

# Comentario Económico del Día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Germán Montoya

Enero 22 de 2009

## Índice de Condiciones Monetarias en 2008-2009: ¿*Impromptus* precoz?

El 2008 cerró con una inflación elevada de 7.7% frente al rango-meta de 3.5%-4.5% que había adoptado el Banco de la República (BR). Además de ser el segundo año consecutivo en que el BR desborda su meta-rango, en esta ocasión conllevó el agravante de que la inflación subyacente (sin alimentos) también cerró con un elevado 5.2% (ver Comentario Económico del día 20 de Enero de 2009).

México y Chile aguardaron a consolidar bajas en sus lecturas de inflación antes de proceder a dar un giro hacia una política monetaria más laxa en enero de 2009. En cambio, el BR generó una arriesgada reducción *impromptus* de 50 pbs en su tasa repo en diciembre de 2008, en momentos en que las expectativas de inflación difícilmente podían estar ancladas frente al nuevo rango-meta (4.5%-5.5% para el 2009). Esto debido a que la inflación siguió elevándose y a negociaciones salariales cercanas al 8% al cierre del 2008.

En medio de todo esto: ¿Qué nos dice la “brújula-monetaria” del llamado Índice de Condiciones Monetarias (ICM)? ¿Qué vio el BR en el horizonte para proceder de esa manera? ¿O acaso fueron resultados colaterales de las presiones políticas de la coyuntura?

Es bien sabido que el  $ICM = \alpha (r_t - r_0) + \beta (e_t - e_0)$ , donde el primer componente mide la dureza/laxitud de la tasa de interés real y el segundo el efecto de la tasa de cambio real, ambos medidos frente a referentes históricos (ver Informe Semanal No. 830 de mayo de 2006). Valores negativos del ICM señalan una postura laxa y valores positivos una postura restrictiva.

El ICM arrojó valores negativos (laxitud monetaria) durante 1991-1993, pero en 1996 y 1998-1999 la defensa de las “bandas reptantes” frente a la crisis internacional produjo un fuerte endurecimiento de la política monetaria-cambiaria (ver gráfico adjunto). Durante 2000-2006 se presentaron fluctuaciones del ICM alrededor de la línea de neutralidad.

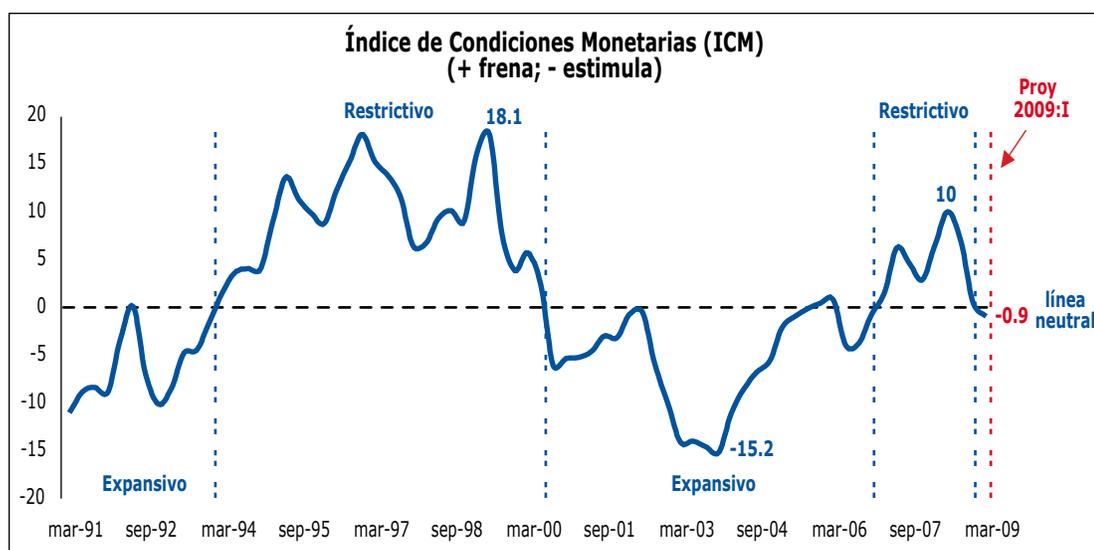
Continúa

Director: Sergio Clavijo  
 Con la colaboración de Germán Montoya

No obstante, a partir de marzo de 2007, el ICM se ubicó en la zona restrictiva. Este fue el resultado de una política monetaria que elevó en 200 pbs su tasa repo en dicha coyuntura. La fase restrictiva se vio reforzada por cuenta de la fuerte apreciación cambiaria de 2007-2008 (primer semestre). Esto llevó al gobierno y al BR a adoptar controles a los flujos de capital, criticados en su momento, pero que mostrarían sus virtudes frente a la crisis internacional de 2008-2009 (ver Informe Semanal No. 948 y 957 de 2008).

Pero, al finalizar el 2008, el ICM regresó a la zona de neutralidad por cuenta del *impromptus* del BR, dejando la repo-central en 9,50%, al tiempo que se presentaba una marcada devaluación nominal y real en el período septiembre-diciembre de 2008. Esto último como resultado de la crisis internacional. Un primer ejercicio de pronóstico realizado por Anif nos indica que dicho descenso en la tasa repo y los actuales ritmos de depreciación (11% nominal) implicarían que dichas variables reales llevarían el ICM a la zona de estímulo durante el primer trimestre de 2009, lo cual no ocurría desde finales de 2006.

En síntesis, Anif y el grueso del mercado (ver EARC No.6 de Diciembre de 2008) esperaban que se presentara un giro hacia una política monetaria más laxa a principios del 2009 (no a finales del 2008). Lo que poco se ha analizado es de qué magnitud ha sido dicho giro. Anif ha encontrado que el ICM nos señala, actualmente, que la tasa de interés real y la tasa de cambio real nos están ubicando en el plano expansivo de la política monetaria-cambiaria, lo cual no ocurría desde 2006. En unos meses sabremos si dicho giro ha sido precoz y si requiere modularse para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación del 2009.



Fuente: cálculos Anif con base en datos del Banco de la República.