



Mitos y realidades de la política monetaria

¿Por qué el Banco
de la República utiliza
**la tasa de interés como
instrumento de política?**



Bibiana Taboada



Mauricio Villamizar

¿Por qué el Banco de la República utiliza la tasa de interés como instrumento de política?

Escrito por Bibiana Taboada y Mauricio Villamizar

Los procesos de ajuste monetario necesarios para dirigir la economía hacia niveles de crecimiento sostenibles y controlar la inflación suelen generar malestar en algunos sectores de la población. Como es natural, en momentos de crisis económicas y, sobre todo, de brotes inflacionarios que requieren incrementos en la tasa de interés, se desata inconformismo entre diferentes agentes que resultan afectados por la variación en el costo de financiamiento, así como por su impacto en la actividad económica. En este contexto, uno de los reclamos comunes hacia la autoridad monetaria tiene que ver con la elección de la tasa de interés como instrumento para intervenir en la economía. No es extraño escuchar voces que se preguntan por qué el Banco de la República se limita “simplemente” a subir – o bajar – la tasa de interés y no hace “nada más” para reducir la inflación – o apoyar la reactivación –. Algunos de estos cuestionamientos incluso insinúan cierto facilismo y comodidad por parte del Banco, tal vez evocando otros tiempos en donde la política monetaria financiaba a los sectores público y privado e intervenía el mercado cambiario de manera recurrente. Sin embargo, una revisión del mandato constitucional de la entidad que prioriza la estabilidad de precios en coordinación con el desempeño de la economía, así como del esquema de inflación objetivo empleado para lograrlo, respaldan la elección de la tasa de interés como instrumento principal de política monetaria.

Para comenzar la discusión sobre el porqué de la tasa de interés como instrumento de política monetaria por parte del Banco, hay que recordar los principios fundamentales de su mandato de acuerdo con lo establecido en la Constitución de 1991 y de las funciones detalladas para su ejercicio según se dicta en la Ley 31 de 1992¹. En concreto, a la luz de este debate, es necesario tener presente que al Banco se le otorga total autonomía con el fin superior de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Más aún, en concordancia con este objetivo, se establece que el Banco no puede emitir dinero para otorgar créditos o garantías a particulares, y solo puede financiar al Estado con la aprobación unánime de la Junta Directiva. Estas aparentes limitaciones al accionar del Banco son, por el contrario, la garantía necesaria para que la autoridad monetaria pueda concentrar sus funciones y esfuerzos en mantener la estabilidad de precios.

Partiendo del entendimiento de que la estabilidad de precios, que es necesaria para un crecimiento sostenible en el largo plazo, es el mandato prioritario de la autoridad monetaria, el

¹ El capítulo 6 del título XII de la Constitución Política de Colombia (1991), titulado "De la Banca Central", establece las disposiciones relacionadas con el Banco de la República, mientras que la Ley 31 de 1992 contiene las normas por las que se rige el Banco.

siguiente paso es analizar cómo se puede lograr dicho objetivo en la práctica. En el caso del Banco de la República, y en el de gran parte de los bancos centrales con mandatos de estabilidad de precios alrededor del mundo, la respuesta está en la estrategia de inflación objetivo. Este esquema de diseño y operación de la política monetaria utiliza la tasa de interés como instrumento principal de política, mientras que permite la libre flotación de la tasa de cambio y el flujo de capitales sin restricciones.

El esquema de inflación objetivo nació en Nueva Zelanda en 1989, en un contexto de resultados mixtos de la política monetaria a nivel global y dificultades para implementar los regímenes predominantes en el momento de agregados monetarios y anclas nominales de la tasa de cambio. A partir de entonces, muchos países lo adoptaron y hoy más de 60 lo utilizan como estrategia de política monetaria (listado completo en el anexo). La base del esquema de inflación objetivo es el anuncio público de una meta de inflación numérica de mediano plazo, que constituye la guía predominante de las decisiones del banco central. El compromiso de la autoridad monetaria con la meta publicada implica que se utilizará el instrumento de política seleccionado – la tasa de interés – para lograr dicha meta. Un componente fundamental de este régimen, y una de sus grandes ventajas, es la transparencia y comunicación que requiere por parte del banco central, el cual no solo tiene que publicar la meta de inflación con cierta periodicidad, sino que debe informar acerca de sus procesos de toma de decisión, modelos de pronóstico, proyecciones de las principales variables macroeconómicas y procedimientos operativos. Además, debe contar con un mecanismo claro y recurrente de rendición de cuentas hacia el Estado y la sociedad.

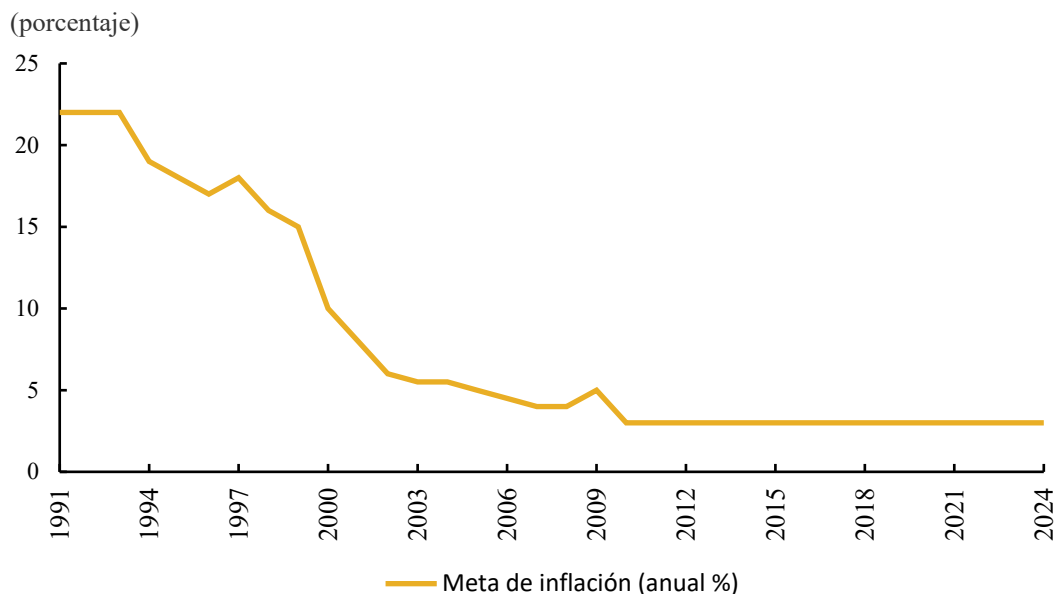
Este marco institucional aspira a que la meta de inflación se convierta en un ancla nominal creíble, es decir, en un referente confiable para los diferentes actores económicos. En la medida en que esto ocurre y las expectativas de inflación de los agentes se mantienen cercanas a la meta anunciada, la política monetaria se hace más efectiva y menos costosa. Ante un choque inflacionario temporal, el público sabe que el banco central actuará para regresar la inflación a la meta de anunciada, por lo que los agentes pueden mantener sus expectativas de precios sin grandes cambios. Esto a su vez le permite al banco central apalancarse en su credibilidad y con una reacción moderada de la política monetaria asegurar el regreso de la inflación a la meta. Esta misma credibilidad y el anclaje de las expectativas de inflación, facilita la reacción contracíclica de la política monetaria: en momentos de crisis puede estimular la economía reduciendo la tasa de interés sin que esto repercuta en grandes presiones inflacionarias, y en momentos de recalentamiento le basta con hacer incrementos menores a la tasa de interés para controlar los brotes inflacionarios.

El Banco comenzó a utilizar formalmente el esquema de inflación objetivo en 1999 después de que se completara el proceso de liberalización cambiaria en el país. Solo hasta ese momento fue posible enfocar plenamente los esfuerzos en la estabilidad de precios, dejando de lado la dependencia cambiaria y fiscal de años anteriores. Si bien con total autonomía e independencia el Banco pudo hacer la transición hacia el régimen de inflación objetivo, el proceso de adopción de esta nueva estrategia fue gradual – en cierta medida, había comenzado años atrás con la adopción de algunos cambios y anuncios. En efecto, a raíz de la reforma constitucional se hizo

obligatoria la adopción de una meta de inflación específica y desde 1991 se inició con su publicación.

Como se observa en el gráfico 1, las metas de inflación establecidas por el Banco cayeron de manera consistente entre 1991 y 2010, cuando finalmente se llegó a la meta de 3% anual, en un rango de tolerancia de más o menos un punto porcentual, que se ha mantenido hasta el día de hoy. La decisión de conservar la meta en un nivel de 3% a lo largo de tantos años, está relacionada con las ventajas que tiene dicha estabilidad en la fijación de un ancla nominal que sea un referente creíble para los diferentes actores económicos en la toma de sus decisiones. Más allá del nivel concreto que se elija como meta, lo importante es que la autoridad monetaria mantenga el compromiso con su cumplimiento y que efectivamente logre conducir la economía hacia este resultado. Si bien puede haber alguna discusión en el margen sobre la meta específica y su nivel óptimo (2 vs. 3 vs. 4), lo fundamental es que el anuncio sea creíble y contribuya al anclaje de las expectativas de inflación. En todo caso, cualquier cambio de la meta debe ocurrir en periodos en donde el cumplimiento esté asegurado, de manera que el ajuste no sea percibido como una complacencia para poder cumplir con la meta, minando la credibilidad de la autoridad monetaria.

Gráfico 1. Anuncios de la meta de inflación, 1991-2024

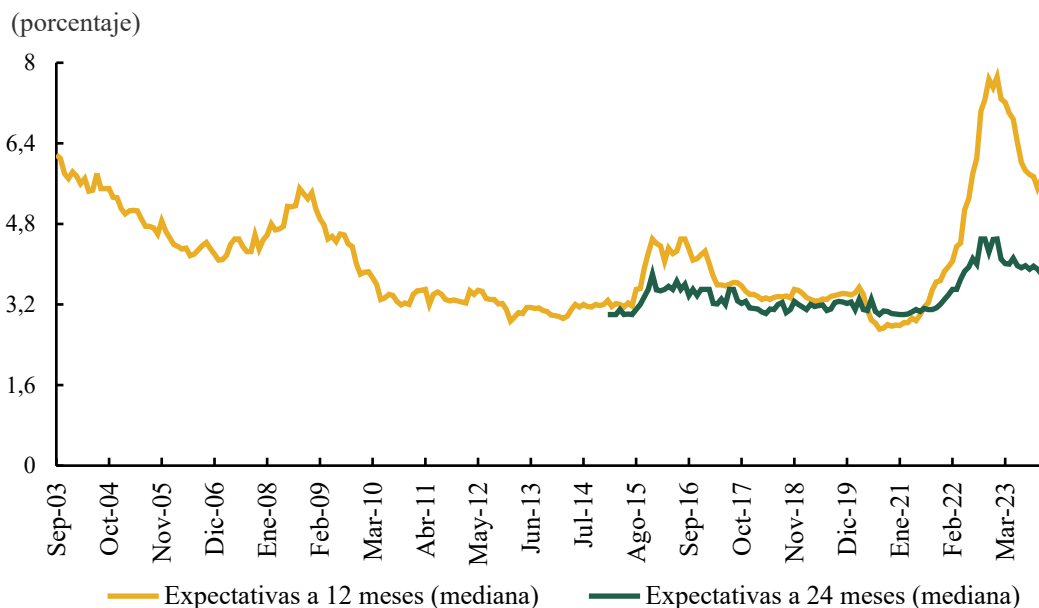


Fuente: Banco de la República

Para la adopción del esquema de inflación objetivo fue necesario crear nuevas metodologías, procedimientos y productos al interior del Banco para acomodar la naciente estrategia de política. Por ejemplo, se desarrollaron los modelos de pronóstico y se comenzó a publicar el Informe de Inflación, también se estableció el Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria para dar a los agregados monetarios un manejo consistente con lo dictado por la tasa de interés – o el corredor que existía en su momento – como instrumento de política preponderante.

Asimismo, se implementaron instrumentos innovadores para la recolección de información relevante para la toma de decisiones bajo el nuevo esquema, como es el caso de la encuesta de expectativas a analistas económicos. A través de esta, se obtiene información de las expectativas de inflación a diferentes plazos, entre otras variables. El gráfico 3 ilustra la trayectoria de estas expectativas desde el 2003, año de la primera encuesta. Ya para diciembre de ese año – después de observar niveles de inflación superiores al 20% una década atrás – las expectativas de inflación se encontraban en 5.7%, lo que correspondía a un nivel muy cercano a la meta de 5.5% establecida para esa fecha. A partir de ahí, las expectativas reportadas en la encuesta han tenido una clara tendencia decreciente, a pesar de algunos rebotes coyunturales. El más grande de estos ocurrió durante el periodo de recuperación de la economía después de la pandemia del Covid-19, cuando las expectativas a 12 meses se acercaron a 8% en enero de 2023 y posteriormente retornaron a una senda de convergencia hacia la meta hasta ubicarse debajo del 5% actualmente. Por su parte, desde que comenzaron a medirse las expectativas de inflación a 24 meses en 2015, estas se han mantenido cercanas a la meta y su rango de tolerancia, con un valor máximo de 4.5% durante algunos meses de 2022 y 2023.

Gráfico 2. Expectativas de inflación a 12 y 24 meses



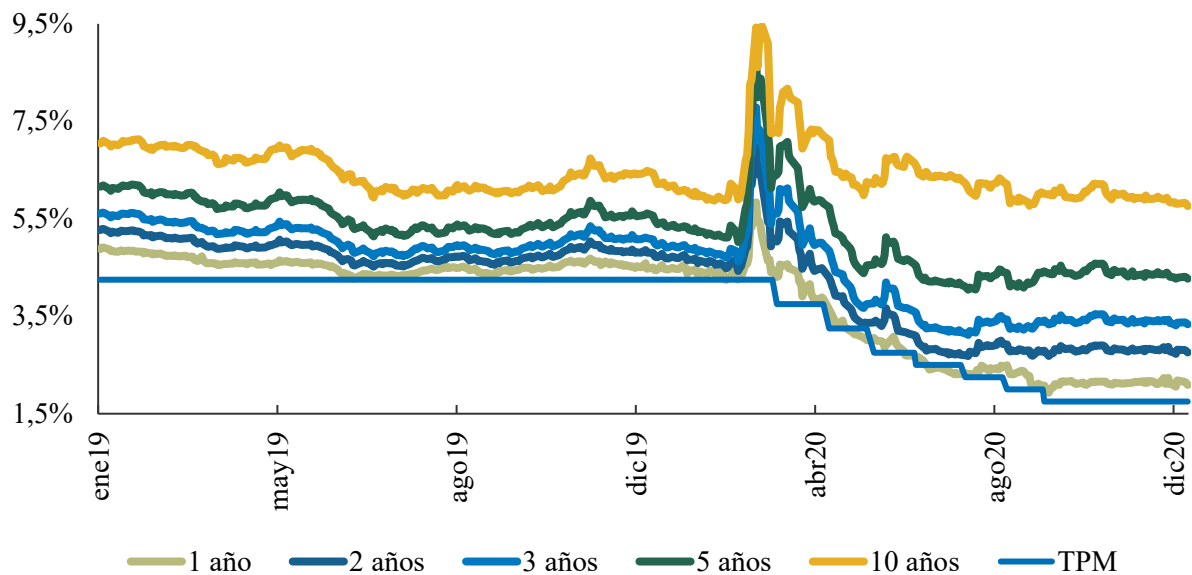
Fuente: Banco de la República.

Con la implementación del esquema de inflación objetivo, el Banco dejó de lado la utilización de otros instrumentos de política que habían sido predominantes en su modelo de operación previo. En especial, se suspendió la intervención cambiaria recurrente, a la par que se mantuvo el libre movimiento de la cuenta de capitales en el país. Actualmente, aunque el Banco mantiene la potestad de intervenir el mercado cambiario, son limitadas las ocasiones en las que lo hace, ya sea para acumular reservas internacionales con el fin de mantener un nivel adecuado de liquidez externa – como lo vimos en una nota anterior – o para estabilizar el mercado cambiario ante choques que afecten su liquidez e impidan la adecuada formación de precios. En todo caso,

nunca lo hace con el fin de alcanzar un nivel determinado de la tasa de cambio. Vale la pena aclarar que, el hecho de que este y otros instrumentos de política monetaria ya no se utilicen de manera cotidiana, no quiere decir que no se puedan emplear si el Banco llegara a considerarlo conveniente en ciertas circunstancias.

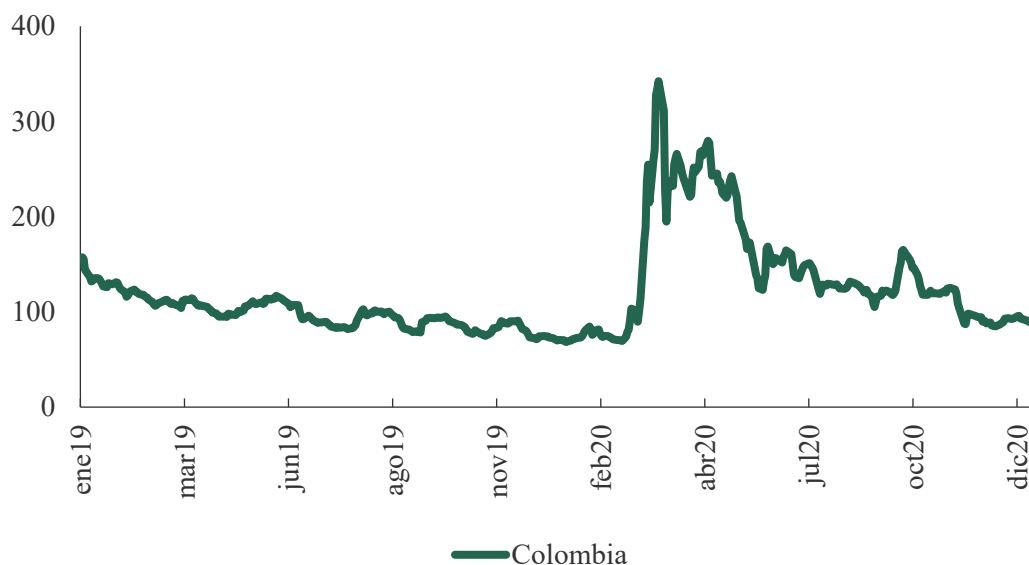
Un ejemplo de ello fue la reacción del Banco en el año 2020 durante el periodo de la pandemia por el Covid 19. En este momento, no solo se bajó la tasa de interés de política monetaria a un nivel mínimo histórico de 1.75%, ante la perspectiva de una importante desaceleración de la actividad económica, sino que se tomaron medidas adicionales de intervención, en vista de la inestabilidad de los mercados de crédito, deuda pública y cambiario. En concreto, con el fin de proteger el sistema de pagos, estabilizar los mercados financieros y asegurar el flujo de crédito a la economía, se implementaron una variedad de acciones no convencionales como aumentar la liquidez a través de la admisión de otros actores y garantías en las operaciones repo de expansión monetaria y la compra definitiva de títulos de deuda pública y privada, realizar ventas de dólares por medio de diferentes mecanismos que no afectaran el nivel de reservas internacionales (NDF y Swaps) y reducir el encaje bancario. Todas estas acciones lograron su cometido y contribuyeron a enfrentar la crisis que se generó en este momento de tensión e incertidumbre local y global. Como se observa en los gráficos a continuación, las tasas de deuda pública y los niveles de riesgo país (medidos a través de los Credit Default Swaps a 5 años) corrigieron sus desviaciones rápidamente después del choque inicial.

Gráfico 3. Tasas cero-cupón en pesos, 2019-2020



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4. Credit Default Swaps 5 años, 2019-2020



Fuente: Bloomberg.

Un elemento que amerita consideración especial bajo el régimen de inflación objetivo es la estabilidad financiera. La utilización de la tasa de interés como instrumento de política exige la solidez del sistema financiero, de manera que no se materialicen riesgos sistémicos durante los ciclos de ajuste monetario. En este sentido, las medidas macroprudenciales que buscan limitar los desbalances de las entidades financieras con medidas de supervisión y requerimientos estrictos son un complemento deseable y necesario de la política monetaria. En Colombia las políticas macroprudenciales han tenido un desarrollo importante en los últimos años, resultado de una coordinación cercana entre el Banco y autoridades competentes del gobierno nacional.

Antes de terminar, es importante reconocer que la estabilidad de precios depende de múltiples factores, y que solo algunos de ellos están bajo el control de la política monetaria. La política fiscal tiene un impacto innegable en la inflación al estimular o desestimar la demanda interna, afectando a su vez los balances externos y las percepciones internacionales de riesgo país. Por su parte, las políticas públicas que implementan los diferentes niveles de gobierno, nacional y subnacional, pueden afectar también los precios de diversos mercados – por ejemplo, a través de políticas de comercio exterior, productividad, estímulo a la inversión o provisión de bienes públicos, entre muchas otras. Aunque todas estas medidas son tenidas en cuenta en los análisis y decisiones de la política monetaria, su diseño e implementación corresponden a otros actores de gobierno y están fuera del control del Banco. Sin embargo, consciente de la relevancia de estas medidas y dentro de su mandato de coordinación con el gobierno, el Banco contribuye a la discusión sobre la pertinencia de la política pública a través de investigaciones académicas rigurosas y de la mejor calidad con el fin de informar las decisiones de política a cargo de otros órganos del Estado en beneficio de toda la población.

En conclusión, la elección de la tasa de interés como instrumento de política monetaria, no solo es consistente con el mandato constitucional del Banco, sino que resulta de la estrategia de inflación objetivo con base en la cual opera la política monetaria en Colombia y en muchos países en el mundo cuyos bancos centrales que priorizan la estabilidad de precios y el crecimiento sostenible. Aunque resulta difícil medir la efectividad concreta de esta estrategia, desde su implementación los niveles y expectativas de inflación han caído significativamente en el país. Adicionalmente, la mayor transparencia y claridad en el proceso rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria que exige dicho esquema, ha contribuido a tener una mejor comunicación hacia el público y a disciplinar las decisiones del Banco. Esto ha favorecido el aumento de la credibilidad de la institución, disminuido los costos de la política monetaria y permitido hacer política contracíclica para reducir las fluctuaciones de la economía y encaminarla hacia niveles sostenibles en el largo plazo.

Referencias

- Banco de la República. (2021). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República - Marzo de 2021.
- Hernández, G. (2020). Marco Legal del Banco de la República. Banco de la República. https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10015/LBR_2021-05.pdf
- López, E., Vargas, H. y Rodríguez, N. (2017). La estrategia de inflación objetivo en Colombia. En J.D. Uribe Escobar (Ed.), *Historia del Banco de la República, 1923-2015*. (pp. 465-539). Banco de la República.
- López, M. (2006). Algunos criterios para evaluar una meta de inflación de largo plazo. Borradores de economía, 386, Banco de la República.
- Mundell, R. A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475–485.
- Roger, S. (2010). Veinte años de metas de inflación. *Finanzas y desarrollo: publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial*, 47(1), 1-4.

Anexo

País	Adopción de la inflación objetivo	Inflación objetivo actual (%)	País	Adopción de la inflación objetivo	Inflación objetivo actual (%)
Nueva Zelanda	1990	2	Kyrgyzstan	2006	4
Canadá	1991	2 +/- 1	Ghana	2007	8 +/- 2
Reino Unido	1992	2	Uruguay	2007	3 - 7
Israel	1992	1 - 3	Mongolia	2007	6 +/- 2
Australia	1993	2 - 3	Georgia	2009	3
Suecia	1993	2	Honduras	2009	4 +/- 1
República Checa	1997	2	Uganda	2011	5
Polonia	1998	2,5	Rep. Democrática del Congo	2011	7
Guatemala	1998	4,5 - 5	República Dominicana	2012	2 +/- 1
Colombia	1999	3 +/- 1	Japón	2013	2
Brasil	1999	3,25 +/- 1,25	Moldova	2013	5 ± 1,5
Chile	1999	3 +/- 1	Bangladesh	2013	7,5
Estados Unidos	1999	2	Kenya	2013	5 +/- 2,5
Eurozona	1999	2	India	2015	4 +/- 2
Sudáfrica	2000	3 - 6	Kazajistán	2015	5 +/- 1
Tailandia	2000	2	Rusia	2015	4
Albania	2000	3	Belarus	2016	7 - 8
Suiza	2000	2	Ucrania	2016	5 +/- 1
Hungría	2001	3 +/- 1	Argentina	2016	5
México	2001	3 +/- 1	Malasia	2016	2 - 3
Islandia	2001	2,5	Egipto	2017	7 +/- 2
Corea del Sur	2001	2	Mozambique	2017	7
Noruega	2001	2	Costa Rica	2018	3
Perú	2002	2 +/- 1	Tajikistan	2018	7 +/- 2
Filipinas	2002	2 - 4	Pakistan	2020	5 - 7
Turquía	2002	5 +/- 2	Samoa	2020	3
Jamaica	2002	4 - 6	Uzbekistan	2020	5
China	2004	3	Zambia	2021	6 - 8
Indonesia	2005	3 +/- 1	Nepal	2022	6,5
Rumanía	2005	2,5 +/- 1,5	Vietnam	2022	4,5
Paraguay	2005	4	Azerbaijan	2023	4 +/- 2
Gambia	2005	5	Sri Lanka	2023	4 - 6
República de Serbia	2006	3 +/- 1	Tanzania	2023	5
Armenia	2006	4 +/- 1,5	Fuente: Banco Central de cada país.		