



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 25 de enero de 2008

El 25 de enero 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 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. El director Fernando Tenjo no estuvo presente. A continuación se hace un resumen de los principales temas tratados en dicha reunión.

1. Antecedentes

a. Desarrollos recientes de la inflación

La inflación al consumidor cerró el año en 5,69%, 119 p.b. por encima del techo del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República y mayor en 121 p.b. al resultado de diciembre de 2006.

El aumento de la inflación en diciembre se explica fundamentalmente por el comportamiento de los precios de los alimentos y de los regulados. En el mes, la inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados no aumentó y se situó en 5,2%, cayendo por cuarto mes consecutivo luego de haber alcanzado un máximo de 5,57% en agosto.

El promedio de los indicadores de la inflación básica al final del año se situó alrededor del 5%. En el caso específico de la inflación sin alimentos, el resultado de diciembre de 2007 fue 4,4%, similar al de noviembre.

En lo que se refiere a los alimentos, la variación anual de sus precios (8,51%) se explica por diversos factores. Por una parte, fenómenos climáticos como El Niño en los primeros meses del año y la Niña en el segundo semestre de 2007 impactaron el abastecimiento de varios alimentos (hortalizas, frutas y tubérculos). Por otra, la mayor demanda y producción de biocombustibles presionó los precios internacionales de algunos alimentos e insumos agrícolas, mientras que los altos precios del petróleo incrementaron los fletes del transporte y los precios de varios agroquímicos. Adicionalmente, esta situación ha inducido el desplazamiento de materias primas agrícolas, antes destinadas a alimentos, para su utilización en la elaboración de biocombustibles. Finalmente, el aumento de la demanda de Venezuela por algunos alimentos y la fortaleza de la demanda interna también presionaron los precios al alza.

b. Crecimiento, contexto externo y variables financieras

El crecimiento económico interno continúa mostrando una fuerte dinámica. El crecimiento anual registrado para el PIB en el tercer trimestre de 2007 fue de 6,6%. Con esta nueva información se corrobora que el crecimiento para todo el año estará alrededor del 7,0%

Para 2008 se prevé una desaceleración cuya magnitud dependerá de la situación internacional. A pesar de ello, estudios técnicos del Banco muestran que el crecimiento del PIB para este año se mantendrá vigoroso, alrededor del promedio del último lustro.

Lo anterior es consistente con el buen desempeño de las exportaciones, que continúan creciendo a un buen ritmo, de la inversión y del dinamismo en el empleo. En el comercio, de acuerdo con la encuesta sectorial, el empleo a noviembre creció a una tasa del 6,7% anual y completó 2 años expandiéndose por encima del 5% anual. El empleo en la industria, aunque con registros menos altos, también completó seis trimestres creciendo a tasas superiores al 2%, mostrando en noviembre un crecimiento del 2,5% anual.

c. Contexto internacional

Distintos indicadores confirman la desaceleración de la economía norteamericana. El mercado de vivienda no muestra señales de recuperación, las restricciones crediticias han aumentado y las ventas, los permisos de construcción y el desarrollo de nuevos proyectos habitacionales continúan deteriorándose. Ello permite esperar caídas mayores en los precios de la vivienda en los próximos meses e implicaciones importantes sobre la solidez financiera de ese país y de otros países desarrollados. Adicionalmente, a diciembre la tasa de desempleo aumentó de 4,7% a 5% y la generación de empleo se desaceleró sustancialmente, algo que no sucedía desde la anterior recesión en 2001. Así mismo, las expectativas de producción para la industria obtenidas de encuestas se han reducido a niveles que no se observaban desde 2001. El consumo de los hogares, que hasta hace poco mostraba una gran solidez, podría estar resintiéndose a juzgar por la contracción de las ventas al por menor en diciembre (-4,3% mensual anualizado) y por el comportamiento de las encuestas de consumo.

Estas dudas sobre la economía norteamericana han extendido los temores de desaceleración a otras economías desarrolladas y en desarrollo, a lo que se suma el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias por los altos precios del petróleo y de los alimentos y la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las exportaciones colombianas a Venezuela.

d. Variables financieras

La base monetaria cerró el año con un crecimiento de 19,4% frente a 15,3% en noviembre y 10,9% un trimestre atrás. La tendencia de la base guarda relación con la recuperación de la demanda por efectivo y con una mayor demanda por reserva bancaria

asociada con el aumento del encaje marginal a mediados del 2007. Por su parte, el M3 creció en diciembre a una tasa anual de 17,8%, también mayor que la observada en meses anteriores. Se destaca un aumento en la participación de los CDT en detrimento de las cuentas de ahorro.

En el mismo período, el crecimiento de la cartera del sistema financiero continuó moderándose y a diciembre era de 23,6%. El crédito comercial muestra signos de aceleración confirmados por los mayores desembolsos. Parte de este aumento podría ser explicado por la sustitución de créditos externos por crédito interno a raíz del restablecimiento de los depósitos sobre endeudamiento externo. Por su parte, el crecimiento anual del crédito de consumo y de la cartera total se redujo.

En el mes de diciembre las tasas pasivas, excepto la DTF, tendieron a disminuir y algo similar sucedió con las tasas activas de consumo, comercial y microcrédito, y con el promedio de la tasa activa. Con ese comportamiento de las tasas nominales y dado el aumento de la inflación de los últimos meses, las tasas reales tendieron a reducirse en el cuarto trimestre, interrumpiendo la tendencia ascendente que se observaba desde comienzos de 2007.

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 la inflación en el 2008 y 2009 en un contexto internacional de presiones al alza; (iii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados que, si bien siguió reduciéndose, continúa por encima de niveles compatibles con las metas establecidas; (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, en particular de Venezuela y (vi) las implicaciones para la política monetaria de las metas de inflación fijadas por la Junta y del comportamiento de las expectativas de inflación las cuales aumentaron en el último mes por el resultado de la inflación en el 2007.

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, el crédito mantiene tasas elevadas de crecimiento. Así mismo, la demanda interna continúa expandiéndose a un ritmo superior al de la producción nacional, aunque declinante.

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; (iii) la ampliación del déficit de la cuenta corriente que refleja un crecimiento de la demanda interna superior al de la producción nacional; (iv) 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; (v) la incertidumbre generada por la alta volatilidad de los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana y (vi) 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.

Los miembros de la Junta resaltaron de manera unánime que la actual coyuntura se caracteriza por una gran incertidumbre. En especial, las posibles implicaciones en el crecimiento de la economía colombiana por un menor crecimiento de la economía mundial aconsejan que sea mejor esperar a nueva información antes de tomar decisiones sobre la tasa de interés de intervención. En efecto, este menor crecimiento de la economía mundial podría afectar el desempeño de la economía colombiana, lo cual dependerá de la magnitud de la desaceleración en esos países y su incidencia sobre las exportaciones, los precios de los bienes básicos, los flujos de capital y las remesas.

Algunos de los directores destacaron que la inflación sigue mostrando una preocupante tendencia al alza que la aleja de la meta de largo plazo definida en la sesión anterior, lo cual se ha manifestado en el comportamiento de las expectativas. Al mismo tiempo, no descartaron que en el futuro sean necesarios incrementos adicionales en la tasa de intervención si la información sugiere que ello es aconsejable para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación y maximizar la tasa de crecimiento económico sostenible.

Otros miembros reiteraron que la tasa de interés vigente es consistente con una política monetaria contraccionista y que la información disponible no sugiere la necesidad de aumentos futuros en la tasa de intervención. A su juicio, la política monetaria viene logrando los objetivos buscados para moderar el crecimiento y el crédito y anclar las expectativas hacia el logro de las metas de inflación. Dependiendo de la evolución de las condiciones externas y de los niveles internos de precios y empleo, cabría regresar a una postura más neutral.

La Junta de manera unánime mantuvo inalterada su tasa de intervención en 9,50% 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 unanimidad mantener inalteradas las tasas de intervención del Banco de la República.

Bogotá D.C., febrero 8 de 2008