

La política monetaria y los ciclos económicos en Colombia en los últimos 35 años¹

Cristina Fernández M.²

I. LA POLÍTICA MONETARIA ENTRE 1970 Y 2005

La primera pregunta que surge al escribir un artículo sobre política monetaria en Colombia en los últimos 35 años, es la relevancia del tema en un país donde la tasa de cambio ha sido fija o semi-fija en 30 de estos 35 años. Según los libros de texto, si la tasa de cambio es fija, la política monetaria es endógena. Sin embargo, vale la pena anotar que en Colombia la tasa de cambio ha sido fija pero no inmovible. Adicionalmente, los mecanismos de control de capitales y esterilización de reservas proporcionan, en teoría, un espacio para la política monetaria. Estos hechos explican la importancia que han tenido las variables monetarias en la toma de decisiones macroeconómicas de nuestro país.

La situación de los últimos cinco años es diferente a la descrita anteriormente por la modificación en el régimen cambiario, que implica que el Banco de la

República recupera la política monetaria y dispone de un número mayor de variables para realizar una combinación óptima que le permita enfrentar los flujos de capital. Esta afirmación incluso es válida para el período 1991-1999 donde, como indica Bernal (2002), aún bajo la existencia de una banda cambiaria cuyo objetivo era servir de ancla nominal para la política monetaria, el Banco de la República tuvo espacio para movimientos independientes de la tasa de interés, siempre y cuando la tasa de cambio no se encontrara en alguno de los dos extremos de la banda.

Un ejercicio sencillo de estimación de la Regla de Taylor (1999), nos indica que en el período 1967-2002³, la política monetaria respondió a cambios en el producto y en los flujos de capitales⁴; lo que no descarta que en algunos períodos la inflación haya tenido un papel determinante⁵. La argumenta-

¹ Las dos primeras secciones de este artículo son una pequeña versión del artículo: "Política monetaria expansiva en épocas de crisis. ¿no se quiso o no se pudo ser contracíclico?" (2003). Realizado por Miguel Urrutia y Cristina Fernández.

² Economista país de la CAF. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la institución. Estuvo vinculada a Fedesarrollo como Investigadora durante el período 1991-1996.

³ El ejercicio se realizó para el período 1923-2002 y el período 1967-2002 en particular.

ción para incluir los flujos de capitales en la ecuación original es la siguiente: cuando se trata de una crisis de crecimiento que coincide con una crisis de capitales, no es posible realizar una política monetaria anticíclica, porque una porción importante de cualquier aumento en la cantidad de dinero de la economía se traduce en mayor demanda de dólares. Este incremento en la liquidez no puede canalizarse hacia el crédito interno, porque, a raíz de la crisis, hay exceso de capacidad y no hay demanda por inversión. El argumento es el mismo para un sistema de tasa de cambio flexible o fija porque, en el caso de la tasa de cambio flexible, un aumento en los flujos de capital hacia el exterior puede implicar una devaluación, con consecuencias inflacionarias, que la autoridad monetaria puede tener interés en mitigar⁶.

⁴ Restrepo (1999) obtiene resultados similares para una estimación realizada con datos trimestrales entre 1977 y 1997. Este trabajo no utiliza como instrumento de política los saldos reales sino la tasa de interés. Y el método de estimación es el Método Generalizado de Momentos. El autor encuentra que el Banco Central no siempre ha tenido como objetivo principal la inflación y que por el contrario, en la mayor parte del período se ha preferido la estabilidad del producto o la estabilidad cambiaria. Sánchez *et al.* (2004) estiman una función de reacción en la cual los instrumentos de política son el crédito total y el encaje. Ambos resultados señalan que la política ha sido contracíclica, que el nivel de las reservas ha afectado el crédito total (no el encaje), y que la inflación rezagada es significativa para explicar el crédito interno. La inflación contemporánea y la rezagada no resultaron explicativas del encaje. Sin embargo, el trabajo afirma que en las épocas de crisis la política monetaria también fue contracíclica.

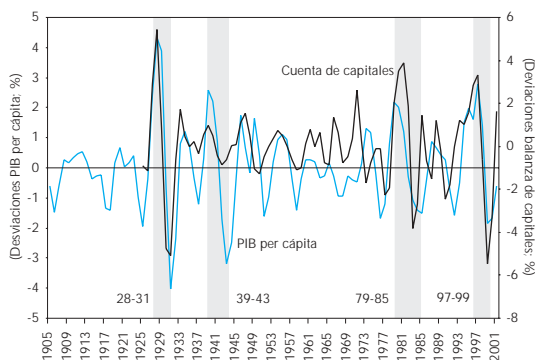
⁵ Por ejemplo, Bernal (2002) encuentra que a partir de 1991, la política monetaria ha respondido a cambios en la inflación esperada. Este estudio reporta estimaciones de una función de reacción de política monetaria para Colombia durante el período 1991 a 1999. Los resultados sugieren que el Banco Central respondió a la inflación anticipada en contraposición a la inflación rezagada. Martha López (2003) también realiza un ejercicio para estimar cual es la regla de política monetaria óptima a partir del 1991 y obtiene que las reglas que utilizan la inflación esperada en contraposición a la inflación contemporánea tienen mejores propiedades de estabilización.

⁶ El llamado "miedo a flotar" de Calvo y Reinhart (2002).

II. LA POLÍTICA MONETARIA EN ÉPOCAS DE CRISIS

El resultado del ejercicio es que la respuesta de las autoridades fue, en promedio, procíclica al producto pero contracíclica a los flujos de capital. Surge entonces la pregunta de qué ocurre en los episodios en los cuales el producto y los flujos de capital operan en la misma dirección y, en particular, en los episodios de paradas súbitas en los flujos de capital (Calvo, 1998), como la crisis de principios de los ochenta y finales de los noventa (Gráfico 1). Una ilustración de los ciclos del producto y de los saldos reales (Gráfico 2) y un ejercicio econométrico sencillo⁷, nos indican que en estos episodios, la respuesta fue procíclica al producto. Sin embargo, la respuesta tuvo características disímiles en cada episodio analizado.

Gráfico 1. PIB PER CÁPITA Y BALANZA DE CAPITALS EN DÓLARES (constantes, per cápita) DE LA CIMA A LA SIMA (Datos anuales BPF* (3,8); Cuentas nacionales)

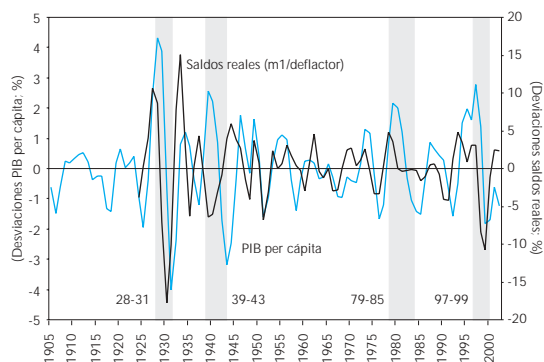


* Bond Pass Filter.

Fuente: Banco de la República.

⁷ Se recalculó la ecuación de Taylor con una dummy en las épocas de crisis, o cuando el componente cíclico de los flujos de capital se alejó más de una desviación estándar de su componente estructural. Los resultados arrojan una ecuación con un coeficiente mayor para los flujos de capital y la dummy resultó significativa.

Gráfico 2. PIB PER CÁPITA Y SALDOS (m1/deflactor) DE LA CIMA A LA SIMA (Datos anuales BPF* (3,8))



* Bond Pass Filter.
Fuente: Banco de la República.

En la crisis de principios de los ochenta la reacción no fue lineal durante todo el período: hasta 1980 y a pesar de la presión que ejercían los niveles todavía altos en los flujos de capital, las autoridades implementaron una política anticíclica con el ánimo de controlar la inflación, y optaron por mantener la tasa de cambio conscientes de las posibles implicaciones que podría tener su liberación. Sin embargo entre 1981 y mediados de 1984, la política fue menos restrictiva de lo que se hubiese deseado ante coyunturas tan difíciles como la restricción del crédito externo, producto de la crisis mejicana de 1982. Esta reacción fue, en parte, el resultado de la presunción de que el control de cambios permitiría racionalizar la influencia del sector externo sobre las variables monetarias, pero la crisis de balanza de pagos se hizo más profunda. A mediados de 1984 y ante la grave situación de las reservas internacionales, se implementó de nuevo una política contractionista.

En la crisis de los noventa, la reacción de las autoridades fue una combinación entre reducción de reservas y aumento de la tasa de interés (política procíclica). En efecto, el manejo contracíclico estu-

vo limitado por un déficit fiscal y de cuenta corriente insostenibles, y por la amenaza de que cualquier aumento en la cantidad de dinero se tradujera en un incremento por la demanda de dólares.

Es importante anotar que en estos dos casos la economía operaba en condiciones de exceso de capacidad instalada, y por lo tanto, el Banco de la República podía anticipar que un aumento en la liquidez no se destinaría a aumentar la inversión, sino que se desviaría hacia un aumento en la demanda de dólares. Esta es una situación radicalmente diferente a la que se presentó en la crisis de los cuarenta, que estuvo relacionada con la parálisis del transporte marítimo internacional por la guerra mundial. De esta manera, la misma naturaleza de la crisis determinó una reducción drástica en las importaciones y altos niveles de utilización de la capacidad instalada, que a su vez permitieron al Banco de la República implementar una política monetaria anticíclica. Adicionalmente, el problema de flujo de capitales durante esta crisis fue sustancialmente menor.

III. LA POLÍTICA MONETARIA EN ÉPOCAS DE AUGE

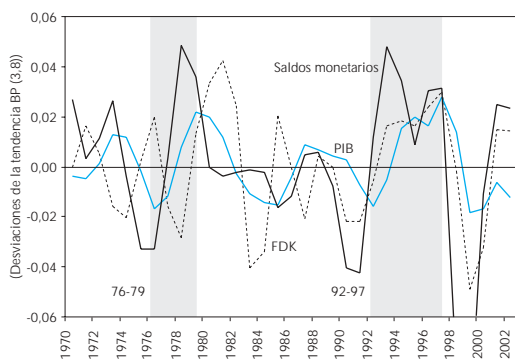
La política monetaria ha recibido más recomendaciones para épocas de crisis que para épocas de auge. De todas maneras, la situación es bastante análoga⁸: en épocas de entrada de capitales un incremento en las tasas de interés aumenta el diferencial de rentabilidades, que termina por incrementar el problema de flujos de capital. Este hecho limita el espacio del Banco de la República para efectuar una política monetaria contractiva en épocas de

⁸ La dummy para épocas de altos flujos de capital, utilizada en una reestimación de la Regla de Taylor, resultó altamente significativa. Esta dummy toma el valor de uno cuando los flujos se desvían en más de una desviación estándar (en cualquier dirección) de su tendencia de largo plazo.

crecimiento (contracíclica). Sin embargo, la veracidad de esta afirmación se encuentra de nuevo condicionada a la utilización de la capacidad instalada. Cuando existen excesos de capacidad instalada, y por lo tanto no existen presiones de demanda sobre los precios, es posible anticipar que el Emisor va a implementar una política expansiva para impulsar la economía (contracíclica)⁹. Sin embargo, si se presentan presiones de demanda, que debido a una alta utilización de capacidad se trasladan a precios, es de esperar que el Banco Central adopte una política contractiva.

Como es posible observar en el Gráfico 3, en el caso de Colombia en los últimos treinta años, las épocas de auge son precisamente las que antecedieron las mayores depresiones. Sin embargo, el auge de los ochenta estuvo más relacionado con la bonanza cafetera, y los flujos de capital sólo empezaron a ejercer una influencia fuerte sobre la economía a partir de 1978. El auge de los noventa sí tuvo un im-

Gráfico 3. PIB, SALDOS REALES, INFLACIÓN Y FLUJOS DE CAPITAL EN LAS ÉPOCAS DE AUJE



Fuente: Banco de la República.

⁹ Lo que no indica que si existen problemas de oferta el Emisor no va a reaccionar.

pulso más fuerte por parte de los flujos de capital, que anticiparon una bonanza petrolera que nunca se materializó. Desafortunadamente, es más difícil anotar algo sobre la dirección de política monetaria en estos casos, salvo una leve tendencia procíclica. Sin embargo, sí es posible observar un comportamiento responsable de las autoridades que, ante cambios en la inflación¹⁰, aplicaron una política monetaria contractiva. Esto sucede antes de que los flujos de capital dictaminaran la adopción de esta política. De todas formas, lo anterior confirma la intuición: en épocas de auge el Banco de la República cuenta con menos presiones, y por lo tanto es más difícil predecir su comportamiento.

IV. LA SITUACIÓN ACTUAL

En la coyuntura actual se ha presentado un fuerte ingreso de capitales que ha determinado una revaluación de la tasa de cambio. Sin embargo, la economía aún opera con exceso de capacidad instalada que permite que las presiones de demanda no se traduzcan en mayor inflación. El Banco de la República ha enfrentado esta situación con un aumento en las reservas internacionales que esteriliza, en una gran proporción, a través de operaciones de mercado abierto. Al mismo tiempo, ha mantenido niveles bajos de tasas de interés. Lo anterior ha sido posible porque la inflación se encuentra controlada y porque la meta establecida por el Emisor cuenta con altos niveles de credibilidad. Además, parece razonable prepararse para un eventual cambio en los flujos de capital mediante la compra de reservas, especialmente si el Banco le vende estas reservas al gobierno para prepagar su deuda.

¹⁰ La inflación se midió como la diferencia entre la inflación observada y la tendencia hasta 1990 y como la diferencia entre la inflación observada y la meta a partir de 1994. Esto como consecuencia de la consolidación del esquema de inflación objetivo.

Sin embargo, el entorno externo es difícilmente predecible. En particular, es posible que se presente cualquiera de estas dos situaciones adversas: un cambio abrupto en los flujos de capital que deteriore la capacidad de financiamiento del gobierno; o una profundización del flujo de capitales hacia el país, acompañada de un Banco Central con mayores presiones inflacionarias. En los dos escenarios el Banco contará con menor margen para controlar la tasa de cambio, y seguramente, deberá aumentar las tasas de interés. Por lo tanto, es importante que señale, de manera reiterativa y en ocasiones con acciones, los límites con que cuentan sus instrumentos de política en este tipo de eventualidades. De esta manera, los agentes podrán medir adecuadamente sus respectivos riesgos y realizar las previsiones necesarias.

El impacto que tenga el desenlace externo sobre la economía dependerá en gran parte de las previsiones y de la reacción que tengan en su momento las autoridades monetarias. Sin embargo, como la ca-

pacidad de reacción en épocas de crisis es limitada, el gobierno tiene una gran responsabilidad en hacer sus mayores esfuerzos por procurar aumentar la flexibilidad fiscal que permita enfrentar entornos económicos internacionales menos favorables.

En conclusión se puede afirmar que, en condiciones de estabilidad en los flujos de capital, se puede esperar que el Banco de la República actúe de manera anticíclica; pero cuando hay un fuerte flujo de capitales en cualquier dirección, y la capacidad instalada se comporta de la manera esperada (limitaciones en épocas de auge y excesos en épocas de crisis) es posible predecir que el Emisor va a adoptar una política monetaria procíclica. Esta afirmación no haría sino reiterar la frase de Francisco Ortega en su informe anual de 1985: "los acontecimientos de los años anteriores muestran que el crecimiento de la oferta monetaria no es exógeno: es el resultado de los hechos ocurridos especialmente en el área externa".

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de la República (1985), Memorias del Gerente.
- Bernal Raquel (2002), "Monetary Policy Rules in Colombia". *Documento CEDE 2002-18*. Universidad de los Andes, noviembre.
- Calvo, G. (1998), "Capital flows and capital market crisis: The Simple Economics of Sudden Stops" *Journal of Applied Economics*, Vol.1 pp.33-54.
- Calvo y Reinhart (2002), "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options". Mimeo. Center for International Economics, Department of Economics. University of Maryland. Junio.
- López Martha (2003), "Efficient Policy Rule for Inflation Targeting in Colombia". *Ensayos de Política Económica*.
- Restrepo (1999), "Reglas monetarias en Colombia y Chile". *Archivos de Economía DNP*.
- Taylor (1999), "Monetary Policy Rules" en National Bureau of Economic Research-NBER. The University of Chicago Press.
- Sánchez, Fernández y Armenta (2005), "Historia monetaria de Colombia en el siglo xx: Grandes tendencias y episodios relevantes". *Documento CEDE*. 2005-30.
- Urrutia y Fernández (2002), "Política monetaria expansiva en épocas de crisis. El caso colombiano en el siglo xx. ¿No se quiso o no se pudo ser contracíclico?". *Revista del Banco de la República*. Junio de 2003.