

# La política monetaria de la reserva federal y del Banco de la República: entre la ortodoxia y las presiones inflacionarias. Asimetrías en la transmisión de la política monetaria

Romel Rodríguez Hernández\*

## RESUMEN

En el presente trabajo se compara la política monetaria del Banco Central en Colombia (BR) que sigue una política de inflación objetivo y la efectuada por la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), analizando sus efectos a partir de choques generados por variaciones en la tasa de interés, principal instrumento de política, sobre la inflación, el crédito y los mercados financieros, a partir de un VAR Estructural.

De los resultados se concluye que la transmisión de política monetaria es más rápida en el caso de Estados Unidos con relación al caso colombiano donde el efecto de política monetaria opera con mayor rezago y produciendo una mayor volatilidad sobre la demanda de crédito y las tasas de los títulos de deuda del Gobierno, principal instrumento de renta fija. Por tanto, el control de las presiones inflacionarias

de demanda es más complejo en el caso colombiano, requiriendo del BR una postura menos acomodaticia respecto a la FED para conseguir una estabilidad de precios a largo plazo, la cual, en el largo plazo, en una economía abierta, está sujeta al desarrollo del mercado de crédito y de capitales, no obstante, el esquema de política adoptado por el Banco Central.

**Palabras clave:** política monetaria, tasas de interés, banca central, inflación, economía colombiana.

\* Economista. Magíster en Economía y Especialista en Evaluación de Proyectos, Universidad de los Andes. Profesor de Cátedra de los Programas de Economía en la Universidad de los Andes y la Universidad de La Salle. Consultor Financiero. La responsabilidad por el contenido de este artículo es exclusiva del autor. Para comentarios, críticas y sugerencias contactar el autor en los correos electrónicos: rom-rodr@uniandes.edu.co; romelrodriguez@uniandino.com.co; rrodriguez@lasalle.edu.co.

Fecha de recepción: 25 de julio de 2008.  
Fecha de aprobación: 6 de agosto de 2008.

## **FEDERAL RESERVE AND BANCO DE LA REPÚBLICA'S MONETARY POLICY: BETWEEN ORTHODOXY AND INFLATIONARY PRESSURES. ASIMETRIES IN MONETARY POLICY TRANSMISSION**

### **ABSTRACT**

This paper compares the monetary policy in the cases of the Federal Reserve in the American Economy and the Central Bank in Colombia that follows an inflation policy, by analyzing the effects of the shocks produced by movements in the rate of interest, essential instrument of the policy, over inflation, credit and financial markets by using a structural VAR.

From the results, it concludes that the monetary policy transmission is faster in the American case. In the Colombian case, the monetary policy effect works slowly and generates an important volatility in the credit demand and the rates of interest of the public debt too. The control of the demand inflationary pressures is more complicated in the Colombian case respect to America. It requires from the Central Bank in Colombia a less accommodating policy in order to get a long term price stability, which in an open economy is subject to the development of the financial and credit markets, notwithstanding the policy adopted by the Central bank.

**Key words:** Monetary Police, Interest Rates, Central Bank, Inflation, Colombian Economy.

## INTRODUCCIÓN

El repunte de la inflación en el mundo luego de una lucha exitosa y en relativamente corto tiempo para conseguir que tanto las economías emergentes como las desarrolladas consiguieran una reducción de la inflación a niveles por debajo de un dígito en un rango entre 1 y 5%, parece no ser un fenómeno transitorio (ANIF, 2007).

Y coincide con una disminución relativa en la explicación del crecimiento mundial, del crecimiento de los Estados Unidos, un aumento sin precedentes de la demanda interna de las economías emergentes que ha impulsado hacia arriba el precio de las materias primas y permitido el alargamiento inusual de su etapa de auge en su ciclo económico que en los noventa había sido más corto e intenso haciendo más volátil el tipo de cambio, y el debilitamiento del dólar como consecuencia de la simultaneidad de una política monetaria acomodaticia de la Reserva Federal para evitar que la economía estadounidense entre en recesión y de políticas monetarias contractionistas en las economías emergentes para moderar el repunte de la inflación por el lado de la demanda y suavizar el ciclo económico.

Lo inquietante en este proceso es que la Teoría Económica parece haberse quedado corta para explicar como a pesar de los desequilibrios macroeconómicos en cuenta corriente en países como Colombia, su moneda se ha venido apreciando desde el segundo semestre de 2003 mientras que con un apretamiento de la política monetaria, las economías emergentes, contrario al caso clásico de la clase de Macro Tradicional, consiguen a pesar de sustanciales aumentos en las tasas de intervención de los Bancos Centrales, una dinámica de crecimiento por encima del 5%, es decir, manteniéndose por encima de su crecimiento potencial, de su tendencia de largo plazo.

No obstante, no es que la teoría no sirva, sólo que los factores de oferta que hoy explican la inflación son muy rígidos a cambiar en el corto plazo, mientras la aceleración del crecimiento y la integración de los mercados financieros jalonada desde finales de los ochenta con la aplicación de la receta neoliberal del Consenso de Washington que han permitido la mayor dinámica de los flujos de inversión extranjera directa, han estimulado, en forma conjunta, el repunte de inflación, la apreciación de las monedas emergentes frente al dólar y robustecer el sector externo, con la complacencia de manejos onerosos del gasto público que aunque ha perdido importancia como factor impulsor del crecimiento sigue siendo un instrumento de política económica con fines políticos que no restringe su regla de crecimiento con excepciones muy particulares como Chile y Perú en el caso de Latinoamérica.

Sin embargo, siguiendo el manual de la Teoría Económica, los Bancos Centrales han dado un viraje en una política económica que anteriormente fue expansionista para estimular el crecimiento durante la crisis dada entre 1995 y 2002, para endurecer su posición hacia la ortodoxia clásica de aumentar sus tasas de intervención para enfriar el crecimiento. Pero hoy la impresión que da la persistencia de la inflación y la apreciación de las monedas es que aunque la política monetaria sigue siendo fundamental para impulsar el crecimiento económico, probablemente si dentro del modelo de reglas discrecionales evalúa su gestión por la moderación de presiones inflacionarias y la competitividad del tipo de cambio, se expone a una mala nota que de antemano advierte puede obtener. Aunque suene paradójico, en el lenguaje de los estudiantes “lo importante es pasar” pero en el caso de controlar la inflación y la revaluación, la capacidad de acción de los Bancos Centrales es cada vez más limitada y el desarrollo de instrumentos financieros que hacen en menores plazos más líquidos los activos intangibles, las carteras productivas e improductivas y las previsiones de producciones de mediano

y largo plazo, esta contrarrestando en buena parte y rezagando, por la vía del canal de la transmisión de crédito, el endurecimiento de la política monetaria.

### MARCO TEÓRICO. TÓPICOS DE LA INFLACIÓN OBJETIVO

El punto de partida en la consideración de una política de inflación objetiva estriba en relación entre los datos observados, las expectativas de inflación y las metas establecidas por el Banco Central. La desviación entre éstas o su divergencia determina la regla discrecional de política monetaria, la cual también se afecta por la brecha entre el producto interno bruto y el PIB Potencial. El Banco Central fija su tasa de interés  $r$ , siguiendo un criterio de Regla de Taylor donde la tasa de interés que fija el Banco depende de su estimación de tasa neutral, la brecha de inflación entre observada y objetivo, y la brecha entre crecimiento económico observado  $g_t$  y crecimiento potencial  $\bar{g}$  que se sustenta en la ecuación (1):

$$r_t = \bar{r}_t + \gamma_1(\pi_t - \hat{\pi}) + \gamma_2(g_t - \bar{g}) \quad (1)$$

Donde  $\gamma_1$  determina la variación en las tasas de interés por cada unidad que varíe la inflación con relación a su nivel objetivo mientras  $\gamma_2$  es la variación en la tasa de interés debido al diferencial en el crecimiento económico observado con relación al potencial (brecha de producto). Por tanto, las presiones inflacionarias provenientes de la demanda que determinen un incremento del PIB por encima de su nivel potencial, se contrarrestan con ajustes en la tasa de interés por encima del nivel neutral (Blanchard, 2006).

Así mismo, la relación entre la variación de la tasa de cambio real  $\dot{e}_t$ , la variación del tipo de cambio nominal  $E$ , y el diferencial de inflación externa e internas viene dada por:

$$\dot{e}_t = \frac{E_t - \bar{E}}{E_t} + \pi_t - \hat{\pi} \quad (2)$$

Por tanto, el tipo de cambio observado vendría dado por:

$$E_t = \frac{\bar{E} + \pi_t - \hat{\pi}}{1 - e_t} + s_t \quad (3)$$

Ahora, de acuerdo a la teoría de paridad de tasas de interés, y considerando  $r^*$  como tasa externa de referencia de un Banco Central, en particular de la FED se tiene:

$$r_t = r^* + \frac{\bar{E} - E_t}{E_t} \quad (4)$$

De acuerdo a la ecuación 4 incorporando el spread  $S$  (que se asocia en el artículo con el Índice Embi) se encuentra que un incremento de la inflación interna con relación a la externa y una reducción de la percepción de riesgo, sumado a una revisión a la baja en la consideración de la tasa de equilibrio del tipo de cambio, determinan y condicionan una senda apreciadora del tipo de cambio (Blanchard, 2006).

Si se consideran las ecuaciones 1 y 4, se encuentra relación entre la tasa de referencia de equilibrio del Banco Central, la brecha de producto, y las sorpresas inflacionarias:

$$r^* + \frac{\bar{E} - E_t}{E_t} = \bar{r}_t + \gamma_1(\pi_t - \hat{\pi}) + \gamma_2(g_t - \bar{g}) \quad (5)$$

Por tanto, la variación observada del tipo de cambio denotada por  $\dot{E}$  estaría dada por:

$$\dot{E} = r^* - \bar{r}_t - \gamma_1(\pi_t - \hat{\pi}) - \gamma_2(g_t - \bar{g}) \quad (6)$$

De esta manera, una apreciación se explica por un mayor diferencial de tasas interna - externa, una brecha positiva entre la inflación observada y la fija como objetivo del Banco Central por cuanto estimula una política monetaria contraccionista, y una brecha positiva de producto. Por tanto, los fundamentales que presenta la economía colombiana explican a priori la apreciación del Peso, y el acentuamiento de ésta tendencia por cuanto la brecha de producto (ver

Estimaciones Econométricas) pasó del 1 al 4% entre 2005 y 2008, mientras, el diferencial de tasas que en enero de 2005 se encontraba en 4,25% en abril de 2008 alcanzó el 7,50% (Banco de la República, 2008).

El propósito de la inflación objetivo cuando es establecida por el Banco Central es converger las expectativas de inflación a la meta del Banco Central (López, 2006).

Una cuestión que sucede cuando se presentan presiones inflacionarias persistentes, es el hecho que las expectativas se tornan adaptativas y en la medida que los datos observados por exceso, divergen de la meta, las mismas expectativas tienden a alejarse más de la meta de inflación establecida por el Banco Central. Por lo tanto, no es compatible una brecha de producto positiva con el mantenimiento de una política monetaria neutral y una convergencia de las expectativas de inflación, la inflación observada y la inflación objetivo en el corto plazo. Además, un Banco Central bajo reglas discretionales (Romer, 2005) procura minimizar los costos de bienestar por inflación de acuerdo a:

$$L = \frac{1}{2}(\pi_t - \hat{\pi}) + \frac{\beta}{2}(y_t - \hat{y})^2 \quad (7)$$

Que al estar sujeta a la curva de oferta

$$y = \bar{y} + \alpha(\pi_t - \pi^e) + \varepsilon_t \quad (8)$$

Donde  $\bar{y}$  es el producto potencial,  $\pi^e$  es la inflación esperada por los agentes y  $\varepsilon_t$  captura los choques sobre la producción producidos por la discrecionalidad de la política monetaria que presenta ruido blanco siguiendo una distribución normal  $N(0, \delta^2)$ . Bajo reglas discretionales, y en cumplimiento de una meta de inflación, el choque sobre la inflación debe ser neutral siendo absorbido por la producción, conduciendo a la reducción de la brecha de producto, de modo que la economía crezca a su nivel potencial

(Giraldo, 2006). No obstante, el comportamiento de la inflación aun bajo la presencia de un esquema de inflación objetivo, puede ser inestable acorde con el entorno macroeconómico. Y aquí sopesa fundamentalmente el factor institucional en cuanto que una inflación baja y estable está sujeta a un acuerdo institucional entre Gobierno y agentes (empresas y consumidores) en la cual se condicionen los casos donde la política monetaria pueda ser expansiva y se castigue una brecha positiva entre la inflación observada y la objetivo mediante un endurecimiento de la política monetaria.

Por tanto, el Banco Central debe advertir cuándo se está en la presencia de una sorpresa inflacionaria y actuar oportunamente, dado que la tasa de inflación óptima bajo el esquema de inflación objetivo en el caso de un Banco Central Discrecional viene dada por:

$$\pi_t = \beta \hat{y} - \frac{\beta}{1 + \beta} \varepsilon_t \quad (9)$$

De acuerdo a (9) se infiere que salvo choques positivos de oferta, una mayor brecha de producto induce a incrementos positivos de la inflación, de forma que sólo si el "boom" crecimiento económico viene acompañado de un aumento en la productividad de los factores como fue el caso de Chile en América Latina, entre 1987 y 1997 (Rodríguez y Valencia, 2008) entonces podría darse una simultaneidad entre crecimiento económico por encima del potencial y menor inflación. Pero éste no es el caso de las presiones inflacionarias actuales, e incluso Chile muestra evidencias de un estancamiento en sus niveles de Productividad (De Gregorio, 2007), que muestran que en el entorno actual, la brecha de producto es inflacionaria y ha requerido de esfuerzos adicionales de la Banca Central para procurar que la inflación converja a:

$$\pi_t = \beta \hat{y} \quad (10)$$

Donde la varianza del producto observado estará sujeta directamente proporcional a los choques reales (donde  $\sigma_\varepsilon^2$  es la varianza del choque de oferta  $\varepsilon$ ) y en forma inversa a la brecha de producto:

$$\sigma_y^2 = \frac{\sigma_\varepsilon^2}{(1 + \beta)^2} \quad (11)$$

Y la varianza de la inflación está dada por:

$$\sigma_\pi^2 = \left( \frac{\beta}{1 + \beta} \right)^2 \sigma_\varepsilon^2 \quad (12)$$

Lo que denota que la varianza de la inflación es directamente proporcional a la brecha de producto, y que si se trata de procurar una varianza 0 esto implica disminuir la magnitud de  $\beta$  que, por ende, según la regla de Taylor implica una mayor divergencia entre la tasa de interés que ajuste el Banco Central  $r$  y la tasa neutral  $r^*$  que en el mediano plazo debe suponer una mayor varianza del producto y al conseguirse una disminución de la brecha de producto, y así conseguir el cumplimiento de la meta de inflación y el anclaje a ésta de las expectativas de los agentes y la disminución en la magnitud de las sorpresas inflacionarias.

### **LA DUALIDAD DE LAS POLÍTICAS. UNA APROXIMACIÓN A LA COYUNTURA**

Cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos tomó la decisión de bajar sus tasas de intervención para enfrentar la mayor desaceleración de la economía estadounidense después de advertir un escenario de desaceleración del crecimiento económico por debajo del 3% (crecimiento potencial de Estados Unidos), lo hizo a pesar de un contexto de presión inflacionaria impulsada por el incremento acelerado del precio de las materias primas como también por la necesidad de moderar el aterrizaje de su economía luego de haber crecido hasta 2006 a tasas incluso por

encima del 4% gracias a una demanda que había respondido positivamente a las disminuciones en las tasas de interés hechas por la FED entre 2001 y 2003.

Además, el hecho que la Reserva Federal de Estados Unidos no tenga una política de Inflación Objetivo *inflation Targeting* le ha permitido tener una mayor libertad para decidir que prefiere sacrificar control de precios en procura de acelerar la recuperación económica no importando que la inflación total haya estado desde 2004 en un nivel promedio de 3,1% desde enero de 2004 hasta mayo de 2008 y que desde el segundo semestre de 2007 se esté estabilizando en un nivel del 4% lo cuál en ambos casos se aleja sustancialmente del escenario ideal de inflación establecido por la FED (1,5 – 2%). Bajo esta circunstancia, la necesidad de establecer la prioridad hace caso omiso a un modelo de reglas discrecionales como el sugerido por Barro y Gordon en el cuál la política monetaria sea neutral frente al ciclo económico y defienda su postura de controlar el nivel de precios.

A lo anterior se suma el hecho que la economía estadounidense pese al impacto de la crisis del crédito sub-prime evidencia una fortaleza que se sustenta en el mantener crecimientos trimestrales positivos que a pesar de estar por debajo del 1% en el IV – 2007 y el I – 2008, se mantiene interanualmente en el rango de 2% - 3% (ANIF, 2007). Por tanto, podría la Reserva Federal ser más cauta en su política monetaria acomodaticia y estar en la posibilidad de hacer menores recortes a las tasas desde cuando decidió reducir sus tasas de intervención en agosto de 2007, pero la flexibilidad que la FED presenta en la ejecución de su política y la presión de los mercados que en la caída de los principales indicadores evidencia el temor de una recesión en Estados Unidos coadyuvaron a la posición acomodaticia de la política monetaria.

En el caso colombiano, los aumentos de tasas hechos por el Banco de la República se dan bajo el contexto

de un crecimiento de la demanda agregada por encima del 5%, en niveles que interanualmente han bordeado el 10% para la demanda interna y superado este umbral para el caso de la inversión. Es claro que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda eran evidentes, máxime cuando la Junta Directiva tuvo un período relativamente largo o extendido de política monetaria expansionista, situación relativamente inusual en la política monetaria de un Banco Central con esquema de inflación objetivo (1999 – 2005) y que combinado con el mejoramiento de las expectativas de crecimiento económico por parte de los agentes impulsaron el nivel de gasto.

Así mismo, se estaba presentando un aumento preocupante en la demanda de crédito la cuál respondía a factores coyunturales que claramente se asociaban al menor costo del dinero como a factores estructurales que respondían a la necesidad de aumentar los niveles de profundización bancaria que no alcanzan en el caso colombiano más del 30% en las mediciones estándar que se emplean (relación cartera / PIB, depósitos / PIB). La política monetaria debía servir de instrumento para suavizar el ciclo económico mediante el ajuste en el nivel de las tasas de intervención.

Sin embargo, los bancos que habían tenido una implosión en sus mesas de dinero por invertir en títulos de deuda pública que por la disminución acelerada que tuvieron en sus niveles de tasas de interés explicaron la valorización de las inversiones del sector financiero, pudieron enfrentar en el corto plazo el ajuste de la política monetaria, y aunque los efectos de un aumento en las tasas de intervención del Banco Central no se dan en forma inmediata, el canal de transmisión de política monetaria no ajustó en la inmediatez buscada por parte del Banco Central, obligando a éste a endurecer la política monetaria vía la implementación de medidas de represión financiera (adopción del encaje marginal, restricciones a la importación de capitales y un control estricto del endeudamiento externo).

Si bien la Teoría de la Política Monetaria de los Banco Centrales sigue el paradigma establecido por la Regla de Taylor en cuanto que las variaciones de las tasas de intervención deben responder a las expectativas de inflación y las de crecimiento, cierto es también que la consistencia de estas medidas y la validez de la Regla de Taylor se condicionan a la credibilidad del Emisor y a la preponderancia de factores de la demanda que en la situación de Colombia no se han presentado. Mientras, desde el último trimestre de 2006 las expectativas de los agentes se mantienen por encima de las metas del Banco Central en materia de inflación, se da un aumento de la inflación de alimentos que en el corto plazo, no responde estrictamente a factores estacionales sino a un deterioro de la productividad del sector que sumado a cambios en las decisiones de producción del sector agrícola aprovechando el boom de los biocombustibles, hacen poco factible una moderación de estas presiones de oferta que en la determinación de la inflación aportan un 30%.

El efecto más evidente de los cambios de postura de política en el caso colombiano se evidencia en la curva de rendimientos. El empinamiento y desplazamiento hacia arriba de la curva revela por un parte, expectativas de inflación a largo plazo en contravía del propósito del Emisor que esta converja en un rango de 2% - 4% como también de prolongación de las presiones inflacionarias de corto plazo así como de endurecimiento y mantenimiento de la postura ortodoxa del Emisor.

Situación contraria sucede en el caso de Estados Unidos donde los ajustes de tasas de la FED pese a la persistencia de las presiones inflacionarias han llevado a un aplanamiento de la curva que ha reducido en términos reales la tasa de largo plazo. Si esto se compara con el aumento en términos reales de las tasas de largo plazo de las economías emergentes donde se ha dado un aumento de las mismas se puede explicar el incremento de los flujos de inversión ex-

tranjera directa que han coadyuvado a la apreciación de las monedas de la región. Bajo esta circunstancia, cabe anotar si los mercados financieros están descontando como evidencian las tendencias recientes de las curvas de rendimiento una prolongación de la política expansionista de la FED y la política contractionista de las economías emergentes.

Este impacto en particular sobre el comportamiento del tipo de cambio que se ha venido apreciando con nocivas consecuencias en teoría para el sector exportador (en la práctica, se ha mantenido una tendencia al alza en el crecimiento de las exportaciones y su contribución al alto crecimiento de la economía colombiana y, en particular, para la región), es el factor que más ha presionado por parte de los agentes a un cambio de postura de la actual política monetaria de los bancos centrales previendo una desaceleración mayor a la procurada por ésta y en beneficio de una menor destrucción de empleos en el sector exportador.

### **LA AVERSIÓN AL AJUSTE DE POLÍTICA Y EL COSTO DEL CAPITAL**

El fuerte incremento de los ahorros externos por parte de las economías emergentes dentro de lo que se denomina *saving glut* condujo a un incremento de los niveles de liquidez de las economías emergentes que con una mejoría en sus términos de intercambio han conseguido incrementar de la mano con los aumentos de los flujos de IED, la oferta de divisas y la capacidad de aumentar sus niveles de inversión en activos financieros aprovechando la expectativa de mayores descensos o tasas bajas de economías de capital como el caso de Estados Unidos y la Zona Euro.

Esto ha ocasionado, por una parte, que la recepción de estos recursos, no haya minado la capacidad de expansión del crédito financiero en una coyuntura de aumento de las tasas de interés con la disminución del volumen de las operaciones de expansión

del emisor (OMAS de expansión), y que a su vez, se haya acentuado el diferencial entre las tasas largas de las economías de capital y de las economías emergentes por cuenta de la mayor inversión en bonos del tesoro americano.

Bajo esta circunstancia, el alcance de la política monetaria ha sido restringido en sus efectos por procurar la moderación del crecimiento. Durante 2007 la economía latinoamericana tuvo en general un ajuste hacia arriba en sus tasas de referencia en el corto plazo y, sin embargo, su tasa de crecimiento promedio se situó en 5,5%, mientras que la inflación de la región no disminuyó y por el contrario se acentuaron las presiones inflacionarias de oferta.

No obstante, la corrección depreciadora de los mercados de capital de deuda pública, si ha afectado la financiación del sector real. El aumento en los costos de crédito y la presión por tasas de largo plazo más altas han ocasionado la reducción del volumen de la deuda corporativa denominada en bonos y titularizaciones. Con ello, la dependencia del apalancamiento financiero es mayor y la dependencia del desarrollo del mercado de capitales al desarrollo del mercado de la deuda pública aun mayor. Esto en el corto plazo dada la coyuntura de tasas más altas en la región, estimulan una mayor dinámica del endeudamiento externo, lo que directamente estimula las presiones revaluacionistas sobre las monedas nacionales.

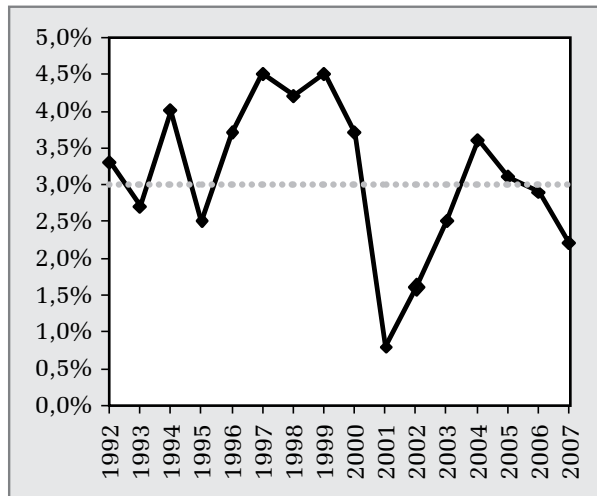
En síntesis, las empresas escapan al endurecimiento de la política monetaria vía un aumento del endeudamiento externo pero con ello acentúan la revaluación de las monedas afectando la competitividad de sus exportaciones, lo que conduce al replanteamiento de las estrategias de producción, debido a que los empresarios advierten que la transición hacían una política monetaria en la región acomodaticia tomará tiempo, y en ese lapso, las condiciones para una devaluación del dólar y el euro han de haberse acentuado.



## LA DUALIDAD DE LA EVIDENCIA EMPÍRICA

La economía estadounidense viene presentando una desaceleración que se ha acentuado a partir del segundo semestre de 2007 debido a la contracción de la demanda interna particularmente en el consumo y la inversión (Gráfica 1). Aunque la desaceleración económica no ha sido tan profunda como en episodios anteriores (1980 – 1983, 2000 - 2001) y puede comprenderse luego de una continua aceleración que le permitió crecer por encima de su nivel de crecimiento de largo plazo de 3% (2002 – 2006), indicadores líderes como el crecimiento de la capacidad instalada (Gráfico 2) muestran una preocupante caída lo cual explica la fuerte disminución que la FED ha tenido que hacer en sus tasas de intervención.

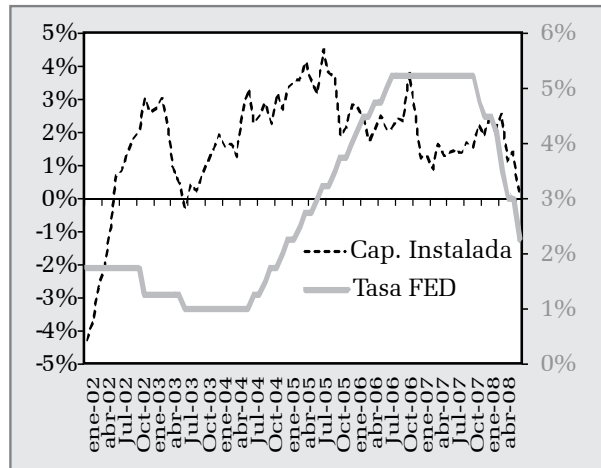
**GRÁFICA 1. CRECIMIENTO ECONÓMICO EE. UU.**



Fuente: US Bureau of Economic Analysis (2008).

La correlación entre las tasas de interés y la capacidad instalada fue positiva entre 2003 y 2005, a pesar de los incrementos graduales de 25 Pp que la FED empezó a realizar a partir de junio de 2004 en sus tasas de intervención (ANIF, 2007), lo que en teoría se explica por la presencia de expectativas optimistas sobre el crecimiento de la demanda a pesar del endurecimiento de la política monetaria y su transición a una posición cada vez menos acomodaticia.

**GRÁFICA 2. CRECIMIENTO CAPACIDAD INSTALADA Vs. TASAS FED**



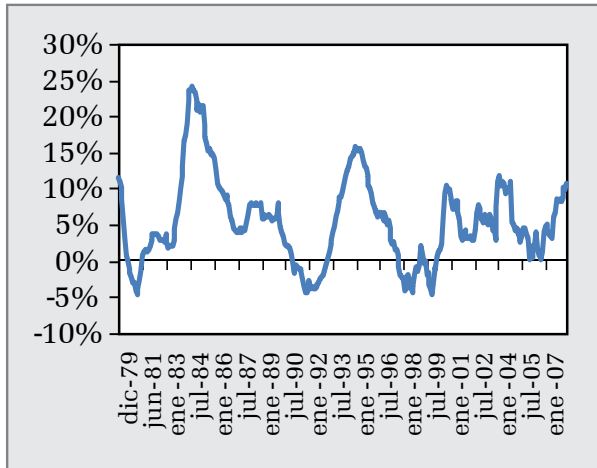
Fuente: US Bureau of Economic Analysis (2008).

Aunque la relación entre las dos variables debiera ser inversa con cierto rezago por la transmisión de la política monetaria vía crédito, lo cierto es que a pesar del incremento en el suministro de la liquidez dado por la FED (Gráfica 3), cuando la tasa de la FED se ubicó en 5,25% su nivel más alto desde la segunda mitad de la década de los noventa y aún creciendo la economía por encima de su nivel potencial, la correlación entre tasas y crecimiento de la capacidad instalada se rompe; las disminuciones en las tasas de la FED no han conseguido revertir la tendencia decreciente de la capacidad instalada, lo cual en el mediano plazo, debe tener un impacto negativo en la destrucción de empleos como la posibilidad que la economía estadounidense retorne pronto a su senda de crecimiento potencial (en el segundo semestre de 2009 como lo prevé la FED).

Los indicadores bursátiles Dow Jones (DJ) y Nasdaq (NDQ) han exhibido, también, luego de incrementos promedio del 20 y 40% respectivamente entre el IIIT03 y el IIT04, una desaceleración interrumpida entre el IV06 y el IV07, como respuesta al endurecimiento de la política monetaria. Justo cuando la FED decidió estabilizar las tasas en 5,25% en septiembre de 2006, fue evidente un “segundo aire” en la diná-

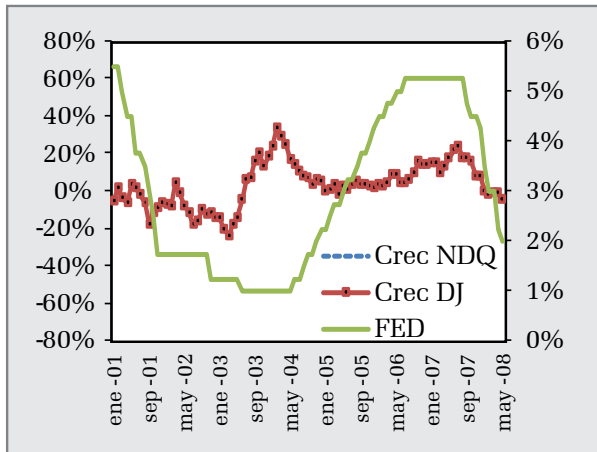
mica de los indicadores bursátiles teniendo el DJ un crecimiento promedio entre octubre de 2006 y octubre de 2007 de 15,6%.

**GRÁFICA 3. CRECIMIENTO DEL CRÉDITO INTERBANCARIO EN EU**



Fuente: Reserva Federal (2008).

**GRÁFICA 4. CRECIMIENTO ÍNDICES BURSÁTILES Vs. TASAS FED**



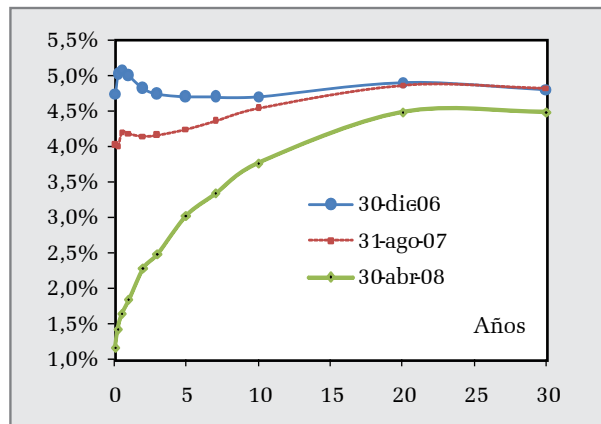
Fuente: Reserva Federal (2008).

Sin embargo, cuando las tasas de la FED se reducen, la expectativa de un entorno macroeconómico menos favorable, condujo a una disminución pronunciada del precio de las acciones. Si se compara esta situación con el comportamiento de la capacidad

instalada, y su reacción negativa frente a las tasas de interés, es evidente que la transmisión de la política monetaria expansiva sobre la economía estadounidense no será suficiente para volver a la senda de largo plazo y retomar la dinámica de crecimiento alcanzada entre 2003 y 2005.

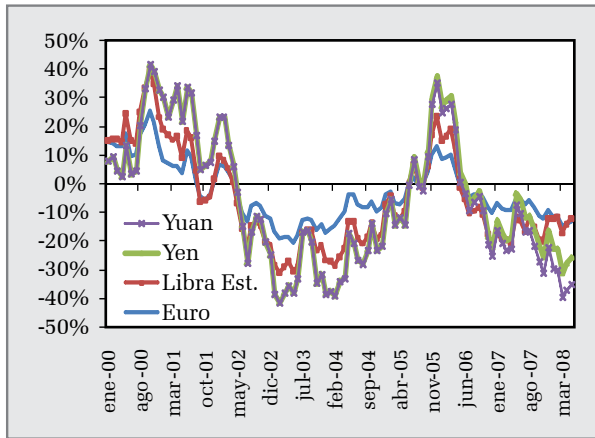
El efecto que sí ha sido evidente con la disminución de las tasas de la FED desde octubre de 2007, es primero el empinamiento que generó en la curva de rendimientos de los bonos del tesoro americano (Gráfica 5) y la devaluación que la moneda ha tenido frente a las principales monedas de economías de capital y las emergentes (Gráfica 6). El empinamiento en la curva se explica por la expectativa de tasas de largo plazo mayores por la persistencia de las presiones inflacionarias que hacen prever que en el mediano plazo las tasas deberán volver a subir una vez se tenga la economía creciendo por encima de su nivel potencial. Por su parte, la devaluación del dólar evidencia una expectativa de mayores disminuciones en la tasa de interés en el corto plazo así como el fortalecimiento del ahorro externo principalmente de las economías emergentes a partir del desbalance externo de las economías desarrolladas de la zona EURO y Estados Unidos.

**GRÁFICA 5. CURVA DE RENDIMIENTOS BONOS DEL TESORO AMERICANO**



Fuente: TREAS (2008).

**GRÁFICA 6. VARIACIÓN DEL DÓLAR FRENTE A MONEDAS DE ECONOMÍAS DE CAPITAL**



Fuente: Eurostats – Cálculos Propios (2008).

La variación del dólar, con relación a otras monedas, ha tenido una correlación positiva con los ajustes de tasas de intervención de la FED (Gráfica 6) pero su corrección a la baja a partir de 2006 ha sido más que proporcional a la estabilidad y posterior disminución en las tasas de interés en Estados Unidos. Además, la magnitud de apreciación de las monedas de economías de capital ha sido simétrica entre sí.

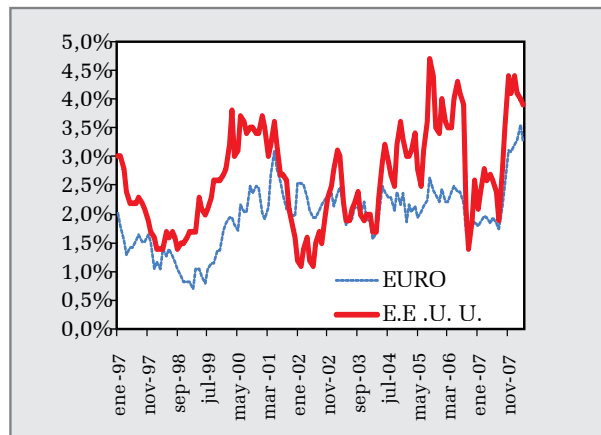
En particular, si se mira en un contexto de largo plazo, la tendencia depreciadora del dólar se ha dado desde el 2T02 interrumpida por el revertimiento o quiebre de esta tendencia en el IS06 por el ajuste en las tasas de la FED por encima del 4,5%. Aunque la teoría de paridad de tasas de interés explica las expectativas de variación del tipo de cambio en respuesta al diferencial de tasas de interés, la tendencia apreciadora del dólar ha acentuado su componente estructural por el *saving glut* o exceso de ahorro de las economías emergentes y la mejora en los términos de intercambio de las economías desarrolladas con relación a Estados Unidos por la persistencia de los déficit en cuenta corriente y fiscal de éste último, que ha forzado vía el incremento en la emisión de bonos del tesoro americano financiada por la mayor liquidez de los mercados de capital, a un aumento en la oferta del dólar presionando su precio a la baja.

Las disminuciones en la tasa de la FED han llevado a acentuar la tendencia depreciadora del dólar pero no explican su naturaleza, en cuanto que la Zona Euro también ha tenido que ajustar sus tasas de interés hacia arriba por cuenta de las presiones inflacionarias producidas por una dinámica de crecimiento mayor en la segunda mitad de la presente década aunque con una menor brecha de producto frente al caso de Estados Unidos.

Esta disparidad entre lo que debiera ser una apreciación más moderada del dólar y una posición menos acomodaticia en las tasas de interés se revela en la evolución de la inflación de ambas economías. En el caso de Estados Unidos, la brecha entre la inflación total y la básica (sin alimentos ni energía) es mínima y daría argumentos suficientes para una estabilidad en las tasas de intervención de la FED (Gráfica 7).

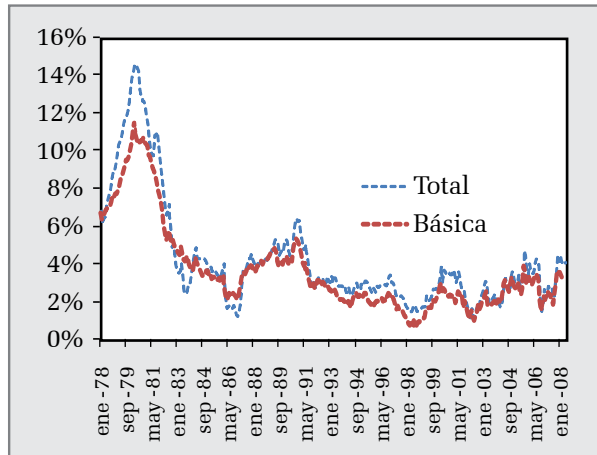
Así mismo, la brecha entre inflación en la zona EURO y Estados Unidos es estrecha, lo que debería evidenciar una convergencia en la postura de política monetaria en ambas economías (Gráfica 8). Sin embargo, la presión por retomar la dinámica de crecimiento en Estados Unidos a la senda de largo plazo, y la persistencia de los factores de oferta en la explicación de la inflación americana sustentan en principio la decisión de la FED de hacer una transición a una política más acomodaticia.

**GRÁFICA 7. INFLACIÓN ZONA EURO VS. INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS**



Fuente: Eurostats – FED (2008).

**GRÁFICA 8. INFLACIÓN TOTAL Vs. BÁSICA ESTADOS UNIDOS**



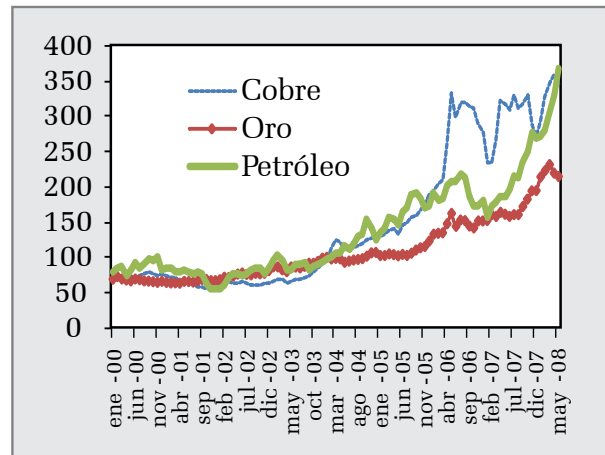
Fuente: FED – Cálculos Propios (2008).

Las presiones inflacionarias han tenido como principal fuente el incremento en el precio de las materias primas, el cual se ha acelerado a partir del 2S04 (Echavarría, 2008). De hecho, entre enero de 2004 y abril de 2008, el incremento promedio del cobre, el petróleo y el oro ha sido de 310% aproximadamente, situación que explica los ajustes en precios de bienes finales y de bienes no durables (graficas 9 – 10). Un atenuante ha sido el crecimiento de la productividad y el desarrollo de tecnologías intensivas en mano de obra de bajo costo como son los casos de producción de China e India que han posibilitado que las presiones inflacionarias sobre bienes durables hayan sido menores.

En el caso de Colombia, el ajuste de política monetaria responde a un aumento de las presiones inflacionarias, que aunque responden a factores de oferta, también se sustentan de acuerdo a la Junta Directiva del Banco de la República (BR) con un aumento de la brecha de producto en particular desde el IT06 (Gráfica 11). Esta situación forzó un progresivo endurecimiento de la política monetaria, que en la medida que ha venido produciendo un aumento en el diferencial de las tasas de interés del BR con la

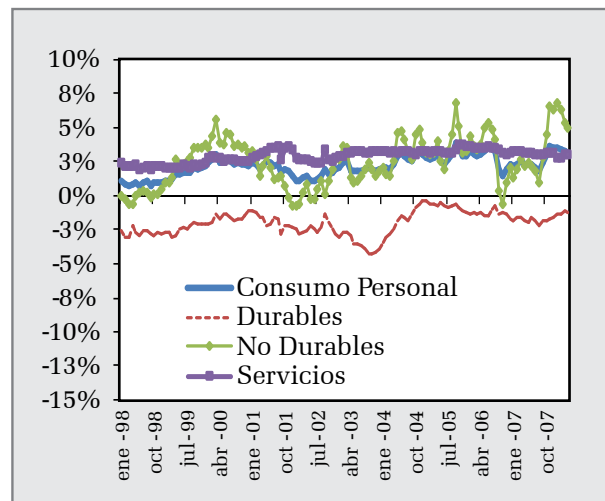
tasa de intervención de la Reserva Federal de Estados Unidos, ha acentuado una apreciación del peso que ha estimulado aun más la demanda externa (crecimiento de importaciones) lo cual estimula el desbalance externo que actualmente la economía presenta (Gráfica 12).

**GRÁFICA 9. ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS SEGÚN COTIZACIÓN EN WALL STREET (BASE 100 = ENERO 2004)**



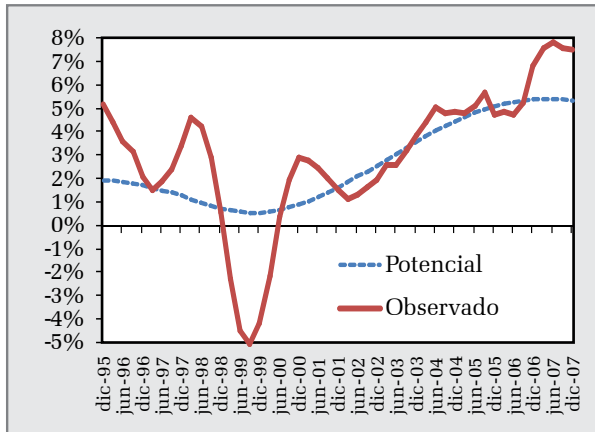
Fuente: Banco Central de Chile (2008).

**GRÁFICA 10. CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LOS BIENES QUE EXPLICAN EL GASTO DE CONSUMO EN E. E. U.**



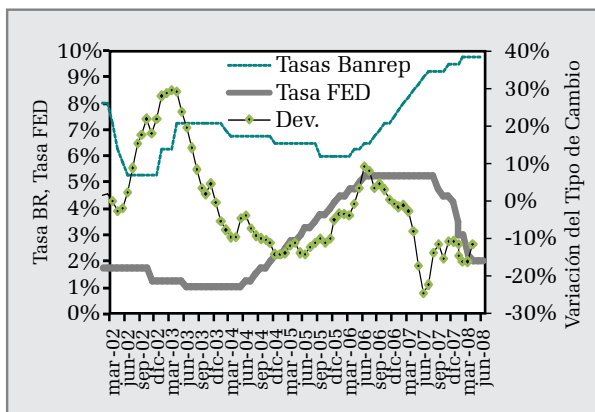
Fuente: FED – Cálculos Propios (2008).

**GRÁFICA 11. BRECHA DE PIB COLOMBIA**



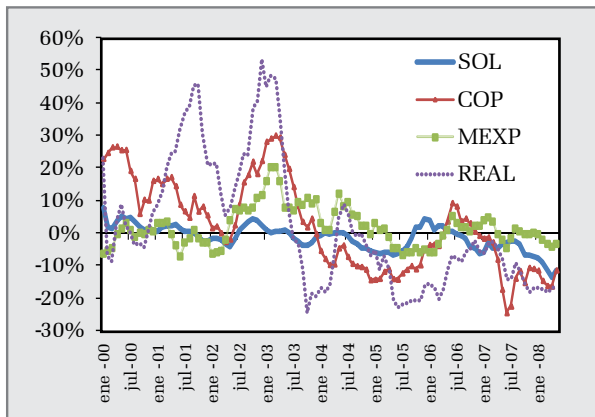
Fuente: DANE – Cálculos Propios (2008).

**GRÁFICA 12. DIFERENCIAL DE TASAS BR – FED Vs. VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO**



Fuente: FED – Cálculos Propios (2000).

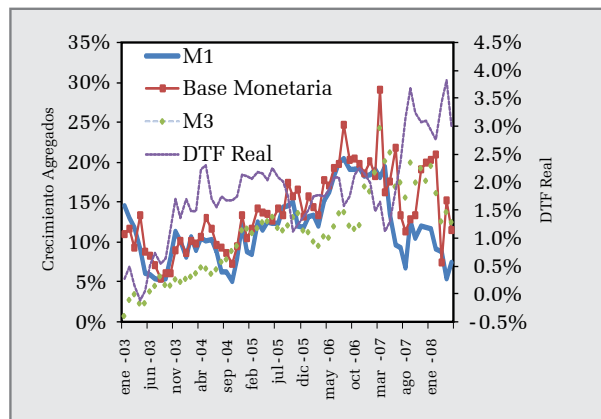
**GRÁFICA 13. VARIACIÓN TIPO DE CAMBIO MONEDAS LATINOAMERICANAS**



Fuente: FMI – BR – Cálculos Propios (2008).

Desde cuando el BR decidió subir sus tasas de intervención en abril de 2006, el incremento en términos reales de la DFT (tasa promedio de captación de recursos a 90 días mediante apertura de Certificados de Depósito a Término Fijo), el crecimiento de M1 se redujo de 15,3% a 7,5% (Gráfica 14).

**GRÁFICA 14. CRECIMIENTO AGREGADOS MONETARIOS Vs. TASAS DE INTERÉS BR**



Fuente: BR– Cálculos Propios (2008).

La apreciación promedio del peso que en promedio entre abril de 2007 y abril de 2008 estuvo en 14,6%, ha ido de la mano con una disminución en una perspectiva de largo plazo del índice Riesgo País. Mientras que el promedio del índice Riesgo País Latinoamérica fue de 799 entre enero de 2000 y diciembre de 2003, entre enero de 2006 y abril de 2008 se ha situado en 227 puntos, llegando incluso a estar por debajo de 150 puntos previo a la disminución de tasas de la FED como señal de la desaceleración de la economía estadounidense que tiene al aumento de la aversión al riesgo y con ello de la percepción de riesgo de las economías emergentes (Gráfica 13).

Con relación al tipo de cambio, la evidencia muestra una apreciación relativamente excesiva del peso frente a economías emergentes de la región y México. Al comparar la variación del peso con otras monedas, se encuentra que el peso colombiano, el sol peruano y el real brasileño han venido acentuando

su apreciación manteniéndose durante el último año en un promedio encima del 10%. De hecho, estas monedas han tenido una continua apreciación desde el 2003 lo cual se explica por la mayor presencia de los flujos de IED, pero cuyo acentuamiento sí está asociado con el incremento del diferencial de tasas aunque de esta selección de países, ha sido Colombia quien más ha endurecido su política monetaria.

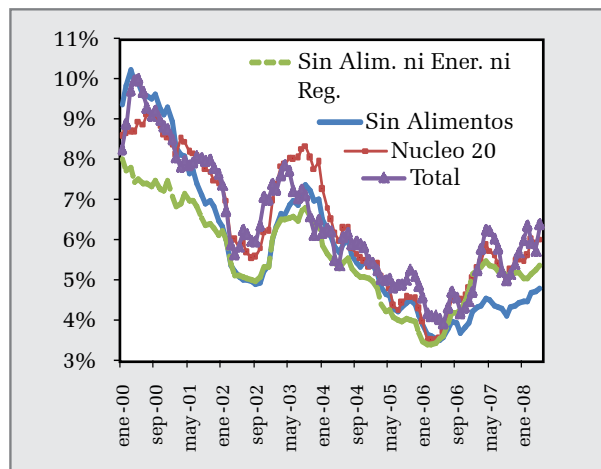
La dualidad entre el BR y la FED se da en cuanto el manejo de las tasas de interés, de los agregados monetarios y la relación con el comportamiento de la inflación. Aunque en ambas economías las presiones inflacionarias han venido ascenso y la dinámica de la actividad económica, en promedio durante la presente década, se ha caracterizado por una brecha positiva de producto, es claro que la preservación del esquema de inflación objetivo ha inducido una mayor ortodoxia en el manejo de la política monetaria por parte del BR mientras, la FED ha dado prioridad a la recuperación de la demanda interna.

Si bien es evidente que en el caso del BR hay una señal de endurecimiento de la política monetaria con relación al mercado, también lo es que esto no ha conseguido reducir la inflación total desacelerar el comportamiento de los indicadores de inflación básica (Gráfica 15) que son los que dejan entrever las presiones inflacionarias relacionadas con la demanda al excluir los componentes de mayor volatilidad y que, en general, están asociados con la oferta como el caso de los alimentos, los energéticos y los productos regulados, y que esto se traduce en una mayor divergencia entre las metas de inflación fijadas por el BR y las expectativas de inflación por parte de los agentes de la economía colombiana (Gráfica 16).

En particular, desde el 2007, las expectativas de los agentes se han tornado adaptativas y más data – dependientes con relación a la inflación observada, de manera que la credibilidad en el Emisor por el cum-

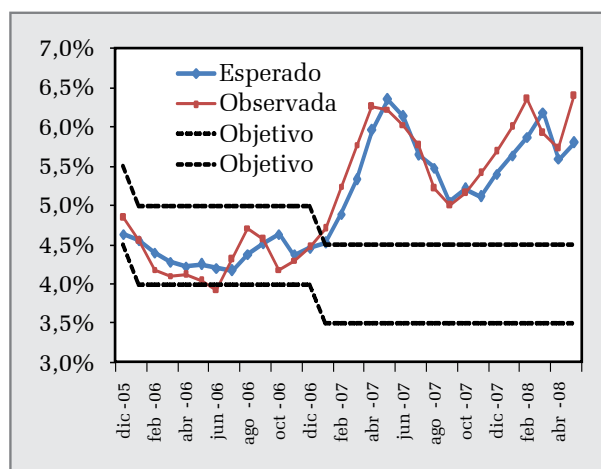
plimiento de la meta de inflación es el principal problema que afecta el esquema de inflación objetivo, pues este solamente es creíble cuando consigue anclar las expectativas de inflación con la meta de inflación del Banco Central y estas consiguen alinearse con la inflación observada en la medida que los ajustes de precios reflejan la confianza por el cumplimiento de la meta de inflación (BBVA Colombia, 2007).

**GRÁFICA 15. INFLACIÓN TOTAL COLOMBIA Vs. INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA COLOMBIA**



Fuente: BR - Cálculos Propios (2008).

**GRÁFICA 16. INFLACIÓN OBSERVADA Vs. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**



Fuente: BR- Cálculos Propios (2008).

En el caso colombiano, es evidente que el divorcio entre la meta de inflación y las expectativas se ha acentuado a pesar del endurecimiento de la política monetaria comenzado en abril de 2006. El principal logro de la política monetaria en el caso colombiano no había sido el cumplimiento de la meta de inflación, como si el anclaje de las expectativas de los agentes con metas que si bien mantuvieron la amplitud entre los límites, máximo y mínimo, de la inflación objetivo, fueron ambiciosas en procura de buscar una rápida convergencia hacia la meta de inflación de largo plazo del BR (Bejarano y Hamann, 2005) estimada en un rango de 2% – 4%.

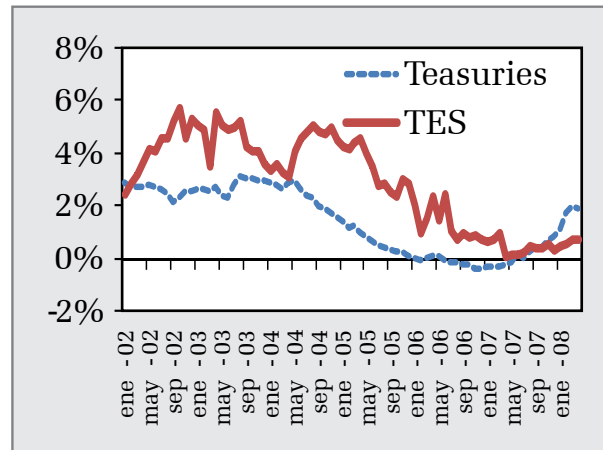
Incluso durante 2006, las expectativas consiguieron situarse en el punto medio del intervalo meta de inflación objetivo, lo cual pudo ser un atenuante para el BR no haber comenzado a endurecer su política monetaria antes de abril de 2006 (Echavarría, 2008). La teoría de la inflación objetivo puntualiza en la racionalidad de las expectativas; bajo un esquema de inflación objetivo, la presencia de expectativas adaptativas en un entorno de inflación al alza por factores preponderantemente de oferta confunde en cuanto que las expectativas al persistir en situarse por encima del rango meta, llevan a la corrección al alza de las metas retrasando el horizonte en el cuál se esté en la senda de largo plazo y porque se resiente el control de precios corriéndose el riesgo de racionalizar las expectativas ante un fenómeno de *sticky inflation* (Arias, 2002).

Al contrastar el comportamiento de las tasas de largo plazo de los TES con las tasas de largo plazo de los bonos del Tesoro Americano, es evidente que la analogía de la política monetaria entre Estados Unidos y Colombia se replica en las curva de rendimiento de los bonos de deuda pública de los dos países (Gráfica 17).

Aunque sea cuestionable el endurecimiento de la política monetaria en el caso colombiano por el efecto de apreciación que produce en el tipo de cambio, el aplanamiento de la curva de los TES y el nivel de las tasas reales de los TES LP muestra que aún hay espacio para

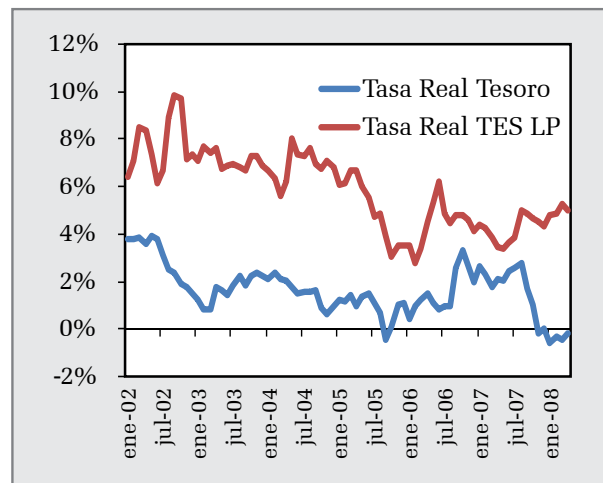
un mayor endurecimiento de la política monetaria, mientras que en el caso de Estados Unidos, la presencia de tasas de largo plazo negativas no parecen dar margen para una mayor flexibilidad de la política monetaria vía una reducción de las tasas de interés como lo ha venido haciendo la FED desde septiembre de 2007 (Gráfica 18).

**GRÁFICA 17. EMPINAMIENTO CURVA DE RENDIMIENTOS TREASURIES Vs. TES**



Fuente: Minhacienda – TREAS – Cálculos Propios (2008).

**GRÁFICA 18. TASA REAL LP TREASURIES Vs. TES**



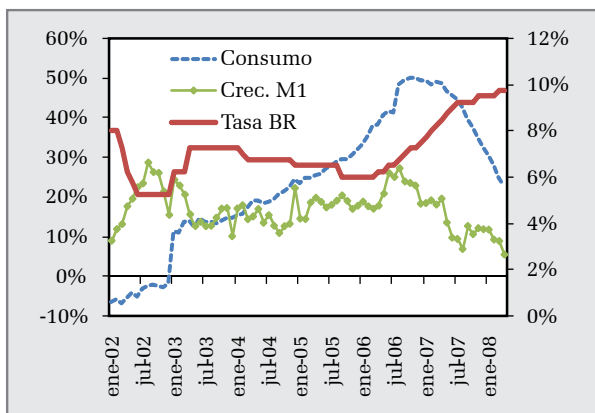
Fuente: Minhacienda – TREAS – Cálculos Propios (2008).

No obstante la dificultad en conseguir retornar la inflación al rango meta, el ajuste hecho en las tasas de intervención del Banco Central sí han conseguido desacelerar significativamente la dinámica del consumo que redujo en un 30% aproximadamente su ratio de

crecimiento (Echavarría, 2008), dada una combinación de tasas de intervención del BR al alza y una drástica disminución del suministro de liquidez (Gráfica 19).

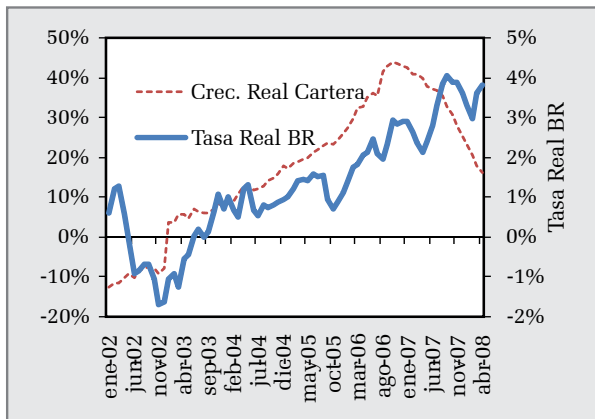
Además, en términos reales la tasa de crecimiento de la cartera está descendiendo a niveles similares a los observados en 2005 cuando aún la economía crecía por debajo de su nivel potencial, y su correlación inversa con las tasas reales del BR se ha acentuado a partir del 1T08, lo cual además de revelar la menor liquidez disponible, pone en evidencia los mecanismos de represión financiera del BR (BBVA Colombia, 2007) sustentados a partir del establecimiento de encajes marginales el 6 de mayo de 2007 (Gráfica 20).

**GRÁFICA 19. CRECIMIENTO CRÉDITO DE CONSUMO Y M1 Vs. TASA BR**



Fuente: BR – Cálculos Propios (2008).

**GRÁFICA 20. CRECIMIENTO REAL CARTERA DE CONSUMO Vs. TASAS REALES BR**



Fuente: Minhacienda – TREAS – Cálculos Propios (2008).

## PROYECCIONES Y ESTIMACIÓN ECOMÉTRICA DE LA CAUSALIDAD EN LA POLÍTICA MONETARIA

A partir del uso de los paquetes econométricos Demetra 2,1 diseñados por el centro compilador de estadísticas de la Unión Europea Eurostats y Econometric Eviews se construyeron diferentes escenarios relacionados con la previsión del comportamiento en el corto y mediano plazo de la inflación y la DTF. La inflación y la DTF manejan dos escenarios: uno normal que sigue la dinámica actual pero que tiende a retornar a la senda de estabilidad en la que se encontraban las series antes del endurecimiento de la política monetaria y el fortalecimiento de las presiones inflacionarias, y un escenario pesimista en el cuál se robustece el patrón de quiebre de tendencia en el corto plazo y su efecto persiste aunque con una menor intensidad en el mediano plazo.

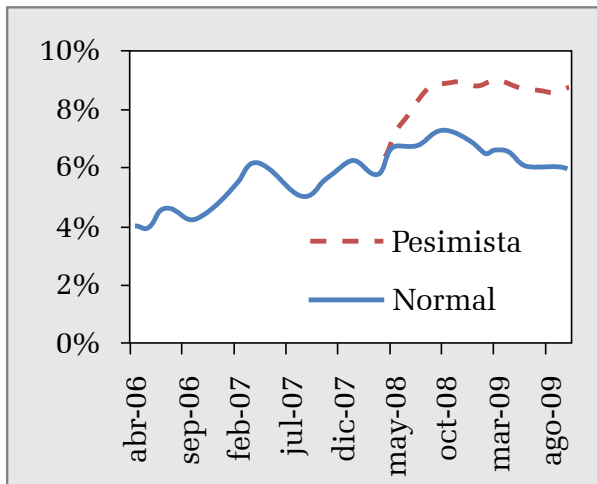
Bajo el escenario normal en el caso colombiano, la inflación debería situarse al finalizar 2008 en 6,83% y en diciembre de 2009 en 5,97%. En estos dos casos, las cifras estarían por encima tanto del rango meta de inflación objetivo de corto plazo como del rango meta de largo plazo, lo que supone un mayor esfuerzo de política monetaria que debería traducirse sea en mayores tasas de interés o en nuevos mecanismo o reforzamiento de aquellos relacionados con la represión financiera, para conseguir que retornara en el corto plazo al rango 2- 4%. Esto muestra que las presiones inflacionarias estén causando un cambio en el patrón estructural de la serie que incide en el pronóstico realizado.

En materia de tasas de interés, bajo el escenario normal, tomando como proxy la DTF, esta debería situarse en términos reales en un escenario de 2,72% lo cuál debería estar condicionado a una disminución de los indicadores de inflación básica que dieran un espacio para la reducción de las tasas de intervención, escenario poco factible si se tiene en



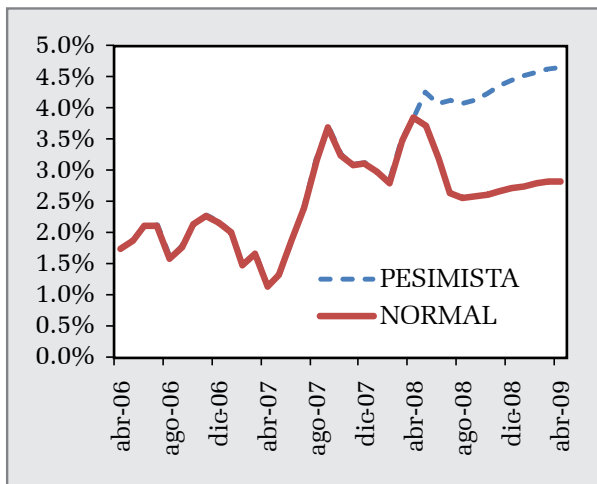
cuenta el repunte de estos indicadores (Gráfica 21). Bajo el escenario pesimista, la DTF Real debería estar en un nivel de 4,45% lo cual implica una tasa de intervención del BR de 10,50% al finalizar 2008, estabilizándose a lo largo de 2009 con lo cual al finalizar 2009, esta se ubicase en 4,71% (Gráfica 22).

**GRÁFICA 21. PREVISIÓN ESCENARIOS DE LA INFLACIÓN EN COLOMBIA 2008 - 2009**



Fuente: cálculos propios (2008).

**GRÁFICA 22. PREVISIÓN ESCENARIOS DE LA TASA DTF REAL 2008 - 2009**



Fuente: Minhacienda – TREAS – Cálculos Propios (2008).

Ahora, la forma en que los ajustes de política monetaria en el caso de Estados Unidos y en el caso de

Colombia se han estimado mediante un modelo VAR siguiendo a Enders (2004) y considerando tres vectores fila para un orden de variables  $n = 3 \times y, z$  así:

$$\begin{aligned} x_t &= b_{10} + \gamma_{11}x_{t-1} + \gamma_{12}y_{t-1} + \gamma_{13}z_{t-1} + \phi_{11}x_{t-2} + \phi_{12}y_{t-2} + \phi_{13}z_{t-2} - b_{12}y_t - b_{13}z_t + e_{xt} \\ y_t &= b_{20} + \gamma_{21}x_{t-1} + \gamma_{22}y_{t-1} + \gamma_{23}z_{t-1} + \phi_{21}x_{t-2} + \phi_{22}y_{t-2} + \phi_{23}z_{t-2} - b_{21}x_t - b_{23}z_t + e_{yt} \quad (10-12) \\ z_t &= b_{30} + \gamma_{31}x_{t-1} + \gamma_{32}y_{t-1} + \gamma_{33}z_{t-1} + \phi_{31}x_{t-2} + \phi_{32}y_{t-2} + \phi_{33}z_{t-2} - b_{31}x_t - b_{32}y_t + e_{zt} \end{aligned}$$

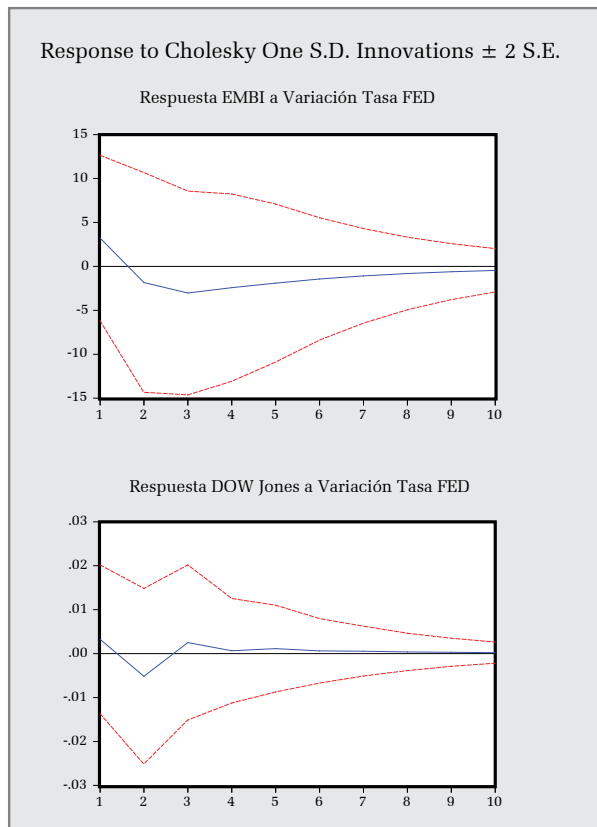
En el caso de la política monetaria de Estados Unidos se corrieron dos modelos: en el primero se estima la respuesta ante un choque de varianza causado por un aumento en las tasas de la FED, sobre el Dow Jones y el comportamiento del EMBI.

El primer modelo (VAR1) evidencia que hay un efecto en el corto plazo durante tres meses del Dow Jones y el Embi frente a un aumento en la tasa de la FED. En cuanto al Dow Jones un aumento en las tasas de la FED produce una caída del índice que retoma su dinámica ascendente frente al choque de oferta a los 4 meses, normalizándose el comportamiento de la serie 8 meses después. Esto sustenta el rezago que la política monetaria ha venido mostrando frente al comportamiento del índice (Gráfica 23).

En el caso del comportamiento del EMBI, un choque de una desviación estándar dado un incremento en las tasas de la FED produce una disminución del EMBI lo que contrariando el resultado esperado evidencia que factores exógenos como la mayor liquidez y el mejoramiento en los términos de intercambio de las economías emergentes mitigan el impacto negativo que tendría un alza en las tasas de intervención de la Reserva Federal (Gráfica 23). Para el comportamiento de la inflación (básica), el efecto de un ajuste de las tasas de interés en procura de una suavización de las presiones inflacionarias, se sitúa en un rango entre tres y seis meses, mientras que el efecto sobre el crédito interbancario que es el que se ajusta de acuerdo a la variación en las tasas de la FED, es de un horizonte más amplio (9 meses) donde el corto plazo presenta una sensible disminución que se normaliza al finalizar el año (Gráfica 24).

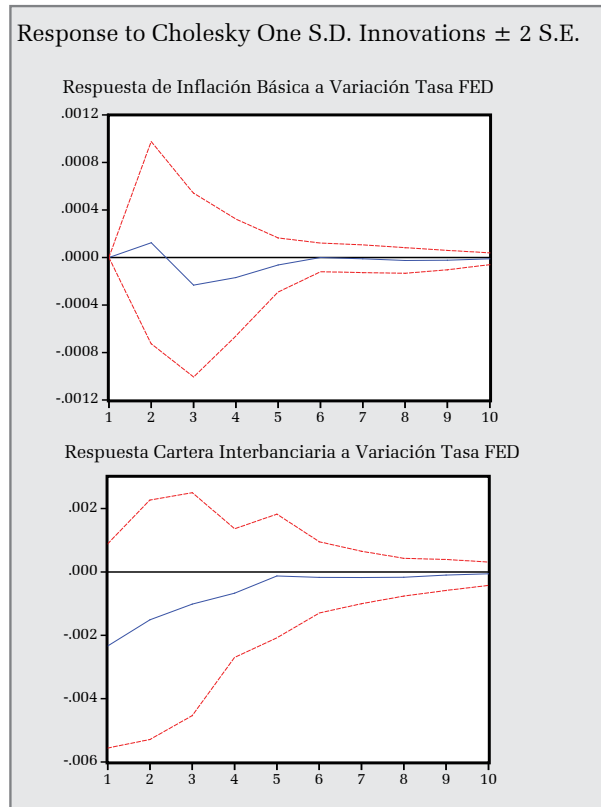
De acuerdo a esto, las medidas tendientes a reestablecer el canal de crédito frente a la disminución en las tasas hecha por la FED en septiembre de 2007, tendrían un efecto en la dinamización del canal crédito entre el IVT08 y el IT09.

**GRÁFICA 23. FUNCIONES IMPULSO RESPUESTA VARIACIONES EMBI Y DOW JONES FRENTE A UN CHOQUE DE UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR POR UN AUMENTO EN LAS TASAS DE LA FED.**



Fuente: cálculos propios (2008).

**GRÁFICA 24. FUNCIONES IMPULSO RESPUESTA DE LA INFLACIÓN Y DEL CRECIMIENTO DE LA CARTERA INTERBANCARIA A VARIACIÓN EN LAS TASAS DE LA FED**

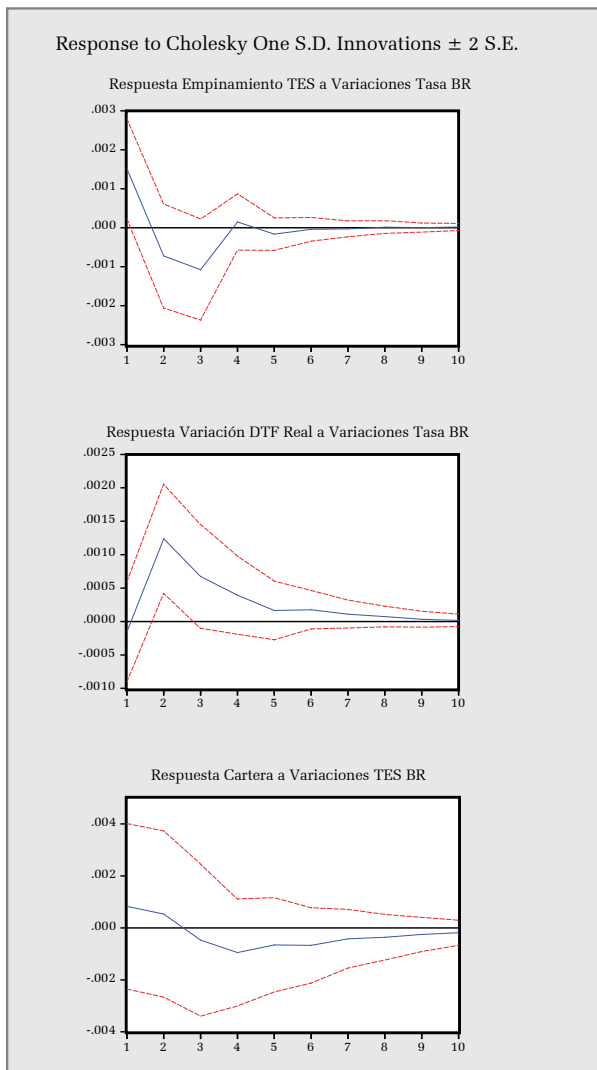


Fuente: cálculos propios (2008).

Para el caso colombiano, se corrieron dos modelos VAR los cuales están relacionados con el efecto de un aumento de las tasas de interés de intervención del Banco de la República (tomando como referencia la tasa de expansión) sobre: el empinamiento de la curva de los TES, la tasa DTF Real y la cartera bruta en el modelo 1; inflación básica, crecimiento de la cartera de consumo y de M1. En el modelo 1, el empinamiento de los TES se reduce (aplanamiento) frente a un aumento de la tasa del BR lo que sustenta la evidencia empírica recogida anteriormente, en la cual, el endurecimiento de la política monetaria ha reducido el diferencial de las tasas de corto y largo plazo, lo que infiere la expectativa de una política monetaria acomodaticia en el mediano plazo.

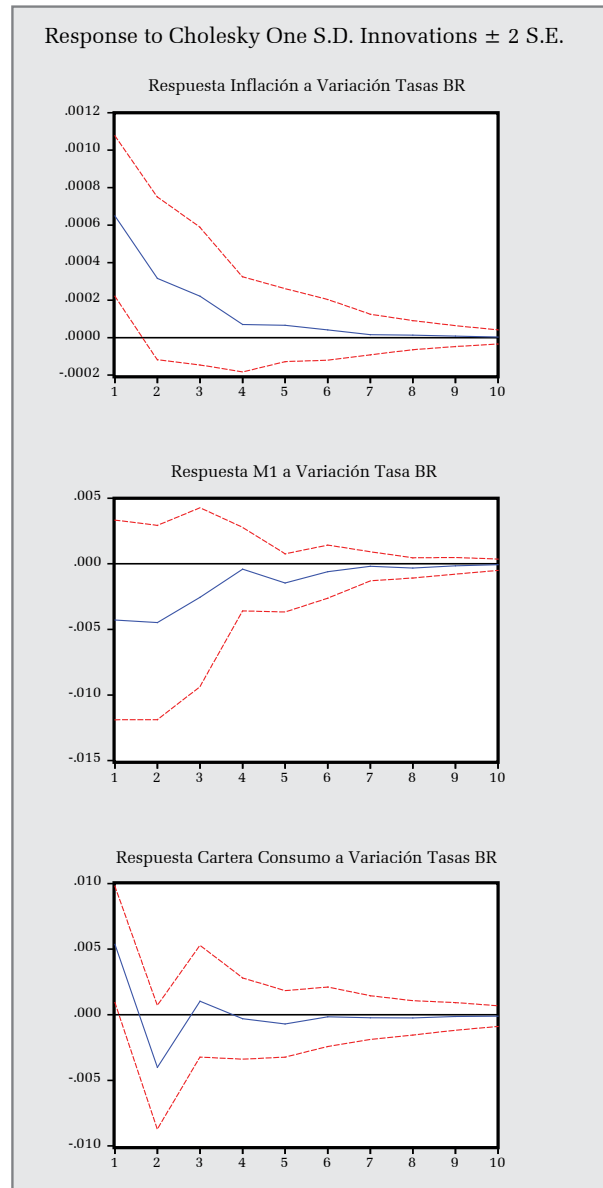
La no inclusión de variables relacionadas con el mercado de capitales en el caso colombiano responde a la poca profundidad que este tiene, dado que presenta una excesiva concentración en un volumen reducido de acciones, a la vez que por la naciente democratización que han tenido las empresas privadas y estatales, el comportamiento accionario no refleja el impacto de los cambios de postura de política monetaria.

**GRÁFICA 25. FUNCIONES IMPULSO RESPUESTA EMPINAMIENTO CURVA DE TES, DTF REAL Y CARTERA BRUTA FRENTE A UN CHOQUE DE UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR POR UNA VARIACIÓN EN LAS TASAS DEL BR.**



Fuente: cálculos propios (2008).

**GRÁFICA 26. FUNCIONES IMPULSO RESPUESTA DE LA INFLACIÓN BÁSICA, EL CRECIMIENTO DE LA CARTERA DE CONSUMO Y DE M1 FRENTE A CHOQUE DE UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR POR UNA VARIACIÓN EN LAS TASAS DEL BR.**



Fuente: cálculos propios (2008).

La consideración de las tasas reales se da en cuanto estas capturan de mejor manera el efecto de la política monetaria del BR por cuanto sólo estas al descontar la inflación y recoger los aumentos o disminuciones de tasas de acuerdo al período de análisis

de la política monetaria, determinan los efectos que se presentan en función del costo del dinero y relacionado con el crédito, la forma como se transmite al resto de la economía.

En el caso del crecimiento de M1, se percibe la desaceleración que dura por un espacio de siete meses, lo que evidencia el rezago de la política monetaria en ajustar el canal crediticio cuando se restringe el suministro de liquidez mediante las operaciones REPO de expansión y se abre o incrementa el cupo de la ventanilla de contracción. En el caso de la DTF Real el ajuste de corto plazo es el más fuerte de las tres variables del modelo 1, dándose transitoriamente un *overshoot* de tasa de interés al tender a situarse por encima de su nivel de largo plazo. En el caso de la cartera el efecto de desaceleración es pronunciado hacia el 4 mes y también tiende a estabilizarse su dinámica al cabo de un año.

Este aspecto hace justificar el porqué la desaceleración brusca que ha tenido la cartera de consumo se ha conseguido con sucesivos incrementos de la tasa de intervención del BR con una posición ortodoxa asumida en particular a partir del 2T07 cuando los incrementos se hicieron con mayor frecuencia acompañados de la adopción de mecanismos de represión financiera.

En cuanto al modelo 2 es evidente que el ajuste en las tasas de intervención sobre la inflación tiene un efecto persistente que se desvanece dentro de los siguientes 7 períodos. Si se tiene en cuenta que las presiones inflacionarias de acuerdo a los indicadores de inflación básica se han fortalecido, la función impulso – respuesta revela que es necesaria la posición ortodoxa del Banco Central bajo un esquema de inflación objetiva que con sucesivos incrementos en la tasa de intervención consiga converger la inflación excluyendo los factores de oferta que están fuera del alcance de la política monetaria, hacia su senda de mediano plazo.

Por último, el modelo 2 evidencia como la cartera de consumo en particular, con relación a la cartera bruta es más sensible frente a un ajuste en las tasas de intervención. Esto muestra que cuando las presiones inflacionarias de demanda están acompañadas por un crecimiento en la dinámica de colocación del crédito, es particularmente necesario el paso a una política monetaria menos acomodaticia.

## CONCLUSIONES

En el artículo se ha analizado la evolución y el impacto de la política monetaria de los Estados Unidos implementada por la Reserva Federal con la política monetaria diseñada y ejecutada por la Junta Directiva del Banco de la República. Aunque los contextos de las economías son diferentes por cuanto Estados Unidos viene presentando un crecimiento por debajo de su nivel potencial y Colombia presenta desde el IT06 una brecha positiva de producto, las presiones inflacionarias y los indicadores de inflación básica de ambos han venido incrementándose, lo cual debería reflejarse en un mayor consenso hacia una política monetaria en el caso de la FED menos acomodaticia con disminuciones moderadas de sus tasas de interés y en el caso colombiano con el mantenimiento de la postura actual.

La Teoría soporta suficientemente el hecho que el diferencial de tasas externa – interna sustente la excesiva apreciación de las monedas emergentes así como el efecto rezagado de los efectos de la política monetaria sobre la liquidez del mercado, el comportamiento del crédito de consumo y la moderación de las presiones inflacionarias considerando la inflación básica. Así mismo, que cuando las expectativas se tornan adaptativas en cuanto al comportamiento de la inflación, bajo un entorno de presiones inflacionarias, la credibilidad del cumplimiento de la meta fijada por la Junta Directiva del Banco Central se afecta negativamente lo que conduce a la necesidad de ajustar la política monetaria con incrementos

mayores a los previstos en materia de tasas de interés y represión financiera con la atenuante que son sólo las presiones de demanda las que están al alcance del Banco Central.

Los análisis de los gráficos de las funciones de Impulso – Respuesta revelan que el efecto de la política monetaria sobre el comportamiento del crédito y la inflación no es simétrico entre Estados Unidos y Colombia.

En el caso colombiano, estos efectos son más intensos en cuanto la magnitud, mayor, con que se afectan las variables objetivo de la política monetaria, inflación y consumo, y con un horizonte de transmisión del efecto de la variación de tasas mayor, lo que muestra que el rezago de la política monetaria sobre el canal de crédito supone ser mayor en la economía

colombiana respecto a la economía americana, y que por tanto controlar la inflación por parte del BR así maneje una política de inflación objetivo, usando como principal instrumento la tasa de interés, bajo las presiones inflacionarias de oferta y demanda que se vienen presentando desde el ITO, no es un tarea de realización en el corto plazo y requiere del fortalecimiento de la postura cada vez menos acomodaticia que el Banco Central en el caso de Colombia ha venido manejando.

Mientras, en el caso de la FED, además por la presencia de tasas reales negativas, es necesario moderar la política monetaria a un escenario menos acomodaticio dado que los recortes en sus tasas de intervención han propiciado la desvalorización a largo plazo de los Treasuries que son la inversión más segura en los portafolios de inversión tanto de las economías de capital como las emergentes.

## BIBLIOGRAFÍA

Arias, A. *Notas de Clase Economía y Finanzas Internacionales*. Bogotá: Universidad de los Andes. 2002.

ASOCIACIÓN NACIONAL DE INSTITUCIONES BANCARIAS ASOBANCARIA. *La Semana Económica*, No. 590. Bogotá: La Asociación, 2007.

BANCO DE LA REPÚBLICA. *Estadísticas Históricas*. Bogotá: El Banco. 2008. Disponible en [www.banrep.gov.co/estadisticas](http://www.banrep.gov.co/estadisticas)

Blanchard, O. *Macroeconomía*. Madrid: Pearson. 2006.

BBVA Colombia. *Notas Rápidas*. Bogotá: Departamento de Estudios Económicos, 2007.

Bejarano, J. y Hamann, F. *El Impacto de la Política Monetaria en Colombia: Una Revisión de la Literatura*. Bogotá: Mimeo, 2005.

Clavijo, S. *Reflexiones sobre Política Monetaria e Inflación Objetivo*. Borradores Banco de la República. 141 (2000).

Echavarría, J. J. *Presentación de Coyuntura Económica*. Bogotá: Banco de la República, 2008.

Enders, W. *Applied Econometric Time Series*. New York: Wiley, 2004.

FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS. *Evolución de la Inflación en los países miembros de la CAN*. Bogotá: El Fondo, 2007.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. *Outlook World Economics*. Washington: El Fondo. 2008. Disponible en [www.imf.org](http://www.imf.org)

Giraldo, A. *Aversión a la Inflación y Regla de Taylor en Colombia 1994 – 2005*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana, 2006.

López, M. *Algunos Criterios para evaluar Inflación Objetivo en Colombia*. Publicado en: Borradores del Banco de la República 386. (2006).

MINISTERIO DE HACIENDA. *Consejo Nacional de Política Fiscal (CONFIS)*. Estadísticas Fiscales. Bogotá: CONFIS. 2008. Disponible en [www.minhacienda.gov.co/confis](http://www.minhacienda.gov.co/confis)

RESERVA FEDERAL DE ESTADOS UNIDOS. *Series Estadísticas*. Washington: La Institución, 2008. Disponible en: [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

Rosende, F. *Teoría Macroeconómica*. Bogotá: Alfaomega – Ediciones Universidad Católica de Chile, 2002.

Romer, D. *Advanced Macroeconomics*. New York: McGraw Hill, 2005.

SECRETARÍA DEL TESORO AMERICANO. *Series Estadísticas*. Washington: La Secretaría, 2008. Disponible en: [www.treas.gov.co](http://www.treas.gov.co)