



## **Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 23 de noviembre de 2007**

El 23 de noviembre 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 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**

En el mes de octubre, el índice de precios al consumidor se mantuvo prácticamente inalterado, con una variación de 0,01%. Sin embargo, debido a la caída que se había presentado en ese índice en octubre de 2006, la inflación anual interrumpió la tendencia decreciente que traía desde mayo, cerrando en 5,16%, 15 puntos básicos por encima del dato de septiembre. Este aumento de la inflación se concentró en la inflación sin alimentos, en especial en los bienes transables y, en menor medida, en los regulados. Este comportamiento también se observó en la mayoría de los indicadores de inflación básica.

La variación anual de los precios de los alimentos, que venía cayendo desde abril de este año, dejó de hacerlo en octubre y se mantuvo en 7%. La inflación de los alimentos perecederos continuó disminuyendo, pero la de alimentos procesados aumentó levemente. El incremento en los precios de los cereales y oleaginosas, vinculados con los precios internacionales y la tasa de cambio, fue la principal causa para que se diera una interrupción de la tendencia decreciente.

La inflación de no transables sin alimentos ni regulados se redujo a 5,3%, cifra inferior en 26 puntos básicos a la del mes anterior. Se destaca la caída de arriendos por segundo mes consecutivo y del subgrupo de diversión cultura y esparcimiento.

En octubre se presentó un aumento en la inflación anual de transables diferentes de alimentos como consecuencia de una base de comparación muy baja en el mismo mes del año pasado, cuando se efectuaron importantes rebajas en las tarifas de telefonía.

Los precios de los regulados también contribuyeron a acelerar la inflación anual en octubre, destacándose incrementos en servicios públicos, como gas domiciliario y, en menor medida, energía.

#### **b. Crecimiento, contexto externo y variables financieras**

El crecimiento económico interno continúa mostrando una fuerte dinámica, aunque alguna información disponible sugiere que se está moderando. Los indicadores sobre crecimiento industrial muestran una desaceleración paulatina desde el primer trimestre. Las ventas al por menor según el DANE crecieron en términos reales 9,4% en septiembre, cifra similar a la observada desde el segundo trimestre del año pero inferior a la del mismo mes del 2006. Por su parte, el indicador de confianza de los consumidores sigue presentando niveles similares a los de la misma fecha del año pasado. Todo lo anterior es consistente con los pronósticos de crecimiento del PIB que se divulgaron en el *Informe sobre Inflación* del Banco de la República correspondiente a Septiembre del 2007, en los cuales se suponía que el dinamismo del segundo semestre sería inferior al de la primera mitad del año.

Las exportaciones a agosto siguieron creciendo a un ritmo alto y similar al de meses anteriores (de 16% en dólares), en gran parte por las mayores ventas de productos no tradicionales. Venezuela continúa siendo el mercado de mayor crecimiento y ha compensado en el mismo periodo la caída en las exportaciones hacia Estados Unidos.

#### **Contexto internacional**

Se mantiene la incertidumbre sobre la magnitud y la duración de la recesión en el mercado de vivienda norteamericano y su impacto sobre el crecimiento de la economía mundial.

Varios indicadores líderes sugieren que la economía norteamericana se estaría debilitando, lo que se une a la persistencia de los problemas que muestra el sector hipotecario y varias entidades financieras. El consumo privado podría estar resintiéndose, en parte por los aumentos en el precio de los combustibles, pero también por la disminución en los precios de los activos (finca raíz y acciones). A las señales de desaceleración se suma el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias por los altos precios del petróleo y de los alimentos.

Por otra parte, se espera que los precios internacionales de la mayoría de los productos básicos de exportación continúen en niveles altos, lo cual permitiría mantener unos términos de intercambio favorables para Colombia.

## **Variables Financieras**

Las principales variables monetarias observaron un aumento en octubre. Se destaca el crecimiento de M3 a una tasa anual de 17,3%, mayor que la de agosto (15,7%) y por encima del crecimiento del PIB nominal.

Por su parte, el crecimiento anual de la cartera total del sistema financiero en moneda legal continuó desacelerándose frente al último mes, pasando de 27% en septiembre a 25% en octubre. Este fenómeno se observó en especial en la cartera de consumo, que pasó de crecer 39,4% en septiembre a 36,7% en octubre. Las carteras comercial e hipotecaria también perdieron dinamismo pero en menor medida. Para octubre se expandieron a tasas de 20,3% y 18,8% frente a tasas de 22,2% y 19,2% en el mes anterior, respectivamente.

En octubre, aumentaron las tasas nominales de ahorro y de crédito de consumo y de tarjetas. Las demás tasas disminuyeron, sobresaliendo el descenso de la DTF (en 30 puntos básicos) y la de crédito ordinario (en 24 puntos básicos).

## **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) el significativo peso de los alimentos en el comportamiento futuro de inflación; (iii) el comportamiento de la inflación de los bienes no transables, sin alimentos ni regulados, que en el mes de octubre se redujo pero sigue por encima de la inflación total; (iv) los indicadores disponibles sugieren que el dinamismo de la demanda agregada se mantiene en niveles altos frente a la producción, aunque muestra síntomas de moderación; (v) la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía mundial y de nuestros principales mercados de exportación (Venezuela y Estados Unidos); y (vi) las implicaciones para la política monetaria de las metas de inflación fijadas por la Junta y del comportamiento de las expectativas de inflación frente a esas metas.

La Junta consideró que, a pesar de los resultados de octubre, distintos indicadores muestran que los 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 la demanda agregada y la dinámica del crédito. En los últimos meses dichas medidas han fortalecido los canales de transmisión de la política monetaria, lo cual ha llevado las tasas de interés hacia niveles más coherentes con aquellos objetivos. A manera de ejemplo, entre mayo de 2006 y octubre de 2007, la DTF aumentó de 5,97% a 8,59%, y la tasa activa promedio de 12,89% a 17,24%.

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. Así mismo, la demanda interna continúa expandiéndose a un ritmo superior al de la producción nacional, aunque declinante.

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) la ampliación del déficit de la cuenta corriente que refleja un crecimiento de la demanda superior al de la producción nacional; (iv) el que cambios en el escenario internacional puedan llevar a ajustes futuros en la tasa de cambio en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda interna; (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 necesidad de fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria como estrategia para anclar las expectativas de inflación ante las tendencias de incrementos de precios que vienen enfrentando cada vez más otros países.

La Junta de manera unánime juzgó que el logro de las metas de inflación establecidas para el 2008 (rango entre 3,5% y 4,5%, con 4% como meta puntual para efectos legales) y el 2009 (meta puntual entre 3% y 3,5%) requerían de un ajuste adicional en las tasas de interés de intervención. Por tal razón, decidió incrementar en 25 p.b. sus tasas de intervención de 9,25% a 9,50%. Lo anterior teniendo en cuenta un entorno caracterizado por un crecimiento aún fuerte de la demanda agregada y el crédito, alta utilización de la capacidad instalada y un contexto internacional de desaceleración moderada de la economía mundial.

Sobre el particular, algunos directores señalaron que el nuevo nivel de tasa de interés es consistente con una política monetaria contraccionista a la manera de ‘seguro’ que selle la credibilidad del mercado y ancle sus expectativas en el cumplimiento de las metas de inflación fijadas para 2008 y 2009. Que después del nuevo aumento de 25 puntos básicos las necesidades de incrementos adicionales desaparecen. Y que, dependiendo del comportamiento de los niveles internos de precios y del empleo, y de la evolución de las condiciones externas, en especial de Estados Unidos y Venezuela, eventualmente se podría regresar a una postura más neutral.

Otros directores manifestaron que resulta muy difícil predecir decisiones futuras sobre la senda de tasas de interés de intervención y consideraron que no se pueden descartar incrementos adicionales si la información que se reciba en los meses venideros sugiere que ello es aconsejable para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación establecidas y maximizar la tasa de crecimiento económico sostenible. Por esta razón, la Junta estará atenta a la nueva información y sus implicaciones sobre la inflación proyectada.

Con la información disponible, los miembros de la Junta consideran que el 9,50% de tasa de interés se encuentra alrededor del nivel coherente con el logro de las metas de inflación anunciadas. Adicionalmente, estima que este nivel de tasa sería consistente con el máximo crecimiento sostenible de la economía.

### **3. Decisión de política**

La Junta Directiva acordó por unanimidad aumentar en 25 puntos básicos de 9,25% a 9,50% las tasas de intervención del Banco de la República

Bogotá D.C., diciembre 7 de 2007