



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 19 de Septiembre de 2008

El 19 de Septiembre 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, 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 agosto se situó en 7,87%, incrementándose por cuarto mes consecutivo. La inflación acumulada en los ocho primeros meses del año asciende a 6,74%. La inflación básica anual promedio alcanzó niveles de 5,1% y 5,8% para cinco y tres indicadores, respectivamente. Por primera vez en lo corrido del año estos indicadores disminuyeron levemente (seis puntos básicos en los dos casos).

La aceleración de la inflación durante agosto se explica por el comportamiento del precio de los alimentos, siendo las hortalizas, las frutas, los tubérculos y la leche los que ejercieron la mayor presión alcista. Los precios de los regulados presentaron un crecimiento anual de 9,4%, similar a la del mes anterior. En este rubro los precios de los combustibles y los servicios públicos continuaron presionando el alza.

La inflación de transables aumentó de 2,1% en julio a 2,3% en agosto. Los no transables sin alimentos ni regulados se redujeron por segundo mes

consecutivo, pasando de 5,1% en julio a 5% en agosto. En el último año, este rubro de la canasta acumula un descenso de 60 pb.

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 sitúan muy por encima de la meta de inflación de largo plazo.

La inflación anual al productor, medida por el IPP total, se redujo de 9,6% en julio a 9% en agosto.

b. Crecimiento interno

La información disponible sugiere que la economía colombiana viene creciendo a un ritmo menor al esperado. Para el tercer trimestre, el comportamiento de la industria y el comercio (a julio), así como las encuestas de opinión empresarial, confirman la desaceleración del crecimiento, en especial en lo que hace a la industria textil, de confecciones y calzado y de vehículos y material de transporte. En estas ramas de la producción, la pérdida de dinamismo coincide con una reducción en el volumen de exportaciones a Venezuela y Estados Unidos.

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

c. Contexto externo

La crisis financiera internacional se agudizó en el último mes, en especial en los Estados Unidos. La declaratoria de quiebra de Lehman Brothers y los temores de que otras entidades financieras corrieran igual suerte aumentaron la incertidumbre de los mercados financieros.

Estos acontecimientos llevaron a una caída de los índices bursátiles en todo el mundo y a la recomposición de los portafolios de inversión hacia títulos más seguros, como los bonos del tesoro de corto plazo de los Estados Unidos. Lo anterior aceleró el fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de monedas.

Las perspectivas de crecimiento de los países avanzados se han deteriorado. Lo mismo ha sucedido en algunas economías latinoamericanas, aunque países como Perú, Brasil y Venezuela mantienen niveles altos de crecimiento.

La información disponible sugiere que la inflación en los países desarrollados y en algunos emergentes como China, podría estar empezando a ceder, lo cual ha llevado a que los bancos centrales de un buen número de países interrumpan las alzas en sus tasas de interés que estaban llevando a cabo en los meses anteriores.

En cuanto a las economías emergentes, la crisis financiera ha reducido el acceso y aumentado el costo de financiación. Adicionalmente, la caída en el precio internacional de la mayoría de los productos básicos podría contribuir al descenso de la inflación en la región, pero también afecta los términos de intercambio, en especial para países exportadores de petróleo, como lo son Colombia y sus principales socios comerciales en la región.

d. Variables financieras

El crecimiento anual de los principales agregados monetarios se aceleró en el último mes. Entre julio y agosto, por ejemplo, el crecimiento de M3 pasó de 11,5% a 16,3%.

En agosto, la cartera del sistema financiero en pesos mantuvo un crecimiento de 19%, muy similar al observado en el mes anterior. El comportamiento de este agregado en los últimos meses no muestra una tendencia hacia la desaceleración. La moderación de la cartera de consumo (crecimiento de 16,8% en agosto) sigue siendo compensada por el dinamismo de la cartera comercial (21,4% en agosto). En los últimos tres meses la cartera hipotecaria ha crecido, en promedio, alrededor de 15,8%.

Las tasas de interés pasivas se incrementaron, al igual que las de crédito ordinario e hipotecario, mientras que las de consumo presentaron un leve descenso. En términos reales, las tasas promedio de crédito calculadas por el Banco de la República y la DTF se ubicaron a niveles cercanos a sus promedios históricos calculados desde 1986.

La tasa de cambio mostró una devaluación de 15,4% 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 por la Junta; (ii) algunos rubros de la canasta continúan mostrando aumentos menores de precios, como es el caso del IPC sin alimentos ni regulados; (iii) los precios internacionales de los alimentos, las materias primas y el petróleo siguen mostrando una tendencia a la baja, lo cual podría tener un efecto importante en la inflación total; (iv) los indicadores de inflación básica disminuyeron levemente por primera vez en lo corrido del año; (v) 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; (vi) los costos de producción de las empresas, que muestran incrementos importantes, si bien el ritmo de crecimiento del IPP se redujo en el último mes; (vii) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial y de nuestros principales mercados de exportación y, en particular, de Venezuela; (viii) el efecto de la tasa de cambio sobre la inflación y las perspectivas de 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 2008 y 2009; iii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sin alimentos ni regulados que en el mes de agosto cayó por segundo mes consecutivo; 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 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; vii) la incertidumbre generada por la crisis financiera mundial en los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana; (viii) la dificultad para evaluar la información disponible en una coyuntura en

la cual se ha dado un quiebre en el ciclo de crecimiento; ix) el balance de riesgo entre crecimiento e inflación en un contexto de expectativas de inflación al alza y de desaceleración de la economía y x) 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.

Los miembros de la Junta resaltaron la bondad 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, a fortalecer la posición de reservas internacionales y a mitigar los efectos sobre las expectativas de inflación de los mayores precios internacionales de los productos básicos.

Adicionalmente, destacaron que la información disponible apunta a un crecimiento de la actividad económica menor al esperado, tanto en Colombia como en la gran mayoría de países. En el último mes se agudizó la crisis financiera internacional afectando los precios de algunos activos en Colombia, en especial de la tasa de cambio del peso frente al dólar, la cual mostró una gran volatilidad en el pasado reciente. Todo hace prever que la incertidumbre continúe y se desconocen los efectos precisos sobre el crecimiento económico mundial y sobre la disponibilidad de recursos para las economías emergentes.

Por último, señalaron que las proyecciones de inflación presentadas en el Informe de junio pasado, y que indican que esta variable probablemente mostrará una tendencia descendente a partir del cuarto trimestre del año, muy seguramente se consolidará con los nuevos datos sobre precios internacionales y de alimentos.

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. Lo anterior por dos factores. Por un lado, el choque de precios relativos ha hecho de la inflación una de las principales causas de la desaceleración de la economía, dado su efecto sobre el ingreso disponible de los hogares y los costos de las empresas. Por el otro, si bien algunas presiones inflacionarias han disminuido recientemente, existen aún elementos que elevan el riesgo de mayores incrementos del nivel general de precios. Entre estos se destacan las expectativas de inflación, las cuales permanecen en niveles altos, la 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. En estas condiciones y con la información disponible, no puede esperarse que mayor inflación lleve a mayor crecimiento sino que, por el contrario, demore la reactivación del mismo.

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 se reduciría la capacidad de la política monetaria de actuar de manera anti-cíclica en el futuro.

Otra posición dentro de la Junta consideró que, frente a la caída de la inflación de bienes no transables sin alimentos ni regulados; la caída del promedio de los indicadores de inflación básica; la fuerte desaceleración del crecimiento, superior a la esperada desde el inicio del endurecimiento de la política monetaria; la reducción del empleo asalariado en más del 8% durante el trimestre mayo-julio; la declinación del clima de los negocios y del ánimo inversionista de los empresarios según la última encuesta del Banco; los efectos de la crisis financiera internacional en Colombia y en nuestros principales socios comerciales; y 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 hoy su proceso de normalización con una reducción de la tasa de interés de intervención del Banco en 25 puntos básicos, de suerte que con posterioridad no nos veamos forzados a efectuar recortes abruptos de magnitud inusual.

Finalmente, los miembros de la Junta 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.

Bogotá D. C., octubre 03 de 2008.