



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 24 de agosto de 2007

El 24 de agosto de 2007 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 Escobar, el Gerente General, José Dario 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 discute la situación inflacionaria 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 se redujo en julio, por tercer mes consecutivo, cerrando en 5,77%, 26 puntos básicos (pb) por debajo de la del mes anterior y 49 pb menor que su nivel máximo reciente alcanzado en abril.

Este comportamiento favorable también se observó en todos los indicadores de inflación básica utilizados por el Banco de la República. El promedio de esos indicadores pasó de 5,1% a 5,0% entre junio y julio, continuando el proceso de reducción que se venía observando desde el mes de abril cuando llegó a 5,3%.

La inflación anual de alimentos siguió disminuyendo, como se esperaba, principalmente por la normalización del clima y su efecto en la caída en los precios de los alimentos perecederos. También se observó una disminución en la inflación de los alimentos procesados, explicada por una pequeña caída en el precio de la carne.

La inflación de bienes transables diferentes de alimentos bajó de 1,76% en junio a 1,62% en julio, manifestando una caída que es, sin embargo, pequeña frente a la apreciación acumulada del peso del último año.

La inflación de no transables, sin alimentos ni regulados, continuó creciendo, comportamiento que viene presentándose desde el mes de abril, y se situó en 5,45%, frente a 5,1% en el mes anterior. Dentro de este grupo se destacan los arriendos, cuya inflación anual a julio se situó en 4,8%, frente a 4,6% en junio. Para el subgrupo “Resto” que excluye arriendos, la inflación anual subió 43 pb y se situó en 6,3%, debido fundamentalmente al aumento del rubro de “diversión, cultura y esparcimiento”.

La inflación de regulados disminuyó. Estos precios están atados parcialmente al índice de precios al productor (IPP) y han resultado favorecidos por la caída absoluta que se observa en este indicador, muy vinculada al comportamiento de la tasa de cambio. El ritmo de inflación correspondiente al grupo de bienes y servicios regulados del índice de precios al consumidor (IPC) se redujo de 7,4% en junio a 6,6% en julio, a pesar de presiones al alza provenientes del precio de los combustibles y del transporte público.

b. Crecimiento, contexto externo y variables financieras

La información disponible continúa mostrando una dinámica fuerte en el crecimiento económico interno. El DANE informó que en junio la producción industrial creció 11,9% y las ventas del comercio aumentaron 9,2% frente al mismo mes del año anterior. En la industria, el total de obreros contratados creció 4,2% y en el comercio el aumento fue de 6,6%. Así mismo, el desempeño de las licencias de construcción al mes de junio (aumentaron 39%) anticipa un crecimiento alto para esta actividad económica en la segunda mitad del año.

Las exportaciones a mayo siguieron aumentado con un crecimiento en el acumulado de los últimos doce meses del 15%. Este desempeño se explica tanto por el comportamiento de las exportaciones tradicionales como de las no tradicionales, destacándose las exportaciones a Venezuela que crecieron 47%.

El fuerte crecimiento de las importaciones a junio (26% para el acumulado a 12 meses) no muestra cambios importantes frente a las tendencias que se observaban en meses anteriores. Las importaciones de bienes de consumo en dólares crecieron en este mes a una tasa superior al 30%. En este mismo período, las importaciones de bienes de capital y de bienes intermedios aumentaron a una tasa cercana al 25%, reflejando la buena dinámica de la industria manufacturera

Contexto internacional

Los mercados han exhibido mayor volatilidad que en meses anteriores como consecuencia de la crisis del sector hipotecario “*subprime*”. La incertidumbre sobre sus efectos, además de los elevados niveles de apalancamiento de los inversionistas, se ha reflejado en un menor apetito por activos riesgosos y una importante disminución de la liquidez de los mercados.

El efecto de esta coyuntura sobre los mercados emergentes se ha dado a través de un aumento en la prima de riesgo (medida por el EMBI+), que, sin embargo, ha sido menor a la observada en los bonos especulativos del mercado americano. La reacción del tipo de cambio fue más alta en Colombia que en los demás países de la región, pero la pérdida de valor del mercado bursátil fue moderada. Otros activos nacionales como los TES de largo plazo también experimentaron pérdidas.

Variables Financieras

Los agregados monetarios continuaron desacelerándose en julio, en parte como resultado de un menor ritmo de crecimiento del efectivo. Respecto a los pasivos sujetos a encaje, su ritmo de expansión también se ha moderado recientemente aunque a julio seguía siendo alto. En los últimos meses se ha notado una recuperación relativa de las captaciones de los CDT frente a las cuentas corrientes.

El crédito también se desaceleró nuevamente en julio. La cartera total creció a un ritmo anual de 28,5% frente a 29,5% en el mes anterior. La moderación en el crecimiento se observó en todos los tipos de crédito excepto en el hipotecario el cual ha continuado ganando impulso: su crecimiento anual pasó de 17,3% en junio a 19,4% en julio. En el último mes, la cartera de consumo se expandió a una tasa anual de 23,4%, que corresponde a un crecimiento trimestral anualizado de 31%.

La tasa de interés interbancaria (TIB) se situó en promedio en 9% en junio, aumentando 20 pb en el último mes y 310 pb desde abril de 2006 cuando la Junta Directiva del Banco de la República comenzó a incrementar sus tasas de interés de intervención. Las tasas de interés nominales pasivas aumentaron levemente en julio (entre 16 pb y 21 pb), acumulando un aumento desde abril de 2006 de alrededor de 180 pb (240 pb para CDT solamente). El ajuste fue mayor en el caso de las tasas activas, especialmente en consumo y tarjetas de crédito, las cuales se han acercado a las de usura. Entre abril de 2006 y julio de 2007 las tasas de crédito preferencial y de tesorería acumulan un aumento de 424 y 457 pb, respectivamente. En dicho período el aumento en las tasas de crédito ordinario, de consumo y con tarjetas ha sido mucho menor: 183, 230 y 280 pb, respectivamente. Respecto a las tasas reales, estas se encuentran cerca de los niveles históricos promedio observados para la década en la mayoría de casos, excepto en el crédito preferencial y de tesorería en donde ya lo superan.

2. Discusión y opciones de política

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: (i) las cifras de julio confirmaron el quiebre de la tendencia ascendente en el ritmo anual de crecimiento de los precios que ya se había detectado en los dos meses anteriores; (ii) a pesar de lo anterior, la inflación se mantiene por encima de las metas establecidas por el Banco; (iii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables, sin alimentos ni regulados, sigue mostrando una tendencia al alza; (iv) la demanda agregada mantiene un fuerte dinamismo; (v) la apreciación de la tasa de cambio no se ha reflejado plenamente en los precios de los bienes transables; y (vi) todas las expectativas de inflación han bajado: las de mediano plazo se ubican por debajo del 4% aunque las de corto plazo se mantienen por encima de la meta.

Se destacó que los factores que explican la alta tasa de crecimiento de la economía continúan vigentes. La demanda externa se conserva fuerte, los términos de intercambio siguen siendo favorables y el crédito sigue creciendo a tasas elevadas. En

conjunto, estos factores conforman un escenario en el que la demanda agregada continuará expandiéndose, impulsando el crecimiento de corto plazo de la economía.

La Junta consideró que los aumentos en las tasas de interés de intervención y la modificación en los encajes continúan mostrando los efectos esperados en el comportamiento de los precios, la dinámica del crédito y en los agregados monetarios.

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) la incertidumbre sobre el comportamiento inflacionario para lo que resta del año y la posibilidad de que la disminución en el ritmo de crecimiento de los precios pueda ser mayor a lo previsto un mes atrás; (iii) el impacto del crecimiento en la brecha del producto; (iv) el comportamiento de la cuenta corriente y, en especial, que modificaciones en el contexto internacional pudieran llevar a ajustes futuros en la disponibilidad de financiamiento externo, y en las tasas de cambio y de interés relevantes para las economías emergentes; y (v) la incertidumbre generada por la alta volatilidad de los mercados internacionales y la incidencia que puede tener en la economía colombiana.

La mayoría de la Junta consideró oportuno hacer una pausa en el incremento de las tasas de interés de intervención del Banco de la República con el fin de obtener mayor información para evaluar las posibles consecuencias que podrían presentarse por la volatilidad de los mercados externos y los efectos de la política monetaria sobre la demanda agregada y las perspectivas inflacionarias. A este respecto se destacó que la información disponible muestra que la transmisión de la política monetaria a las tasas de interés de la economía se está reflejando con mayor rapidez, lo cual se aprecia en los aumentos de las tasas de interés de la economía y en la caída del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios y el crédito.

Otros directores señalaron su preferencia en continuar con los aumentos de las tasas interés de intervención. En particular, destacaron el alto dinamismo de la demanda agregada, el comportamiento al alza de los precios de los bienes no transables, sin alimentos ni regulados, y que los crecimientos de los agregados monetarios y del crédito siguen en niveles altos. Expresaron su preocupación de que, si bien la inflación y las expectativas de inflación vienen mostrando una tendencia a la baja, su disminución ha sido menor a la esperada, lo cual dificulta la convergencia de las mismas a las metas de inflación futuras. Finalmente, consideraron que posponer el incremento en las tasas podría hacer necesarias tasas de interés más altas en el futuro.

3. Decisión de política

La Junta Directiva acordó por mayoría mantener inalteradas las tasas de intervención del Banco de la República.

Bogotá D.C., septiembre 7 de 2007