



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 27 de julio de 2007

El 27 de julio 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, el Gerente General, José Darío 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 la discusión.

1. Antecedentes

a. Desarrollos recientes de la inflación

En el segundo trimestre del año, la inflación total al consumidor quebró la tendencia ascendente que traía desde finales de 2006, cerrando junio en 6,0% (22 p.b. por debajo del nivel alcanzado en abril). Este comportamiento también se observó en todos los indicadores de inflación básica.

La inflación anual de alimentos en junio (9,7%), disminuyó 30 p.b. frente al nivel registrado en abril. Como se esperaba, en el segundo trimestre las presiones alcistas generadas por la aparición del fenómeno de “El Niño” empezaron a ceder, en especial en los precios de los productos perecederos. Sin embargo, la inflación de alimentos procesados siguió aumentando, aunque a un ritmo cada vez menor, principalmente por el incremento en el precio de la carne, el cual siguió impulsado por la fuerte demanda interna y externa. Se espera que la inflación de alimentos siga disminuyendo en el tercer trimestre en la medida en que la situación climática se normalice.

La reducción de la inflación sin alimentos y de los otros indicadores de inflación básica en los dos últimos meses refleja el comportamiento de los precios de los bienes regulados y transables. En el caso de regulados, la disminución se concentró en algunos servicios públicos, como gas domiciliario. Esta disminución se produjo a pesar de ajustes importantes en los precios de los combustibles y en las tarifas del transporte público. Respecto a los precios de los bienes transables sin alimentos ni regulados, la apreciación también habría incidido en ajustes relativamente bajos en los dos últimos meses que, en buena parte, recogen caídas en precios de bienes como electrodomésticos y automóviles.

Sin embargo, hay que señalar que dada la magnitud de la apreciación – 14,8% año corrido – la reacción de la inflación de transables a la tasa de cambio continúa siendo pequeña.

Por su parte, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados cerró el trimestre con una inflación anual de 5,1%, cifra superior al registro de marzo (4,9%) y al de diciembre (4,8%). El incremento se concentró en arriendos (4,3%), rubro que ha presentado aumentos relativamente importantes en los tres últimos meses.

b. Crecimiento

En el primer trimestre de 2007 el crecimiento del PIB fue 8,0%, levemente inferior al observado en el cuarto trimestre de 2006, pero superior al observado en años anteriores. El dinamismo económico continuó siendo impulsado por la demanda interna que aceleró su crecimiento a 11,0%. Sobresale el fuerte aumento de la inversión pública y de la inversión privada representada en maquinaria y equipo y en edificaciones de vivienda. El consumo de los hogares por tercer trimestre consecutivo creció a tasas superiores al 7,0%, mientras el consumo público cayó 0,5%.

La demanda externa neta continuó siendo negativa (-7,9% del PIB) por el mayor dinamismo de las importaciones, las cuales crecieron en el primer trimestre a una tasa real anual de 21,8 %. Las exportaciones lo hicieron al 9,4%.

El crecimiento anual del 26% observado en las importaciones de bienes de capital, la fuerte expansión de las licencias de construcción a mayo y la aceleración de los desembolsos de crédito hipotecario reflejan el gran dinamismo observado en la inversión. Para el resto del año se prevé que continúe el buen desempeño de la inversión pública y privada, con un crecimiento conjunto de 21%. La dinámica del consumo privado se ha desacelerado levemente en los últimos meses, pero para 2007 se espera un crecimiento similar al observado en 2006. Las diversas medidas de utilización de la capacidad productiva siguen en niveles históricamente altos, aunque muestran una ligera reducción en los últimos meses.

c. Costos y salarios

El ritmo de crecimiento anual en los costos de las materias primas muestra una importante desaceleración en el segundo trimestre del año al pasar de 4,8% en marzo a 0,3% en junio. En buena parte, esto es el resultado de la reducción en la inflación del IPP de productos importados. En lo corrido de 2007 los ajustes salariales en la industria y el comercio han sido similares o levemente inferiores a los que tuvieron lugar en 2006. Para el segundo semestre no se prevén presiones inflacionarias en el mercado laboral.

d. Contexto internacional

Durante el segundo trimestre de 2007 la coyuntura internacional estuvo marcada por un crecimiento de la economía mundial y precios de los productos básicos “*commodities*” mayores a lo previsto hace unos meses. La inflación en varios países ha retomado una tendencia ascendente que puede llevar a aumentos en las tasas de interés y a una reducción de la liquidez internacional, principalmente en el 2008. Se considera, sin embargo, que estas alzas serán moderadas y harán parte de una normalización de la situación de liquidez en los mercados internacionales.

El contexto externo para la economía colombiana seguirá siendo favorable. La coyuntura actual permite esperar mejores términos de intercambio, en parte por los recientes aumentos del precio del petróleo. Por otro lado, se estima que la demanda de nuestros socios comerciales continuará mostrando una gran fortaleza, especialmente en Venezuela. Igualmente se espera que continúe el flujo de inversión extranjera al país.

e. Variables financieras

En los últimos meses se ha moderado el crecimiento anual de los agregados monetarios. Así, mientras en abril el agregado M3 aumentó a una tasa anual de 21%, en junio su ritmo de crecimiento fue de 17% aproximadamente. El grueso de la desaceleración se originó en el comportamiento de la demanda por efectivo, la cual ha venido creciendo a tasas cada vez menores desde mediados del año pasado. Por su parte, los depósitos en el sistema financiero se desaceleraron en los últimos dos meses después de varios meses de aceleraciones continuas.

En los últimos meses parece haberse disminuido el proceso de recomposición del activo de las entidades financieras desde TES hacia cartera. De consolidarse esta nueva tendencia, podría significar menores recursos para la expansión de cartera, permitiendo una más rápida transmisión de la política monetaria al crédito y a las tasas de interés de mercado.

En el segundo trimestre se observó una leve desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, el cual se mantuvo sin embargo a tasas nominales muy altas. Mientras en marzo el crecimiento anual de la cartera bruta total fue 31,2%, en junio dicha tasa fue 29,5%. La desaceleración ha sido más importante en la cartera comercial y en menor medida en la cartera de consumo, pero ha sido compensada por la aceleración de la hipotecaria. No obstante, las tasas de crecimiento de la cartera comercial y de consumo siguen siendo altas tanto en términos anuales (25,1% y 44,2% respectivamente), como en términos mensuales anualizados (18% y 38%).

Las tasas de interés vienen mostrando un comportamiento al alza. En efecto, la tasa promedio de los CDT se situó en 8,35% en junio frente a 7,79% en mayo. Por su parte, la tasa activa promedio se situó en 15,3% frente a 14,8% en mayo, parcialmente gracias al aumento de las tasas de usura. La tasa promedio de los CDT acumuló un incremento de 220 p.b. desde abril del año pasado. Frente a abril de 2006 las tasas de consumo y ordinario

presentan menores aumentos (71 p.b. y 151 p.b.) que la tasa de política, mientras que las de crédito preferencial y de tesorería (357 p.b. y 409 p.b.) han subido más.

2. **Discusión y opciones de política**

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: (i) el ritmo anual de crecimiento de los precios se mantiene por encima de las metas establecidas por el Banco. Lo anterior, a pesar del quiebre observado en la tendencia ascendente de la inflación, que había sido proyectado por la Junta; (ii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sigue sin mostrar una tendencia a la baja; (iii) el equipo técnico del Banco ha elevado su proyección de crecimiento del PIB para el año, lo cual incide en el tamaño de la brecha del producto; (iv) la apreciación del peso no se ha reflejado de manera significativa en los precios de los bienes transables; y (v) las expectativas de inflación, si bien se han reducido, todavía se sitúan por encima de la meta.

No obstante, la Junta consideró que los aumentos en las tasas de interés de intervención y la modificación en los encajes han empezado a mostrar los efectos esperados en el comportamiento de los precios, la dinámica del crédito y los agregados monetarios. Esto indica que la transmisión de las tasas de interés del Banco al resto de la economía se ha acelerado. Algunos factores como la recomposición que empieza a observarse de inversiones de los bancos hacia TES y el mayor espacio que ahora permite la tasa de usura, podrían generar una transmisión aún mayor de las tasas en los próximos meses.

Los principales puntos de discusión entre los miembros de la Junta se centraron en los siguientes aspectos: (i) la velocidad e intensidad con la cual se manifiestan los efectos de las medidas de política monetaria adoptadas hasta el momento; (ii) la incertidumbre sobre el comportamiento de la inflación para lo que resta del año y la posibilidad de que la disminución de la misma pueda ser menor a lo previsto inicialmente; (iii) el comportamiento de la cuenta corriente y, en especial, la posibilidad de que cambios en el contexto internacional produzcan alteraciones abruptas en la demanda agregada y el crecimiento del producto; y (iv) el impacto de la brecha del producto en la inflación.

Algunos directores destacaron que los factores que explican la alta tasa de crecimiento de la economía continúan vigentes. Las tasas de interés reales se mantienen bajas en términos históricos, la demanda externa continúa fuerte, los términos de intercambio siguen siendo favorables y el crédito crece aún a tasas elevadas. Adicionalmente, el incremento de los precios de la vivienda puede reforzar el crecimiento del gasto. En conjunto, estos factores conforman un escenario en el que la demanda agregada continuará expandiéndose a ritmos elevados.

La mayoría de la Junta consideró que el balance de riesgos de los factores antes reseñados justifica un aumento de las tasas de interés de intervención. Igualmente, que esta acción es coherente con el propósito de hacer sostenible el crecimiento de la economía y garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo.

Otros directores propusieron hacer en esta ocasión una pausa y posponer una eventual decisión sobre un nuevo reajuste en las tasas de intervención del Banco hasta la

próxima reunión en el mes de agosto, con el objeto de contar con mayor y mejor información sobre los reales efectos de las medidas hasta ahora tomadas. Al respecto, señalaron que se pueden estar subestimando los efectos de las medidas de política monetaria adoptadas a lo largo del último año, las cuales han sido reforzadas por decisiones tales como el recorte del gasto público, el aumento de las tasas de interés de usura y las mayores provisiones para la cartera comercial derivadas de la aplicación del SARC por el sector financiero. Manifestaron que el crecimiento esperado del producto no necesariamente genera presiones inflacionarias dado el gran aumento de las inversiones y la productividad en la economía, y de las importaciones de bienes de capital y de bienes intermedios, el cual indica un excelente comportamiento reflejado en la ampliación de la capacidad instalada. Además no se observan cuellos de botella ni presiones inflacionarias en el mercado laboral.

3. Decisión de política

La Junta Directiva acordó por mayoría de votos aumentar en 25 puntos básicos las tasas de intervención del Banco de la República.

Bogotá D.C., 10 de agosto de 2007