



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 28 de marzo de 2008**

El 28 de Marzo 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 Dario 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 febrero aumentó por quinto mes consecutivo al cerrar en 6,35%. Este nivel supera en 35 p.b. el registro del mes anterior y en 185 p.b. el rango superior de la meta para 2008.

El aumento de la inflación en febrero se explica fundamentalmente por el comportamiento de los precios de los alimentos. En el mes, la inflación sin alimentos se mantuvo estable en 4,47% y algunos de los indicadores de inflación básica se redujeron ligeramente. Por su parte, la inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo estable alrededor de 5,2%.

Respecto a los alimentos, su inflación pasó de 9,4% en enero a 10,5% en febrero. El aumento se debió al grupo de perecederos y, en particular, al comportamiento de los precios de la papa. La inflación de procesados, por su parte, se mantuvo en un nivel similar al de enero. A pesar de ello, la inflación anual de este subgrupo continúa exhibiendo un alto nivel (9,5%).

A febrero el IPP continuó acelerándose y registró una inflación anual de 3,9%, mientras que los indicadores de salarios muestran aceleraciones importantes en todos los sectores en los que se dispone de información.

## **b. Crecimiento interno**

Los resultados del crecimiento del PIB para el 2007 (7,52%) y del último trimestre del año (8,14%) fueron superiores a los esperados y confirman que la economía colombiana sigue creciendo a un ritmo fuerte.

Las exportaciones en dólares registraron una importante aceleración en noviembre y, especialmente, en diciembre. El buen desempeño se presentó tanto para las tradicionales como para las no tradicionales y se explica por una mejoría en los precios de exportación y un aumento en los volúmenes exportados. Las exportaciones a Venezuela mostraron un crecimiento de más de 90% para el acumulado a 12 meses en diciembre. Las exportaciones tradicionales a Estados Unidos repuntaron en los últimos meses de 2007 y las no tradicionales dejaron de caer.

El crecimiento de la industria en enero según el DANE fue de 5,6%, mientras que las cifras de la ANDI señalan un crecimiento para la industria de 7,5%.

Las ventas al por menor, por su parte, presentaron una caída explicada por las ventas de alimentos. Otros indicadores de gasto privado como el sentimiento de los consumidores medido por Fedesarrollo indican que este se mantuvo en un nivel alto.

El ritmo de crecimiento de las importaciones se aceleró en enero frente a diciembre, particularmente en bienes de consumo durable y bienes de capital.

En materia de empleo, las cifras del DANE y las encuestas sectoriales en enero muestran que ha seguido creciendo a un ritmo alto.

## **c. Contexto internacional**

La actividad económica en los EEUU continuó deteriorándose. El comportamiento de diversos indicadores en febrero y marzo sugiere que el crecimiento ya habría entrado en terreno negativo en el primer trimestre del año. El sentimiento de los consumidores en marzo cayó a niveles similares

o incluso inferiores a los observados en la pasada recesión de 2001-2002, reflejándose en un pobre desempeño de las ventas al detal y en una caída de la producción industrial.

Por otro lado, la crisis en el sector de finca raíz continúa: el precio de la vivienda sigue descendiendo, los inventarios aún no se reducen y los incumplimientos hipotecarios y los embargos de vivienda aumentan, según la última información disponible a diciembre.

El sistema financiero ha sido afectado por las noticias anteriores y las dudas sobre su solidez han seguido creciendo, lo que se confirma con la difícil situación de varios bancos internacionales.

Todo lo anterior hace presagiar una recesión en EEUU más fuerte y duradera de lo que inicialmente se esperaba. Los pronósticos de crecimiento para 2008 de los diferentes analistas se han reducido desde niveles de 1,5% hacia niveles cercanos a 0,5%. Se anticipa para 2009 tasas de crecimiento inferiores al 1%.

Estos resultados, de confirmarse, estarían sugiriendo un desempeño económico en ese país por debajo del observado en las últimas dos décadas, lo que podría terminar afectando el crecimiento mundial. Por esta razón, las perspectivas económicas para otras economías desarrolladas también están siendo revisadas a la baja.

Los precios de las materias primas han presentado gran volatilidad como resultado del aumento en la incertidumbre en EEUU. No es claro hasta qué punto los altos niveles que exhiben hoy en día estos precios obedecen a excesos de la demanda mundial o a movimientos especulativos asociados con el debilitamiento del dólar. Esto último aumenta el riesgo de que se presenten cambios con reducciones más pronunciadas que las observadas en los últimos días.

Las monedas de los países emergentes, en especial de América Latina, continuaron apreciándose. Por otro lado, en las últimas semanas, las primas de riesgo de estas economías han tenido una reacción relativamente moderada al deterioro del contexto internacional.

#### **d. Variables Financieras**

Los agregados monetarios se desaceleraron nuevamente en febrero. El M3 creció a una tasa anual de 16,9%, el efectivo lo hizo al 11,3% y los pasivos sujetos a encaje (PSE) al 17,8%. En el mes continuó la aceleración de las captaciones a través de CDT.

El crecimiento de la cartera del sistema financiero también continuó desacelerándose. El crédito total creció a una tasa anual de 23,1% frente 24,6% en diciembre. Cuando se observa el crecimiento marginal utilizando la serie de promedios móviles de orden 13 se aprecia una desaceleración más pronunciada en los últimos meses sobre todo en el crédito de consumo y en el comercial.

Las tasas de interés nominales continuaron incrementándose y las diferentes tasas reales, tanto activas como pasivas, están en sus promedios históricos.

## **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) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados frenó la tendencia descendente que traía en meses anteriores; (iv) los indicadores disponibles sugieren que el dinamismo de la demanda agregada se mantiene en niveles altos frente a la producción, aunque muestra síntomas de moderación; (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, las cuales continuaron aumentando, ubicándose por encima de las metas fijadas por la Junta, y que podrían estar reflejándose en las negociaciones salariales.

La Junta consideró que distintos indicadores muestran que los aumentos en las tasas de interés de intervención y modificación en los encajes, 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. En todo caso, la demanda interna continúa expandiéndose a un ritmo superior al de la producción nacional, aunque desacelerándose.

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 combustibles; (iv) el déficit de la cuenta corriente que refleja un crecimiento de la demanda interna superior al de la producción nacional; (v) el que cambios en el escenario internacional, en un contexto de déficit de cuenta corriente, puedan llevar a ajustes futuros en la tasa de cambio; (vi) la incertidumbre generada por la alta volatilidad de los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana, y (vii) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria como estrategia para anclar las expectativas de inflación ante las tendencias de incrementos de los precios que vienen enfrentando los países.

La mayoría de la Junta consideró conveniente mantener inalterada la tasa de interés de intervención, a pesar de la persistencia de las presiones inflacionarias reseñadas y en especial del aumento en las expectativas de inflación de los agentes en la economía. Lo anterior, con el fin de acopiar mayor información para evaluar los posibles efectos sobre el crecimiento de una recesión más profunda y prolongada en los Estados Unidos, así como del impacto de las medidas de política monetaria adoptadas en el pasado.

Unos miembros de la Junta señalaron la importancia de tener la inflación y las expectativas de inflación ancladas a las metas, para lo cual consideran necesario mantener una postura de la política monetaria restrictiva, que facilite en el futuro una política contracíclica en el manejo monetario. Lo anterior, a pesar de las perspectivas de menor crecimiento de la economía, en especial por el efecto de la recesión en los Estados Unidos.

Un miembro de la Junta estimó que debería disminuirse la tasa de interés de intervención, por las siguientes razones: (i) Las medidas tomadas por la Junta han tenido y seguirán teniendo los efectos buscados por la política monetaria. Lo anterior se refleja ya en la reducción de la utilización de la capacidad instalada de la industria, la caída de su índice de confianza, la desaceleración de la demanda de energía y de bienes de consumo durable y de vivienda, el aumento de las tasas de interés y la tendencia descendente de la demanda de crédito de los hogares y la descolgada de la cartera, en

especial de la de consumo; (ii) La información disponible sugiere que se presentará una corrección importante en los próximos meses de los precios internos de los alimentos perecederos; (iii) La dinámica de la economía colombiana en los años 2008 y 2009 se va a afectar por el deterioro del crecimiento de la economía norteamericana y mundial a lo cual se suman los posibles problemas futuros que afecten a Venezuela; (iv) Una disminución de la tasa de intervención conduciría a que no se siga ampliando el diferencial de las tasas internas y externas y a una menor presión sobre la revaluación del peso, cuya magnitud durante el último lustro es una de las más altas del mundo, y causaría graves perjuicios para los sectores transables y la generación de empleo.

Teniendo en cuenta lo anterior la Junta de manera mayoritaria decidió mantener inalterada su tasa de intervención 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 provenientes de los precios internacionales de los alimentos y combustibles.

### **3. Decisión de política**

La Junta Directiva acordó por mayoría mantener inalterada las tasas de interés de intervención del Banco de la República en 9,75%.

Bogotá D.C., abril 11 de 2008