

**APUNTES DE ECONOMÍA PARA UN CURSO DE TEORÍA MACROECONÓMICA:
POLÍTICA MONETARIA**

ISABEL CRISTINA BEDOYA CALZADA

PROYECTO DE GRADO II

PROFESOR:

**JULIO CESAR ALONSO
LUIS EDUARDO JARAMILLO**

**UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
SANTIAGO DE CALI
MAYO 20 DE 2014**

APUNTES DE ECONOMÍA PARA UN CURSO DE TEORÍA MACROECONÓMICA: POLÍTICA MONETARIA

Isabel Cristina Bedoya Calzada
Mayo de 2014

RESUMEN:

Este documento presenta el análisis del impacto de la tasa de intervención en las otras diferentes tasas, teniendo una mirada histórica y actual del rol que ejerce el Banco de la República sobre la política monetaria y evaluando la relación que existe con la política cambiaria.

Palabras Clave: Política Monetaria, Banco de la República, Inflación Objetivo, Política Cambiaria.

ABSTRACT:

This document presents the analysis of the impact of the intervention rate in other different rates, having a historical and actual view of the role played by the Central Bank of Colombia on monetary policy and evaluating the relationship with monetary and exchange rate policies.

Key words: Monetary Policy, Central Bank of Colombia, Inflation targeting, Exchange rate policies.

CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. LA POLITICA MONETARIA: UNA VISIÓN HISTÓRICA.....	5
3. LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA.....	7
4. POLÍTICA CAMBIARIA	15
5. CONSIDERACIONES FINALES.....	19
6. REFERENCIAS.....	20

1. INTRODUCCIÓN

Con el paso del tiempo, el estudio de las buenas prácticas de los gobiernos ha ganado mayor relevancia, tanto en el campo social, político, jurídico como económico. Dicho análisis y estudio le corresponde a la rama de estudio de la Política Económica, que se enfoca en encontrar los instrumentos y canales apropiados para alcanzar objetivos básicos para las sociedades. En virtud de ello, a lo largo de la historia ha habido una amplia discusión sobre el papel que deben tener las instituciones del gobierno en el desarrollo de las actividades en el ámbito económico. La doctrina prevaleciente durante mucho tiempo fue la inmortalizada por Adam Smith “laissez faire, laissez passer”, donde la intervención del gobierno se limitaba a la provisión y garantía de los derechos fundamentales de la propiedad. En el otro extremo, la retórica Stalinista de la planeación centralizada presenta la figura de un gobierno que determina cada aspecto de las interrelaciones económicas. Si bien en la actualidad ambos extremos ideológicos han probado ser ineficientes, el debate sobre el grado de intervención del gobierno en la actividad económica prevalece con fuerza luego de la batalla ideológica entre Hayeck y Keynes durante buena parte del siglo pasado.

Así las cosas, con la necesidad por cuenta de la imperfección de los mercados y de las asignaciones de los recursos, pero a la vez con la tradición de ineficiencia en la operación del gobierno en la provisión de algunos tipos de bienes, el estudio de la política económica se convierte en pieza clave en la construcción de los paradigmas de la sociedad moderna. Con ello en mente, este documento propone la siguiente clasificación de la política económica.

- Fiscal
- Monetaria
- Crediticia
- Cambiaria
- Regulatoria

Cada una de ellas busca identificar los canales más eficientes e instrumentos con mayor capacidad para moldear las interrelaciones económicas para el logro de los grandes objetivos económicos del gobierno y la sociedad: mayor crecimiento, mejoras (estabilidad) en el poder adquisitivo, creación de empleo, eficiencia en el uso de los recursos y redistribución de la riqueza (mayor equidad). Sin embargo, el objetivo de este documento

es concentrarse en uno de estas ramas de la política económica, que es la política monetaria, refiriéndonos también a la política cambiaria con el fin de dar un mayor entendimiento de su implementación actual e histórica y su operatividad en el caso colombiano.

El presente documento, hace una narración de la política monetaria, haciendo énfasis al caso colombiano con base al rol que ejerce el Banco de la República, los canales de transmisión de dicha política, la política cambiaria y el trilema. El documento expone los antecedentes de esta política y las variables más influyentes.

Este documento consta de cuatro secciones además de esta introducción. En la segunda sección, se hace una descripción de la política monetaria y su visión histórica. En la tercera, se presenta la política monetaria para el caso colombiano; donde se incluyen las funciones del Banco de la República, el esquema de la inflación objetivo, los canales de transmisión de la política monetaria y su evidencia para Colombia. En la cuarta sección, se habla de la política cambiaria ligado al caso colombiano. La última sección presenta las principales conclusiones y consideraciones.

2. LA POLITICA MONETARIA: UNA VISIÓN HISTÓRICA

La tradición histórica del intercambio creó la necesidad de diferenciar las mercancías de los medios de pago. En un comienzo, algunos productos que cumplían ambos propósitos como el oro o la sal, se convirtieron en el patrón bajo el cual se tazaban todos los intercambios. En este esquema, el control de la oferta de medios de pagos era limitado y se dependía de hallazgos puntuales de estos metales y minerales, elevando la volatilidad en el valor de los medios de pago y por consiguiente, en los diferentes precios en la economía. Este esquema, llevó a la creación de una moneda fiduciaria, donde su valor intrínseco no fuera necesariamente igual a su valor real, de allí nace el papel moneda que hoy utilizamos en los diferentes intercambios de mercancías. Sin embargo, la alta responsabilidad de crear los medios de pago debía recaer en una institución de alta reputación, vigilada y avalada por el gobierno.

En este orden de ideas, la transición fue lenta y tardó varios siglos, en principio con la emisión de bonos de pago respaldados en oro en el Reino Unido, hasta alcanzar a comienzos del siglo pasado el salto final, la abolición del oro como patrón bajo el cual se tazaban todas las monedas. La consolidación de este fenómeno se logró después de que a comienzos del siglo pasado un periodo de escasez del metal produjo elevada volatilidad en precios y una crisis económica y que a raíz de la primera guerra mundial, la economía

Americana se levantara como estandarte de estabilidad. Entonces se asumió su moneda como el patrón de intercambio, reemplazando el uso del oro. Sin embargo, no fue hasta luego de la segunda guerra mundial con la conferencia de Breton Woods¹ que se instauró formalmente el nuevo orden económico mundial, donde se le otorgó la responsabilidad formal de moneda de reserva al dólar americano y por consiguiente, se convirtió en la moneda bajo la cual se calculaba la convertibilidad en términos generales.

Este periodo extenso de transformaciones se apoyó en la creación de instituciones encargadas de manejar la cantidad de dinero en la economía, instituciones que se les confirió la función de Bancos, si bien no de la manera tradicional de la banca comercial: intermediarios entre recursos del público con excedentes y quienes requieren créditos, sino como garante de la disponibilidad de liquidez para la economía, en un símil, el Banco de bancos. Así nacieron los Bancos Centrales, quienes en la mayoría de escenarios son los encargados de la política monetaria (con contadas excepciones por cuenta de decisiones de política que han llevado a la adopción de monedas foráneas como medios de intercambio internos o la creación de monedas compartidas).

La política monetaria ha tenido en su eje central el mantener control sobre la disponibilidad de liquidez en la economía, y de esta forma se comenzó a estructurar su manera óptima de utilización. Así, el objetivo central en un comienzo era el control de los agregados monetarios. Este fenómeno tuvo consigo dos inconvenientes explícitos en la historia económica mundial. El primero, en el periodo entreguerras en Alemania, con la fijación del “estado vital” en el tratado de Versalles², que le impedía a la nación teutona, luego de perder la primera guerra mundial, el desarrollo de muchas actividades que podrían degenerar en usos bélicos, lo cual llevó a que la economía se sumiera en una profunda crisis que fue paliada a partir del señoreaje (emitir dinero para financiar gasto), que procuraba incentivar la demanda y por esta vía reactivar la economía. Sin embargo, en un escenario de oferta limitada, el exceso de liquidez produjo presiones inflacionarias que desencadenaron en hiperinflaciones, que a la postre se constituyeron en fuerzas en contra de las cuales se esbozó la tesis para llegar al gobierno del partido nacionalista alemán.

Este evento se repitió en Latinoamérica en a finales de la década de los 80 y comienzos de los 90. En esta oportunidad el objetivo era producir un choque a la demanda con el objetivo de superar los serios problemas económicos que se presentaron luego de la crisis de deuda (relacionada con el periodo contractivo en la política monetaria de los Estados

¹<http://www.brettonwoodsproject.org/es/2008/02/art-560735/>

²http://www.elhistoriador.com.ar/articulos/mundo/tratado_de_versalles_fin_de_la_primera_guerra_mundial.php

Unidos bajo el liderazgo de Paul Volcker, presidente de la FED). Este escenario, desencadenó en el uso del señoreaje para incentivar la actividad económica y mantener el control político de las diferentes sociedades latinoamericanas. En este periodo, varias de las naciones de la región presentaron hiperinflaciones, evento que produjo un movimiento marcado en la región para promulgar la independencia del Banco Central³, con el objetivo de impedir que el gobierno de turno utilizara la institución para financiar sus programas vía el impuesto más regresivo de todos, la inflación.

Posteriormente, el énfasis de la política monetaria se hizo sobre el control del tipo de cambio, en principio por que se consideraba que este era el ancla inflacionaria de la economía y producía los cambios más importantes en términos de ganancias o pérdidas del poder adquisitivo. Sin embargo, dicho periodo no fue muy extenso y fracasó rápidamente en economías como el Reino Unido y Brasil por cuenta de la acción de especuladores en contra del tipo de cambio. Ello le dio paso a un nuevo régimen de política, uno que se mantiene vigente hasta la fecha pero que enfrenta importantes críticas por cuenta de la crisis financiera internacional. La definición de la política a través de la determinación del costo del dinero: la tasa de interés. En la actualidad, no existe un único régimen de política monetaria, en diferentes economías se utilizan herramientas distintas, y coexisten en algunas, varios de los instrumentos mencionados. En especial, luego de la crisis de 2008-2009, el uso de medidas de acomodación monetaria han llevado a la creación de esquemas mixtos de operación de política, similar al enfoque alemán de pilares duales: tasa de interés para la actividad en el corto plazo, agregados monetarios para la estabilidad en el largo plazo.

3. LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA

En Colombia la política monetaria está a cargo del Banco de la República que por mandato constitucional debe velar por preservar el poder adquisitivo de los colombianos y la sostenibilidad económica. En efecto, la Constitución Política de 1991 estipula la naturaleza de este organismo y sus principales funciones. En su artículo 373 se establece que: “El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. El Banco no podrá establecer cupos de crédito, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos. Las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la junta directiva, a menos que se trate

³ <http://www.itf.org.ar/pdf/lecturas/lectura2.pdf>

de operaciones de mercado abierto. El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares.”

Breve reseña histórica: Banco de la República

El Banco de la República fue creado en 1923, mediante la Ley 25 del mismo año. Desde entonces, esta institución emite la moneda legal colombiana, se le otorgó el rol de prestamista de última instancia, la administración de las reservas internacionales del país y ser el banquero del Gobierno. La Junta Directiva del Banco de la República fue conformada por 10 miembros, quienes venían del sector privado y público; la ley antes mencionada le otorgó a la Junta Directiva estar en control de la regulación monetaria, la fijación de la tasa de intervención y así mismo poder controlar las tasas de interés.

Desde su creación hasta nuestros días ha sufrido numerosos cambios en aras de una economía sana y crecimiento; entre los cambios que se menciona el más reciente 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. Al Banco de la República se le estableció que la principal función es reducir la inflación y mantenerla en niveles bajos, donde ahora la Junta Directiva quedó conformada por 7 miembros: El ministro de Hacienda, cinco miembros permanentes, nombrados por el Presidente de la República por cuatro años, dos de los cuales pueden ser relevados cada cuatro años y por último, el Gerente General del Banco, que es nombrado por los miembros de la Junta Directiva.

Así las cosas, el objetivo actual de la política monetaria se enmarca en el control explícito de la inflación y la estabilidad macroeconómica general, razón por la cual, luego de la crisis económica de finales del siglo pasado, el Banco tomó la decisión de cambiar el esquema que gobierna la política monetaria hacia la implementación de un régimen de inflación objetivo.

Sin embargo, a lo largo de la historia, el régimen de política monetaria se ido ajustando a las condiciones locales y del entorno internacional. Por ejemplo, la política predominante durante buena parte del siglo XX consistió en el control de los agregados monetarios, pero, este estuvo dominado por la política cambiaria a través de un sistema de devaluaciones gota a gota, donde el Gobierno definía el objetivo cambiario y se organizaba una devaluación paulatina para alcanzarlo. Este esquema impidió el manejo independiente de la política monetaria y la supeditó al control cambiario. Finalmente, en la década de los años noventa, el Banco optó por liberar el tipo de cambio en una banda

cambiaría controlada con una pendiente predeterminada, evento que fue aprovechado por especuladores y terminó afectando fuertemente la política monetaria.

A raíz de la crisis hipotecaria y financiera de finales de siglo en Colombia y la presión sobre la tasa de cambio, en septiembre de 1999 el Banco tomó la decisión de liberar el tipo de cambio (permitiendo solamente subastas de volatilidad) y asumió el esquema de inflación objetivo (*inflation targeting*) para regir la política monetaria, el cual se mantiene hasta la fecha y ha recibido el nombre de “Inflación Objetivo Plus”, dado que busca no sólo el control de la inflación sino la sostenibilidad y estabilidad en el comportamiento de la economía.

3.1. Funciones del Banco de la República

La principal función del Banco de la República en Colombia es la de emitir moneda legal. Antes de 1992, el Banco podía otorgar créditos fácilmente tanto a privados como al gobierno, sin embargo, con la Constitución de 1991 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 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.

Finalmente, 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.

3.2. El esquema de Inflación Objetivo

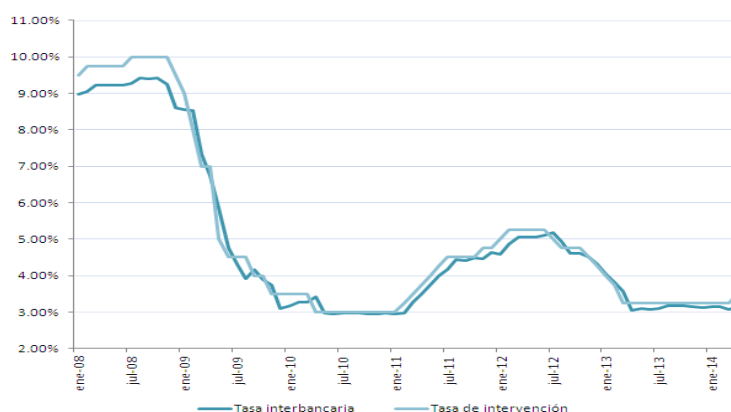
El esquema de inflación objetivo busca mantener el control de la inflación a través de la utilización de la tasa de interés como instrumento de política. En este esquema se plantea que las autoridades no deben centrar su atención en el control de los agregados y oferta monetaria, sino en imponerse una meta de inflación y así anclar las expectativas de los diferentes agentes anunciando un rango de valores sobre el cual la tasa de inflación debe fluctuar. En su eje central, lo que pretende es ajustar las decisiones de gasto en la economía cambiando el costo o precio del dinero, de manera tal que la inversión y consumo se ajusten en la dirección deseada para alterar el nivel general de precios. Este esquema se basa en dos conceptos generales: (i) la existencia de una curva de Philips, relación inversa entre precios y desempleo o visto de otra manera, positiva entre inflación y crecimiento y (ii) la importancia de la tasa de interés en las decisiones intertemporales de los agentes, a medida que se encarece el dinero la gente prefiere postergar consumo para ahorrar o gastar menos y ello se traduce en una reducción en el gasto tanto de inversión como de consumo.

Estas dos piezas fundamentales se encuentran vinculadas a través de dos variables: inflación, determinada en la curva de Philips y crecimiento, determinado en la curva de Demanda Agregada. Sin embargo, el instrumento que genera los cambios en el estado de la economía, distinto a los choques fortuitos, es precisamente la tasa de interés. En principio se puede pensar en esta como el instrumento directo de la política monetaria, de manera tal que si el Banco incrementa la tasa, reduce el apetito por realizar compras e inversiones y por ende reduce el impulso en la demanda agregada que a la vez termina reduciendo la inflación (o viceversa en el caso que decida reducir la tasa de interés). Si bien se reconoce que las decisiones de los agentes no dependen directamente de la tasa de interés que fija el Banco Central y que en muchas oportunidades no dependen de la

tasa de interés del todo, el argumento central es el “costo de oportunidad” donde al final de cuentas termina presentándose la relación deseada.

La tasa de interés que fija la autoridad monetaria actúa como indicador base para la construcción de las tasas de mercado, refiriéndonos específicamente a la transmisión de la tasa de intervención. Esta tasa al variar, hace que se presenten a su vez cambios en las expectativas de inflación, la tasa de cambio real y las tasas de interés de largo plazo. Por otro lado, los cambios en la tasa de interés de corto plazo afectan la inversión y las exportaciones, ésta última vía tasa de cambio. El esquema de tasas del Banco es relativamente complejo y varía entre economías. En el caso particular colombiano, existe una tasa de subasta a la cual el Banco se compromete a entregar (o recoger) todos los recursos demandados (requeridos), pero, a la vez existen unas tasas fuera de las subastas, muy poco utilizadas, donde los bancos pueden acudir a solicitar recursos sin estar sujetos al esquema de otorgamiento de cupos del Banco en la subasta, dichas tasas se conocen como las tasas lombardas (de expansión y contracción respectivamente).

Gráfico 1. Tasa interbancaria y Tasa de intervención



Fuente: Bloomberg

Dado el comportamiento que se ve en la gráfica 1, este es de esperar a razón de la transmisión de la política monetaria, ya que ambas tasas presentan relaciones estables.

En este orden de ideas, la manera en que opera la política monetaria en Colombia y su efectividad para el cumplimiento de su objetivo último, que es la estabilidad de los precios, dependerá en gran medida de la relación que exista entre las tasas de interés que imponga el Banco de la República y su meta operativa, la cual “es el instrumento que está más directamente bajo el control de la autoridad monetaria” (Gómez, BanRep, 2006). Es decir que dependiendo de si el régimen de política monetaria es de agregados monetarios, de tasa de cambio ó de inflación objetivo, la meta operativa funcionará de diferente manera. (Ver Tabla 1)

Tabla 1. Relación de meta operativa y sus estrategias.

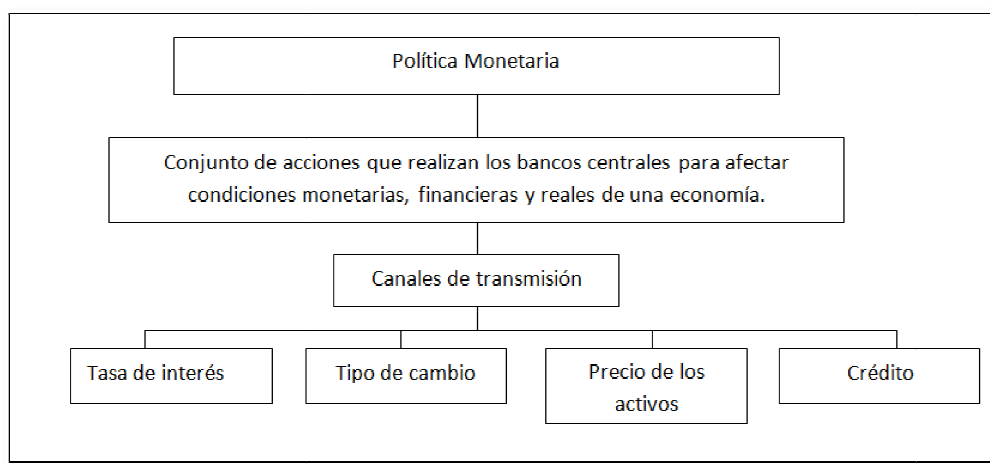
<p>En la estrategia monetaria, la meta operativa es generalmente la tasa de interés y la meta intermedia es un agregado monetario. El agregado monetario que se escoge dentro de esta estrategia debe ser controlable por medio de las tasas de interés y debe tener una relación estadística estable con la inflación. La mecánica de la estrategia monetaria consiste en que si el agregado monetario se sitúa por encima de un nivel objetivo, las tasas de interés aumentan y si se ubica por debajo, las tasas de interés disminuyen.</p>
<p>En la estrategia de tasa de cambio la meta operativa es la tasa de cambio misma, pero también puede ser la tasa de interés. Si es la tasa de cambio, el banco central se compromete a comprar y vender las divisas que sean necesarias a la tasa preestablecida. Si es la tasa de interés, el banco central mueve la tasa de interés para hacer que la tasa de cambio, determinada en el mercado, se fija. En este último caso, la tasa de cambio es la tasa intermedia.</p>
<p>En la estrategia de inflación objetivo, la meta operativa es la tasa de interés y la meta intermedia es el pronóstico de inflación. La inflación se dirige a la meta por medio de un mecanismo operativo orientado hacia el futuro y basado en los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Si el pronóstico está por encima de la meta, la tasa de interés aumenta y viceversa.</p>

Fuente: Javier Gómez, 2006, p. 6

3.3. Canales de transmisión de la política monetaria

Las decisiones tomadas por el Banco de la República con respecto a su tasa de intervención afectan la actividad económica y la inflación mediante lo que se conoce como canales de transmisión de la política monetaria. (Ver Gráfico 2)

Gráfico 2. Canales de transmisión de la política monetaria



Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, los canales de transmisión son la tasa de interés, el tipo de cambio, el precio de los activos y el crédito (Zuccardi, 2002). En este documento, el énfasis está en la transmisión a través del canal de las tasas de interés, empezando por la relación que se da entre la tasa de intervención del Banco de la República, la tasa interbancaria y las tasas de interés de los bancos comerciales, ya que es importante evaluar el impacto de una variación de la tasa de intervención. Más específicamente, resulta de vital importancia la correcta cuantificación de tal efecto, para que los hacedores de política conozcan la capacidad de la política monetaria para influir sobre la economía a través de los canales de transmisión. Por otro lado, es importante evaluar la velocidad con que se acomodan las tasas de interés de los bancos ante cambios en la tasa de intervención del Banco de la República, ya que esto es un indicador sobre la rapidez con que las autoridades monetarias reaccionan a choques en la economía.

Un tercer aspecto, y no menos importante para medir la efectividad de la política monetaria es a través de la volatilidad de la tasa de interés y cómo el Banco de la República responde a ésta. Así las cosas, mientras la reducción de la volatilidad esté alineada con las medidas de la política monetaria, el Banco se hace más creíble y el procurar la estabilidad de las tasas de interés genera menor incertidumbre a los diferentes agentes que constantemente toman decisiones de inversión y ahorro. Esto último implica reconocer la importancia que tiene la credibilidad del Banco de la República para que sus políticas surtan efecto. Por esto, existe un conjunto de mecanismos de rendición de cuentas al país con que se vale el Banco de la República para informar de su trabajo y de las perspectivas de la economía. Entre estas herramientas, se tienen los informes trimestrales de inflación, la publicación de las minutas de las reuniones de la Junta Directiva y la verificación del cumplimiento de la meta de inflación.

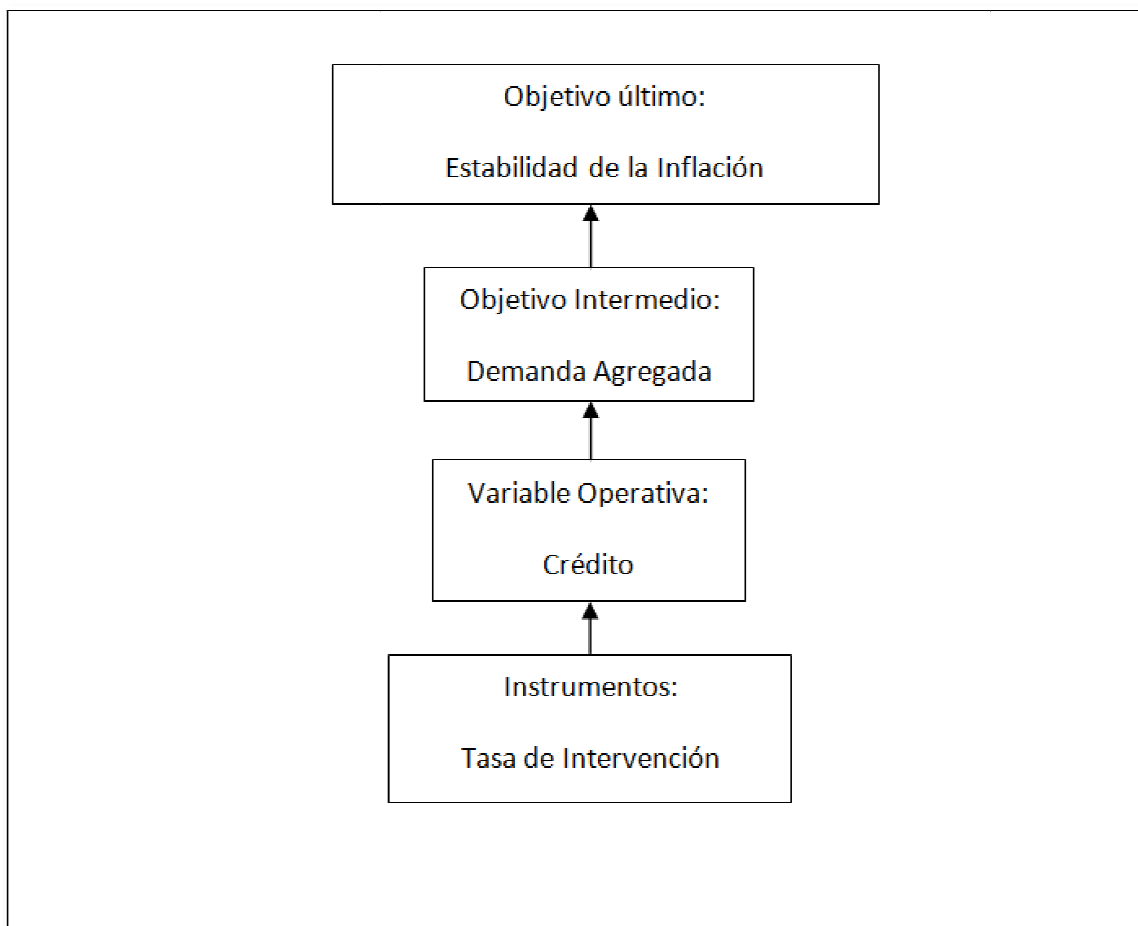
3.4. Trasmisión de las tasas de interés bajo el esquema de metas de inflación: Evidencia para Colombia.

Desde el 2001, el Banco de la República utiliza como instrumento de política sus tasas de interés de intervención, con el fin de tener efectos sobre la tasa de interés interbancaria y a su vez influir sobre las tasas de interés de plazos más largos, a partir de las cuales los individuos toman sus decisiones de consumo e inversión. Para que esto se dé, el Banco de la República busca “anclar” las expectativas de los agentes anunciando el valor alrededor del cual se debe encontrar la tasa de inflación al finalizar el año. Para cumplir con esta meta, el banco central utiliza como su principal instrumento las tasas de interés de las subastas de expansión (contracción), a través de las cuales suministra (contrae) liquidez al mercado a partir de la compra (venta) de títulos de deuda del Gobierno.

Junto a esto, el emisor mantiene dos tasas lombardas para suministrar (recibir) las faltantes (excesos) de liquidez de las entidades financieras después de las subastas. Esto

permite establecer un rango sobre el cual oscila la tasa interbancaria. Entonces, a través del control de las tasas de muy corto plazo, la autoridad monetaria busca afectar las tasas de interés de plazos más largos, modificando a su vez la demanda agregada y el nivel de precios. (Ver Gráfico 3)

Gráfico 3. Canal de tasa de interés



Fuente: Elaboración propia.

3.5. La gestión de la política monetaria: ¿Reglas o discreción?

En economía existe un gran debate entre clásicos y keynesianos alrededor de cómo debe utilizarse la política monetaria, si bien de alguna manera existe un consenso alrededor de la idea de que el principal objetivo a largo plazo de la política monetaria debe ser mantener una tasa de inflación baja y estable. Este debate se ha dirigido principalmente hacia la utilización correcta de la política monetaria, donde se aborda el siguiente cuestionamiento: ¿debe gestionarse la política monetaria siguiendo unas reglas fijas o debe dejarse a discreción del banco central?

Por parte de quienes defienden las reglas están los monetaristas y macroeconomistas clásicos, quienes opinan que la política monetaria debe ser esencialmente automática, es decir que para poder controlar la oferta monetaria, el banco central debe regirse por unas reglas, que han sido con anterioridad establecidas y anunciadas al público. Entre las reglas podría proponerse, por ejemplo, que se le ordene al banco central que aumente su base monetaria a un 1% al trimestre. Cabe mencionar que los que defienden la postura de las reglas hacen énfasis en que estas deben ser sencillas y basadas en las variables que el banco central puede controlar directa o casi directamente. Es así como la tasa de crecimiento de la base monetaria especificada de antemano es aceptable como regla.

La postura contraria, que es la inclinación keynesiana, argumenta que no es aceptable dar al banco central la orden de mantener las variables en determinados niveles sino que es necesario cierto grado de discreción, ya que se basa en la idea de que el banco debe tener libertad para gestionar la política monetaria como una política de estabilización y así poder cumplir con los objetivos mencionados de una inflación baja y estable. Dado eso, el banco central debe estar al tanto de la economía y, con apoyo de los expertos económicos, modificar la oferta monetaria conforme sea necesario para cumplir dichos objetivos.

Los monetaristas, quienes defienden las reglas, van inclinados al pensamiento de Milton Friedman quien establece que dado los efectos poderosos que produce la política monetaria a corto plazo en la economía real; a más largo plazo las variaciones de la oferta monetaria influyen principalmente en el nivel de los precios. Entre otras cosas, se tiene que los monetaristas piensan que debido a fallas en la información, y en consecuencia los retardos entre la aplicación de los cambios de la política monetaria y sus efectos, las posibilidades que tiene la política monetaria para estabilizar la economía y cumplir sus objetivos son mínimas. Por eso, no se debe confiar en utilizar como medio la política monetaria activa y más bien imponer una regla para la oferta monetaria basada en una tasa de crecimiento constante con el fin de disciplinar al banco central y así mismo impedir que las variables que se mueven en la economía puedan llegar a desestabilizarla.

4. POLÍTICA CAMBIARIA

Cuando se habla de política monetaria en una economía abierta, es indispensable hablar también de política cambiaria. En efecto, de acuerdo con el Banco de la República, “dentro de una política monetaria de Inflación Objetivo como la que se practica en Colombia, se debe evaluar si una política de intervención cambiaria es coherente con el logro de las metas de inflación. Adicionalmente, se debe evaluar si la política de

intervención es consistente con el esquema operativo de una estrategia de Inflación Objetivo.”⁴ Esto explica que, la política cambiaria debe estar en línea con la monetaria, ya que si la inflación proyectada está por debajo de la meta, la estrategia de inflación debe estar alineada con una política monetaria expansiva, la cual sugiere la compra de divisas por parte del Banco, pero en el caso contrario donde la inflación proyectada está por encima de la meta, la compra de divisas no estaría en línea con la política monetaria.

En este apartado se resalta la importancia del mercado cambiario para la economía, porque en él se determina la tasa de cambio. Esto se ve de la siguiente manera: en caso de presentarse una depreciación o devaluación de la moneda de un país, esto genera que se abaraten sus productos para los extranjeros y que se encarezcan las importaciones para consumidores locales. El caso contrario, es cuando se presenta una apreciación, que sucede cuando existe una caída en el precio de la moneda extranjera en términos de moneda doméstica.

Dado lo anterior, en Colombia el enfoque está en la dinámica del dólar donde su precio está determinado por las fuerzas de oferta y demanda. Con respecto a la demanda, esta se determina por las importaciones, pagos que tienen relación con la deuda externa, la inversión de los colombianos en el exterior y las utilidades de las firmas. Y con respecto a la oferta, esta se determina por las exportaciones de bienes y servicios, ingresos que se generan a partir de créditos en el exterior, la inversión extranjera y remesas de ciudadanos colombianos que viven en el exterior.

Es importante mencionar, que entre los agentes más importantes en este contexto se encuentra el inversionista, debido a que cuando es atractivo invertir en el país se ofrecen más dólares a cambio de pesos, ocasionando de este modo la apreciación de la moneda local. Por eso, cuando el Banco de la República aumenta la tasa de interés, lo que genera es un aumento en la rentabilidad, ya que para los inversionistas es más atractivo invertir en activos locales y estimula la entrada de capitales, afectando así la tasa de cambio. Para contextualizar un poco, es bien conocido el caso de los capitales golondrina, los cuales llegan a un país por un periodo corto de tiempo para aprovechar las altas tasas de rentabilidad y luego se retiran rápidamente, dada la coyuntura y fundamentales débiles; esto trae consecuencias negativas para el país, ya que la moneda local se aprecia a tal extremo de perjudicar a los exportadores y especialmente sectores intensivos en mano de obra.

Otro de los agentes importantes en el mercado del dólar es el Gobierno ya que al darse el escenario donde este contrata un crédito externo, ingresan dólares al país, apreciando el

⁴ Consistencia entre la política monetaria y la política cambiaria:
<http://www.banrep.gov.co/es/contenidos/page/consistencia-pol-tica-cambiaria-y-pol-tica-monetaria>

peso colombiano. El otro escenario es, cuando el Gobierno se ve en la necesidad de tener dólares para realizar sus pagos de deuda externa, entonces se aumenta la demanda de dólares, depreciando de este modo el peso.

Además, teniendo en cuenta la balanza comercial (exportaciones menos importaciones de bienes y servicios), la cantidad de dinero que se mueve en la economía, flujos de capital y endeudamiento externo, el Banco de la República a través de la intervención discrecional, interviene para determinar el precio del dólar cuando este presenta un comportamiento que se aleja fuertemente de un nivel económicamente “deseable”. Lo anterior se conoce como flotación sucia, donde el Banco está en control del sistema cambiario ó la intervención esterilizada que es cuando el Banco interviene comprando divisas a través de la emisión de deuda para no afectar la tasa de interés.

4.1. ¿A quién beneficia?

Las dinámicas del mercado cambiario benefician a unos sectores de la economía y perjudican a otros. ¿Cómo se ve esto? La devaluación beneficia a los exportadores, es decir que reciben más pesos por cada dólar que venden en el exterior; y perjudica a los importadores, ya que por cada dólar que compran deben dar más pesos. Por eso, decimos que en condiciones normales de la economía, los exportadores prefieren un peso devaluado y; por el contrario los importadores prefieren un peso apreciado frente al dólar.

Por otro lado, si el país se encuentra en una crisis de demanda, este preferiría que el peso se devaluara, ya que estimula las compras de producción nacional, pero en un caso donde el país presenta problemas de inflación es probable que surjan posiciones a favor de la revaluación, ya que esto reduce el nivel de precios, es decir que cuando existe inflación la postura sería que la tasa de interés suba en aras de controlar el ciclo económico y por tanto una reducción en la inflación y una mayor apreciación.

Agregado a esto, se ha identificado que lo que realmente afecta la economía del país es su volatilidad en la tasa de cambio. Por eso, el Banco de la República ha diseñado unos mecanismos para ejercer control sobre la tasa de cambio, como los mecanismos de subastas de compra de dólares, intervención cambiaria, decretos de rentabilidades mínimos de fondos de pensiones los cuales obligan a tener inversiones en dólares de una parte significativa de sus portafolios.

4.2. El Trilema

En aras a un buen funcionamiento de la economía, el rol del Banco de la República es diseñar de manera adecuada las políticas a implementar. En esta labor, el Banco se

enfrenta a tres objetivos deseables: i) tener control de los agregados monetarios para así mantener controlada la inflación (política monetaria autónoma), ii) lograr estabilidad de la tasa de cambio nominal y iii) libre movilidad de capitales.

Sin embargo estos tres objetivos no se pueden lograr simultáneamente y se debe optar entonces por solo dos de ellos. Es por eso, que a este fenómeno se le conoce como la *trinidad imposible*.

Lo anterior se explica de la siguiente manera, "...bajo movilidad de capitales perfecta, la paridad abierta de intereses tiene una importante implicación: si hay objetivos sobre la tasa de interés, la tasa de cambio deberá flotar; por el contrario, si hay objetivos de tasa de cambio, la tasa de interés deberá ser endógena a la tasa de interés del país de referencia. Así, si uno de los otros dos objetivos del trilema quiere lograrse, bajo movilidad internacional del capital perfecta, el trilema se convierte en un dilema entre dos objetivos que no pueden lograrse simultáneamente, sino que solamente uno de ellos puede alcanzarse: la tasa de interés (la autonomía monetaria) o la tasa de cambio (la estabilidad de la tasa de cambio)." (Gómez, Dinero, banca y mercados financieros, 2010)

El trilema de la política monetaria presenta entonces una serie de posibilidades, pero también de restricciones al diseño de los regímenes de política monetaria. Si hay movilidad de capitales, la política monetaria tendrá dos opciones: adoptar como ancla nominal la meta de inflación o la cantidad de dinero, como instrumento la tasa de interés y así dirigir la política monetaria hacia objetivos internos. La otra opción es, adoptar como ancla nominal la tasa de cambio nominal, imponer las tasas de interés a un mecanismo automático que seguiría la postura de la política monetaria de otro país y de este modo dar vía libre a la estabilidad de la tasa de cambio, permitiendo que esta dicte la dinámica de las variables nominales de la economía.

En el caso colombiano, se ha implementado el modelo de inflación objetivo con libre flotación de la tasa de cambio. Las instituciones como el Banco de la República han mejorado la credibilidad de las políticas antiinflacionarias, permitiendo que la inflación se mantenga baja a pesar de los choques externos y también las devaluaciones.

Por ejemplo, de 1967 a 1991, el régimen cambiario se caracterizó por un sistema de tipo de cambio fijo, para así corregir las diferencias entre la inflación doméstica y la externa. En 1991, el régimen generó flexibilidad de la tasa de cambio, con movilidad de una banda para que esta pudiese fluctuar; todo esto en aras a reducir la intervención de las autoridades, sólo en casos que la tasa de cambio se inclinara a sobrepasar el límite de las bandas. Y desde 1999, junto con negociaciones con el Fondo Monetario Internacional para la superación de la crisis económica, se abandonó el sistema de bandas para darle libre

entrada al mercado cambiario, permitiéndole una mayor autonomía en el manejo de la política monetaria.

Cabe mencionar que las decisiones sobre política monetaria y cambiaria son adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República y presidida por el ministro de Hacienda desde la Constitución de 1991: El ministro de hacienda, el gerente del Banco de la República y cinco miembros independientes, vinculados por períodos de cuatro años. La Constitución le ha otorgado independencia al Banco de la República, con lo que se relaciona al financiamiento directo del Gobierno y donde existen restricciones en el otorgamiento de créditos a actividades económicas específicas, como la agricultura y la vivienda.

5. CONSIDERACIONES FINALES

En este documento se discutió el efecto que tiene la política monetaria en el caso colombiano a través de los diferentes canales de transmisión, donde las decisiones tomadas por el Banco de la República con respecto a su tasa de intervención afectan la actividad económica y la inflación mediante estos canales, también se discutió acerca de la influencia del Banco de la República, el esquema de inflación objetivo donde es importante imponerse una meta de inflación para así anclar las expectativas de los diferentes agentes anunciando un rango de valores sobre el cual la tasa de inflación debe fluctuar.

Con la investigación de este documento, se buscó darle explicación a la tasa de intervención como fuente de comportamiento de las otras tasas, entre estas la tasa interbancaria viendo en estas un comportamiento similar a lo largo del tiempo.

Por otro lado, vimos cómo las tasas de interés son el principal instrumento de la política monetaria y deben estar alineadas con el logro de las metas de inflación, por esto la intervención cambiaria debe moverse en dirección de la postura de la política monetaria.

A manera de conclusión vemos que la política monetaria, además de trabajar en aras de una moneda sana, también trabaja en aras de la estabilización del ciclo económico. ¿Cómo se ve esto? En épocas de crisis, lo que se busca es estimular la economía por medio de políticas monetarias expansivas, las cuales también se denominan anticíclicas. Sin embargo, vemos que en el caso de Colombia la dinámica ha tendido a ser procíclica.

6. REFERENCIAS

Gómez, J. (2006). BanRep. *La Política Monetaria en Colombia* .

Gómez, J. (2010). *Dinero, banca y mercados financieros*. Alfaomega.

Zuccardi. (2002). Política monetaria en las regiones.

Zuluaga, B. (2004). La Política Monetaria: Teoría y caso colombiano.