



II
ACTUALIDAD

MINUTAS DE LA REUNIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA DEL 20 DE JUNIO DE 2008

El 20 de junio de 2008 se celebró en la ciudad de Bogotá la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia del ministro de Hacienda y Crédito Público, Oscar Iván Zuluaga, el gerente general, José Darío Uribe, y los directores de dedicación exclusiva, Fernando Tenjo, Carlos Gustavo Cano, Juan José Echavarría, Juan Mario Laserna y Leonardo Villar, en la cual se discuten las situaciones inflacionaria y de crecimiento económico y sus perspectivas, y se toman decisiones relacionadas con la política monetaria. A continuación se hace un resumen de los principales temas tratados en dicha reunión.

1. ANTECEDENTES

a. Desarrollos recientes de la inflación

La inflación anual al consumidor en mayo se situó en 6,39%, 66 pb por encima de la observada en abril, luego de haber caído durante los dos meses anteriores. La inflación acumulada en los cinco primeros meses

del año ascendió a 5,1%, nivel que supera en 70 pb el registro de igual período del año pasado. Todos los indicadores de inflación básica aumentaron en mayo y algunos se mantienen por encima de la meta de inflación.

La aceleración de la inflación durante mayo se explica, principalmente, por el comportamiento del precio de los alimentos (incremento de 9,7% en mayo frente a 7,8% de abril). En especial, de los perecederos (papa y otras hortalizas y tubérculos) y de los importados.

La inflación sin alimentos fue 4,8%, levemente superior al 4,7% de abril. El aumento obedeció al grupo de no transables sin alimentos ni regulados cuya inflación se situó en 5,25% frente a 5,05% en abril. La inflación anual de arriendos (4,7%) se mantuvo en un nivel cercano al observado el mes pasado y se presentó una nueva alza de los servicios bancarios.

El grupo de regulados pasó de 8,1% en abril a 8,3% en mayo. Desde septiembre del año pasado la inflación de esta canasta viene aumentando como resultado de los incrementos de los precios de los combustibles y de los servicios públicos.

El único grupo cuya inflación disminuyó fue el de transables sin alimentos ni regulados al pasar de 2,4% en abril a 2,2% en mayo. Dentro de este grupo se destaca el comportamiento a la baja de los precios de los vehículos (-4,6% de inflación anual). En general, el precio de los bienes de consumo durable se viene reduciendo, probablemente por el efecto de la apreciación acumulada.

Las expectativas de inflación a un año, medidas por las encuestas a analistas y los precios de los papeles de deuda interna, aumentaron y se situaron por encima de 5,5%.

A mayo, el índice de crecimiento del IPP pasó de una inflación anual de 3,8% en abril a 5,4%.

b. Crecimiento interno

La información disponible relacionada con el comportamiento de la producción, la demanda agregada y el ingreso, muestra lo siguiente:

-
- El indicador de confianza de los hogares de la encuesta de Fedesarrollo, entre enero y mayo mostró una caída frente a 2007, aunque mantiene niveles relativamente altos.
 - En abril, la producción industrial sin trilla de café creció a una tasa anual de 9,8%. Este crecimiento contrasta con la caída de 9,4% registrada en marzo y que, en su momento, se explicó principalmente como resultado de menores días hábiles en ese mes y de la huelga en Cerromatoso. Para el bimestre marzo-abril el crecimiento anual fue de -0,2%. Año corrido a abril el crecimiento anual fue de 3,5%.
 - Las cifras del DANE indican que las ventas al por menor crecieron en abril 1,2%, tasa superior a la de un mes atrás pero baja con respecto a lo observado a finales de 2007 y comienzos de 2008. Por sectores, el peor desempeño se observó en las ventas de alimentos (-3,5%). Otros sectores como calzado y textiles también mostraron cifras negativas.
 - Las exportaciones en dólares mantuvieron su dinamismo en el primer trimestre del año. Las exportaciones totales acumuladas a doce meses crecieron a una tasa cercana al 30%, similar a la de comienzo de año y superior a la observada en 2007.
 - El aumento en los precios de varios productos primarios de exportación unido a un mayor volumen exportado, explica la aceleración de las exportaciones tradicionales en lo corrido del año (34% en marzo para el acumulado a doce meses en dólares).
 - Las exportaciones no tradicionales presentaron a marzo un crecimiento cercano al 25%. En el último mes se observó una desaceleración de las exportaciones dirigidas hacia Venezuela. Este fenómeno puede haber ocurrido debido a las restricciones fronterizas que se presentaron en marzo y a la presencia de Semana Santa en ese mes. No obstante, el menor crecimiento fue, en parte, compensado por un aumento de las exportaciones no tradicionales hacia los Estados Unidos.
 - Las importaciones mostraron en abril una recuperación frente al desempeño de marzo, lo que sugiere que la presencia de Semana Santa en este segundo mes generó algún efecto estadístico. Para el acumulado a doce meses las importaciones totales se mantuvieron en tasas del orden del 24%, similar a las que se observan desde 2006. En el

caso de las importaciones de bienes de consumo se observa una moderación en su crecimiento, particularmente de los bienes durables.

- El indicador de inversión en obras civiles publicado por el DANE muestra una caída de 30% anual con respecto al primer trimestre de 2007. Esta caída, muy superior a la esperada, puede obedecer al relevo de gobiernos locales.
- Las menores cifras de crecimiento para industria, comercio y obras civiles en el primer trimestre habrían sido parcialmente compensadas por un mejor desempeño de los sectores agropecuario, minero y financiero.
- Las cifras de la Encuesta de hogares a abril sigue mostrando caídas en la tasa de desempleo en todos los dominios, aunque de menor magnitud en comparación con las de los últimos meses. Las tasas de desempleo trimestrales se ubicaron en 11,3% y 12,1% para el total nacional y las trece principales áreas urbanas respectivamente, indicando caídas de 0,5 pp. y 0,3 pp. con respecto al mismo trimestre del año anterior.
- El descenso en la tasa de desempleo se explica por el mayor dinamismo de la creación de empleo con respecto a la oferta laboral, pues el número de ocupados creció 4,5% anual a nivel nacional.

c. Contexto externo

Los indicadores de la actividad económica de los Estados Unidos en abril y mayo mostraron un desempeño mejor que lo esperado por los analistas internacionales. Esto es especialmente cierto en industria y servicios. Las exportaciones, impulsadas por el debilitamiento del dólar, podrían explicar en parte este resultado.

A pesar de que las políticas de estímulo monetario y fiscal adelantadas en los Estados Unidos han empezado a amortiguar la caída de la economía, el consumo de los hogares sigue afectado por las fuertes restricciones de crédito, el debilitamiento del mercado laboral, el efecto en el ingreso disponible del aumento de los precios energéticos y la caída del precio de la vivienda.

La inflación en los Estados Unidos se ha mantenido alta y es probable que continúe aumentando con las recientes alzas en el precio internacional del petróleo. La mayor inflación ha aumentado las expectativas de los agentes que se incrementaron de manera importante en los dos últimos meses. Los analistas internacionales esperan un crecimiento en los Estados Unidos en lo que resta del año de 0,8% y un desempeño por debajo del promedio histórico para 2009 de 1,2%.

Los aumentos en la inflación y en las expectativas de inflación se presentaron no solo en los Estados Unidos sino también en un buen número de economías tanto emergentes como algunas desarrolladas, siendo el caso más importante el de la zona del euro. Esta situación ha conducido a aumentos en tasas de interés o anuncios de posibles aumentos hacia el futuro por parte de varios bancos centrales, incluso a pesar de que las perspectivas de crecimiento han disminuido.

d. Variables financieras

El crecimiento de los agregados monetarios más amplios continuó desacelerándose en mayo. El M3 creció a una tasa anual de 13,5%, por debajo de la del mes anterior (13,9%). El comportamiento de los pasivos sujetos a encaje (PSE) fue similar. En los últimos dos meses se siguió observando una recomposición de los PSE a favor de los CDT.

La cartera del sistema financiero viene creciendo en lo corrido del año a una tasa anual cercana al 20%. La cartera en pesos sigue siendo la que exhibe mayor dinamismo aunque presenta una tendencia hacia la desaceleración desde hace cerca de un año.

La cartera de consumo sigue moderándose más rápidamente que la comercial y la hipotecaria. Para mayo su crecimiento anual fue de 22,4%. La cartera comercial y la hipotecaria han mantenido un crecimiento más estable en lo corrido del año de alrededor de 20,5% y 16,4%, respectivamente.

En el mes de mayo las tasas de interés nominales disminuyeron. El descenso fue más fuerte en las tasas de colocación, principalmente en las de consumo (92 pb), preferencial (72 pb) y ordinario (49 pb). Las tasas de captación incluida la DTF cayeron alrededor de 20 pb.

El descenso de las tasas fue un poco mayor en términos reales dado el aumento de la inflación sin alimentos en el último mes. La tasa activa promedio real se encuentra un poco por debajo de su media histórica (desde 1986). La tasa real de consumo se encuentra por debajo de esta media pero también por debajo del promedio observado desde 2001.

La apreciación enero-mayo de este año en promedio con respecto al mismo período del año pasado se ubicó en 14%. Continuaron presentándose entradas importantes de inversión extranjera directa, en especial en los sectores de petróleo y minería.

2. *DISCUSIÓN Y OPCIONES DE POLÍTICA*

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: i) el ritmo de crecimiento de los precios se mantiene por encima de las metas establecidas por la Junta; ii) el significativo peso de los alimentos en el comportamiento de los precios en un contexto internacional de presiones al alza; iii) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios de los regulados dados los mecanismos de indexación incorporados en la determinación de las tarifas y de la inflación de no transables; iv) los costos de producción de las empresas que muestran incrementos importantes tanto por materias primas como en los componentes laborales; v) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial y de nuestros principales mercados de exportación y, en particular, de Venezuela; vi) el efecto de la revaluación del peso sobre la inflación y las perspectivas de crecimiento de los sectores transables; vii) el comportamiento de las expectativas de inflación, que continúan ubicándose por encima de las metas fijadas por la Junta, y viii) el fuerte impacto en el crecimiento del PIB del primer trimestre de la caída de la inversión en obras civiles y la incertidumbre por sus posibles efectos en el crecimiento futuro.

La Junta consideró que los aumentos en las tasas de interés de intervención realizadas a partir de abril de 2006 y la modificación a los encajes a mediados de 2007 han tenido impacto sobre las tasas de interés activas y pasivas y han resultado eficaces frente a los objetivos buscados de moderar la dinámica del crédito y la demanda interna. El comportamiento de los indicadores de inflación básica y de las expectativas de

inflación confirman que la expansión de la demanda hacía necesaria su moderación con el fin de reducir las presiones inflacionarias y evitar un crecimiento insostenible de la economía.

Los principales puntos de discusión entre los miembros de la Junta se centraron en los siguientes aspectos: i) el efecto de las medidas de política monetaria dado el rezago de las mismas; ii) los elementos que afectan las proyecciones de inflación para el 2008 y 2009; iii) la pertinencia de adoptar medidas de política monetaria en un contexto de alza de precios internacionales de los alimentos y los combustibles; iv) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados que sigue mostrando una tendencia al alza; v) el déficit de la cuenta corriente que refleja un crecimiento de la demanda interna superior al de la producción nacional; vi) los efectos de la apreciación de la tasa de cambio; vii) la posibilidad de que cambios en el escenario internacional, en un contexto de déficit de cuenta corriente puedan llevar a ajustes futuros en la tasa de cambio; viii) la incertidumbre generada por la alta volatilidad de los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana; ix) la dificultad para evaluar la información disponible en una coyuntura en la cual hay un quiebre en el ciclo sostenido de crecimiento; x) el balance de riesgo entre crecimiento e inflación en un contexto de expectativas de inflación al alza y de desaceleración de la economía y xi) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria como estrategia para anclar las expectativas de inflación ante el riesgo de los efectos colaterales de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles.

La Junta destacó que persisten presiones inflacionarias a nivel mundial y que dadas las proyecciones de inflación para los próximos meses, es importante tener la inflación y sus expectativas ancladas a las metas. A pesar de que las condiciones externas continúan siendo favorables al crecimiento económico, los indicadores disponibles en el último mes sugieren una importante moderación en el crecimiento de la demanda interna y el producto. Por lo anterior, consideró que con el nivel actual de las tasas de interés de intervención se está dando la moderación requerida en el crecimiento de la demanda y es prudente, por lo tanto, mantener la actual postura de la política monetaria.

La Junta Directiva de manera unánime decidió mantener inalteradas las tasas de interés de intervención del Banco de la República en 9,75% y

estimó necesario seguir haciendo un cuidadoso seguimiento del efecto que pueda tener la situación económica internacional sobre el crecimiento, así como de las presiones inflacionarias de los precios internacionales de los alimentos y combustibles.

Adicionalmente, acordó intensificar la acumulación de reservas internacionales en lo que resta de 2008 con el fin de hacer frente a un eventual deterioro del entorno internacional, aprovechando niveles de la tasa de cambio inferiores a los sostenibles. Para compensar los efectos monetarios de esta medida se decidió modificar a partir del 1 de septiembre el esquema de encaje, eliminando el encaje marginal y estableciendo un encaje promedio ordinario del 10% (11,5% para cuentas corrientes y de ahorro y 6% para CDT) y, si fuera necesario, abrir sus ventanillas de contracción.

3. *DECISIÓN DE POLÍTICA*

La Junta Directiva acordó de manera unánime mantener inalteradas las tasas de interés de intervención del Banco de la República en 9,75%

Publicado en julio 04 de 2008

COMUNICADOS DE PRENSA



9 de junio de 2008

INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL MERCADO CAMBIARIO

El Banco de la República informa que en el mes de mayo de 2008 realizó compras de divisas en el mercado cambiario a través de opciones *put* para acumulación de reservas por US\$150 millones. Con esto, en lo corrido de año las compras netas de divisas por parte del Banco ascienden a US\$633,2 millones. En el mismo mes, el Banco no realizó compras ni ventas definitivas de TES B. El saldo de dichos títulos en su poder ascendió a \$ 164 mil millones el 30 de mayo de 2008.



11 de junio de 2008

**CAMBIOS EN FECHAS DE REUNIONES DE LA JUNTA DIRECTIVA
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**

El Banco de la República se permite informar que, por razones de agenda, las reuniones de la Junta Directiva programadas para los meses de junio y agosto de 2008, se realizarán los días 20 de junio y 15 de agosto, respectivamente.

El calendario de reuniones de la Junta Directiva, así como las minutas respectivas, se encuentran publicados en la página electrónica del Banco de la República, en la siguiente dirección: <http://www.banrep.gov.co/junta-directiva/calendario_jd.html>.



13 de junio de 2008

INTERVENCIÓN DEL DOCTOR JOSÉ DARÍO URIBE, GERENTE
GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, EN LA CONVENCIÓN
BANCARIA REALIZADA EN CARTAGENA

“Evitamos un crecimiento insostenible del gasto y el crédito, invirtiendo en estabilidad macroeconómica, siempre defendiendo el interés general y contribuyendo a crear condiciones favorables al crecimiento de largo plazo”, sostuvo el gerente general del Banco de la República, José Darío Uribe Escobar, en su intervención de hoy en Cartagena, durante la XLIII Convención Bancaria.

El Gerente General explicó que la economía colombiana muestra avances importantes en su proceso de ajuste, gracias a las acciones de política monetaria. “Los choques de precios externos pueden desviar la inflación

de la meta en un período de transición; pero en un contexto de largo plazo lo fundamental es evitar que esos choques se den en un ambiente de exceso de demanda y expectativas de inflación por encima de las metas”, agregó.

Así mismo, afirmó que “las presiones inflacionarias por exceso de gasto en la economía han disminuido significativamente. Si en el futuro la inflación supera la meta, será a raíz de la generación de choques de precios externos y no porque las condiciones macroeconómicas internas la presionen al alza. Falta, sin embargo, anclar las expectativas”.

Por último, resaltó que si “se desea tener tasas de interés bajas y estables de manera sostenida, es necesario alcanzar y conservar una inflación baja y estable. Para eso la política monetaria debe ser anticíclica. La política antiinflacionaria trae costos en el corto plazo, pero los costos son mucho mayores si se deja subir la inflación por causas de exceso de gasto y expectativas no ancladas a las metas. Los incrementos en precios, además, interrumpen el crecimiento, afectando con especial fuerza a los sectores más débiles de la población”.

La presentación se encuentra publicada en la página electrónica del Banco de la República, en la siguiente dirección: <http://www.banrep.gov.co/presentaciones-discursos/presen_uribe.htm#2008>.



13 de junio de 2008

**DEPÓSITO CENTRAL DE VALORES PONE A DISPOSICIÓN DEL
MERCADO FUNCIONALIDAD QUE PERMITIRÁ REALIZAR
TRANSFERENCIAS TEMPORALES DE VALORES**

A partir del próximo 17 de junio el Depósito Central de Valores (DCV) del Banco de la República pondrá a disposición de los participantes del mercado de valores colombiano una funcionalidad que les permitirá realizar, de forma automatizada, transferencias temporales de valores. Este nuevo servicio tiene el propósito fundamental de mitigar el riesgo de incumplimiento de operaciones que se liquidan en el DCV del Banco de la República. Otros beneficios esperados son: incrementar la liquidez en el sistema de pagos, ayudar a manejar los portafolios de títulos de una manera más eficiente, reducir cargas operacionales en el sistema financiero y generar ingresos adicionales a los inversionistas.

La transferencia temporal de valores está definida como una operación en la que una parte (el originador) transfiere la propiedad de unos valores a la otra (el receptor), con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha posterior. En forma simultánea, el receptor transferirá al originador la propiedad de otros valores o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación. Durante el plazo de la operación, el receptor de los títulos podrá disponer libremente de ellos y deberá pagar al originador una suma de dinero por la transferencia.

Para el diseño de este servicio se incorporaron las mejores prácticas y experiencias internacionales y se ajustó su funcionamiento a las necesidades y la regulación del mercado interno. Para el efecto, se contó con el acompañamiento y asesoría de expertos internacionales, se estudió a profundidad la forma de prestación de servicios similares en mercados más desarrollados y se llevó a cabo un exhaustivo esfuerzo de concertación con los intermediarios financieros y del mercado de valores, con el objeto de definir las condiciones y alcances de prestación del servicio.

De esta forma, el DCV del Banco de la República se convierte en pionero a nivel latinoamericano en este tipo de servicios, junto con el depósito de valores de Brasil, CBLC (Companhia Brasileira de Liquidacao e Custodia).



20 de junio de 2008

BANCO DE LA REPÚBLICA MANTIENE INALTERADA SU TASA DE INTERÉS, REvisa EL ESQUEMA DE INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y SUSTITUYE EL ENCAJE MARGINAL POR UN ENCAJE ORDINARIO PROMEDIO DE 10%

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión de hoy, por unanimidad, mantuvo inalterada su tasa de interés de intervención en 9,75%.

La inflación anual en mayo se situó en 6,39%, 66 puntos básicos por encima de la observada un mes atrás. Su aceleración obedeció principalmente al fuerte incremento en los precios de los alimentos no procesados debido a factores climáticos. Por su parte, los precios internacionales de los alimentos continúan en niveles elevados y, a pesar de la fuerte

apreciación del peso, han presionado al alza los precios de la canasta familiar.

La Junta destacó que los indicadores de inflación básica se incrementaron en mayo y, al igual que las expectativas de inflación, la mayoría se mantiene en niveles superiores a las metas. Esto confirma que la fuerte expansión de la demanda en el pasado hacía necesaria su moderación con el fin de reducir las presiones inflacionarias y evitar un crecimiento que llegara a ser insostenible.

A pesar de que las condiciones externas continúan siendo favorables al crecimiento económico, los indicadores disponibles en el último mes sugieren una importante moderación en el crecimiento de la demanda interna y el producto. Estos incluyen el bajo crecimiento del comercio y la industria, la notoria desaceleración del crédito de consumo, la reducción en el indicador de confianza del consumidor y el bajo incremento en el consumo de energía. Se destaca, además, el efecto de factores de oferta sobre el crecimiento del PIB del primer trimestre del año, como la fuerte caída de la construcción de obras civiles, la huelga de Cerromatoso y el menor número de días hábiles.

Tomando en cuenta lo anterior, la Junta consideró que con el nivel actual de las tasas de interés de intervención se está dando la moderación requerida en el crecimiento de la demanda y es prudente, por lo tanto, mantener la actual postura de política monetaria. Sin embargo, si las expectativas de inflación comenzaran a afectar los precios y los salarios, esta postura necesitaría ser revisada.

Por otra parte, la Junta decidió intensificar la acumulación de reservas internacionales en lo que resta de 2008. Para esto ha reemplazado el esquema actual de acumulación de reservas mediante opciones mensuales de US\$150 millones, por compras mediante subastas competitivas por un monto de US\$20 millones diarios. Esto refuerza la política de acumular reservas internacionales con el fin de hacer frente a un eventual deterioro del entorno internacional. La medida aprovecha niveles de tasa de cambio inferiores a los sostenibles.

Los efectos monetarios de esta medida serán compensados para que la tasa de interés interbancaria se mantenga en niveles cercanos a la tasa de interés de intervención. Con tal propósito, a partir de septiembre se

elimina el encaje marginal y se aumenta el encaje ordinario a un nivel promedio de 10% (11,5% para cuentas corrientes y de ahorro, y 6% para CDT). Así mismo, de llegar a ser necesario, el Banco abrirá sus ventanillas de contracción.

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.

Véanse las resoluciones externas 05 y 06 en las páginas 60 y 63, de esta publicación.



27 de junio de 2008

A partir de julio de 2008 el sistema electrónico de negociación (SEN) del Banco de la República pondrá a disposición de sus afiliados el servicio de registro de operaciones sobre valores, bajo los términos que se encuentran previstos en los decretos 1120 y 1121 de 2008 sobre registro de operaciones ejecutadas en el mercado mostrador (OTC).

El nuevo servicio de registro de operaciones en el SEN se prestará inicialmente para compraventas con títulos negociables en este sistema y, posteriormente, se habilitará también el sistema para el registro de operaciones simultáneas, repos y TTV.

El servicio se ofrecerá para el registro de las operaciones en posición propia de los participantes del programa de Creadores de Mercado, del

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. En el caso de las operaciones ejecutadas entre un afiliado y un no afiliado, éstas se podrán registrar siempre y cuando la contraparte sea un agente autorizado del SEN, tal y como lo informa el numeral 2.5 de la Circular 019 de la Superintendencia Financiera.

El servicio contará, entre otras importantes funcionalidades, con el manejo de cupos de contraparte y liquidación en el Depósito Central de Valores bajo la modalidad de entrega contra pago.