



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 25 de Septiembre de 2009**

El 25 de Septiembre 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 agosto se situó en 3,13%, cayendo por décimo mes consecutivo. En lo corrido del año hasta agosto se acumuló una inflación de 2,23%, muy por debajo del mismo registro del año pasado (6,74%). Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos cayó de 1,5% en julio a 1,46% en agosto.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 4,7% en julio a 3,5% en agosto, debido al comportamiento de todos sus componentes (combustibles, servicios públicos y transporte)

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados subió de 4,7% en julio a 4,9% en agosto. Los rubros con baja indexación y los arriendos pasaron de 4,4% a 4,6%. La variación anual de precios de los rubros de alta indexación se mantuvo en niveles del 7%.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados cayó de 3% en junio a 2,8% en agosto.

Los indicadores de las expectativas de inflación obtenidas de los TES aumentaron y se encuentran entre 2,4% (TES negociados a un año) y 4,58 % (TES a 10 años), este último 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 1,4% en julio a 1% en agosto.

#### b. Crecimiento

El crecimiento anual del PIB para el segundo trimestre del año fue -0,5%. Comparado con el primer trimestre, el segundo registró un aumento de 0,7%.

La contracción anual del segundo trimestre obedeció principalmente a una caída de la demanda interna (de 2,1% anual). Las exportaciones netas en pesos reales (exportaciones menos importaciones) tuvieron una contribución positiva.

La inversión en obras civiles fue el componente más dinámico de la demanda interna (crecimiento anual de 40,6%), en tanto que la inversión en maquinaria y equipo disminuyó (-18,4%). El consumo de los hogares cayó más que en el primer trimestre por efecto del consumo de bienes durables (-7,2%) y no durables (-2,0%). El consumo público se expandió 0,9%.

Los sectores que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB del segundo trimestre fueron el financiero (4,3%), la minería (10,2%) y la construcción de obras civiles (40,5%). La industria fue el sector que más se contrajo (-10,2%) completando un año de crecimientos anuales negativos consecutivos. Otros sectores que contribuyeron a la caída del PIB fueron comercio (cuya variación anual fue -3,9%), construcción de edificaciones (-9,9%) y, en menor medida, transporte (-1,2%) y agricultura (-1,8%).

En cuanto al tercer trimestre, los indicadores sectoriales disponibles muestran lo siguiente:

- Los datos del DANE para producción industrial a julio indican una caída anual de 6,5%, asociada de manera importante con el subsector de hierro y acero.
- 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 julio según el DANE cayeron 3,7% frente a una disminución de 4,5% del mes anterior.
- La encuesta de Fenalco en agosto continúa reflejando una contracción en las ventas, pero con expectativas a seis meses al alza.
- La demanda de energía no regulada creció en agosto a una tasa anual de 1%.
- El Indicador de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo en agosto mejoró por cuarto mes consecutivo y se situó en niveles similares a los observados a finales de 2008 y comienzos de 2009.
- Las licencias de construcción para el mes de agosto, tanto las dirigidas a vivienda como a otros destinos, siguieron con caídas anuales superiores al 25%. La producción de cemento registró una caída anual en ese mismo mes de 12,5%. Sin embargo, la contracción de este indicador es menor que la del primer y segundo trimestres (17,4% y 14,2%, respectivamente).

Las exportaciones totales a julio cayeron 10% anual en el acumulado de doce meses. Aunque en lo corrido del año (enero-julio) disminuyeron 19,2% anual, los niveles son superiores a los del mismo período de 2007. Para este mismo lapso de tiempo (enero-julio), el valor de las exportaciones en dólares de todos los sectores (agropecuario, minero e industrial) cayó en términos anuales, mientras que en volúmenes los sectores agropecuario y minero registraron crecimientos anuales. La mayor caída por nuestras exportaciones se presentó en el mercado de Estados Unidos.

En el acumulado de doce meses, las importaciones totales a julio de 2009 cayeron 3,2 % (en términos anuales) y en lo corrido del año (enero-julio) 16,2% (anual). Esto último por las importaciones de bienes intermedios (-

27%). El valor en dólares de las importaciones totales en el mes de julio (US\$3,178m) fue mayor al del mes anterior (US\$2,486m) pero menor al observado en julio de 2008 (US\$3,447m).

El valor de las exportaciones e importaciones en 2009 podría ser similar al registrado en 2007. Esto implicaría, con respecto a los niveles alcanzados en 2008, una reducción de las exportaciones totales de 20% y de las importaciones de 17%. Lo anterior es consistente con una caída anual de las exportaciones a Venezuela de 20%.

En el trimestre móvil terminado en julio, el aumento de la tasa de desempleo a nivel nacional se dio en un contexto de incremento de la participación (la cual subió 2,8pp) mayor que el incremento de la ocupación (que subió 2,1pp). De esta manera, el desempleo se ubicó en 11,9%, 0,5pp por encima del mismo período de 2008.

Según la GEIH, el empleo en julio creció 6,4% a nivel nacional y 4,2% en las 13 áreas metropolitanas frente al mismo periodo del año anterior. Por ramas de actividad, se observó un fortalecimiento de la ocupación en construcción y transporte durante el segundo trimestre, hecho que podría estar asociado al dinamismo de las obras civiles.

### 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 algunos productos básicos siguieran con su fase de recuperación iniciada tres meses atrás.

La industria automotriz, apoyada por subvenciones estatales, ha impulsado la recuperación. Japón, Alemania y Francia registraron un crecimiento positivo en el segundo trimestre, mientras que en E.E.U.U. los indicadores señalan la estabilización de su economía. En cuanto a las economías emergentes, las señales son mixtas: algunos países asiáticos se han recuperado en el último trimestre mientras que países de Europa Oriental y América Latina continúan contrayéndose.

La corrección de los desbalances macroeconómicos estructurales de las economías desarrolladas es necesaria para restablecer una dinámica sostenida

del crecimiento en dichos países y en el mundo. Mientras ello no ocurra, las mayores necesidades de financiamiento de las economías industrializadas podrían generar un incremento en las tasas de interés mundiales. En la misma línea, es poco probable que en un mediano plazo el comercio mundial retorne a los niveles registrados previos a la crisis.

#### d. Variables financieras

El crecimiento del M3 se desaceleró pero presenta aumentos anuales superiores al incremento del PIB nominal estimado para el presente año.

Entre junio 19 y septiembre 4, la tasa de crecimiento de la cartera en moneda legal cayó de 15,6% a 9,9% por el comportamiento de la cartera comercial. En las mismas fechas, la tasa de crecimiento de la cartera comercial cayó de 21,2% a 12,4%. Las colocaciones de bonos han compensado esta caída con un aumento en lo corrido del año de \$1,8 b.

El crédito a los hogares muestra una desaceleración de la cartera de consumo y un buen comportamiento de la hipotecaria. En septiembre 4, la tasa de crecimiento anual de la cartera de consumo se ubicó en 0,3%, cuando un mes atrás lo hacía a un ritmo de 1,8%. Por su parte, la cartera hipotecaria entre el 7 de agosto y el 4 de septiembre, pasó de crecer 12,4% anual a 13,2% anual, respectivamente.

En las últimas semanas se detuvo la tendencia descendente de todas las tasas de interés. Desde finales de julio, la tasa de captación DTF se ha situado alrededor de 5%. Por su parte, las tasas de interés de consumo se estabilizaron en 22%, las de tarjetas de crédito en 28% y las de crédito de vivienda en 14,5%. La pausa en las tasas también se ha dado en los créditos de tesorería, grupo que presenta una tasa cercana al 8,5%. Al 4 de septiembre, los créditos ordinarios y preferenciales han incrementado levemente su tasa, con valores de 12,5% y 9,4%, respectivamente.

La curva de los TES registró un movimiento al alza de 27 pb y 6 pb en el tramo corto y medio de la curva mientras que en el tramo largo presentó un movimiento a la baja de 22 pb.

## **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 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; (iv) la continua mejora en la confianza de productores y consumidores; (v) la cartera del sistema financiero en moneda legal que presentó una desaceleración aunque sigue creciendo por encima del PIB nominal; (vi) las emisiones de bonos que han complementado la financiación del sector real; (vii) el comportamiento de las tasas de interés del mercado en respuesta a la baja en la tasa de referencia del Banco; (viii) el crecimiento negativo de los Estados Unidos y el menor crecimiento de Venezuela, Ecuador y otros socios comerciales; (ix) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables; (x) el comportamiento de las tasas de interés de los títulos de deuda pública; y (xi) el comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

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 alimentos y regulados; (ii) el efecto rezagado de las medidas de política monetaria sobre la producción y los precios; (iii) los resultados del PIB para el segundo trimestre, en especial de la demanda interna más débil que la proyectada; (iv) el efecto de las restricciones comerciales impuestas a productos colombianos; (v) el comportamiento de la tasa de cambio en las últimas semanas; (vi) la reciente baja dinámica de 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; (viii) la pertinencia de continuar reduciendo la tasa de intervención ante la última información disponible; y (ix) 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 décimo mes consecutivo y los posibles efectos de las restricciones comerciales y de la revaluación del peso, en las proyecciones de inflación y crecimiento. Así mismo, señalaron el debilitamiento de la demanda de crédito.

Con el fin de afianzar la recuperación de la economía y reducir posibles efectos negativos de las restricciones que se han presentado al comercio y de

la apreciación del peso, la Junta Directiva de manera unánime acordó reducir 50 puntos básicos la tasa de intervención. Los miembros de la Corporación esperan estabilidad de la tasa de intervención en el futuro cercano.

Esta disminución de la tasa de referencia continúa con la política monetaria expansiva adelantada desde finales del año pasado que ha permitido una disminución persistente de las tasas de interés de captación y colocación. La Junta Directiva espera que ésta tendencia continúe estimulando el crecimiento económico en un ambiente caracterizado por un sistema financiero saludable, en línea con la mejora de los indicadores de confianza de los consumidores y empresarios.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

La Junta Directiva acordó disminuir 50 pb la tasa de intervención del Banco de la República. De esta manera la tasa de interés de intervención del Banco será de 4%.

Bogotá D. C., octubre 09 de 2009.