

**LA POLÍTICA MONETARIA:  
TEORÍA Y CASO COLOMBIANO**

**Blanca Zuluaga**

## APUNTES DE ECONOMIA

**ISSN 1794-029X**

Primera edición, marzo de 2004

Editor

Julio Cèsar alonso

[jcalonso@icesi.edu.co](mailto:jcalonso@icesi.edu.co)

Asistente de Edición

Carolina Lasso Quintero

Gestión Editorial

Departamento de Economía - Universidad ICESI

[www.icesi.edu.co](http://www.icesi.edu.co)

tel: 5552334 ext: 398. Fax: 5551441

Calle 18 #122-135 Cali, Valle del Cauca - Colombia

# LA POLÍTICA MONETARIA: TEORÍA Y CASO COLOMBIANO

Blanca Zuluaga<sup>1</sup>

Marzo de 2004

## ***Resumen***

Este documento tiene como objetivo analizar los instrumentos, la orientación y los responsables de la política monetaria en Colombia desde la década de los noventa. Está dirigido principalmente a estudiantes de pregrado de economía, pero por la sencillez del lenguaje, puede ser de utilidad para cualquier estudiante o profesional interesado en la política económica.

**Palabras claves:** Política monetaria, Banco de la República, inflación objetivo.

Apuntes de Economía es una publicación del Departamento de Economía de la Universidad Icesi, cuya finalidad es divulgar las notas de clase de los docentes y brindar material didáctico para la instrucción en el área económica a diferentes niveles. El contenido de esta publicación es responsabilidad absoluta del autor.

---

<sup>1</sup> / Profesora tiempo completo del Departamento de Economía en la Universidad Icesi. El objetivo de estas notas es brindar al estudiante una compilación de los principales conceptos en el estudio de la política monetaria, incluyendo ejemplos para el caso colombiano.

## 1. INTRODUCCIÓN

La política monetaria es uno de los principales medios de intervención del Estado en la Economía, dados los efectos de las modificaciones en la cantidad de dinero sobre la actividad económica. El mecanismo de transmisión monetaria, que ha sido puesto en duda e incluso negado por algunos teóricos de la nueva escuela clásica (Argandoña (1999)), afecta la economía a través de su impacto sobre las tasas de interés y la demanda agregada.

En Colombia, el Banco de la República es la autoridad en política monetaria, cuyo objetivo fundamental en el largo plazo es el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda<sup>2</sup>, coordinado con una política macroeconómica general orientada al crecimiento del producto y el nivel de empleo. En efecto, la estrategia reciente (desde octubre de 2000) de la Junta directiva del Banco consiste en fijar anualmente una inflación objetivo y establecer valores de referencia para el nivel de los agregados monetarios necesarios y compatibles con los objetivos para el crecimiento del producto, con el nivel de déficit fiscal y otras variables económicas consideradas en la programación macro concertada con la autoridad económica.

“La orientación de política monetaria en Colombia está determinada entonces por la meta de inflación, el panorama general de la economía y el comportamiento de los agregados monetarios”<sup>3</sup>. Adicionalmente, la estrategia actual contempla el establecimiento de una senda de crecimiento de la base monetaria o "línea de referencia", dada la relación estable en el mediano y el largo plazo entre la inflación y la base monetaria.

---

<sup>2</sup> / Para cumplir con este objetivo, la junta del Banco de la República establece cada año metas de inflación, con tendencias decrecientes desde 1991. La prioridad que se le ha dado a la inflación como objetivo de política económica ha sido duramente criticada por algunos analistas quienes opinan que estas medidas son contraproducentes en épocas de alto desempleo y bajo crecimiento económico.

<sup>3</sup> / Informe al Congreso de la República, marzo 2001.

## **2. APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA**

### **2.1. Entre junio de 1997 y octubre de 2002**

El objetivo final de la política monetaria en Colombia es controlar la inflación (desde la Constitución de 1991 especialmente), pero dado el rezago entre las acciones de la política monetaria y este objetivo final, se decidió establecer un objetivo intermedio, que en el caso de Colombia durante el período en mención, era la base monetaria (desde junio de 1997). Esta variable cumple las condiciones de un objetivo intermedio adecuado: relación estable y predecible con la inflación, rezago no significativo entre las acciones del banco y el nivel deseado de la variable y factibilidad de que la autoridad monetaria controle su evolución<sup>4</sup>.

Una vez determinado el objetivo intermedio, se elegía cada año un instrumento de política monetaria que llevara la base monetaria al nivel deseado de acuerdo a su relación con la inflación (objetivo final); en Colombia el instrumento más utilizado para suministrar liquidez son las Operaciones de Mercado Abierto (OMA)<sup>5</sup>; así, cuando se requiere aumentar la liquidez, el Banco compra títulos de deuda pública en el mercado interbancario y cuando se requiere disminuir la liquidez, el Banco vende estos títulos (OMA de Expansión y contracción respectivamente).

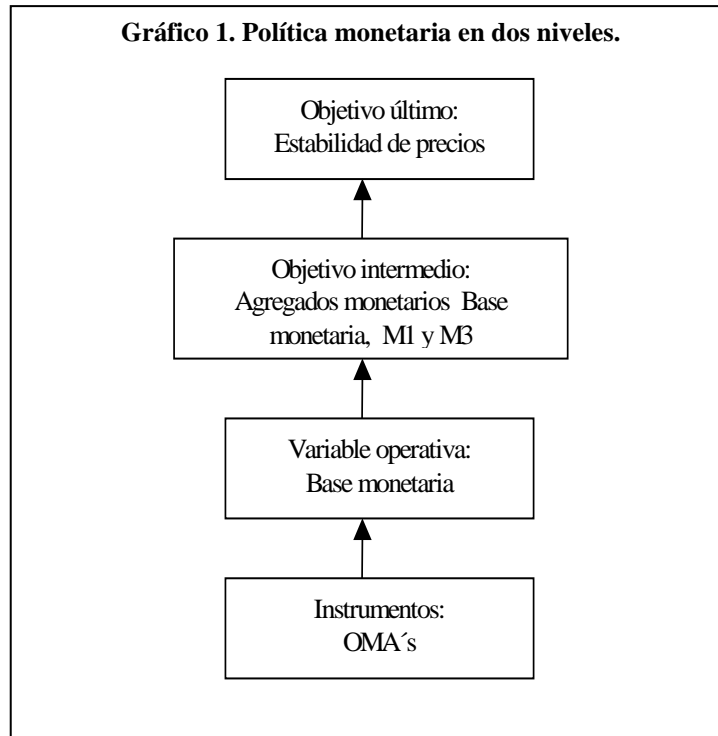
La teoría económica denomina esta manera de aplicación de la política como "control monetario en dos niveles". En primer lugar se determina y es aceptada la relación entre el objetivo último y el objetivo intermedio, de tal manera que si éstos son logrados, se alcanzan también los finales. Cuando se elige la variación deseada de la variable objetivo intermedio, se escoge una variable operativa sobre la que se influirá a través de los instrumentos monetarios. El Gráfico 1 ilustra el caso colombiano: a través de las

---

<sup>4</sup> / Como se verá en los párrafos siguientes, las bondades de la base monetaria como meta intermedia se redujeron considerablemente, lo cual motivó el cambio de estrategia del banco.

<sup>5</sup> / A partir de octubre de 2002, la tasa de interés empezó a ser el instrumento más empleado para regular la liquidez en la economía.

OMA principalmente, el Banco influye en la variable operativa elegida (base monetaria) para por medio de ella alcanzar el objetivo intermedio y por ende el objetivo final.



## 1.2. Desde octubre de 2002 hasta hoy

El uso de los agregados monetarios como meta intermedia, empezó a presentar serias dificultades debido a distintos factores que llevaron a una brusca variación del efectivo y las reservas bancarias (componentes de la base monetaria). Entre estos factores se puede mencionar la imposición del llamado 2 por mil (hoy tres por mil), con el fin de salvar el sistema financiero; las crisis internacionales desde Asia y Rusia hasta Brasil y Argentina, también contribuyeron parcialmente a la distorsión del uso de la base monetaria como objetivo intermedio<sup>6</sup>. Por esta razón, ahora se usan los agregados

<sup>6</sup> La razón por la que las crisis internacionales distorsionan el uso de la base monetaria como objetivo intermedio, es que éstas influyen en las preferencias de liquidez de los individuos, por lo

monetarios como líneas de referencia y no como metas intermedias<sup>7</sup>. Esto es, los agregados dejaron de ser la herramienta primaria de la política monetaria para convertirse en la guía secundaria.

Como se mencionó, a partir de octubre de 2002, el Banco de la República optó por la estrategia de fijar una “inflación objetivo<sup>8</sup>”, con lo cual el mecanismo de operación de la política monetaria dejó de concentrarse en fijar la trayectoria de los agregados monetarios en unos “estrechos corredores”, para orientarse más bien hacia la fijación de las tasas de interés de referencia, nuevo instrumento primario de la política. Para la fijación de dichas tasas de interés, el banco central evalúa el entorno macroeconómico y las metas de inflación, comparándolas con el promedio móvil de 20 - 45 días de los agregados monetarios, los cuales se han ido convirtiendo gradualmente en una herramienta interna del Banco, más que en una señal para el mercado, papel que están asumiendo cada vez con más fuerza las tasas de interés. Se cambió entonces de un esquema de señales vía cantidades (agregados monetarios), a un esquema de precios vía tasas de interés. Este cambio implica una relativa estabilidad de la tasa de interés frente a la variación de los agregados monetarios.

Incluso antes de la adopción de la inflación objetivo en el 2002, desde finales del año 2000, el Banco anuncia mensualmente las tasas de interés de referencia; el sistema funciona de tal manera que las tasas “repo” de expansión o contracción, marcan la senda de la tasa interbancaria (ver el significado de estos instrumentos más adelante).

Además de este sistema de tasa centrales (repos de expansión y contracción), el Banco cuenta con las llamadas tasa lombardas de expansión o contracción (también llamadas tasas punitivas), dirigidas a las entidades con necesidad de cantidades extraordinarias

---

que se dificulta la capacidad de predicción de las tenencias de efectivo por parte del público y de reservas por parte de los bancos.

<sup>7</sup> Según Clavijo (2003), incluso dichas líneas de referencia han perdido relevancia por las innovaciones financieras y por el 3 por mil.

<sup>8</sup> La decisión también estuvo influenciada por la mayor conveniencia que el cambio representaba para el acuerdo con el FMI, que durante el 2001 y 2002 incluyó la tasa de inflación dentro de los criterios de desempeño o metas exigidas, a través del establecimiento de rangos para esta variable.

de liquidez. Con este mecanismo el Banco otorga o restringe la liquidez en forma ilimitada.

Más recientemente, la estrategia del Banco se ha orientado a la fijación de un rango de inflación objetivo, en vez de una tasa única. En el año 2002 la meta de inflación no se cumplió, debido principalmente a la devaluación- que encarece los bienes e insumos importados – y por el aumento en los precios de la papa. El riesgo de no cumplir la meta en el año 2003 es muy alto, dados los resultados anunciados por el Dane para el primer trimestre del año. El Banco decidió que era más sano para la economía, y para proteger la credibilidad en los anuncios de la institución, establecer rangos de inflación. Con esta medida se permite cierto margen de movilidad a la tasa de inflación anunciada, protegiendo el cumplimiento de la meta de las posibles perturbaciones – como las de la papa en el año 2002– imposibles de prever y controlar por parte del Banco. Para el 2003 el rango está fijado entre 5% y 6%, y para el año 2004 entre 3.5% y 5.5%<sup>9</sup>.

### **3. ALGUNOS APUNTES TEÓRICOS: LA OFERTA MONETARIA Y EL MULTIPLICADOR DEL DINERO**

El dinero es un instrumento financiero de alta liquidez aceptado como medio de pago, es una unidad de cuenta y se considera un depósito de valor, esto es, una reserva de valor que permite efectuar pagos futuros. El efectivo en poder del público (billetes y monedas en poder del público) (E) y los depósitos bancarios en cuenta corriente (D) conforman la oferta monetaria (M) o medios de pago, la cual es controlada por el Banco Central principalmente a través de la base monetaria<sup>10</sup> (B). La base se compone a su vez del efectivo en poder del público y de las reservas sobre depósitos que los bancos deben mantener bien sea en el Banco Central o en sus cajas fuertes (R). Esto es:

$$M = E + D \quad (1)$$

$$B = E + R \quad (2)$$

<sup>9</sup> La meta de inflación de largo plazo establecida por el banco es de 3%.

<sup>10</sup> / También llamada dinero de alta potencia, dinero primario o expansión primaria de dinero.



El efectivo es un pasivo del Banco Central y los Depósitos son un pasivo de los bancos comerciales. Las reservas son un porcentaje de los depósitos de los individuos y las empresas, y actúan como el respaldo de dichos depósitos. La relación entre la oferta y la base monetaria es el multiplicador del dinero.

$$\frac{M}{B} = \frac{E + D}{E + R}$$

Dividiendo cada uno de los términos del lado derecho de la ecuación por los depósitos se obtiene:

$$M = \frac{e + 1}{e + r} B \quad (3)$$

Donde  $e = \frac{E}{D}$  y  $r = \frac{R}{D}$ . La base monetaria corresponde entonces, a los pasivos monetarios que utilizan los intermediarios financieros como base para multiplicar la oferta monetaria por medio del crédito. La ecuación (3) representa la oferta monetaria o medios de pago en términos de sus principales determinantes. El multiplicador ( $m$ ) es entonces:

$$m = \frac{e + 1}{e + r}$$

Este multiplicador indica la cantidad de unidades de dinero que se genera ante un incremento en una unidad de base monetaria. A mayor coeficiente de reservas menor es el multiplicador, y cuanto mayor sea el cociente efectivo - depósitos, menor será el multiplicador. El cociente entre efectivo y depósitos ( $e$ ) depende de las preferencias y costumbres de pago del público, y no es directamente determinada por el Banco Central; depende básicamente de la relación costo - beneficio de poseer efectivo<sup>11</sup>.

---

<sup>11/</sup> Las teorías de la demanda de dinero asocian los costos de poseer efectivo con la tasa de interés, el tiempo empleado en ir al banco o a la disponibilidad de cajeros automáticos, entre otros; y los beneficios se refieren a la facilidad para realizar transacciones y al hecho de que el dinero es un activo seguro (en economías sin hiperinflación).

En cuanto al coeficiente de reservas, el Banco Central determina su nivel de acuerdo a las necesidades de control de la oferta monetaria, lo disminuye para aumentar el multiplicador y por esta vía la oferta o lo aumenta para obtener el efecto contrario. Además de las reservas exigidas por el Banco Central, en algunas ocasiones los bancos mantienen exceso de reservas para responder a situaciones imprevistas como pánicos financieros en los cuales los depositantes retiran masivamente sus depósitos. Este exceso de reservas depende inversamente de los tipos de interés de mercado, a mayor tipo de interés, menor incentivo tienen los bancos para mantener reservas, las cuales no rinden intereses.

### 3.1. Creación primaria de dinero

La creación de la oferta monetaria o medios de pago se realiza en dos etapas, una de ellas corresponde a la llamada emisión primaria que realiza el Banco de la República al contraer obligaciones monetarias con los individuos y los bancos comerciales; **(compra de divisas que aumentan las reservas internacionales y el nivel necesario para transacciones, crecimiento del PIB)** la otra etapa se denomina creación secundaria de dinero y es llevada a cabo por los bancos comerciales otorgando créditos al público. Como se verá más adelante esta creación de dinero secundario depende del multiplicador monetario. La primera etapa de la creación de dinero se puede ilustrar a través del análisis del balance del Banco de la República que se muestra en el cuadro 1.

**Cuadro 1. Resumen de activos y pasivos del Banco de la República. Diciembre 2001.**

ACTIVOS	MM de \$	PASIVOS	MM de \$
1. Reservas	23.178,6	1. Pasivos no monetarios <sup>3</sup>	162,7

internacionales de caja (netas)	4.226,9	2. Base Monetaria	11.647,9
2. Crédito interno <sup>1</sup>	1.241,7	3. Otros pasivos	581,8
3. Otros activos netos <sup>2</sup>			
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>28.647,2</b>	<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>12.392,4</b>
		Patrimonio	<b>16.254,8</b>
		<b>PASIVOS + PATRIMONIO</b>	<b>28.647,2</b>
Notas:			
1/ Incluye crédito al Gobierno Nacional Tesorería, Resto del sector público, Bancos, y otros intermediarios financieros			
2/ Incluye otros activos y pasivos sin clasificar.			
3/ Corresponde a las OMA, Certificados de Cambio y otros títulos.			
<b>Fuente: Banco de la República.</b>			

Las reservas internacionales son el componente más importante de los activos del Banco de la República, pues éste es el principal comprador y vendedor de divisas en el país. Las reservas pueden ser usadas para financiar pagos al exterior (por ejemplo por importaciones) o para intervenir en el mercado cambiario y defender la tasa de cambio cuando sea necesario<sup>12</sup>. Las reservas internacionales son el resultado de las transacciones que un país realiza con el exterior: las que producen ingresos de divisas son las exportaciones, los créditos de bancos extranjeros, las transferencias hechas por colombianos en el exterior, y la inversión extranjera en el país, entre otras; las

<sup>12</sup> / A finales de 1999 el Banco de la República elimina el mecanismo de la banda cambiaria para controlar la fluctuación de la tasa de cambio; de ahí en adelante el Banco tiene como política intervenir lo menos posible en el mercado cambiario, y controla la volatilidad de la divisa a través del sistema de subastas de derechos de compra o venta de dólares cada vez que la tasa representativa del mercado esté por lo menos 5% por encima o por debajo de su promedio móvil de los últimos 20 días.

transacciones que disminuyen las divisas son las importaciones, los pagos de intereses de las deudas contraídas en el exterior, y los giros de colombianos desde el interior hacia el exterior, entre otras. Las variaciones en las reservas internacionales afectan la base monetaria, por ejemplo, cuando el Banco debe emitir nuevas obligaciones monetarias para cubrir la diferencia entre las divisas que compra y vende (cuando la compra es superior a la venta).

Otro componente es el crédito interno, el cual está estrictamente regulado en Colombia. La ley prohíbe al Banco otorgar préstamos a particulares; los denominados préstamos de descuento a las entidades financieras son permitidos en casos de problemas en la liquidez del sistema financiero (el Banco Central es prestamista de última instancia del gobierno y del sistema financiero); por su parte, los préstamos al gobierno sólo se permiten en caso de extrema urgencia. Como se verá más adelante, el Banco Central puede afectar la base monetaria, afectando el volumen de préstamos de descuento otorgados a las entidades financieras, a través de la modificación de la tasa de descuento.

En cuanto a los pasivos, aparece la base monetaria como la principal obligación del Banco de la República para con el resto de agentes económicos. Los pasivos no monetarios representan menos del 1% del total; este bajo porcentaje, comparado con el correspondiente a años anteriores, se debe a una reclasificación elaborada por el Banco a partir de 1995, en la cual muchos de los pasivos que se consideraban no monetarios, pasaron a formar parte de la Base, pues las transformaciones e innovaciones del sistema financiero los convirtieron en pasivos líquidos<sup>13</sup>.

Resumiendo, en el lado izquierdo del balance (activos) se encuentran las reservas internacionales (RI) y los créditos otorgados por el Banco de la República (CR), y en el lado derecho (pasivos) aparecen los pasivos no monetarios y los pasivos monetarios o

---

<sup>13</sup> / Se empezaron a clasificar como pasivos monetarios el encaje de los depósitos fiduciarios y los depósitos de las CAV en el Banco de la República, antiguos títulos de encaje considerados anteriormente pasivos no monetarios. Tenga en cuenta que éste fue solamente un aumento estadístico y no representa un aumento en la liquidez de la economía.

base monetaria (efectivo y reservas). Así, podemos deducir que la base monetaria equivale a:

$$B = RI + CR + \text{Otros activos} - PNM - \text{Patrimonio} - \text{Otros pasivos} \quad (4)$$

El Banco de la República crea base monetaria mediante el incremento de sus activos o mediante la reducción de sus pasivos no monetarios. La base monetaria aumenta cuando el Banco Central compra divisas, otorga crédito o disminuye el nivel de las Operaciones de Mercado abierto (OMA - Pasivos no monetarios), y viceversa.

En algunos casos, las variaciones en los componentes del balance se compensan sin causar modificación alguna en la base monetaria; por ejemplo, cuando los cambios en las RI provienen de variaciones en la tasa de cambio, no afectan la base, pues no implican emisión de nuevas obligaciones financieras y se compensa con ajustes de ciertos pasivos no monetarios denominados en dólares, tales como los certificados de cambio y los títulos canjeables. En el caso de los créditos otorgados, éstos se pueden modificar sin alterar la base monetaria cuando la causa de la variación es la necesidad de realizar un pago al exterior; el gobierno hace un retiro de su cuenta corriente con el Banco de la República (lo que es equivalente a un incremento en el crédito al gobierno), pero éste se ve compensado por una disminución de las reservas internacionales.

En síntesis, los cambios en la base monetaria ocurren solamente con la participación del sector privado (individuos y bancos comerciales) o las entidades públicas diferentes al Gobierno Central. Las transacciones entre el Gobierno Central (a través de movimientos en su cuenta corriente del Banco Central), el sector externo y el Banco de la República se compensan entre sí.

### **3.2. Creación secundaria de dinero: el multiplicador monetario**

Ahora bien, la creación secundaria del dinero que llevan a cabo los bancos comerciales, se origina en los préstamos que realizan estas entidades al público en general, con el

dinero proveniente de los depósitos de los agentes económicos. Los bancos conservan como reservas parte de dichos depósitos, (encaje) de acuerdo a la reglamentación del Banco Central, y el resto lo ofrecen para crédito. El M3 es el medio de pago más amplio de la economía colombiana y está compuesto por el efectivo más la totalidad de pasivos sujetos a encaje en poder del sistema financiero, es decir, el dinero utilizado para emisión secundaria, de ahí su relación con el crecimiento de la cartera y el portafolio de inversiones del sistema financiero.

Suponga que en una economía los depósitos iniciales son de \$6.000, y el Banco Central ha establecido un porcentaje sobre reservas (encaje bancario) del 30%. Para estimar la creación secundaria de dinero, es útil emplear el esquema del balance simplificado de los bancos comerciales, así:

Activos		Pasivos
Reservas \$1.800		Depósitos \$6.000
Créditos \$4.200		

La oferta monetaria aumenta en \$4.200 cuando el banco comercial otorga el crédito al público, pues los medios de pago antes del préstamo eran \$6.000 (depósitos iniciales), pero ahora el público tiene además \$4.200 en efectivo. Adicionalmente, si el prestamista no convierte en efectivo la totalidad del préstamo, sino que los deposita nuevamente en el sistema financiero, la creación de dinero continúa. Los bancos ahora cuentan con \$4.200 más de depósito para otorgar préstamos, deduciendo obviamente el valor de las reservas. Ahora tendríamos:

Activos		Pasivos
Reservas \$1.260		Depósitos \$4.200
Créditos \$2.940		

Los pasos siguientes son:

Activos		Pasivos		Activos		Pasivos	
Reservas \$	882	Depósitos \$	2.940	Reservas \$	617,4	Depósitos \$	2.058
Créditos	\$2.058			Créditos	\$1.440,6		

El proceso de creación secundaria de dinero continúa hasta que se agota la capacidad de otorgar créditos adicionales a partir de los depósitos iniciales. Esto es:

Depósito Inicial:	6.000
Primer préstamo:	$(1-r) \times 6.000$
Segundo préstamo:	$(1-r) \times [(1-r) \times 6.000]$
Tercer préstamo:	$(1-r) \times \{ (1-r) \times [(1-r) \times 6.000] \}$
Cuarto préstamo:	$(1-r)^4 \times 6.000$
	.
	.
	.
<hr/>	
Oferta total de dinero =	$[1 + (1-r) + (1-r)^2 + (1-r)^3 \dots] \times 6.000$
	$= [1 / r] \times 6.000$

Los bancos han creado \$14.000 **adicionales** de medios de pago.

Esta operación corresponde a la solución para una serie geométrica infinita:
Sea $Z = 1 + (1-r) + (1-r)^2 + (1-r)^3 \dots$
Multiplicando ambos términos de la ecuación por $(1-r)$ tenemos:
$(1-r)Z = (1-r) + (1-r)^2 - (1-r)^3 - (1-r)^4 \dots$
Restando la segunda ecuación a la primera:
$Z - [(1-r)Z] = 1$
$Z [1 - (1-r)] = 1$
$Z = 1 / 1 - (1-r)$
Entonces,
$Z = 1/r$





#### 4. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA

Existen diferentes instrumentos que el Banco Central puede emplear para controlar la oferta monetaria e intervenir en las fluctuaciones económicas. Las Operaciones de Mercado Abierto (OMAS) son el instrumento más común empleado en Colombia y la mayoría de países del mundo; el Banco también cuenta con el coeficiente de reservas - mencionado en el apartado anterior - y con la tasa de descuento, que corresponde a la tasa de interés establecida para los préstamos y **captaciones de los excesos de liquidez** del Banco Central a los bancos comerciales.

##### 4.1. Operaciones de Mercado Abierto – OMAS

Las OMAS son consideradas como el mejor instrumento para modificar la oferta monetaria. Cuando el Banco Central desea suministrar liquidez **en forma temporal o permanente** a la economía compra títulos de deuda pública en el mercado, ampliando así la base monetaria; si por el contrario percibe un exceso de liquidez en la economía, el Banco vende títulos de deuda en el mercado (política monetaria restrictiva).

Son varias las ventajas que hacen de este instrumento, uno de los favoritos para el manejo de la política monetaria<sup>14</sup>. En primer lugar el Banco Central puede tener completo control sobre la cantidad de OMAS en el mercado; dada su flexibilidad y precisión, se pueden amoldar fácilmente a las necesidades del mercado tanto de mayor liquidez como de contracción monetaria. Las OMAS permiten al Banco realizar operaciones de gran tamaño fácilmente reversibles, en caso de errores en la predicción. A diferencia de la tasa de descuento o los encajes, este instrumento no implica trámites administrativos, ni impuestos o subsidios. Finalmente, por responder a criterios de mercado, agilizan y diversifican el mercado monetario.

##### a. Las OMAS de expansión

Son las empleadas por el Banco para aumentar la cantidad de dinero, comprando títulos para inyectar la liquidez que sea necesaria. Este tipo de intervención tiene dos formas:

---

<sup>14</sup> / Tomado de Revista Banco de la República, enero 2001.

a.1. Las OMAs transitorias (REPO): corresponden a la compra temporal de papeles financieros con pacto de reventa, la cual tiene vigencia durante un determinado período **corto** de tiempo (un día, siete días, etc.). Cuando se cumple el período establecido, el Banco de la República debe revender de nuevo los títulos a las entidades a las cuales se los compró.

En algunas ocasiones el Banco quiere destinar sólo una cantidad limitada a la compra de títulos (cupo), y en otros no establece ningún límite. En el primer caso, el Banco realiza una subasta, en la que el cupo establecido se reparte entre las entidades financieras que ofrezcan mejores tasas. En el segundo caso, el Banco define la tasa a la cual presta sus recursos.

a.2. Las OMAs permanentes: la compra de títulos de deuda pública del gobierno (TES) por parte del Banco es definitiva y la liquidez queda en poder del público de manera permanente.

#### **b. Las OMAs de contracción**

El Banco de la República hace estas operaciones para disminuir la cantidad de dinero, vendiendo títulos al público. Existen dos formas de realizar esta intervención:

b.1. Las OMAs transitorias (REPO en reversa): consiste en la venta temporal de papeles financieros con pacto de recompra, que tiene vigencia durante un determinado período de tiempo. Al cabo del período establecido, el Banco de la República debe comprar de nuevo los títulos a las entidades a las cuales se los vendió.

b.2. Las OMAs permanentes: la venta de títulos de deuda pública es definitiva.

#### **4.2. Tasa de descuento**

Cuando el Banco desea aumentar la oferta de base monetaria, disminuye el precio de los préstamos que le otorga a los intermediarios financieros, (tasa lombarda de

expansión) los cuales se denominan préstamos de descuento. Por el contrario, si el Banco aumenta la tasa de descuento, disminuye la cantidad de préstamos a las entidades financieras. En Colombia, el Banco de la República no acostumbra el uso de la política de descuento como herramienta de política monetaria, debido a que ésta puede dificultar el control de la oferta monetaria, en la medida en que los préstamos no son totalmente controlados por el Banco y dependen básicamente de la demanda de las entidades de crédito. Así pues, este instrumento es conveniente sólo en situaciones de urgente auxilio de liquidez a los bancos comerciales. La preferencia es controlar la cantidad y no el precio.

### 4.3. Requerimientos de Reserva

Como se mencionó, los bancos comerciales deben dejar congelados (no utilizar para crédito) parte de los depósitos que reciben del público; pueden mantener estas reservas, bien sea en efectivo en sus cajas, o bien en sus cuentas en el Banco Central. El porcentaje de encaje no es el mismo para todos los tipos de depósito (cuentas de ahorros, cuentas corrientes, CDT, etc.), sino que varía dependiendo de su grado de liquidez; por ejemplo, las cuentas corrientes tienen un encaje más alto que los CDT, pues los depositantes pueden disponer de su dinero en cualquier momento y sin restricciones.

El Banco Central puede utilizar el encaje para aumentar o disminuir la cantidad de dinero que circula en la economía. Cuando el encaje sube, las entidades financieras cuentan con menos recursos para prestar, por lo tanto entra menos dinero a circular y se disminuye la liquidez en la economía **por intermedio de la creación secundaria**. Por el contrario, cuando el Banco de la República baja los porcentajes de los encajes, los intermediarios financieros tienen más dinero disponible para préstamos, por lo cual la cantidad de dinero en circulación **implícita en el M3** aumenta.

Al modificar el encaje o requerimientos de reserva, el Banco Central está afectando el multiplicador monetario. Recuerde la ecuación (3), la cual implica que un incremento en el encaje (mayor “ $r$ ”) ocasiona una contracción de la oferta monetaria y viceversa.

Aunque su efectividad como herramienta de política es alta, este instrumento presenta una serie de desventajas tales como:

- No puede utilizarse para realizar pequeñas modificaciones de la oferta monetaria, pues un ligero cambio en el encaje ocasiona una considerable variación en la oferta de dinero.
- Puede ocasionar problemas inmediatos de liquidez a **entidades financieras** que no cuentan con **las suficientes reservas y deben disminuir rápidamente la cantidad de créditos otorgados, encareciendo el precio (i)**.
- Encajes fluctuantes generan incertidumbre y pueden afectar la competitividad del sector financiero; además son fuente de inestabilidad jurídica.

Por estas desventajas, el encaje es más un instrumento para garantizar a los depositantes la disponibilidad de sus recursos, que uno para regular la cantidad de dinero o la liquidez en la economía.

## 5. EL BANCO CENTRAL DE COLOMBIA - EL BANCO DE LA REPÚBLICA

El Banco de la República fue creado en 1923. Desde su creación hasta nuestros días ha sufrido numerosos cambios, el más reciente de los cuales se remonta al año 1991, donde se le otorga la independencia como autoridad monetaria con funciones específicas orientadas a la estabilidad cambiaria y de precios. La independencia del Banco limita la capacidad de señoreaje (emitir para financiar gasto) por parte del gobierno. En esta medida, la independencia implica que, si bien las acciones del Banco deben estar obligatoriamente coordinadas con las metas macroeconómicas del gobierno, no están supeditadas a las necesidades de financiamiento del mismo.

Esta medida ha recibido críticas y alabanzas. Las críticas están encaminadas a señalar el Banco Central como un organismo alejado del compromiso de obtener el crecimiento y desarrollo; la independencia impide emplear una herramienta que eventualmente podría ayudar a resolver los problemas de baja demanda causantes del alto desempleo: la emisión. Los defensores de esta medida arguyen que si ésta se toma por una sola

vez y en una medida adecuada, podría funcionar sin alterar a niveles preocupantes la inflación.

Por otro lado, los defensores de la independencia del banco, exponen que esto evita la tentación al gobierno de emplear el señoreaje para resolver problemas de financiamiento, con consecuencias nocivas hasta el punto de alcanzar niveles hiperinflacionarios. La posibilidad del señoreaje podría incentivar a los gobiernos a no resolver los problemas fiscales de raíz, con lo cual el problema de desequilibrio fiscal persistiría.

### **Funciones del Banco de la República<sup>15</sup>**

La principal función del Banco es la de **emitir moneda legal**. Antes de 1992, el Banco podía otorgar créditos fácilmente tanto a privados como al gobierno. Después de la ley en mención, se prohíbe categóricamente al Emisor otorgar créditos a entidades privadas. Esta prohibición no incluye los créditos de apoyo transitorio de liquidez a los establecimientos de crédito en cumplimiento del papel de prestamista de última instancia.

En cuanto al crédito del Banco de la República al Gobierno, aunque el nuevo régimen no lo prohíbe, sí establece condiciones muy rigurosas para su concesión. En efecto, se establece que este tipo de crédito debe limitarse a casos de extrema necesidad, y se requiere la aprobación unánime de todos los miembros de la Junta Directiva.

No obstante, es importante señalar que la Constitución dejó abierta la posibilidad de que el Banco pueda continuar adquiriendo en el mercado secundario títulos de deuda emitidos por el Gobierno (Operaciones de Mercado Abierto). De esta forma no es el Banco el que financia directamente al Gobierno, sino los particulares que han comprado estos títulos. La idea es que las transacciones de títulos de deuda pública que realice el Banco de la República respondan a las necesidades de liquidez de la economía y al cumplimiento del nivel deseado de los agregados monetarios para cumplir el objetivo de inflación establecido anualmente, y no que se realicen para responder directamente a

---

<sup>15</sup> Consultado en documentos oficiales del Banco de la República publicados en la página web [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co).

las necesidades de financiación del gobierno; con ello se evita ir en detrimento de la independencia del Banco Central.

Adicionalmente, el Banco de la República recibe los dineros que le consignan las entidades financieras para cumplir con el requisito de reserva bancaria que sirve para regular la capacidad de crédito del sistema y para respaldar la liquidez de la economía<sup>16</sup>.

Así mismo, el Banco de la República ejerce un seguimiento de la operación bancaria con base en la información que obtiene de las actividades de todas las entidades que conforman el sistema financiero, y en su permanente contacto con la Superintendencia Bancaria. Ello le permite al Emisor ejercer permanente evaluación de las operaciones del sector, con lo cual amplía su capacidad para establecer las políticas de control y orientación de la actividad de intermediación financiera.

Además de ser la autoridad monetaria, el Banco es la autoridad cambiaria, por lo cual participa en el diseño y definición de la política en materia de tasa de cambio y movimiento de capitales internacionales. Al Banco de la República le corresponde administrar las reservas internacionales del país incluyendo el manejo, inversión, depósito de custodia y disposición de los activos de reserva.

---

<sup>16</sup> / El Banco de la República también agiliza las operaciones y el manejo bancarios a través de la llamada "Cámara de Compensación". Ésta Cámara permite establecer rápidamente en cuánto

## BIBLIOGRAFÍA

- Argandoña A., Gámez C. y Mochón F. (1999) Macroeconomía Avanzada II. Mc Graw Hill. España.
- Banco de la República. Informe al congreso. Marzo de 2001.
- Banco de la República, Revistas de junio de 1995, enero 1997, febrero de 2001.
- Blanchard, O. (2001). Macroeconomía. Prentice Hall, Segunda edición.
- Clavijo, S. (2000). Reflexiones sobre política monetaria e inflación objetivo en Colombia. Borradores de Economía, Banco de la República.
- Clavijo S. (2003). Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991 – 2002). Borradores de Economía, Banco de la República.
- Dornbush R, Fischer S. y Startz R. (1998). Macroeconomía. Mc Graw Hill. Séptima edición,
- Lora E., Steiner R. y Ocampo J.A. (1994). Introducción a la Macroeconomía colombiana. Tercer mundo editores.
- Mankiw G. (2000). Macroeconomics. Worth publishers. Fourth edition.

---

quedan los depósitos de las entidades financieras en el Banco Central al final de cada día, después de realizar el intercambio de cheques entre ellas.

**ANEXOS****Anexo 1. Evolución de los agregados monetarios en Colombia.**

Fecha	M1	Creci- miento	Base Monetaria	Creci- miento	Efecti vo	Creci- miento	M3 2/	Creci- miento
1994	6,419.0		5,634.4		2,270. 0		24,623.9	
1995	7,717.8	20.2%	6,267.1	11.2%	2,873. 3	26.6%	31,900.8	29.6%
1996	8,992.8	16.5%	6,627.6	5.8%	3,240. 1	12.8%	41,299.2	29.5%
1997	10,948. 0	21.7%	8,287.1	25.0%	4,102. 3	26.6%	52,334.7	26.7%
1998	10,526. 5	-3.9%	6,923.1	-16.5%	4,603. 5	12.2%	56,456.7	7.9%
1999	12,856. 8	22.1%	9,739.6	40.7%	6,049. 1	31.4%	60,147.6	6.5%
2000	16,768. 9	30.4%	10,710.4	10.0%	7,293. 3	20.6%	61,762.0	2.7%
2001	18,737. 0	11.7%	11,647.9	8.8%	8,349. 4	14.4%	68,278.5	10.6%

Fuente: Banco de la República



**Anexo 2. Principales Activos financieros. Colombia, 2001.**

<b>Total Activos Financieros</b>	<b>78.438,7</b>	
<b>1. Cuasidineros</b>	<b>43.437,0</b>	<b>55.4%</b>
Depósitos de ahorro	19.192,2	44.2%
CDT sistema financiero	24.244,8	55.8%
<b>2. Otros activos</b>	<b>33.025,9</b>	<b>42.1%</b>
Aceptaciones bancarias en circulación	50,2	0.2%
CEV	0,0	0%
TES	32.619,2	98.8%
Otros títulos <sup>1</sup>	356,4	1.0%
<b>3. Bonos</b>	<b>1.975,9</b>	<b>2.5%</b>
Notas:		
1/ Incluye Títulos de ahorro de la FEN, TER y Títulos de ahorro cafetero.		
<b>Fuente: Banco de la República.</b>		

**Anexo 3. Oferta monetaria ampliada. Colombia, 2001.**

M1 = (1) + Depósitos en cuenta corriente	18.737,0
(1) Efectivo	8.349,4
(2) Pasivos Sujetos a encaje (PSE)	59.680,5
Depósitos en cuenta corriente	10.387,5
Cuasidineros	43.437,0
Otros <sup>1</sup>	5.856,0
M2 = M1 + Cuasidineros	62.173,9
M3 = (1) + (2)	68.278,5
Notas:	
1/ Incluye depósitos fiduciarios, otros depósitos a la vista, aceptaciones bancarias después del plazo, negociaciones de cartera, cédulas del BCH, bonos del sistema financiero y operaciones de recompra de títulos realizados entre el sistema financiero y entidades no financieras.	
<b>Fuente: Banco de la República.</b>	

Las siguientes ecuaciones resumen e indican la relación entre los diferentes agregados monetarios:

$$M1 = E + D \quad (1)'$$

$$M2 = M1 + \text{Cuasidineros} \quad (2)'$$

$$M3 = E + \text{PSE} \quad (3)'$$

$$R = \alpha \text{ PSE} \quad (5)'$$

$$B = E + \alpha \text{ PSE} \quad (4)'$$

La ecuación (1)' corresponde a los medios de pago, que es equivalente al efectivo más los depósitos en cuenta corriente. Si le sumamos a M1 el valor de los cuasidineros obtenemos M2. La ecuación (3)' representa un agregado monetario más amplio que es igual a la suma del efectivo y los pasivos sujetos a encaje. Las reservas por su parte (ecuación (5)') se refieren al encaje monetario que mantienen los intermediarios financieros con relación al conjunto de pasivos sujetos a encaje. Incorporando la ecuación (5)' a la mencionada definición de base monetaria (Efectivo más reservas), resaltamos que la base está asociada a M3, un agregado más amplio que M1.