Libro “Mitos y realidades de la política monetaria”

Descargue PDF del libro en el Repositorio Banrep Descargue PDF y ePUB del libro en la Biblioteca Virtual
Tenga en cuenta
Los libros y capítulos de libros que se publiquen o editen, pertenecen a sus respectivos autores y, por ende, no comprometen necesariamente a la Entidad, a menos que así se indique en forma expresa. Para más información consulte nuestro Aviso Legal.

Autores y/o editores Taboada-Arango, Bibiana Villamizar-Villegas, Mauricio
Los temas de política monetaria y banca central a menudo hacen parte del debate público sobre la coyuntura económica. Sin embargo, en muchas ocasiones se parte de preconcepciones erradas o poco precisas que no son consistentes con la realidad. El objetivo de ***Mitos y realidades de la política monetaria es*** promover una discusión informada sobre la política monetaria, para lo cual se presentan los argumentos y procesos principales que guían la toma de decisiones en este ámbito. Con el fin de que esta información sea accesible y fácil de entender para un público amplio y no especializado, el libro hace un esfuerzo por explicar conceptos complejos de manera clara e intuitiva. A lo largo de 25 capítulos y 3 recuadros se aborda una amplia gama de temas: desde los fundamentales en macroeconomía (producción, inflación, tasas de interés, mercado laboral y tipo de cambio), pasando por algunos controvertidos (tasas de usura, utilidades del sector bancario y dolarización), hasta llegar a otros que han venido generando interés en relación con el quehacer de los bancos centrales (cambio climático, desigualdad y políticas públicas). Para cada uno de los temas tratados se busca derrumbar los mitos y simplificaciones que suelen distorsionar la comprensión pública y, a cambio, se ofrece un análisis sencillo y transparente de la realidad.

Fecha de publicación Viernes, 22 de noviembre 2024 Presentación libro “Mitos y realidades de la política monetaria” - FILBo 2026
Realizada el 23 de abril de 2026

PrólogosTEMAS DE BANCA CENTRAL PARA TODOS
José Darío Uribe

Mitos y realidades de la política monetaria es un volumen dedicado a temas de banca central. Los autores logran un oportuno y eficaz vehículo de comunicación gracias a su escritura clara y accesible. Los capítulos del libro abarcan un amplio rango de temas monetarios, tanto convencionales como no convencionales. Además, introducen la discusión de temas de política monetaria que solo recientemente se han estudiado con detenimiento en círculos académicos y de hacedores de política. También revisan las complejas interrelaciones entre variables macroeconómicas clave y sus implicaciones de política pública.

El mayor aporte de este trabajo, realizado por Bibiana Taboada Arango y Mauricio Villamizar Villegas, ambos miembros de la Junta Directiva del Banco de la República, es ofrecer a todo tipo de lectores una herramienta valiosa para entender y enriquecer los debates sobre política económica. Estos debates a menudo se deterioran por la excesiva simplificación de los temas por parte de ciertos actores políticos y medios de comunicación. Los autores destacan que las respuestas a las preguntas macroeconómicas más comunes requieren considerar la acción de múltiples variables, muchas impredecibles y de difícil control de forma directa o permanente por las autoridades. Además, la política monetaria se implementa, necesariamente, a través de diversos agentes de los mercados financieros y actúa en un ambiente fuertemente afectado por políticas y eventos fuera del control del

banco central.

Los autores organizan sus 25 capítulos y 3 recuadros en torno a preguntas centrales de la teoría monetaria, como la compleja relación entre la inflación, el empleo y el crecimiento del producto. También analizan las bondades para la economía colombiana de un sistema de tasa de cambio flexible, sin descartar la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario cuando las condiciones de la economía lo ameriten. Igualmente resaltan la importancia de que los bancos centrales exploren temas emergentes en la disciplina, como la posible relación entre la política monetaria, la inflación y la distribución del ingreso, o el papel de los bancos centrales ante el cambio climático y el posible vínculo entre los choques climáticos y la estabilidad de precios y financiera.

La credibilidad de las autoridades económicas es fundamental para el éxito de sus políticas. Esto es particularmente cierto para los bancos centrales, cuya credibilidad se construye tanto por las acciones que emprenden como por las que evitan. Los autores dedican una sección del libro a explicar por qué deben rechazarse ciertas ideas que, aunque aparentemente atractivas para algunas personas, causan enormes daños, en especial a los sectores más vulnerables de la población, o simplemente no son viables a largo plazo. En esta sección se destacan las razones por las cuales los bancos centrales no deben financiar de manera directa a los gobiernos, aspecto estrechamente relacionado con las bondades de contar con bancos centrales independientes.

En el caso del Banco de la República, la confianza del público es tal vez el activo más valioso de la institución. Esta confianza se ha logrado a través de un trabajo técnico responsable, perseverante y focalizado, enmarcado en un marco institucional robusto. Taboada Arango y Villamizar Villegas también resaltan la calidad del equipo de investigadores y analistas del banco. Sus estudios técnicos preceden y son un insumo crucial para la toma de decisiones de la Junta Directiva del Banco. Sus trabajos también contribuyen a entender mejor el funcionamiento de la economía y a identificar acciones de políticas públicas cruciales para el bienestar de los colombianos.

Este libro presenta de manera rigurosa, didáctica y amena diversos ensayos sobre temas propios de la banca central que afectan de manera directa o indirecta el bienestar de la gente. La lectura y estudio de sus capítulos permite rechazar mitos e identificar y entender los retos y restricciones de las políticas monetarias, cambiarias y crediticias. De igual manera, permite al lector familiarizarse con nuevos temas de banca central y profundiza en conceptos económicos ampliamente empleados en discusiones públicas.

LECCIONES APRENDIDAS
Juan José Echavarría

Mauricio Villamizar Villegas y Bibiana Taboada Arango responden en este libro todas las preguntas que usted alguna vez se planteó sobre banca central. Explican de manera lúcida, rigurosa y sencilla, temas que en muchas ocasiones resultan áridos y especializados. Es un buen complemento al trabajo reciente de Gloria Valencia sobre la historia de la Junta del Banco de la República desde la Constitución de 1991.

El libro será útil en clases de macroeconomía, política monetaria y economía colombiana, y resultará lectura obligatoria para periodistas y redactores económicos. Además, aparece en un momento oportuno, cuando se oyen reclamos frecuentes de los gremios y del Gobierno, entre otros, solicitando reducciones rápidas y marcadas en las tasas de interés. Es un momento difícil para el Banco, pues la tasa de inflación ha bajado 7 puntos porcentuales desde marzo de 2023 hasta agosto de 2024, pero su nivel de 6,1% en dicho mes es el más alto de la región (junto con Argentina), se encuentra en el rango superior entre los países desarrollados y emergentes y está muy lejos de la meta de largo plazo del Banco (3 %). Además, se espera un crecimiento de la economía inferior al 2 % en 2024, menos de la mitad del promedio de los últimos 10 años (se excluye 2020, el año de la pandemia).

¿CÓMO OPERA LA JUNTA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA?

Mi mejor descripción de cómo se toman las decisiones de tasa de interés en las reuniones mensuales de la Junta es la siguiente: cada miembro compara su mejor pronóstico de inflación en t + 2 años con la meta del 3 %, y compara el crecimiento del producto interno bruto (PIB) en ese mismo período con el llamado PIB potencial. Con base en esa información, vota a favor de subir, reducir o mantener inalterada la tasa de interés de política (la llamada repo a 1 día). Por supuesto, durante el mes previo a la reunión también se discute la evolución y el significado de un sinnúmero de indicadores adicionales, incluyendo los del mercado laboral.

¿Por qué se mira la inflación en t + 2 años y no la de más largo plazo? Porque siempre existe el peligro de que los consumidores, trabajadores y empresarios asuman que el Banco no va a hacer su tarea y modifiquen sus expectativas al alza. Esto hace mucho más costoso reducir la inflación futura. Como se menciona en el libro, el esquema de inflación objetivo y la teoría económica otorgan hoy un papel central a las expectativas, y esto ha llevado a un cambio radical frente a la forma oscura y contradictoria en la que se comunicaban los bancos centrales en el pasado: la frase “si me ha entendido, no me he explicado bien” con la que Alan Greenspan, antiguo presidente de la Reserva Federal, respondió a un periodista, ya ha perdido vigencia. Hoy, al contrario, se hace un esfuerzo permanente por explicar las razones que llevan al Banco a seguir la política del momento. Un banco central con alta credibilidad logra reducir la inflación a muy bajo costo en términos del PIB perdido cuando se suben tasas, y algunos trabajos recientes muestran que Colombia ha adquirido una gran credibilidad cuando se compara con otros bancos centrales. Relacionado con lo anterior, el Banco de la República es considerado en las encuestas como la institución que mayor confianza genera entre los colombianos.

Las decisiones de tasas deben ser independientes de las características de los choques que producen la inflación, ya sean de oferta o de demanda, del precio internacional del petróleo, del incremento de los salarios que puede provenir de la organización sindical o de los altos precios que producen los monopolios y oligopolios. Recuerdo una discusión con el doctor Fabio Echeverri Correa, quien recriminaba al Banco por subir tasas en momentos de fuerte inflación generada por los altos precios internacionales del petróleo: “¿ustedes piensan que van a modificar los precios internacionales del petróleo con sus tasas de interés tan altas?”, preguntaba. No importa cuál sea el origen de los choques, al Banco le toca hacer su tarea.

La mayoría de los insumos para las decisiones mensuales de la Junta provienen del grupo técnico del Banco, el mejor entre los países emergentes según los ranking citados en el capítulo 21 de este libro. Muchos de estos insumos se modifican luego de discusiones entre el grupo técnico y los miembros de la Junta, y se presentan al país en el Informe de Política Monetaria (desde 2018). Antes de esta fecha se llamaba Informe de Inflación y consistía en un análisis tradicional de la coyuntura, pero luego de oír las recomendaciones de la Misión Sueca, se enfatizaron los pronósticos futuros de inflación y de crecimiento del Banco. La misión también recomendó que la Junta publicase periódicamente su mejor pronóstico de tasa de interés, como ocurre en los Estados Unidos (cada miembro lo publica), pero el acuerdo “intermedio” consistió en que lo haría el grupo técnico en el Informe de Política Monetaria, no la Junta. Al menos de manera aproximada: en el Informe se muestra el resultado de las encuestas a los analistas sobre este tema, y se indica el “sesgo” del grupo técnico con respecto a dicho pronóstico.

En el Informe de Política Monetaria de abril de 2024 se espera, por ejemplo, una inflación ligeramente superior al 5 % a finales de 2024, y cercana al 3 % a finales de 2025, con tasas de crecimiento del PIB del 1,4 % para 2024, y más del 3,2 % para 2025. El informe también menciona que los pronósticos se han “deteriorado” (más inflación y menos crecimiento) en comparación con el análisis de enero. Diferentes colores en los gráficos indican rangos alternativos de resultados con diferentes probabilidades y muestran, por ejemplo, que en 2024 la inflación podría terminar no en el 5 % sino en el 7,5 % con una probabilidad remota del 10 %.

¿Debe la Junta tomar en cuenta otras variables diferentes a la inflación y al PIB en su decisión de tasas de interés? No, y así sucedió durante mis catorce años en el Banco, con una única excepción. Durante la pandemia

del covid-19, las tasas de interés repo llegaron al menor nivel de la historia reciente y algunos miembros de la Junta se preocuparon de que ello indujera salidas importantes de capital hacia el exterior. Es por eso por lo que la tasa de interés no se redujo aún más. A lo mejor ellos tenían razón, pero el debate en este campo continúa. Autores como Raghuram Rajan, exgobernador del Banco de la Reserva de la India, ha argumentado recientemente que no es bueno mantener tasas de interés excesivamente bajas durante períodos largos de tiempo pues ello desestabiliza los mercados financieros.

El hecho de que la Junta tome sus decisiones para tratar de que la inflación retorne "suavemente" (i. e., en dos años) a la meta del 3 % significa que también se toma en cuenta el crecimiento económico de corto plazo. Ello, además, es consistente con el artículo 334 de la Constitución, según el cual "si bien la finalidad primaria de la actividad del Banco es la estabilidad de precios, esta institución no puede ser indiferente a otros objetivos de política económica de raigambre constitucional, como pueden ser la búsqueda del pleno empleo". Dicho de otra forma, si lo único que le importase al Banco fuese la reducción de la inflación alta, la Junta elevaría las tasas, produciría una recesión y obtendría su objetivo. Pero, como se menciona en este libro, el objetivo de la Junta, además de estabilizar el ciclo, es el crecimiento de mediano y largo plazo, que es mayor cuando el país innova y ahorra, y cuando la inflación está controlada y cercana a la meta.

¿Por qué utiliza la Junta la tasa de interés (repo a 1 día) como instrumento de política? Ello ocurre en Colombia desde 1999 cuando el país adoptó el régimen de inflación objetivo que hoy utilizan más de 40 países. La razón teórica es que la tasa de interés se encuentra cercanamente asociada en el corto plazo con el nivel de precios (la llamada ecuación de Fisher), lo cual no ocurre con las otras dos variables que han sido utilizadas como instrumento por muchos países del mundo en otros períodos: la tasa de cambio y la masa monetaria. El Banco ha aprendido de su experiencia en este campo pues, antes de 1999, utilizaba un esquema excesivamente complicado que mezclaba "corredores para los medios de pago", "corredores para la tasa de cambio" y "corredores de tasas de interés" con resultados frecuentemente contradictorios.

¿Se demoró excesivamente la Junta en comenzar a subir tasas cuando la inflación se disparó más y más en Colombia y en el mundo a partir de los primeros meses de 2021? Posiblemente sí, pero no solo Colombia, y la mejor prueba es que en todos los países la inflación subió mucho con respecto a la meta. Ningún modelo o economista podría haber recomendado una política diferente luego de décadas de inflación baja y estable en los países desarrollados, y niveles muy por debajo de la meta en 2020 y 2021 en Colombia.

Hasta finales de 2020 la discusión en las reuniones en el Banco de Pagos Internacional en Basilea, donde cada dos meses asisten los banqueros centrales de la mayoría de países desarrollados y emergentes, siempre era: "¿por qué no sube más la inflación en Estados Unidos, Europa y Japón, y qué se puede hacer al respecto?"; y lo mismo sucedía en México, Perú, Chile y Colombia. Leyendo la literatura de esos años, no se encuentra preocupación alguna por la inflación futura. Quizá un trabajo del macroeconomista Frederik Mishkin, mencionando la "eventualidad de que […] algún día". Como se muestra en el capítulo 4 de este libro, Brasil comenzó a subir tasas en marzo de 2021, mientras que México, Chile, Perú y Colombia lo hicieron en junio, julio, agosto y septiembre de 2021, respectivamente. Paradójicamente, el país que más demoró al alza de tasas fue Estados Unidos (en marzo de 2022) con un resultado muy problemático en materia de inflación.

ALGUNAS LECCIONES

Mencionaré acá cuatro lecciones que aprendí como miembro de la Junta del Banco (2003-2013) y luego como gerente (2016-2020). La primera: no es conveniente cambiar la meta de largo plazo. El Banco de la República anunció en 1991 la meta del 3 % que "en el futuro" debería mantener el esquema monetario del banco central, nueve años antes de adoptar el esquema formal de inflación objetivo, cuando la inflación aún estaba en 26,8 %. La Junta redujo la meta paulatinamente entre 1991 (22 %) y 2007 (4,5 %), con inflaciones anuales que la superaron entre 1991 y 1999 y que, en general, la cumplieron entre 2000 y 2007.

En 2007 se decidió, en mi concepto erróneamente, terminar con la tendencia descendente de la meta anual, y subirla desde el 4,5 % hasta el 5,5 % en 2008. La inflación había subido en los años anteriores (7,7 % en 2008) y llegaban vientos huracanados desde los Estados Unidos y Europa, anticipando lo que sería la nueva gran recesión internacional de 2008. Se pensó que al subir la meta se tendrían "argumentos" adicionales para no subir tanto la tasa de interés futura y "cumplir". Pero se vio ex post que la economía colombiana creció a tasas satisfactorias, jalonada por China y por los altos precios del carbón y petróleo, y la inflación continuó reduciéndose año tras año. Elevar la meta envió la señal a los mercados de que el Banco de la República estaba poco interesado en el control de la inflación. El mensaje sería aún peor si se modifica la meta del 3 % que el Banco finalmente adoptó desde el año 2010. Otros experimentos han sido aún más traumáticos: Argentina implementó el régimen de inflación objetivo en septiembre de 2016 y decidió cambiar la meta en menos de tres años con consecuencias catastróficas que llevaron a abandonar el esquema y a la remoción del gerente del Banco Central.

La segunda lección: no es conveniente bajar la tasa "en escalera" pues ello produce incertidumbre en los mercados y es difícil de explicar a los analistas y al país en general. Entre diciembre de 2016 y marzo de 2018 redujimos 3,50 puntos la tasa de interés repo (del 7,75 % al 4,25 %). En algunas reuniones de Junta la redujimos y en otras esperamos varios meses, sin una razón muy clara. En esos meses, adicionalmente, ingresaron a la Junta dos nuevos miembros y era difícil conocer cómo votarían en su nuevo cargo. Recuerdo una llamada del exgerente del Banco Central de Chile, José de Gregorio, a comienzos del experimento, diciendo no a la escalera… pero no le hicimos caso.

La tercera: muchas veces los mercados aprenden más sobre la política futura cuando no hay consenso entre los miembros de la Junta y es bueno que ello se manifieste en los votos cuando ocurre. Esta lección va contra la ortodoxia en los bancos centrales que buscan a toda costa decidir por unanimidad. La heterogeneidad en la votación es particularmente útil cuando hay cambio en la tendencia de la política, como ocurrió en 2016. La Junta había subido la tasa entre marzo y noviembre de 2014 y, nuevamente, entre septiembre de 2015 y septiembre de 2016. Varios miembros veían venir una reducción futura al final del período y la mejor forma de señalarlo a los mercados era con votaciones heterogéneas.

TASA DE CAMBIO

Colombia decidió abandonar la banda cambiaria a finales de 1999 y el país ha flotado, con intervenciones parciales, desde entonces. Ello ha facilitado enormemente la adopción de una política monetaria contracíclica como se desprende de la famosa "trilogía imposible". ¿Quién habla hoy de crisis de balanza de pagos, un tema que nos obsesionó por décadas? Además, ¿cómo justificar que el Banco haya subido las tasas nominales de interés en 1999 por encima del 70 %, en la peor recesión del siglo? La flotación cambiaria es el régimen adecuado para un país con fuerte movilidad de capitales, con alta dependencia de bienes primarios en las exportaciones y con enormes rigideces en el mercado laboral y en la política fiscal.

Cada vez se interviene menos y, en muchas ocasiones, con objetivos no relacionados con la corrección del nivel de la tasa de cambio. Muchos miembros de la Junta llegamos desde fuera (en mi caso era director de Fedesarrollo) considerando conveniente y posible fijarla en el nivel "adecuado". Pronto aprendimos cuán difícil, y en ocasiones contraproducente, es lograrlo. Cuando llegué a la Junta, en 2003, decidimos utilizar cantidades "enormes" para que los "especuladores" aprendiesen la lección y tratamos de repetir ese tipo de experimentos en otras ocasiones con resultados similares. En (¿casi?) todas las ocasiones los bancos privados y los "especuladores" internacionales hacían grandes utilidades, mientras que la tasa de cambio regresaba a su nivel inicial en un período menor a 30 días.

UN APORTE A LA COMUNICACIÓN Y LA CONFIANZA

Leonardo Villar Gómez *

En 2023, cuando el Banco de la República cumplió su primer centenario de existencia, acuñamos el lema “100 años generando confianza” para identificar en las celebraciones una característica de la institución que resulta, quizás, la más importante a lo largo de su historia.

La confianza que genera el Banco de la República es la que permite a cualquier colombiano o colombiana recibir sus billetes o monedas porque sabe que a él o ella también van a recibírselos. Es también la confianza que la sociedad colombiana deposita en el Banco al entregarle en administración unas reservas internacionales que hoy en día valen más de 60 mil millones de dólares. Es asimismo la confianza que tienen los colombianos al depositar sus ahorros en el sistema financiero, pues saben que detrás de los establecimientos de crédito hay una institución que los respalda como prestamista de última instancia ante situaciones difíciles y que les provee buena parte de la infraestructura financiera para muchas de las transacciones entre ellos.

Generar confianza es algo que requiere una enorme fortaleza institucional, mucha capacidad técnica, honestidad a toda prueba y, por supuesto, una gran transparencia sobre las políticas que se llevan a cabo, los instrumentos que se utilizan y los resultados que se obtienen. Esa transparencia, a su vez, debe ir acompañada de grandes dosis de pedagogía porque los impactos que tiene la actuación de los bancos centrales en las economías se producen a través de múltiples e intrincados mecanismos cuyo funcionamiento resulta, en muchos casos, aparentemente contraintuitivo. Por eso mismo, la comunicación de lo que se hace desde los bancos centrales se convierte en una labor esencial para la efectividad de sus políticas y el mejor desempeño en todas sus funciones.

Es en este contexto de la comunicación que el trabajo de Bibiana Taboada Arango y Mauricio Villamizar Villegas contenido en este libro adquiere un valor particularmente destacado. Con textos cortos sobre cada tema, los autores logran explicar en palabras sencillas muchos de los mecanismos a través de los cuales funcionan las políticas que adopta el Banco de la República, las paradojas que implican esos mecanismos y los grandes dilemas que se enfrentan al tomar decisiones.

¿Por qué es tan importante y complejo subir o bajar las tasas de interés de política y por qué son tan largos los rezagos con los cuales actúan esas políticas para afectar la inflación? ¿Por qué el Banco de la República usualmente permite que la tasa de cambio del peso frente al dólar fluctúe con las fuerzas del mercado? ¿Por qué no emite dinero para financiar al sector privado o para cubrir los faltantes de recursos que pueda tener el Gobierno nacional? ¿De qué manera trata el Banco de estimular un crecimiento sostenible de la economía y mitigar las desigualdades entre los colombianos? Cada uno de los capítulos contenidos en este libro responde con rigor (pero en forma intuitiva, amena y amigable) a preguntas como estas, todas ellas fundamentales para entender la política monetaria, cambiaria y crediticia.

El libro constituye un aporte muy importante al entendimiento de las funciones del Banco de la República, de sus estrategias y de las políticas que este ha adoptado en el período reciente. Felicito a los autores por la iniciativa que tomaron y por la notable contribución que hacen para facilitar la comunicación con una audiencia amplia que seguramente ayudará a consolidar la confianza en el Banco, que tan importante es en el cumplimiento de sus objetivos.

Fuente: https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/es/publicaciones-investigaciones/libros/mitos-realidades-politica-monetaria