



II *ACTUALIDAD*

MINUTAS DE LA REUNIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA DEL 28 DE AGOSTO DE 2009

El 28 de agosto 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 julio se situó en 3,28%, cayendo por noveno mes consecutivo. En lo corrido del año hasta julio se acumuló una inflación de 2,18%, muy por debajo del mismo registro del año pasado (6,53%). Los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

La variación anual de los precios de los alimentos cayó de 2,8% en junio a 1,58% en julio, principalmente por los precios de los alimentos perecederos.

El incremento anual de precios de los bienes regulados disminuyó de 5,9% en junio a 4,7% en julio, debido al comportamiento de los combustibles.

La variación anual de los precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados se ubicó en 4,68% en julio, cifra similar a la de junio. Lo anterior, fundamentalmente por los rubros con baja indexación y los arriendos. La variación anual de precios de los rubros de alta indexación mantuvo niveles superiores al 7%. El rubro de arrendamientos, por su parte, completó cinco meses de caídas consecutivas y se situó en 4,43%.

El aumento anual de precios de bienes transables sin alimentos ni regulados pasó de 2,78% en junio a 3,0% en julio.

Los indicadores de las expectativas de inflación obtenidas de los TES se encuentran por debajo del punto medio de la meta de inflación para este año: entre 1,46% (TES negociados a un año) y 4,37% (TES a 10 años). Sin embargo, las de TES a 10 años están 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 2,7% en junio a 1,4% en julio.

b. Crecimiento

La información disponible sugiere que la actividad económica en el segundo trimestre mostró una contracción anual cercana a la observada en el primero, en línea con lo proyectado por el equipo técnico del Banco. Al igual que en el mes pasado, las expectativas de los empresarios y consumidores revelan signos de recuperación:

- Los datos del DANE para producción industrial a junio muestran una caída anual de 6,6%. Para el segundo trimestre, la caída anual fue de 9,4%, mayor que la registrada en el primer semestre, de 7,4%.
- 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 abril según el DANE cayeron 4,5%, registro peor que el del mes anterior (-3,5%) pero mejor que el observado en lo corrido del año. En los seis primeros meses, las ventas totales al por menor completaron una caída anual de 5,1%, tasa similar a la observada en el trimestre anterior (-5,3%).
- La encuesta de Fenalco en julio continúa reflejando una contracción en las ventas, pero con expectativas a seis meses al alza.
- La demanda de energía no regulada cayó en julio a una tasa anual de 1,0%, cuando se corrige por días hábiles el crecimiento fue de 3,0%.
- El Indicador de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo en junio mejoró por tercer mes consecutivo y se situó por encima de los promedios del primer y segundo trimestre del año.
- Las licencias de construcción para el mes de junio, tanto las dirigidas a vivienda como a otros destinos, siguieron con caídas anuales, superiores al 20%. La producción de cemento registró una caída anual en ese mismo mes de 15%. A pesar de la fuerte contracción en el mes, el crecimiento anual de este indicador en el segundo trimestre (-14,2%) fue mejor que el del primero (-17,5%).

En lo corrido del año a julio, el promedio de los términos de intercambio ha sido superior que el de los años anteriores. Desde marzo, los precios de los bienes exportados en dólares han aumentado a un mayor ritmo que los precios de los bienes que se importan. Para lo que resta del año, es factible que dicha tendencia continúe. Por otra parte, los niveles de exportación e importación acumulados en el primer semestre de 2009 han sido menores a los registrados en el mismo periodo de 2008, pero superiores a los observados entre enero y junio de 2007.

Entre enero y junio de 2009 las exportaciones totales en dólares se redujeron 19,1% respecto al mismo periodo de 2008, con una contracción de las tradicionales de 23,2% y de las no tradicionales de 15,0%. El descenso en el valor exportado de las tradicionales (US\$2.690m) estuvo explicado principalmente por café (-22,5%), crudo y derivados (-40,0%)

y ferroníquel (-39,4%). En el caso del café, su caída obedeció al menor volumen exportado, mientras que para los otros productos el descenso obedeció principalmente a menores precios. La mayor desaceleración del valor de las exportaciones tradicionales se originó en el mercado de los Estados Unidos.

En lo corrido del año a junio las exportaciones no tradicionales en dólares hacia Venezuela, que representan el 36% del total no tradicional, registraron un descenso de 4%, que se explica por una caída de las ventas del sector industrial de 13,6%. Por otra parte, las ventas a los Estados Unidos, que representan el 17% del total de las exportaciones no tradicionales (sin oro), disminuyeron 25,6%.

Entre enero y junio de 2009 las importaciones (CIF) ascendieron a US\$15.574 m, disminuyendo anualmente 17,7%. La caída más importante fue registrada por las importaciones de bienes intermedios (28,3%), en particular las provenientes de los Estados Unidos. La reducción de las importaciones totales también se presentó en los bienes de consumo y los bienes de capital (-13,1% y -7,3%, respectivamente). En volúmenes, todas las importaciones exhibieron caídas.

En el primer semestre de 2009 las remesas en dólares cayeron 10% anual.

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 2010 superior al proyectado. Esta mejora en el crecimiento permitió que los precios internacionales de los productos básicos siguieran con su fase de recuperación iniciada tres meses atrás.

En las economías emergentes las señales son mixtas. China, India y Corea muestran mejores indicadores de producción, comercio interno y exportación. Sin embargo, México y Chile registraron una gran contracción en su actividad económica en el segundo trimestre. Para el resto de economías de la región, las expectativas del mercado sugieren una reducción menos marcada.

En los Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido, las restricciones de crédito podrían retardar la recuperación y reducir la eficacia de los

estímulos macroeconómicos. A esto se agrega una tasa de desempleo que continúa aumentando. En estas condiciones, la recuperación del consumo puede verse afectada, a pesar de la reducción de la inflación.

d. Variables financieras

La base monetaria y el M3 siguieron creciendo a tasas cercanas a tres veces el aumento del PIB nominal estimado para 2009.

La variación anual en agosto 7 de la cartera en moneda legal se situó en 11,8%, como resultado de la desaceleración de la cartera comercial, que para las mismas fechas pasó de crecer 20,6% a 15,3%. Estos menores niveles de cartera comercial han sido compensados en parte por mayores colocaciones de deuda del sector privado. A junio de 2009, la suma de los saldos de bonos del sector real (\$10,2 b) y de la cartera comercial crecía 19,1% en términos anuales. En julio la cartera comercial cayó \$1 b, mientras que la emisión de bonos del sector real aumentó \$0,5 b. En los días transcurridos de agosto las nuevas emisiones de deuda del sector real ya superaron el billón de pesos.

En julio la cartera de consumo continuó con crecimientos bajos (1,8% anual) y la hipotecaria se estabilizó en aumentos cercanos a 12,5% anual. Sin embargo, los crecimientos anualizados de las últimas trece semanas sugieren que ambas modalidades están en una fase de recuperación.

Las tasas de interés pasivas y activas de mercado continuaron descendiendo. Al 14 de agosto la DTF se situó en 5,04%, cifra inferior en 28 pb a la registrada un mes atrás y menor en 515 pb que el registro del 19 de diciembre de 2008. En cuanto a las tasas de interés activas, el descenso se ha dado con mayor intensidad en las de créditos a las empresas, grupo en el cual sus modalidades (tesorería, preferencial, ordinario y construcción) han presentado desde diciembre de 2008 caídas en las tasas de interés cercanas a 550 pb.

En la primera semana de agosto la tasa de interés de créditos de consumo e hipotecarios se situaron en 22,4% y 14,7%, respectivamente, cifras inferiores en su orden en 39 pb y 23 pb a las del mes pasado y menores en 344 pb y 265 pb que las registradas el pasado 19 de diciembre.

En términos reales, las tasas de interés promedio activas y pasivas se situaron cerca de sus mínimos históricos de la última década.

La curva de los TES registró un movimiento al alza de 25 pb, 38 pb y 73 pb en los tramos corto, medio y largo, respectivamente. La curva presentó un empinamiento, reflejado en la diferencia entre el tramo largo y el tramo corto.

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 continua 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 sigue creciendo por encima del PIB nominal, aunque en las últimas semanas presentó una desaceleración; vi) las importantes emisiones de bonos que han complementado la financiación del sector real; vii) 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; viii) el comportamiento del mercado interbancario de crédito; ix) el crecimiento negativo de los Estados Unidos y el menor crecimiento de Venezuela, Ecuador y otros socios comerciales; x) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables; xi) el comportamiento de las tasas de interés de los títulos de deuda pública; y xii) 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 reciente baja dinámica de la cartera comercial 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 por noveno mes consecutivo, que se ubicó en julio en 3,28%. Este descenso se presentó nuevamente en los precios de los alimentos y los bienes regulados, mientras que los indicadores de inflación básica continuaron disminuyendo.

Estas menores presiones inflacionarias continúan como resultado de varios factores tales como: la debilidad de las demandas interna y externa, las menores expectativas de inflación, que se sitúan cerca del límite superior del rango meta de largo plazo fijado por la Junta (entre 2% y 4%) y la disminución en los precios de los productos básicos frente al nivel máximo alcanzado en 2008. En consecuencia, 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. Se espera una lenta recuperación económica en el segundo semestre y han mejorado las proyecciones de crecimiento para 2010. La mayoría de economías de América Latina continúan mostrando una reducción moderada en su crecimiento y una caída de la inflación.

Gracias a la disminución de la tasa de intervención del Banco de la República y a la menor demanda de crédito, las tasas de interés de captación y colocación han descendido persistentemente. La Junta Directiva espera que esta disminución continúe y estimule el crecimiento económico. Por su parte, el sistema financiero presenta un comportamiento saludable y se destacan las grandes emisiones de bonos por parte del sector real que han complementado el crédito otorgado por el sector financiero.

A lo anterior se suma que los indicadores de opinión y confianza de las empresas y los consumidores siguen mostrando mejoras para el segundo semestre. Por otra parte, los últimos resultados de la industria, comercio y la construcción se encuentran en línea con las proyecciones de crecimiento realizadas por el equipo técnico para fin de año.

Algunos directores indicaron su preferencia por mantener inalterada la tasa de interés de intervención, a partir de las siguientes consideraciones: i) la postura de la política monetaria es expansionista; ii) la economía colombiana no sufre de una crisis financiera que justifique, como en otros países, medidas extremas de política y tasas de interés nominales anormalmente bajas; iii) parte del descenso de la inflación al consumidor, en particular la caída de la variación anual de los alimentos, puede tener elementos temporales; iv) 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; v) las cifras de crecimiento de cartera sugieren que su comportamiento no está afectado por problemas de liquidez sino por la baja dinámica del mercado crediticio; y vi) la actual postura de la política monetaria hace compatible la estabilidad de las tasas de interés con la consolidación de la reducción de la inflación hacia sus metas de largo plazo.

Otros directores propusieron una reducción de 25 o 50 puntos básicos de la tasa de interés de intervención del Banco. Lo anterior teniendo en cuenta que las proyecciones de inflación para este año muestran que ésta se situará por debajo del límite inferior del rango meta para 2009, mientras que para 2010 tendrá una caída superior a la prevista inicialmente. Uno de estos directores enfatizó que la medida se justifica también en que: i) hay 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; y iii) la acentuada revaluación del peso, una de las más altas de la región y superior a la de nuestros principales competidores.

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%.

Minutas publicadas en Bogotá D. C., el 11 de septiembre de 2009.

COMUNICADOS DE PRENSA



3 de agosto de 2009

EL GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, JOSÉ DARÍO URIBE, PRESENTA EL INFORME SOBRE INFLACIÓN DEL SEGUNDO TRIMESTRE DEL AÑO

1. Contexto externo

En su presentación, el doctor Uribe resaltó los datos de crecimiento de las economías industrializadas, que para el primer trimestre de 2009 mostraron una contracción superior —en la mayoría de los casos— a la observada hacia finales de 2008. En particular, la zona del euro y Japón registraron caídas trimestrales anualizadas de actividad económica de 9,7% y 14,2%, respectivamente, algo sin precedentes en la historia reciente. La economía de los Estados Unidos se contrajo 5,5%, magnitud similar a la del último trimestre de 2008.

La crisis del mundo desarrollado repercutió fuertemente sobre la actividad real de las economías emergentes, que en su conjunto mostraron una contracción de 4% en el primer trimestre frente al mismo período de 2008. En el caso de América Latina, se observó una fuerte caída en México (8,2%), resultado de sus estrechos vínculos comerciales y financieros con los Estados Unidos, en tanto que Brasil, Chile y Colombia experimentaron contracciones de menor magnitud. Por su parte, Perú creció a una tasa de 1,8%, significativamente inferior al crecimiento del año anterior.

Para el segundo semestre de 2009, indicadores líderes de producción industrial y comercio internacional sugieren que la contracción económica mundial comenzaría a ceder, y que podría estarse iniciando un proceso de estabilización de la economía global, apoyada en las fuertes medidas contracíclicas adoptadas por los gobiernos y bancos centrales alrededor del mundo. La mejoría en las expectativas a seis meses y un año de empresarios y consumidores en los Estados Unidos y Europa confirman esta percepción.

2. Crecimiento económico

El producto interno bruto (PIB) del primer trimestre de 2009 publicado recientemente por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) mostró que la economía colombiana ha logrado resistir los duros efectos de la crisis mejor que muchos otros países emergentes. Esto no es algo fortuito, sino el reflejo de los buenos fundamentos económicos del país y de la política económica prudencial que antecedió a la crisis.

A pesar del difícil contexto externo, el PIB colombiano no se contrajo durante el primer trimestre de 2009 más allá de la caída del 1% anual registrada durante el cuarto trimestre de 2008. Concretamente, frente al último trimestre de 2008, la economía colombiana creció 0,2%. Los pronósticos del equipo técnico del Banco muestran, con información a la fecha, que el crecimiento económico de este año se podría ubicar en un rango entre -1% y 1%.

La desaceleración del crecimiento económico se ha reflejado en un incremento de la tasa de desempleo, que por sus consecuencias sociales constituye sin duda uno de los efectos más preocupantes de la crisis

mundial. El mayor desempleo ha sido el resultado de una expansión de la oferta laboral que ha superado el aumento de la demanda. La entrada de trabajadores adicionales a la oferta laboral, que buscan compensar una caída de ingresos familiares o la pérdida de trabajo del jefe del hogar, supera la capacidad de creación de empleo que actualmente tiene la economía, incrementándose así la tasa de desempleo.

3. Inflación

Durante el primer semestre del año se revirtió el aumento de los precios de los alimentos y, en menor medida, de los bienes y servicios regulados (como los combustibles, el transporte y los servicios públicos), que afectaron la inflación al consumidor durante 2007 y 2008. En consecuencia, la inflación anual al consumidor presentó una pronunciada desaceleración al pasar de 7,7% en diciembre de 2008 a 3,8% en junio de 2009.

Los pronósticos de inflación indican que hay una alta probabilidad de que ésta termine en 2009 por debajo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (4,5%-5,5%).

4. Respuesta de política monetaria

El doctor Uribe sostuvo que la respuesta de política monetaria por parte de la Junta Directiva del Banco de la República para amortiguar los efectos negativos de la crisis global ha sido ágil y oportuna, sin apartarse de su mandato constitucional de preservar el poder adquisitivo de la moneda. En efecto, ante la evolución esperada de la inflación y el crecimiento, la Junta redujo la tasa de interés 250 pb en el segundo trimestre, la cual se ubica en la actualidad en 4,5%.

La transmisión de la reducción de las tasas de política a las tasas de interés de los créditos del sistema financiero ha sido muy rápida. Por su parte, las menores tasas de interés del crédito y la solidez del sistema financiero han contribuido a sostener cierto dinamismo de la cartera total.



14 de agosto de 2009

ASIGNACIÓN DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO (DEG)

La Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó una asignación general de derechos especiales de giro (DEG) por US\$250 mil millones. Adicionalmente, el FMI hará efectiva la asignación especial por US\$33 mil millones contemplada en la Cuarta Enmienda del Convenio Constitutivo. La distribución de DEG se realizará en proporción a la cuota de participación de cada país en el FMI. Con estas asignaciones se proporcionará liquidez al sistema económico mundial, complementando las reservas internacionales de los países miembros. Este es un esfuerzo cooperativo para fortalecer la liquidez de la red financiera internacional y enfrentar eventos de crisis.

Los DEG forman parte de las reservas internacionales y pueden ser intercambiados por monedas de reserva de otros países miembros (dólar, euro, libra esterlina, yen) para enfrentar necesidades de financiamiento de la balanza de pagos.

En el caso de Colombia, la asignación general se hará efectiva el 28 de agosto y aumentará las reservas internacionales en cerca de US\$890 millones (DEG 574 millones). Por su parte, la asignación especial se hará efectiva el 9 de septiembre y elevará las reservas internacionales en aproximadamente US\$78 millones (DEG 50,3 millones). Colombia tiene actualmente una asignación de US\$177 millones (DEG 114,3 millones), con lo cual la asignación total ascenderá a US\$1.145 millones (DEG 738,4 millones).



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

La Junta Directiva del Banco de la República en sesión del día hoy, decidió por mayoría mantener inalterada su tasa de interés de intervención. De esta forma, la tasa base para las subastas de expansión continuará en 4,5%. La decisión se tomó teniendo en cuenta lo siguiente:

- La inflación anual al consumidor ha disminuido por noveno mes consecutivo y en julio se ubicó en 3,28%. Este descenso se presentó nuevamente en los precios de los alimentos y los bienes regulados (combustible, servicios públicos y transporte). Los indicadores de inflación básica (aquella que excluye los precios de los productos más volátiles como los alimentos) continuaron disminuyendo. Las expectativas

de inflación se sitúan cerca del límite superior del rango meta de largo plazo fijado por la Junta (entre 2% y 4%).

- Las menores presiones inflacionarias continúan como resultado de varios factores: 1) la debilidad de las demandas interna y externa; 2) las menores expectativas de inflación; y 3) la disminución en los precios de los productos básicos frente al nivel máximo alcanzado en 2008. En consecuencia, la Junta prevé que la inflación anual termine el año por debajo del límite inferior del rango meta (4,5%).
- Gracias a la disminución de la tasa de intervención del Banco de la República, las tasas de interés de captación y colocación han descendido persistentemente. La Junta Directiva espera que esta disminución continúe y estimule el crecimiento económico. Por su parte, el sistema financiero presenta un comportamiento saludable. Se destacan las grandes emisiones de bonos por parte del sector real que han complementado el crédito otorgado por el sector financiero.
- Los indicadores de opinión y confianza de las empresas y los consumidores siguen mostrando mejoras para el segundo semestre. Por otra parte, los últimos resultados de la industria, el comercio y la construcción se encuentran en línea con las proyecciones de crecimiento realizadas por el equipo técnico para fin de año.
- La nueva información ratifica que la economía mundial se está estabilizando. Se espera una lenta recuperación económica en el segundo semestre y han mejorado las proyecciones de crecimiento para 2010.
- La fuerte expansión monetaria, la menor variación en los precios de 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.

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.