



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 15 de agosto de 2008**

El 15 de agosto 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, Óscar 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 al consumidor en junio se situó en 7,52%, incrementándose por tercer mes consecutivo. La inflación acumulada en los cinco primeros meses del año asciende a 6,5%, 181 puntos base (pb) por encima del registro del año pasado. Algunos de los indicadores de inflación básica aumentaron en junio y se mantienen por encima de la meta de inflación.

La aceleración de la inflación durante junio se explica por el comportamiento del precio de los alimentos, siendo el arroz y los aceites los que ejercieron la mayor presión alcista. La inflación de regulados pasó de 8.8% en junio a 9.5% en julio, principalmente por combustibles y transporte.

La inflación de transables y no transables sin alimentos ni regulados se redujo en el último mes. En particular, el IPC de no transables sin alimentos ni regulados fue 5,1% en julio frente a 5,3% en junio.

Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo implícitas en el comportamiento del mercado de TES se redujeron con posterioridad a la sesión de la Junta del 25 de julio, lo cual constituye un punto de quiebre en la tendencia al alza que se venía presentando desde abril. Adicionalmente, entre el 25 de julio y el 12 de agosto se observó una reducción en las tasas de los TES de mediano (59 pb) y largo plazo (90 pb).

A julio, la inflación al productor medida por el IPP total se aceleró nuevamente, pasando de 8% en junio a 9,6%, el más alto desde 2003.

#### **b. Crecimiento interno**

La información disponible no sugiere cambios en la proyección de crecimiento del PIB del equipo técnico del Banco para este año, que está entre 3,3% y 5,3%,

La información de la industria en los últimos dos meses indica que el sector continuó reduciendo su dinamismo y que esto ha sucedido a un ritmo mayor que el esperado. De acuerdo con la Encuesta de Opinión Conjunta de la ANDI, la producción industrial presenta un crecimiento anual año corrido a junio de 1,2%, menor que el registrado en abril y mayo (2,8% y 1,9% respectivamente). Los indicadores de confianza de los industriales y el nivel de existencias y de pedidos a junio corroboran estas tendencias.

Los indicadores de comercio no son concluyentes acerca de las tendencias del sector. La información proveniente de los balances de las encuestas de opinión de Fenalco sugiere que las ventas han continuado perdiendo impulso, aunque a un ritmo menor que en el primer trimestre. Por otro lado, diferentes indicadores de Fedesarrollo como el de situación económica actual para el sector y el de expectativas de situación económica a seis meses no presentan un deterioro adicional para los últimos dos meses.

Las últimas cifras en materia de exportaciones muestran que éstas mantienen un fuerte dinamismo al registrar un crecimiento en dólares de 42,4% y de 22,9% para las exportaciones no tradicionales.

Las cifras sobre demanda de energía a junio y julio mostraron mejoría luego de registros bajos en meses anteriores. En julio, por ejemplo, el crecimiento anual fue de 2,8%, superior al observado en lo corrido del año a junio (2,1%). Por su parte, los recaudos de IVA interno mostraron tasas de crecimiento nominal durante todo el primer semestre superior a los dos dígitos, habiéndose acelerado en junio a 35,7%.

### **c. Contexto externo**

En los últimos meses la inflación mundial se ha acelerado como consecuencia de los altos precios de los alimentos y bienes energéticos. A su vez, se ha presentado un menor ritmo de crecimiento económico. Este fenómeno ha sido más profundo en Japón, Inglaterra y la Zona Euro, economías que ya han empezado a sentir el efecto de los altos precios de las materias primas y de la desaceleración de los Estados Unidos.

En el caso de los Estados Unidos, durante el segundo trimestre se observó un crecimiento anual de 1,9%. Sin embargo, esto no modifica las perspectivas desfavorables para éste y el próximo año. Los analistas han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento de ese país para 2008 y 2009.

En la Zona Euro los índices de confianza de los consumidores y el índice de producción manufacturera han disminuido fuertemente en los últimos meses, debilitando las proyecciones de crecimiento del PIB para 2008 y 2009. Estos indicadores han sido aún más desfavorables para el caso del Japón y Reino Unido. Lo mismo ha sucedido con algunos países emergentes de la región como Venezuela, Ecuador, Chile y México en donde se sigue observando una desaceleración del crecimiento.

En ese contexto, el dólar se ha fortalecido frente a un gran número de monedas. Esta situación, junto con las perspectivas de una demanda mundial más débil, ha conducido a una caída de los precios de las materias primas en las últimas semanas, en especial, del petróleo.

#### **d. Variables financieras**

El crecimiento anual de los principales agregados monetarios en julio se redujo en el último mes y medio. Entre junio y julio, por ejemplo, el crecimiento de M3 pasó de 14,5% a 11,5%. Las captaciones del sistema financiero siguen efectuándose, en buena parte, a través de CDT.

La cartera del sistema financiero en pesos mantuvo, en julio, un crecimiento de 19,4%, muy similar al observado en el mes anterior. Cuando se examina el comportamiento de los últimos meses no se observa una tendencia hacia la desaceleración de este agregado. La moderación de la cartera de consumo (crece 18,4% en julio) ha continuado siendo compensada por una aceleración de la cartera ordinaria (20,4% en julio) y, en las últimas tres semanas, por un crecimiento mayor de la cartera hipotecaria (16,5% en julio)

La mayoría de tasas de interés nominal disminuyeron en el último mes. La reducción más grande se presentó en las de tarjetas de crédito (40 pb). Cabe señalar que la tasa de usura también se redujo en este período cerca de 60 pb.

La tasa de cambio mostró entre julio 14 y agosto 14 una devaluación de 4,2%.

## **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, si bien algunos rubros de la canasta han empezado a mostrar aumentos menores de precios, como es el caso del IPC sin alimentos ni regulados; ii) la incertidumbre sobre el comportamiento de los precios internacionales de los alimentos y del petróleo, que en las últimas semanas han tenido una tendencia a la baja, y sobre sus efectos en la inflación total; iii) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios de los regulados dados los mecanismos de indexación incorporados en la determinación de las tarifas y de la inflación de no transables; iv) los costos de producción de las empresas, que muestran incrementos importantes; 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 tasa de cambio 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, 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 2008 y 2009; iii) la pertinencia de adoptar medidas de política monetaria en un contexto de

altos precios internacionales de los alimentos y los combustibles; iv) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados que en el mes de julio presentó una disminución frente al mes anterior; v) las menores proyecciones de déficit de la cuenta corriente ; vi) los efectos de la apreciación acumulada de la tasa de cambio y de la devaluación observada en las últimas semanas; vii) 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; viii) la incertidumbre generada por la alta volatilidad de los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana; ix) la dificultad para evaluar la información disponible en una coyuntura en la cual hay un quiebre en el ciclo sostenido de crecimiento; x) el balance de riesgo entre crecimiento e inflación en un contexto de expectativas de inflación al alza y de desaceleración de la economía y xi) la necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria y anclar las expectativas de inflación ante el riesgo de los efectos colaterales de los precios internacionales de los alimentos y los combustibles.

En la reunión se destacó que la inflación continúa aumentando en muchos países y cómo varios bancos centrales han incrementado sus tasas de interés. Los precios internacionales del petróleo, alimentos y otros productos básicos han caído recientemente, pero sus niveles se mantienen históricamente altos. En Colombia, las expectativas de inflación a varios plazos, medidas a partir del mercado de títulos de deuda pública TES, disminuyeron significativamente desde la decisión de la Junta Directiva pasada de aumentar en 25 pb su tasa de intervención. Sobresale, además, la reciente disminución en las tasas de interés de largo plazo y el descenso en la inflación de no transables sin alimentos ni regulados en julio.

La información disponible muestra que al igual que en otros países, en Colombia se ha moderado el crecimiento de la demanda interna y el producto, aunque se mantiene la proyección de crecimiento entre 3,3% y 5,3%. Condiciones financieras menos amplias y el efecto de los mayores precios de los alimentos y los combustibles sobre el ingreso disponible real han restringido la expansión de la demanda. A su vez, la oferta se ha visto afectada negativamente por los mayores costos de producción, los cuales reducen el crecimiento de la producción al tiempo que elevan los precios.

Es de esperar que en 2008 la inflación anual se mantenga alta en los próximos meses por los elevados precios de los alimentos y los combustibles. Posteriormente, tanto la inflación total como los indicadores de inflación básica podrán disminuir de manera gradual, siempre y cuando las expectativas de inflación continúen a la baja y el crecimiento salarial sea moderado. 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.

Conforme a lo anterior, la Junta Directiva de manera unánime decidió mantener inalterada 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 de los precios internacionales de los alimentos y combustibles.

### **3. DECISIÓN DE POLÍTICA**

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