

El rezago en la transmisión de la política monetaria: una revisión de la literatura reciente

LUIS ARTURO BÁRCENAS

Los efectos de la política monetaria sobre la economía real son observados en lapsos posteriores a su ejecución. Esto se debe a que las acciones emprendidas por los bancos centrales ponen en marcha un conjunto de mecanismos que implican la consecución de varios objetivos intermedios, como un nivel deseado de la cantidad de dinero o una meta de tasas de interés, que conducirán a cambios en la actividad económica en el mediano plazo. De tal característica ha surgido el concepto de lo que se conoce en la literatura como el rezago de la política monetaria, el cual es definido formalmente en Friedman (1961) como el lapso de tiempo requerido para que la política monetaria genere un efecto máximo sobre una variable-objetivo final (producto, empleo y/o precios). Este tema ha constituido, históricamente, un asunto de interés dentro de los bancos centrales, en virtud de que una estimación fiable de dicho retardo puede contribuir a la escogencia de los instrumentos más idóneos para la aplicación de la política monetaria, con lo cual juega un papel relevante dentro de su diseño.

Los inicios del debate acerca del tiempo necesario para que la economía exhiba las secuelas de las acciones de la autoridad monetaria, pueden hallarse en los trabajos seminales de Culbertson (1960), Friedman (1961) y Cagan y Gandolfi (1969). En estas investigaciones, aun cuando se intentaba establecer una longitud típica del rezago para diversos casos, se enfatizó en el carácter incierto de

sus magnitudes. Tal propiedad ha sido destacada por la literatura y es aún reconocida por los estudios recientes. De hecho, si bien la amplia evidencia en torno al tema ha fijado un horizonte temporal recurrente, en el cual la economía real parece reaccionar a medidas no esperadas de carácter monetario, se observan diferencias entre los lapsos necesarios para detectar cambios considerables en el producto y la inflación. Dichas discrepancias son incluso superiores al considerarse algunas experiencias para diversas regiones.

Boivin, Kiley y Mishkin (2011) resaltaron que, para Estados Unidos, modificaciones en la tasa de política generan efectos rezagados en dos trimestres sobre el producto real y en tres trimestres sobre la inflación. Batini y Nelson (2002) señalan que las acciones de los bancos centrales toman un año en generar el máximo cambio sobre los precios para la economía estadounidense y el Reino Unido. Para el caso japonés, Fukunaga *et al* (2011) afirmaron que, ante un choque monetario, la actividad parece reaccionar con siete trimestres de retardo y los precios suelen tardar diez trimestres en responder. En Van Els *et al* (2003) se identificó para el área euro un efecto sobre el producto y el nivel de precios, luego de transcurridos de uno a dos años, para el primer caso, y luego de tres años, en el caso de los precios.

Respecto a las economías emergentes, la evidencia ha resultado igual de diversa. Catão, Laxton y Pagan (2008)

Palabras clave: política monetaria, variables objetivo, efectos retardados.

encuentran que los rezagos del alza de las tasas sobre el crecimiento económico y los precios de Brasil, se ubican en dos y cuatro trimestres respectivamente. García (2005) mostró para Chile que el efecto de la política monetaria se observa luego de un trimestre para el producto y siete trimestres para la inflación. Pruski y Szpunar (2008) determinaron que el retardo de movimientos en la tasa de interés sobre el crecimiento y la inflación en Polonia parece ubicarse entre cuatro y ocho trimestres para cada caso.

Luego del papel asumido por los bancos centrales en medio de la crisis *subprime*¹, se ha acrecentado el interés en profundizar sobre los factores que afectan la magnitud del rezago del impacto de la política monetaria en términos de inflación y actividad económica, más allá de establecerle un valor referencial. En el caso de los efectos de choques monetarios sobre la actividad y los precios, la literatura ha atribuido tales diferencias a la presencia de rigideces nominales, y puede mencionarse el caso de Kilponen y Leitemo (2011), donde los autores logran establecer que la dificultad de las empresas para ajustar periódicamente los precios de sus bienes y de los trabajadores para modificar el salario nominal, contribuyeron a demorar aún más los efectos de la política monetaria sobre la inflación respecto a su incidencia sobre el producto.

Una respuesta más general para este tema se encuentra en Havránek y Rusnák (2012), donde se tipifican los resultados de 67 estudios vinculados al impacto de la política monetaria sobre los precios. Esta aplicación identificó diferencias entre la longitud del rezago para economías avanzadas (de 25 a 50 meses) y para los nuevos miembros de la Comunidad Europea (de 10

a 20 meses), con el propósito de atribuir los mayores retardos principalmente a dos elementos: 1) un mayor desarrollo financiero de los mercados, lo que influyó sobre la capacidad de anticipación de las entidades financieras a las acciones de política, y propició un mayor retardo en el primer caso, y 2) el grado de apertura al comercio exterior, el cual, mediante el canal de transmisión del tipo de cambio², aceleró la reacción de los precios ante movimientos en la política en el caso europeo.

Tales hallazgos pueden verificarse al contrastar los resultados del estudio con indicadores que expresen dichos rasgos. En ese sentido, se observa cómo, para una muestra de los países desarrollados examinados, la política monetaria requirió en promedio de un mayor número de meses para generar efectos sobre los precios en estas naciones (Cuadro 1). Precisamente, estas economías presentaron, en el mismo lapso, un mayor tamaño de su estrato financiero expresado en el elevado crédito dirigido al sector privado (en términos del PIB), respecto a lo reseñado por el grupo de países recientemente adheridos al área europea, lo que pudo favorecer la amplitud en los rezagos de política bajo el argumento planteado previamente. Este segundo grupo de países también reseñó, a su vez, un grado de apertura comercial más profundo con relación a lo visto en las economías avanzadas, lo que pudo exponer a tales mercados a las fluctuaciones cambiarias y, por tanto, a acciones más rápidas de la política monetaria sobre los precios.

1 La crisis hipotecaria estadounidense, comúnmente señalada como crisis *subprime*, se inició en Estados Unidos durante el año 2007 ante el fuerte deterioro en la solvencia de los deudores hipotecarios de alto riesgo (pero con altos intereses) o *subprime*, hacia los cuales fue dirigido gran parte de la expansión desmesurada del crédito bancario en los años previos. Este mayor financiamiento derivó en la formación de una burbuja especulativa dentro del mercado de inmuebles americano, favorecida por las bajas tasas de interés de corto plazo mantenidas por la Reserva Federal, lo que determinó además el auge en las operaciones de cobertura mediante derivados hipotecarios de difícil valoración y que subestimaban el carácter sistémico de sus potenciales pérdidas. Ante la insolvencia del estrato *subprime*, se elevó la incertidumbre respecto a la evolución futura del mercado inmobiliario estadounidense, lo que se tradujo en una fuerte restricción del crédito y en el colapso de los derivados, ya altamente globalizados, que terminarían por afectar la liquidez de los mercados monetarios internacionales, y presionar al alza las tasas de interés de corto plazo.

2 El canal de transmisión de la política monetaria asociado con el tipo de cambio establece que ante incrementos no esperados en la tasa de interés fijada por las autoridades monetarias se genera una presión al alza sobre el rendimiento de activos domésticos, lo que eleva el interés de los agentes económicos por los mismos dada las mayores expectativas de apreciación de la moneda local. Esta mayor preferencia los llevará a desprenderse de sus activos en divisas, y propiciará una mayor oferta de éstas que producirá, en ausencia de controles cambiarios, caídas en el tipo de cambio. Al abaratare los bienes (intermedios y finales) importados, se ejercerá mayor presión a la baja de los precios internos, aunque con potenciales reducciones en el producto.

Cuadro 1
Rezago promedio de la política monetaria
en economías avanzadas y en desarrollo

Economías avanzadas	Rezago (meses) 1/	Apertura comercial 2/	Profundización financiera 2/
Japón	51,3	21,2	197,7
Francia	51,3	49,2	91,0
Área Euro	48,4	65,0	95,8
EEUU	42,2	22,9	156,2
Reino Unido	40,4	54,0	132,8
Alemania	33,4	60,7	107,2
Italia	26,6	46,8	72,2
Promedio	41,9	45,7	121,8

Nuevos miembros de UE	Rezago (meses)	Apertura comercial	Profundización financiera
Polonia	18,7	57,5	25,9
Hungría	17,9	111,4	37,8
Eslovenia	17,6	118,9	40,7
República Checa	14,8	108,7	49,8
Eslovaquia	10,7	133,3	43,2
Promedio	15,9	105,9	39,5

Fuente: Havránek y Rusnák (2012). Banco Mundial, cálculos propios. La muestra de países fue escogida en función del volumen de información revelada por los estudios para cada país.

1/ Corresponde al número de meses transcurridos entre el descenso en la tasa de política (en 1%) y el incremento máximo en los precios. Definido de acuerdo con Havránek y Rusnák (2012), donde la apertura comercial viene dada por la suma de las exportaciones importantes y la profundización financiera por el crédito doméstico al sector privado, ambos como porcentaje del PIB, período 1990-2008 (lapso comúnmente usado en los trabajos analizados en dicha aplicación).

Por otro lado, Fang y Miller (2011) examinan la naturaleza del rezago de la política monetaria bajo la implementación de esquemas de metas inflacionarias (IT)³. En ese sentido, los autores determinaron, al contrastar los datos de precios para economías desarrolladas y emergentes que adoptaron tal enfoque³, que la inflación alcanzó los niveles objetivos de forma más expedita dentro del primer grupo, específicamente luego de dos años de implementado este esquema. En el caso de los mercados en desarrollo, si bien alcanzaron disminuir gradualmente el crecimiento de los precios, no lograron cumplir los objetivos de política en igual lapso, siendo incluso superior a los valores meta para el año de cierre de la muestra empleada. Si bien la aplicación no establece de forma explícita los elementos detrás de dicha diferencia, sí considera que el retardo en las secuelas de las acciones de los bancos centrales refleja, en general,

3 Este esquema se basa en el anuncio, por parte de la autoridad monetaria, de rangos objetivos para la inflación a un horizonte temporal dado y su establecimiento como norma principal y explícita para el diseño y ejecución de la política de los bancos centrales que adopten dicho mecanismo. A fin de garantizar el éxito en este tipo de estructura, se requiere de una mayor comunicación entre los hacedores de política y el público, además de un mayor compromiso por parte los bancos centrales (y/o el gobierno) para la consecución de tales metas. Mayores detalles en torno a los elementos básicos que lo conforman son dados en Bernanke y Mishkin (1997).

la velocidad con la cual su política afecta las expectativas de los agentes económicos en torno a la inflación. Bajo tal premisa, puede afirmarse que la implementación del esquema IT pareció afectar con mayor rapidez los pronósticos de precios de los agentes en el primer caso, respecto a lo hecho dentro de las economías en desarrollo.

Otro enfoque de actualidad en la literatura sobre los rezagos de la política monetaria lo constituye su relevancia en la definición de reglas para la conducción de esta política. En ese sentido, Nishiyama (2009) destaca el reciente interés por parte de las autoridades monetarias de establecer una regla de política monetaria óptima bajo una longitud típica en sus rezagos (de uno a dos años). El autor determinó que los bancos centrales se tornarían más agresivos en la conducción de su política al considerar el retardo en sus efectos, debido a que esperan que la fracción de la inflación no controlada por ellos se eleve, ante la acción rezagada de las tasas sobre el producto y la incidencia de dicha actividad sobre los precios futuros⁴. Esto pudiese, además, afectar las expectativas inflacionarias (si son formadas a partir de la inflación presente), lo que ameritaría una actuación más oportuna del ente emisor. De forma similar, Flamini (2012) discute cómo la política monetaria actúa con distintos rezagos para los diversos sectores de la economía, con lo cual un diseño óptimo de la misma debería actuar en términos de sus incidencias sectoriales, a fines de generar impactos efectivos sobre la actividad global. Esto implicaría, por una parte, una mayor sensibilidad de su regla a cambios en aquellos sectores con retardos más cortos y, por otro lado, una menor proactividad de la misma a la dinámica de los sectores que muestren mayores (o inciertos) rezagos a las medidas de carácter monetario. Tales mecanismos se verían amplificados, de acuerdo con el estudio, ante la presencia de nexos estrechos entre los distintos estratos productivos, lo que incidiría en que la toma de decisiones

4 En este trabajo, el autor supone que: 1) la inflación futura (tiempo $t+1$) reacciona a la brecha del producto previa (período t) y 2) la brecha del producto responde, en el período $t+1$, a la postura de política monetaria en t (medición del rezago). Ello implicaría que a los bancos centrales les tomaría dos períodos ($t+1$ y $t+2$) para controlar el producto a partir de un cambio monetario en t (hecho que no se produciría si no existiese el rezago de política), lo que reduciría el margen de acción de la autoridad monetaria sobre los precios, en virtud del vínculo de estos con la actividad económica.

por parte de los bancos centrales contemple la evolución de todos los sectores e incida sobre el desempeño de la actividad real en su conjunto.

Para el caso venezolano, la diversidad en los principales hallazgos vinculados al rezago monetario sugiere que su estudio sea dirigido bajo estas nuevas tendencias en la literatura. En ese sentido, vale destacar la evidencia ofrecida por Arreaza *et al* (2001), quienes señalan que los precios internos exhibían respuestas significativas entre el segundo y el veinteavo mes posterior a un choque en el crédito interno del BCV. Por otro lado, Pagliacci *et al* (2011) afirmaron que solo la ocurrencia de choques considerables y simultáneos en la tasa interbancaria y en el marcador de la política monetaria pudiesen generar leves secuelas sobre la actividad económica en Venezuela, en cuyo caso serían visibles luego de cuatro meses de ocurridos tales eventos.

Bibliografía

Arreaza, A., Ayala, N. y Fernández, M. (2001). *Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Venezuela*, Serie Documentos de Trabajo 34, Banco Central de Venezuela.

Batini, N. y Nelson, E. (2002). *The Lag from Monetary Policy Actions to Inflation: Friedman Revisited*. Bank of England, Discussion Paper N°6.

Bernanke, B. y Mishkin, F. (1997). *Inflation Targeting: A new framework for monetary policy?* NBER working paper 5893.

Boivin, J., Kiley, M. y Mishkin, F. (2011). *How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?* Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2010-26.

Cagan, P. y Gandolfi, A. (1969). The Lag in Monetary Policy as Implied by the Time Pattern of Monetary Effects on Interest Rates. *American Economic Review*, 59, pp. 277-284.

Catão, L., Laxton, D. y Pagan, A (2008). *Monetary Transmission in an Emerging Targeter: The Case of Brazil*. IMF Working Papers 08/191.

Culbertson, J.M. (1960). Friedman on the Lag in Effect of Monetary Policy. *Journal of Political Economy*, 18, pp. 617-621.

Fang, W. y Miller, S (2011). The Lag on Effect of Inflation Targeting and Policy Evaluation. *Applied Economics Letters*, 18, pp. 1371-1375.

Flamini, A. (2012). *Transmission Lags and Optimal Monetary Policy*. Università di Pavia, Working Paper 166.

Friedman, M. (1961). The Lag Effect of Monetary Policy. *Journal of Political Economy*, 69, pp. 447-466.

Fukunaga, et al (2011). *The Quartley Japanese Economic Model (Q-JEM): 2011 version*. Bank of Japan Working Paper Series 11-E-11.

García, C. (2005). The Monetary Transmission Mechanism in Chile: a Medium-sized Macroeconometric Model. *General Equilibrium Models for the Chilean Economy*, Banco Central de Chile.

Havráněk, T. y Rusnák, M. (2012). *Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis*. Czech National Bank Working Paper N° 10.

Kilponen, J. y Leitemo, K. (2011). Transmission Lags and Optimal Monetary Policy. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35, pp. 565-578.

Nishiyama, S. (2009). *Monetary Policy Lag, Zero Lower Bound, and Inflation Targeting*. Bank of Canada Working Paper 2009-2.

Pagliacci, C., Chirinos, A. y Barráez, D. (2011). *Algo más sobre el canal de crédito en Venezuela: un enfoque estructural con restricciones de signo*, Serie Documentos de Trabajo 122, Banco Central de Venezuela.

Pruski, J. y Szpunar, P. (2008). The Monetary Transmission Mechanism in Poland. BIS papers N° 35.

Van Els, P., Locarno, A., Mojon, B. y Morgan J. (2003). New Macroeconomic Evidence on Monetary Policy Transmission in the Euro Area. *Journal of the European Economic Association*, 1, pp. 720-730.

bcv **VOZ**
económico

PRESIDENTE

Nelson J. Merentes D.

PRIMER VICEPRESIDENTE GERENTE

Eudomar Tovar (e)

GERENTE DE COMUNICACIONES

INSTITUCIONALES

Maritza Balza de Chacón (e)

GRUPO EDITOR

Luis E. Rivero M.

Omar Mendoza

Maritza Balza de Chacón

Francisco Vallenilla

JEFE DEL DEPARTAMENTO

DE INFORMACIÓN

Maritza Balza de Chacón (e)

DIAGRAMACIÓN

Luzmila Perdomo

CORRECCIÓN

Rosa Arévalo

ISSN: 1315-1407

LOS ARTÍCULOS DE OPINIÓN
NO REFLEJAN NECESARIAMENTE
LA POLÍTICA INFORMATIVA DEL BCV.

EL GRUPO EDITOR
EVALÚA LOS CONTENIDOS
DE ESTA PUBLICACIÓN.