



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 22 de febrero de 2008

El 22 de Febrero 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 enero aumentó por cuarto mes consecutivo al cerrar en 6,0%. Este nivel supera en 31 p.b. el registro del mes anterior y en 150 p.b. el rango superior de la meta para 2008.

El aumento de la inflación en enero se explica fundamentalmente por el comportamiento de los precios de los alimentos. En el mes, la inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo estable alrededor de 5,2%.

Los distintos indicadores de inflación básica se mantuvieron alrededor de 5%. El indicador de inflación sin alimentos aumentó de 4,4% en diciembre a 4,5% en enero.

Respecto a los alimentos, el grupo de perecederos, encabezados por la papa, hortalizas y huevos, fue responsable del fuerte aumento de la inflación en enero. La inflación de procesados, por su parte, se contrajo levemente. A pesar de ello, la inflación anual de este subgrupo continúa exhibiendo un alto nivel (9,7%). Los procesados estarían siendo afectados por los precios internacionales altos, los cuales a su vez han sido golpeados

por el desplazamiento de la oferta agrícola hacia la producción de biocombustibles y por la gran demanda de China, la India y de otras economías emergentes.

b. Crecimiento interno

El crecimiento económico interno continúa mostrando una fuerte dinámica, lo que permite mantener las estimaciones realizadas por el equipo técnico del Banco que sitúan el crecimiento del PIB alrededor del 7% en el 2007 y del 5% para el 2008.

Las cifras de producción industrial arrojaron un crecimiento alto, de 7,7% en promedio entre octubre y noviembre, aunque menor que el observado en el tercer trimestre (8,5%). Algo similar se observa en el crecimiento de las ventas del comercio al por menor.

Por su parte, el indicador de confianza del consumidor de la encuesta de Fedesarrollo se situó en el último trimestre de 2007 en niveles históricamente altos.

Las importaciones crecieron 24,5%, sobresaliendo la aceleración de las de bienes de capital. Esto sugiere que la inversión conservó una dinámica importante hacia finales de año. En el caso de las importaciones de bienes de consumo, su crecimiento fue 28,4%, pero con una ligera desaceleración desde abril de 2007.

Las exportaciones tradicionales y no tradicionales, continuaron creciendo en octubre y noviembre. En el caso de las tradicionales, su dinámica obedece a un aumento en los precios internacionales, mientras que en las no tradicionales sobresale el dinamismo que exhibieron las ventas a Venezuela, las cuales crecieron a un ritmo anual de 84%, frente a 70% a finales del tercer trimestre (acumulado a 12 meses). Las exportaciones no tradicionales a Venezuela ya representan el 8,44% del PIB.

c. Contexto internacional

En enero y lo corrido de febrero, las noticias sobre la economía de EEUU apoyan los menores pronósticos de crecimiento. En efecto, la generación de empleo fue negativa en enero, por primera vez desde

mediados de 2003. El indicador líder del sector de servicios sufrió un retroceso importante en ese mismo mes, algo que no se veía desde el anterior período recesivo en 2001, mientras que el sentimiento de los consumidores cayó en febrero a niveles no vistos desde comienzos de la década pasada. Por otro lado, las cifras para el mercado de vivienda a noviembre de 2007 sugieren que el deterioro se acentuó a finales del año pasado.

Respecto a las tasas de interés de la FED, el mercado espera reducciones en los próximos meses de alrededor de 75 p.b., lo que situaría la tasa de referencia sobre los fondos federales en junio en 2,25%, aproximadamente. No obstante, el dato relativamente alto de inflación básica al consumidor para enero en EEUU (2,5% en términos anuales) podría frenar en algo estas disminuciones.

El menor crecimiento en EEUU aún no ha tenido efectos evidentes en la demanda mundial ni en los precios de las materias primas. De hecho, estos últimos continuaron aumentando a comienzos de año y se sitúan en niveles máximos históricos. Los aumentos han sido significativos en el caso de los productos agrícolas, incluido el café, y en otros bienes exportados por Colombia como carbón y oro.

c. Variables Financieras

Desde septiembre, el M3 crece alrededor de 18%. Se desataca la aceleración de las captaciones a través de CDT, que en enero crecían a una tasa cercana al 35%.

El crecimiento de la cartera del sistema financiero continuó desacelerándose. En enero, el crédito total creció a una tasa anual de 23,5%, menor que la de diciembre (24,5%) y que la de septiembre (28,2%), aunque todavía por encima del crecimiento esperado del PIB nominal. El crédito de consumo es el que más rápidamente se ha desacelerado en los últimos seis meses, aunque su ritmo sigue siendo el más alto (31% aproximadamente).

La tasa de interés interbancaria (TIB) se mantuvo alrededor de 9,40%, ligeramente por debajo de la tasa de referencia del Banco de la República. La mayoría de las otras tasas nominales tendieron a aumentar en

enero, destacándose lo sucedido con las de tarjetas de crédito, las de crédito de consumo y las de crédito ordinario.

Si bien el diferencial de las tasas de interés de la FED y las tasas del BR se han incrementado en 125 p.b., la caída de las tasas de interés relativas en los Estados Unidos fue compensada por el aumento de la prima de riesgo colombiana.

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 la inflación en un contexto internacional de presiones al alza; (iii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados frenó la tendencia descendente que traía en meses anteriores; (iv) los indicadores disponibles sugieren que el dinamismo de la demanda agregada se mantiene en niveles altos frente a la producción, aunque muestra síntomas de moderación; (v) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial y de nuestros principales mercados de exportación y, en particular de Venezuela, y; (vi) el comportamiento de las expectativas de inflación, las cuales aumentaron en el último mes ubicándose por encima de las metas fijadas por la Junta.

La Junta consideró que distintos indicadores muestran que los aumentos en las tasas de interés de intervención y modificación en los encajes, 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. En todo caso, el crédito mantiene tasas elevadas de crecimiento. Así mismo, la demanda interna continúa expandiéndose a un ritmo superior al de la producción nacional, aunque desacelerándose.

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; (iii) la pertinencia de adoptar medidas de política monetaria en un contexto de alza de precios internacionales de los alimentos y combustibles; (iv) la ampliación del déficit de la cuenta corriente que refleja un crecimiento de la demanda interna superior al de la producción nacional; (v) el que cambios en el escenario internacional, en un contexto de déficit de cuenta corriente, puedan llevar a ajustes futuros en la tasa de cambio; (vi) la incertidumbre

generada por la alta volatilidad de los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana, y; (vii) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria como estrategia para anclar las expectativas de inflación ante las tendencias de incrementos de los precios que vienen enfrentando los países.

La mayoría de la Junta consideró necesario elevar en 25 p.b. las tasas de interés de intervención para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación y maximizar la tasa de crecimiento económico sostenible, teniendo en cuenta los siguientes elementos: (i) Si bien la demanda agregada ha moderado su ritmo de crecimiento gracias a las decisiones de política monetaria, la información disponible muestra que continúa fuerte. Lo mismo sucede con el crecimiento del crédito que, aunque muestra una tendencia decreciente, sigue estando por encima de sus promedios históricos; (ii) los distintos indicadores de expectativas de inflación a horizontes de uno y más años muestran que estas han aumentado en los últimos meses haciendo más costosa la reducción futura de la inflación; (iii) los altos incrementos en los precios de los alimentos y combustibles pueden ser persistentes manteniendo la inflación total en niveles elevados, más aún cuando algunas alzas internas podrían aún no haberse incorporado al comportamiento de los precios internos; (iv) no hay aún evidencia de que la desaceleración de la economía en Estados Unidos y Europa haya afectado la economía colombiana. Los términos de intercambio se encuentran en niveles históricamente altos, los flujos comerciales mantienen su dinámica positiva y la confianza de los inversionistas internacionales se refleja en los crecientes flujos de inversión extranjera directa; (v) las entradas netas de capital de la balanza de cambiaria se explican por la dinámica de inversión extranjera directa y no por flujos de capital de corto plazo inducidos por diferenciales de tasas de interés entre Colombia y el exterior, y; (vi) el aumento de la tasa de intervención apuntala la credibilidad de la política monetaria y facilita la política anticíclica en el futuro.

Otros miembros de la Junta, por el contrario, estimaron que no debía aumentarse la tasa de interés de intervención por las siguientes razones: (i) Como resultado de los reajustes de la tasa de intervención del Banco, uno de los más altos de toda la región en los últimos dos años, las tasas de interés de colocación también han subido, y subirán aún más a lo largo de este año por los efectos remanentes del rezago natural entre las medidas tomadas y sus impactos, entre año y medio y dos años; (ii) inclusive según los modelos, aunque la brecha del producto es positiva desde hace dos años, ha comenzado a corregirse por efecto de las alzas en las tasas de interés; (iii) la economía colombiana se encuentra afrontando los efectos de un choque externo muy severo de precios de alimentos y combustibles, lo

que se refleja en las expectativas de inflación; (vi) la economía en 2008 se desaceleraría a una tasa de crecimiento del 5%, suponiendo un crecimiento de la norteamericana del 0,8%. Sin embargo, pronósticos recientes indican que ésta apenas se incrementará cerca de 0,5%; (v) es ostensible la reducción de la utilización de la capacidad instalada de la industria; la caída de su índice de confianza; la desaceleración de la demanda de energía, de bienes de consumo durable y de vivienda; la tendencia descendente de la demanda de crédito de los hogares; y la descolgada de la cartera, en especial de la de consumo; (vi) la formación interna bruta de capital fijo continúa en niveles históricos record, al haber llegado al 27% sobre el PIB; (vii) la inflación básica sin alimentos, que es a la cual debería reaccionar la política monetaria a través de las tasas de interés, aún se ubica dentro del rango meta; (viii) el diferencial entre las tasas de referencia de Colombia y EU ha aumentado en 200 p.b desde septiembre del año anterior, el cual, de seguir ampliándose, provocaría una mayor revaluación del peso, cuya magnitud durante el último lustro es una de las más altas del mundo, y causaría graves perjuicios para los sectores transables y la generación de empleo.

Teniendo en cuenta lo anterior, la Junta de manera mayoritaria decidió aumentar su tasa de intervención a 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 por mayoría aumentar las tasas de interés de intervención del Banco de la República en 25 p.b.

Bogotá D.C., marzo 7 de de 2008