



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 21 de Noviembre de 2008**

El 21 de Noviembre 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, Carlos Gustavo Cano, Juan José Echavarría, Juan Mario Laserna, Fernando Tenjo 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 octubre se situó en 7,94%, aumentando 37 pb frente a septiembre, mes en el que había presentado un descenso. La inflación acumulada en los diez primeros meses del año asciende a 6,9% y en el último mes los distintos indicadores de inflación básica aumentaron.

La inflación de no transables sin alimentos ni regulados, se situó en 5,7% frente a 5,1% en septiembre. Este aumento se concentró en arrendamientos y en servicios bancarios y relacionados con la diversión y el entretenimiento. Por su parte, la inflación de transables sin alimentos ni regulados, aumentó de 2,2% en septiembre a 2,3% en octubre.

La inflación de alimentos en octubre aumentó 38 pb respecto al mes anterior, situándose en 13,2%. Las presiones al alza se originaron en los precios de la carne de res y sus sustitutos y en los de cereales (en particular

arroz y maíz), aceites y otros. De esta forma los aumentos en los precios de los alimentos explican un 67,97% de la aceleración de la inflación en el año corrido.

Los precios de los bienes regulados presentaron en octubre un crecimiento anual de 10,8%, superior en 33 pb al del mes anterior, destacándose los precios del gas y los combustibles.

Las diferentes medidas de las expectativas de inflación resultantes de los papeles de deuda pública (a 1, 5 y 10 años) se mantienen por encima de las metas fijadas por la Junta.

La variación anual de los precios al productor (IPP) aumentó de 9,8% en septiembre a 11,8% en octubre.

#### b. Crecimiento interno

La información disponible muestra que:

- La producción industrial de acuerdo con el DANE se contrajo en el mes de septiembre a una tasa anual de 3,3%, lo que arroja un resultado de -1,1% para el año corrido. Con esta nueva cifra, el crecimiento industrial del tercer trimestre es de -3,4%. Indicadores de confianza de los industriales y el nivel de existencias y de pedidos de Fedesarrollo a septiembre corroboran esta tendencia.

- La ventas al por menor se contrajeron a una tasa anual de 2,5% en septiembre, con lo cual el crecimiento del trimestre habría sido nulo. La información proveniente de los balances de las encuestas de opinión de Fenalco a octubre confirman la pérdida de impulso de las ventas en los últimos seis meses. Algo similar sugieren indicadores de Fedesarrollo para el sector como el de situación económica actual y el de expectativas de situación económica a seis meses.

- Las cifras sobre demanda de energía a septiembre y octubre mostraron mejoría luego de un registro bajo en agosto. En octubre por ejemplo, el crecimiento anual fue de 3,8%, superior al observado en lo corrido del año a septiembre (2,1%). No obstante, este incremento podría obedecer más a la alta demanda proveniente del sector minero que a una recuperación generalizada de la economía.

- Para el cuarto trimestre situaciones como la huelga de los corteros de caña y la parálisis de los ingenios se suman al desempeño débil que trae la demanda. Adicionalmente hay que tener en cuenta las posibles consecuencias que pueda tener la caída de las pirámides en el consumo de varias regiones.
- En el mercado de trabajo, el empleo asalariado está cayendo, mientras que los llamados cuenta propia continúan creciendo.

### c. Contexto externo

La crisis financiera ha tenido consecuencias sobre la actividad real. En Estados Unidos, el crecimiento del PIB durante el tercer trimestre entró en terreno negativo (según cifras preliminares) de -0,3% (t/t), mientras que en la zona del euro se completaron dos trimestres consecutivos de caídas (de -0,2% t/t cada una), con lo cual dicha economía podría encontrarse técnicamente en recesión. Algo similar sucede en el Reino Unido y Japón, donde también el crecimiento ha sido nulo o negativo en dos trimestres. En China, aunque la expansión sigue siendo importante, en los últimos meses se ha observado una importante desaceleración.

Ante este escenario, las autoridades económicas en EEUU reformularon su plan de salvamento, haciendo énfasis en la recapitalización del sistema financiero y en la creación de mecanismos para impulsar el crédito. En Europa, aunque se espera un programa económico conjunto, varios países como Alemania y España han decidido actuar individualmente. Por su parte, China anunció un plan para fortalecer su economía el cual asciende a 17% del PIB de 2007 (4 billones de yuanes), que se ejecutaría en los próximos tres años.

Las políticas adelantadas por las autoridades económicas en EEUU y Europa han permitido reducir los problemas de liquidez, aunque la situación aún no se ha normalizado plenamente. Al mismo tiempo, la aversión al riesgo se mantiene alta y los inversionistas siguen refugiándose en los activos más seguros.

En las dos primeras semanas de noviembre, las primas de riesgo de las economías emergentes se redujeron desde los altos niveles alcanzados a mediados de octubre, pero se mantienen altas frente a lo observado hace dos o

tres meses. Estas primas podrían resultar afectadas por la situación particularmente vulnerable de varios países de Europa del Este.

Los precios de los productos básicos han descendido rápidamente. En el caso del petróleo, la caída entre julio y la segunda semana de noviembre ha sido del 60%, dejando el precio alrededor de 55 dólares el barril, nivel que no se veía desde 2005.

Para las economías desarrolladas y para muchos países importadores de materias primas, estos menores precios deberán traducirse en un descenso de su inflación en el corto plazo. Sin embargo, para los países exportadores de materias primas como los de la región, la situación inflacionaria es más compleja ya que la caída de los precios tenderá a ir acompañada de una depreciación de sus monedas. En Latinoamérica aún no se observa un descenso de la inflación, al tiempo que varias monedas de la región se han depreciado en los últimos meses.

Dado lo anterior, el panorama de la política monetaria es bastante diverso. Por un lado, los bancos centrales de economías grandes (EEUU, Zona euro, China) han reducido sus tasas ante la percepción de menores riesgos inflacionarios y por la preocupación existente en cuanto al crecimiento. Por otro lado, algunas economías emergentes de Europa del Este han subido sus tasas, mientras que en Latinoamérica éstas se mantienen inalteradas.

#### d. Variables financieras

Los principales agregados monetarios mantuvieron tasas de expansión similares a las observadas en meses anteriores. El M3 y los pasivos sujetos a encaje crecieron a tasas anuales de 15,5% y 16,4%, respectivamente.

En octubre continuó la moderación de la dinámica de la cartera. La cartera total en moneda legal del sistema financiero mostró un crecimiento anual de 18,5%, frente a 19,1% un mes atrás. La cartera comercial creció 20,6% frente a 19,8% en septiembre, mientras que la de consumo lo hizo a una tasa de 14,9%, menor que la del mes anterior (17,6%). La cartera hipotecaria también se desaceleró levemente.

La mayoría de las tasas activas y pasivas disminuyeron en octubre, tanto en términos nominales como reales. En octubre, la tasa promedio de captación de CDT descendió 16 pb y se ubicó en 10,3%. La DTF y la tasa de ahorro

aumentaron levemente (10pb y 4pb respectivamente) situándose en 10% y 5%. Por su parte, la tasa activa promedio calculada por el Banco de la República disminuyó 26pb frente al mes pasado, situándose en 17,1%. Así mismo, las tasas de interés de crédito a hogares disminuyeron: la de consumo 29 pb y la de tarjeta 24 pb. Este movimiento estuvo acompañado de una caída de la tasa de usura por 73pb. Las tasas de cartera comercial tuvieron un comportamiento mixto, descendiendo para el crédito ordinario (51 pb), aumentando para el crédito de tesorería (24 pb) y manteniéndose en el caso de la tasa preferencial.

El peso se mantuvo estable frente al dólar desde la última reunión de la Junta Directiva.

## **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; (ii) el aumento presentado en el último mes debido principalmente a los precios de los no transables; (iii) los precios internacionales de los alimentos, las materias primas y el petróleo siguen disminuyendo, lo cual podría tener un efecto importante en la inflación total dentro de unos pocos meses, dependiendo del comportamiento de la tasa de cambio; (iv) los precios de los regulados siguieron aumentando, dados los mecanismos de indexación incorporados en la determinación de las tarifas y de la inflación de no transables; (v) la actividad económica continúa debilitándose; (vi) los costos de producción de las empresas muestran incrementos importantes, como lo refleja el aumento en el ritmo de crecimiento del IPP; la mayor depreciación del peso observada podría manifestarse en presiones adicionales; (vii) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial y de nuestros principales mercados de exportación, en particular, de Venezuela y Ecuador; (viii) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y el crecimiento de los sectores transables y (ix) el comportamiento de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, que continúan ubicándose por encima de las metas fijadas por la Junta .

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 2009 y 2010; iii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados; iv) el efecto que puede tener el comportamiento de corto plazo de la inflación sobre la formación de precios y salarios en el 2009; v) las implicaciones sobre la inflación observada y sobre las expectativas de inflación que tiene la política actual de restricción a las importaciones de algunos productos agropecuarios, cuyo impacto sobre la canasta familiar es significativo; vi) las proyecciones de déficit de la cuenta corriente; vii) los efectos de la volatilidad de la tasa de cambio y de la devaluación observada en los últimos meses; viii) la incertidumbre generada por la crisis financiera mundial en los mercados internacionales y su incidencia en la economía colombiana; ix) la dificultad para evaluar la información disponible en una coyuntura en la cual se ha dado un quiebre en el ciclo de crecimiento; x) el balance de riesgos entre crecimiento e inflación en un contexto en el que se mantienen expectativas de inflación por encima de las metas y de desaceleración de la economía y xi) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria y anclar las expectativas de inflación.

Los miembros de la Junta resaltaron la bondad y eficacia de las decisiones de política monetaria adoptadas a partir de abril de 2006, dirigidas a eliminar los excesos de demanda y del crecimiento del crédito, controlar las entradas de capital extranjero especulativo, fortalecer la posición de reservas internacionales y mitigar los efectos sobre las expectativas de inflación de los mayores precios internacionales de los productos básicos.

Destacaron que continúa el deterioro internacional lo que ha causado restricciones en el crédito a nivel mundial y un menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Adicionalmente, la información disponible muestra que el sector productivo colombiano sigue sintiendo los efectos negativos del aumento en los costos y la caída de la demanda, lo cual se refleja en una menor dinámica del crecimiento del PIB.

La crisis internacional también ha conducido a que los precios de los activos continúen mostrando una gran volatilidad y a que se incrementen las primas de riesgo y las tasas de interés externas para todas las economías emergentes.

Los precios de los alimentos, la devaluación del peso y, eventualmente, los mayores costos salariales, podrían mantener alta la inflación total en los próximos meses. Sin embargo, se espera que la debilidad de la demanda y la

reciente reducción en los precios internacionales de los principales productos básicos se conviertan en menores presiones inflacionarias en el futuro.

Algunos directores subrayaron que, de lo anotado en los párrafos anteriores, se desprende que aún no es oportuno revisar la postura de política monetaria con bajas en las tasas de interés de intervención. Si bien algunas presiones inflacionarias han disminuido, todavía no hay evidencia de que se encuentren suficientemente controladas. Igual sucede con las expectativas de inflación las cuales permanecen en niveles altos. En especial hay incertidumbre sobre el comportamiento de la tasa de cambio y sus efectos sobre los precios y las perspectivas de incrementos salariales a decidirse en los próximos meses. Los riesgos de la crisis internacional sobre el financiamiento de la balanza de pagos constituyen un argumento adicional para tener cautela en la adopción de la política monetaria.

Adicionalmente, estos directores consideraron que el compromiso de la autoridad monetaria con las metas de inflación de largo plazo promueve las condiciones de un crecimiento sostenido de la producción y el empleo. Así mismo, que en la actual coyuntura, un cambio prematuro de la política monetaria podría llevar a un incremento en las expectativas de inflación, con lo cual se elevarían las tasas de interés de mediano y largo plazo, con efectos negativos sobre la actividad económica y el precio de los títulos de deuda pública. Actuar sin la cautela necesaria reduciría la capacidad de la política monetaria de operar de manera anti-cíclica en el futuro.

Otra posición dentro de la Junta consideró que dado el deterioro de la economía mundial y la caída de los precios de los productos básicos, así como la consecuente reducción de las presiones inflacionarias y las expectativas, resulta oportuno un cambio de postura de la política monetaria. Indicaron además que, en el ámbito interno, la nueva información sigue mostrando una caída pronunciada en el crecimiento del producto. El comportamiento negativo de la industria y el comercio, el aumento de sus existencias y la disminución del nivel de sus pedidos, así como el deterioro de los índices de confianza, el marchitamiento de las expectativas de inversión y del sentimiento de los consumidores confirman lo anterior. Esta disminución en la dinámica productiva sigue reflejándose en el aumento de la tasa nacional de desempleo y la caída del empleo asalariado. Este grupo de directores señaló que la situación bien podría agudizarse dependiendo de cómo la crisis internacional afecte a nuestros principales socios comerciales. Habida cuenta de que la política monetaria tiene que mirar hacia adelante en un horizonte de

tiempo no inferior al rango entre uno y dos años, lo indicado es iniciar un proceso de reducción de la tasa de interés de intervención del Banco. Sobre el particular, dentro de este grupo hubo dos opiniones. La primera en el sentido de que dicha reducción debería ser de 25 puntos básicos, y la segunda en el sentido de que debería ser por lo menos de 50 puntos básicos.

Por otra parte, la Junta, de manera unánime, fijó la meta de inflación para el año 2009 en el rango entre 4,5% y 5,5%, con 5% como meta puntual para efectos legales. Así mismo, fijó en 4% el punto medio del rango-meta de inflación para el año 2010 y sus miembros expresaron confianza en que la inflación estará en el rango-meta de largo plazo (3% +/- 1 punto porcentual) en el año 2011.

La nueva senda de inflación toma en cuenta los efectos del fuerte aumento en los precios de los alimentos y los bienes y servicios regulados observados este año. Estos choques de precios, que se presentaron en todas las economías del mundo, produjeron un aumento sustancial de la inflación y llevaron al incumplimiento de las metas.

Las decisiones de política monetaria están encaminadas a retomar una senda de inflación convergente hacia la meta de largo plazo. Para 2009 se espera que la reversión o moderación de estos choques de precios relativos, así como el efecto acumulado de los ajustes de política monetaria efectuados desde 2006, produzcan una reducción significativa de la inflación anual al consumidor. El anuncio de las nuevas metas muestra el compromiso de la Junta con el logro de la meta de largo plazo. Constituye además un criterio fundamental para guiar las decisiones sobre precios y salarios en la economía.

Finalmente, reiteraron que su compromiso de suministrar la liquidez requerida por la economía para el final del año y la necesidad de continuar con el seguimiento a la situación financiera internacional con el fin de adoptar oportunamente las medidas de política monetaria que sean necesarias para enfrentar los efectos de la misma.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

La Junta Directiva acordó, por mayoría, dejar inalteradas las tasas de interés de intervención del Banco de la República.

Por otra parte, la Junta, de manera unánime, fijó la meta de inflación para el año 2009 en el rango entre 4,5% y 5,5%, con 5% como meta puntual para efectos legales y en 4% el punto medio del rango-meta de inflación para el año 2010.

Bogotá D. C., diciembre 05 de 2008