

# NOTA EDITORIAL

## LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

### *I. INTRODUCCIÓN*

En su reunión del 13 de octubre de 2000, la Junta Directiva del Banco de la República revisó la estrategia para la conducción de la política monetaria e introdujo algunas modificaciones a los parámetros de las variables más importantes en el proceso de decisión de la política con el fin de hacerla más eficiente, transparente y con una mayor orientación hacia el mediano plazo.

La política monetaria continúa teniendo como objetivo el logro de tasas de inflación coherentes con el mandato constitucional de garantizar la estabilidad de precios, en coordinación con una política macroeconómica general que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. Para cumplir con este propósito, la Junta Directiva ha establecido metas de inflación gradualmente decrecientes. Las decisiones en materia de política monetaria se han tomado con el propósito de garantizar el cumplimiento de dichas metas y el logro de tasas de crecimiento contenidas en los respectivos programas macroeconómicos.

En esta Nota se presentan los principales aspectos que se tuvieron en cuenta para la determinación de la estrategia de política monetaria para el período 2000-2002. En la siguiente sección se revisan las pautas que hasta el momento había seguido la Junta Directiva para el

logro de las metas de inflación. En la tercera sección se exponen los principales elementos de la estrategia de política monetaria definida por la Junta y en la cuarta sección se establecen los parámetros de fijación del valor de referencia para la base monetaria. Finalmente, se presentan las conclusiones.

## *II. ESTRATEGIA DE “META MONETARIA FLEXIBLE”*

Durante el proceso de reducción de la inflación de tasa de dos dígitos a niveles de un dígito, la Junta Directiva del Banco de la República dio prioridad al control de los agregados monetarios, sin que ello implicara respuestas mecánicas ante desviaciones de sus valores de referencia, ni el desconocimiento de la evolución de otras variables de la economía. Al acercarse a inflaciones de un dígito, la Junta ha pasado a definir su política con un esquema monetario más parecido al de meta de inflación, utilizado por varios bancos centrales de países de la OCDE y América Latina.

### **A. Selección del agregado**

Para el control de agregados monetarios, la primera decisión tiene que ver, obviamente, con la definición del agregado más pertinente (por ejemplo, Base Monetaria, M1 o M3), y el proceso continúa con el cálculo de su tasa de crecimiento y la formulación y revisión de su meta.

Uno de los principales criterios para escoger un agregado monetario es el grado de control que pueda tener el banco central sobre su comportamiento. De las alternativas mencionadas, las que se usan más frecuentemente, en el ámbito internacional, son el agregado monetario amplio M3 y la base monetaria.

Países con sistemas financieros desarrollados, tradicionalmente prefieren el agregado monetario amplio debido a los continuos traslados entre depósitos de ahorro, corrientes y a la vista. Como consecuencia de estos movimientos, es casi inevitable que un agregado como M1 se desvíe de su meta, lo que hace que para el banco central sea muy difícil interpretar y explicar al público dicha desviación. No obstante, el problema del uso de agregados monetarios más amplios como el M3 es su insensibilidad a cambios en la tasa de interés. En estas condiciones, es

muy baja la capacidad del banco central para controlar el crecimiento de dicho agregado; sólo lo puede controlar a través de los movimientos que su política induce en los precios y el producto, de manera indirecta y con rezagos largos y variables.

Por otra parte, la base monetaria puede ser interpretada como un M3, escalado y ponderado, con alto nivel de control por parte del banco central. El problema es que sufre de "sesgo de efectivo", en el sentido que su crecimiento está fuertemente afectado por aumentos o disminuciones en la demanda de efectivo (y en el caso colombiano, por el impuesto a las transacciones financieras). En la medida en que estos cambios lleven a valores de la base monetaria significativamente diferentes de los implícitos en la meta monetaria, las desviaciones son difíciles de interpretar y explicar al público.

En Colombia, los trabajos econométricos y la experiencia reciente sugieren que el agregado amplio (M3) tiene una baja sensibilidad a los cambios en las tasas de interés. En estas condiciones, la capacidad de control de este agregado por parte del Banco de la República es débil. En contraste, la capacidad de control de la base monetaria es relativamente alta (*vis à vis* el M3) y los resultados de los trabajos técnicos sobre la relación del comportamiento de la base monetaria y la inflación sugieren que dicha asociación es estable en el mediano y largo plazo.

## **B. Definición de la meta de crecimiento monetario**

En Colombia, la meta de crecimiento de la base monetaria se define en dos etapas. En la primera, se calcula el crecimiento esperado del agregado M3 más bonos<sup>1</sup> mediante la ecuación cuantitativa. Específicamente, el crecimiento esperado del M3 más bonos es la suma de la predicción del crecimiento real esperado del producto, la meta cuantitativa de inflación para el respectivo año y un supuesto de crecimiento en la velocidad del dinero. En la segunda etapa, se realiza una proyección libre del crecimiento del efectivo (o un supuesto sobre su velocidad) y a los valores encontrados se les suma la reserva<sup>2</sup> que resulta de aplicar los coeficientes de reserva a los crecimientos esperados de los pasivos sujetos a encaje implícitos en la proyección del M3 más bonos. El corredor de base monetaria así calculado, debe pasar la prueba de compatibilidad con las metas de inflación del año en curso y el siguiente, con base en un modelo econométrico que toma en cuenta los rezagos de la política monetaria.

En años anteriores, el corredor de base monetaria se ha anunciado como objetivo intermedio de política. Esto ha sido comúnmente interpretado como un compromiso por parte del Banco de la República de corregir mecánicamente cualquier desviación de la base con respecto a su corredor, a pesar de las periódicas aclaraciones a este respecto por parte de la Junta Directiva. Como es bien conocido, la relación esperada entre el crecimiento del dinero y la inflación no se cumple estrictamente en el corto plazo. Por lo tanto, un intento de mantener en todo momento la cantidad de dinero en los niveles meta podría llevar a fluctuaciones considerables en las tasas de interés y en la tasa de cambio, las cuales provocarían choques de corto plazo innecesarios para la actividad económica.

Este esquema, que guarda alguna similitud con el utilizado por el Banco Central Europeo, se justifica en el caso colombiano en la medida en que el comportamiento del dinero sigue siendo crucial para entender la evolución de los precios en el mediano y largo plazo. De igual manera, la mayor incertidumbre asociada a los pronósticos de inflación, debido tanto al cambio reciente del régimen cambiario como al rápido quiebre de la inflación de niveles del 20% anual al 10%, hacen conveniente adoptar una posición pragmática que utilice los agregados monetarios como indicadores importantes de la posibilidad del logro de la meta de inflación, pero teniendo en cuenta al mismo tiempo otras variables que, se ha demostrado, contribuyen a predecir la inflación.

### **C. Formulación y revisión de la meta monetaria**

Algunos países han definido su meta monetaria en forma de rango (de varios puntos porcentuales de ancho) y explícitamente reconocen la discrecionalidad del banco central para modificar su meta a lo largo del año. La existencia de una meta rango, en lugar de una puntual, se explica en la mayoría de esas economías por el uso de un agregado monetario amplio y el limitado control del mismo a través de variaciones en las tasas de interés del banco central. Por su parte, la discrecionalidad para revisar las metas, posibilitada en algunos países por la alta credibilidad de la política anti-inflacionaria, reconoce que la política monetaria debe tener en cuenta eventos inesperados y la información adicional que surja con el paso del tiempo.

El “sesgo de efectivo” de la base monetaria y la existencia de eventos inesperados justifica que el Banco de la República tenga discreción para

modificar los valores de referencia de la base monetaria, siempre y cuando ello no comprometa el logro de la meta de inflación y exista evidencia clara de un cambio permanente en la velocidad de circulación del agregado. A su vez, el grado de control de la base monetaria y la idea de confirmar al público que el banco central no tiene una meta monetaria estricta (de tal manera que el Banco no cambia sus instrumentos de manera automática cada vez que la base monetaria se sitúe por fuera de su corredor de referencia), apoyan la idea de anunciar una senda de base monetaria y de comprometerse a modificar la postura de la política monetaria o explicar por qué no lo hace, siempre y cuando se registre una “desviación significativa” de la base con respecto a su senda de referencia.

Hasta el momento, la Junta Directiva del Banco de la República ha definido un programa monetario a partir de una trayectoria de la base monetaria que se considera congruente con el logro de las metas de inflación tanto presentes como futuras, así como con el resto del programa macroeconómico del Gobierno. Periódicamente, la Junta ha analizado la situación monetaria e inflacionaria con base en los siguientes elementos:

- El examen del comportamiento del promedio móvil diario de orden 20 de la base monetaria respecto a un corredor de  $\pm 3,0\%$  alrededor de la trayectoria definida inicialmente.
- La identificación de cambios significativos del nivel y la composición de la base monetaria.
- La evaluación de un conjunto de indicadores y pronósticos de inflación y actividad económica.

Con base en este análisis, se han tomado decisiones sobre las modificaciones de la postura de la política monetaria que se consideran convenientes. Es importante reiterar que dichas decisiones no han respondido mecánica o exclusivamente a las desviaciones del promedio de la base monetaria respecto de su corredor. De hecho, en los últimos meses la Junta Directiva del Banco de la República ha permitido tales desviaciones porque ha identificado cambios en la velocidad de circulación de la base monetaria que requieren un mayor crecimiento de este agregado sin poner en peligro el logro de las metas de inflación. Dichos cambios se relacionan con el impacto del impuesto

a las transacciones financieras (dos por mil) en la demanda de efectivo y de cuentas corrientes por parte del público. Adicionalmente, las proyecciones de inflación y los indicadores de actividad real han sugerido que la postura reciente de la política monetaria era congruente con la meta de inflación.

### ***III. LA ESTRATEGIA COMBINADA DE INFLACIÓN OBJETIVO Y DE META MONETARIA FLEXIBLE***

La revisión de la estrategia monetaria adoptada busca aclarar al público el proceso de decisión de política de la Junta Directiva, recalcando que la evaluación de los indicadores y pronósticos de inflación y de otras variables tiene tanta importancia como el examen del comportamiento de la base monetaria respecto a su trayectoria de referencia. De esta manera, se avanza en el proceso de incorporar elementos de un esquema de Inflación Objetivo en la estrategia monetaria de la Junta.

Dado que los esquemas de metas flexibles de inflación y crecimiento monetario poseen un marco similar de toma de decisiones, es posible combinar los principales elementos de estas estrategias en un marco que tenga como pilares básicos la existencia de una meta cuantitativa de inflación, la evaluación detallada de las tendencias y presiones inflacionarias y unos valores de referencia para un agregado monetario. Los dos primeros elementos se toman del esquema *de Inflación Objetivo* y el valor de referencia del agregado monetario, de la estrategia de meta monetaria. La parte de *Inflación Objetivo* posibilita una comunicación directa con el público, crea incentivos para que el banco central cumpla sus objetivos, hace la política transparente y facilita la monitoría externa y la evaluación de política. A su vez, el valor de referencia del agregado monetario envía señales tempranas sobre lo apropiado o no de la política aplicada, señales que son de gran importancia debido a los rezagos existentes y variables entre las acciones del banco central y el resultado final de inflación.

A continuación se exponen los principales elementos de la estrategia de política monetaria definida por la Junta Directiva:

- Las decisiones de política se seguirán tomando con base en:
  - La meta de inflación.

- La evaluación del estado general de la economía, de las tendencias y perspectivas de la inflación y de la situación de desempleo.
  - El seguimiento al comportamiento de la cantidad de dinero respecto a valores de referencia previamente definidos para ser conducentes al logro de la meta de inflación.
- De acuerdo con la Constitución y la ley, el logro y el mantenimiento de la estabilidad de precios, en un entorno de crecimiento económico y bajo desempleo, será el objetivo primario de la política monetaria. Por lo tanto, la estrategia monetaria está diseñada con el fin de lograr ese objetivo. En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República anuncia metas cuantitativas de inflación y se compromete a lograr niveles de inflación similares a los internacionales en el mediano plazo.
  - Con el propósito de guiar la formación de las expectativas de inflación y tomando en cuenta la existencia de rezagos en los efectos de la política monetaria sobre los precios, las metas de inflación son multianuales. Para los años 2001 y 2002, la Junta ratifica las metas de 8,0% y 6,0%, respectivamente.
  - La Junta, en su proceso interno de toma de decisiones, continuará realizando mensualmente una evaluación detallada de las presiones inflacionarias y de las perspectivas de inflación. Trimestralmente, se seguirá publicando un Informe sobre Inflación para que los mercados conozcan la percepción de la Junta sobre la probabilidad de cumplir la meta de inflación y evalúen la coherencia de las acciones de la Junta con el análisis técnico. Si la evaluación sugiere que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta del año en curso o el siguiente, la Junta procederá a modificar la postura de su política.

#### *IV. EL VALOR DE REFERENCIA DE LA BASE MONETARIA*

El comportamiento del dinero, en especial de la base monetaria y su composición, juega un papel importante en el proceso de toma de decisiones de la Junta. Este papel está representado en el anuncio de un valor de referencia para el crecimiento de la base monetaria. La Junta,

de manera paralela a la evaluación de las presiones inflacionarias, analiza el crecimiento de la base monetaria respecto a un valor de referencia construido de manera coherente con la meta de inflación. Por lo tanto, desviaciones significativas del crecimiento de la base monetaria respecto a su valor de referencia señalan, bajo condiciones normales, riesgos de no cumplir las metas de inflación.

El valor de referencia para el crecimiento de la base monetaria tiene en cuenta la meta de inflación, la proyección del crecimiento real del PIB y cambios previsibles en la velocidad de circulación. El crecimiento del PIB utilizado en el cálculo de este valor de referencia será el contemplado en la programación financiera acordada con el gobierno. Los cambios en la velocidad de circulación se definirán teniendo en cuenta posibles modificaciones institucionales, de conducta y de régimen, propios de una economía que comienza a registrar niveles de inflación de un dígito, después de varias décadas con inflaciones moderadamente altas.

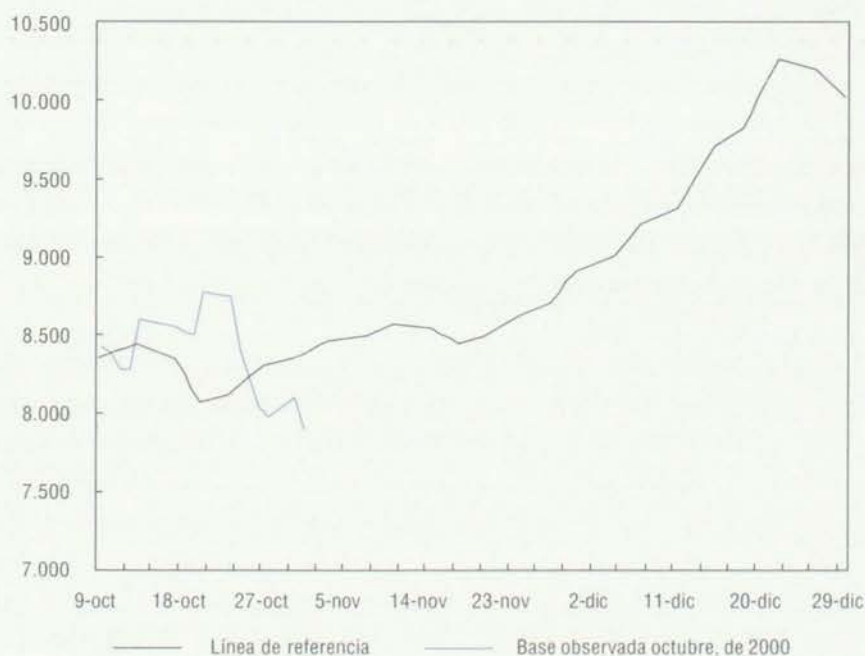
Al igual que en el pasado, el concepto de valor de referencia de la base monetaria no significa un compromiso por parte del Banco de la República de corregir mecánicamente cualquier desviación de corto plazo de la base respecto a su valor de referencia. Teniendo en cuenta el aumento en la demanda de efectivo y cuentas corrientes, la Junta consideró que en lo que resta del año 2000, la línea de referencia de la base monetaria debe ser aproximadamente superior en 7,0% al centro del corredor de base monetaria definido a finales de 1999. Cuando la base se desvíe significativamente y por un período de varias semanas de los valores de referencia, la Junta tomará medidas de política o explicará públicamente por qué no las toma. Esto último puede suceder cuando los indicadores y pronósticos de la inflación y otras variables económicas arrojen evidencia fuerte sobre el cumplimiento de las metas de inflación.

Para un fácil seguimiento de este agregado en relación con la línea de referencia, el Banco publicará semanalmente la base observada y los promedios móviles de 45 y 20 días de la base observada y el valor de referencia (Gráfico). De manera rutinaria, la Junta evaluará los valores de referencia de la base monetaria y podrá modificarlos si existen sólidas razones técnicas para hacerlo, mientras no se comprometa el logro de las metas de inflación.



### Base monetaria y línea de referencia, octubre-diciembre de 2000

(Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

## V. CONCLUSIONES

Dado que existe una disyuntiva entre la variabilidad del crecimiento monetario y la variabilidad de la inflación, y entre esta última y la variabilidad del producto, es poco frecuente que un banco central adopte estrategias de metas monetarias rígidas. Lo observado es que la mayoría de bancos centrales utilizan estrategias flexibles, bien sea con metas intermedias de agregados monetarios o directamente con metas de inflación. En el proceso de toma de decisiones en estos esquemas se incorpora toda la información disponible sobre los mercados financieros y el desarrollo de la economía en general y se evalúa la coherencia de la meta monetaria o del pronóstico de inflación con la meta cuantitativa de inflación. Como en los dos esquemas de manejo monetario se usa la misma información, se busca la misma meta final, y el banco central reacciona a la nueva información disponible, el funcionamiento de las dos estrategias es similar.

Los cambios introducidos a la estrategia de política monetaria del Banco de la República en el presente mes buscan dar una mayor transparencia al proceso de decisión de la Junta Directiva y facilitar el entendimiento de la política.

Las decisiones se seguirán tomando con base en: a) la meta de inflación, b) la evaluación del estado general de la economía, de las tendencias y perspectivas de la inflación y de la situación de desempleo y c) el seguimiento al comportamiento de la cantidad de dinero respecto a valores de referencia previamente definidos para ser conducentes al logro de la meta de inflación.

El comportamiento del dinero, en especial de la base monetaria y su composición, juega un papel importante en el proceso de toma de decisiones de la Junta. Por esta razón, se fijó un valor de referencia para la base monetaria, construido de manera coherente con la meta de inflación, la proyección del crecimiento real del PIB y cambios previsibles en la velocidad de circulación. La Junta evaluará las presiones inflacionarias y analizará el comportamiento de la base monetaria respecto al valor de referencia bajo condiciones normales, desviaciones significativas de la base monetaria en relación con su valor de referencia señalan riesgos de no cumplir las metas de inflación.

No obstante, al igual que en el pasado, el concepto de valor de referencia de la base monetaria no significa un compromiso del Banco de la República de corregir mecánicamente cualquier desviación de corto plazo de la base respecto a su valor de referencia. De manera rutinaria, la Junta realizará evaluaciones periódicas de los valores meta de la base monetaria (por ejemplo para analizar si se ha presentado un cambio en la velocidad del agregado) y podrá modificarlos si existen sólidas razones técnicas para hacerlo, mientras no se comprometa el logro de las metas de inflación.

*Miguel Urrutia Montoya\**  
*Gerente General*

\* Esta Nota fue elaborada con la colaboración de José Darío Uribe E. y Diana Margarita Mejía A. Las opiniones de esta Nota Editorial no comprometen a la Junta Directiva y son de la responsabilidad del Gerente General.

## NOTAS

- <sup>1</sup> El agregado monetario amplio M3 más bonos es igual a la suma del efectivo en poder del público, más los pasivos sujetos a encaje, más los bonos emitidos por el sistema financiero. Los pasivos sujetos a encaje se definen como la suma de los depósitos en cuenta corriente, los cuasidineros, los depósitos fiduciarios de los bancos comerciales y los depósitos a la vista. Por su parte, los cuasidineros corresponden a la suma de los depósitos de ahorro bancarios, los certificados a término (CDT) en el sistema financiero y los depósitos ordinarios de las CAV.
- <sup>2</sup> La reserva se refiere al encaje monetario que mantienen los intermediarios financieros en el Banco de la República con relación al conjunto de pasivos sujetos a encaje. La reserva requerida por el sistema financiero es igual al producto entre el encaje promedio del sistema financiero y el saldo de los pasivos sujetos a encaje.