



Perspectivas de la Política Monetaria

IX Congreso de Tesorería

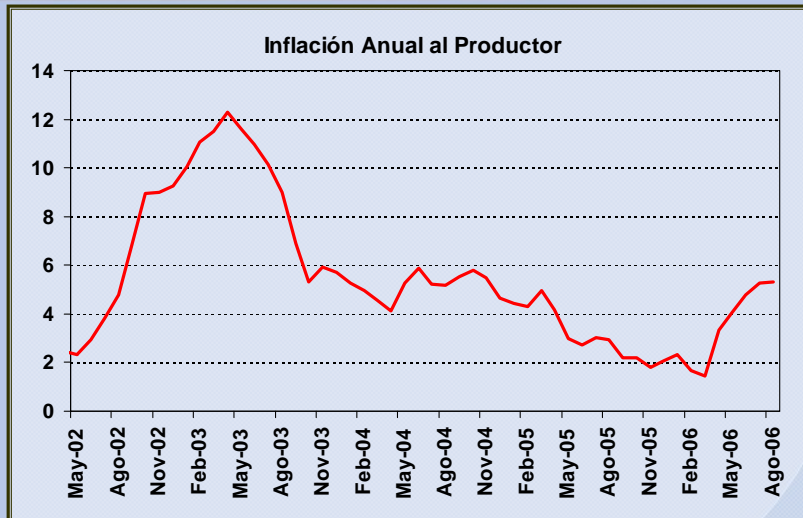
Septiembre 15 de 2006

Juan Mario Laserna J.
Codirector Banco de la República

Opiniones personales. No comprometen al Banco ni a su Junta Directiva.

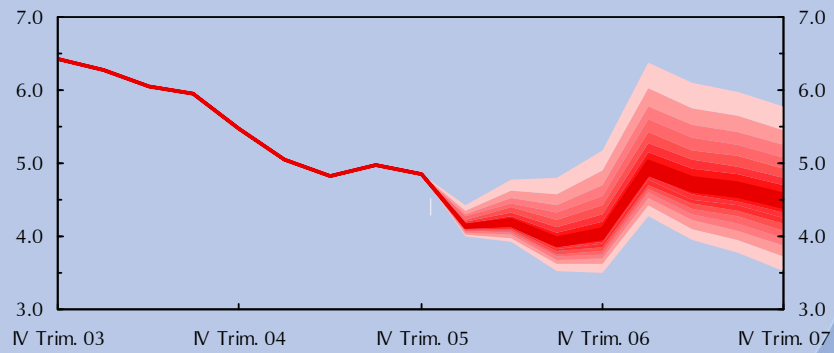


Una inflación que subió en agosto



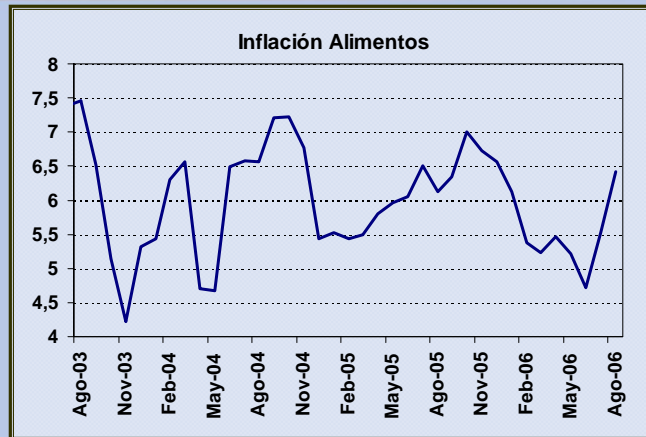
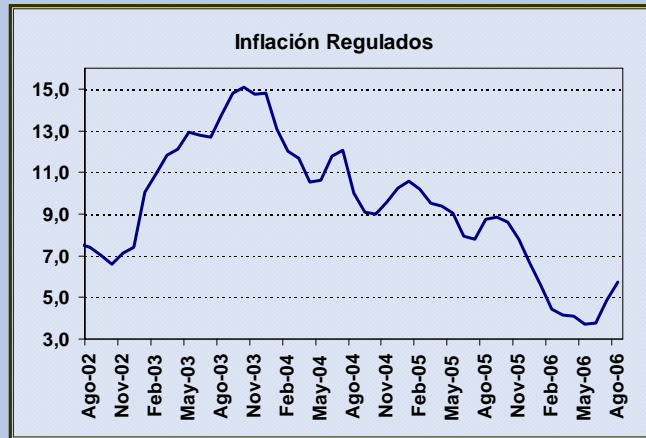


Se adelantó la joroba del Q4/06



¿Que tanto tuvo que ver la devaluación?



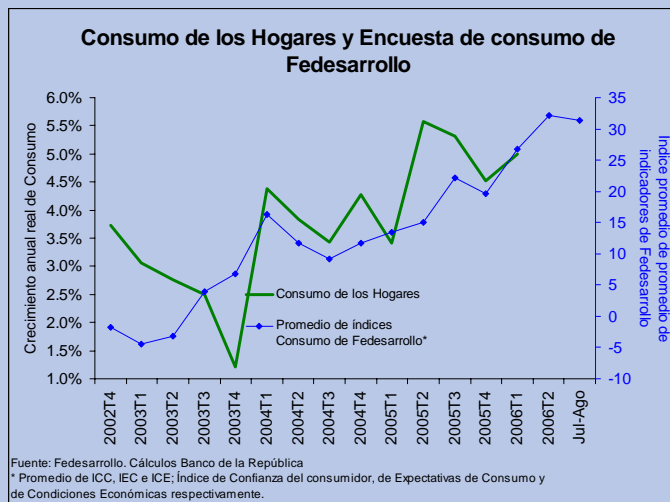




Además, una economía real
dinámica y una brecha del
producto más cerrada

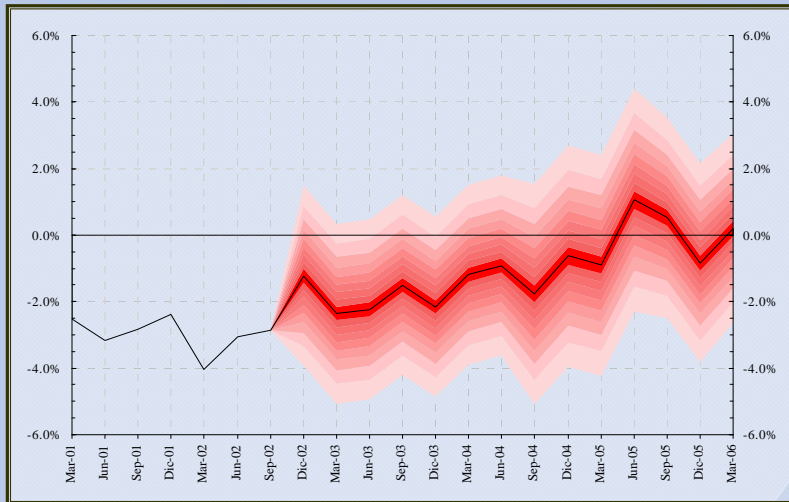


Encuesta de Consumo de Fedesarrollo y consumo de los hogares del DANE





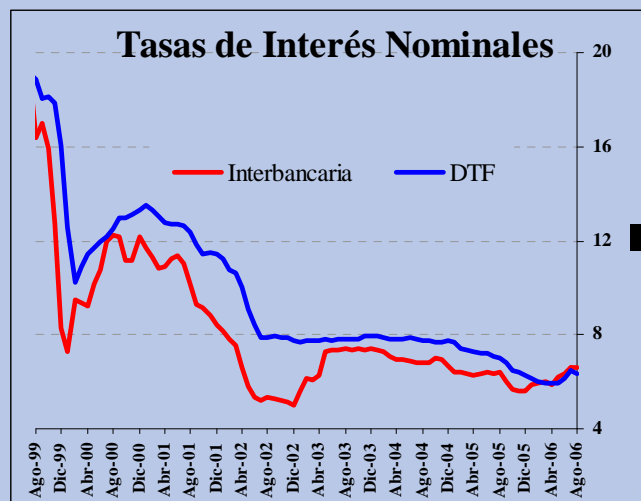
Trimestralización: Hodrick-Prescott con *priors*



El *Band-Chart* muestra que con una probabilidad de 50%, la brecha del producto (a marzo/06) se encontraba en el intervalo [-1.0%, 1.4%].



Y unas tasas aún muy bajas





¿Esto que implica para el objetivo principal y la estrategia del Banco de la República?



ESTRATEGIA DE INFLACION OBJETIVO

Objetivo Primario

- Inflación 2005: [4.5% , 5.5%]
- Inflación 2006: [4% , 5%]
- Inflación Largo plazo: [2% , 4%]



Más:

Suavización del ciclo económico, en la medida que las expectativas de inflación sean coherentes con las metas y la inflación está cerca de la meta de largo plazo.



Dos Características

- Mira hacia adelante: debido a rezagos. \Rightarrow En el proceso de decisión la inflación proyectada es más importante que la observada.
- Incorpora incertidumbre: futuro incierto. Se actúa con base en pronósticos y se administran riesgos.



OPERACION

- ❑ Si inflación amenaza con aumentar por encima de la meta en los próximos 12 a 24 meses, la PM se hace más restrictiva.
- ❑ Si inflación amenaza con situarse por debajo de la meta en los próximos 12 a 14 meses, PM se hace más expansiva.



La **CREDIBILIDAD** es el ingrediente más determinante de una política monetaria exitosa. Cuando el público confía en que la tasa de inflación será baja y estable, la formación de precios y salarios tenderá a reflejar dicha expectativa.



Entonces, para los analistas, la pregunta es si esta nueva información implica una aceleración de la contracción y hasta que punto.

¿En otras palabras cual es la tasa neutral?



Como dice J, la economía nos lo dirá.



Pero si bien la inflación se adelantó, la JD también se había adelantado porque los mismos modelos nos decían que podíamos comenzar a contraer en el segundo semestre.

Lo que se presentó como un desconcierto se podía haber vendido como un acierto de la JD al haberse movido temprano.



Pero quiero dejarlos con una reflexión muy importante sobre los vínculos de la política monetaria y el manejo de los portafolios.



Portafolio Balance Model

- “Un tipo de análisis monetario que enfatiza el significado de los tenedores de activos acerca de la composición de sus portafolios...mientras todos los agentes requieren diversificar sus portafolios, estos difieren por motivos personales o institucionales en cuanto a su composición....es una base teorica común de las mayores escuelas de pensamiento económica ya sea esta monetarista o no monetarista” The MIT Dictionary of Modern Economics, David W. Pearce (Ed.)



- Uno de los modelos claves en la historia de la teoría monetaria es el de rebalanceo de portafolios o PBM (Tobin, Branson & Henderson, 1983)
- Este modelo vincula la visión de los portafolios de Markowitz con la tasa de cambio y las tasas de interés.



El esquema de inflación objetivo (IO) parte del supuesto que los mercados son completos y que se puede diversificar el riesgo completamente. (Woodford, 2003)

En otras palabras no existen efectos de portafolio!



Esto quiere decir en terminos prácticos que la estrategia de IO, inicialmente diseñada para países desarrollados, sume que los portafolios ya están balanceados y que son eficientes o sea no tienen una gran concentración de riesgo.

En otras palabras que no van a existir rebalances abruptos como los del primer semestre en Colombia.

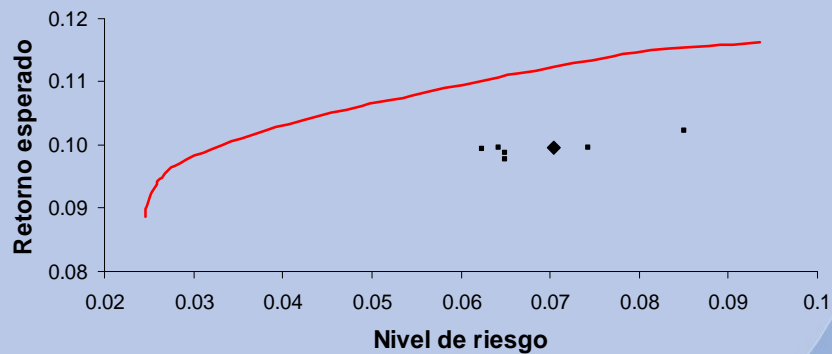


La existencia de estos procesos, en especial el llamado de sustitución de monedas (currency substitution), ha sido uno de los argumentos en contra del IO en países emergentes (ver Mishkin, 2003; Calvo)



Este no es el caso en Colombia

Estimación frontera eficiente de los FPO Junio de 2006



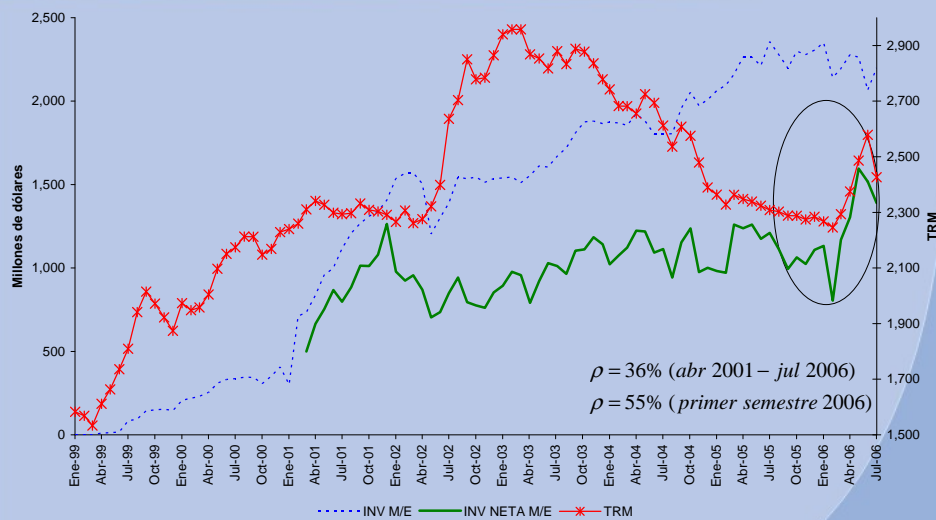
Fuente: Banco República



Y cuando ocurren los rebalances...



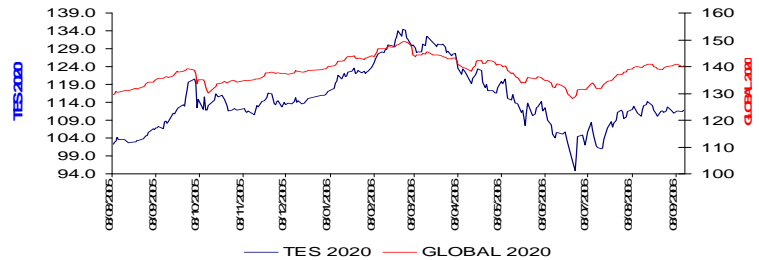
Evolución inversiones netas en m/e de los FPO Vs. TRM



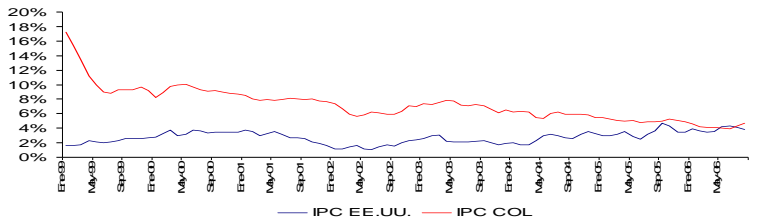
Fuente: Informes de prensa de la SF



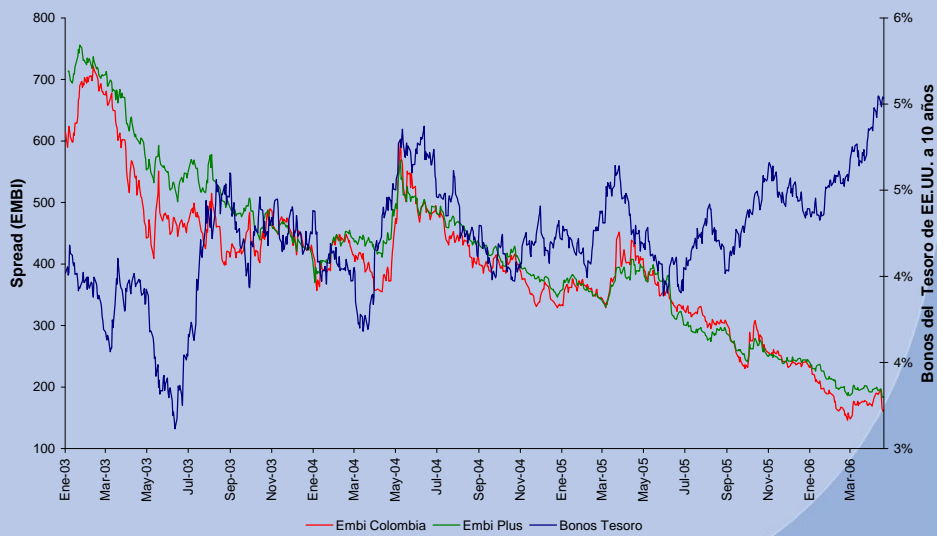
Evolución precio TES 2020 VS. Global 25/02/2020



Evolución inflación EE.UU. VS. inflación Colombia

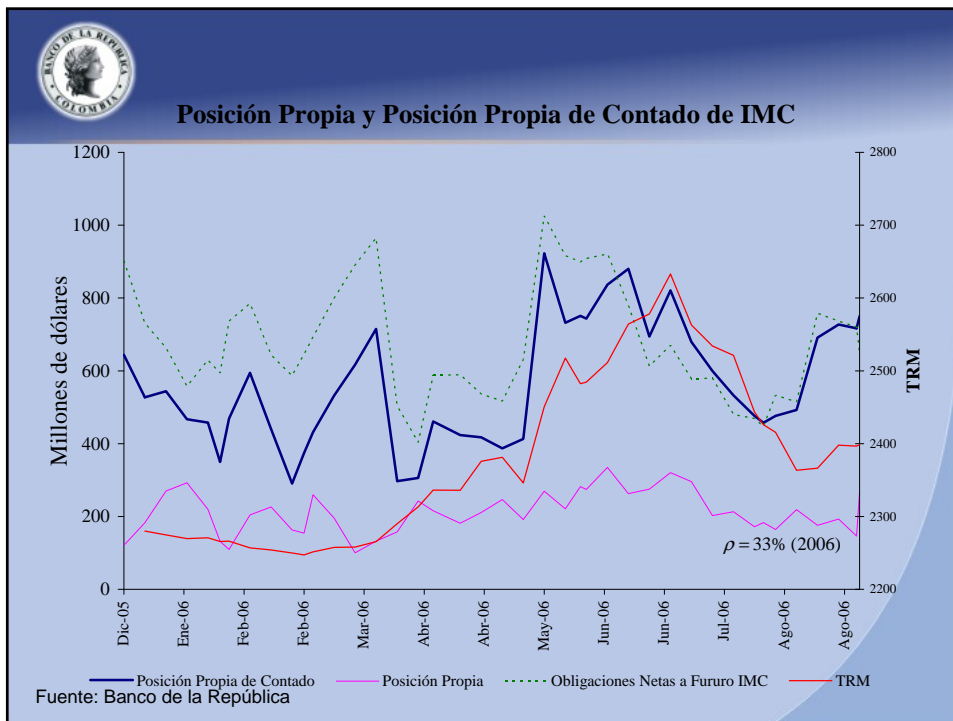


EMBI Col Vs. Títulos del Tesoro de EE.UU.





La historia del sector bancario es diferente...

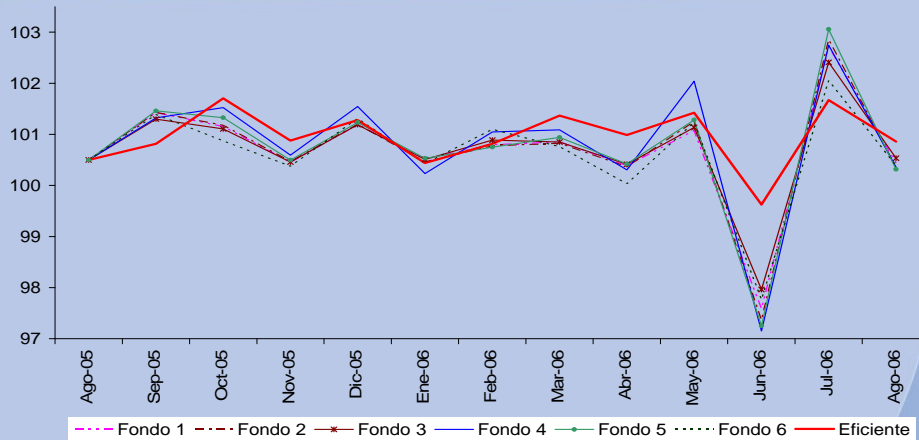




Que hubiera pasado si los fondos hubieran tenido un portafolio más eficiente...



Rentabilidad FPO vs. Rentabilidad Portafolio Eficiente



	Fondo 1	Fondo 2	Fondo 3	Fondo 4	Fondo 5	Fondo 6	Port. Eficiente
Rendimiento a/a (ago 06)	-0.06%	-0.15%	0.03%	-0.14%	-0.18%	-0.11%	0.36%
Promedio rendimiento mensual	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.03%
% inversiones netas en m/e	6.95%	3.85%	9.54%	6.08%	3.49%	6.44%	20.0%

Fuente: Banco de la República



Características

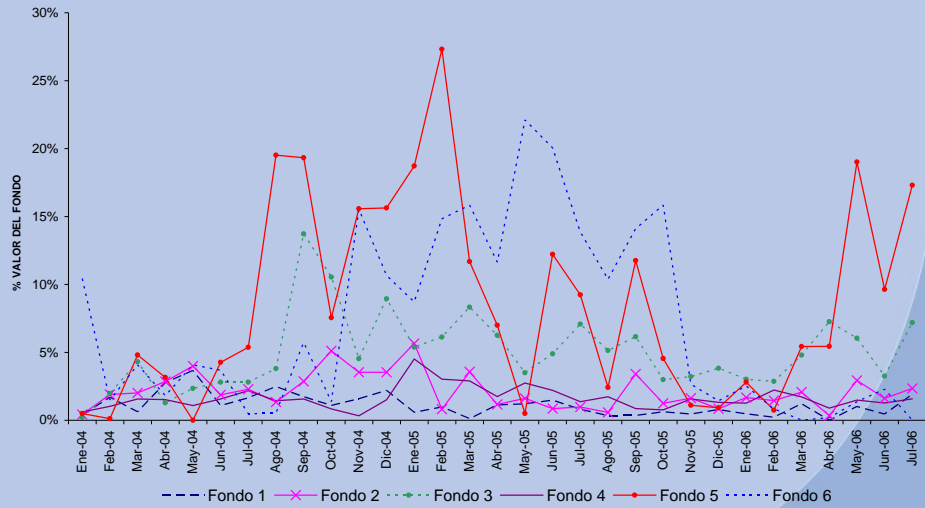
- **REGULACION:** La restricción de 20% en activos externos es la más estricta; es la única estricta
- **ACTIVOS EXTERNOS:** Todo portafolio eficiente tiene activos externos en el máximo permitido
- **EXPOSICION CAMBIARIA:** Portafolios eficientes de casi todo nivel de riesgo tienen exposición cambiaria al máximo permitido
- **AFPs:** Portafolios concentrados en riesgo Colombia (nación y corporativo); ineficiencia causada por
 - Principalmente, falta de diversificación en activos externos
 - Secundariamente, falta de diversificación en moneda externa
- **ROBUSTEZ:** Estas conclusiones son robustas a cambios razonables en
 - parámetros usados
 - tiempo de muestra
 - numerario



Pero en vez actúan en muchos casos como traders...



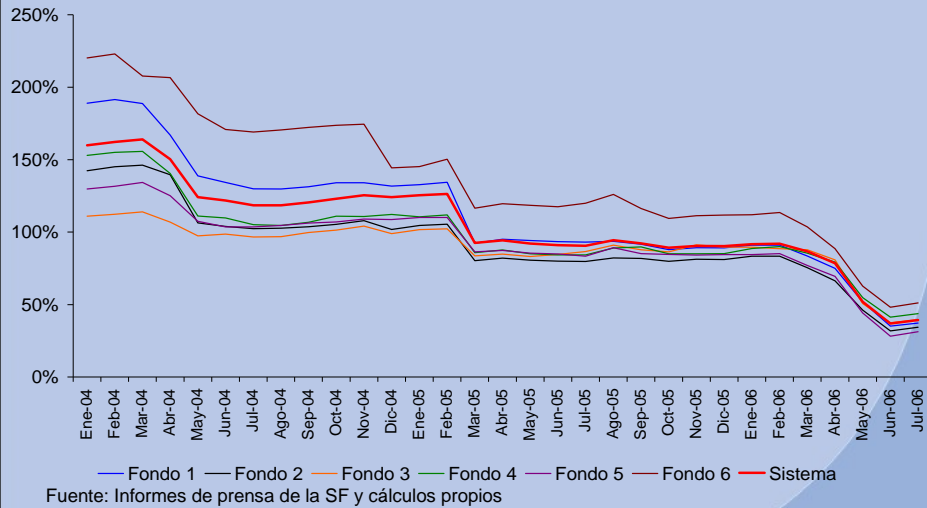
Actividad de *trading* de los FPO en mercado cambiario Medida mensual



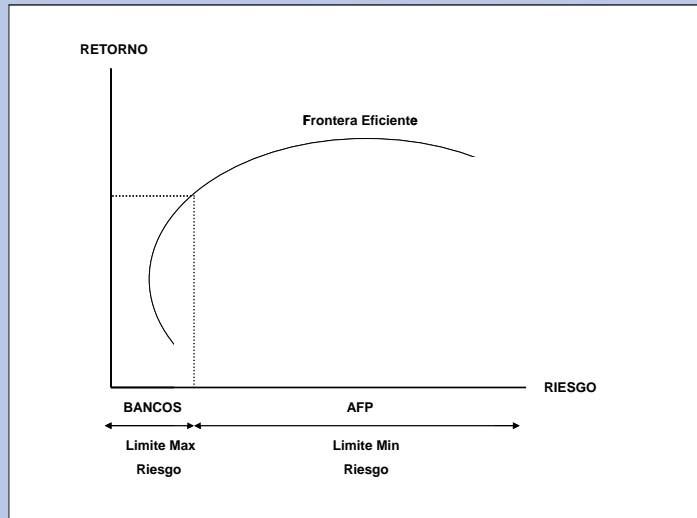
Esto ya no se puede hacer
como antes...



Estimación de la Razón de Sharpe Enero 2004-julio 2006



Hay que reformar la
regulación...



Peligros

- Los rebalances abruptos afectan la tasa de cambio.
- La tasa de cambio afecta la inflación.
- La inflación afecta las expectativas.
- La credibilidad del BR es lo más importante.
- Para re anclar las expectativas, el BR puede tener que apretar más de lo optimo.

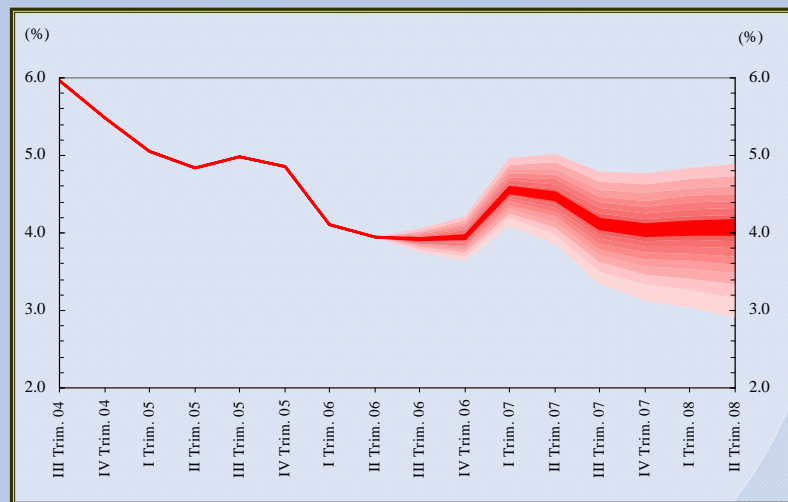


Rumbos a seguir

- Es clave regular bien a los grandes agentes. Hay que mirar los incentivos.
- Hay que mirar la medida riesgo retorno. Pensar en cajones con máximos tienen serios problemas
- Hay que mirar los benchmarks. Aunque no sea una restricción que limite, hay que mirar a la rentabilidad mínima.



El Fan Chart





Conclusión

- No podemos seguir con un sistema que nos cause tanto ruido y que termine afectando nuestras propias expectativas y la credibilidad del Banco Central.
- Fabula



MUCHAS GRACIAS