



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 23 de mayo de 2008

El 23 de Mayo 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 en abril se situó en 5,73%, 20 p.b. por debajo de la observada un mes atrás. El descenso se dio por segundo mes consecutivo, luego de haber alcanzado su máximo reciente en febrero pasado (6,35%).

La desaceleración de la inflación en abril se explica por el comportamiento de los precios de los alimentos (7,82% en abril frente a 8,61% en marzo) y, en especial, de los perecederos. Los alimentos procesados (8,75%) también descendieron gracias a las carnes y sus sustitutos.

La inflación sin alimentos se incrementó en el mes de abril alcanzando 4,74% frente a 4,67% del mes anterior, lo cual obedeció, fundamentalmente, al comportamiento de los regulados, cuyos precios mostraron incrementos anuales de 7,7% a marzo y 8,10% a abril. Algunos indicadores de inflación básica aumentaron y se mantienen por encima de la meta de inflación.

La inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados, que suele ser un buen indicador de las presiones inflacionarias del lado de la demanda, disminuyó al pasar de 5,1% en marzo a 5,05% en abril. Se destaca el menor ajuste de los servicios bancarios y el incremento de la

inflación de arriendos (4,65%) después de varios meses de estabilidad alrededor de 4,3%.

Los precios de los bienes transables sin alimentos ni regulados reportaron el mismo crecimiento anual de un mes atrás.

El grupo de regulados aumentó de 7,7% en marzo a 8,1% en abril, destacándose las tarifas de servicios públicos (gas 9,8% y energía 9,4%).

A abril, el ritmo de crecimiento del IPP se aceleró pasando de una inflación anual de 3,4% a 3,8%.

b. Crecimiento interno

La información disponible relacionada con el comportamiento de la demanda agregada muestra lo siguiente:

- En el primer trimestre de 2008 las importaciones de consumo duradero crecieron 13,7% en dólares y 1,7% en volumen respecto al primer trimestre de 2007, mientras que las importaciones de bienes de consumo no duradero lo hicieron 18,3% en dólares, aunque registran caídas en volúmenes (25,4%). Los productos alimenticios, las bebidas y el vestuario fueron los rubros que presentaron mayores disminuciones en volumen.
- La variación anual de las ventas de comercio al por menor disminuyó nuevamente. En marzo se ubicó en 0%.
- La Encuesta de Consumo de Fedesarrollo a abril muestra unas perspectivas de los consumidores elevadas.
- La inversión, medida a través de las importaciones de bienes de capital a marzo de 2008, continúa a un buen ritmo de crecimiento. Las importaciones de capital para la agricultura crecen 46% y para la industria 23%. Los volúmenes registraron aumentos importantes.
- Las exportaciones continuaron con una buena dinámica. Las exportaciones tradicionales aumentaron 32,1% y las no tradicionales alcanzaron una tasa de crecimiento anual de 27,3%. Venezuela continúa siendo el principal receptor de exportaciones no tradicionales. Estados Unidos, por su parte, sigue siendo el principal receptor de exportaciones tradicionales que presentaron un crecimiento importante (21,2%).

Por su parte la información asociada a la producción muestra lo siguiente:

- Las importaciones de bienes intermedios para la industria crecieron 13,5% en el acumulado a marzo de 2008.
- En marzo, el Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café cayó 9,4%. Ajustando la serie por días hábiles, el indicador crecería 2,4%. Una estimación del efecto de la huelga de Cerromatoso es de 2 pp. De esta forma, excluyendo estos efectos, el IPI sin trilla habría crecido 4,4%.
- Descomponiendo el IPI por subsectores (ajustados por días hábiles), el 58% de estos está creciendo por encima del promedio histórico (1980-2008). De estos subsectores los subgrupos “industrias básicas de hierro y acero; fundición de metales” y “equipos y aparatos de radio, televisión y comunicaciones” son los que presentan unas caídas atípicas desde 2001.
- En la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, las preguntas asociadas a actividad productiva y a pedidos presentaron las reducciones más importantes en los resultados desde que se lleva a cabo la encuesta (1980).
- Las importaciones de materias primas para la agricultura crecieron 62% en dólares a marzo de 2008.
- El comercio presentó una desaceleración según la encuesta de Fedesarrollo. Las preguntas asociadas a variación en ventas con respecto al mes anterior y al mismo mes en el año anterior, son las que presentan los cambios más importantes desde que se lleva a cabo la encuesta (Junio de 1980).
- El indicador de licencias de construcción continuó desacelerándose y a marzo de 2008, su tasa de crecimiento acumulado 12 meses fue de 7,6%. La producción de cemento también mostró menores tasas de crecimiento.
- El Índice Mensual de Actividad de Colombia (IMACO) estimado hasta agosto de 2008, muestra una desaceleración, lo que indicaría disminución en los niveles de crecimiento del PIB durante los dos primeros trimestres de este año.

De variables asociadas al ingreso se encuentra lo siguiente:

- Aunque se presentó una caída en las tasas de desempleo, el empleo asalariado continúa desacelerándose y a marzo muestra una importante disminución (2,5%).
- En marzo, la creación de empleo en la industria y el comercio se desaceleró, pero sigue mostrando tasas de crecimiento positivas.
- El crecimiento de los salarios reales durante el 2007 fue inferior al de 2006, cuando alcanzó un nivel alto. En particular, los salarios reales de la industria (deflactados con el IPC total) muestran crecimientos negativos en 2007. En 2008 se mantienen estas tendencias.
- La carga financiera de los hogares se ha incrementado debido, principalmente, a los costos asociados a los créditos de consumo.

La apreciación enero-abril de este año con respecto al mismo período del año pasado se ubicó en 15%. Continúan entradas importantes de inversión extranjera directa, las cuales a abril se ubican en US\$3.070 millones, de éstas US\$1.901 millones corresponden a petróleo y minería y US\$1.169 millones al resto de sectores.

En materia de empleo, las encuestas sectoriales a marzo si bien muestran tasas de crecimiento positivas también reflejan una moderación en el crecimiento.

c. Contexto internacional

La información disponible sobre los EEUU muestra una economía débil pero mejor que la esperada por los analistas internacionales. El dato preliminar sobre el crecimiento para el primer trimestre del año (0,6%) estuvo por encima de lo proyectado. Sin embargo, cifras como la de indicadores líderes de la industria y el sector servicios continuaron mostrando una menor dinámica, al igual que las ventas minoristas y la confianza de los consumidores.

Aunque este menor ritmo de crecimiento estaría permitiendo una estabilidad en la inflación básica, los altos precios del petróleo han generado un fuerte aumento en las expectativas de inflación futura. Bajo este escenario, el mercado espera que la FED mantenga sus tasas de interés inalteradas, e incluso se proyectan posibles aumentos para finales de año.

Los mercados financieros mostraron mayor calma en el último mes. Se presentó una menor presión de liquidez en los mercados interbancarios y una disminución de la aversión al riesgo internacional. Esto se reflejó en

una ligera recomposición del portafolio de inversionistas internacionales en búsqueda de activos con mayor rentabilidad y riesgo de mercado.

A pesar de la caída en algunos precios de bienes básicos, estos se mantienen en niveles elevados. En el caso de nuestros principales productos de exportación, algunos de ellos continuaron aumentando al mes de abril, como es el caso del petróleo y carbón.

d. Variables Financieras

Los agregados monetarios, con excepción de la base monetaria, mantuvieron la desaceleración que se observa desde noviembre del año pasado. El M3 creció a una tasa anual de 13,9%, el efectivo lo hizo al 7,51% y los pasivos sujetos a encaje (PSE) al 14,8%. En el mes continuó el proceso de recomposición de las captaciones a favor de CDT.

El crecimiento de la cartera del sistema financiero en moneda legal creció en marzo 21,65% frente a 24,6% en diciembre anterior. Este comportamiento se debió a la cartera de consumo que muestra una desaceleración más fuerte en los últimos meses con un crecimiento de 23,7% frente a 32,6% en diciembre, mientras que la cartera comercial se incrementó (21,5%) y la hipotecaria se mantuvo.

En el mes de abril las tasas de interés nominales activas y pasivas aumentaron con excepción de las del crédito consumo y preferencial. La tasa de interés activa real se aproxima a su promedio histórico (12,3% observado vs 12,5% promedio) mientras que la DTF real ya lo alcanzó (4,8%).

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 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 reciente revaluación del peso sobre la inflación y las perspectivas de crecimiento de los sectores transables; y (vii) 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 y la demanda interna.

Igualmente destacó que la información disponible muestra una moderación más acentuada en el crecimiento de la economía que la inicialmente esperada. Diversos indicadores de demanda y de producción presentan comportamientos en este sentido, en especial los datos de comercio y de algunos sectores de la industria. Sin embargo, las importaciones de bienes de capital sugieren que la inversión sigue con un buen dinamismo y la Encuesta de Opinión al Consumidor mantiene el indicador de confianza en niveles altos, a lo que se suma el incremento de las exportaciones.

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; (viii) el balance de riesgo entre crecimiento e inflación frente a la nueva información disponible y (ix) los efectos de la apreciación de la tasa de cambio.

Algunos miembros de la Junta subrayaron 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. Para lograr ese objetivo, estimaron necesario una postura de la política monetaria que facilite en el futuro un manejo monetario contra cíclico ante una eventual desaceleración de la economía. Señalaron que conducir la inflación hacia la meta de largo plazo es fundamental para evitar en el futuro un período de dificultades económicas y que la moderación en el crecimiento de la demanda interna y el crédito reduce las presiones inflacionarias y permite el crecimiento sostenible de la economía. Destacaron que la información disponible muestra que la industria y el comercio, dos sectores altamente sensibles de la demanda interna, crecieron en el mes de marzo a una tasa inferior a los pronósticos del Banco y que las últimas encuestas sugieren también un menor crecimiento de la demanda. A este respecto consideraron necesario obtener mayor información para establecer los riesgos de inflación y de un menor crecimiento de la economía para este año y, en especial, en el 2009, antes de modificar la postura de la política monetaria. No obstante, resaltaron que, aunque existe gran incertidumbre sobre el desempeño futuro de la economía mundial, 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 la evolución reciente de los indicadores económicos sugiere que continúa el proceso de desaceleración de la economía que se inició desde finales del año anterior, tanto desde la oferta como de la demanda y que esta desaceleración es más rápida de lo previsto inicialmente, aún descontando los efectos de la Semana Santa y de la huelga en Cerromatoso. A lo anterior se suma el efecto negativo de la revaluación en algunos sectores y en el ingreso disponible de los hogares vía menores ingresos de remesas. Destacaron que Colombia está enfrentando, al igual que otros países, un choque de oferta sobre la inflación liderado por los precios de los alimentos y cuestionaron, por esta razón, la pertinencia de mantener una política monetaria restrictiva. Indicaron que las medidas tomadas por la Junta en el pasado han tenido y seguirán teniendo los efectos buscados de moderar el crédito y que ya se presenta una importante corrección a la baja de la inflación de los alimentos perecederos y de los no transables sin alimentos ni regulados. Deben considerarse, adicionalmente, 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 propusieron disminuir la tasa de interés de intervención en 25 p.b lo cual contribuiría a reducir 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.

3. Decisión de política

La Junta Directiva, por mayoría, acordó mantener inalteradas 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 provenientes de los precios internacionales de los alimentos y combustibles.

Bogotá D.C., junio 6 de 2008