



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 25 de abril de 2008**

El 25 de Abril 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 Dario 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 en marzo se situó en 5,93%, 42 p.b. por debajo de la observada un mes atrás. El descenso se dio luego de cinco meses de aumentos consecutivos.

La desaceleración de la inflación en marzo se explica por el comportamiento de los precios de los alimentos (8,6% en marzo frente a 10,5% en febrero) y, en especial, de los perecederos. A pesar de ello, la inflación anual de este subgrupo continúa exhibiendo un alto nivel (9,6%).

La inflación sin alimentos se incrementó en el mes de marzo alcanzando 4,67% frente a 4,47% del mes anterior, lo cual obedeció fundamentalmente al comportamiento de los regulados, cuyos precios mostraron incrementos anuales de 6,57% a febrero y 7,7% a marzo. Algunos indicadores de inflación básica aumentaron después de permanecer cuatro meses estables.

La inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados, la cual suele ser un buen indicador de las presiones inflacionarias del lado de la demanda, disminuyó al pasar de 5,3% en febrero a 5,1% en marzo. Se destaca el menor ajuste de los servicios bancarios y la estabilidad de la

inflación anual de arriendos. Esta última se ha mantenido alrededor de 4,3% en los últimos cuatro meses.

Los precios de los bienes transables sin alimentos ni regulados mostraron incrementos superiores a los de un mes atrás a pesar de la notoria caída que se observó en la tasa de cambio del peso con respecto al dólar.

A marzo, el ritmo de crecimiento del IPP se redujo levemente y registró una inflación anual de 3,4%.

## **b. Crecimiento interno**

Los resultados del crecimiento del PIB para el 2007 (7,52%) y del último trimestre del año (8,14%) fueron superiores a los esperados y confirman que la economía colombiana sigue creciendo a un ritmo fuerte. El crecimiento para el 2007 es uno de los más altos de los últimos cincuenta años.

La inversión y el consumo de los hogares fueron los componentes de la demanda que más contribuyeron al crecimiento durante el 2007. Desde una perspectiva sectorial, los mayores crecimientos se observaron en la construcción, el transporte, la industria manufacturera y el comercio.

La información del cuarto trimestre del 2007 confirmó el fuerte dinamismo de las exportaciones con crecimiento real de 9,2% frente a 7,7% del trimestre anterior. Para todo el 2007 el crecimiento fue de 7,5%.

El promedio del primer trimestre del indicador de confianza al consumidor de FEDESARROLLO se mantuvo en un nivel alto y las exportaciones de bienes en los primeros meses del año crecieron a tasas superiores a las observadas a finales del año pasado. Por su parte, el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital sugiere que la inversión privada continúa firme.

El tipo de cambio presentó una apreciación promedio anual de 14% durante el primer trimestre del año como efecto, principalmente, de las inversiones extranjeras directas orientadas a los sectores petrolero y minero.

En materia de empleo, las cifras del DANE y las encuestas sectoriales muestran que ha seguido creciendo a un ritmo alto.

### **c. Contexto internacional**

La actividad económica en los EEUU continuó deteriorándose. Los indicadores relativos a los sectores de servicios e industria, a la percepción de los consumidores sobre su situación económica, a las ventas minoristas (reales) al mes de marzo y a la creación de empleos, han sido negativos. Por esa razón los analistas internacionales prevén una contracción del producto de EEUU en la primera mitad del año. Para el resto de 2008 y para el 2009 se esperan bajas tasas de crecimiento.

En los últimos meses también ha continuado el deterioro del mercado de la vivienda. Los permisos de construcción y la construcción de vivienda nueva siguieron cayendo y los inventarios se mantienen muy altos (a febrero). La presión bajista sobre los precios de la vivienda muy probablemente continuará hacia el futuro. Esta situación está dificultando los pagos de hipotecas y ha aumentado los embargos. Adicionalmente, se han observado incrementos en la morosidad, que son más pronunciados en los créditos otorgados recientemente y que no solo se circunscriben a la cartera subprime.

El sistema financiero ha sido afectado por las noticias anteriores y se mantienen las dudas sobre su solidez, lo que se confirma con las importantes pérdidas incurridas por varios bancos internacionales.

### **d. Variables Financieras**

Los agregados monetarios mantuvieron la desaceleración que se observa desde noviembre del año pasado. El M3 creció a una tasa anual de 15,2%, el efectivo lo hizo al 9,8% y los pasivos sujetos a encaje (PSE) al 16,05%. En el mes continuó el proceso de recomposición de las captaciones a favor de CDT.

El crecimiento de la cartera del sistema financiero también continuó desacelerándose. El crédito en pesos creció en marzo 21,9% frente a 24,6% en diciembre anterior. La cartera de consumo es el segmento que muestra una desaceleración más fuerte en los últimos meses con un crecimiento de 26,1% frente a 32,6% en diciembre.

En el mes de marzo las tasas nominales activas y pasivas aumentaron, con excepción de las de crédito de consumo y las de crédito hipotecario, que se redujeron ligeramente. La tasa DTF se situó en 9,6%

frente a 9,3% en febrero y 9,0% en diciembre. Dicha tasa se encuentra al mismo nivel que la TIB, después de dos años de registros inferiores a ella. Por su parte, la tasa activa promedio se encuentra en 16,9% frente a 16,6% en febrero y diciembre. El alza en las tasas reales ha sido menor por el aumento de la inflación en lo corrido del año. La tasa real activa promedio (11,7%) se encuentra entre el promedio calculado desde 1986 (12,5%) y el computado a partir de 2001 (9,8%).

## **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 tarifas; (iv) los costos de producción de las empresas muestran incrementos importantes tanto por materias primas como en los componentes laborales; (v) los indicadores disponibles sugieren que el dinamismo de la demanda agregada se mantiene en niveles altos frente a la producción; (vi) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial y de nuestros principales mercados de exportación y, en particular de Venezuela; (vii) el efecto de la reciente revaluación del peso sobre la inflación y las perspectivas de crecimiento de los sectores transables y (viii) el comportamiento de las expectativas de inflación, que continúan ubicándose por encima de las metas fijadas por la Junta.

La Junta consideró que los aumentos en las tasas de interés de intervención que se vienen haciendo desde abril de 2006 y la modificación en los encajes realizada 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. No obstante, la demanda interna continúa expandiéndose a un ritmo superior al de la producción nacional.

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 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 alimentos y combustibles; (iv) la pertinencia de adoptar medidas de política monetaria en un contexto de alza

de precios internacionales de los alimentos y combustibles; (v) el déficit de la cuenta corriente que refleja un crecimiento de la demanda interna superior al de la producción nacional; (vi) 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; (vii) la incertidumbre generada por la alta volatilidad de los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana y; (viii) los efectos de la apreciación de la tasa de cambio.

Algunos miembros de la Junta subrayaron la existencia de presiones inflacionarias a nivel mundial y la postura más restrictiva que han adoptado recientemente muchos bancos centrales. Señalaron que, ante las proyecciones de inflación para los próximos meses, es importante tener la inflación y sus expectativas ancladas a las metas, para lo cual consideraron necesario mantener una postura restrictiva de la política monetaria que facilite en el futuro un manejo monetario contra cíclico ante una eventual desaceleración de la economía, que contribuya a que esta alcance el máximo crecimiento sostenible. Destacaron que la información disponible indica que continúan los excesos de demanda en la economía y existen riesgos inflacionarios que pudieran llevar en el futuro a que sea necesario aumentar las tasas de interés de intervención. Consideraron que, aunque existe gran incertidumbre sobre el desempeño futuro de la economía mundial y su efecto sobre la economía colombiana, hasta el momento el contexto externo sigue siendo favorable al crecimiento colombiano a juzgar por el aumento reciente en los términos de intercambio, las exportaciones y las entradas de inversión extranjera directa. Finalmente expresaron que si bien existe un diferencial de tasas de interés entre Colombia y los Estados Unidos, la apreciación del peso se explica fundamentalmente por las fuertes presiones globales sobre la devaluación del dólar y el comportamiento de los términos de intercambio y la inversión extranjera directa.

Otros miembros de la Junta estimaron que, excepto en el caso de presentarse graves perturbaciones no previstas, no sería necesario elevar las tasas de interés de intervención debido a que las medidas de política monetaria tomadas hasta ahora han tenido y seguirán teniendo los efectos buscados en materia de freno de la demanda interna y la consiguiente desaceleración de la economía. A lo anterior, se suma la importante corrección a la baja de la inflación de los alimentos perecederos y de los no transables sin alimentos ni regulados, y los posibles efectos adversos de la recesión norteamericana y la crisis mundial sobre el crecimiento de la economía colombiana, aparte de la gran incertidumbre en torno de la suerte y la sostenibilidad de la evolución económica de Venezuela. Por tales razones insistieron en la necesidad de emprender en breve un proceso gradual de normalización de la política monetaria. Dicho proceso a su turno

contribuiría a evitar que se siga ampliando el diferencial entre las tasas de interés internas y externas, y la consiguiente presión adicional sobre la revaluación del peso, cuya magnitud durante el último lustro ha sido una de las más altas en todo el mundo.

Teniendo en cuenta lo anterior la Junta decidió mantener inalterada su tasa de intervención 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 provenientes de los precios internacionales de los alimentos y combustibles.

### **3. Decisión de política**

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

Bogotá D.C., mayo 09 de 2008