



Banco de la República
Colombia

**“Los efectos del esquema de
inflación objetivo sobre las
economías emergentes”:
Comentarios**

José Darío Uribe
Gerente General

13 de octubre de 2005



PLAN

- I. Principales resultados del estudio
- II. Evidencia complementaria
- III. IO en Colombia
 - A. Historia y resultados
 - B. ¿Estrategias alternativas?
 - C. Intervención cambiaria
 - D. Restricciones de IO



I. PRINCIPALES RESULTADOS DEL ESTUDIO



1. La caída en el nivel y la volatilidad de la inflación fue mayor en países con IO que en el resto.
2. La tasa de crecimiento del PIB no varió sustancialmente en los periodos considerados en los dos grupos de países.



3. El desempeño de los practicantes de IO fue superior en términos de otros indicadores macroeconómicos:

- ✓ Volatilidad de la “brecha de producto”
- ✓ Volatilidad de la tasa de cambio
- ✓ Volatilidad de la tasa de interés real,
- ✓ Expectativas de inflación a distintos horizontes
- ✓ Volatilidad de las expectativas de inflación, etc.



Conclusión

En relación con otros países emergentes, los países que adoptaron IO lograron mayores avances en la reducción y estabilización de la inflación sin incurrir en mayor volatilidad del producto u otras variables macroeconómicas.



II. EVIDENCIA COMPLEMENTARIA



- El estudio del FMI puede tener un problema de selección de muestra:

Es posible que los países con IO tengan mayor aversión a la inflación o vayan más avanzados en el proceso de desinflación que los demás países emergentes

- Conviene comparar países con IO y sin IO que hayan alcanzado niveles similares de inflación en el período 2000-2004



Un subgrupo de países emergentes sin IO tiene una inflación promedio similar a la de países con IO...

COMPARACION DE LA TASA DE INFLACION PROMEDIO PARA ALGUNOS PAISES EMERGENTES				
Países con Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia	
Brasil	835.8	8.7	-827.0	
Colombia	22.8	7.3	-15.5	
México	41.4	6.0	-35.4	
Perú	844.0	2.4	-841.6	
Filipinas	9.7	3.8	-5.9	
Polonia	93.7	4.4	-89.3	
Sur Africa	11.8	5.5	-6.3	
Israel	38.3	1.6	-36.7	
República Checa	8.2	2.7	-5.5	
Corea	5.2	3.2	-2.0	
Chile	14.7	2.8	-11.9	
Tailandia	4.4	1.7	-2.7	
Hungría	18.4	7.1	-11.3	
Promedio	149.9	4.4	-145.5	
Países sin Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia	
Argentina	698.7	8.6	-690.1	
Bulgaria	227.9	6.4	-221.5	
Ecuador	40.4	31.8	-8.7	
Egipto	13.3	4.7	-8.7	
Marruecos*	4.6	1.6	-3.0	
Nigeria	27.7	13.6	-14.1	
Panamá	0.9	0.9	-0.0	
Rusia	232.9	16.6	-216.4	
Turquía	68.6	38.2	-30.4	
Ucrania	944.9	11.1	-933.8	
Venezuela	42.9	20.9	-22.0	
Promedio	209.4	14.0	-195.3	
Promedio (seleccionados)	189.1	4.5	-184.6	

Fuente: FMI, International Financial Statistics. Cálculos: Banco de la República

* Calculado con la información disponible anterior al cuarto trimestre de 1999.

** Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.



...Pero exhibe una volatilidad mayor de la inflación...

COMPARACION DE LA VOLATILIDAD EN LA TASA DE INFLACION PROMEDIO PARA ALGUNOS PAISES EMERGENTES				
Países con Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia	
Brasil	549.8	1.8	-548.0	
Colombia	1.4	0.5	-0.9	
México	3.8	0.9	-2.8	
Perú	594.1	0.8	-593.3	
Filipinas	1.7	1.5	-0.2	
Polonia	63.5	1.1	-62.4	
Sur Africa	1.2	1.9	0.8	
Israel	12.3	1.6	-10.7	
República Checa	1.4	0.8	-0.5	
Corea	1.0	0.6	-0.4	
Chile	2.1	0.7	-1.4	
Tailandia	0.9	0.6	-0.3	
Hungría	2.2	0.9	-1.4	
Promedio	95.0	1.1	-94.0	
Países sin Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia	
Argentina	687.7	5.6	-682.1	
Bulgaria	140.5	2.0	-138.5	
Ecuador	3.8	10.1	6.2	
Egipto	2.8	0.7	-2.1	
Marruecos*	1.2	1.1	-0.1	
Nigeria	8.3	4.1	-4.2	
Panamá	0.4	0.6	0.2	
Rusia	65.3	5.9	-59.4	
Turquía	7.4	8.1	0.7	
Ucrania	667.5	3.5	-664.0	
Venezuela	9.2	3.0	-6.2	
Promedio	144.9	4.1	-140.9	
Promedio (seleccionados)	166.5	2.0	-164.5	

Fuente: FMI, International Financial Statistics. Cálculos: Banco de la República

* Calculado con la información disponible anterior al cuarto trimestre de 1999.

** Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.



...una volatilidad mayor de la tasa de interés real...

COMPARACION DE LA VOLATILIDAD DE LA TASA DE INTERES REAL PARA ALGUNOS PAISES EMERGENTES

Países con Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia
Brasil	79.5	1.5	-78.1
Colombia	2.0	1.1	-1.0
México	4.3	0.6	-3.7
Perú	10.2	1.0	-9.2
Filipinas	2.3	1.2	-1.1
Polonia	4.8	0.9	-3.9
Sur Africa	1.3	1.4	0.1
Israel	4.9	1.7	-3.2
República Checa	1.1	0.8	-0.3
Corea	1.0	0.7	-0.3
Chile	4.5	1.2	-3.3
Tailandia	1.0	0.7	-0.3
Hungría	1.7	1.0	-0.7
Promedio	9.1	1.0	-8.1
Países sin Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia
Argentina	225.9	6.2	-219.7
Bulgaria	12.1	1.9	-10.2
Ecuador	4.6	4.5	-0.2
Egipto	2.7	0.8	-1.8
Marruecos*	1.3	1.2	-0.1
Nigeria	5.8	3.7	-2.1
Panamá	0.6	0.6	0.1
Rusia	9.7	2.9	-6.8
Turquía	4.1	8.9	4.7
Ucrania	8.4	3.2	-5.1
Venezuela	5.4	3.6	-1.8
Promedio	25.5	3.4	-22.1
Promedio (seleccionados)	48.5	2.1	-46.4

Fuente: FMI, International Financial Statistics. Cálculos: Banco de la República

* Calculado con la información disponible anterior al cuarto trimestre de 1999.

** Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.



...una volatilidad mayor de la tasa de cambio real bilateral con EEUU,...

COMPARACION DE LA VOLATILIDAD DE LA DEVALUACION REAL BILATERAL CON ESTADOS UNIDOS PARA ALGUNOS PAISES EMERGENTES				
Países con Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia	
Brasil	8.3%	15.3%	7.1%	
Colombia	4.0%	6.2%	2.3%	
México	7.6%	4.1%	-3.5%	
Perú	7.7%	2.2%	-5.6%	
Filipinas	5.9%	4.1%	-1.8%	
Polonia	16.3%	3.7%	-12.6%	
Sur Africa	7.0%	9.1%	2.2%	
Israel	3.6%	3.2%	-0.4%	
República Checa	6.5%	4.6%	-1.9%	
Corea	5.2%	3.9%	-1.3%	
Chile	3.7%	5.1%	1.4%	
Tailandia	4.9%	4.1%	-0.8%	
Hungría	4.0%	4.1%	0.1%	
Promedio	6.5%	5.4%	-1.1%	
Países sin Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia	
Argentina	3.9%	27.4%	23.5%	
Bulgaria	11.9%	3.6%	-8.4%	
Ecuador	6.9%	10.3%	3.4%	
Egipto	9.0%	6.0%	-3.0%	
Marruecos*	4.3%	2.9%	-1.4%	
Nigeria	27.6%	29.5%	2.0%	
Panamá	4.0%	0.5%	-3.5%	
Rusia	15.8%	5.7%	-10.0%	
Turquía	15.2%	10.8%	-4.4%	
Ucrania	594.0%	212.7%	-381.3%	
Venezuela	12.9%	9.4%	-3.5%	
Promedio	64.1%	29.0%	-35.2%	
Promedio (seleccionados)	6.6%	8.1%	1.4%	

Fuente: FMI, International Financial Statistics. Cálculos: Banco de la República

* Calculado con la información disponible anterior al cuarto trimestre de 1999.

** Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.



...una volatilidad del producto que no es claramente menor que la de los países con IO

COMPARACION DE LA VOLATILIDAD DEL CRECIMIENTO ECONOMICO REAL PARA ALGUNOS PAISES EMERGENTES				
Países con Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia	
Brasil	n.a.	n.a.	n.a.	
Colombia	1.8	1.2	-0.6	
México	2.1	1.5	-0.6	
Perú	5.5	1.9	-3.5	
Filipinas	1.8	0.8	-0.9	
Polonia	2.1	1.2	-0.9	
Sur Africa	0.9	0.6	-0.3	
Israel	2.4	2.8	0.4	
República Checa	1.8	0.6	-1.2	
Corea	2.1	1.9	-0.2	
Chile	2.3	1.2	-1.1	
Tailandia	3.3	1.0	-2.3	
Hungría	0.9	0.6	-0.3	
Promedio	2.2	1.3	-1.0	
Países sin Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia	
Argentina	2.5	3.4	0.9	
Bulgaria	n.a.	n.a.	n.a.	
Ecuador	1.7	2.5	0.9	
Egipto	n.a.	n.a.	n.a.	
Marruecos*	6.0	0.9	-5.1	
Nigeria	n.a.	n.a.	n.a.	
Panamá	n.a.	n.a.	n.a.	
Rusia	n.a.	n.a.	n.a.	
Turquía	3.8	4.7	0.9	
Ucrania	n.a.	n.a.	n.a.	
Venezuela	n.a.	n.a.	n.a.	
Promedio	3.5	2.9	-0.6	
Promedio (seleccionados)	1.7	0.9	-0.8	

Fuente: FMI, International Financial Statistics. Cálculos: Banco de la República

* Calculado con la información disponible anterior al cuarto trimestre de 1999.

** Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.



...y una volatilidad de la brecha del PIB mayor que la de los países con IO

VOLATILIDAD DE LA BRECHA DEL PRODUCTO PROMEDIO PARA ALGUNOS PAISES EMERGENTES			
Países con Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia
Brasil	2.37%	0.80%	-1.57%
Colombia	2.33%	3.01%	0.68%
México	2.97%	3.02%	0.05%
Perú	8.71%	2.49%	-6.22%
Filipinas	2.71%	1.59%	-1.11%
Polonia	8.07%	5.34%	-2.73%
Sur Africa	2.27%	0.27%	-2.00%
Israel	2.57%	3.72%	1.15%
República Checa	3.91%	1.80%	-2.11%
Corea	3.35%	1.75%	-1.60%
Chile	3.44%	1.47%	-1.97%
Tailandia	5.75%	7.53%	1.79%
Hungría	6.33%	2.00%	-4.33%
Promedio	4.21%	2.68%	-1.54%
Países sin Inflación Objetivo	Antes I.O.	Después I.O.	Diferencia
Argentina	7.41%	7.13%	-0.28%
Bulgaria	n.a.	n.a.	n.a.
Ecuador	3.05%	3.44%	0.39%
Egipto	1.70%	2.33%	0.63%
Marruecos*	3.62%	2.40%	-1.22%
Nigeria	2.98%	2.06%	-0.92%
Panamá	7.23%	3.51%	-3.72%
Rusia	n.a.	n.a.	n.a.
Turquía	3.20%	5.56%	2.36%
Ucrania	n.a.	n.a.	n.a.
Venezuela	3.62%	4.19%	0.58%
Promedio	4.10%	3.83%	-0.27%
Promedio (seleccionados)	4.99%	3.84%	-1.15%

Fuente: FMI, International Financial Statistics. Cálculos: Banco de la República

* Calculado con la información disponible anterior al cuarto trimestre de 1999.

** Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.



Conclusión

Un ejercicio descriptivo confirma los resultados del estudio del FMI.



III. IO EN COLOMBIA



A. Historia y resultados

- En septiembre de 1999 se estableció un régimen de flotación cambiaria y la estrategia de política monetaria convergió hacia un esquema “puro” de inflación objetivo (IO).



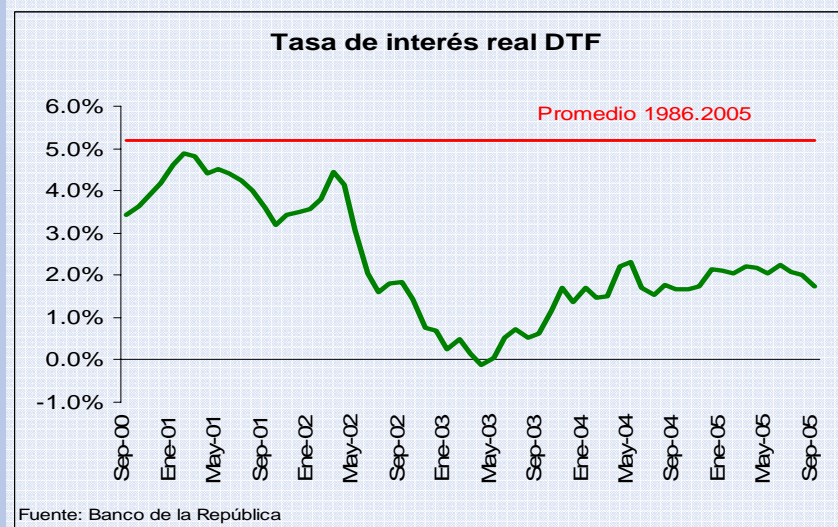
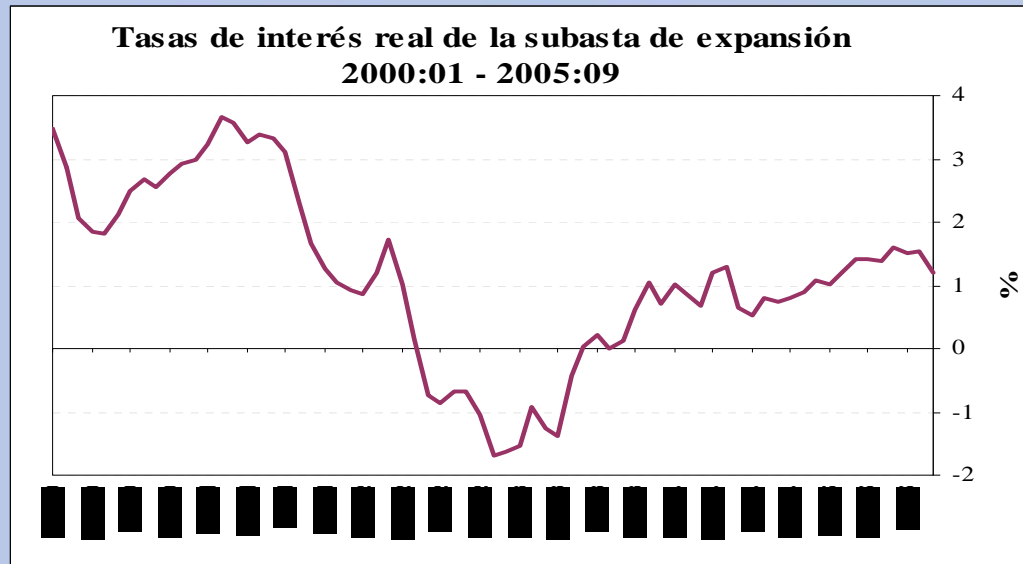
- Condiciones iniciales:
 - Inflación de 9.2% en diciembre de 1999 (superior a la meta de largo plazo).
 - Recesión y debilitamiento del canal de crédito por la crisis financiera.
 - Varios elementos de IO presentes: Metas explícitas de inflación (1991), modelos de pronóstico (desde 1995) y una versión inicial del Informe de Inflación fue publicada por primera vez en diciembre de 1998.



- Dado el estado inicial de la economía y la necesidad de llevar el producto hacia su nivel “potencial”, se adoptó una estrategia de desinflación gradual → IO “Flexible” (Svensson, 2000)
- Se identificó la tasa de interés de las operaciones REPO de corto plazo del Banco de la República como el principal instrumento de la política monetaria

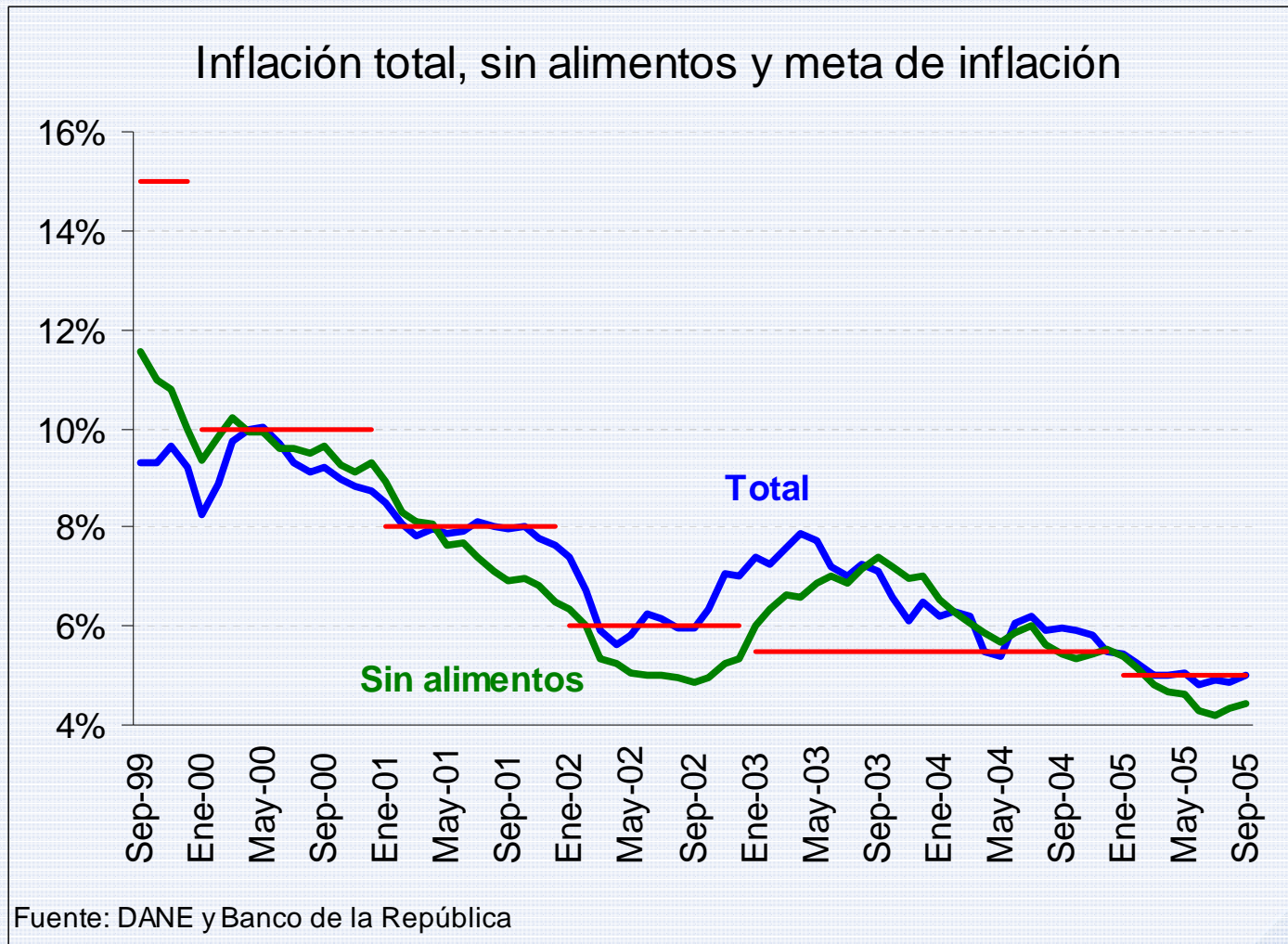


La política monetaria ha sido expansiva en el período 2000-2005...



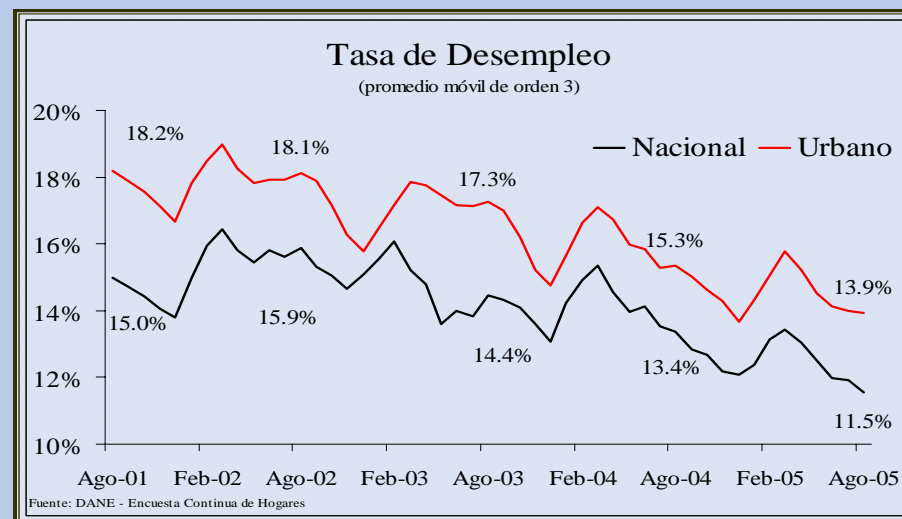
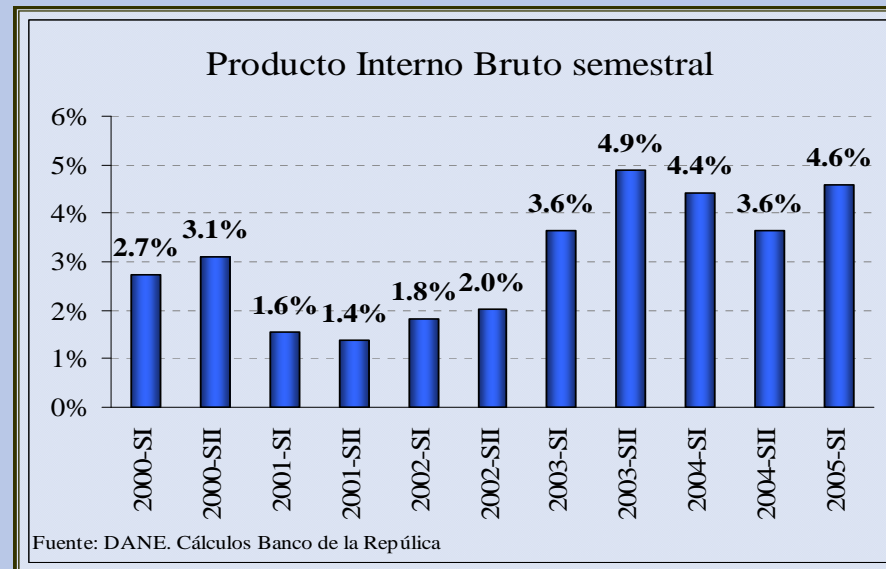


...y ha sido coherente con una reducción de la inflación alrededor de las metas...



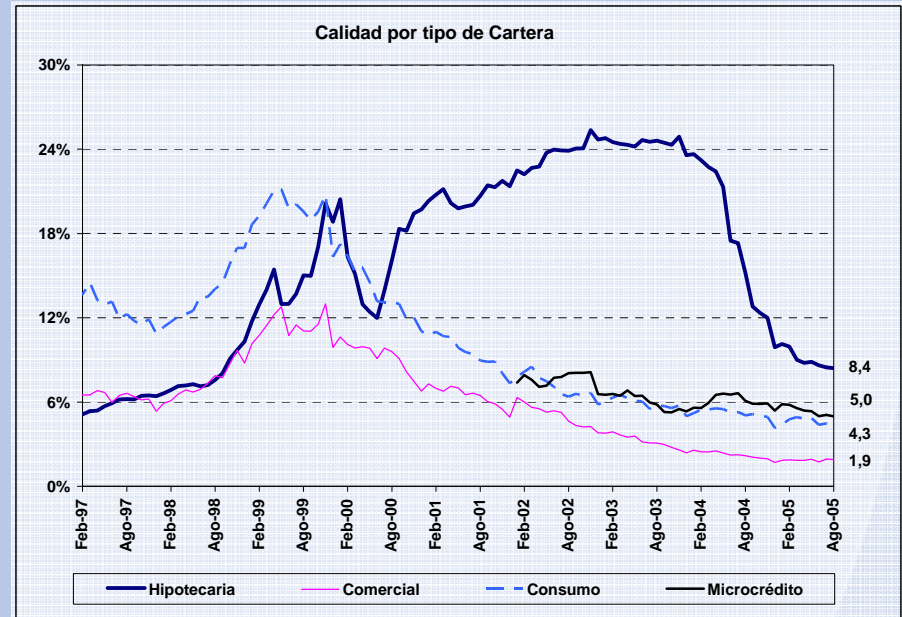
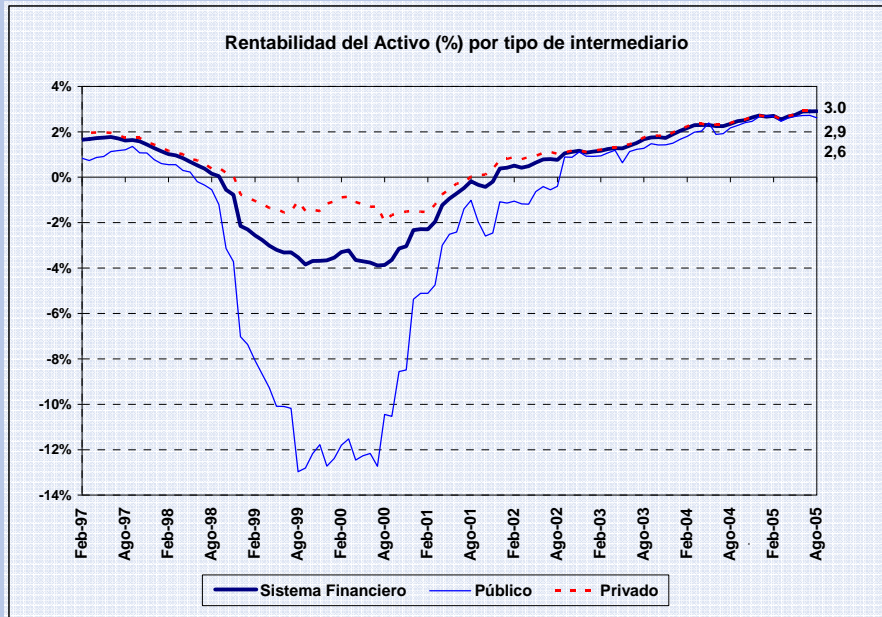


..con la recuperación de la actividad económica,.. (en un contexto externo favorable desde 2004)





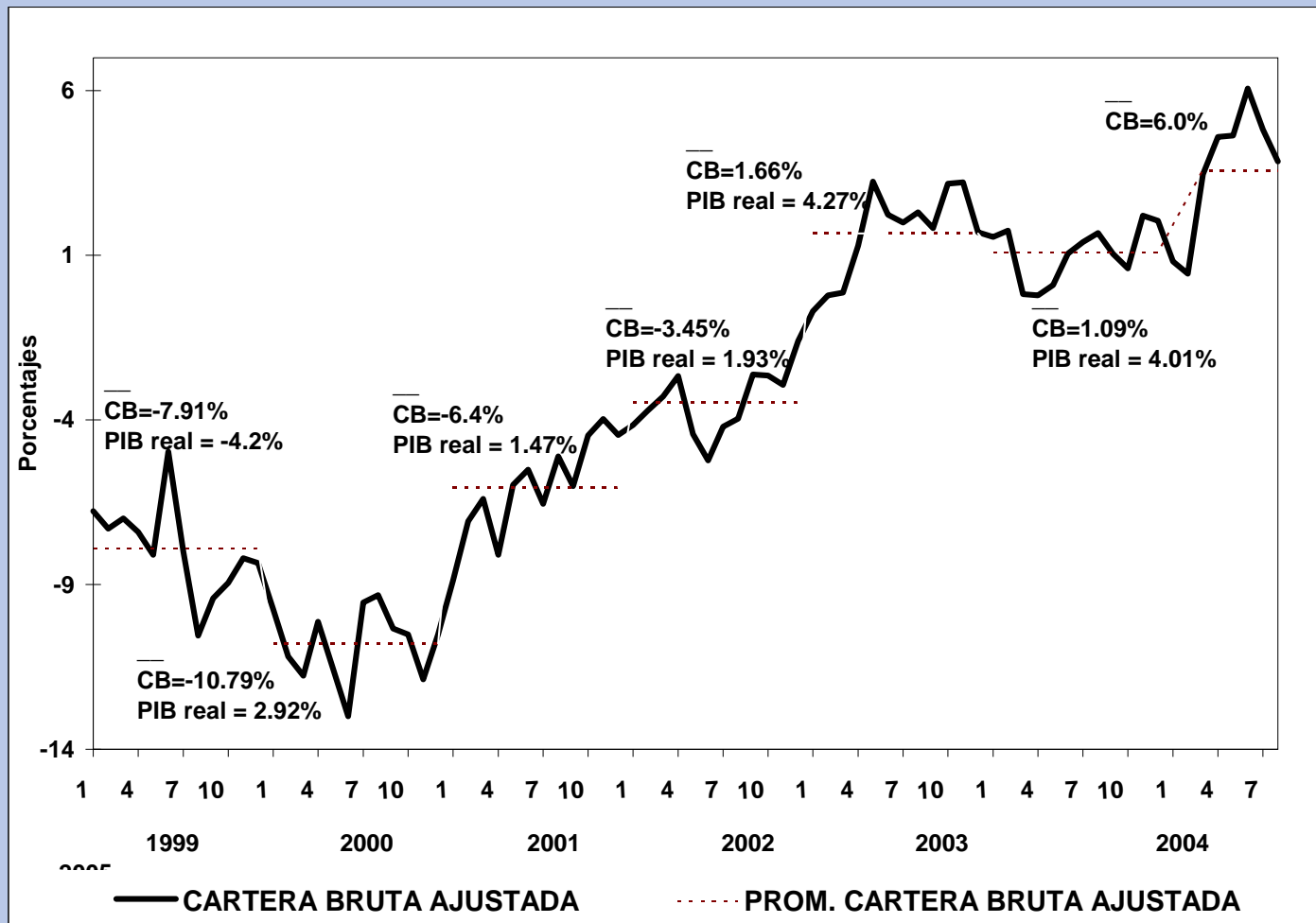
... y con la recuperación del sistema financiero...





al igual que con la intermediación financiera y el canal de crédito

Cartera Bruta Ajustada Real*
Variación % anual



* Se refiere a la cartera bruta en moneda legal incluyendo titularizaciones



B. ¿Estrategias alternativas?

¿Se debe este desempeño favorable de la economía a la estrategia de IO?

¿Hubiese sido similar bajo otra estrategia de política monetaria?

- Respuesta difícil por ausencia de “contrafactual”...

- Sin embargo, algunas observaciones son informativas...



¿Meta monetaria intermedia?

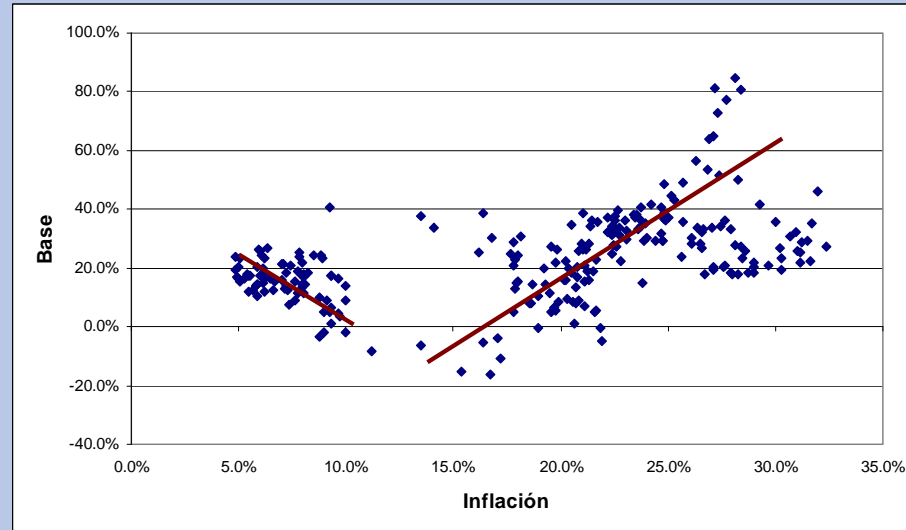
Cambió la relación de corto plazo entre el dinero y la inflación

Colombia: base monetaria e inflación

Datos mensuales: 1984:01 – 2005:09

Variación % anual

- Relación directa con tasas altas de inflación

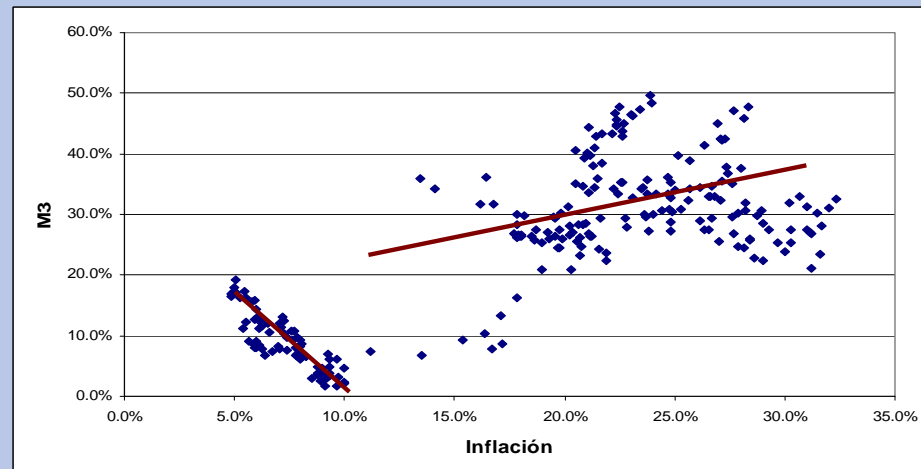


Colombia: M3 e inflación

Datos mensuales: 1984:01 – 2005:09

Variación % anual

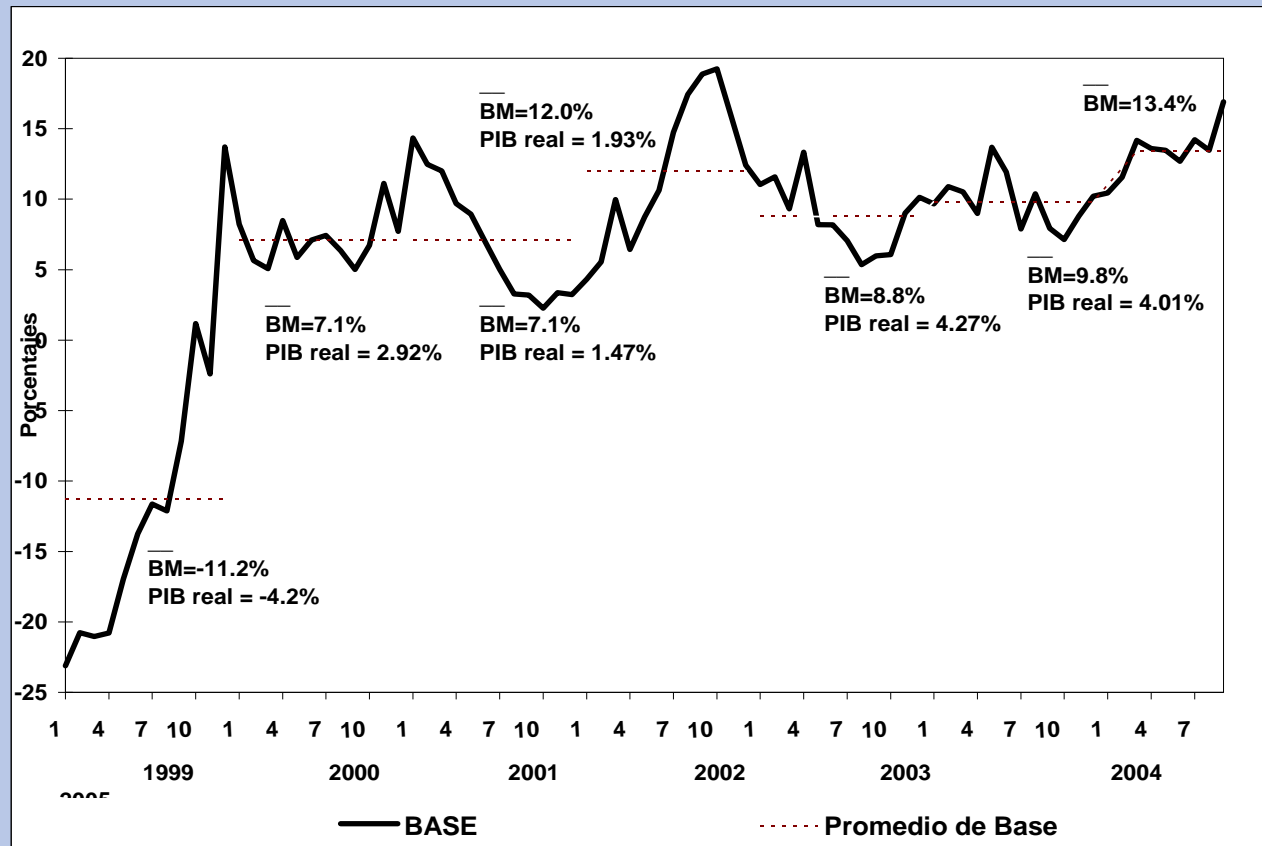
- Relación inversa con tasas bajas de inflación





Tendencia decreciente de la velocidad de circulación de la base monetaria

Base monetaria real
Variación % anual



NO PREDECIBLE con precisión NI EXPLICADA satisfactoriamente (efectivo)



Metas de base monetaria atadas a un crecimiento esperado del PIB nominal hubiesen conducido a errores de política (posiblemente a tasas de interés excesivamente altas) o a desviaciones difícilmente explicables de las metas monetarias

Política monetaria demasiado contractiva y una recuperación económica más lenta, ...

....o avances más lentos en la construcción de la credibilidad de la política, por cuanto ni el Banco ni el público habrían tenido claros los criterios empleados para manejarla.

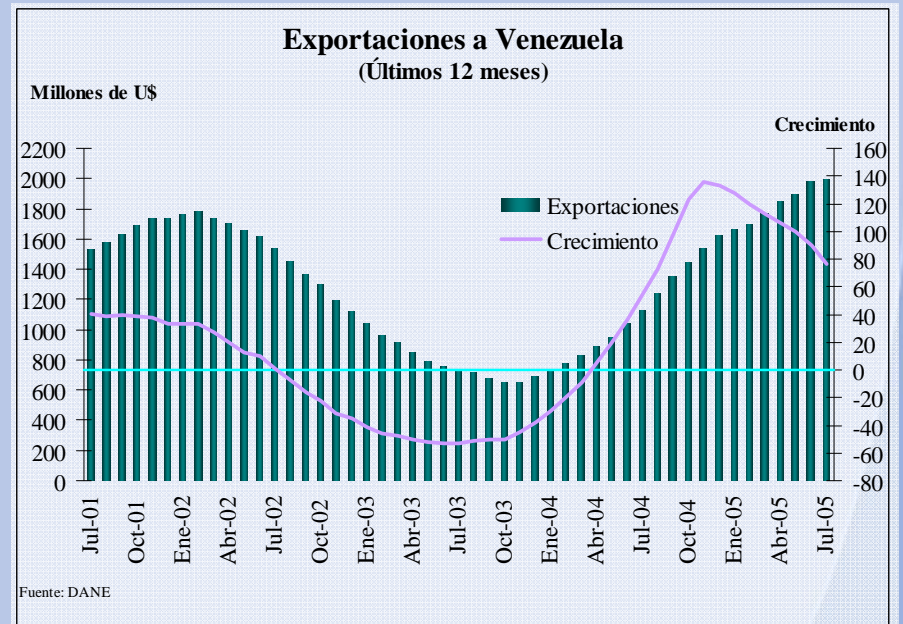
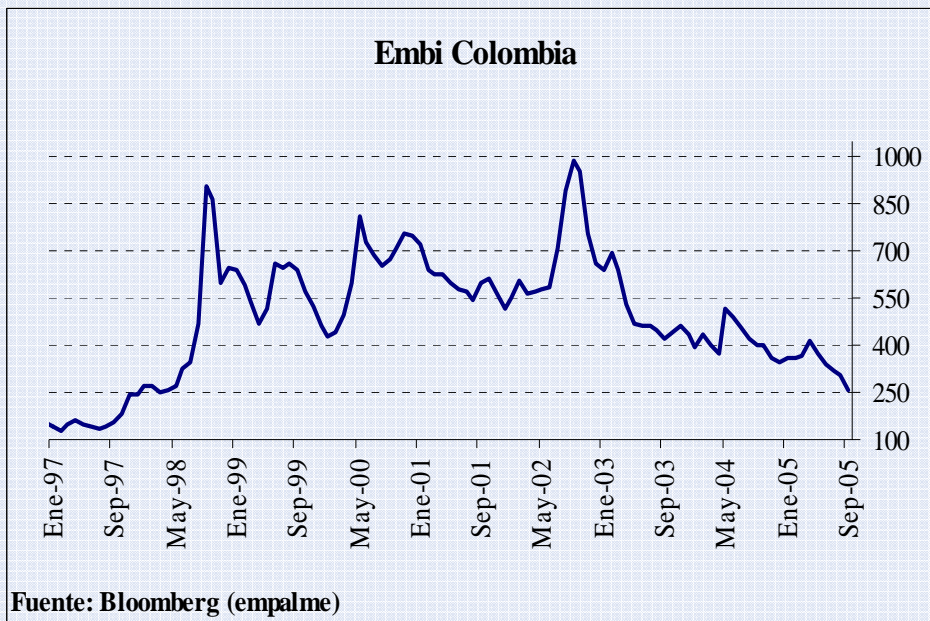


¿Tasa de cambio fija?

- Algunas características de la economía colombiana:
 - Un grado importante de indexación,
 - Fricciones en el mercado laboral
 - Política fiscal inflexible....
- ... Implican que, bajo un régimen de tasa de cambio fija, choques externos fuertes produzcan una variabilidad real excesiva y costos significativos en términos de la actividad económica y el empleo



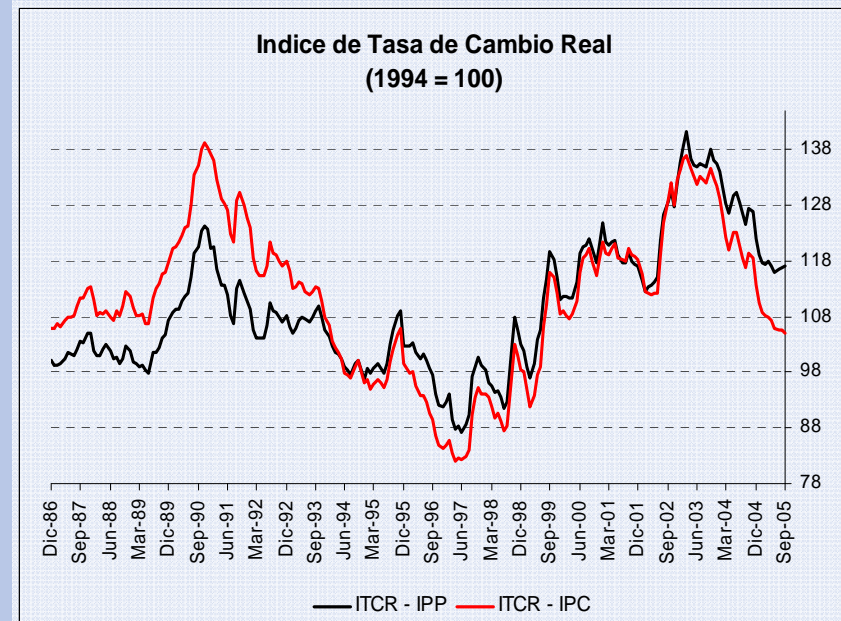
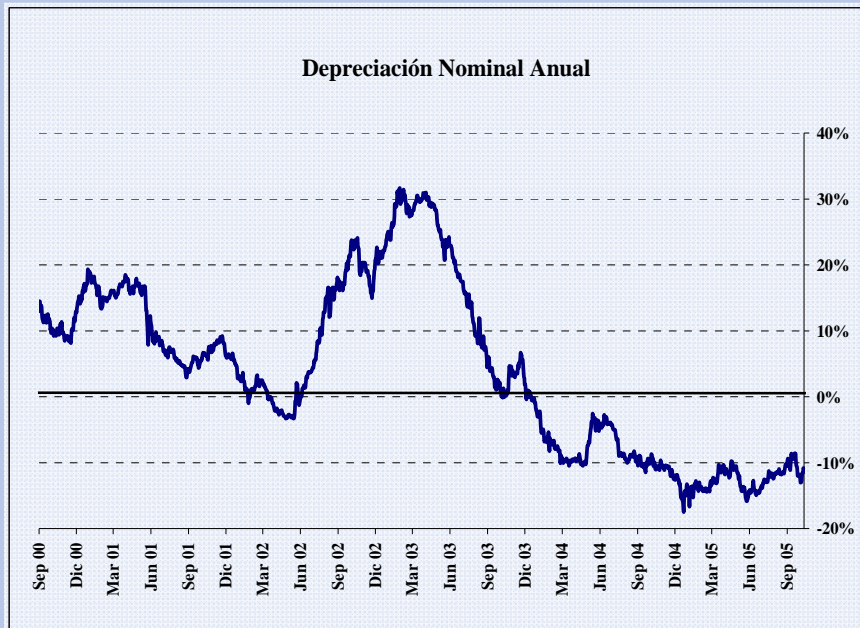
Entre 2000 y 2005 se han presentado choques externos fuertes...



...como el alza de los "spreads" y la caída de las exportaciones a Venezuela entre 2002 y 2003



Estos choques produjeron fuertes depreciaciones nominales y reales ...





- ❑ Bajo IO y flotación administrada, el Banco de la República subió sus tasas de interés en 200 p.b. en el primer semestre de 2003 y vendió cerca de US\$ 700 m entre julio de 2002 y julio de 2003.
- ❑ Bajo un régimen de tasa de cambio fija, el ajuste en estas variables habría sido mucho mayor...
- ❑ ...Especialmente si la paridad no hubiera sido creíble.
- ❑ Se habría generado posiblemente una mayor volatilidad de la actividad económica.



C. Intervención cambiaria

- ❑ Varios países emergentes que siguen IO intervienen o han intervenido en el mercado cambiario (Colombia entre ellos)
- ❑ La visión tradicional de IO requiere flotación cambiaria porque:
 - Un objetivo cambiario puede entrar en conflicto con el objetivo de inflación
 - Se dificulta explicar e interpretar la política monetaria → Efecto adverso sobre las expectativas de inflación
- ❑ ¿Por qué se interviene en el mercado cambiario?



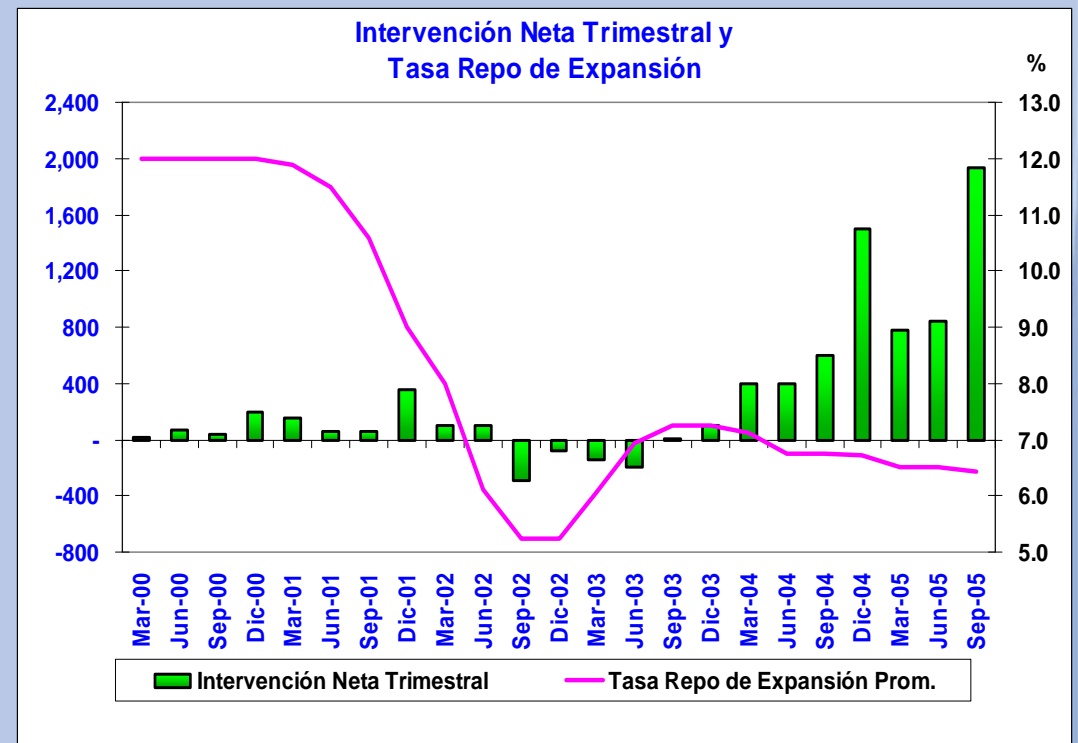
En Colombia se ha intervenido por las siguientes razones:

- Para recomponer el nivel de reservas internacionales (después de las ventas realizadas entre 1998 y 1999).
- Para limitar la volatilidad excesiva del tipo de cambio en un día.
- Como complemento de la política monetaria (IO), evitando movimientos excesivos de las tasas de interés y una volatilidad innecesaria de la actividad económica (v.g. episodio julio 2002- julio 2003).
- Para morigerar movimientos excesivos y temporales de la tasa de cambio y hacer la economía menos vulnerable a choques externos negativos.



Sin embargo, la intervención cambiaria en Colombia ha tenido dos características importantes:

- No se ha tratado de “defender” o alcanzar un nivel particular del tipo de cambio.
- No se han presentado situaciones en las cuales las señales provenientes de la intervención cambiaria riñan con los movimientos de las tasas de interés del Banco.





D. Restricciones de IO

- Cualquier estrategia de política monetaria podría enfrentar restricciones provenientes de:
 - La situación fiscal
 - La situación del sistema financiero
- Esto enfatiza la importancia que tiene para el éxito de la estrategia de IO en lograr y mantener tasas de inflación bajas y estables:
 - La continuación y consolidación del ajuste de las finanzas públicas
 - El monitoreo continuo de las condiciones financieras de los agentes económicos, y la supervisión y regulación adecuadas del sistema financiero