



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 24 de Julio de 2009**

El 24 de Julio 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 junio se situó en 3,81% cayendo por octavo mes consecutivo. En lo corrido del año hasta junio se acumuló una inflación de 2,22%, muy por debajo del mismo registro del año pasado (6,02%). Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos cayó de 5,5% en mayo a 2,8% en junio, principalmente por los precios de los alimentos perecederos y, en menor medida, por los cereales, aceites y otros alimentos importados.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 6,5% en mayo a 5,9% en junio, debido al comportamiento de los combustibles.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo en 4,7% en junio. A diferencia del mes anterior, la mayor presión alcista la ejercieron los rubros con baja indexación (4,2%). La variación anual de precios de los rubros de alta indexación

continuó cayendo lentamente, pero se mantiene en niveles superiores al 7%. El rubro de arrendamientos, por su parte, completó cuatro meses de caídas consecutivas y se situó en 4,5%.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados fue de 2,78%, ligeramente menor al 2,84% de mayo.

Los indicadores de las expectativas de inflación obtenidas de los TES se ubican por debajo del punto medio de la meta de inflación para este año: entre 1,55% (TES negociados a un año) y 4,1% (TES a 10 años). Sin embargo, las de TES a 10 años se encuentran 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 5,3% en mayo a 2,7% en junio.

#### b. Crecimiento

Según el DANE, el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2009 frente al mismo periodo del año anterior, fue de -0,6%. La contracción obedeció a la caída de la demanda interna (-0,5%) y de las exportaciones en pesos reales (-0,5%). Dado que las importaciones cayeron en una magnitud similar (en pesos reales, -0,5%), la demanda externa neta se contrajo menos (-0,4%) y su contribución al retroceso del PIB fue muy pequeña.

En cuanto a la demanda interna, la inversión en obras civiles fue el componente más dinámico, en tanto que el resto del gasto en inversión, que en buena parte corresponde a inversión privada, fue el que más cayó. El consumo de los hogares, por su parte, presentó un crecimiento anual ligeramente negativo (-0,5%), mientras que el consumo público se expandió 0,2%.

Por el lado de la oferta, los sectores con desempeño más pobre durante el primer trimestre fueron industria (-7,9%), construcción de edificaciones (-14,1%) y comercio (-2,7%). Sus caídas contrastan con una expansión significativa en los sectores de construcción de obras civiles (21,2%), financiero (4,7%) y de minería (10,6%).

Lo anterior ratifica que, al igual que sucede con otras economías de la región, la contracción del PIB en Colombia desde el cuarto trimestre del año pasado está relacionada con la crisis externa. El colapso del comercio

mundial ha afectado el desempeño de las exportaciones, especialmente de las no tradicionales dirigidas a EE.UU. y a otros países diferentes de Ecuador y Venezuela, las cuales se resintieron fuertemente desde el cuarto trimestre del año pasado (en dólares y en volumen).

La información disponible muestra que aunque se mantiene la debilidad de la actividad económica interna, las expectativas de los empresarios y consumidores revelan signos de recuperación:

- Los datos del DANE para producción industrial a mayo muestran una caída anual de 6,5%. El crecimiento anual para el acumulado de los cinco primeros meses fue de -8,8%, levemente mejor que el registrado en los primeros cuatro meses del año (-9,3%).
- La Encuesta de Opinión Empresarial –EOE- de Fedesarrollo para la industria no muestra en mayo un mayor deterioro pero tampoco una recuperación clara de la actividad empresarial.
- Las ventas anuales al por menor en abril según el DANE cayeron 3,5%, registro mejor que el del mes anterior (-7,1%). Este indicador sigue afectado, principalmente, por la fuerte caída en las ventas de vehículos. Cuando se excluyen éstos, el índice de ventas alcanza a crecer 0,3% anual en mayo. En los 5 primeros meses, las ventas totales al por menor completaron una caída anual de 5,2%.
- La demanda de energía total, creció 0,8% en junio frente a 1,6% en mayo. Para el total del segundo trimestre su crecimiento anual fue de 0,3%, menor que el observado en el primer trimestre (0,8%).
- El Indicador de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo en mayo mejoró por segundo mes consecutivo, luego de haber alcanzado el menor nivel en abril.

La balanza comercial en lo corrido del año a mayo fue superavitaria en US\$300 m, inferior en US\$448 m a lo registrado un año atrás. Esto se debió a una caída de las exportaciones de 17,7%, superior a la de las importaciones (-15,5%).

El total de exportaciones en lo corrido del año hasta mayo fue de US\$2.719 m frente al mismo período del año anterior. Dicho comportamiento

estuvo explicado, principalmente, por las menores ventas de petróleo y derivados al mercado de Estados Unidos. Las ventas a dicho mercado a mayo, que representan el 33% de las totales cayeron 27,5%. Las exportaciones con destino a Venezuela, que representan el 18% de las exportaciones totales, se redujeron en 0,8%. Por otro lado, las exportaciones industriales a Estados Unidos cayeron 31,7% durante los primeros meses del año frente a igual período de 2008. De igual manera, las exportaciones industriales a Venezuela cayeron 17% en esos mismos meses, en particular debido a las menores ventas de confecciones, vehículos, cueros y muebles.

Entre enero y mayo, las importaciones FOB totalizaron US\$12.383 m y disminuyeron anualmente 15,5%. En términos CIF, éstas sumaron US\$13.088 m y cayeron 16,3%. La disminución más importante en las compras totales se presentó en los bienes intermedios y materias primas adquiridos en Estados Unidos, en especial de productos mineros y farmacéuticos.

De acuerdo con la gran encuesta integrada de hogares (GEIH), el empleo creció entre enero y mayo de 2009 a una tasa promedio del 2,1% en el total nacional, y de 1,5% en las 13 áreas metropolitanas. Sin embargo, la oferta laboral (TGP) aumentó a un mayor ritmo, probablemente como consecuencia de un deterioro de los ingresos de los hogares. Esto condujo a un aumento de la tasa de desempleo que se ubicó en el trimestre móvil terminado en mayo en 11,9% en el total nacional y 12,9% en las 13 áreas. Estos incrementos anuales son similares a los que se observaron en el trimestre móvil terminado en marzo.

### c. Contexto externo

Si bien en el segundo trimestre la economía mundial continuó contrayéndose, algunos indicadores de confianza, de crédito, de ganancias de las empresas y de inventarios y pedidos en las economías industriales permiten ser más optimistas con respecto al fin de la recesión. La Reserva Federal incrementó las estimaciones de crecimiento de EE.UU. y en Europa las expectativas de aumento del PIB real del presente y siguiente año no han cambiado significativamente.

El comercio externo de algunas economías asiáticas (China e India) muestra señales de recuperación, mientras que los precios de los productos básicos se mantienen en niveles cercanos a los registrados en 2007. Todo lo

anterior hace esperar una recuperación del crecimiento de la economía en el mundo durante 2010.

Las primas de riesgo de varios países de la región se han reducido y de nuevo se ha registrado una apreciación de las principales monedas frente al dólar, situación a la cual no ha sido ajena Colombia.

De todos modos, persiste preocupación en varias economías desarrolladas respecto a: i) el ingreso de los consumidores que podría disminuir si se da un incremento de la inflación debido a un aumento en los precios de la energía; ii) la debilidad de las industrias de bienes de capital y de bienes durables (automóviles) y de la actividad de la construcción; y iii) el fuerte endeudamiento de los bancos, las grandes empresas multinacionales, los hogares y el sector público.

#### d. Variables financieras

El comportamiento de los agregados monetarios ha estado afectado en el último mes y medio por una recomposición en la captación de depósitos lo que ha conducido a una aceleración en el ritmo de crecimiento de la reserva bancaria desde una tasa anual de 16% en mayo a una de 21,9% en junio. Por consiguiente, la base monetaria también registró un aumento en su ritmo de crecimiento (a 14,7% en junio). En el agregado monetario más amplio (M3), sin embargo, no se observó cambios importantes en su tendencia y su tasa de crecimiento anual al cierre del semestre fue de 16%.

Para julio y agosto se espera que se presente un aumento en la liquidez permanente en el mercado como efecto de la redención de TES de \$6 billones. Lo anterior, eventualmente hará que el Banco de la República sea deudor neto de manera temporal.

El crecimiento de la cartera comercial al 15 de julio fue de 18,5% en términos nominales, disminuyendo frente al presentado en mayo y junio. Por su parte, la cartera de consumo se desaceleró y a comienzos de julio presentó una tasa de crecimiento de 2,8% nominal. La cartera hipotecaria también disminuyó ligeramente su ritmo de crecimiento en junio (13,7%). Dado lo anterior, la cartera total en pesos del sistema financiero creció a una tasa de 14% a mediados de julio frente a 15,5% a finales de mayo.

A mayo, la tasa anual de crecimiento del endeudamiento externo del sector privado, es decir, aquella contratada con entidades financieras del exterior, fue de -3,5%. En junio, la cartera en moneda extranjera del sistema financiero siguió cayendo.

A junio las tasas de interés pasivas siguieron disminuyendo, mientras que en julio se frenó el descenso que traía la tasa DTF (5,7%). Por su parte, las tasas de crédito preferencial y de constructores siguieron descendiendo. En este contexto, las tasas reales han seguido cayendo y en junio todas se encontraban por debajo de sus promedios históricos (calculados desde 1986 o desde 2001). Las tasas más bajas frente a estos promedios eran las de DTF y crédito ordinario.

La curva de los TES registró un movimiento a la baja de 95 pb, 45pb y 40 pb en el tramo corto, medio y largo, respectivamente. La curva presentó un aplanamiento en el tramo medio y largo, mientras se empinó en la de corto plazo.

## **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 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 continua creciendo por encima del PIB nominal, aunque a un ritmo menor al de otros meses, impulsada por la cartera comercial y, en menor medida, por la hipotecaria; (vi) 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; (vii) el crecimiento negativo de los Estados Unidos y el menor crecimiento de Venezuela, Ecuador y otros socios comerciales; (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 las tasas de interés de los títulos de deuda pública; y (x) 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 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 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 (3,81%) por octavo mes consecutivo. Este descenso, mayor al esperado, se presentó nuevamente en los precios de los alimentos y los bienes regulados. Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo y las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se sitúan cerca del límite superior del rango meta de largo plazo fijado por la Junta (3% +/- un punto porcentual).

El comportamiento de los precios indica que la debilidad de la demanda interna y externa, las menores expectativas de inflación y la caída en los precios de los productos básicos frente al nivel máximo alcanzado en 2008, se están reflejando en menores presiones inflacionarias. 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. Algunos indicadores económicos de Estados Unidos sugieren un quiebre en la tendencia negativa del crecimiento del producto en ese país. Las condiciones económicas en Europa todavía se están debilitando. El crecimiento de China se ha fortalecido considerablemente con impacto favorable sobre los precios de los productos básicos y las economías asiáticas. La mayoría de economías de América Latina continúan mostrando una reducción moderada en su crecimiento y una caída de la inflación.

Las primas de riesgo de varios países de América Latina se han reducido y de nuevo se ha registrado una apreciación de las principales

monedas de la región frente al dólar. El peso colombiano no ha sido ajeno a esta situación y se ha fortalecido más de lo esperado, impulsado además por la colocación exitosa de bonos de empresas colombianas en el mercado internacional para financiar proyectos de inversión. La Junta Directiva es conciente de los riesgos asociados a la apreciación del peso en un ambiente de demanda externa débil, y continuará revisando cuidadosamente la situación del mercado cambiario.

En Colombia, la nueva información disponible sigue mostrando mejoras en los indicadores de opinión y confianza de las empresas y de los consumidores para el segundo semestre. Las exportaciones y las importaciones en dólares registran tasas anuales negativas de crecimiento, y los términos de intercambio se encuentran en niveles cercanos a los registrados a mediados de 2007. Así mismo, las remesas del exterior han venido cayendo a lo largo del año.

Gracias a la disminución de la tasa de intervención del Banco de la República, las tasas activas y pasivas han caído persistentemente. La Junta Directiva espera que esta disminución continúe y estimule el crecimiento económico. El sistema financiero muestra un comportamiento saludable.

Algunos directores indicaron su preferencia por mantener inalterada la tasa de interés de intervención, a partir de las siguientes consideraciones: (i) la fuerte expansión monetaria, la menor variación en los precios de los alimentos y regulados, un ambiente externo menos negativo y un mayor dinamismo en las obras civiles permiten esperar una recuperación gradual del crecimiento económico a partir del segundo semestre del año; (ii) el descenso de la inflación al consumidor durante lo corrido del año obedece, en parte, a factores temporales que pueden revertirse en el futuro; (iii) 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; (iv) la economía colombiana no sufre de una crisis financiera que justifique, como en otros países, medidas extremas de política y tasas de interés anormalmente bajas; (v) las cifras de crecimiento de cartera sugieren que su dinámica no está afectada por problemas de liquidez sino en la insuficiente demanda de crédito. En opinión de los directores, la actual postura de la política monetaria permite la consolidación de la reducción de la inflación hacia sus metas de largo plazo.

Otro de los directores pidió evaluar el impacto de las distintas modalidades de intervención cambiaria y propuso una reducción de 50 puntos básicos de la tasa de interés de intervención del Banco. Lo anterior teniendo en cuenta los siguientes hechos sobrevinientes: (i) 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; (iii) la acentuada revaluación del peso, una de las más altas de la región y superior a la de nuestros principales competidores y; (iv) un índice de inflación a junio que es el más bajo de los últimos 47 años, y que seguirá reduciéndose en los siguientes meses hasta hallarse al final de 2009 muy por debajo de límite interior del rango meta.

### **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., agosto 06 de 2009.