



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

El 30 de Enero 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, Juan Mario Laserna, Fernando Tenjo y Leonardo Villar, 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 diciembre se situó en 7,67%, disminuyendo 6 pb frente a la de noviembre. De esta manera, el registro de fin de año superó el techo de la meta de inflación fijada para el 2008. En diciembre se presentó un comportamiento mixto en los indicadores de inflación básica.

La inflación de alimentos aumentó de 13% en noviembre a 13, 2% en diciembre. El repunte de los precios de los alimentos a finales de año es atribuible tanto a los alimentos procesados como a los perecederos.

Los precios de los bienes regulados registraron en diciembre un crecimiento anual de 9,45% inferior a 10,9% de noviembre, destacándose una disminución en los precios de la gasolina y los servicios de gas a domicilio.

La inflación de no transables sin alimentos ni regulados se situó en 5,25% frente a 5,2% en noviembre. Se destaca el rubro de arriendos (5,21%) que ha mostrado una tendencia al alza en los últimos cuatro meses. Por su

parte, la inflación de transables sin alimentos ni regulados pasó de 2,2% en noviembre a 2,4% en diciembre.

Los diferentes indicadores de las expectativas de inflación medidas con los títulos de deuda pública (a 1, 5 y 10 años) disminuyeron, aunque se mantienen por encima de las metas fijadas por la Junta.

La variación anual de los precios al productor (IPP) disminuyó de 10,9% en noviembre a 9% en diciembre.

#### b. Crecimiento interno

La actividad económica interna se desaceleró durante la segunda mitad de 2008 más rápidamente de lo previsto por el equipo técnico del Banco de la República. El DANE dio a conocer en diciembre las cifras de crecimiento para el tercer trimestre (3,1%) y revisó las cifras para el segundo trimestre de 3,7% a 3,8%. De esta forma, el crecimiento en los tres primeros trimestres del año ascendió a 3,8%, por debajo del resultado de 2007 (7,5%).

Las cifras del tercer trimestre muestran que el consumo privado continuó debilitándose, especialmente en lo que corresponde al consumo de bienes durables. De igual manera, se observó una importante desaceleración de las exportaciones en pesos reales, en buena parte como consecuencia de caídas en los volúmenes exportados de café y carbón y de menores exportaciones no tradicionales (textiles, confecciones, plásticos y maquinaria) dirigidas especialmente a EEUU y Venezuela. El bajo desempeño de estos dos agregados explica el menor crecimiento en el tercer trimestre frente al segundo. La inversión, por el contrario, continuó mostrando un ritmo de expansión elevado, incluso mayor que el observado en la primera mitad del año, lo que obedeció a la recuperación de las obras civiles. La inversión en edificaciones también tuvo un crecimiento significativo y algo similar sucedió con el resto de inversión privada a juzgar por el alto crecimiento de las importaciones de bienes de capital hasta esa fecha (23,9% en dólares).

Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre también muestran resultados por debajo de lo previsto y con tendencia decreciente. El caso más evidente es el de la industria, que en octubre y en noviembre presentó fuertes contracciones frente a los mismos meses del año anterior (7,5% y 13,3% respectivamente). Los sectores que reportan mayores caídas son material de transporte y textiles y confecciones, lo cual está asociado con una menor

demanda tanto interna como externa (Venezuela). En comercio también se presentó una caída de las ventas al por menor en noviembre (2,9%) en buena medida concentrada en vehículos.

Las encuestas de opinión realizadas a empresarios confirman el debilitamiento de la actividad económica observado en los indicadores sectoriales, y además muestran que los encuestados son muy pesimistas respecto al desempeño de sus sectores en el primer semestre de 2009.

En el sector externo, a noviembre de 2008 las importaciones continuaron creciendo a buen ritmo, comportamiento que se explica principalmente por aquellas destinadas a bienes de capital. En el mismo mes, las compras externas de materias primas registraron por primera vez en el año un descenso significativo en su valor, mientras que las de consumo continuaron con su desaceleración, aunque todavía en niveles históricamente altos.

A octubre de 2008 las exportaciones totales siguieron desacelerándose, pero aún siguen creciendo a tasas anuales elevadas. La caída en el precio del petróleo y de otros productos mineros registrada desde mediados de 2008, ha hecho que disminuya el valor de las ventas externas mensuales de estos bienes básicos. Por su parte, el valor mensual de las exportaciones no tradicionales que había mostrado menores niveles en agosto y septiembre, volvió a incrementarse en octubre, explicado principalmente por el aumento de las ventas externas a Venezuela y a Ecuador.

Las últimas cifras de empleo mostraron destrucción de puestos de trabajo, situación que se atenuó gracias al aumento de los ocupados cuenta propia. No obstante, este último rubro se viene desacelerando desde mediados de 2008. Aunque se ha presentado un descenso en la oferta laboral, la caída en el número de ocupados ha sido mayor, situación que generó un aumento en la tasa de desempleo.

### c. Contexto externo

En el último mes se confirmó la profundidad de la crisis financiera internacional y la recesión en EEUU y Europa. Las políticas fiscales y monetarias adoptadas por los países desarrollados en el cuarto trimestre no han evitado el contagio de la crisis hipotecaria y financiera hacia el consumo y la inversión no residencial. Igualmente el empleo está seriamente afectado. En Estados Unidos aumentó la tasa de desempleo a 7,2% en diciembre.

Por otra parte, la producción industrial en Europa y Asia se contrajo fuertemente en octubre y noviembre. Aunque algunos de estos países ya han anunciado paquetes de medidas para afrontar la crisis, al igual que en Estados Unidos la incertidumbre sobre la capacidad de los estímulos fiscales para ayudar a la economía es alta.

Respecto a Latinoamérica, en el último mes y medio se han hecho más evidentes los signos de desaceleración económica. Indicadores como la producción industrial y las ventas al por menor muestran una contracción con datos a noviembre para países como Brasil, Chile, Colombia y México.

Todo lo anterior se ha traducido en una contracción del comercio internacional. En EEUU, por ejemplo, el valor en dólares de las exportaciones se contrajo en 1,6% a/a en noviembre, en las principales economías de Europa el descenso osciló entre 15% y 20% a/a y en economías como Japón y China la contracción fue de 14% en noviembre y 2% a/a en diciembre, respectivamente. En cuanto a Latinoamérica, ya se sienten los efectos de la desaceleración mundial en sus exportaciones en la mayoría de países.

De otro lado, la crisis en el sistema financiero en las economías desarrolladas no ha sido contenida. Los problemas del Bank of America y de los bancos ingleses en lo corrido de enero son una prueba de ello. Aunque las condiciones de liquidez han mejorado en los mercados interbancarios, el estrés financiero en estos mercados continúa.

A nivel de las economías emergentes, hasta las primeras semanas de enero la situación era más alentadora. El deterioro de los indicadores de riesgo (EMBI y CDS) se detuvo, aunque en niveles más altos que los observados a comienzos de septiembre. Brasil, Colombia y México lograron colocar deuda en dólares a comienzos de enero a tasas no muy altas y con emisiones sobre demandas lo que sugiere que los mercados de capitales siguen abiertos para los emisores soberanos emergentes.

Recientemente, en el mercado cambiario se han presentado algunos movimientos alcistas en la tasa de cambio relacionados con aumentos en la aversión al riesgo internacional y perspectivas de menores tasas de interés de referencia en la región.

El deterioro de la demanda mundial y la caída de precios de los productos básicos han venido acompañados de una rápida disminución de la inflación en economías desarrolladas y varios países emergentes. Como respuesta a lo anterior, los Bancos Centrales de algunas economías latinoamericanas y emergentes, incluida Colombia, han empezado a reducir sus tasas de referencia.

Dado todo lo anterior, se han disminuido las estimaciones de crecimiento para nuestros socios comerciales. En 2009 se espera para EEUU un crecimiento entre -1,6% y -2,5%, para Europa entre -1,3% y -2,3% y para Venezuela entre 0% y 2,5%.

A la par con los menores pronósticos de crecimiento mundial también se disminuyeron las proyecciones para los precios de los productos básicos, esperándose para el petróleo WTI niveles entre US\$35 y US\$50 el barril.

#### d. Variables financieras

Los principales agregados monetarios se aceleraron en los dos últimos meses. Con corte al 23 de enero, la base monetaria creció 15,3% anual y el M3 17,6%.

La cartera bruta total en pesos continuó desacelerándose y a enero 23 su crecimiento anual se situó en 16,7%. El mejor dinamismo lo presenta la cartera comercial con aumentos anuales de 20,2%, mientras que la hipotecaria creció 15,2% y la de consumo 11,6%.

Entre noviembre y lo corrido de enero, el sector real y el sector financiero emitieron títulos de deuda y bonos por montos importantes a tasas ligeramente superiores a las de los papeles de deuda pública.

En los últimos dos meses, la TIB se ha ubicado en promedio 50 pb por debajo de la tasa de política, situación que se ha dado en un contexto en que el Banco de la República fue temporalmente deudor neto del sistema financiero.

El 23 de enero, la tasa activa promedio ponderada (metodología BR) se situó en 15,9%, mostrando una reducción mensual de 93 pb. Las tasas de interés de crédito de consumo, vivienda y microcrédito no presentaron

descensos. Por su parte, la tasa de interés promedio de CDT se situó en 10,1%, cifra menor en 8 pb al observado un mes atrás.

La DTF real promedio se ubicó en 4,8% y la tasa activa promedio (metodología BR) en 12%, cifras similares a sus promedios históricos calculados desde 1986, y superiores a las medias efectuados desde el 2001.

## **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; (ii) los precios internacionales de los alimentos, las materias primas y el petróleo siguen disminuyendo, lo cual podría tener un efecto importante en la inflación total dentro de unos meses, dependiendo del comportamiento de la tasa de cambio y de la política comercial, en especial de la importación de alimentos; (iii) la variación anual de los precios de los regulados ha empezado a disminuir a pesar de que la caída de los precios internacionales del petróleo no se ha transmitido a los precios internos de la gasolina; (iv) la actividad económica continúa debilitándose más rápidamente de lo previsto por el equipo técnico del Banco; (v) los costos de producción de las empresas siguen siendo altos a pesar de la caída en el último mes del ritmo de crecimiento del IPP; (vi) el bajo desempeño de la economía mundial y de nuestros principales mercados de exportación, en particular, de Estados Unidos, Venezuela y Ecuador; (vii) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables y (viii) el comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, que continúan ubicándose por encima 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; (iii) el efecto que puede tener el comportamiento de corto plazo de la inflación sobre la formación de precios y salarios en 2009; (iv) el hecho de que algunos indicadores de la inflación básica no disminuyan; (v) las proyecciones de déficit de la cuenta corriente; (vi) la incertidumbre generada por la crisis financiera mundial en los mercados internacionales y su incidencia en la economía colombiana; (vii) la depreciación del peso frente al dólar presentado en las últimas semanas; (viii) la mejora presentada en las últimas semanas en el acceso de la región al financiamiento externo, la reducción de las tasas de interés de largo plazo y la

dinámica de la cartera del sistema financiero; (ix) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto en el que se mantienen expectativas de inflación por encima de las metas y una desaceleración de la economía mayor a lo esperada; y (x) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria y anclar las expectativas de inflación.

Los miembros de la Junta destacaron que si bien la inflación al consumidor en diciembre de 2008 fue de 7,67%, situándose por encima de la meta fijada por la Junta Directiva para ese año, se espera que la debilidad de la demanda interna y externa y la caída en los precios internacionales de los productos básicos se traslade en menores presiones inflacionarias a lo largo de 2009. La Corporación confía en que la inflación al consumidor se sitúe este año dentro del rango meta (5% +/- medio punto porcentual) y continúe su senda descendente hacia su objetivo de mediano y largo plazo (3% +/- 1 punto porcentual).

También resaltaron que el comportamiento de la economía mundial continúa siendo negativo a pesar de las políticas fuertemente expansivas de los países. La mayoría de las economías desarrolladas están mostrando una contracción en su crecimiento, mientras que las de los países emergentes se están desacelerando, en algunos casos de manera drástica. En la medida que la economía mundial crece por debajo de su tendencia de largo plazo y los precios internacionales de los productos básicos caen, la inflación mundial se reducirá significativamente en 2009. Si la tasa de cambio se mantiene estable y se sigue una apropiada política comercial, es de esperar que esta menor inflación internacional se transmita relativamente pronto a los precios al consumidor en Colombia.

La nueva información disponible confirma el debilitamiento de la actividad productiva en Colombia. Los últimos datos de la industria y el comercio muestran una caída superior a la esperada por la Junta en la reunión anterior. A esta situación se unen los efectos que tiene en la actividad productiva el mayor deterioro de la actividad mundial vía menores exportaciones y términos de intercambio, deterioro en los niveles de confianza y flujos de capital más costosos.

La Junta Directiva consideró que hay condiciones para continuar con la reducción de la tasa de intervención y consolidar el cambio en la postura de la política monetaria que se inició en el último trimestre del año anterior. La oportunidad y velocidad a la que se pueda seguir flexibilizando la política

monetaria en el 2009 dependerá del comportamiento esperado de la inflación y de las expectativas frente a las metas.

El grupo mayoritario de la Junta Directiva estimó que en una coyuntura caracterizada por la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y locales, la reducción de la tasa de interés de intervención del Banco debe hacerse de tal forma que le apunte a la credibilidad y la confianza de los agentes económicos. De esta manera se asegura que en el futuro la autoridad monetaria pueda seguir usando de manera contracíclica las herramientas de política a su cargo. La cautela se hace particularmente importante ante los siguientes hechos: la inflación básica ha sido renuente a bajar; la caída en los precios internos de alimentos y regulados ha sido menor a lo que sería consistente con el comportamiento de los mercados internacionales; y, la tasa de cambio ha tenido aumentos particularmente pronunciados en las dos últimas semanas, lo que podría generar menor confianza en el peso colombiano. En ese contexto una disminución de 50 pb se consideró adecuada.

El grupo minoritario de la Junta Directiva estimó que las condiciones macroeconómicas permiten y aconsejan una reducción más ambiciosa de la tasa de interés de intervención sin poner en riesgo el cumplimiento de las metas de inflación fijadas por la Junta. Una reducción de 100 pb daría una señal contundente al sector productivo en circunstancias en donde hay expectativas de crecimiento e inflación a la baja.

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, por mayoría, reducir en 50 pb las tasas de interés de intervención del Banco de la República. De esta manera su tasa de intervención será de 9%.

Bogotá D. C., febrero 13 de 2009.