

# **Los canales de transmisión en un régimen de inflación objetivo**

## **El caso colombiano**

**Adolfo L. Cobo S.**

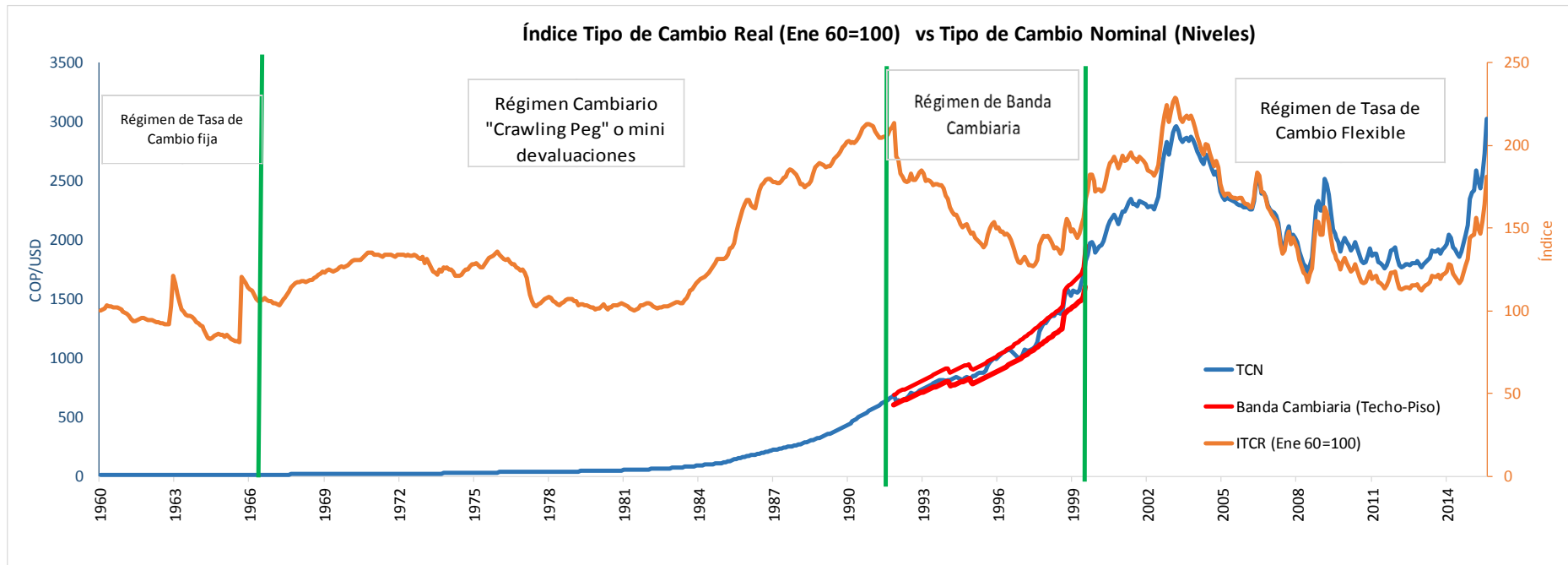
**Managua, septiembre 24 de 2015**



# I. Un poco de historia

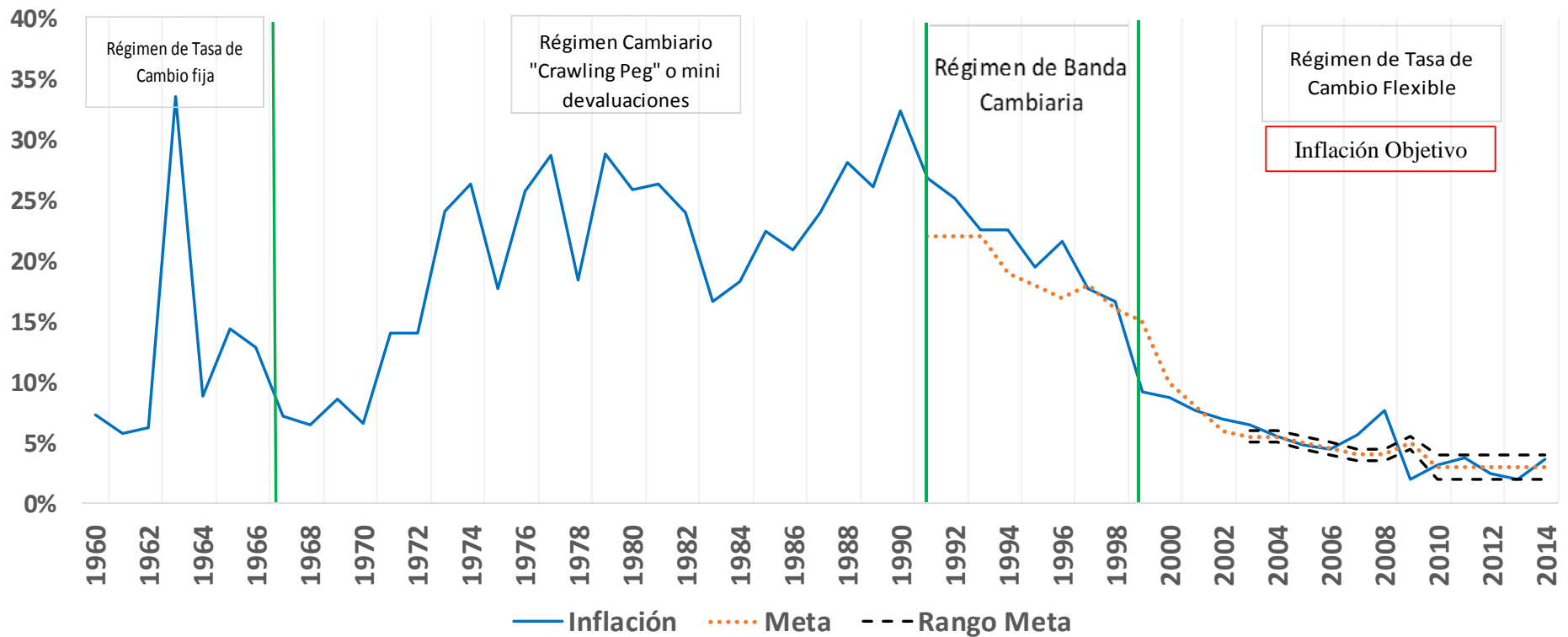


# Tipo de cambio nominal (TCN) y real



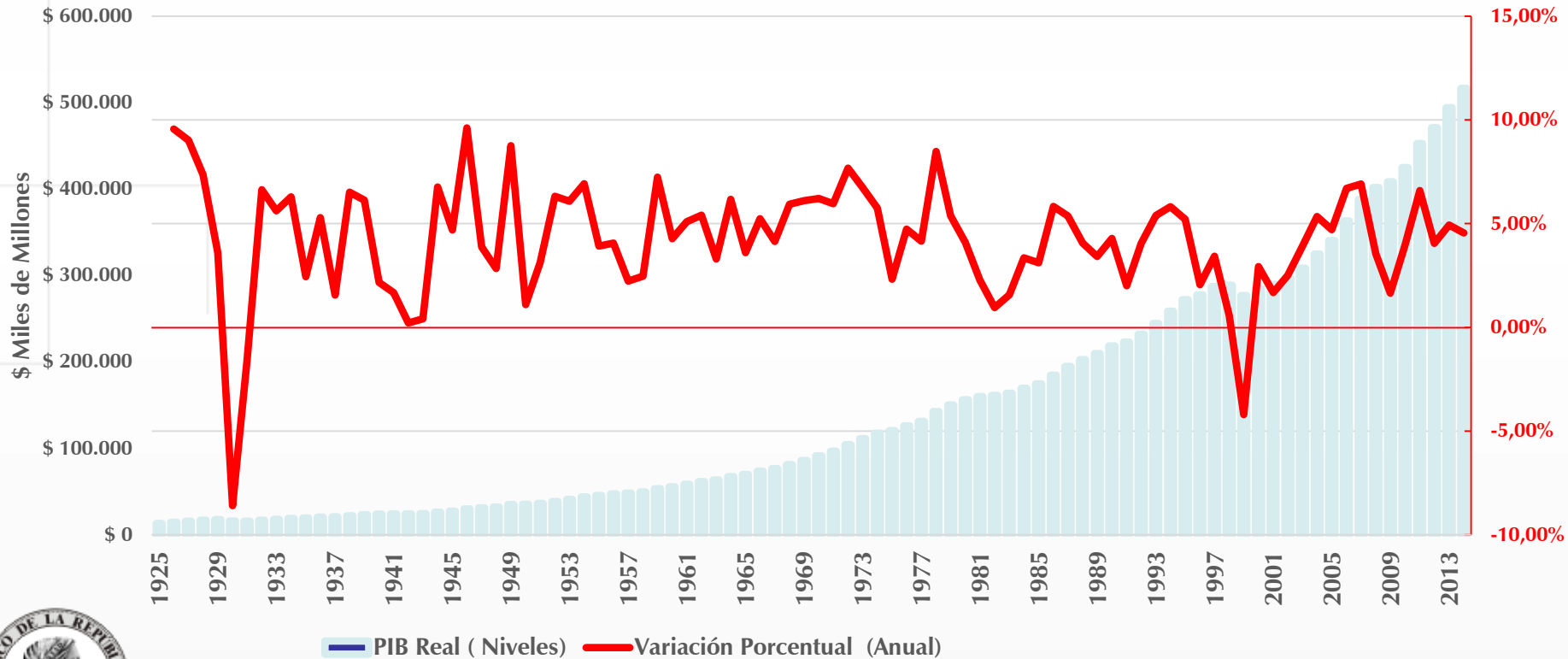
# La inflación al consumidor

Índice de Precios al Consumidor  
Variación Anual (%)



# El PIB

## Producto Interno Bruto



## II. ¿Por qué Inflación Objetivo (IO)?



# Antecedente : Una nueva Constitución

Por mandato constitucional, a partir de 1991 la Junta Directiva del Banco de la República debe garantizar la estabilidad de precios, en coordinación con una política macroeconómica general que propenda por el crecimiento del producto y el empleo.



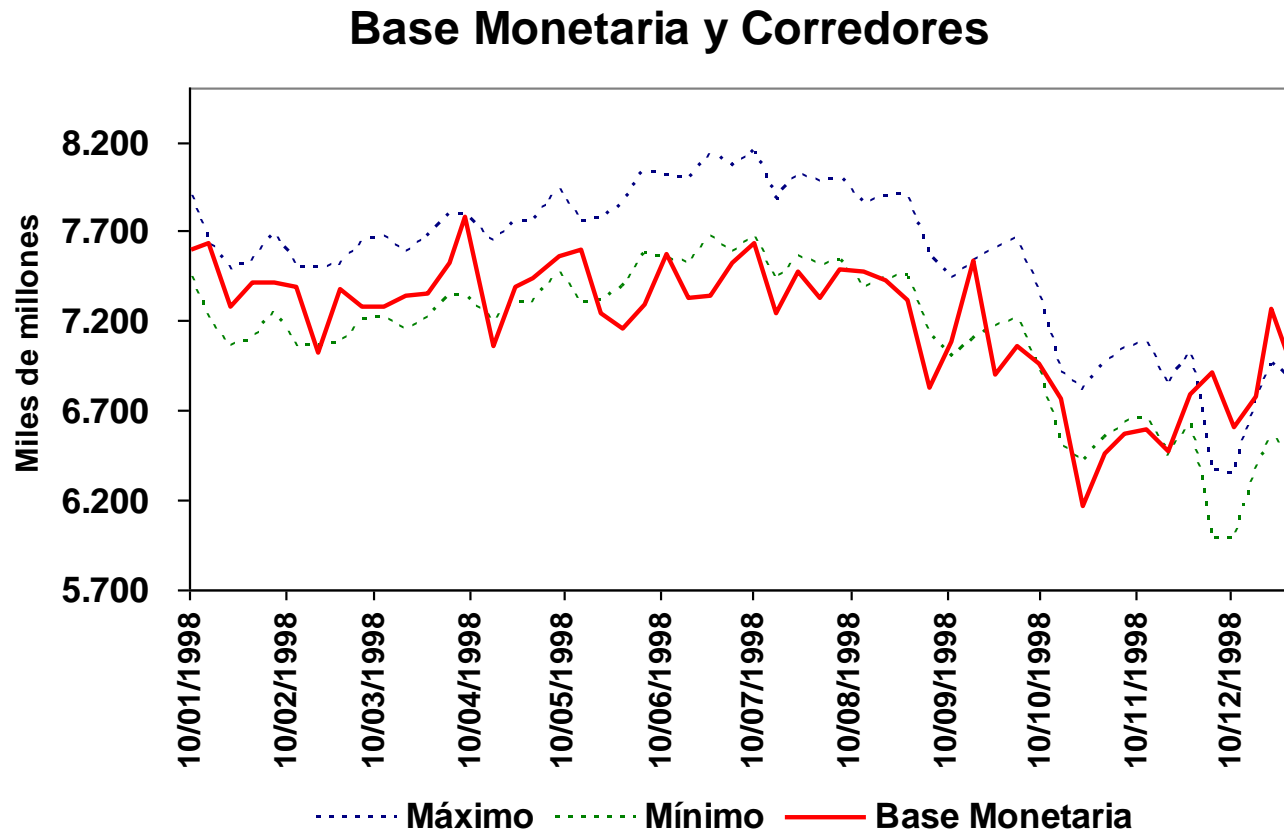
¿Qué sucedió entre 1991  
y 1999, antes de la  
adopción del IO?







- La meta operativa era el corredor de base monetaria.
- No obstante, si se daba una desviación de sus valores de referencia, ello no implicaba una respuesta automática. Se miraban otras variables de la economía.

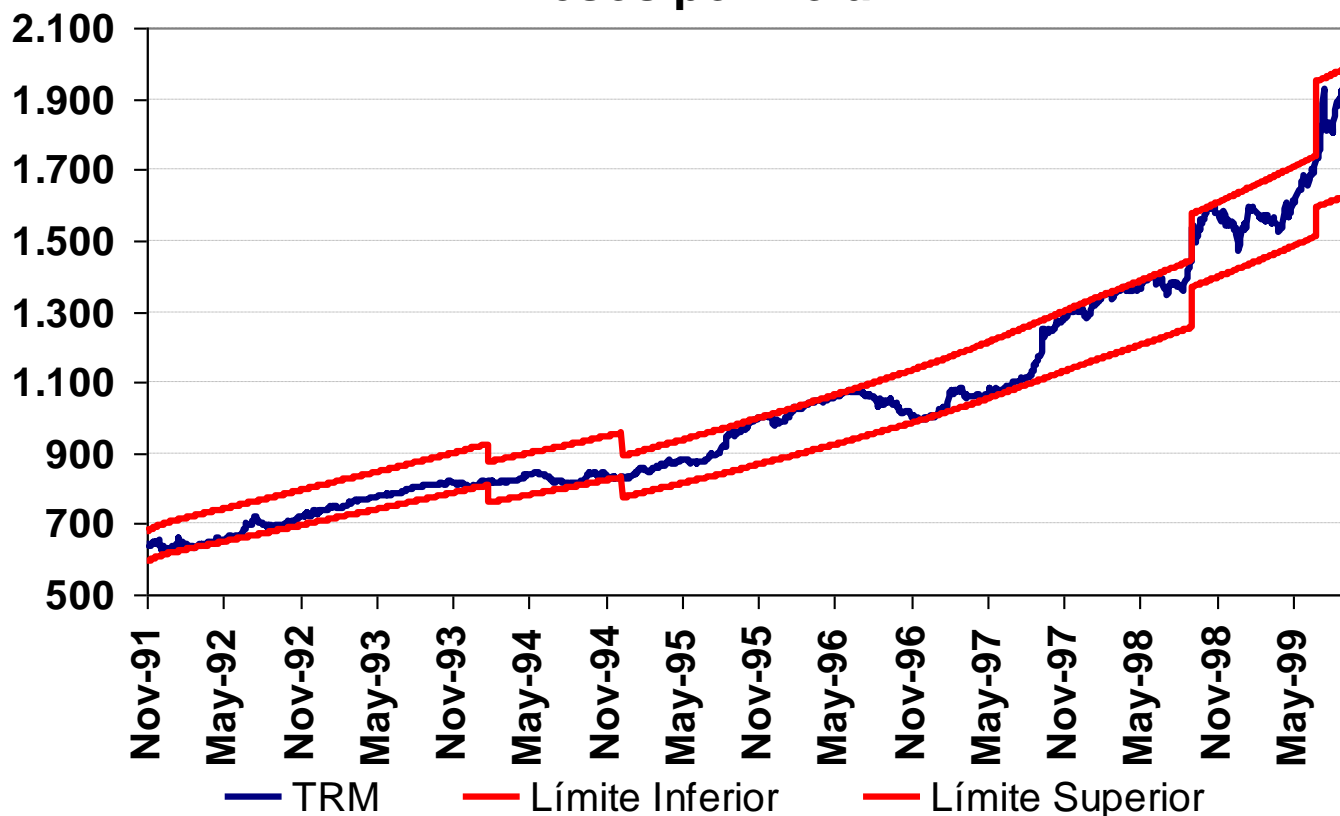


Fuente: Banco de la República

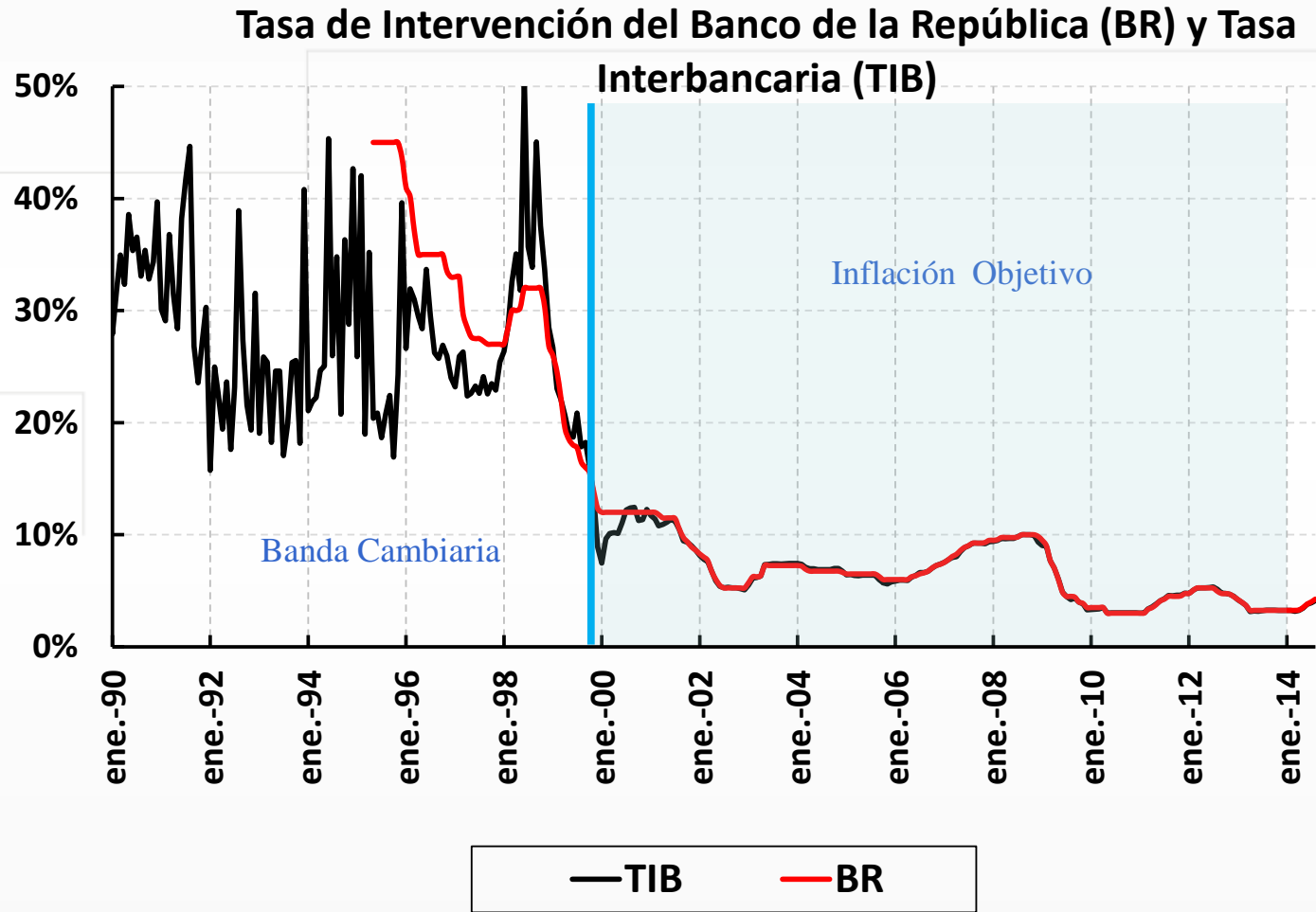


Se introdujo una banda cambiaria “reptante” (*crawling band*) que debía ser coherente con la meta de inflación. Esto en un contexto de relativa movilidad de capitales.

Tasa de cambio y Bandas Cambiarias  
Pesos por Dólar



Se intentó reducir la volatilidad de la tasa de interés de un día (TIB), con éxito muy limitado.



# El principio de Tibergen sobre la efectividad de las políticas públicas

Para garantizar el cumplimiento de un conjunto de metas económicas se requiere, por lo menos, tener un igual número de instrumentos económicos.



# La Trinidad Imposible

Solo dos de tres objetivos se pueden lograr simultáneamente

Libre  
Flujo de  
Capitales

Tasa de  
Cambio  
Fija

Autonomía  
de la Política  
Monetaria



# Los problemas del esquema quedaron al descubierto con los choques externos e internos que recibió la economía entre 1997 y 1999.

Choques externos: Crisis en Asia y Rusia.

Choques internos: Crisis política con un gasto público y un déficit en la cuenta corriente elevados.

Además, existía una burbuja en los precios de los activos (vivienda) con una regulación financiera poco adecuada.

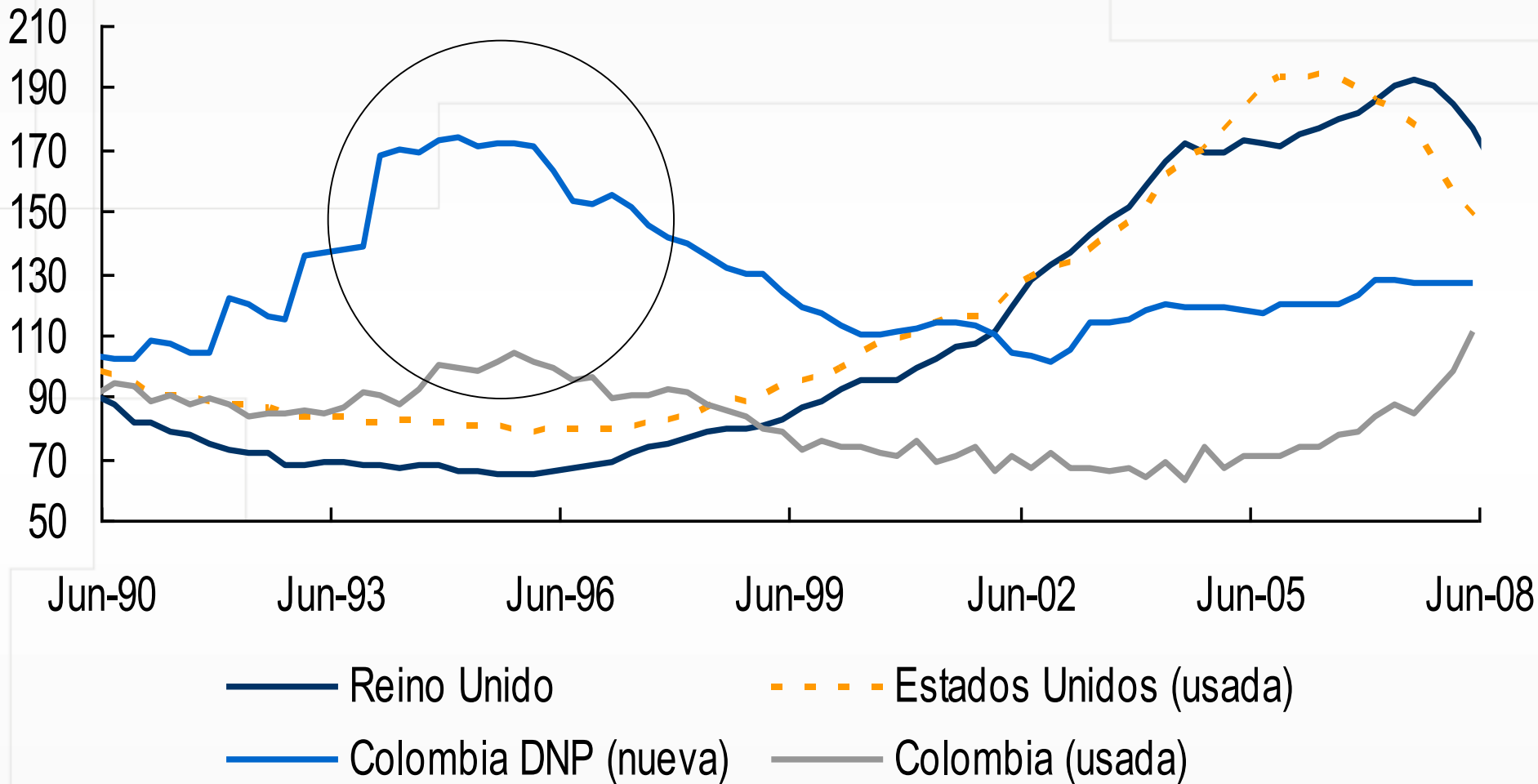
## **El resultado fue que:**

- Se liberó el tipo de cambio (Sep. 1999) y se adoptó el esquema de IO.
- El PIB cayó fuertemente y el desempleo subió
- La inflación se redujo de 16.7% a 9.2%
- Se presentó una crisis financiera que involucró a los bancos estatales y a algunos bancos hipotecarios.



Restricciones de crédito

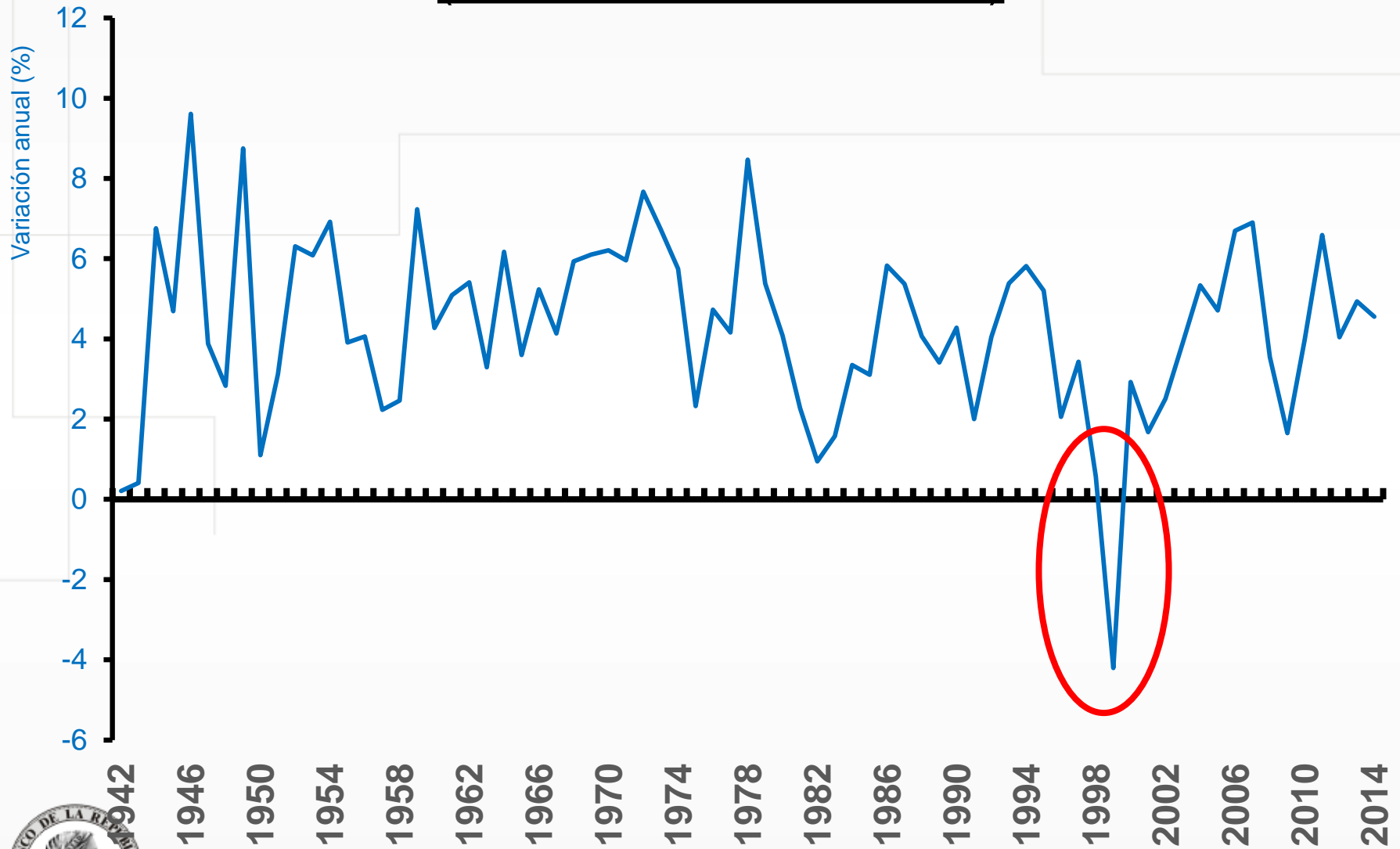
# Precio de la Vivienda (Índice Marzo 1989 = 100)



Fuente: S&P / Case Shiller Index, DNP, Banco de la República y Banco de Inglaterra.



# Crecimiento Económico (Crecimiento del PIB Real)



# **III. ¿Qué es y cómo opera un régimen de Inflación Objetivo (IO)?**



**¿Qué es?:** Es un régimen de Política Monetaria que se caracteriza por:

- El anuncio público de una **meta cuantitativa de inflación** (el ancla nominal).
- Priorizar el objetivo de inflación sobre otros objetivos (flexibilidad de la tasa de cambio).
- Tener un banco central que goce de independencia instrumental.
- Habilidad técnica para proyectar razonablemente bien la inflación (**Tener un conocimiento mínimo del funcionamiento de los canales de transmisión de la Política Monetaria**).
- Tener mecanismos de rendición de cuentas

**Adicionalmente bajo un régimen de IO se debe:**

- Fijar un instrumento de política monetaria que permita alcanzar el objetivo de crecimiento de precios.
- Estar en capacidad de medir y evaluar las expectativas de inflación.
- Tener en cuenta otros factores como la política fiscal y la regulación financiera también son importantes.
- Transparencia y comunicación: Informe de Inflación, minutas, comunicados de prensa.



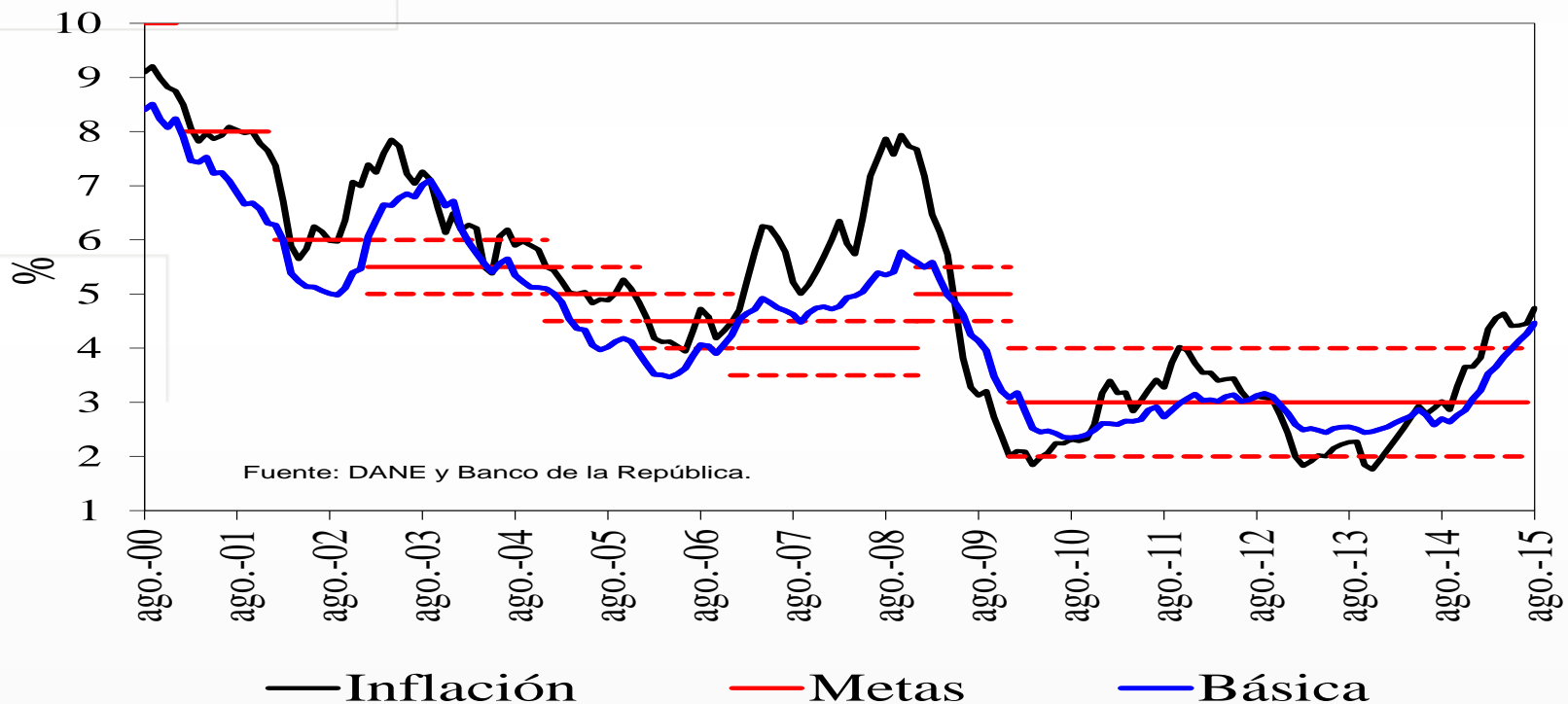
# OBJETIVO FUNDAMENTAL

El cumplimiento de una meta de inflación, que contribuya a mantener el crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo.



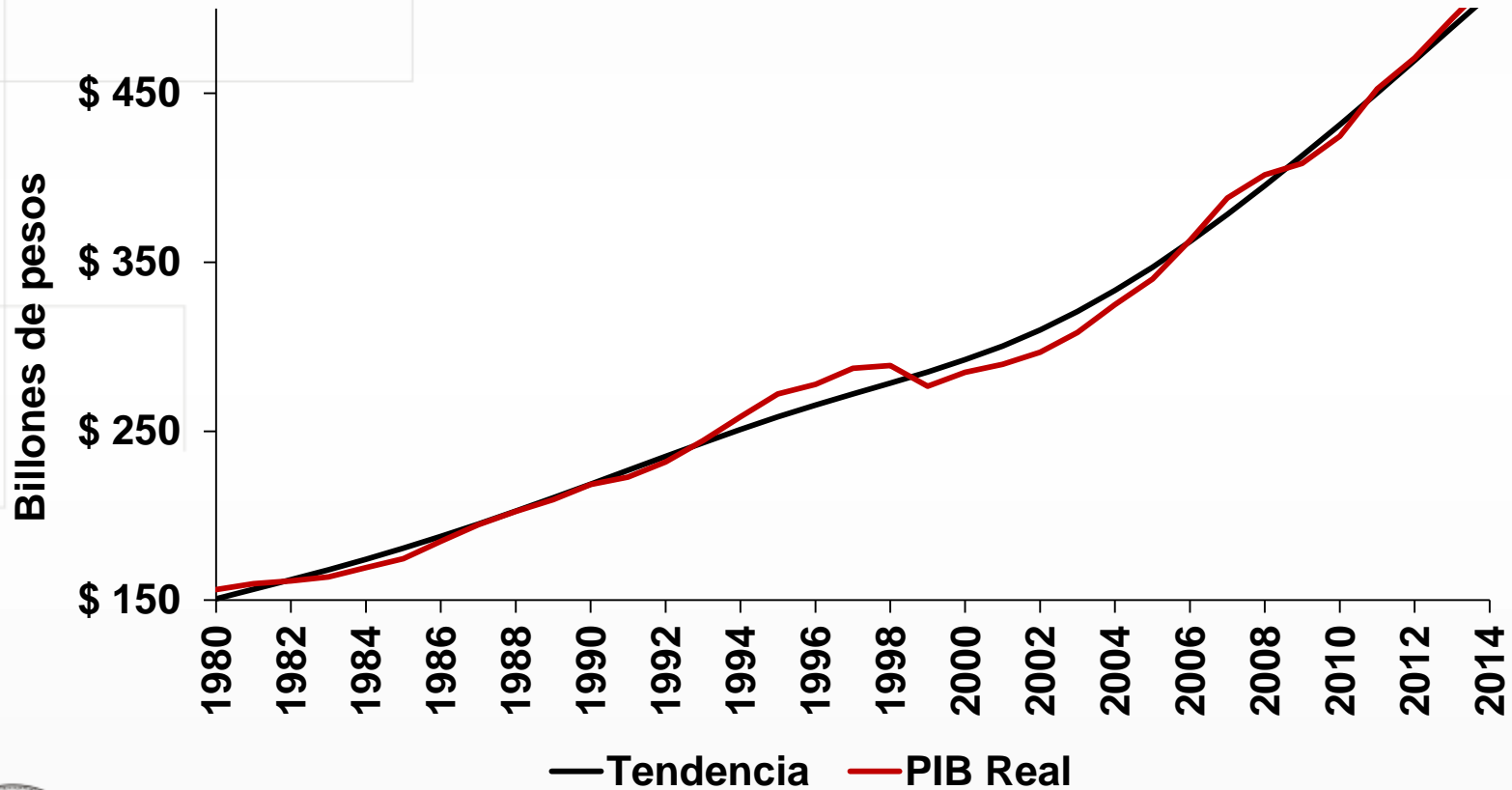
La meta de inflación anual se siguió anunciando anualmente y a partir de 2003 se fijaron rangos meta en lugar de un objetivo puntual (choques de oferta).

## Inflación al consumidor, total y básica

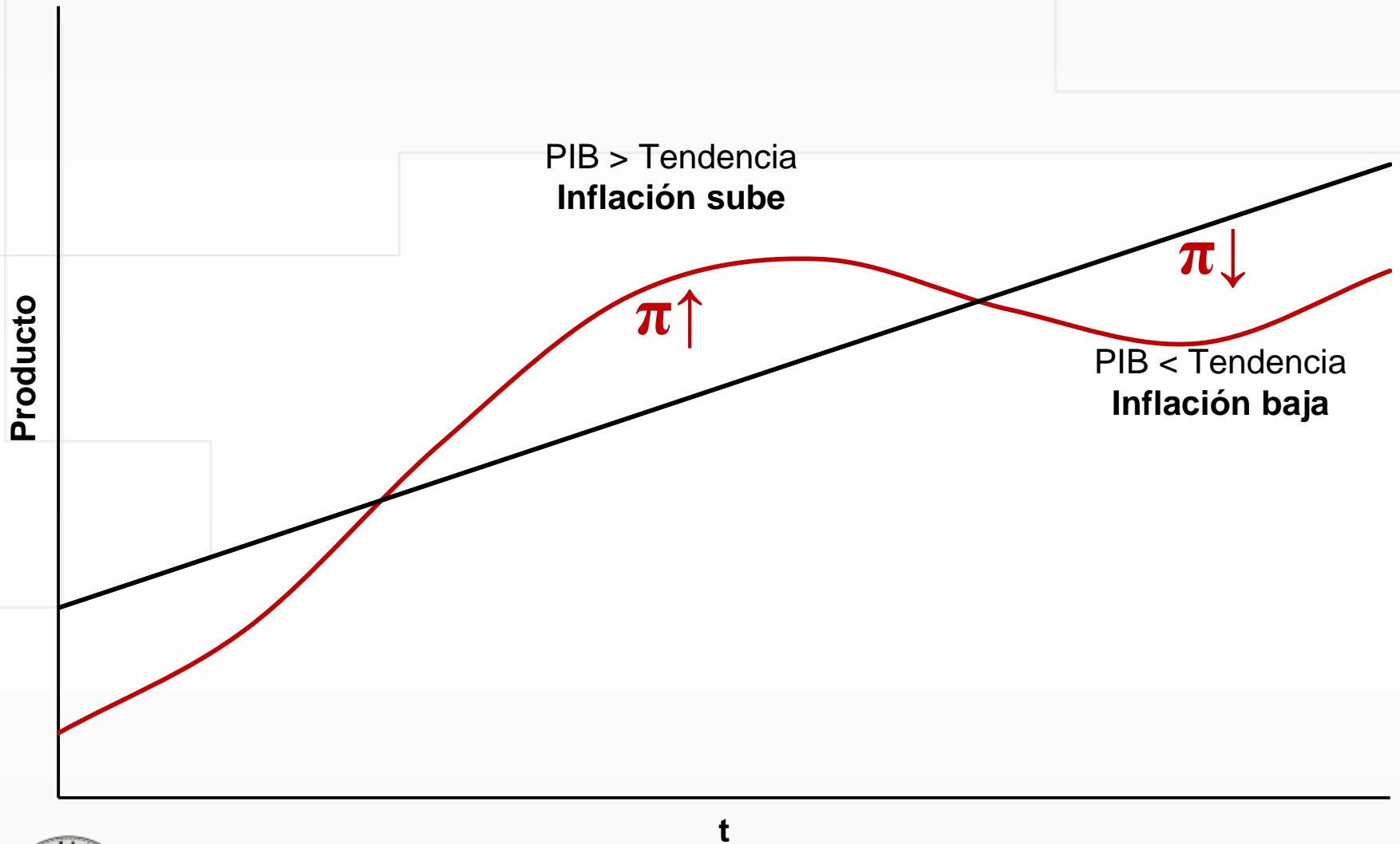


# La estabilización del PIB

PIB observado vs PIB potencial (o no inflacionario o tendencia)

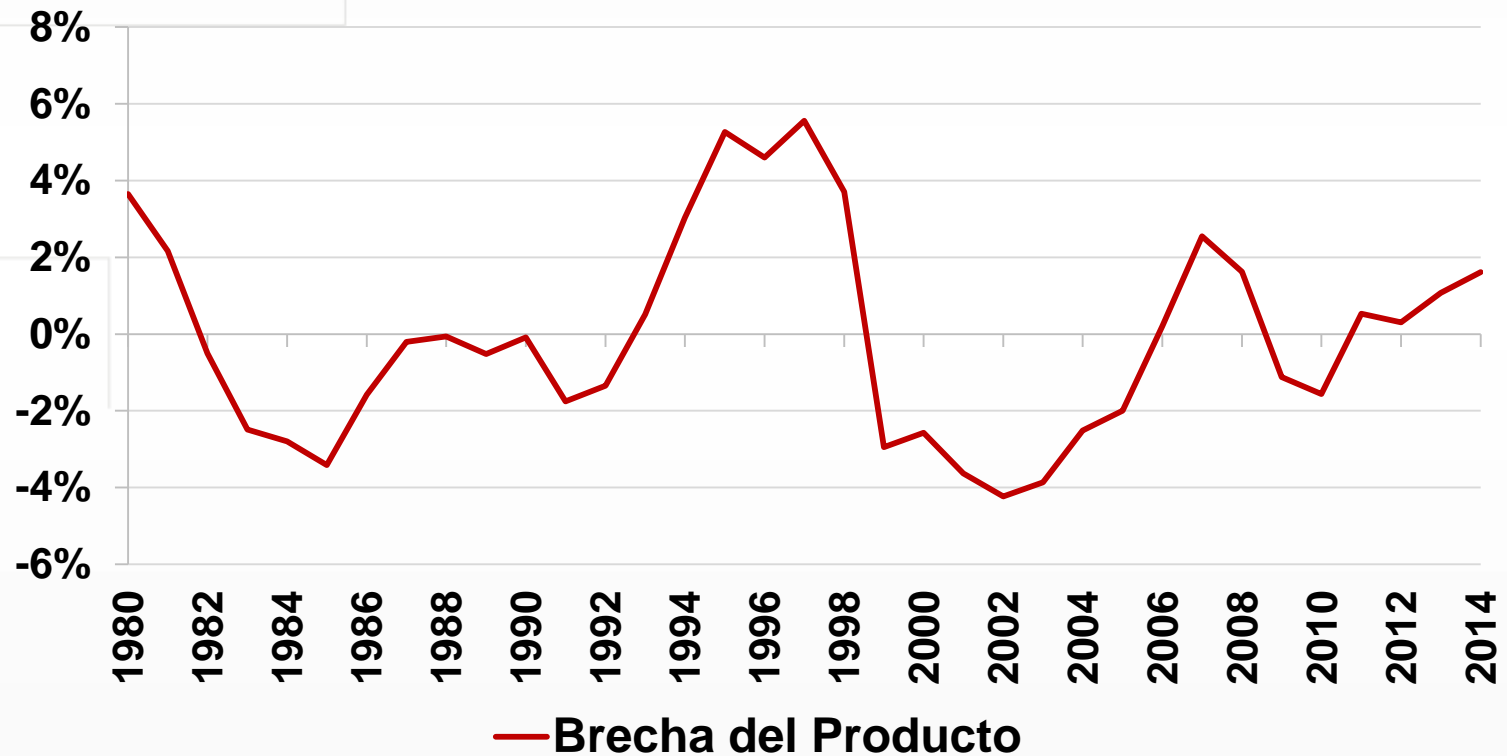


# PIB Observado vs PIB potencial (tendencia)



# La brecha del producto: una síntesis del estado de economía

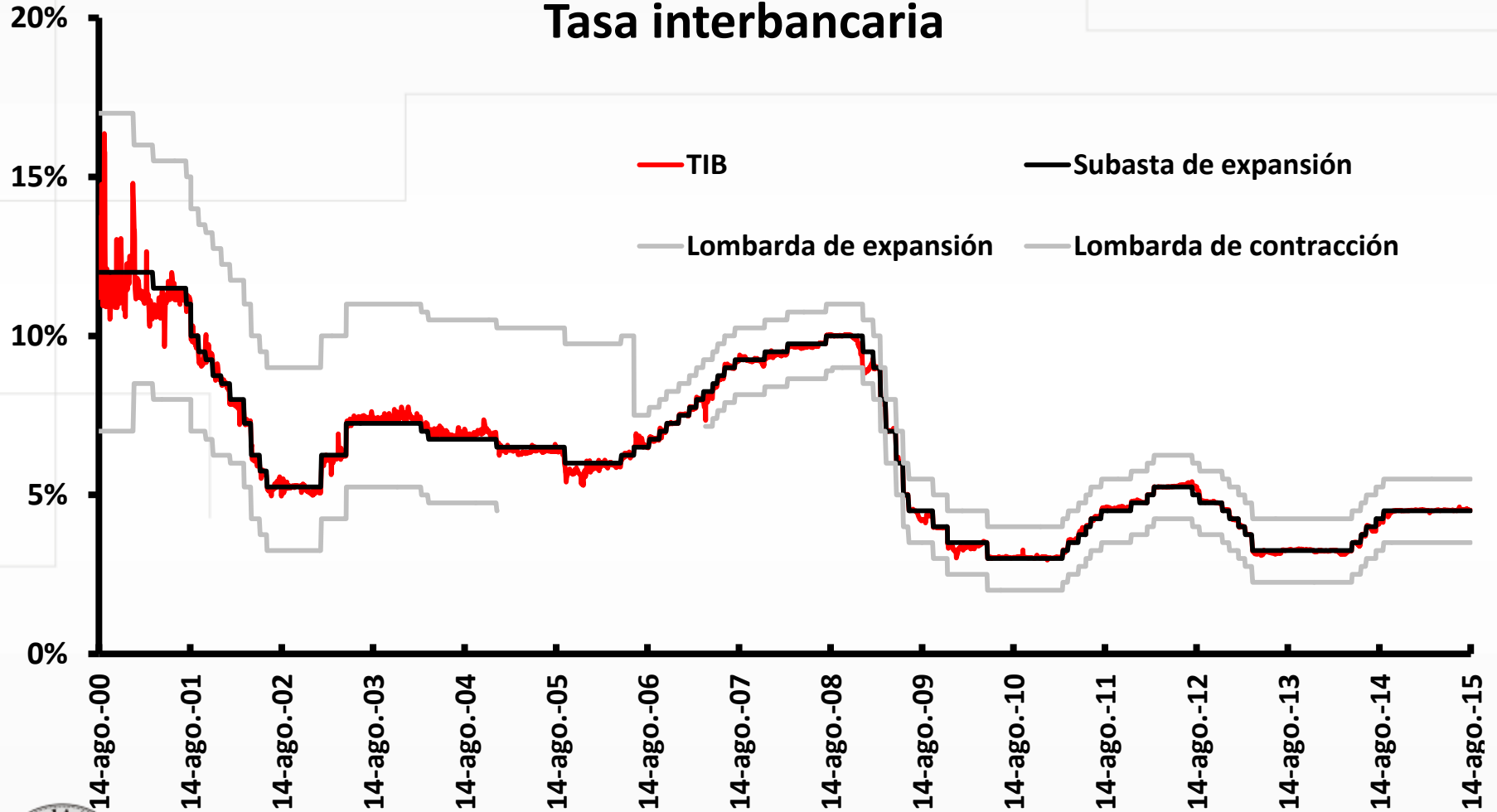
## Brecha del Producto





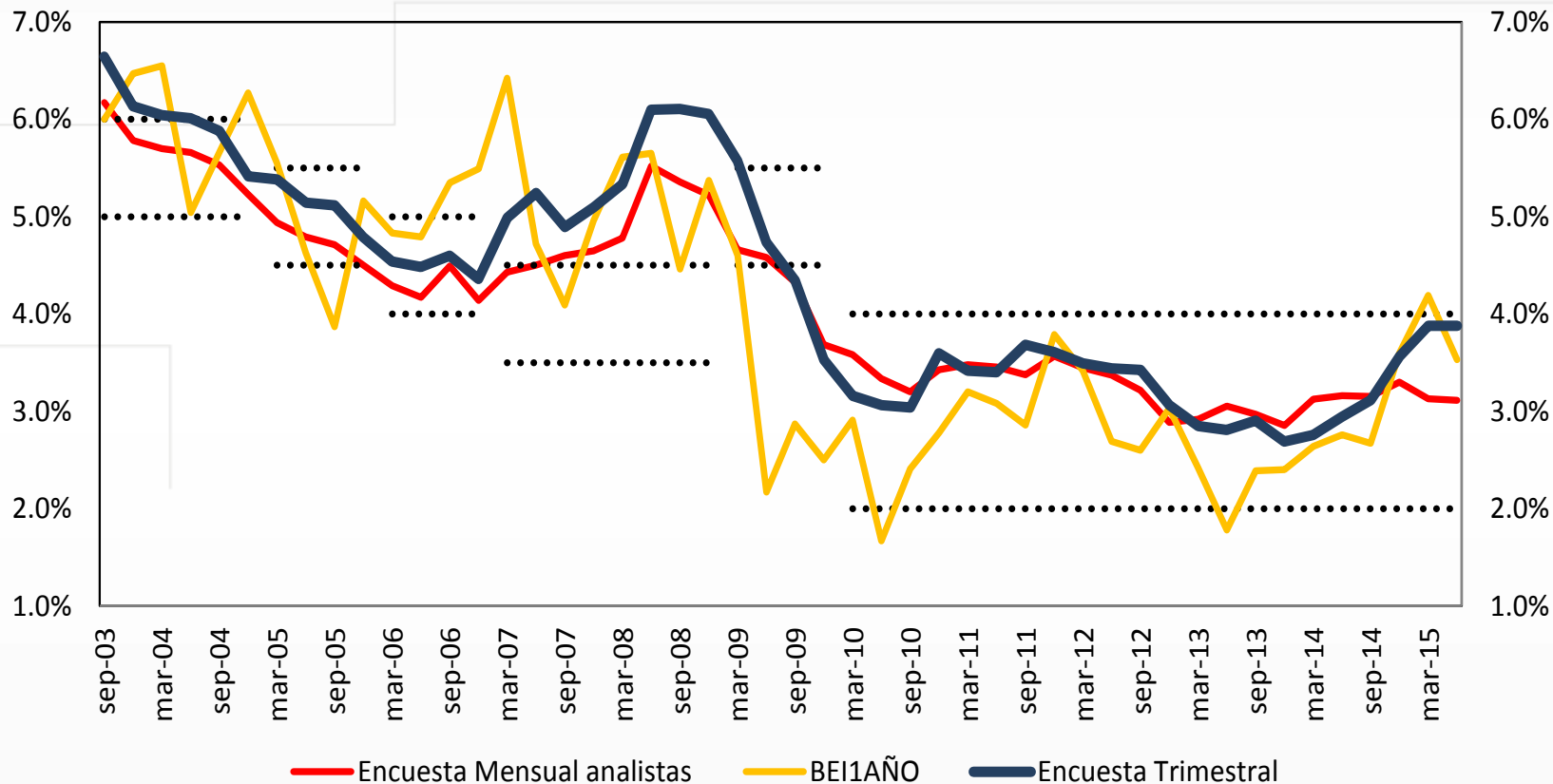


# Tasas de intervención del Banco de la República y Tasa interbancaria



# También se mejoraron los indicadores de expectativas de inflación.

## Expectativas de Inflación a un año



BEI: *Break Even Inflation*. Se obtiene a partir de las tasas de los Títulos de Deuda Pública (TES)

# **IV. Los canales de transmisión de la política monetaria en un régimen de IO**



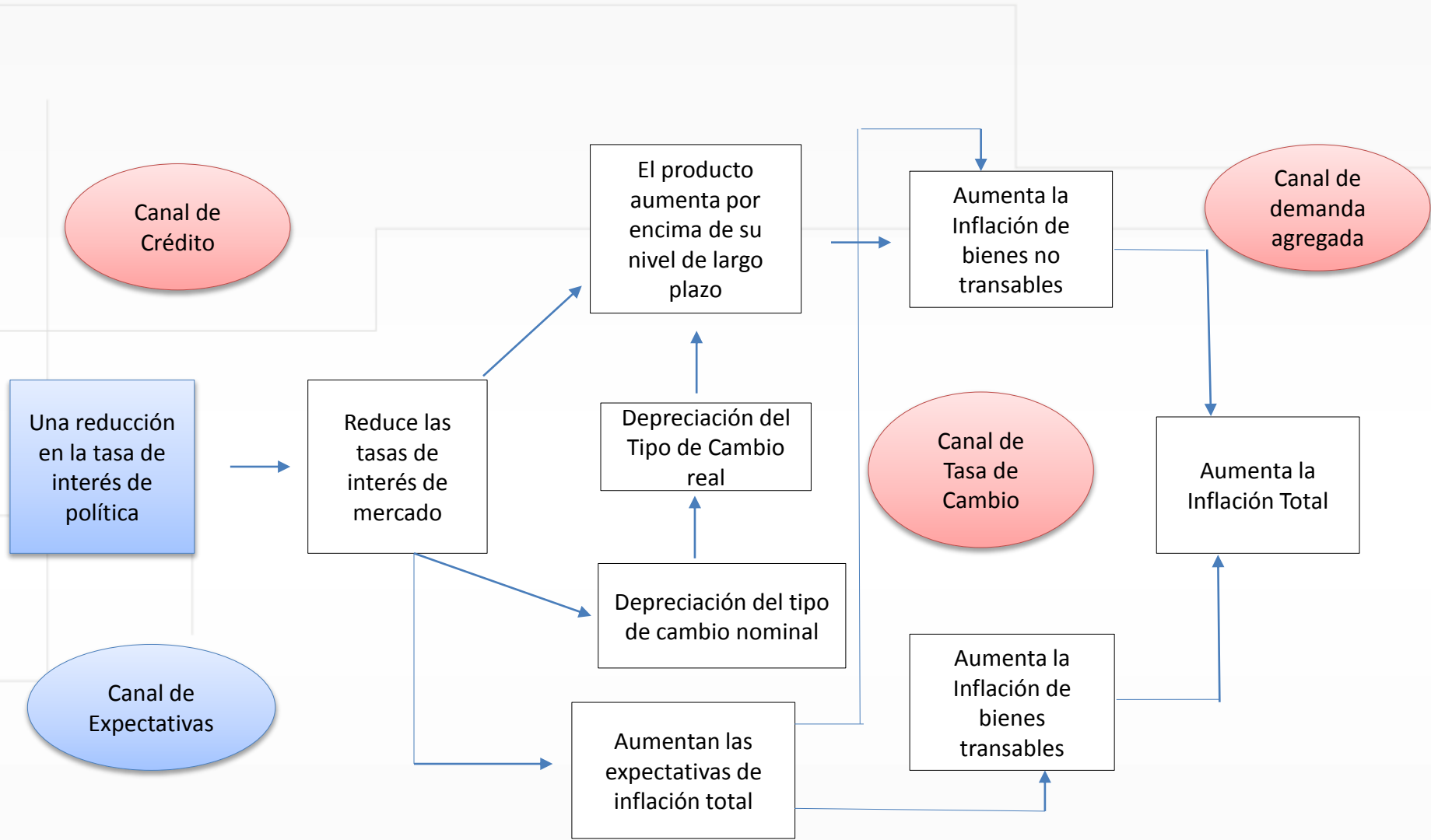
# ¿Qué son los canales de transmisión de la política monetaria?

Son los mecanismos a través de los cuales los movimientos de las tasas de interés y los otros instrumentos de política monetaria determinados por un banco central afectan a las principales variables macroeconómicas.

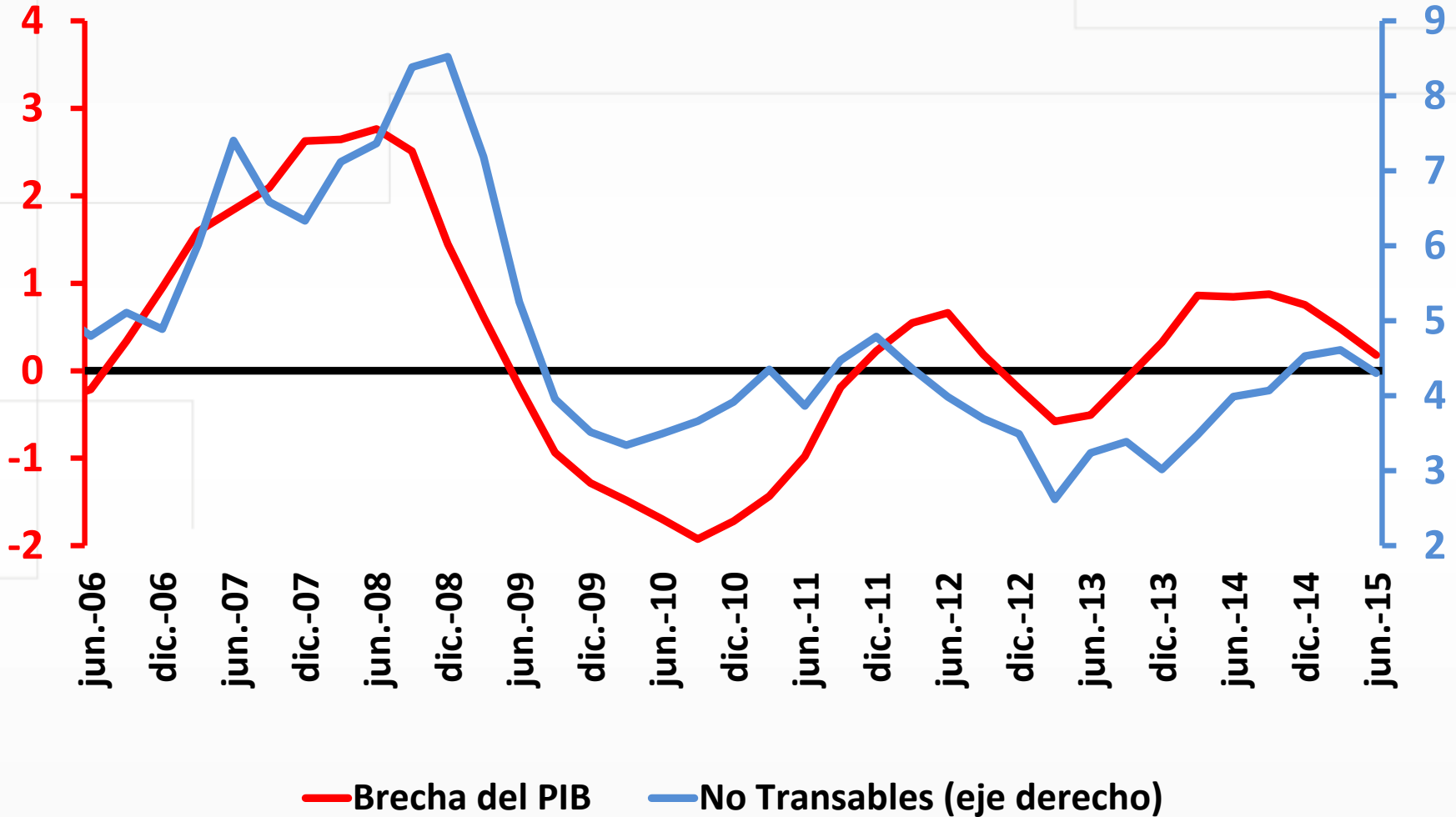


# Algunos de los Canales de Transmisión de la Política Monetaria





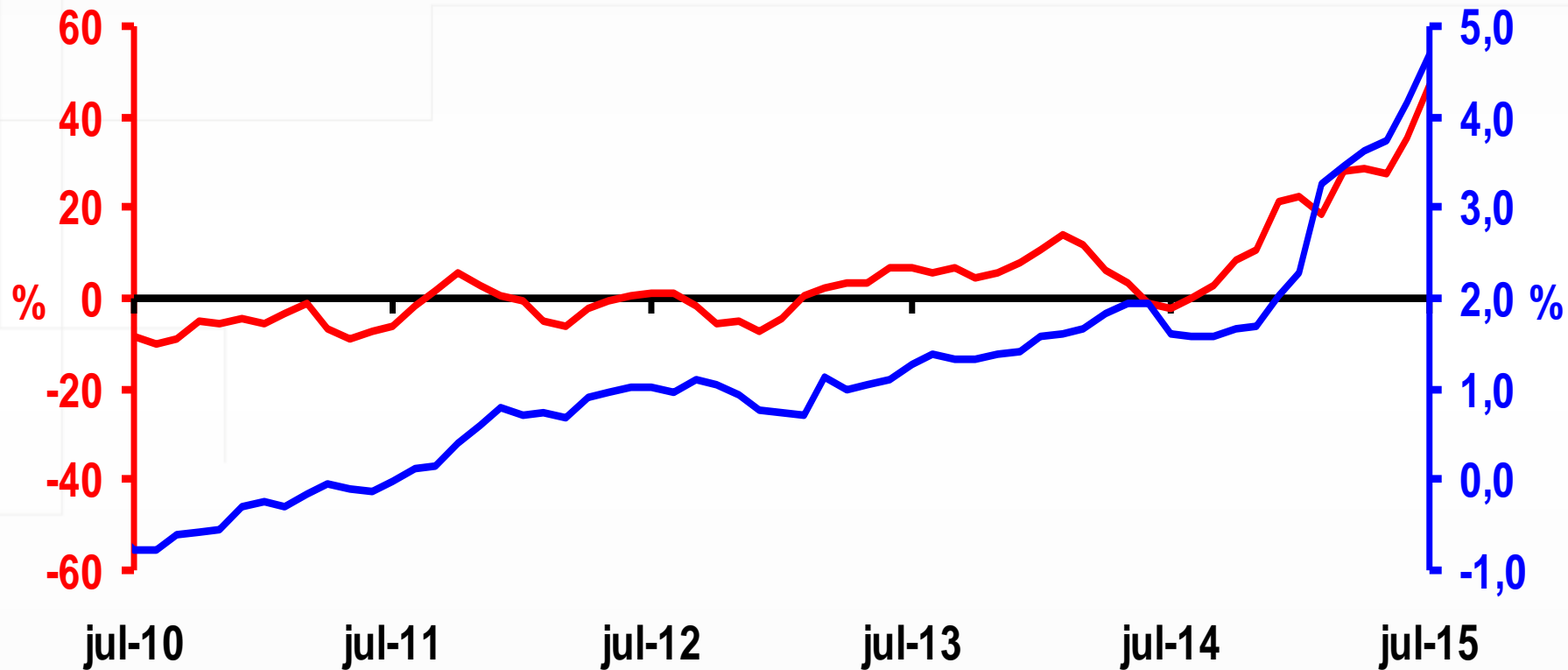
## Brecha de Producto e IPC No Transables





# Depreciación nominal e IPC Transables SINAR

## % anual



— Variación anual TRM

— Transables sinar

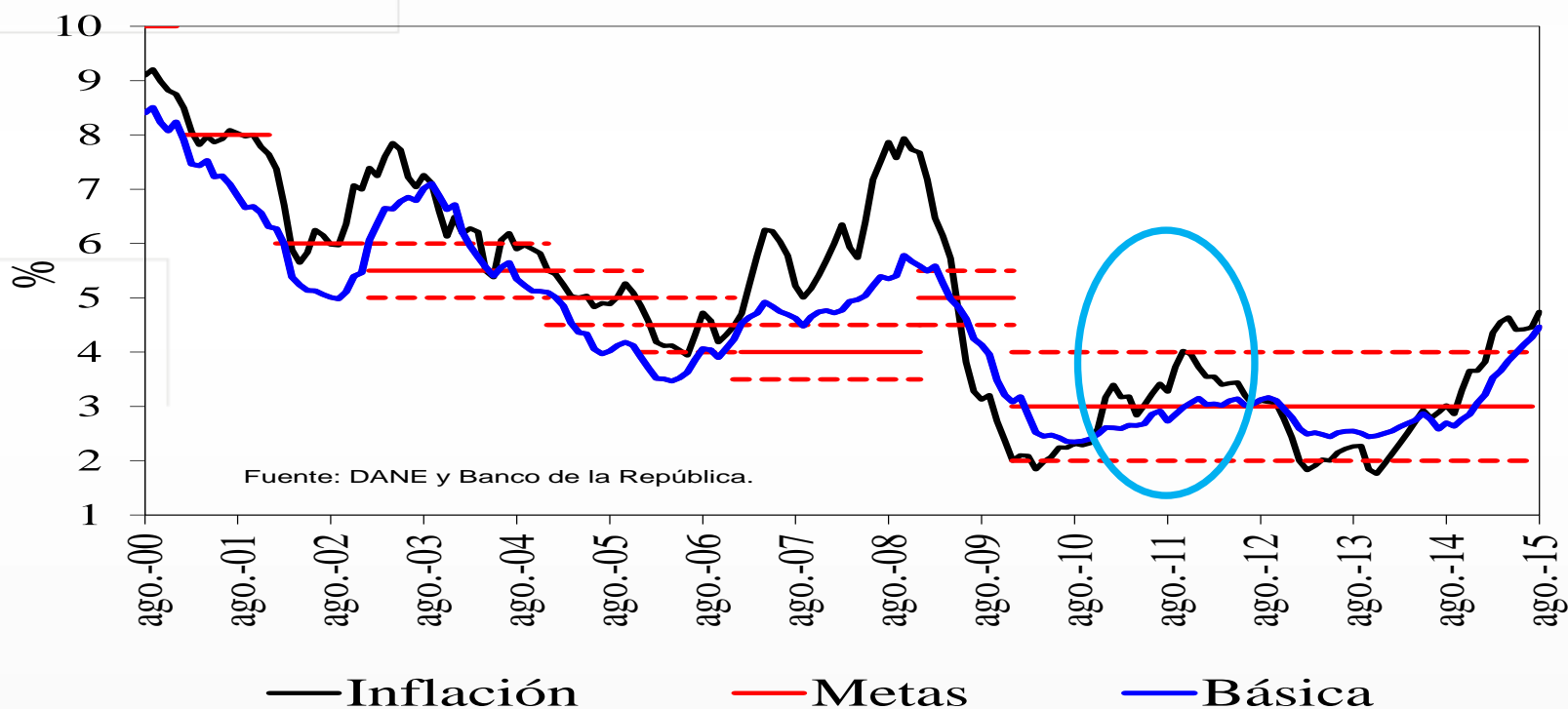


# V. Los canales de transmisión en Colombia



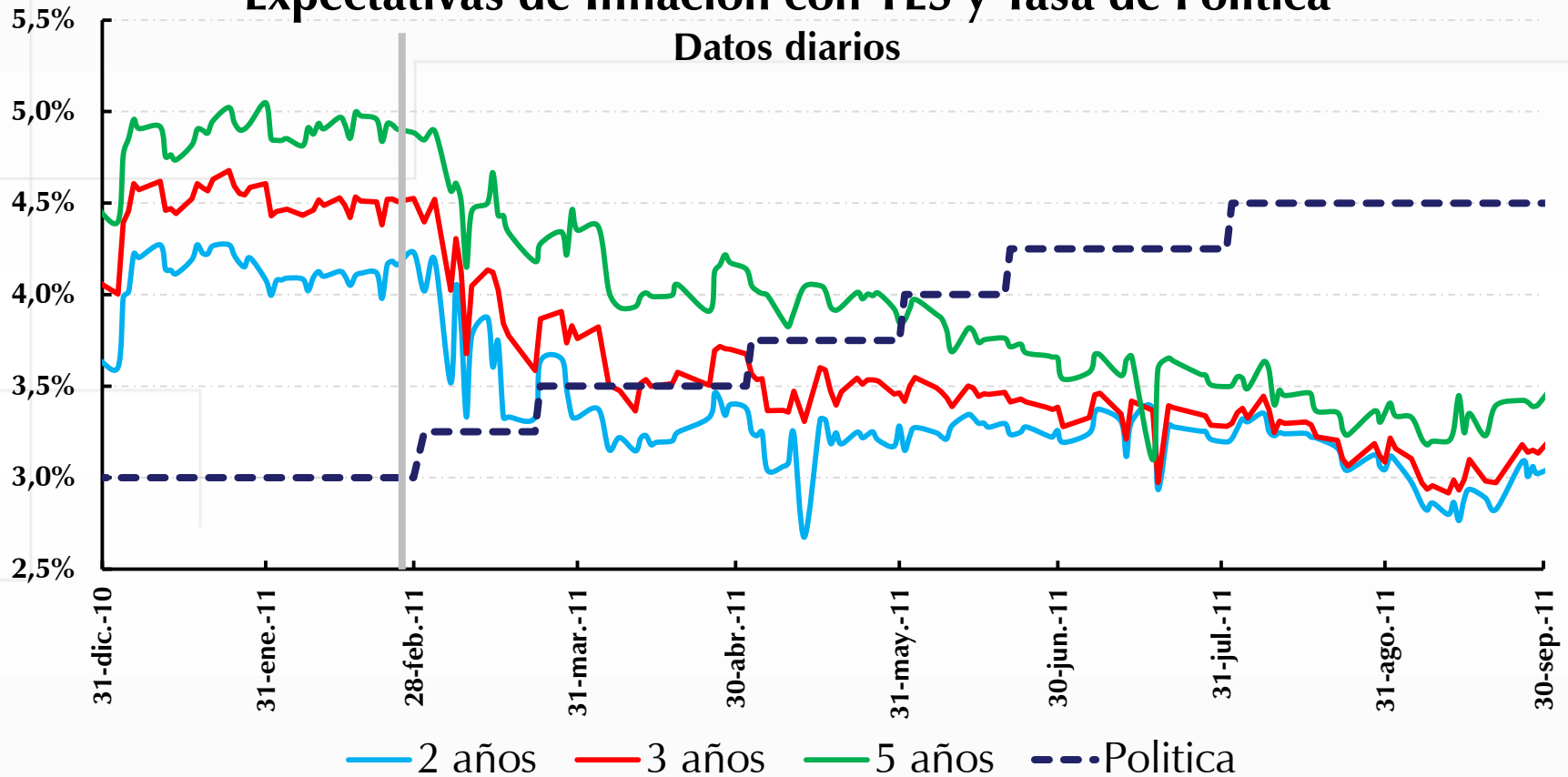
# El funcionamiento de los canales de trasmisión entre 2010 y 2013

## Inflación al consumidor, total y básica



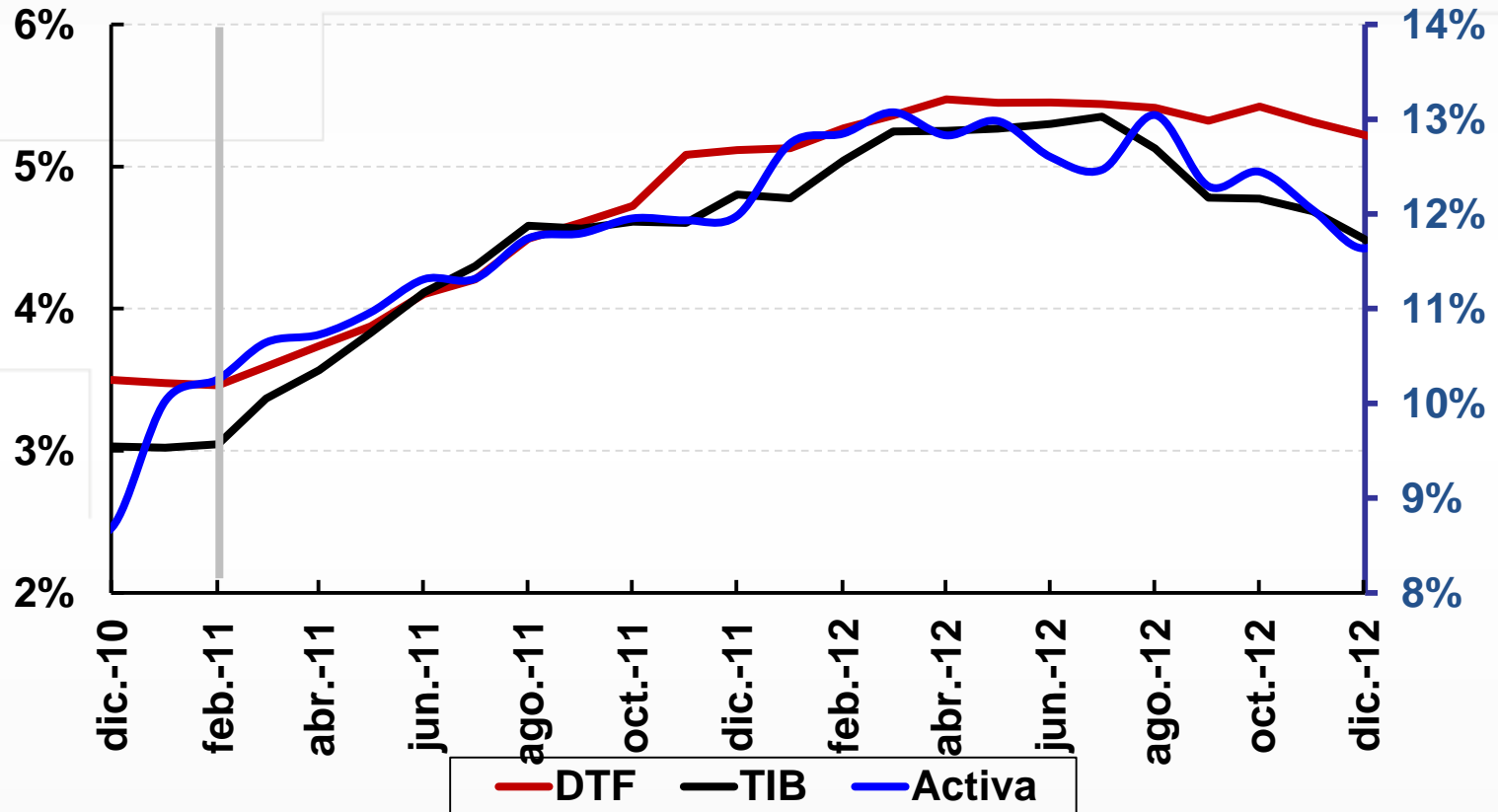
# El canal de expectativas

## Expectativas de Inflación con TES y Tasa de Política Datos diarios



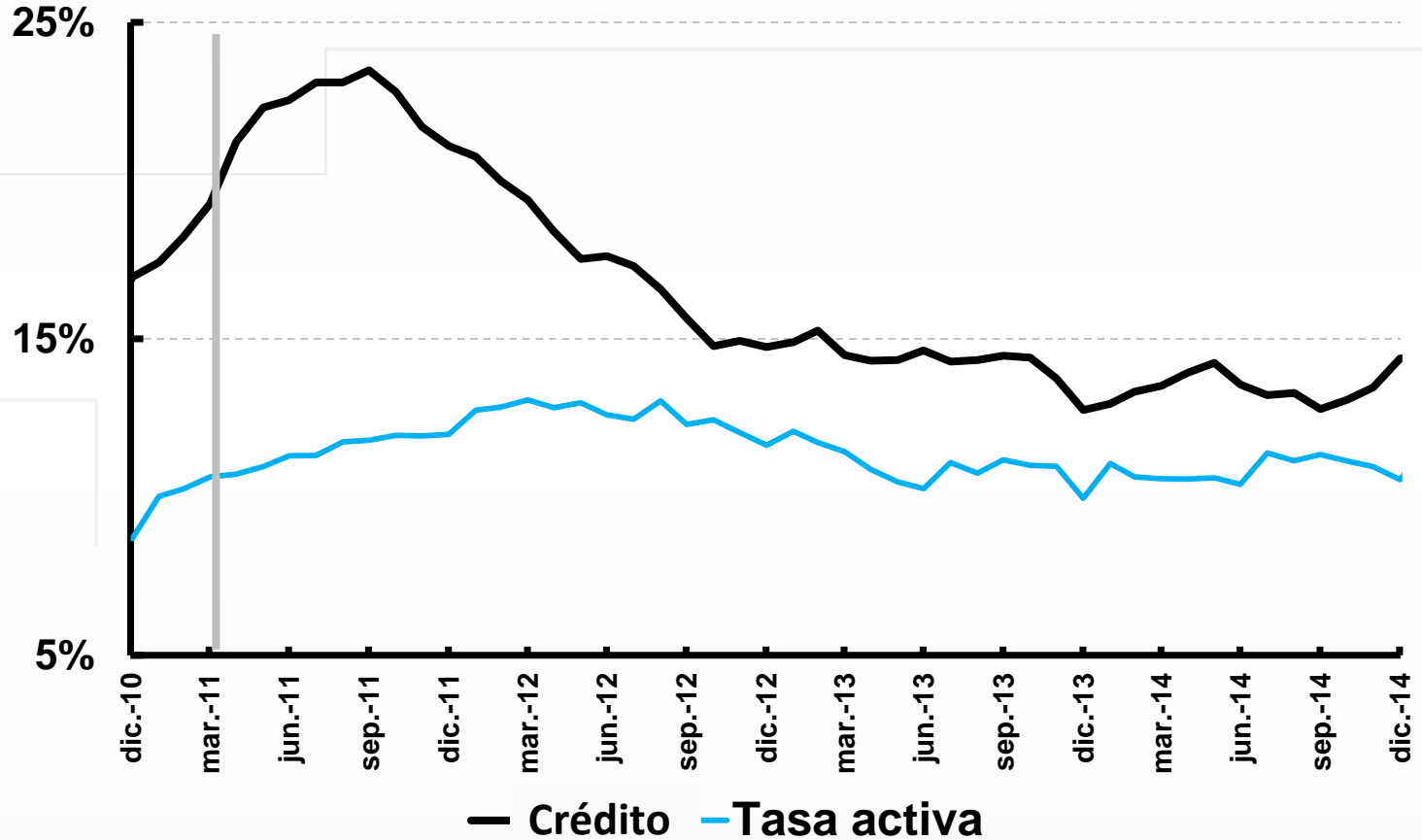
# El canal de demanda

## Tasas de Interés del Mercado



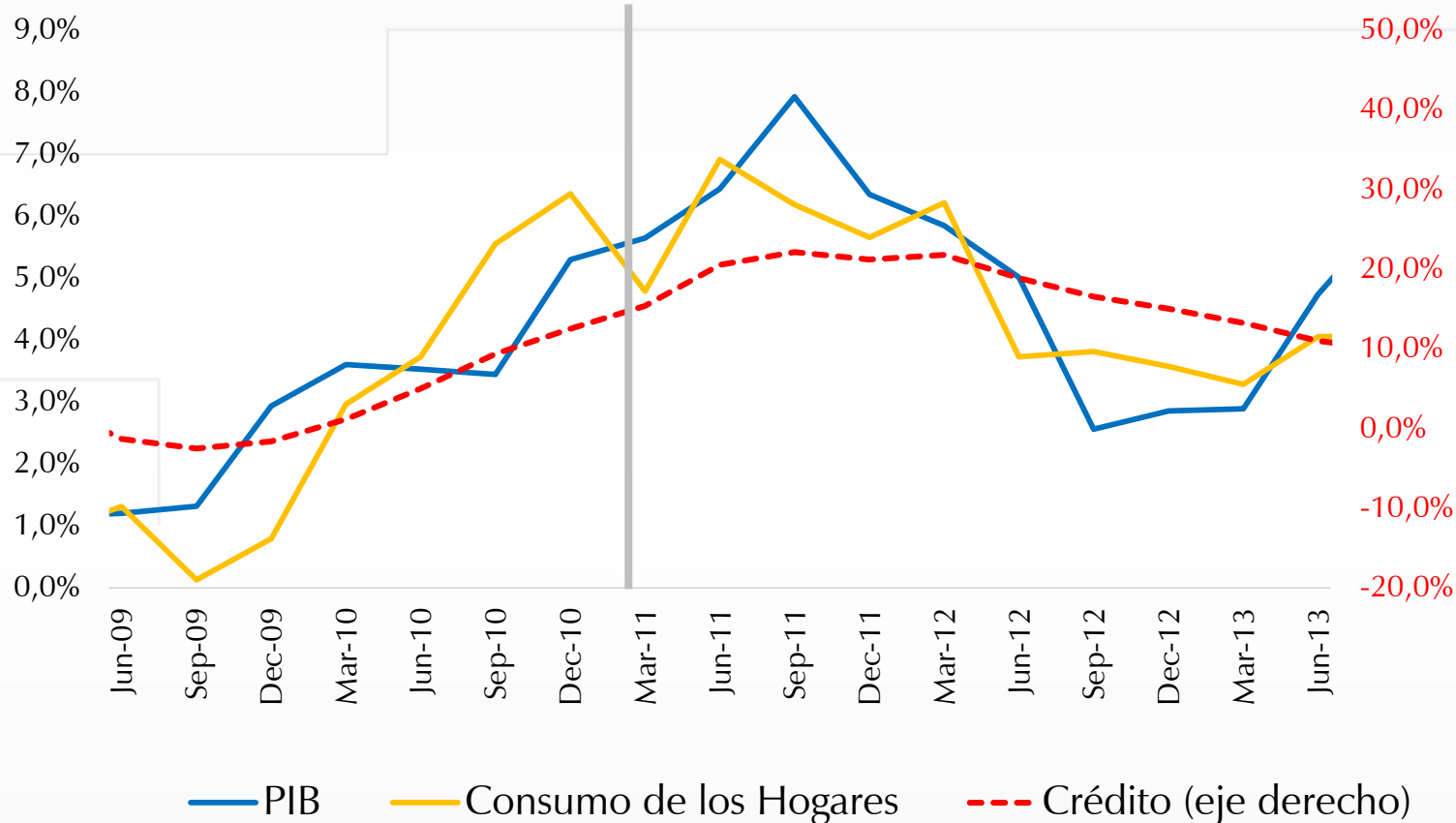
# El canal de demanda

## Crédito y Tasa de interés activa



# El canal de demanda

## PIB, consumo de los hogares y crédito



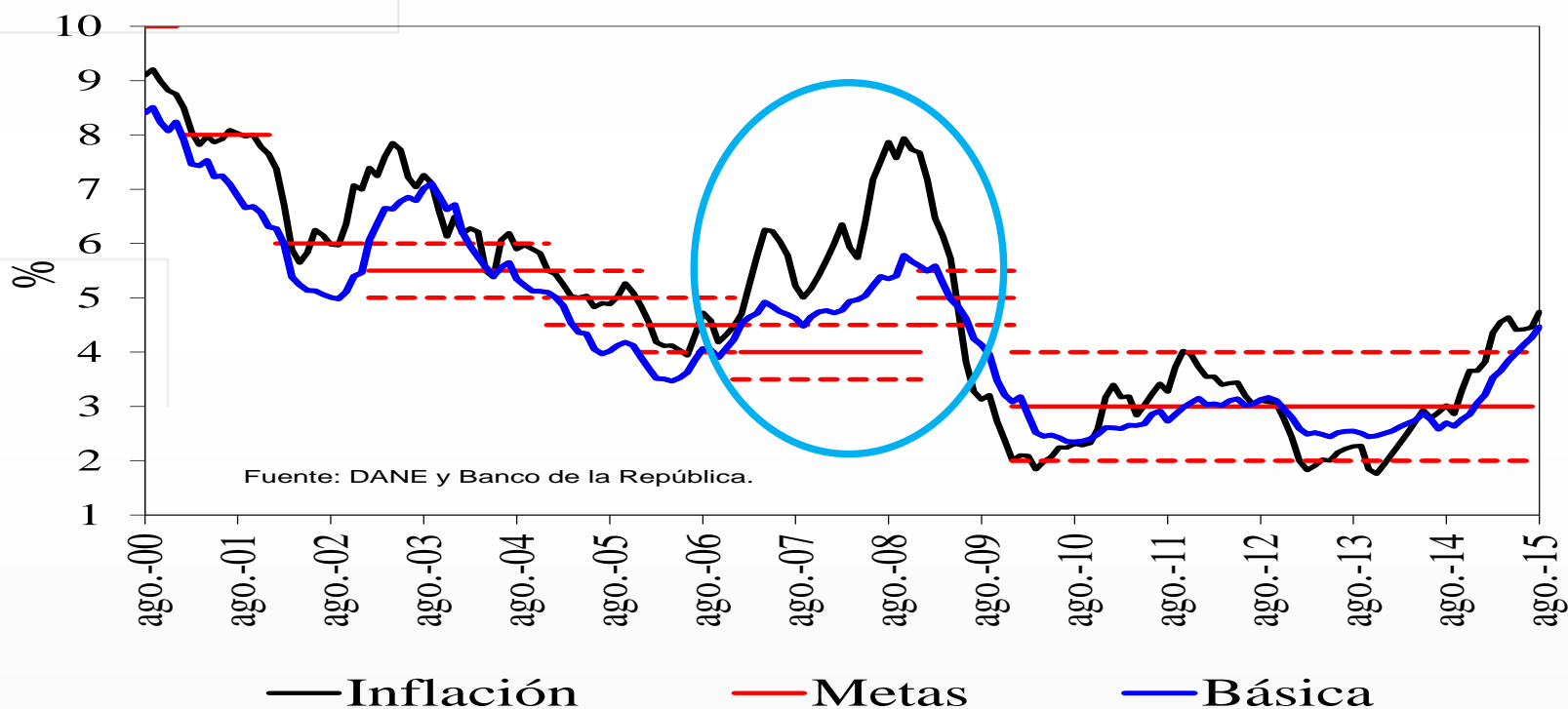
# **VI. Peculiaridades de la implementación del régimen de IO en Colombia**





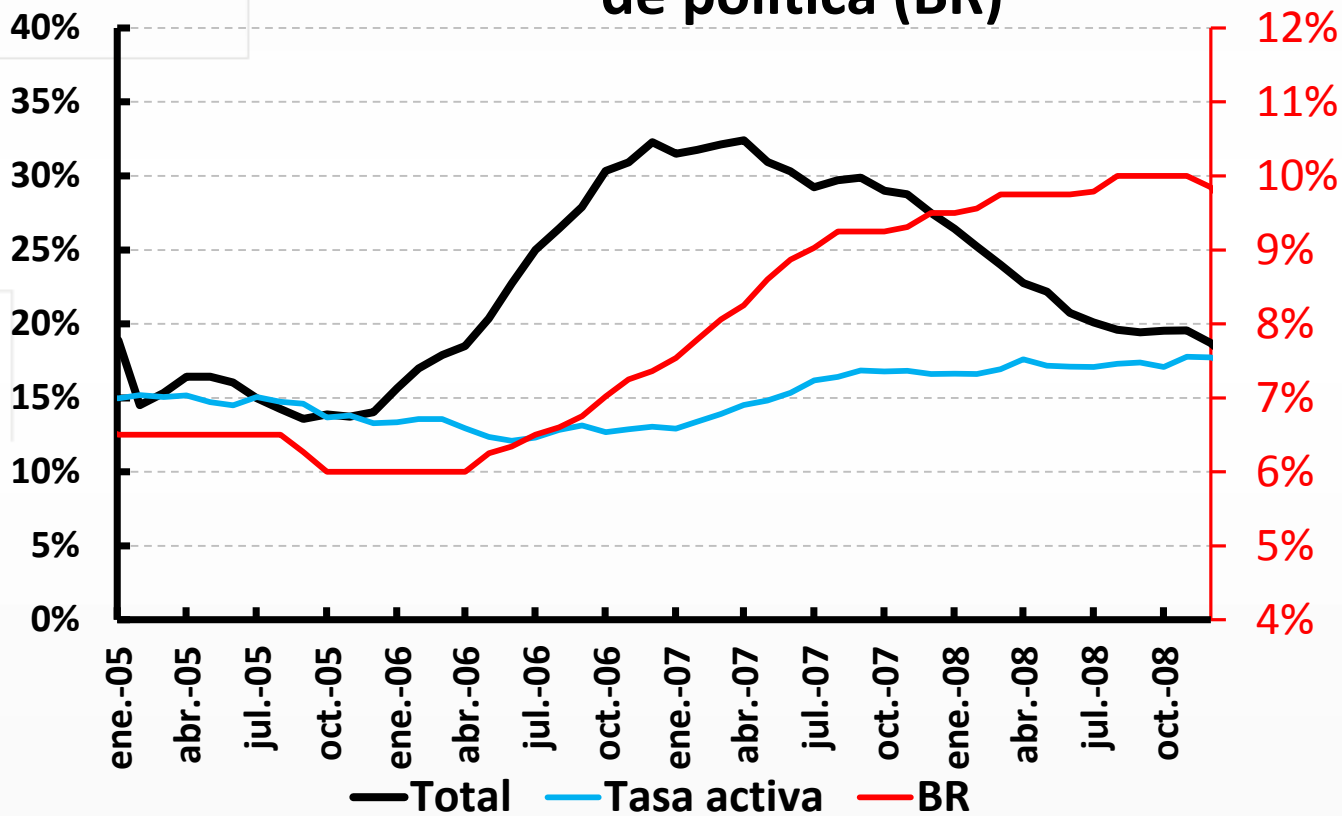
# El funcionamiento de los canales de trasmisión entre 2006 y 2008

## Inflación al consumidor, total y básica



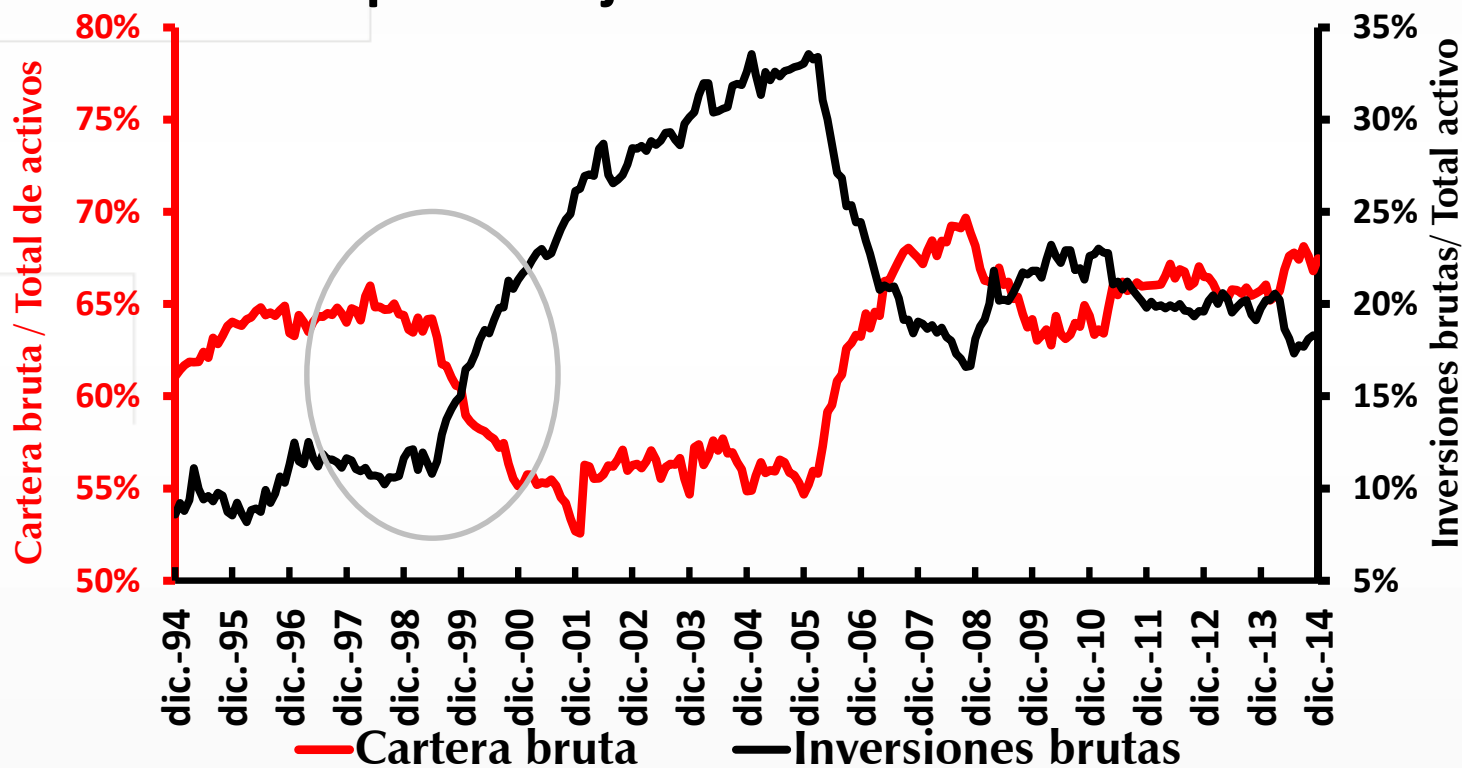
La tasa de política se ajustó al alza pero ni las tasas de mercado ni el crédito respondieron con la magnitud y celeridad deseadas

### Cartera Total, Tasa de interés activa y tasa de política (BR)



# ¿Qué pasaba?

## Cartera bruta e inversiones como porcentaje del total activos



# **VII. ¿Dónde es viable implementar un régimen de IO?**



# ¿Qué características debería reunir un país para tener un régimen de IO operativo?

- Una importante oferta no transable.
- Un ciclo económico no muy correlacionado con el ciclo económico de los EEUU.
- Baja dolarización.
- Un canal bancario y financiero operativo.
- Una cuenta de capitales que no sea completamente abierta.

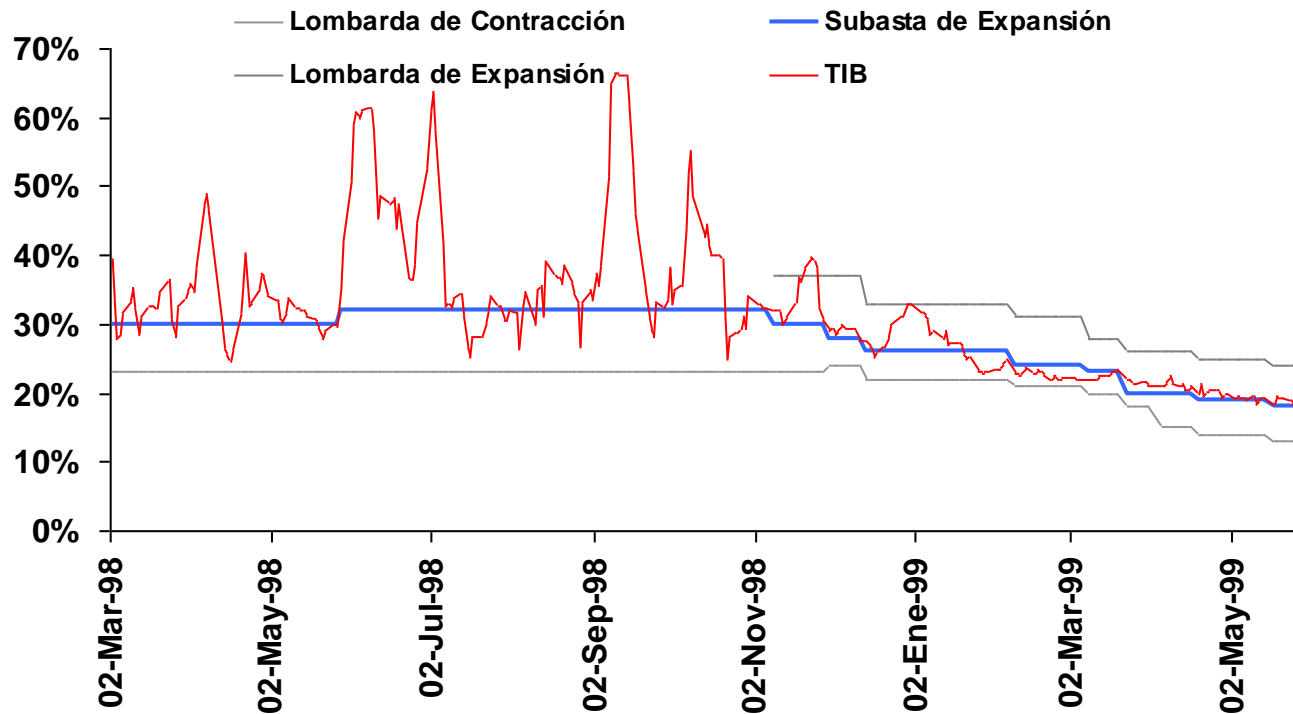


# Gracias



- Para reducir la volatilidad de la tasa de interés de un día. Se fijaron cupos limitados de expansión y contracción de liquidez y se simplificaron y redujeron los encajes entre otras medidas.
- Pese a ello la varianza en la TIB era elevada.

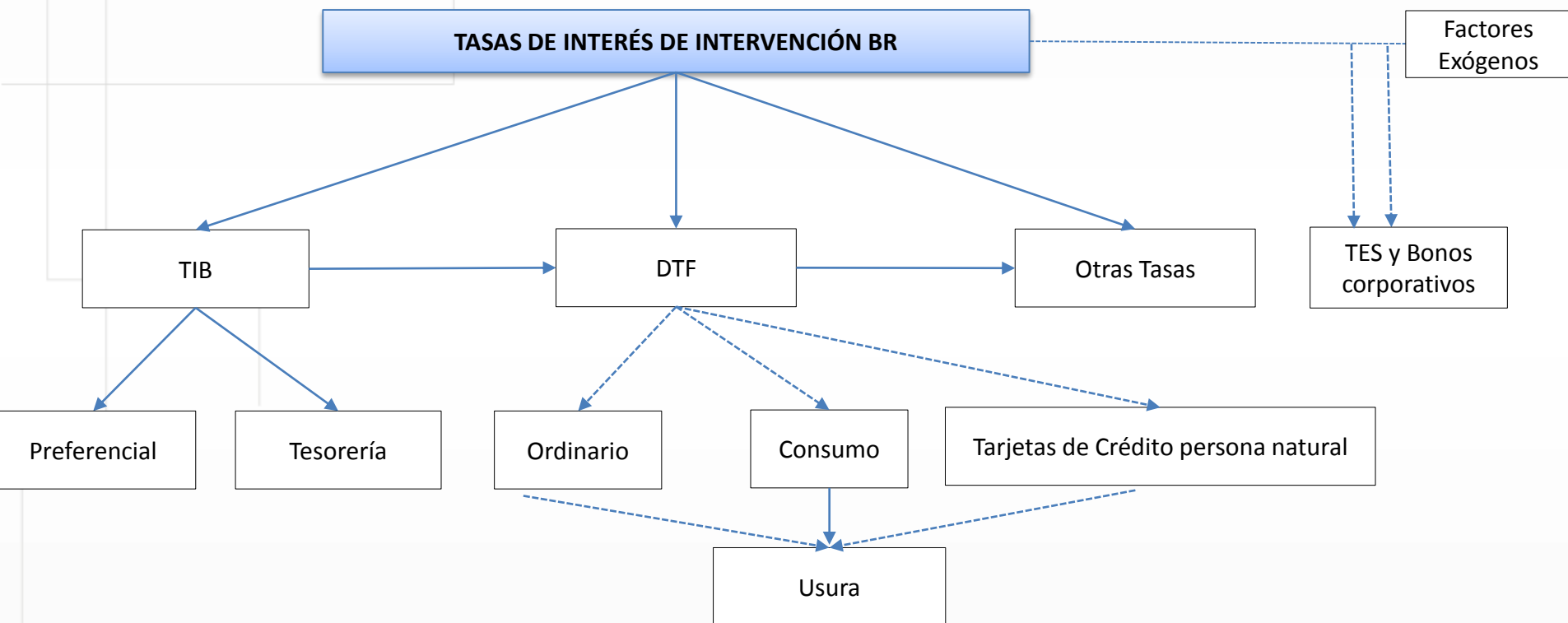
## Tasas de Intervención del Banco de la República y Tasa interbancaria



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera



# Canal de los mercados Financieros: Tasa de interés





# Marco de Política para el sistema Financiero y Económico

