



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

El 25 de julio 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 junio se situó en 7,18%, 79 pb por encima de la observada en mayo. La inflación acumulada en los seis primeros meses del año ascendió a 6%. Algunos de los indicadores de inflación básica aumentaron en junio y se mantienen por encima de la meta de inflación.

La aceleración de la inflación durante junio se explica por el comportamiento del precio de los alimentos (incremento de 12% en junio frente a 9,7% de mayo), en especial, de la papa y el arroz. Otros alimentos, tanto percederos como procesados, siguen mostrando ajustes anuales de precios muy altos y crecientes.

La inflación anual sin alimentos fue 4,9%, levemente superior al 4,8% de mayo. La de los subgrupos de bienes transables y no transables sin alimentos ni regulados permanecieron estables frente a mayo.

La inflación del grupo de regulados pasó de 8,3% en mayo a 8,8% en junio como resultado de aumentos en las tarifas de energía y gas y en los precios de los combustibles.

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

El incremento anual en el índice de crecimiento del IPP pasó de 5,4% en mayo a 8%.

## **b. Crecimiento interno**

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

- El DANE dio a conocer el crecimiento en la producción para 2007 a partir de la nueva base 2000. De acuerdo con esta información, en 2007 la economía colombiana (sin cultivos ilícitos) se expandió a un ritmo de 8,2% y no de 7,6% como se había señalado inicialmente. La mayor tasa de crecimiento se presentó en el primer trimestre (9,1%), pero el cuarto trimestre también presentó una variación anual muy alta (8,4%). Con la nueva base, 2007 es el año de mayor expansión de la actividad económica de las últimas cinco décadas.

- Las cifras del DANE para el crecimiento del PIB en el primer trimestre señalan un registro de 4,1%. La desaceleración del crecimiento fue el resultado de diversos factores, tanto de oferta como de demanda, algunos de ellos de naturaleza puntual. El más importante corresponde al impacto directo de la caída de las obras civiles que, como se ha señalado en otras ocasiones, pudo obedecer al cambio de administraciones públicas locales y regionales. Un segundo factor fue el menor número de días hábiles en el trimestre debido a que la Semana Santa cayó en marzo. La huelga de Cerromatoso y la reducción de las exportaciones de automóviles a Venezuela también afectaron de manera importante el crecimiento del PIB.

- La economía colombiana, al igual que la mundial, enfrenta desde hace varios trimestres un encarecimiento importante de los costos de producción y de transporte, como consecuencia de las fuertes alzas en los precios del

petróleo y de algunas materias primas. Estas circunstancias afectan negativamente el producto y elevan los precios.

- Por el lado de la demanda, los aumentos en los precios de los combustibles y de los alimentos afectan el ingreso real disponible de los hogares, frenando el consumo presente y el consumo futuro, esto último especialmente a través de una pérdida en la confianza de los consumidores.

- Las cifras del DANE muestran que la formación bruta de capital fue el componente que registró mayor desaceleración, asociada más con la caída de la inversión en obras civiles realizadas por el sector público, que con un deterioro de la inversión privada.

- El consumo de los hogares también se desaceleró, pasando de crecer 5,6% en el cuarto trimestre de 2007 a 3,9% en el primero de 2008. De acuerdo con la nueva serie (base 2000), el consumo habría empezado a desacelerarse a partir del segundo trimestre de 2007, lo que contrasta con la información previa, la cual no mostraba una desaceleración importante durante el año pasado

- Las exportaciones totales aumentaron 15% en pesos reales a comienzos de año. Esta expansión se dio pese a la apreciación del tipo de cambio y obedece a la fuerte demanda venezolana por productos manufactureros y alimentos y al aumento de la producción de productos mineros como el carbón.

- La demanda final interna creció a un ritmo de 5,4% anual durante el primer trimestre, lo que implicó una desaceleración frente a lo observado en 2007, pero aún por encima del promedio histórico. Por su parte, el crecimiento anual de la demanda agregada a marzo fue 6,7%, frente a 11,1% del cuarto trimestre de 2007 y de 10,3% de todo el año pasado.

- El comportamiento de indicadores de producción industrial, de ventas de comercio al por menor y de confianza de los consumidores a mayo sugieren nuevamente un crecimiento menor para el segundo trimestre, que el observado en 2007.

- Todas estas circunstancias llevaron a una reducción por parte del equipo técnico del Banco en la proyección de crecimiento para 2008 a un rango entre 3,3% y 5,3%, frente al anterior que estaba entre 4,0% y 6,0%.

- Los indicadores disponibles de salarios no muestran una tendencia homogénea por sectores. Mientras que a junio los salarios promedio de la construcción pesada se aceleraban, registrando reajustes elevados, los crecimientos anuales de los salarios de la industria y del comercio se mantuvieron estables alrededor de tasas de 5,3% y 7,5% respectivamente.

### **c. Contexto externo**

En los Estados Unidos, durante los últimos meses el empleo continuó cayendo, una señal de que la actividad productiva se encuentra debilitada. Simultáneamente, el sector de vivienda no muestra indicios de recuperación y, por el contrario, su situación podría estarse deteriorando aún más. Como resultado del aumento en la morosidad del crédito hipotecario y de los embargos de vivienda, los precios de la vivienda continuaron reduciéndose en abril y podrían seguir haciéndolo en los próximos trimestres.

Aunque durante el segundo trimestre se observó una mejoría en las condiciones financieras en los Estados Unidos, esta tendencia no se ha mantenido en las últimas semanas. La crisis hipotecaria siguió golpeando a las instituciones financieras, siendo afectadas en esta oportunidad las dos mayores entidades respaldadas por el gobierno que cubren el sector de créditos de vivienda. (Fannie Mae y Freddie Mac). A raíz de estos problemas han surgido nuevamente presiones de liquidez en el mercado interbancario de ese país como lo registra el incremento del diferencial entre el costo del endeudamiento del tesoro y de los bancos comerciales. Igualmente, se han producido descensos significativos en los índices accionarios, que ya no solo se circunscriben a las empresas financieras sino que también se extienden a las del sector real (excluyendo las de energía).

El crecimiento también ha perdido impulso fuera de los Estados Unidos, siendo el caso más evidente Europa en donde ya se observa un deterioro importante en la confianza de consumidores y empresarios. En algunos países emergentes de la región como Venezuela, Ecuador, Chile y México también se observó una desaceleración del crecimiento para el primer trimestre. A pesar de ello, la tasa de crecimiento para la región en su conjunto sigue siendo relativamente alta. Para Venezuela, en particular, el crecimiento del primer trimestre fue 4,8%, reduciéndose frente al observado en 2007 (8,5%). La demanda interna perdió impulso por una fuerte desaceleración del consumo y la inversión privada.

No obstante el menor dinamismo de la economía mundial, los precios internacionales de los productos básicos, en particular del petróleo, continuaron en niveles altos, lo que siguió impulsando la inflación a nivel mundial. En los Estados Unidos en particular, la inflación total al consumidor continuó aumentando y en junio se situó en 5%, por encima de las expectativas de los analistas.

Se espera que los precios de los productos básicos se mantengan en niveles altos. Aunque podrían existir comportamientos especulativos, es probable que factores fundamentales relacionados con el balance de oferta y demanda expliquen el auge de estos precios. En esas condiciones, un retroceso significativo de los precios de las materias primas y del petróleo quizá sea posible solo si se presenta una desaceleración fuerte en la demanda mundial, más allá de la prevista por el mercado.

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 emergentes y 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 un buen número de bancos centrales, a pesar de que las perspectivas de crecimiento han disminuido.

#### **d. Variables financieras**

El crecimiento de los agregados monetarios más amplios se ha estabilizado en el último trimestre en niveles superiores al crecimiento del PIB nominal estimado para el presente año. A la segunda semana de julio, el M3 crecía a una tasa anual de 12,5% y los pasivos sujetos a encaje (PSE) aumentaron 13,3%. Se sigue observando una recomposición en 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 18,9% frente a 20% del mes pasado. 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 bruta en moneda nacional continuó desacelerándose, aunque a un menor ritmo. A junio esta variable creció 18,9%, mientras que un mes atrás lo hacía a 20%. El mayor descenso en la tasa anual de crecimiento lo continúa registrando la cartera de consumo (incluye microcrédito) con variaciones a doce meses de 20,6%, seguida de la comercial 19,7% y la hipotecaria 16,1%. Diferentes medidas de tendencia de cartera sugieren que su crecimiento terminaría al finalizar el año en alrededor de 18%.

Las tasas promedio nominales de interés de captación (9,7% - DTF) y colocación (17,1% - metodología BR) aumentaron levemente en junio. Estos niveles son similares a los registrados en abril pasado. En términos reales, la tasa promedio de crédito ha tenido un comportamiento decreciente desde octubre de 2007, interrumpido únicamente en abril del presente año, y su actual nivel se encuentra por debajo del promedio histórico calculado desde 1986. Este último comportamiento se explica por el descenso en la tasa real de créditos ordinarios y, en menor medida, por la menor tasa de interés real de consumo.

La apreciación enero-junio de este año en promedio con respecto al mismo período del año pasado fue 13,5%.

## **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.

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) las malas proyecciones de inflación a corto plazo; iv) la pertinencia de adoptar medidas de política monetaria en un contexto de alza de precios internacionales de los alimentos y los combustibles; v) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados que sigue mostrando una tendencia al alza; vi) las menores proyecciones de déficit de la cuenta corriente ; vii) los efectos de la apreciación de la tasa de cambio; viii) 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; ix) la incertidumbre generada por la alta volatilidad de los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana; x) la dificultad para evaluar la información disponible en una coyuntura en la cual hay un quiebre en el ciclo sostenido de crecimiento; xi) el balance de riesgo entre crecimiento e inflación en un contexto de expectativas de inflación al alza y de desaceleración de la economía y xii) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria y anclar las expectativas de inflación ante el riesgo de los efectos colaterales de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles.

La mayoría de la Junta consideró que la presente coyuntura es particularmente delicada y amerita un análisis con una explícita perspectiva de mediano y largo plazo. Si bien la economía presenta claras señales de desaceleración, y el balance de riesgos indica que el crecimiento este año será menor que en los años recientes, los riesgos de una inflación que ponga en peligro el crecimiento en el mediano plazo son considerables. Contrario a lo observado en 2007, durante el primer semestre del 2008 la economía ha recibido plenamente, el impacto del choque de precios de alimentos, combustibles y metales que viene afectando a la economía mundial, sumado al producido por factores climáticos locales. De hecho, el diagnóstico de las razones que explican la desaceleración de la economía indica que los altos niveles de inflación, dada su relación con estos choques de precios relativos, están generando presiones de costos que afectan negativamente la oferta de varios sectores productivos, entre ellos la industria manufacturera. Adicionalmente, la inflación de alimentos y regulados viene erosionando el poder de compra de los consumidores por otros bienes de la canasta familiar. De aquí se desprende

que la naturaleza de la inflación explica buena parte del menor crecimiento económico reciente.

De otro lado, las expectativas de inflación a corto, mediano y largo plazo han venido subiendo, lo que constituye un serio obstáculo para los propósitos de la autoridad monetaria y la mayor efectividad de las decisiones de política adoptadas y por adoptar. Esto es particularmente peligroso en momentos en que las medidas de difusión de la inflación alcanzan valores cercanos al 70%, indicando que la mayor inflación de alimentos y bienes regulados ha alcanzado ya a contaminar parte de la canasta familiar. Y cuando los recientes incrementos en las tasas de interés de intervención han sido absorbidos por la mayor inflación que se ha registrado este año, así esta refleje en parte aumentos transitorios de precios. Es indispensable entonces evitar que la política monetaria valide los choques de precios relativos de carácter temporal y permita que éstos se conviertan en una inflación, mayor y de naturaleza permanente, con enormes costos económicos y sociales.

De lo anterior se deduce que en el momento no existe realmente una disyuntiva entre inflación y crecimiento. El dilema de la autoridad monetaria es entre buscar una mayor dinámica de la economía en el muy corto plazo, probablemente de carácter temporal y que va a ser erosionada por una inflación desbordada y, por el otro lado, consolidar las condiciones de un crecimiento sostenido de la producción y el empleo, retomando una senda sensata de la inflación hacia las metas de largo plazo. Para esto es necesario incrementar las tasas de intervención del Banco.

Algunos directores advirtieron que en esta ocasión un incremento adicional de la tasa de interés resultaría inconveniente e inoportuno habida cuenta de las siguientes razones: i) La reciente evolución de los indicadores económicos confirma que la economía se está desacelerando desde finales del año anterior de una manera mucho más rápida de lo que inicialmente habían previsto las autoridades económicas. El mismo equipo técnico del Banco se ha visto obligado a ir reduciendo los pronósticos sobre el crecimiento de la economía en 2008, primero de 5,2% anual al 4,7%, y, de acuerdo con su último ejercicio, del 4,7% al 4,3%. ii) Colombia está enfrentando, al igual que otros países, un choque de oferta sobre la inflación por el aumento de precios de los alimentos. En la región, Colombia registra un incremento de la inflación total y básica relativamente moderado. El cambio de postura de la política monetaria desde inicios de 2006 y las medidas adicionales de control de la inflación ha permitido que dicha postura en términos reales no se haya



erosionado por cuenta del aumento en la tasa de inflación. iii) El gobierno anunció un recorte al presupuesto de 2008 de \$1.5 billones, equivalente al 0,4% del PIB el cual tiene como uno de sus objetivos fundamentales aliviar la presión sobre la política monetaria derivada del incremento de la inflación. Esta medida ajusta las cuentas fiscales y tiene un efecto importante sobre el crecimiento de la demanda pública y el crecimiento económico en general y, por tanto, sobre el comportamiento de la inflación. iv) Cabe destacar que la política monetaria adoptada por la Junta desde abril de 2006 ha demostrado por sus resultados que ha ido en la dirección correcta, Además, no se debe olvidar que más de la mitad de los 15 incrementos de la tasa de interés de intervención del Banco tuvo lugar hace menos de año y medio, lo cual indica, debido al rezago natural existente entre estas medidas y su impacto sobre la demanda interna y el crédito, que aún existe un tramo muy considerable de efectos remanentes que aún no se han sentido, y v) Un aumento adicional de la tasa de interés ampliaría aún más el ya significativo diferencial existente entre las tasas internas y externas, y agudizaría por tanto la presión hacia la revaluación del peso y el consiguiente perjuicio sobre el empleo de los sectores transables de la economía.

La Junta Directiva de manera mayoritaria decidió aumentar en 25 pb las tasas de interés de intervención del Banco de la República 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.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

La Junta Directiva acordó por mayoría aumentar en 25 pb las tasas de interés de intervención del Banco de la República que pasaran de 9,75% a 10%.

Bogotá D. C., agosto 08 de 2008.