

II
ACTUALIDAD

MINUTAS DE LA REUNIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA DEL 23 DE NOVIEMBRE DE 2009

El 23 de noviembre 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 octubre se situó en 2,72%, con una disminución de 49 pb con respecto al mes de septiembre. En lo corrido del año hasta octubre se acumuló una inflación de 1,98%, muy por debajo del mismo registro del año pasado (6,9%). Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos descendió de 2,2% en septiembre a 1,6% en octubre.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 2,5% en septiembre a 1,7% en octubre, debido al comportamiento de todos los subgrupos que la componen y, en especial, de los servicios públicos.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados bajó de 4,8% en septiembre a 4,6% en octubre. Se destaca la caída de los rubros con baja indexación y de los arriendos. 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 2,7% en septiembre a 2,1% en octubre.

Con datos preliminares al 13 de noviembre, las expectativas de inflación derivadas de las negociaciones de deuda pública para 1, 5 y 10 años, presentaron variaciones de -31 pb, -57 pb y -31 pb frente a los datos promedio de octubre, ubicándose en 2,78%, 3,59% y 4,09%, respectivamente.

La variación anual de los precios al productor (IPP) disminuyó de -1,5% en septiembre a -4,7% en octubre.

b. Crecimiento

La mayoría de los indicadores de actividad real no muestran una profundización en la caída de la actividad económica, pero tampoco señalan un crecimiento generalizado.

- La variación anual del índice de producción industrial sin trilla de café en septiembre fue de -3,8%. Con esta cifra, la contracción anual de la producción industrial del tercer trimestre se situó en 4,6%, caída que se compara favorablemente con las de los anteriores tres trimestres.
- En niveles, la producción industrial (ajustada por estacionalidad) muestra un aumento pequeño en septiembre frente a agosto.

-
- El indicador de existencias de la industria de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo de septiembre muestra una disminución leve respecto al nivel observado meses atrás. Por su parte, el indicador de pedidos de la misma encuesta se encuentra estancado desde hace varios meses.
 - La variación anual de las ventas en septiembre fue de -7,3%. Al desestacionalizar la serie, las ventas del comercio cayeron en septiembre a niveles de mediados de 2006.

El Indicador de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo disminuyó ligeramente en los meses de septiembre y octubre.

- El recaudo de IVA real al tercer trimestre también mostró una recuperación frente al segundo.
- Las ventas al por menor de agosto cayeron a una tasa anual de 3,9%, que resulta menor que la observada en el segundo trimestre (-4,8%).

En lo corrido del año hasta el mes de septiembre de 2009, la balanza comercial fue superavitaria en US\$1.054 millones, inferior en US\$500 m a la del mismo período del año anterior.

Año corrido a septiembre de 2009 las exportaciones totales en dólares (clasificación CIU) se redujeron 18,5% respecto del mismo período del año 2008. Por origen, todas mostraron reducciones: -21,7% las industriales, -16,2% las mineras y -7,2% las del sector agropecuario.

Las exportaciones en dólares a Venezuela, que representan el 15% del total, registraron una caída de 14,2% año corrido. Las ventas a Venezuela durante septiembre cayeron frente al mismo mes del año anterior 49,5%, más de lo que venía sucediendo en meses anteriores.

Las ventas a los Estados Unidos, que representan el 38% del total de las exportaciones, exhibieron un descenso, año corrido a septiembre, de 20,3%. Dicha contracción se originó en las menores ventas en dólares del sector minero (-23,6%) y del sector industrial (-19%).

En lo corrido del año al mes de septiembre de 2009, las importaciones (CIF) ascendieron a US\$24,039m, disminuyendo anualmente 18,7%. La

disminución más importante fue registrada por las importaciones de bienes intermedios (29%), en particular las compras realizadas a los Estados Unidos.

De acuerdo con la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH), el empleo creció en el trimestre móvil junio a septiembre de 2009 a una tasa anual de 5,1% en el total nacional, y de 2,6% en las 13 áreas. Sin embargo, la oferta laboral (TGP) aumentó a un mayor ritmo, conduciendo a un aumento de la tasa de desempleo (TD), la cual se ubicó en el trimestre móvil terminado en agosto en 12,2% en el total nacional y 13% en las 13 áreas.

c. Contexto externo

Las condiciones económicas de los países desarrollados han mejorado en los últimos meses. Para el tercer trimestre de 2009, la mayoría de economías desarrolladas presentaron un crecimiento del PIB. En el caso de EE. UU., el PIB creció 3,5% (t/a) en dicho período, siendo el consumo y la inversión las variables que más aportaron a este resultado. El sentimiento empresarial también ha continuado mejorando en los países industrializados, así como algunos indicadores de la actividad real, tales como las exportaciones y las ventas al por menor. Igualmente, los mercados financieros internacionales continuaron recuperándose, sobresaliendo las condiciones de liquidez y el comportamiento bursátil.

Estas mejores perspectivas han llevado a que los analistas internacionales modifiquen sus pronósticos de crecimiento al alza, en particular los de EE. UU., para 2010. Pese a lo anterior, existe todavía incertidumbre sobre el devenir económico de estos países. En particular, el débil mercado laboral y las restricciones al crédito bancario podrían atenuar la recuperación del consumo y la inversión en los próximos trimestres.

En cuanto a los países emergentes, el comportamiento de la actividad económica ha sido bastante heterogéneo. En el caso de los países asiáticos, China ha consolidado su recuperación y muchos de sus indicadores reales muestran repuntes significativos, también liderados por gasto fiscal. Por su parte, el desempeño de India también es positivo, aunque con una recuperación menos marcada.

Para América Latina las señales son mixtas. Las exportaciones en algunos países de la región han mejorado en el último trimestre. En Brasil y Chile

hay una recuperación de la actividad industrial, mientras que para el resto de los países de la región las señales son menos claras.

En el caso de la economía venezolana, el PIB real presentó una contracción anual de 4,5% durante el tercer trimestre de 2009, mientras que el mercado esperaba contracciones anuales cercanas al 1,5% para el mismo periodo. Aunque el gasto del Gobierno mantuvo su dinámica, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo presentaron importantes retrocesos. Lo anterior ha llevado a que se proyecte una caída de 2% para el 2009.

Las monedas de la región han mantenido una tendencia de apreciación en lo corrido del año. Sin embargo, en el último mes en la mayoría de países la tasa de cambio se estabilizó e incluso se depreció, excepto por Chile, que ha continuado apreciándose.

d. Variables financieras

La tasa de crecimiento anual de M3, que se había desacelerado hasta mediados de octubre, se estabilizó alrededor de 10% en las últimas tres semanas (del 16 de octubre al 6 de noviembre). Lo anterior se explica principalmente por los pasivos sujetos a encaje –PSE–. Por su parte, la variación anual del efectivo, que crecía 0,7% anual en octubre, mostró una leve recuperación y a noviembre 6 se ubicó en 3,7%. En términos reales (deflactando por el IPC sin alimentos), en octubre las tasas de crecimiento de los promedios de M3, los PSE y el efectivo se ubicaron en 6,5%, 7,2% y 1,7%, respectivamente.

La cartera bruta en moneda nacional continuó desacelerándose. En noviembre 6 la tasa de crecimiento anual se ubicó en 5,1%, cuando un mes atrás lo hacía a un ritmo de 7,3%. La cartera bruta comercial fue la que presentó la mayor caída en el ritmo anual de crecimiento, al pasar de 8,4% en octubre 9 a 6,3% en noviembre 6. En cuanto a la cartera de consumo, ésta se mantuvo a lo largo del mes en niveles similares a los observados un año atrás. Por su parte, la cartera hipotecaria siguió consolidando su aceleración entre octubre 6 y noviembre 9, pasó de crecer 12,9% a 15,7% en términos anuales. De esta manera, en términos reales (con IPC sin alimentos), a noviembre 6 el crecimiento de la cartera en moneda nacional se ubicó en 2%, el de la comercial en 3,1%, el de la hipotecaria en 12,3% y el de la de consumo en -3,2%

Parte de la desaceleración en la cartera comercial se explica por la emisión de deuda de las empresas. Con información a septiembre, la cartera comercial más bonos crecía 13,4%, cifra superior en 320 pb al crecimiento de la cartera comercial. Otro factor detrás de la desaceleración de la cartera en moneda nacional está asociado con el mayor ritmo de castigos de cartera, que durante los últimos 12 meses pasó de \$5,5 a \$7,5 b.

En materia de tasas de interés, el recorte de 50 pb en la tasa de política (25 de septiembre) se reflejó en su totalidad en las tasas del mercado monetario y se ha transmitido rápidamente a las tasas de captación y de créditos comerciales (exceptuando construcción). Adicionalmente, la reducción de la tasa de usura a partir del 1 de octubre (206 pb) aceleró el descenso de las tasas de crédito con tarjeta.

La reducción de las tasas nominales promedio en octubre fue similar a la desaceleración de la inflación sin alimentos y, por tal motivo, en términos reales las tasas de interés permanecieron relativamente estables (con excepción de la tasa de tarjeta de crédito, -116 pb, y de consumo, -33 pb).

Del 23 de octubre al 13 de noviembre de 2009 la curva de los TES registró movimientos a la baja de 45 pb, 111 pb y 70 pb en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: (i) la profunda y rápida caída en el ritmo de crecimiento de los precios durante el mes, no esperada por el mercado ni por 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 generalizada del crecimiento de los precios, frente a otros meses en los cuales las reducciones se debieron básicamente a bajas en alimentos y regulados; (iv) el efecto transitorio que podría tener sobre el crecimiento de los precios el fenómeno del Niño; (v) el estancamiento 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 el 2010; (xi) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento 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 del 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 del 2010 con una demanda interna más débil que la proyectada 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 la tasa de cambio en las últimas semanas; (vi) el comportamiento de los agregados monetarios y sus posibles efectos en la reactivación económica; (vii) la baja dinámica reciente en la cartera comercial del sistema financiero y las causas de la misma; (viii) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto de desaceleración de la economía y caída de la inflación; (ix) la pertinencia de continuar reduciendo la tasa de intervención ante la última información disponible; y (x) 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 disminuyó en octubre más rápido de lo esperado; (ii) los indicadores de inflación básica continuaron cayendo; (iii) las expectativas de inflación siguen disminuyendo; (iv) si bien el comportamiento a la baja de la inflación ha estado liderado por los precios de los alimentos y los regulados, las reducciones mensuales en precios han sido más generalizadas, abarcando una amplia variedad de bienes y servicios, y (v) las proyecciones para fin de año muestran que la inflación se ubicará por debajo del punto medio del rango meta de largo plazo (3%).

En cuanto al contexto externo, se señaló que éste ha mejorado en los últimos meses, lo que ha llevado a que los analistas internacionales

augmenten sus pronósticos de crecimiento económico para el 2010 en la mayoría de los países y, en particular, en los Estados Unidos. No obstante, las proyecciones de crecimiento para Venezuela muestran una caída importante del PIB tanto para este año como para 2010 lo que, conjuntamente con las mayores restricciones al comercio, afectará las exportaciones colombianas a ese país.

Por otra parte, la información disponible a septiembre no refleja nuevas caídas en los niveles de actividad económica en el país, pero tampoco una reactivación vigorosa. A lo anterior se suma que la cartera en moneda nacional se sigue desacelerando.

La política monetaria expansiva ha permitido una disminución persistente de las tasas de interés de captación y colocación. La Junta Directiva espera que esta tendencia continúe estimulando el crecimiento económico en un ambiente caracterizado por un sistema financiero saludable.

La mayoría de los miembros de la junta consideraron que una reducción de 50 puntos básicos de la tasa de intervención afianzará la recuperación de la economía y reducirá los efectos negativos de la caída del comercio con Venezuela. Esta reducción de la tasa de interés de intervención corrige el aumento de la tasa de interés real causado por la reducción de la inflación y sus expectativas y es coherente con la meta de inflación fijada para el 2010.

Otros directores manifestaron su temor sobre la extemporaneidad de la medida debido al rezago natural entre la misma y sus efectos plenos sobre la demanda, y señalaron que una nueva disminución de las tasas de interés podría dificultar el cumplimiento de la meta de inflación para el 2010 y, en consecuencia, que la Junta tenga que aumentar su tasa de intervención en una coyuntura en la cual no se haya consolidado la recuperación de la economía.

3. DECISIÓN DE POLÍTICA

La Junta Directiva por mayoría acordó reducir en 50 pb la tasa de intervención del Banco de la República. De esta manera la tasa de interés de intervención del Banco será de 3,5%.

Mínutas publicadas en Bogotá, D. C., diciembre 04 de 2009.

MINUTAS DE LA REUNIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA DEL 29 DE ENERO DE 2010

El 29 de enero de 2010 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 diciembre se situó en 2%, con una disminución de 37 pb respecto al mes de noviembre. Por su parte, la inflación mensual (0,08%) fue positiva por primera vez en tres meses. Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos descendió de 0,7% en noviembre a -0,3% en diciembre.

El incremento anual de precios de los bienes regulados pasó de 1,5% en noviembre a 2,6% en diciembre, debido a aumentos en los servicios públicos.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados bajó de 4,5% en noviembre a 4,4% en diciembre. Se destaca la variación anual de los arriendos, que pasó de 4,2% a 3,9% en el mes. La de los de alta indexación se mantuvo en 6,8%, mientras que la de los menos indexados pasó de 3,8% en noviembre a 3,7% en diciembre.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados cayó de 1,9% en noviembre a 1,4% en diciembre.

Las expectativas de inflación derivadas de las negociaciones de deuda pública para 1, 5 y 10 años se ubicaron en 3,07%, 4,17% y 4,47%, respectivamente, con variaciones de 111 pb, 69 pb y 33 pb frente a los datos promedio de diciembre.

La variación anual de los precios al productor (IPP) fue de -2,2% frente a -3,9% del mes pasado.

b. Crecimiento

A finales de diciembre el DANE dio a conocer el crecimiento anual del PIB de -0,2% para el tercer trimestre del año pasado. Comparado con el del segundo trimestre, el PIB del tercero aumentó 0,2%, completando tres períodos sucesivos de expansión lenta del PIB en términos trimestrales.

En variaciones anuales, la contracción del PIB en el tercer trimestre de 2009 estuvo asociada con la caída en la inversión. El DANE registró un descenso en la formación bruta de capital, que se explica por una fuerte disminución de la inversión diferente a obras civiles. El otro componente de la demanda interna, el consumo (público más privado) contribuyó positivamente a la variación anual del PIB en este periodo. En el consumo privado específicamente, el crecimiento anual fue nulo, lo que sin embargo implica una mejora frente a las caídas de los dos trimestres anteriores y, en niveles, resulta ligeramente superior al de éstos. En cuanto al consumo

del Gobierno, en el tercer trimestre se registró el mayor crecimiento anual en lo corrido del año.

En lo que respecta a la demanda externa, las exportaciones disminuyeron en términos anuales debido a menores ventas de café por la caída en su producción y a las exportaciones a Venezuela, lo que se sumó a la contracción de la demanda externa por cuenta de la crisis internacional. Por otro lado, las importaciones volvieron a caer más que las exportaciones, esto hizo que la demanda externa realizara un aporte positivo al crecimiento anual del PIB.

Por ramas de actividad económica, los sectores que explicaron la caída anual del PIB fueron, en su orden: industria, comercio, construcción de edificaciones y transporte. Los sectores que más contribuyeron de manera positiva a la variación anual del PIB del tercer trimestre fueron construcción de obras civiles y minería.

Para el cuarto trimestre de 2009, la mayoría de los indicadores disponibles muestran una expansión de la actividad económica en términos de crecimientos anuales.

- La variación anual a noviembre del índice de producción industrial (IPI) sin trilla de café publicada por el DANE fue de 2,0%, el mejor registro para un crecimiento anual de un mes desde abril de 2008.
- En los últimos tres meses, a noviembre, se observaron signos de reactivación en cerca de la mitad de ramas industriales, dentro de las que se encuentran sustancias químicas, muebles, tabaco y productos metálicos. Sin embargo, otras ramas como prendas de vestir, papel, derivados del petróleo, vidrio, cemento y aparatos eléctricos, entre otros, siguieron sin mostrar señales de recuperación. Algunas de estas industrias estarían siendo afectadas por las restricciones comerciales de Venezuela.
- La demanda total de energía (regulada y no regulada) creció a una tasa anual de 3,4% en diciembre y de 2,6% en todo el último trimestre, siendo el registro más alto desde finales de 2007.
- El Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo (ICC) con datos trimestralizados aumentó en el cuarto trimestre, a pesar de la caída que se observó en el dato mensual de diciembre.

-
- Las ventas al por menor en noviembre crecieron 2,0% en términos anuales. En niveles, las ventas desestacionalizadas mostraron un aumento frente a meses anteriores, con excepción de alimentos y bebidas.
 - A diferencia del consumo, la inversión (por lo menos la que no incluye obras civiles ni construcción de edificaciones) mantuvo crecimientos estables a finales de 2009.

De acuerdo con la balanza de pagos observada al tercer trimestre de 2009, el déficit en cuenta corriente fue de US\$3.456 millones (m) (2,1% del PIB), menor en US\$737 m al déficit registrado en el mismo período de 2008. Dicha reducción se originó por una caída mayor en los egresos corrientes (-US\$7.019 m) que la de los ingresos corrientes (-US\$6.282 m).

Dicho déficit se financió con entradas de capital por US\$4.894 m (3% del PIB), que provinieron principalmente de recursos del sector público (incluido Ecopetrol) por US\$6.165 m. El superávit de la cuenta de capital y financiera es menor en US\$2.166 m que el registrado durante el mismo período de 2008, lo cual se explica por una disminución en los flujos netos de capital por inversión extranjera directa (-US\$ 2.410 m), mayores pagos de deuda y constitución de inversiones de colombianos en el exterior.

En noviembre de 2009 las exportaciones totales en dólares presentaron un crecimiento de 25,9% anual, principalmente por un aumento de 61,6% en las exportaciones con destino a Estados Unidos. Dicho comportamiento se debe en gran parte a un efecto base, dado el bajo nivel alcanzado por las exportaciones en el mes de noviembre de 2008 (un poco más de US\$2.000 millones). Por su parte, en el mismo mes, las exportaciones mensuales a Venezuela cayeron 71,5% en términos anuales.

Aunque entre enero y noviembre de 2009 las exportaciones totales en dólares cayeron 14,4% anual, los niveles son superiores a los del mismo período de 2007 (US\$29.660 m en 2009 *vs.* US\$ 26.815 m en 2007). Durante este período, la caída acumulada de las ventas externas a Estados Unidos fue 12,7%, a Venezuela 28,2% y a Ecuador 17%. En valores todos los sectores exhibieron caídas (industrial -21%, minero -7,2% y agropecuario -1,6%), en tanto que en volúmenes sólo el sector industrial mostró una reducción (-19,4%).

En lo corrido del año al mes de noviembre de 2009, las importaciones (CIF) ascendieron a US\$29.836 m, disminuyendo 18,5% en términos anuales. La importación de bienes intermedios se redujo en -27,6%, las de bienes de consumo -12,5% y de capital -10,2%. En volúmenes las importaciones totales también disminuyeron 7,6% en el acumulado a noviembre. A nivel mensual, en noviembre de 2009 el valor de las importaciones fue inferior con respecto al registrado en el mismo período del año anterior (-14,2%), principalmente por una caída de las importaciones de bienes de capital de 21,6%.

La gran encuesta integrada de hogares (GEIH) muestra un aumento del empleo para el trimestre móvil septiembre-noviembre de 2009 de 4,3% anual en las 13 principales áreas urbanas. Al analizar las series desestacionalizadas se observa un aumento en los niveles de ocupación en la segunda mitad de 2009 frente al primer semestre. Sin embargo, este aumento se concentró en los trabajadores no asalariados toda vez que el empleo asalariado se mantuvo estancado a lo largo del año.

c. Contexto externo

Durante el cuarto trimestre de 2009 la economía mundial continuó recuperándose gracias al dinamismo de los países del Asia. Esta reactivación se reflejó desde mediados de año en un crecimiento del comercio internacional, que alcanzó en algunos países niveles similares a los de 2007. Los principales analistas consideran que la economía mundial en el 2010 seguirá siendo liderada por Asia, lo que favorecerá los términos de intercambio en Colombia y otros países de la región. Pese a ello, los riesgos en las economías desarrolladas siguen siendo altos, por lo que todavía se espera una recuperación lenta en 2010. Por esta razón, los pronósticos de crecimiento sólo se aumentaron levemente, en especial para los Estados Unidos.

En materia de precios, si bien la inflación anual aumentó en los últimos meses en los países industrializados, esto se explica por efectos de una menor base en la segunda mitad de 2008 (por la caída en los precios de la energía). Sin embargo, la inflación básica se ha mantenido estable y en algunos casos ha disminuido. En vista de ello y del débil crecimiento previsto, no se esperan presiones inflacionarias importantes durante los próximos trimestres: los analistas proyectan una inflación para los Estados Unidos de 2,1% en 2010 y de 2% en 2011.

En cuanto a las economías emergentes, la recuperación económica ha sido liderada por los países del Asia, en particular China e India. China reportó un crecimiento anual de 10,7% en el cuarto trimestre, con lo cual dicha economía creció 8,7% en 2009. Respecto a América Latina, algunos países como Brasil y Chile muestran claros signos de recuperación y en el tercer trimestre varios países de la región alcanzaron los niveles del PIB de 2008.

Durante el último trimestre de 2009 la mayoría de monedas de la región se apreciaron. Sin embargo en las últimas cuatro semanas terminadas el 25 de enero el comportamiento fue mixto: mientras que Brasil y Chile se han depreciado, Colombia y Perú han reportado apreciaciones. Adicionalmente, en Venezuela el Gobierno decretó una importante devaluación del bolívar. Las primas de riesgo han permanecido estables y se ubican en niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers

d. Variables financieras

El M3 pasó de crecer 16,4% anual en julio de 2009 a 10,3% en septiembre del mismo año y a 7,3% en enero 15 de 2010. El comportamiento de los pasivos sujetos a encaje (PSE), especialmente de los CDT, explica la mayor parte de la desaceleración de M3. No obstante lo anterior, el M3 continúa aumentando más que la actividad económica y la relación M3/PIB se encuentra en el nivel máximo calculado desde diciembre de 1989.

En el mercado del crédito, tanto en los datos como en las expectativas sobre la evolución de la cartera bruta total se observan señales de estabilización. En algunas modalidades como la cartera hipotecaria y la de consumo se registran signos de recuperación. En el caso de la cartera comercial, su desaceleración ha sido compensada por el incremento en la colocación de bonos emitidos por grandes empresas.

En septiembre de 2009 la cartera bruta total creció 8,1% anual, mientras que a diciembre y lo corrido de enero del presente año lo hizo a un ritmo de 4,9% y 5,3%, respectivamente. Por modalidades la más dinámica ha sido la hipotecaria, que pasó de un crecimiento anual de 14,6% en septiembre a 18,3% anual en lo corrido de enero. En las mismas fechas el ritmo de aumento anual de la de consumo pasó de 0,6% a 1,5% y la comercial de 9,3% a 4%.

Parte de la desaceleración de la cartera comercial se explica por la emisión de bonos de las empresas. Al sumar bonos corporativos más cartera comercial su saldo se mantuvo estable en el último trimestre de 2009, con crecimientos nominales y reales de 5,3% y 2,9%, respectivamente.

Con respecto a la disponibilidad de crédito, la última encuesta trimestral realizada por el Banco de la República a empresarios, comerciantes, transportadores, analistas financieros, académicos y sindicatos, muestra que en su mayoría los agentes de la economía la perciben como alta, tendencia que ha sido creciente desde el primer trimestre de 2009. Por el lado de la oferta de crédito ganó terreno la preferencia hacia el otorgamiento de crédito, especialmente a las empresas que producen para el mercado interno y a las empresas con inversión extranjera. En la misma encuesta se observa que el sistema financiero está más dispuesto a atender las solicitudes de crédito y no contempla aumentar los requerimientos de aprobación, con la posibilidad incluso de que los disminuyan.

En materia de tasas de interés, las del mercado interbancario a 1 día se acercaron a la tasa de referencia del Banco y las activas y pasivas continuaron descendiendo. Al 22 de enero, la DTF se situó en 4,10%, cuando 4 y 13 semanas atrás eran 4,14% y 4,45% respectivamente. En el caso de créditos comerciales, en enero 15 las tasas de interés de préstamos ordinarios fueron 10,56%, la de crédito preferencial 7,63%, y la de tesorería 7,12%. En su orden, estas cifras fueron menores en 4 pb, 15 pb y 2 pb a las de 1 mes atrás. En el trimestre y en el mismo orden, los descensos fueron de 60 pb, 57 pb y 67 pb. En los créditos a los hogares también se presentaron caídas en las tasas de interés. Para el consumo, los registros a octubre 16, diciembre 11 y enero 15 fueron 21,20%, 20,43% y 19,98%, respectivamente. En las mismas fechas para los créditos de vivienda las observaciones fueron 14,14%, 13,84% y 13,66%.

La curva de los TES entre el 21 de diciembre y el 26 de enero registró movimientos al alza de 63 pb, 91 pb y 34 pb en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

2. DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: i) el resultado de la inflación a fin de año y la caída en el ritmo de crecimiento

de los precios durante el mes, que fue nuevamente generalizada; ii) la disminución en los indicadores de inflación básica; iii) el efecto transitorio que podría tener sobre el crecimiento de los precios el fenómeno del Niño; iv) la mejora en el crecimiento de los indicadores de confianza de productores y consumidores; v) el comportamiento del M3 y, en especial, de los pasivos sujetos a encaje; vi) la cartera del sistema financiero en moneda legal, que sigue creciendo por encima del PIB nominal; vii) las emisiones de bonos que han complementado la financiación del sector real; viii) el comportamiento de las tasas de interés del mercado en respuesta a la baja en la tasa de referencia del Banco; ix) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento del producto de los sectores transables; y x) 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 2010, en especial un eventual repunte transitorio en los precios de los regulados y de los alimentos debido al fenómeno climático del 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 2010; 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 cerró el año con un registro de 2%; ii) los indicadores de inflación básica (aquella que excluye los precios de los productos más volátiles como los alimentos) continuaron cayendo, mientras que las expectativas de inflación a un año siguen en el rango meta fijado por la Junta, que coincide con el de largo plazo (entre 2% y 4%) y; iii) durante el mes de diciembre se observó de nuevo una caída generalizada de los precios de los distintos rubros que componen la canasta, abarcando así una amplia variedad de bienes y servicios.

La economía mundial continuó recuperándose, en especial gracias al dinamismo de los países del Asia. Esta reactivación se refleja en un incremento del comercio internacional y de los precios de productos básicos, lo que ha llevado a que los pronósticos de crecimiento aumentaran para el 2010. Por su parte, las perspectivas de mediano y largo plazo para las economías de la región y de otros países emergentes siguen siendo favorables. No obstante, las proyecciones de crecimiento para Venezuela fueron revisadas nuevamente a la baja.

La información disponible muestra que los niveles trimestrales del PIB se siguen recuperando. A lo anterior se suman señales de recuperación de la demanda agregada, como son: la mejoría en el indicador de confianza de los consumidores y de los sectores industriales vinculados con la construcción de obras civiles, la estabilización de los indicadores de capacidad instalada y la recuperación de los niveles de importación de materias primas.

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 continúa 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%.

Minutas publicadas en Bogotá, D. C., el 12 de febrero de 2010.

COMUNICADOS DE PRENSA



12 de enero de 2010

COMPRAS DE TES EN EL MERCADO SECUNDARIO

El Banco de la República se permite informar que en desarrollo de la expansión monetaria de fin de año, aprobada por la Junta Directiva el 23 de octubre de 2009, se adquirieron TES B en el mercado secundario por \$3 billones. El saldo del portafolio de TES en poder del Banco al 31 de diciembre de 2009 ascendió a \$3,6 billones.



27 de enero de 2010

**“DINERO, BANCA Y MERCADOS FINANCIEROS”, NUEVO LIBRO
DE JAVIER GUILLERMO GÓMEZ**

En los próximos días profesionales, estudiantes y el público en general podrán encontrar en las librerías del país el libro *Dinero, banca y mercados financieros*, el cual integra exitosamente aspectos centrales de la macroeconomía, la política monetaria y la banca, como son el tratamiento simultáneo de temas monetarios y financieros, la plena consideración de las características de una economía abierta, el adecuado equilibrio entre teoría, evidencia empírica y práctica de la política monetaria y financiera, y la incorporación del análisis de regímenes monetarios y cambiarios.

El gran aporte bibliográfico de este libro radica en que aborda ampliamente el tema de la teoría y práctica de la política monetaria, desde la perspectiva de una economía pequeña y abierta. También presenta una serie de recuadros denominados “Los mercados emergentes”, en los cuales se presentan estudios de caso y se aplican los conceptos teóricos a los países en desarrollo considerados como economías emergentes. Así mismo, el libro contiene otra serie de recuadros denominados *Las Noticias*, los cuales ofrecen referencias comentadas a artículos periodísticos que destacan la relevancia práctica de los conceptos estudiados en cada capítulo para el caso de las economías emergentes. Una serie de notas al pie de página ofrecen referencias a artículos académicos, que se esperan sean útiles para los estudiantes que realizan trabajos de investigación o a los que deseen profundizar en la lectura.

A lo largo del libro hay una serie de destacados o resaltados que presentan los puntos más importantes de la argumentación. Al comienzo de cada capítulo hay una sección de objetivos y al final un resumen. De igual forma, al final de cada capítulo hay otras ayudas pedagógicas como palabras o términos claves y preguntas. El libro tiene su complemento en una página electrónica, donde los lectores interesados podrán profundizar en materiales adicionales, información actualizada, pruebas de autoevaluación, diapositivas y vínculos con otros sitios *web* relacionados.

Javier Guillermo Gómez Pineda

Obtuvo su doctorado en economía en la Universidad de Chicago. Ha trabajado extensamente en la investigación en los temas de economía monetaria y economía internacional. Desarrolló varios de los temas de política monetaria expuestos en este texto como investigador en el Banco de la República, banco central de Colombia, y ha realizado varias publicaciones sobre estos temas.

Ha sido profesor de cursos de teoría y política monetaria en varias universidades en Bogotá. Durante la implementación del régimen de meta de inflación en Colombia ayudó a desarrollar el modelo central de pronóstico y análisis de política utilizado para producir el pronóstico de inflación del *Informe de Inflación* del Banco de la República. Los mecanismos de transmisión de la política monetaria en este modelo, así como en los modelos de otros bancos centrales con régimen de meta de inflación, son los mismos del modelo central del libro.



29 de enero de 2010

**BANCO DE LA REPÚBLICA MANTIENE INALTERADA SU TASA
DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN**

La Junta Directiva del Banco de la República en sesión de hoy, mantuvo inalterada su tasa de interés de intervención. De esta forma, la tasa base para las subastas de expansión continuará en 3,50%. La decisión se tomó teniendo en cuenta lo siguiente:

- La inflación anual al consumidor cerró el año con un registro de 2%. Los indicadores de inflación básica (aquella que excluye los precios de los productos más volátiles como los alimentos) continuaron cayendo, mientras que las expectativas de inflación a un año siguen en el rango meta fijado por la Junta, que coincide con el de largo plazo (entre 2% y 4%).

-
- Durante el mes de diciembre se observó de nuevo una caída generalizada de los precios de los distintos rubros que componen la canasta, abarcando así una amplia variedad de bienes y servicios.
 - La economía mundial continuó recuperándose, en especial gracias al dinamismo de los países del Asia. Esta reactivación se refleja en un incremento del comercio internacional y de los precios de productos básicos, lo cual ha llevado a que los pronósticos de crecimiento aumentaran para el 2010. Por su parte, las perspectivas de mediano y largo plazo para las economías de la región y de otros países emergentes siguen siendo favorables. No obstante, las proyecciones de crecimiento para Venezuela fueron revisadas nuevamente a la baja.
 - La información disponible muestra que los niveles trimestrales del PIB se siguen recuperando. A lo anterior se suman señales de recuperación de la demanda agregada, como son: la mejoría en el indicador de confianza de los consumidores y de los sectores industriales vinculados con la construcción de obras civiles, la estabilización de los indicadores de capacidad instalada y la recuperación de los niveles de importación de materias primas.
 - La política monetaria expansiva ha permitido una disminución persistente de las tasas de interés de captación y colocación. La Junta Directiva espera que el actual nivel de la tasa de referencia continúe estimulando el crecimiento económico en un ambiente caracterizado por un sistema financiero saludable.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación y del crecimiento, y reitera que la política monetaria futura dependerá de la nueva información disponible.