los niveles trimestrales del PIB se siguen recuperando con tasas anuales de crecimiento bajas. Se destaca que el indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo creció significativamente en noviembre.

La Junta Directiva considera que la política monetaria expansiva ha permitido una disminución persistente de las tasas de interés de captación y colocación y que el actual nivel de la tasa de referencia continúe estimulando el crecimiento económico en un ambiente caracterizado por un sistema financiero saludable. En consecuencia se acordó mantener inalterada la tasa de intervención del Banco en los niveles actuales.

### 3. *DECISIÓN DE POLÍTICA*

La Junta Directiva acordó mantener inalterada la tasa de intervención del Banco de la República en 3,5%.

Bogotá D. C., 30 de diciembre de 2009