



Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 15 de junio de 2007

El 15 de junio de 2007 se celebró en la ciudad de Bogotá la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República con la presencia de todos sus miembros: doctor Óscar Iván Zuluaga Escobar, Ministro de Hacienda y Crédito Público, doctor José Darío Uribe Escobar, Gerente General y los Codirectores, doctores Carlos Gustavo Cano Sanz, Juan José Echavarría Soto, Juan Mario Laserna Jaramillo, Fernando Tenjo Galarza y Leonardo Villar Gómez, en la cual se discutió la situación inflacionaria y se tomaron decisiones relacionadas con las tasas de interés de intervención del Banco. A continuación se hace un resumen de los principales temas tratados en la reunión.

1. Antecedentes

a. Desarrollos recientes de la inflación

En el mes de mayo la inflación anual al consumidor se situó en 6,23%, por fuera del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco para diciembre de este año (3,5% - 4,5%). Ello, a pesar de que se interrumpió la tendencia ascendente de la inflación, tanto en el grupo de alimentos como en el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos. Si bien el promedio de los tres indicadores de inflación básica (sin alimentos, núcleo 20 y sin alimentos ni regulados) se redujo de 5,29% en abril a 5,21% en el último mes, también se ubicó por encima del rango meta de inflación.

La inflación anual de transables se mantuvo alrededor del 2% a lo largo del año a pesar de una apreciación de 13% en el año corrido, mientras que la de no transables sin alimentos ni regulados presentó nuevamente un ligero repunte, al situarse en 5,1%. Los aumentos se observaron principalmente en arriendos pero también en otros subgrupos relacionados con la vivienda y la salud. Desde septiembre, mes en el que

alcanzó un punto mínimo, la inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados ha aumentado cerca de 90 puntos básicos.

El comportamiento de los alimentos explica cerca del 77% de lo ocurrido con el índice global de precios al consumidor en lo corrido del año, y por ello es necesario sopesar la importancia relativa de elementos transitorios o permanentes en la evolución de sus precios.

Los alimentos cerraron el mes con una inflación anual de 10%, muy cercana a la del mes de abril, debido al comportamiento de los alimentos perecederos (tubérculos, hortalizas, frutas y legumbres). Se trata de un patrón anticipado, al ceder los efectos del fenómeno de El Niño.

Sin embargo, los incrementos en los precios de otros grupos de alimentos podrían ser menos transitorios. De hecho, el precio de los alimentos procesados, incluyendo carne y comidas fuera del hogar, continuó aumentando, tal y como lo viene haciendo desde marzo del año pasado. Los aumentos recayeron principalmente en la carne de res y sus sustitutos, lo cual sugiere que se mantienen los efectos de la mayor demanda venezolana y el proveniente de la fortaleza de la demanda interna. También se presentaron aumentos en la inflación de comidas fuera del hogar. Dentro del rubro de alimentos procesados se registró un buen comportamiento en los precios de los alimentos importados y/o más directamente afectados por precios externos.

b. Contexto externo, crecimiento y variables financieras

Los mercados externos mostraron una mayor volatilidad, como consecuencia del incremento en la percepción de riesgo asociado a posibles presiones inflacionarias, tanto en los Estados Unidos como en la mayoría de países desarrollados. El repunte del riesgo se debió en parte a los mejores indicadores en la industria, el comercio y el empleo en las últimas semanas, junto con los incrementos en los precios de la gasolina y los alimentos. A este hecho se sumaron los ajustes recientes en las tasas de interés por parte de varios bancos centrales, lo que afectó el desempeño de los mercados de activos y de divisas y produjo un repunte de las tasas de interés en los mercados internacionales. La

economía mundial muestra una fortaleza superior a la esperada y la probabilidad de incrementos en las tasas de interés externas ha aumentado.

A pesar de lo anterior, los factores fundamentales como términos de intercambio y crecimiento de los socios comerciales son ahora más favorables para Colombia. Así mismo, no se esperan cambios importantes en los flujos de capital de largo plazo hacia el país.

Los indicadores disponibles sobre industria, construcción y comercio confirman un muy buen desempeño de la economía colombiana en el primer trimestre del año. Lo anterior, sumado al dinamismo de los sectores agropecuario y de servicios del gobierno y a la información que divulgó el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) sobre el crecimiento de obras civiles en el primer trimestre de 2007 (42,7%), llevó a que el equipo técnico del Banco estime que el crecimiento para el primer trimestre podría estar por encima del 7%. Por el lado de la demanda, la contribución de la inversión y el consumo de los hogares es similar. El consumo estaría creciendo alrededor del 8%, un ritmo semejante al observado en la segunda mitad de 2006. Factores como el crecimiento del crédito y las cifras preliminares de importaciones hacen pensar que el dinamismo se ha mantenido en estos meses.

La cartera total del sistema financiero en mayo continuó creciendo a un ritmo anual del 34%, con signos parciales de moderación reciente, principalmente en el crédito ordinario. En los últimos dos meses las entidades financieras continuaron fondeándose con captaciones y con liquidación de TES. Respecto a la cartera en moneda extranjera, las cifras a mayo muestran una menor expansión a la observada un mes atrás (de US\$ 115 millones frente a US\$ 565 millones).

La Junta ha incrementado paulatinamente las tasas de interés REPO desde abril del año pasado, pero la tasa DTF a 90 días y otras tasas activas y pasivas han crecido mucho menos; varias de ellas han incluso descendido en términos reales y las tasas reales activas se mantienen en niveles históricamente bajos. Hay convicción de que el incremento en las tasas REPO comenzará a sentirse con más fuerza sobre las demás

tasas de la economía en los próximos meses.

Las tasas de interés nominales pasivas se mantuvieron sin cambios en mayo, en tanto que las tasas activas aumentaron. El incremento en el caso de las de consumo y tarjetas puede estar vinculado al reajuste en la tasa de usura.

Las condiciones propicias para el crecimiento de la demanda agregada continúan vigentes. Por su parte, la demanda externa se mantiene fuerte y los términos de intercambio continúan siendo favorables. Estos elementos han mitigado el efecto de la apreciación sobre los sectores transables.

2. Discusión y opciones de política monetaria

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; (ii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables sigue sin mostrar una tendencia hacia la baja; (iii) el equipo técnico del Banco ha elevado su proyección de crecimiento del PIB para el año, reflejando la importante dinámica que viene registrando la demanda agregada que supera las proyecciones iniciales; (iv) las proyecciones del equipo técnico del Banco sugieren una probabilidad no despreciable de que la inflación se sitúe por encima del rango meta fijado por la Junta, a pesar de que la inflación probablemente disminuirá en el segundo semestre del año; y (v) la apreciación de la tasa de cambio no se ha reflejado en los precios de los bienes transables.

Se destacó que la economía colombiana sigue mostrando una importante dinámica que llevó al equipo técnico a ajustar al alza sus proyecciones para el crecimiento del PIB en el primer trimestre del año. Los indicadores disponibles muestran que la inversión y el consumo siguen comportándose favorablemente y que no se han presentado cambios importantes en el contexto internacional que afecten de manera negativa los términos de intercambio. Se estima que continúa presente el riesgo de presiones inflacionarias de demanda, si bien en el segundo semestre se espera que se

hagan más evidentes los efectos de los aumentos de las tasas de interés.

Se destacó que el crédito continúa mostrando un crecimiento importante, con alguna moderación en las últimas semanas.

Los principales puntos de divergencia entre los miembros de la Junta se refieren a los siguientes aspectos: (i) las posibilidades de reversión de los precios de los alimentos en lo restante del año; (ii) el comportamiento de los precios de los bienes transables y el efecto de la revaluación del peso; y (iii) la duración del mecanismo de transmisión de aumentos anteriores en las tasas de interés de intervención sobre las tasas de interés de mercado y la conveniencia de hacer ajustes adicionales en la presente sesión.

Algunos directores expresaron su preocupación por la situación del crecimiento de los precios de los alimentos y la posibilidad de que la caída prevista para el segundo semestre sea menor que la inicialmente proyectada al concentrarse exclusivamente en los precios de los alimentos perecederos. Esto debido a que tanto el efecto de la demanda de alimentos procedente de Venezuela como el de los altos precios internacionales pueden ser más duraderos. En contraste, otros directores destacaron que los precios de algunas materias primas de los biocombustibles, han venido cediendo terreno a nivel internacional, como es el caso del azúcar, lo cual sería de prever que pueda ocurrir con el resto más adelante. Algo similar puede ocurrir con el precio del maíz, dado el volumen esperado de la cosecha de este producto en Estados Unidos. Estos elementos pueden tener un efecto importante en términos de la reducción de la inflación de alimentos.

Algunos directores señalaron que debe estudiarse cuidadosamente el comportamiento de los precios de los bienes transables, los cuales no han reducido su tasa de crecimiento anual a pesar del comportamiento de la tasa de cambio, situación que puede presentarse con mayor intensidad en el segundo semestre del año. Otros señalaron que este hecho es evidencia de la gran dinámica que registra en el momento la demanda agregada.

Un grupo de directores manifestó la conveniencia de no incrementar las tasas de interés de intervención en esta reunión y revisar de nuevo el tema en la próxima, en espera a que las medidas ya adoptadas en este y otros frentes de política monetaria muestren sus resultados en registros más favorables de inflación. Destacaron que si bien las medidas tomadas por la Junta han mostrado un mayor rezago en los mecanismos de transmisión dado el cambio de la estructura de fondeo de los establecimientos de crédito que han estado liquidando inversiones en TES a favor de la cartera, algunas tasas pasivas vienen reaccionado al alza. Llamaron la atención sobre los posibles efectos que se pueden presentar en la tasa de cambio, al estimular mayores entradas de capital del exterior. También advirtieron que apretar en exceso la política monetaria cuando el PIB y el empleo vienen creciendo de manera satisfactoria desde hace cuatro años, y la inflación convergiendo hacia su meta de largo plazo, podría frustrar la expansión de la economía.

Otros directores recordaron que a pesar de ajustes recientes, las tasas de interés de mercado en términos reales están en niveles históricamente bajos y algunas de ellas han disminuido desde que esta Junta inició el incremento de tasas en abril de 2006. Adicionalmente, subrayaron la importancia de las proyecciones de inflación y la necesidad de estabilizar las expectativas de inflación como condición para que la tasa de inflación converja hacia las metas de largo plazo. Finalmente, destacaron que en el momento el balance de riesgos indica más peligros de mayor inflación que de menor crecimiento.

3. Decisión de política

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

Bogotá D.C., 29 de junio de 2007