



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 26 de octubre de 2007

El 26 de octubre 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 Galarza 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 septiembre, por quinto mes consecutivo, cerrando en 5,01%, inferior a lo que se esperaba y 21 puntos básicos por debajo de la del mes anterior. Este comportamiento también se observó en todos los indicadores de inflación básica.

Como se preveía, luego del choque negativo de oferta generado por el fenómeno del Niño, la inflación anual de alimentos continuó disminuyendo y explica en buena parte la caída de la inflación. La reducción se presentó tanto en alimentos procesados como en los perecederos.

La inflación de no transables, sin alimentos ni regulados, se situó en 5,55%, cifra similar a la del mes anterior. Se destaca, sin embargo, que este indicador sigue sin mostrar una tendencia descendente.

En el último mes se presentó una caída en la inflación de transables sin alimentos ni regulados acorde con el comportamiento de la tasa de cambio. Por su parte, el índice de precios al productor (IPP) total mostró, por cuarto mes consecutivo, un crecimiento anual negativo (0,91%), lo cual también ha influido en la inflación de regulados.

b. Crecimiento, contexto externo y variables financieras

El crecimiento económico interno continúa mostrando una fuerte dinámica. Aunque, el crecimiento del PIB estimado para el segundo trimestre (6,9%) fue menor al del

primer trimestre (8,1%), la información disponible permite prever que el resultado a final del año será similar al del año anterior.

Las cifras de empleo del periodo junio a agosto muestran que la tasa de desempleo de las 13 principales áreas metropolitanas se ubicó en 11%, cifra inferior en 1,5 puntos porcentuales a la observada en el mismo trimestre del año anterior. Otros indicadores disponibles del mercado laboral indican que el empleo en la industria y comercio siguen creciendo, como lo señala el registro de julio con variaciones anuales de 2,9% y 6,2%, respectivamente.

El dinamismo de las exportaciones (crecimiento de 15,3% en dólares) se explica en gran parte por las mayores ventas de productos no tradicionales que aportaron cerca del 64% del incremento del valor exportado. Venezuela continúa siendo el socio de mayor crecimiento con un aumento anual de exportaciones acumuladas entre enero y julio de 73,1%. En el mismo periodo las exportaciones hacia Estados Unidos se redujeron en 6,4%.

Por su parte, las importaciones mantuvieron un ritmo de crecimiento alto, aunque se evidencia un dinamismo menor al de los primeros meses del año, particularmente en lo que hace referencia a bienes de capital y bienes de consumo.

Contexto internacional

En los mercados financieros mundiales continúa la incertidumbre sobre el tamaño y la duración de la recesión en el mercado de vivienda norteamericano y su impacto sobre el crecimiento de las economías desarrolladas.

Las estimaciones de crecimiento económico de algunos de nuestros principales socios comerciales han sido revisadas a la baja. Por otra parte, se espera que los precios de la mayoría de los productos básicos de exportación continúen en niveles altos, lo cual permitiría mantener unos términos de intercambio favorables.

VARIABLES FINANCIERAS

El ritmo de crecimiento de los agregados monetarios ha venido registrando una tendencia descendente, a pesar de que ésta no se observó en el mes de septiembre. La variación anual del M3, la base monetaria y el efectivo fueron en su orden: 16,4%, 11,8% y 8,1%. Los pasivos sujetos a encaje mantuvieron la recuperación relativa de los CDT frente a las cuentas corrientes.

En septiembre, el crédito mantuvo un crecimiento anual de 27%, cifra superior a la presentada en agosto. La cartera de consumo creció 39,4% anual con un ligero descenso frente a la del mes anterior. Por el contrario, el crecimiento de la cartera comercial mostró un repunte de 20,5% a 22,2% y la cartera hipotecaria mantuvo su ritmo de crecimiento anual en 19,2%.

La tasa de interés interbancaria (TIB) se ubicó levemente por encima de la tasa de intervención del Banco de la República. En términos reales, las tasas de interés DTF y de colocación mostraron un incremento importante en el tercer trimestre. Aunque si se comparan con las que han predominado durante períodos más recientes de más baja inflación, sus niveles resultarían superiores.

2. **Discusión y opciones de política**

En desarrollo de la discusión se resaltaron los siguientes puntos: (i) a pesar de la notable reducción en la inflación anual a septiembre, 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 la reducción reciente de la inflación; (iii) la apreciación del peso se ha reflejado de manera limitada en los precios de los bienes transables; (iv) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables, sin alimentos ni regulados, sigue sin mostrar una tendencia descendente; (v) los indicadores disponibles sugieren que el dinamismo de la demanda agregada se mantiene en niveles altos; y (vi) las expectativas de inflación se han reducido pero todavía se sitúan por encima de las metas establecidas.

La Junta consideró que distintos indicadores muestran que las medidas de política monetaria adoptadas (aumentos en las tasas de interés de intervención y modificación en los encajes) han resultado eficaces frente a los objetivos buscados de moderar el crecimiento de los agregados monetarios y la dinámica del crédito. En los últimos meses dichas medidas han fortalecido los canales de transmisión de la política monetaria, generando incrementos importantes en las tasas de interés activas, lo cual las ha llevado a niveles más coherentes con una moderación de la demanda agregada. A pesar de ello, se destacó que en el último mes se registró un aumento en algunas componentes del crédito y de las tasas de crecimiento de los agregados monetarios.

Por otra parte, la demanda externa sigue fuerte, los términos de intercambio siguen siendo favorables e, incluso, han mejorado recientemente, y el crédito mantiene tasas elevadas de crecimiento. En conjunto, estos factores conforman un escenario en el que la demanda agregada continúa expandiéndose.

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 lo que resta del año y el 2008; (iii) el comportamiento de la cuenta corriente y, en especial, el que cambios en el contexto internacional pudieran llevar a ajustes futuros en la tasa de cambio; (iv) el impacto de la brecha del producto sobre los precios; (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 posible desaceleración del crecimiento de la demanda agregada como efecto de las medidas de política monetaria hasta ahora aplicadas.

La Junta de manera unánime consideró oportuno mantener la pausa en el incremento de sus tasas de interés de intervención con el fin de obtener mayor información para evaluar las consecuencias que podrían presentarse por la crisis externa y los efectos remanentes de la política monetaria sobre la demanda agregada y las

perspectivas inflacionarias. Se destacó, que dado el contexto internacional, existe un alto grado de incertidumbre en las proyecciones de inflación y crecimiento económico. Por una parte, existe la posibilidad de que el crecimiento de la demanda interna retorne más lentamente de lo esperado a tasas que sean coherentes con el logro de las metas de inflación y unas cuentas externas sostenibles, lo que podría llevar a futuros aumentos en la tasa de intervención. Por otra, la solución de la crisis del mercado hipotecario en los Estados Unidos puede ser más lenta y tener mayor efecto en el crecimiento de la economía mundial que lo inicialmente previsto. Para la economía colombiana esto tendría efectos sobre la demanda, los precios de los productos de exportación y el acceso futuro al mercado internacional de capitales.

La Junta destacó que con una inflación y expectativas de inflación ancladas en las metas de mediano y largo plazo, la autoridad monetaria tendría mayores grados de libertad para ejecutar una política anticíclica en caso de que, en el futuro, se presente un escenario desfavorable para la economía colombiana.

3. Decisión de política

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

Bogotá D.C., noviembre 9 de 2007