

ORIGINAL ARTICLE

Aspectos de Política Monetaria en Colombia: un Debate entre las Reglas y la Discrecionalidad

Héctor Javier Castro Torres*

Universidad de Ibagué, Ibagué, Colombia

Received 24-10-18 Revised 31-05-19 Approved 9-07-19 Online 11-10-19

* Corresponding author

Cite as:

Email:
hector.castro@unibague.edu.co

Castro, H. (2019). Aspectos de Política Monetaria en Colombia: un Debate entre las Reglas y la Discrecionalidad. *Journal of Economics, Finance and International Business*, 3(1), 13-44. Doi: <http://dx.doi.org/10.20511/jefib.2019.v3n1.396>

© Universidad San Ignacio de Loyola, 2019.



This article is distributed under license CC BY-NC-ND 4.0 Internacional (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

Resumen

La credibilidad en la autoridad monetaria de cada país está determinada por asuntos relacionados con el manejo de su política, como la decisión entre emplear un enfoque de reglas o un enfoque discrecional. Este artículo presenta argumentos a favor de cada postura, así como algunos aspectos a considerar en el uso de las reglas o la discrecionalidad para el manejo adecuado de la política monetaria en Colombia. Además, se recalca el control de la tasa de inflación debido a la importancia de este indicador en la credibilidad futura de la autoridad monetaria, la cual de manera discrecional tomará las decisiones correspondientes.

Palabras clave: Política monetaria. Reglas. Discrecionalidad. Credibilidad. Inflación.

Clasificación JEL: E52; E58.

Abstract

Credibility in the monetary authority of each country is determined by issues related to the management of its policy, such as the choice between a rule approach and a discretion approach. This article provides arguments supporting each approach, as well as some aspects to consider in the employment of the rules or discretion for the management of monetary policy in Colombia. In addition, the inflation rate control is emphasized because of its importance in the future credibility of the monetary authority, in order to make with discretion the corresponding decisions.

Keywords: Monetary policy. Rules. Discretion. Credibility. Inflation.

JEL Classification: E52; E58.

Introducción

El manejo de la política monetaria de un país es un tema de extensas discusiones, especialmente a partir de los aportes de la Escuela de Chicago¹, la cual consideraba importante el manejo monetario dentro de un esquema de liberalismo económico. En este sentido, desde hace varias décadas el manejo de la política monetaria ha sido abordado a partir de dos posturas relacionadas con los procesos de toma de decisiones y la credibilidad de las autoridades monetarias. Estos enfoques son denominados: el enfoque de reglas y el enfoque discrecional. De acuerdo con Villar (2001), las reglas son camisas de fuerza que imponen límites a las autoridades económicas, pues son establecidas con anterioridad y, por lo tanto, fijadas con un conjunto de información menor al que posee la autoridad en el momento de tomar decisiones específicas en el futuro. En contraste, la discrecionalidad representa una ventaja para cualquier autoridad económica debido a que permite tomar decisiones con la mayor cantidad posible de elementos de juicio.

Lo anterior no significa que la discrecionalidad sea siempre mejor que el uso de las reglas, pues según Dorich y Triveño (2000), la política monetaria bajo un enfoque de reglas es más clara, regular y consistente. Además, el uso de reglas reduce significativamente la vulnerabilidad de los bancos centrales ante presiones políticas, lo cual permite aumentar su credibilidad en comparación con un manejo discrecional. De esta manera, es posible identificar el debate entre el uso de las reglas y la discrecionalidad en la literatura económica, con argumentos a favor de cada postura que dificultan la elección de un enfoque por encima de otro, así como también

1 Escuela de pensamiento liderada por George Stigler y Milton Friedman. Término acuñado en la década de 1950 para referirse al grupo de profesores del departamento de Economía en la Escuela de Negocios de la Universidad de Chicago, y cuyo tema central de discusión fue el sistema de precios.

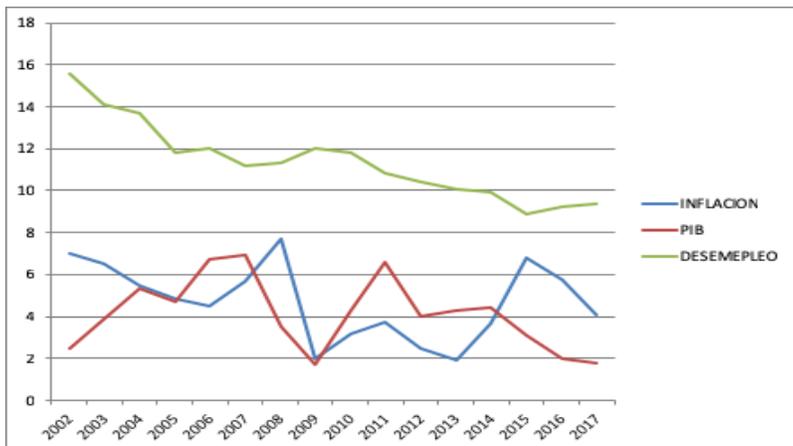
enriquecen la discusión existente sobre el manejo adecuado de la política monetaria para cada país.

Respecto a la relevancia del control a la inflación como objetivo macroeconómico, no importa en sí la utilización del enfoque de las reglas o la discrecionalidad, el problema crucial de la implementación de alguna medida en particular, es el cumplimiento de la meta de inflación. Sucede que es un tema vital más allá de la discusión teórica. Si se observa la gráfica 1 se observa que el crecimiento del PIB, la inflación y el desempleo, son objetivos vitales para toda economía y están relacionados entre sí.

En la gráfica 1 se observa el comportamiento de las variables crecimiento de la Economía, medido a través del PIB, la tasa de inflación, y la tasa de desempleo. Se observa que en periodos como el 2002 al 2004, hubo un descenso en el desempleo, a su vez un descenso en la inflación, acompañado de un crecimiento del PIB.

Grafica 1

Tasa de Inflación, tasa de desempleo y tasa de crecimiento del PIB. Colombia 2002-2017



Fuente Banco de la República- DANE

Situación contraria se observa en el periodo de 2008 a 2009 donde hubo una fuerte caída en el crecimiento del PIB, acompañado de una fuerte caída en la inflación, como resultado de la contracción de la demanda agregada y un incremento de la tasa de desempleo.

En el periodo de 20013 a 2015, se observa un incremento en la tasa de desempleo, a su vez, una caída en el crecimiento del PIB y una reducción de la tasa de inflación.

En el periodo 2002-2004, hay una baja en la tasa de intervención de la política monetaria pasando de 8.28% a 6.75%. La TRM pasa de 2.274.96 pesos por dólar a 2.411.37, mientras que la inflación logra un descenso de 7.37% a 5.5%.

En el periodo 2008-2009, hubo un descenso de la tasa de intervención de la política monetaria pasando de 9.5% a 3.5%, una caída en la inflación pasando de 6% a 2% y una TRM de 1980.59 pesos por dólar a 2017.05 pesos por dólar.

En el periodo 2013-2015, hay un incremento en la tasa de intervención de política monetaria pasando de 4.21% a 5.6%, una depreciación del peso colombiano pasando de 1770.01 pesos por dólar a 3.244,51 pesos por dólar y una inflación de 2% a 6.77%.

Ahora, la relevancia del control de la inflación utilizando entre las reglas y la discrecionalidad no fue sino hasta el 2017. Sin embargo, cabe destacar que si bien la Junta Directiva del Banco de la República² ha fijado una meta de inflación anual desde el año 1993, los resultados económicos recientes muestran que la autoridad monetaria del país actuó demasiado tarde en el

2 Máxima autoridad monetaria en Colombia. Integrada por el gerente general, el ministro de Hacienda y cinco co-directores.

periodo 2015-2016, pues la meta de inflación fijada para estos años no se cumplió. Este crecimiento inflacionario por encima de la meta propuesta se ve explicado, entre otros factores, por el fenómeno climático denominado El Niño, el cual ocasiona una disminución en la oferta de alimentos y, por tanto, un incremento en el precio de estos productos. Así mismo, los bajos precios internacionales del petróleo han originado una depreciación del peso colombiano; situación que impacta directamente en la oferta de bienes importados e incrementa los costos de fabricación de productos nacionales que emplean insumos o materias primas importadas. En consecuencia, el Banco de la República deberá decidir entre optar por un enfoque de reglas o un enfoque discrecional, elección que le permitirá asumir la responsabilidad de controlar y reducir la inflación en los próximos años, pues en palabras de Friedman “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno de monetario” (Gómez, 2006, 8).

Por todo lo anterior, revisar los aspectos teóricos y prácticos relacionados con el control inflacionario para el caso colombiano es una prioridad, pues el alcance de la política monetaria en momentos de coyuntura económica, específicamente en periodos de alta inflación, genera dudas e incertidumbre sobre los agentes económicos e incide, también, en la elección de la autoridad monetaria al momento de optar entre un enfoque de reglas o un enfoque discrecional. De esta manera, el presente artículo tiene como objetivo presentar aquellos aspectos que se deben considerar en el debate entre el uso de las reglas o la discrecionalidad para la conducción de la política monetaria en un país, específicamente en Colombia. Se considera, además, el control de la inflación como un indicador necesario para garantizar la credibilidad futura de la autoridad monetaria del país.

A partir de la evidencia encontrada sobre el debate entre el uso de las reglas o la discrecionalidad para el manejo adecuado de la política monetaria, así como el comportamiento histórico de los indicadores económicos de Colombia, se considera complejo e imprudente recomendar al Banco Central del país el uso de un enfoque por encima del otro, ya que las autoridades monetarias deben actuar de acuerdo con las circunstancias temporales y momentos específicos. Asimismo, el cumplimiento de la meta de inflación anual propuesta por el Banco de la República es esencial para garantizar la credibilidad por parte de los agentes económicos, quienes reclaman el uso de reglas en momentos de coyuntura económica al perder confianza en la discrecionalidad de la autoridad monetaria.

En la primera sección se presentan algunos aportes teóricos relacionados con las reglas y la discrecionalidad. En la segunda sección se describen los aspectos normativos constitucionales que le permiten al Banco Central de Colombia controlar la tasa de inflación. En la tercera sección se menciona la importancia de la política monetaria desde los mecanismos de transmisión. Por último, se presentan algunas conclusiones sobre el debate entre las reglas y la discrecionalidad para el manejo de la política monetaria en Colombia.

Política monetaria: reglas y discrecionalidad

El debate entre las reglas y la discrecionalidad no es un tema reciente, pues ambos conceptos fueron definidos décadas atrás y, posteriormente, analizados a partir de la evidencia empírica encontrada para diferentes economías en el mundo. Como resultado de estas investigaciones, numerosos autores han desarrollado argumentos a favor de cada postura, contribuyendo así a la discusión sobre el enfoque adecuado para el manejo de la política monetaria en un país. A continuación, se presentan las definiciones de los dos enfoques, así como algunos de los principales aspectos teóricos empleados por diversos autores a favor del uso de las reglas o la discrecionalidad para el manejo de la política monetaria.

De acuerdo con McCallum (1997), una regla puede ser definida como un plan de contingencia elaborado para ser aplicado por un periodo de tiempo indefinido, mientras que la discrecionalidad es el manejo de la política monetaria basado en una optimización periódica. Es decir, el uso de las reglas está relacionado con una planeación anterior del manejo de la política y la discrecionalidad, por su parte, con la toma de decisiones a partir de las condiciones económicas del momento. Adicionalmente, las reglas monetarias pueden ser clasificadas según Rudebusch y Svensson (1998) en dos grupos: reglas instrumentales y reglas objetivo. Las reglas instrumentales definen la trayectoria deseada de la política monetaria como una función determinada a partir de información pasada, proyectada, o de una combinación de ambas; en contraste, las reglas objetivo consideran que los bancos centrales definen su política monetaria al minimizar la diferencia entre una variable objetivo (por ejemplo, tasa de inflación o crecimiento del PIB) y el nivel real alcanzado.

Igualmente, como resultado de los argumentos a favor del enfoque discrecional, numerosos bancos centrales dejaron de lado el uso de las reglas para actuar con discrecionalidad, situación que significó profundos avances en lo correspondiente al movimiento internacional de capitales. En esta parte se establece que la discrecionalidad relacionada con la meta de inflación, ha tenido muy mala fama en la historia. Situación determinada por el grado de dependencia del Banco Central con el gobierno de turno. Históricamente la discrecionalidad ha sido mal utilizada en varios bancos centrales, ya que estos han tenido el papel de prestamista del Estado, desencadenando serios problemas inflacionarios, dejando entrever que las reglas serían lo más conveniente en estos casos, frenando así la actuación irresponsable de la autoridad monetaria. Trabajos como los de Cukierman, citado por Eijffinger y Hann (1996), han señalado la importancia de la independencia de los bancos centrales con el gobierno, ya que estaría relacionada con el uso discrecional de medidas de política. Se establece que la independencia absoluta se debe garantizarse en áreas como la del personal el área financiera y el área de decisiones de política.

En cuanto al personal, debería haber entre los miembros de la junta total independencia con el gobierno, en cuanto a la independencia financiera esta corresponde a que no habría una subordinación de la política monetaria por temas fiscales, y en tercer lugar, las decisiones de política de la Junta, debería tener un margen de maniobra de la política, tanto en instrumentos como en objetivos.

Al revisar el caso de Colombia, se encuentra que hay un representante del gobierno en la Junta directiva, es decir no hay total independencia. La política monetaria no está subordinada

por la política fiscal, es más bien un complemento lo fiscal, como requisito para cumplimiento a las metas macroeconómicas, relacionadas con capacidad del gasto público. Por último, en cuanto a instrumentos y objetivos no hay total independencia. Situación entonces que deja claro que la discrecionalidad en instrumentos es la que impera en Colombia. Por otra parte, para un apropiado uso de las reglas se requiere, según Ravier (2008), de un sistema democrático y de libre empresa que opere en un marco estable de reglas definidas y responda en igual medida por los intereses particulares y generales en la economía. No obstante, en la actualidad, la discrecionalidad es empleada por diversos países con sistemas democráticos, en los cuales el interés particular por incentivar el crecimiento económico tiene una mayor relevancia en comparación con el interés general.

Ahora bien, en relación con los bancos centrales, estos son considerados como autoridades monetarias únicas e insuperables en la mayoría de países. Sin embargo, al estar integrados por personas con intereses y objetivos particulares, puede deducirse que el establecimiento de las reglas sobre la discrecionalidad sería la mejor opción en estos casos. Al respecto, Kydland y Prescott (1977) sugieren el establecimiento de las reglas cuando se tiene conocimiento del ciclo económico, ya que la discrecionalidad generaría una planificación subóptima, que podría provocar una inestabilidad económica.

En relación con la necesidad del sector privado de tener un marco estable para la toma de decisiones, Villar, Romero y Pabón (2015) señalan que, si no hay credibilidad en las decisiones de la autoridad monetaria, se hace necesaria una regla impositiva para el manejo monetario, cambiario e

inflacionario. De tal manera que el establecimiento de las reglas se ubica como una opción adecuada cuando la credibilidad de la autoridad monetaria está en juego. Además, la importancia de la credibilidad ha sido identificada por Andersen (1988), quien refuerza la idea de que la credibilidad de la autoridad monetaria es crucial para los efectos de la política económica. También, Sayer (1981) resaltó la importancia que tuvieron para Keynes las instituciones políticas, ya que discutir asuntos de política económica en presencia de vacíos institucionales sería un grave problema. Por tal razón, es importante el fortalecimiento de las instituciones políticas que brindan soporte a las distintas discusiones sobre política monetaria. Adicionalmente, Cukierman y Meltzer (1986) indican que la credibilidad está asociada con la manera en que se logre convencer a la sociedad de que la expansión monetaria es siempre inferior, de tal manera que las expectativas de inflación se reduzcan drásticamente y, por tanto, se mantenga alta la credibilidad de la autoridad monetaria.

Por otro lado, un aspecto importante para tener en cuenta en el debate entre las reglas y la discrecionalidad está asociado con el manejo simultáneo de la política monetaria, la política cambiaria y la tasa de inflación; variables que deben ser controladas por la autoridad monetaria en un contexto actual, en el que la movilidad internacional de capitales ha crecido significativamente en comparación con años anteriores (Gómez, Silva, Restrepo, y Salazar, 2012). Esta situación de entrada masiva de capitales dificulta el grado de maniobrabilidad que tienen los bancos centrales, pues al mismo tiempo deben manejar la tasa de cambio y las variables monetarias. De esta forma, al controlar el nivel nominal de la tasa de cambio se pierde control sobre los agregados monetarios, al igual que de la tasa de interés, y viceversa. Respecto a este punto, no

hay dentro de las políticas del Banco Central de Colombia que relacionen la meta de inflación fijada, con la utilización de un enfoque en particular. En el fondo lo que busca el Banco de la República es garantizar la efectividad de las medidas, para que los agentes económicos tengan absoluta confianza en la autoridad monetaria. No hay mandato alguno que explique que bajo circunstancias específicas debe usarse algún enfoque en particular.

Ahora, considerando el margen de maniobra que permite la discrecionalidad, se considera que esta permite actuar de manera correcta ante situaciones particulares, especialmente aquellas que tienen que ver con el desfase entre la inflación dada y la meta de inflación propuesta. Es de advertir que en el trabajo de Villar (2001), se debería optar por el uso de las reglas cuando los miembros de una Junta Directiva, tengas posiciones encontradas, intereses distintos y cambien permanentemente de posturas, pues de esta manera se garantiza efectividad de las decisiones.

De todas maneras, sea la discrecionalidad o las reglas, ambas deberán contribuir al bienestar de la sociedad en conjunto. Si en algún momento se conculca la credibilidad de la autoridad monetaria, debe recurrirse al uso de las reglas, recordando que evita los sesgos personales de sus miembros anteriormente mencionados. Importante punto para los agentes económicos en términos de estabilidad en las decisiones. Para comprender las posturas ideales de reglas o discrecionalidad partamos de este caso. Si dada las circunstancias de la Economía en el cual se observe una depreciación excesiva de la moneda local, sería inminente una dolarización de la economía. Si esta situación está enmarcada en el uso de reglas claras, es inminente la dolarización, situación indeseable para la autoridad monetaria

en el caso colombiano, ya que precisamente los correctivos a tiempo, son lo que evitarían una situación indeseable como lo sería la dolarización de la economía colombiana. Por tanto, en este escenario sería la discrecionalidad en instrumentos la que ayudaría a evitar consecuencias no deseables.

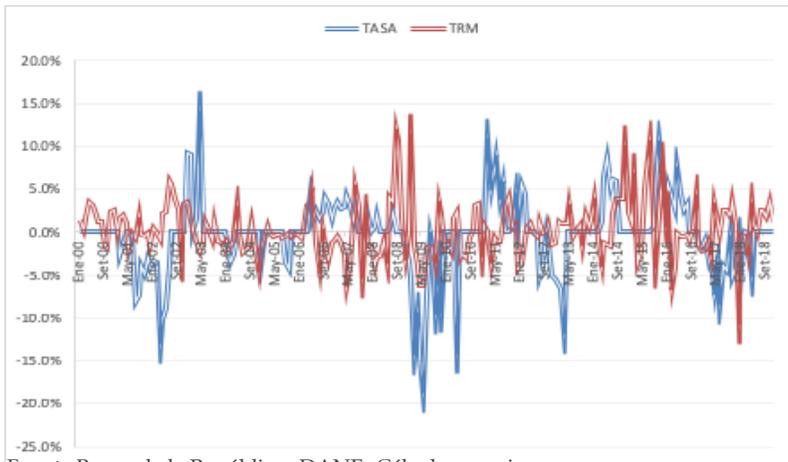
Así pues, algunos autores denominan al manejo simultáneo de las variables anteriormente mencionadas como el gran “trilema” al que se enfrentan las autoridades monetarias en economías abiertas e integradas al sistema financiero internacional. Al respecto, Díaz (2013) establece que a través de la política monetaria se busca un tipo de cambio beneficioso para los intereses del comercio internacional, a la vez que se desea una tasa de interés que incentive la producción y permita obtener una tasa de inflación adecuada, aún en presencia de una alta movilidad de capital extranjero. En comparación, al abordar el trilema desde un enfoque keynesiano, se puede establecer que una tasa de cambio ideal es aquella que garantiza ingresos económicos al sector exportador por medio de una fuerte intervención del Banco Central en el mercado de divisas, al ejecutar una serie de devaluaciones como mecanismo para mejorar la competitividad de los productos nacionales en materia de precios. Contrario a esta medida, los monetaristas optan por establecer reglas más claras, en las que el libre juego entre oferta y demanda es el regulador del precio de las divisas.

Para establecer la conexión entre tipo de cambio, inflación y la tasa de intervención de política monetaria, se han utilizado datos promedio mensuales sobre la variación porcentual del tipo de cambio, la tasa de inflación y comportamiento de la tasa de intervención de la política monetaria.

La grafica 2 indica los movimientos entre las variables mencionadas anteriormente, para el periodo 2000 -2018 mes a mes. Se resalta el hecho de que en periodos da varios meses, la tasa de interés de referencia no tuvo variaciones y sin embargo las variaciones en la TRM fueron bastante notorias, como se muestra en la gráfica 3, indicando que no habría una relación entre los movimientos porcentuales de una sobre la otra.

Gráfica 2

Tasa de Inflación y tasa de variación del Tipo de cambio.
2000-2018



Fuente Banco de la República –DANE- Cálculos propios

En esos momentos en que la tasa de intervención de política monetaria permanece inalterada, se entendería que de todas maneras la prioridad de la política monetaria no es afectar el comportamiento de la TRM, sino estrictamente seguir el control de la inflación y buscar el crecimiento del producto. Quizás el movimiento de la TRM obedece a movimientos en el mercado de divisas, producto del movimiento de variables externa como precios de los commodities, metales y remesas.

Gráfica 3

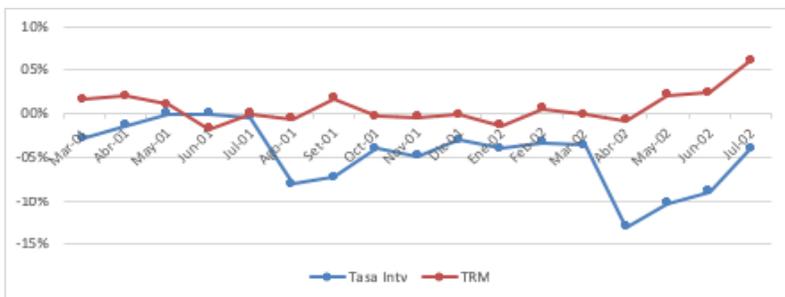
Promedios mensuales de la variación porcentual entre la Tasa de intervención de política monetaria y la variación porcentual de la TRM. Periodo 2000-2018.



Fuente_ Banco de la República- Cálculo propios

Gráfico 4

Promedios mensuales de la variación porcentual entre la Tasa de intervención de política monetaria y la variación porcentual de la TRM. Periodo 2000-2001.



Fuente_ Banco de la República- Cálculo propios

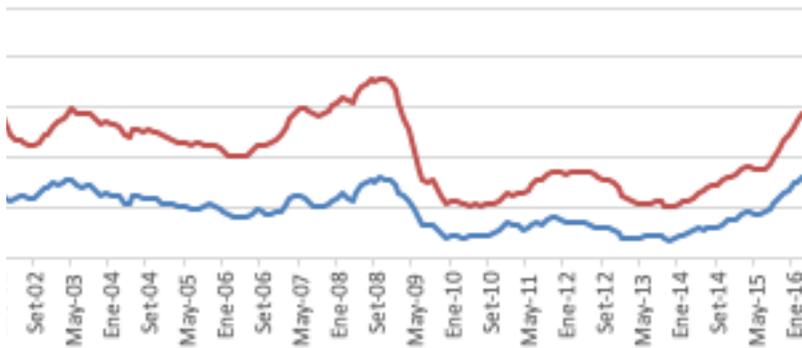
Ahora, en los casos en que se presentan las variaciones porcentuales de la TRM y la tasa de intervención de la política

monetaria, se encuentra que presentan movimientos inversos para algunos periodos y para otros directos, tal como se registra en la gráfica 4.

Al relacionar ahora el comportamiento de la inflación y de la tasa de intervención de política monetaria, se encuentra que ambas variaciones comparten conjuntamente las mismas tendencias. Situación observa en la gráfica 5 .

Gráfica 5

Tasa de intervención de la política monetaria y la tasa de inflación. Periodo 2000-2018, promedios mensuales en Colombia.

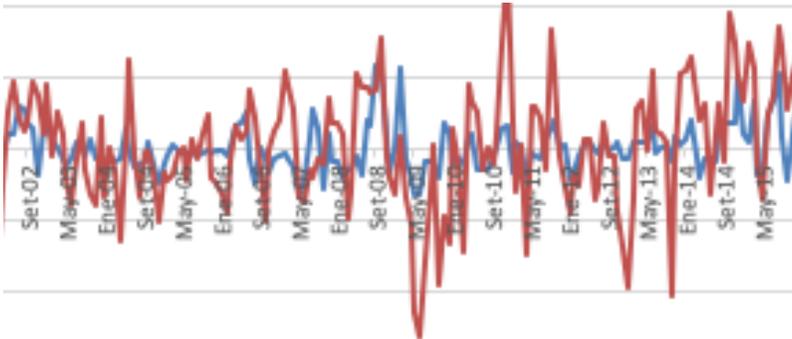


Fuente Banco de la República- Cálculos propios

Al relacionar la variación porcentual de la inflación y la variación porcentual de la TRM, se observa que ambas series se mueven en la misma dirección, situación que estaría explicada que, en momentos de variación positiva de la TRM, implica una depreciación del peso colombiano, elevando los costos de materias primas e insumos importados, que luego se indexan al precio de los productos.

Gráfico 6

Variación porcentual de la inflación y variación porcentual de la TRM en Colombia, para el periodo 2000-2018 mensualmente.



Fuente Banco de la República- Cálculos propios.

Frente a la tasa de interés ideal, es posible señalar la importancia de una tasa favorable para los keynesianos que permita mantener el empleo vía inversión y consumo, mientras que, para los monetaristas, es altamente necesario que esta tasa responda a las necesidades monetarias de efectivo; de manera que la prioridad para los monetaristas se encuentra en el manejo de la oferta monetaria sin importar las consecuencias sobre el comportamiento de la tasa de interés, así como el efecto sobre el consumo y la inversión. Asimismo, en relación con el uso de la tasa de interés para el cumplimiento de una meta de inflación baja, es importante considerar el impacto sobre la meta de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), debido a la contracción de la oferta monetaria al incrementar la tasa de interés. Lo anterior demuestra que los objetivos de inflación y crecimiento del PIB son incompatibles al ser efectuados de manera simultánea.

Por eso se refuerza la idea que no existe preferencia de una sobre la otra, por eso para Gómez (2006), el controlar la meta de inflación dentro de un rango posible, es un objetivo relacionado con la transparencia de rendición de cuentas, es decir, que la Junta Directiva del Banco de la Republica sea responsable ante alguien. Situación que obliga a tomar medidas con uno u otro enfoque. La idea es que se cumplan los pronósticos inflacionarios y que a su vez se cumpla con las posibilidades de un mayor crecimiento del producto.

Aspectos normativos constitucionales en Colombia para el manejo de la inflación

El Banco Central de Colombia, llamado Banco de la República, fue creado por la Ley 25 de 1923 como entidad de derecho público y con autonomía administrativa. Posteriormente, la Constitución Política de Colombia de 1991, a través del Artículo 371, asignó al Banco Central funciones adicionales a la responsabilidad de las emisiones primarias de dinero, como ser la institución reguladora de la circulación monetaria, los movimientos cambiarios y el crédito en el país. De esta manera, las funciones del Banco Central tienen como objetivo mantener estable el poder adquisitivo de la moneda y, en coordinación con el poder Ejecutivo³ del país, promover el crecimiento económico y la generación de empleo (Correa, 2004).

Al tener en cuenta lo anterior, es clara la existencia de un marco normativo en Colombia que otorga al Banco de la República facultades discrecionales para la toma de decisiones en materia monetaria, crediticia, cambiaria e inflacionaria. Además, el Banco Central es autónomo e independiente del gobierno de turno para el manejo de la política, lo cual le permite actuar siempre con el objetivo de controlar el nivel de precios en la economía y la estabilidad del PIB. Por tal razón, a partir del año 1993, el Banco de la República ha sido la autoridad encargada de fijar la meta de inflación y adelantar políticas para reducirla, debido a que la tasa de inflación para esa época alcanzaba los dos dígitos (Gráfica 7). Se observa, también, que a partir de la década del noventa comienza el descenso de la tasa de inflación en Colombia.

3 Una de las tres ramas del poder contemplada en la Constitución Política de Colombia, junto al poder Judicial y el poder Legislativo. Conformada por el presidente y vicepresidente de la República, los ministerios públicos, los departamentos administrativos y las superintendencias.

Gráfica 7

Tasa de inflación en Colombia. Periodo 1960-2016



Fuente: Elaboración propia a partir del Índice de Precios al Consumidor (Banco de la República, 2017).

A partir del año 2010, la meta de inflación anual en Colombia fue fijada por la Junta Directiva del Banco de la República en un 3 %, con un límite inferior de rango meta de 2 % y un límite superior de 4 % (Banco de la República, 2017). Sin embargo, la inflación alcanzada en los años 2015 y 2016 superó ampliamente la inflación meta, con tasas de 6.77% y 5.75%, respectivamente (Departamento Administrativo Nacional de Estadística, 2017). Estos niveles elevados de inflación han generado incertidumbre en los agentes económicos, situación que afecta negativamente la credibilidad de la autoridad monetaria. A partir de lo anterior, surgen una serie de preguntas sobre el manejo de la política monetaria en el país, como: ¿Qué está haciendo la autoridad monetaria de Colombia para contrarrestar la inflación? ¿Es preferible el uso de las reglas en lugar del manejo discrecional? ¿La autoridad monetaria actuó demasiado tarde?

Funcionamiento de los mecanismos de transmisión de política monetaria

Desde hace algunas décadas existe un interés creciente por la identificación de canales de transmisión de política monetaria, debido al declive en el uso de la política fiscal, dada la aparición de grandes déficits fiscales que ocasionaron incertidumbre sobre la estabilidad del PIB (Villalobos, Torres & Madrigal, 1999). En consecuencia, la efectividad en el manejo de la política monetaria y su efecto a través de los canales de transmisión depende de las decisiones de gasto de las familias, las decisiones de inversión en las empresas, la estructura del sistema financiero, y el grado de apalancamiento de los agentes económicos, así como de su dependencia con el comercio exterior y la transferencia de divisas.

De esta manera, la tasa de interés es el primer canal de transmisión de política monetaria y, a la vez, el mecanismo más antiguo al ser utilizado por más de cincuenta años en la mayoría de países. Asimismo, la tasa de interés es el mejor predictor del PIB (Echeverry, 1993), y es quizás el canal de transmisión que más influye en las variables macroeconómicas. Al respecto, Bernanke y Blinder (1992) señalaron la capacidad extremadamente informativa que tiene la tasa de interés sobre el desempeño macroeconómico en comparación con los fondos federales, cuyo éxito radica en el alto grado de sensibilidad con el cual la tasa de interés registra los choques de oferta monetaria.

Así pues, el funcionamiento de la tasa de interés como mecanismo de transmisión es el siguiente: El Banco Central afecta la liquidez contrayendo la oferta monetaria, lo cual genera un incremento en la tasa de interés nominal; posteriormente,

la tasa de interés afecta negativamente a la inversión y el consumo, los dos componentes principales de la demanda agregada, debido a un mayor costo en la financiación de las empresas y a un menor consumo por parte de las familias, respectivamente. Por lo tanto, una disminución en ambos componentes de la oferta agregada reduciría el valor del PIB. No obstante, es importante considerar que la sensibilidad en las variables de la demanda agregada corresponde al hecho de aceptar como supuesto que el dinero es utilizado únicamente para hacer transacciones⁴.

En el mismo orden, el segundo canal de transmisión de política monetaria es el crédito bancario, cuya importancia corresponde a la disponibilidad de los agentes económicos para acceder a préstamos financieros, modificando a través de esta vía el gasto, los precios y la producción. En el ámbito nacional, Gómez-González y Grosz (2007) determinaron a partir de evidencia empírica que los cambios en la tasa de interés interbancaria afectan el número de préstamos o créditos otorgados en Colombia. Además, cabe resaltar que este canal presenta serios problemas relacionados con la información asimétrica, ya que según Andersen (1988) la autoridad monetaria dispone de información privada a la que difícilmente puede acceder el público en general, situación que dificulta la adecuada toma de decisiones de los agentes económicos, quienes terminan recurriendo a fuentes de financiación más costosas.

A partir de lo anterior, el funcionamiento del crédito como mecanismo de transmisión de política monetaria es el siguiente:

4 La teoría económica establece tres funciones del dinero: en primer lugar, el dinero es usado por los agentes para realizar transacciones. En segundo lugar, es dinero es conservado por precaución, debido a que se utiliza a manera de reserva para posibles eventualidades. Por último, el dinero es empleado para especulación, al ser manejado en operaciones de riesgo.

La restricción crediticia es el resultado del incremento de la tasa de interés debido a una contracción monetaria, situación que genera un impacto sobre la compra de bienes que se adquieren a través de formas de crédito, al igual que una caída en las inversiones empresariales, especialmente aquellas efectuadas mediante apalancamiento financiero.

De igual manera, el tercer canal de transmisión de política monetaria es el tipo de cambio, siendo necesario tener en cuenta que este canal funciona adecuadamente cuando la economía es abierta y se encuentra integrada al sistema financiero internacional. También, se debe considerar que el tipo de cambio cuenta con una fuerte influencia sobre distintos aspectos económicos como la capacidad de compra de la moneda local, la elección entre el consumo de bienes nacionales o extranjeros, los costos de producción, la competitividad de los productos nacionales en el exterior, y las expectativas de inflación.

Asimismo, el tipo de cambio tiene efectos sobre la movilidad de capitales cuando se puede garantizar una igualdad en la rentabilidad de los activos financieros nacionales y extranjeros valorados en la misma moneda. Krugman y Obstfeld (2006) denominaron a esta situación paridad de tasas de interés, en la cual el tipo de cambio deberá garantizar que la rentabilidad de los depósitos en moneda local sea igual a la rentabilidad de los depósitos en el exterior. Es decir, que la devaluación permite compensar el diferencial de las tasas de interés entre ambos países. Así, al aumentar la tasa de interés de un país debido a una contracción monetaria, los agentes económicos estarían dispuestos a cambiar sus depósitos nacionales por depósitos en moneda extranjera, solo si al final de la transferencia se ven compensados con una mayor expectativa de devaluación.

Por otro lado, la variación del tipo de cambio y su efecto en las variables económicas puede ser abordado a través de los siguientes tres canales: El canal de la demanda, el canal de la oferta y el efecto renta. En relación con el canal de la demanda, un tipo de cambio devaluado incentivará el consumo de bienes nacionales frente al consumo de bienes importados, considerando que dicho efecto depende del grado de sustitución entre los bienes, la cantidad y calidad de las barreras comerciales, y el número de empresas extranjeras con presencia en el mercado local, entre otros factores. Adicionalmente, la devaluación del tipo de cambio genera competitividad de los productos nacionales en el exterior, situación que ha persistido en Colombia como un incentivo al sector exportador (Garay, 1998), y que a lo largo de la historia de industrialización del país se denominó *Crawling-peg*⁵. No obstante, se advierte que el efecto incremental en el sector exportador se ve reflejado únicamente en los bienes transables, teniendo en cuenta el grado de apertura de la economía local y la elasticidad-precio de las exportaciones.

Por el canal de la oferta, se puede distinguir que la variación del tipo de cambio hacia una devaluación de la moneda local, y su efecto en la actividad económica, está determinada por la estructura de costos de producción y el margen de utilidad de las empresas. En materia de costos de producción, la devaluación de la moneda incrementa el precio de las materias primas e insumos importados, mientras que, en términos de margen de utilidad, cabe resaltar que los empresarios no renuncian a su beneficio en presencia de un incremento en los costos de producción, trasladando los mayores costos al

5 Sistema de minidevaluaciones adoptado en Colombia con el objetivo de devaluar el peso en forma lenta y progresiva, de manera que se ajustara a los niveles óptimos de competitividad externa.

precio final del producto. Por tal razón, el aumento de precios en los productos debe ser equiparado con un mayor salario nominal que permita compensar a los agentes consumidores por la pérdida de poder adquisitivo.

En relación con el efecto renta, vale la pena destacar que el impacto de una devaluación recae sobre los activos y pasivos que los agentes económicos tengan en moneda extranjera. Si los agentes tienen activos en moneda extranjera, su rendimiento financiero aumenta; sin embargo, al poseer pasivos en moneda extranjera, sus obligaciones se incrementan. Medir el efecto sobre la demanda agregada a partir de este enfoque implica un alza en los precios, pues al incrementar la riqueza de los agentes aumenta el consumo de bienes, generando inflación.

El cuarto canal de transmisión de política monetaria es el precio de otros activos, como el valor de los bonos, las viviendas y los terrenos. Este canal de transmisión parte de serios supuestos en los que los agentes económicos, especialmente los empresarios, encuentran en las bolsas de valores una verdadera fuente de financiación, los mercados de capitales están muy desarrollados, y las familias son demandantes de acciones y bonos en una cuantía considerable. Por lo anterior, es viable pensar que este canal de transmisión en países donde no se cumplen dichos supuestos no tendrá un efecto claro sobre las variables que pretende afectar. Para el caso colombiano, se conoce con toda certeza que sería inoperante la política monetaria por esta vía debido a que solo un número reducido de empresarios buscan financiación en el mercado de valores, al igual que un bajo porcentaje de agentes económicos adquieren bonos y acciones como un mecanismo de diversificación de la riqueza. Por tal razón, no es necesario abordar en detalle este canal de transmisión.

Finalmente, el quinto y último canal de transmisión de política monetaria corresponde a las expectativas de inflación y devaluación de la moneda. En este canal es importante tener en cuenta la credibilidad de los agentes económicos en la autoridad monetaria, así como la comprensión del modelo económico sobre el cual giran las decisiones de política, pues entender las relaciones complejas entre las variables económicas no siempre está al alcance de todos. Esta situación entorpece las expectativas de devaluación e inflación, al igual que la manera en que estos indicadores son controlados por las autoridades monetarias correspondientes.

Conclusiones

El debate entre el uso de las reglas o la discrecionalidad para el manejo de la política monetaria es un tema de frecuente discusión en cualquier país. En el ámbito nacional, de acuerdo con el manejo de la política monetaria en las últimas décadas, así como el comportamiento histórico de los indicadores económicos de Colombia, se considera poco conveniente optar por el uso de un único enfoque, ya que ambos son necesarios en diferentes momentos y contextos económicos. Asimismo, aunque el Banco de la República cuente con un respaldo constitucional que define sus funciones y autonomía, este respaldo no es garantía suficiente para el manejo adecuado de la política monetaria pues, aunque la Constitución Política de Colombia designa al Banco como la autoridad suprema para el manejo de las variables monetarias en Colombia, nunca establece si la autoridad debe actuar bajo un enfoque de reglas o un enfoque discrecional.

En relación con los canales de transmisión de política monetaria, es importante considerar que son mecanismos empleados de manera autónoma por las autoridades monetarias, de acuerdo con la situación económica y los objetivos trazados. Por lo tanto, a partir de estos canales de transmisión se puede identificar una preferencia por el uso de la discrecionalidad por parte de los bancos centrales en distintos países. Igualmente, aunque la mayoría de los mecanismos de transmisión analizados son fundamentales para el manejo de la política monetaria en Colombia, es posible destacar el uso de la tasa de interés y el tipo de cambio; mecanismos que, aplicados correctamente, contribuyen a mejorar la imagen y credibilidad de la autoridad monetaria en el país.

Adicionalmente, aunque la discrecionalidad representa una ventaja para las autoridades monetarias en términos de flexibilidad, es necesario tener en cuenta que en situaciones en las que la credibilidad de la autoridad está en juego, el establecimiento de las reglas se ubica como una mejor opción frente al manejo discrecional. Igualmente, el control de la tasa de inflación se considera esencial para garantizar la credibilidad futura de la autoridad monetaria, debido a que la credibilidad por parte de los distintos agentes económicos no radica en el uso de las reglas o la discrecionalidad, sino en el resultado de las metas propuestas y sus efectos sobre la situación económica del país. También, la credibilidad de la autoridad es necesaria para el correcto funcionamiento de la política monetaria, además de mejorar las expectativas relacionadas con la devaluación y la inflación.

A manera de cierre, cabe resaltar la importancia de las contribuciones académicas que, a través de argumentos y evidencias a favor de cada enfoque, enriquecen y amplían el debate acerca del enfoque adecuado para el manejo de la política monetaria de cada país, además de influir en ciertos casos en el proceso de toma de decisiones de política llevado a cabo por las autoridades monetarias. Asimismo, el debate entre el uso de las reglas o la discrecionalidad será siempre relevante debido a la condición cambiante de las distintas variables económicas como la inflación, la devaluación y el crecimiento del PIB, así como sus consecuencias sobre el bienestar económico de la sociedad. Por tal razón, es importante continuar realizando esfuerzos desde la academia, que aporten al análisis de la economía colombiana y al desarrollo de mejores políticas monetarias para el país.

Referencias Bibliográficas

- Andersen, T. (1988). Rules or Discretion in Public Sector Decision-Making. *The Scandinavian Journal of Economics*, 90(3), 291–303.
- Banco de la República (2017). Índice de precios al consumidor (IPC), Colombia. <http://www.banrep.gov.co/es/ipc>.
- Banco de la República (2017). *Meta de inflación e inflación total al consumidor, Colombia*. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/meta-inflacion>.
- Bernanke, B., y Blinder, A. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *The American Economic Review*, 82(4), 901–921.
- Congreso de Colombia (1923). *Ley 25 de 1923 por la cual se crea el Banco de la República, Bogotá, Colombia*.
- Correa, A. (2004). Canales de transmisión monetaria: una revisión para Colombia. *Economía, Gestión y Desarrollo*, 2, 9–31.
- Cukierman, A., y Meltzer, A. (1986). A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information. *Econometrica*, 54, 5, 1099–1128.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2017). Índice de precios al consumidor–IPC- Base 2008, Colombia. Recuperado de <http://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc>.
- Díaz, G. (2013). El trilema de la política monetaria en Colombia no se cumple. *Revista CIFE*, 15(22), 13–48.
- Dorich, J., y Triveño, L. (2000). *Reglas monetarias para el Perú. Estudios económicos. Banco central de Reserva del Perú*. Recuperado de

<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/06/Estudios-Economicos-6-5.pdf>.

Echeverry, J. (1993). Indicadores de política y canales de transmisión monetaria. Colombia 1975-1991. *Revista Ensayos Sobre Política Económica*, 24, 7-41.

Eijffinger, S., y De Haan, J. (1996). The Political Economy of Central Bank Independence. *Special Papers in International Economics*, Universidad de Princeton. Recuperado de https://www.researchgate.net/profile/Jakob_Haan/publication/5072793_The_Political_Economy_of_Central-Bank_Independence/links/00b4952921f824d738000000.pdf

Garay, L. (1998). *Colombia: Estructura industrial e internacionalización 1967-1996*. Bogotá, Departamento Nacional de Planeación. <http://www.banrepcultural.org/sites/default/files/libro.pdf>.

Gómez, J. (2006). La Política Monetaria en Colombia. *Borradores de economía*, 394, 1-33.

Gómez, J., Silva, L., Restrepo, S., y Salazar, M. (2012). Flujos de capital, fragilidad financiera y desarrollo financiero en Colombia. *Borradores de Economía*, 706, 1-29.

Gómez-González, J., y Grosz, F. (2007). Evidence of a Bank Lending Channel for Argentina and Colombia. *Cuadernos de Economía*, 44, 109-126.

Krugman, P. y Obstfeld, M. (2006). *Economía Internacional: Teoría y política*. Séptima edición, Madrid, Pearson Educación.

Kydland, F., y Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473-492.

- McCallum, B. (1997). *Issues in the Design of Monetary Policy Rules*. National Bureau of Economic Research, Working paper 6016, 1997.
- Ravier, A. (2008). Regla monetaria vs. discrecionalidad: Una ampliación del debate. *Revista de Instituciones, Ideas Y Mercados*, 48, 113–148.
- Rudebusch, G., y Svensson, L. (1998). *Policy Rules for Inflation Targeting*. National Bureau of Economic Research, Working paper. 6512.
- Sayer, S. (1981). Macroeconomic Policy Rules versus Discretion: Some Analytical Issues. *Journal of Public Policy*, 1(4), 465–479.
- Villalobos, L., Torres, C., y Madrigal, J. (1999). *Mecanismo de transmisión de la política monetaria: Marco conceptual, Costa Rica*. Banco Central de Costa Rica. Recuperado de http://www.bccr.fi.cr/investigacioneseconomicas/politicamonetariaeinflacion/Mecanismos_transmision_politica_monetaria_marco_conceptual.pdf.
- Villar, L. (2001). *Reglas versus discrecionalidad en las políticas fiscal, monetaria y cambiaria: un problema de economía política y credibilidad*. XIII Seminario Regional de Política Fiscal, Santiago de Chile. http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/cepalsemnifiscal.pdf.
- Villar, L., Romero, J., y Pabón, C. (2015). *Política cambiaria, monetaria y fiscal: ¿ha aprendido Colombia a mitigar los efectos de las crisis?*, Bogotá, Fedesarrollo, 2015. Recuperado de <http://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/2381>.