



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 24 de Octubre de 2008

El 24 de Octubre 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 septiembre se situó en 7,57%, disminuyendo 30 pb frente al mes de agosto. La inflación acumulada en los nueve primeros meses del año asciende a 6,5%, mientras que en el último mes los distintos indicadores de inflación básica aumentaron.

La reducción de la inflación durante septiembre se explica por el comportamiento del precio de los alimentos, siendo las hortalizas, las frutas, los tubérculos y la leche, los que ejercieron una menor presión alcista. Los precios de los regulados presentaron un crecimiento anual de 10,5% versus 9,4% del mes anterior. En este rubro, los precios de los combustibles y los servicios públicos, en especial gas y energía, continuaron presionando el alza.

La inflación de transables se redujo de 2,3% en agosto a 2,2% en septiembre. La de no transables sin alimentos ni regulados se situó en 5,1% luego de haber caído en agosto a 5%. Este aumento se concentró en

arrendamientos y en servicios relacionados con la diversión y el entretenimiento.

Las diferentes medidas de las expectativas de inflación resultantes de los papeles de deuda pública (a 1, 5 y 10 años) se siguieron moderando, aunque aún se encuentran por encima de la meta de inflación de largo plazo.

La inflación anual al productor, medida por el IPP total, aumentó al pasar de 9% en agosto a 9,8% en septiembre.

b. Crecimiento interno

La información disponible muestra que:

- El crecimiento anual del PIB para el primero y segundo trimestre fueron de 4,5% y 3,7%, respectivamente. Con esto, el crecimiento para la primera mitad del año fue de 4,1%.
- El debilitamiento de la demanda interna fue el factor que más contribuyó a la disminución del crecimiento económico entre el primero y segundo trimestres. Se destaca la desaceleración y bajo crecimiento del consumo de los hogares (3,1% en el segundo trimestre). Por su parte, la inversión en obras civiles cayó nuevamente cerca de un 14% en el segundo trimestre. La inversión sin obras civiles fue el componente más dinámico de la demanda interna, creciendo a un alto ritmo en el segundo trimestre, cercano al 17% y muy similar al del trimestre anterior.
- Para el tercer trimestre, los diferentes indicadores disponibles sugieren que la economía continuó desacelerándose como se puede apreciar en las cifras de crecimiento industrial para el mes de agosto, -8,8% respecto a igual mes de 2007 (-0,8% año corrido a agosto), en las ventas al pormenor que también cayeron en agosto (-0,7%) y en el sentimiento de los consumidores que volvió a decrecer en ese mes.
- Durante el período enero-agosto, las importaciones totales del país, mostraron un crecimiento anual de 22,7% alcanzando un valor de US\$ 25,785 m (CIF). Lo anterior evidencia una tendencia hacia la desaceleración, si se compara con igual período de 2007, cuando crecían a una tasa del 26,8% anual.

- El menor ritmo de crecimiento de las importaciones ha sido provocado por la reducción en las de bienes de consumo, cuya variación anual en los primeros 8 meses de 2008 fue de 11% frente al 31,7% del mismo periodo de 2007.
- Entre enero y agosto las compras externas de materias primas y de bienes de capital registraron aumentos anuales de 29,1% y 21,5% respectivamente. El crecimiento en dólares de las materias primas, en particular aquellas destinadas a la actividad industrial (20%), podría estar reflejando los aumentos en los precios internacionales de productos básicos ya que la información muestra caídas en las cantidades importadas por este concepto.
- En lo corrido del año a agosto, las exportaciones totales del país alcanzaron un valor en dólares de US\$26,142 millones, con un crecimiento anual de 41%. Este crecimiento ha estado liderado por las ventas de productos tradicionales, que a esa fecha aumentaban 61% anual, favorecido principalmente por las altas cotizaciones internacionales, principalmente de petróleo y carbón. Por su parte, las exportaciones de productos no tradicionales aumentaron 22% anual entre enero y agosto del presente año.
- Por países, en lo corrido del año a agosto las exportaciones a Estados Unidos representan el 39% de las exportaciones totales y el 21% de las no tradicionales. Las exportaciones a este destino han conservado su dinamismo, registrando un crecimiento del 54%, por efecto en gran medida de las ventas de petróleo y derivados. Se destaca que las ventas de no tradicionales a ese país han mantenido su tendencia a la recuperación, ya observada desde finales de 2007. En lo corrido del año a agosto crecen 9,8% anual sin oro no monetario.
- Las ventas a Venezuela continúan desacelerándose y a agosto su tasa de crecimiento anual para el año corrido es de 31%, inferior a la registrada a igual fecha de 2007 (75%) como consecuencia principalmente de unas menores ventas en materiales de transporte.
- Las ventas externas al resto del mundo, se han mantenido dinámicas (35% anual a agosto), explicado tanto por las ventas de productos tradicionales (50%) como de no tradicionales (18%). Utilizando la información más desagregada, se encuentra que, año corrido a julio, las

ventas de productos industriales hacia destinos diferentes a Estados Unidos, Venezuela y Ecuador, crecían a tasas del 18% anual.

- En el mercado de trabajo, el empleo asalariado está cayendo, mientras que los llamados cuenta propia continúan creciendo.

c. Contexto externo

Los acontecimientos del último mes en el plano internacional han revelado una crisis financiera más profunda, generando problemas en el financiamiento para un amplio número de economías desarrolladas y emergentes, lo cual puede tener efectos duraderos sobre el desempeño económico global. Los planes de salvamento adoptados por las autoridades económicas de EEUU y Europa han tenido resultados parciales y no han logrado restablecer plenamente los canales crediticios ni disminuir los costos de endeudamiento.

En ese entorno, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han reducido fuertemente. Algunos indicadores ya muestran un deterioro importante, que lleva a pensar que economías como las de EEUU y Europa se encuentran en recesión. Los índices de confianza de los consumidores y el índice de producción manufacturera han disminuido fuertemente en los últimos meses. Igualmente, el crédito comercial en EEUU ha empezado a contraerse a un ritmo similar al observado en recesiones anteriores.

Esta situación puede agravar los problemas del sistema financiero en muchos países y comprometer la estabilidad de las finanzas públicas en la medida en que sus gobiernos han anunciado avales para garantizar los depósitos en el sistema financiero.

A la par con los menores pronósticos de crecimiento mundial, los precios de los productos básicos han presentado caídas pronunciadas en las últimas semanas.

Con la caída observada y esperada en los precios de las materias primas y el menor crecimiento mundial, los riesgos de inflación en el mundo están cediendo de manera considerable. Por lo tanto, es muy probable que los Bancos Centrales de países desarrollados reduzcan sus tasas de intervención en los próximos trimestres. De hecho, a comienzos de octubre, los bancos

centrales de las economías desarrolladas actuaron coordinadamente y bajaron sus tasas de interés de referencia para afrontar los problemas ocasionados por la crisis. A pesar de lo anterior, en algunos países las tasas de interés de los mercados monetarios de corto plazo superaron ampliamente las tasas de intervención de los bancos centrales.

A esta situación se unió un aumento de las tasas de interés de los créditos, en especial en los papeles comerciales en EEUU y Europa, lo cual está ejerciendo presiones sobre las tasas de interés relevantes para países emergentes.

d. Variables financieras

El crecimiento anual de los principales agregados monetarios disminuyó en el último mes, en particular el M3 pasó de 16,3% a 14,6%.

En septiembre continuó la moderación de la dinámica de la cartera. En las últimas ocho semanas, la tasa de crecimiento anual en pesos disminuyó de 19,9% a 18,2%. La comercial, por su parte, se desaceleró en el último mes virviendo la tendencia que se observaba desde mayo. La de consumo para el 3 de octubre crecía a una tasa anual de 15,5% nominal frente a 16,4% de finales de agosto. Finalmente, la hipotecaria siguió creciendo alrededor del 16%.

Las tasas de interés pasivas se mantuvieron en niveles cercanos a los observados en agosto. En términos reales, las tasas promedio de crédito calculadas por el Banco de la República y la DTF se ubicaron por debajo de los niveles promedio históricos calculados desde 1986.

El peso se devaluó 8 % frente al dólar desde la última reunión de la Junta Directiva, como resultado de la incertidumbre presentada en los mercados internacionales.

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 y la disminución presentada en el último mes se debió principalmente a la caída de los precios de los alimentos; (ii) 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; (iii) 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; (iv) en contraste con meses anteriores, el IPC sin alimentos ni regulados dejó de caer en el mes de septiembre; (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; (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, aunque disminuyeron en el último mes.

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; iii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados; iv) las proyecciones de déficit de la cuenta corriente; v) los efectos de la volatilidad de la tasa de cambio y de la devaluación observada en las últimas semanas; vi) la incertidumbre generada por la crisis financiera mundial en los mercados internacionales y su incidencia en la economía colombiana; vii) la dificultad para evaluar la información disponible en una coyuntura en la cual se ha dado un quiebre en el ciclo de crecimiento; (viii) 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 (ix) 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 crédito en la economía, a 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 en el último mes se ha presentado un marcado deterioro del contexto internacional que acentuó la restricción del crédito a nivel mundial y el menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Adicionalmente, la información disponible muestra que el sector productivo colombiano está 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 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. Lo anterior se ha reflejado en Colombia en la devaluación del peso, en la caída del precio de las acciones y el aumento de las tasas de interés de los TES de largo plazo.

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 el párrafo anterior, no se desprende que por ahora sea oportuno revisar la postura de política monetaria con bajas en las tasas de interés de intervención. Si bien algunas presiones inflacionarias han disminuido, aún existe el riesgo de mayores incrementos del nivel general de precios. Igual sucede con las expectativas de inflación que todavía 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.

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 actuar 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, resulta oportuno un cambio de postura de la política monetaria. Indicaron además que, en el ámbito interno, la información muestra la continuación de la caída en el crecimiento del producto; la disminución de la producción del sector industrial en 8,8% en agosto y en lo que va corrido del año en 0,8%; la continuación de la elevación de sus existencias y la disminución del nivel de sus pedidos; el deterioro de los índices de confianza; el aumento de la capacidad ociosa; el marchitamiento de las expectativas de inversión y el deterioro del sentimiento de los consumidores; el debilitamiento del sector comercial; el aumento de la tasa nacional de desempleo y la caída del empleo asalariado en 6,9%, entre otras manifestaciones de la desaceleración de la economía. Situación que 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 un año y medio y dos, lo indicado es iniciar un proceso de normalización con una 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 de 50 puntos básicos.

Los miembros de la Junta discutieron un paquete de medidas tendientes a facilitar el buen funcionamiento de los mercados monetario y de crédito y la debida irrigación de la liquidez. Las medidas buscan evitar aumentos en las tasas de interés por encima de las de intervención como ha sucedido en otros países.

Finalmente, señalaron que es necesario hacer un seguimiento a la situación financiera internacional y 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.

Igualmente acordaron de manera unánime:

- Reducir el encaje bancario de las cuentas corrientes y de ahorro, de 11,5% a 11% y de los depósitos a término a plazos menores a 18 meses de 6% a 4,5%. La medida tendrá efectos a partir de la bisemana de cálculo requerido de encaje que se inicia el 19 noviembre.
- Ampliar de dos a tres semanas el cómputo del encaje para el cierre del año.
- Otorgar liquidez transitoria con operaciones repo de plazos de 14 y 30 días. Comprar TES de manera definitiva por un monto de \$ 500 mil millones, a los cuales se adicionará el equivalente en pesos de la venta de divisas realizadas con el sistema de opciones de volatilidad.
- Cerrar temporalmente a partir del próximo lunes las subastas de contracción mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje y mantener abierta la ventanilla “lombarda” de contracción.

Bogotá D. C., noviembre 07 de 2008.