

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Ana María Zuluaga

Junio 27 de 2013

El Índice de Condiciones Monetarias y el ciclo económico

Tradicionalmente se ha hecho seguimiento al Índice de Condiciones Monetarias (ICM) para medir el papel contracíclico que debe cumplir la política monetaria-cambiaria. Como es sabido, dicho índice se define como: $ICM = \alpha(r_t - r_o) + \beta(e_t - e_o)$, donde el primer componente corresponde a la brecha en la tasa de interés y el segundo a la brecha en la tasa de cambio (ver *EARC* No. 54 de mayo de 2013). Cuando la brecha de Producto es negativa, la actividad económica se puede estimular reduciendo la tasa repo-central del Banco de la República (BR). De forma similar, una depreciación de la tasa de cambio real ayuda a estimular la demanda agregada.

Dada la gran relevancia que ahora han venido ganando los mercados financieros en el ciclo económico, también cabe pensar en la utilidad de monitorear el ciclo a través de un Índice de Condiciones Financieras (ICF). La coyuntura actual es una clara muestra de la relevancia de un ICF. En efecto, mientras en Estados Unidos las mejores condiciones del sector real permiten avizorar una “normalización monetaria”, con prontas moderaciones en las inyecciones de liquidez (antes de finalizar el 2013) e inclusive alzas en la tasa repo-central de la Fed (hacia principios del 2014), los mercados financieros han reaccionado negativamente ante tales eventualidades, alterando los positivos impulsos de la recuperación global.

Infortunadamente, por el momento sólo tenemos información histórica del ICM, pero hacia futuro debemos desarrollar elementos complementarios de análisis a través del ICF. ¿Qué nos está diciendo la postura monetaria-cambiaria sobre el ciclo económico de Colombia en la coyuntura actual? El gráfico adjunto nos señalar que, durante el período 1998-2013, ha existido un rezago cercano a un año entre la postura que muestra el ICM y la brecha de Producto (allí medida contra un potencial de crecimiento en el rango 4%-4.5%). Por ejemplo, durante 1998-1999, el ICM mostró valores positivos, reflejando un fuerte endurecimiento de la postura monetaria para defender la llamada “banda cambiaria”, en medio de la crisis Asiática. Durante 2000-2001, el ICM fue altamente expansivo, en momentos de la mini-recesión de los Estados Unidos. Hacia el 2002-2006, el ICM fue convergiendo hacia la zona de neutralidad, pero en 2007-2008 (julio) se tornó contraccionista, hasta que llegó el estallido de Lehman Brothers (ver *EARC* No. 54 de mayo de 2013).

El BR adoptó entonces una política monetaria-cambiaria contracíclica que le permitió llevar nuevamente el ICM a un punto de neutralidad hacia marzo de 2009. Desde entonces, se ha visto un efecto gradual (pero continuo) de endurecimiento del ICM, el cual estuvo impulsado por la apreciación cambiaria de 2010 y luego se vio reforzado por alzas en la repo, pasando del 3% al 4.75% en 2011.

En 2012, se pueden identificar dos fases monetarias. La primera fase fue de apretón hasta alcanzar una repo del 5.25% en marzo, cuyo efecto contractivo se vio reforzado por la apreciación cambiaria (4.1%

Continúa

Director: Sergio Clavijo

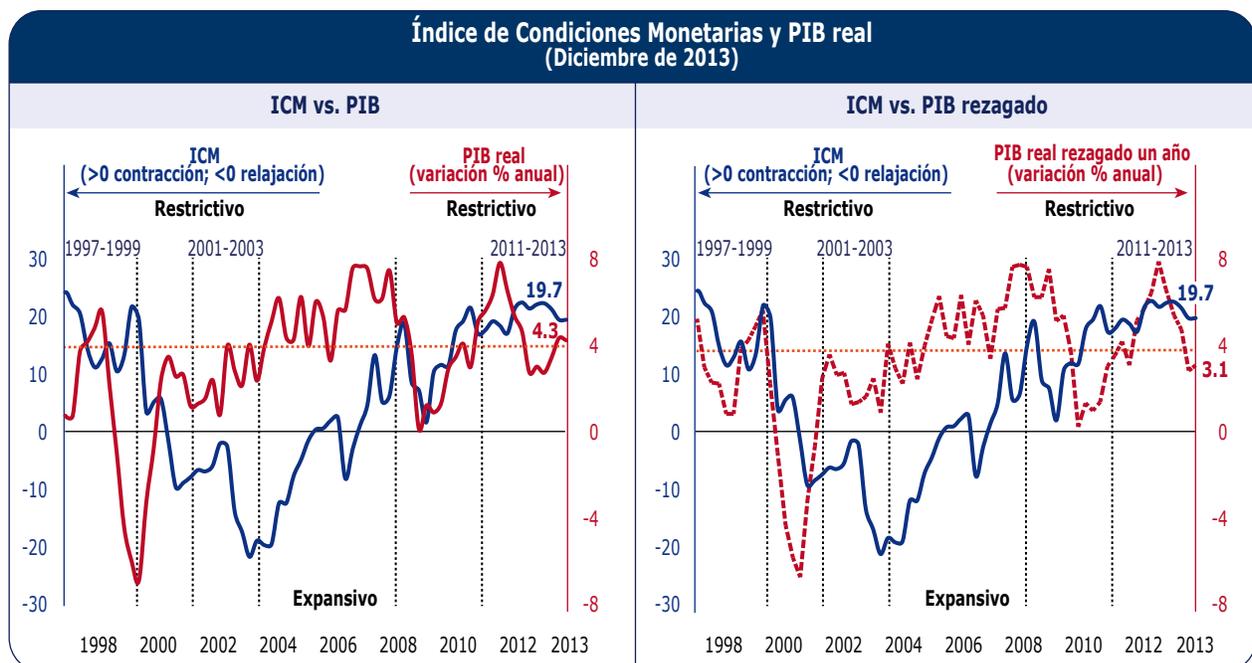
Con la colaboración de Ana María Zuluaga

promedio anual en el primer trimestre). La segunda fase fue de laxitud monetaria-cambiaria, donde la tasa repo se redujo del 5.25% al 4.25% durante junio-diciembre y con algo de moderación en materia de apreciación cambiaria (a ritmos del 2.9% promedio en el segundo semestre).

Durante el primer trimestre de 2013, el ICM se ubicó en la zona de “poco estímulo” al sector productivo, registrando niveles similares a los observados a mediados de 2012 (22.6 vs. 22.7 en junio de 2012). Esto ocurrió a pesar de haberse reducido la repo-central del 4.25% al 3.25%, pues la moderación en la apreciación cambiaria (sólo 0.5% promedio anual en el primer trimestre) no ayudó a contrarrestar lo suficiente la fase recesiva del ciclo.

En síntesis, el ICM es una herramienta útil para analizar el ciclo de la postura monetaria-cambiaria, aunque el propio BR poco parece utilizarla. Como vimos, este índice “mapea” relativamente bien los ciclos de la llamada brecha del Producto con cerca de un año de rezago. La clara desaceleración de la economía local, creciendo a ritmos de sólo 3.1% al cierre de 2012 y del 2.8% durante el primer trimestre de 2013, nos indica que el nivel del ICM (bordeando 19 unidades) todavía no luce suficientemente estimulante, aunque afortunadamente la flotación cambiaria está haciendo que dicho componente del ICM se mueva en dirección correcta por la devaluación. Ello se explica, no tanto por las intervenciones (vocales y factuales) del gobierno o del BR, sino por la sorpresiva desaparición del superávit comercial de Colombia, fenómeno aupado por los anuncios de “normalización” de la política monetaria del mundo desarrollado.

Dado todo este entorno monetario-cambiario y global, Anif ha optado por concretar su sesgo bajista a nivel del PIB-real, reduciendo nuestro pronóstico de crecimiento del 4% al 3.8% para el 2013 como un todo. Hemos venido recomendando una postura monetaria-cambiaria ligeramente más estimulante, aprovechando la última ventana que queda para reducir a tiempo la tasa repo-central del 3.25% al 3%. Con ello, dicha repo quedaría en niveles cercanos al 0.7% real (contra la inflación subyacente), algo más estimulante para la actividad económica como lo aplicado en 2009-2010 para enfrentar la difícil coyuntura global, de la cual Colombia salió relativamente bien librada.



Fuente: elaboración Anif con base en Banco de la República y Dane.