



## **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 12 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 12 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 EEUU.
- 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 12 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 13 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 EEUU 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 EEUU 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 EEUU 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 EEUU 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 EEUU 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%

Bogotá D.C., julio 04 de 2008