

# NOTA EDITORIAL

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES PARA LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA

**P**ara entender los elementos que se tienen en cuenta en el proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria, y las influencias externas e internas que afectan, puede ser útil describir el procedimiento utilizado por el Banco de la República para tal propósito.

Las decisiones de política monetaria y cambiaria las toma la Junta Directiva del Banco que, como se sabe, está constituida por cinco directores de dedicación exclusiva, el Gerente General del Banco y el Ministro de Hacienda. Asisten también como invitados el Superintendente Bancario y el Secretario de la Junta, quien es el responsable de los conceptos jurídicos que requiera la corporación.

La Junta Directiva se reúne habitualmente los viernes en la mañana, pues en general ese día no hay debate en el Congreso de la República y se posibilita la asistencia del Ministro de Hacienda.

En los primeros años de la Junta, después de la reforma constitucional de 1991, ésta sesionaba semanalmente, pues adicional a los asuntos monetarios, había una reglamentación cambiaria que requería frecuentes ajustes; era necesario reglamentar los cupos de redescuento, perfeccionar los sistemas de operaciones de mercado abierto y simplificar los complejos sistemas de encaje e inversiones forzosas.

Hoy en día la Junta se reúne dos o tres veces al mes. El segundo viernes de cada mes, después de la publicación por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) del Índice de Precios al Consumidor (IPC), siempre sesiona para decidir la postura de la política monetaria del siguiente mes.

## *I. EL INSUMO TÉCNICO*

El reglamento de la Junta establece que para cualquier decisión se debe discutir previamente un documento técnico elaborado por las instancias técnicas del Banco. Este análisis, usualmente producido por las subgerencias de Estudios Económicos o Monetaria y de Reservas, y revisado por el Gerente Técnico, se convierte en los términos de referencia de la discusión.

El documento técnico se origina por lo general en las discusiones del comité de coordinación, reunión que se lleva a cabo todos los lunes con la asistencia de los directores de dedicación exclusiva, los gerentes General y Técnico, el Secretario General, los subgerentes técnicos del Banco y el Viceministro Técnico de Hacienda. En este comité se definen las agendas de las próximas sesiones de la Junta, se discuten los temas que se tratarán, y se asignan los de investigación que generan los documentos de análisis para futuras decisiones.

En el comité de coordinación también se definen las fechas de las reuniones del mismo, en que se debatirán los documentos técnicos, o los seminarios para discutir temas de interés para la Junta.

Los documentos contienen análisis estadísticos y conclusiones cuantitativas. Rutinariamente, la Subgerencia de Estudios Económicos hace análisis que llevan a metas cuantitativas de la demanda de dinero. Estos ejercicios técnicos se han ido sofisticando, y son fundamentales para las decisiones sobre oferta monetaria.

También, periódicamente, se elaboran proyecciones sobre la balanza de pagos y la situación fiscal, las cuales culminan en los ejercicios de programación financiera, que resultan de una coordinación estrecha entre los equipos técnicos del Banco, el Ministerio de Hacienda, y Planeación Nacional. Esa programación determina los montos de endeudamiento externo del gobierno, tema sobre el cual la Junta debe

pronunciarse. Esos ejercicios son la base de las discusiones de política efectuadas con las entidades multilaterales.

Vale la pena aclarar que todos los directores aportan iniciativas y solicitan que se incluyan temas en la agenda, al igual que el Ministerio de Hacienda. El comité de coordinación también discute iniciativas de otros ministerios, de los gremios, y de personas naturales o empresas particulares. Sin embargo, por ley, la Junta sólo puede tomar decisiones de aplicabilidad general y por lo tanto, no discute problemas específicos de personas o empresas.

Desde hace varios años, la Junta estableció comités asesores en las diferentes regiones del país, constituidos por empresarios privados de distintos sectores de la actividad económica. Dos veces al año la Junta se reúne con los integrantes de estos comités en Bogotá, Medellín, Cali, zona cafetera, Costa Caribe y los Santanderes. En estas reuniones la Junta presenta la política monetaria y cambiaria y se discute con los empresarios la situación económica regional y nacional y atiende las inquietudes del sector privado sobre aspectos específicos. Esta interacción es muy útil y algunos temas planteados por los 163 empresarios se llevan a Junta, o se comentan con otras instancias del gobierno. Los debates sobre la coyuntura regional también sirven de insumo al análisis del Banco sobre la situación económica.

El mecanismo de los documentos técnicos le da mucha influencia al equipo profesional del Banco. Aunque en las discusiones previas a Junta los comentarios de los directores contribuyen al documento final, la regla es que los profesionales tienen la libertad de presentar sus puntos de vista en el documento que finalmente llega a la Junta Directiva. Los directores pueden estar en desacuerdo con el documento técnico, pero tienen que argumentar por qué prefieren una solución diferente a la planteada en el documento.

En las subgerencias de Estudios Económicos y Monetaria y de Reservas, bajo la dirección de la Gerencia Técnica del Banco, trabajan 13 profesionales con Ph. D, y 46 con Maestría.

## *II. REUNIONES DE JUNTA*

Una vez leída el acta de la sesión anterior de la Junta, el Gerente General comenta las principales cifras monetarias, cambiarias, crediticias, de

comercio exterior y endeudamiento, consignadas en el documento estadístico semanal. Este documento se vuelve público esa tarde, después de la sesión de la Junta.

Posteriormente, se leen y discuten los dos o tres documentos técnicos en la agenda y se toman las decisiones del caso. Mensualmente, se presenta para información un documento que resume el estado de las entidades financieras. Para hacer más eficiente la reunión de la Junta, las solicitudes del público sobre interpretaciones de las normas de la Junta, se tratan en un comité de consultas, integrado por los directores.

Cuando las decisiones requieren una resolución de la Junta, el Secretario de esta corporación la presenta y explica.

Finalmente, la Junta discute el comunicado de prensa que describe y explica las decisiones. Dicho comunicado se discute en gran detalle. La experiencia nos ha mostrado que la manera en que la Junta comunica sus decisiones afecta los mercados y las percepciones públicas sobre la política y la situación económica. Por este motivo la Junta dedica bastante tiempo a la redacción de los comunicados.

Cuando hay un cambio importante en la política, el Ministro de Hacienda y el Gerente General explican el comunicado en una rueda de prensa. En la mayoría de los casos el Ministro de Hacienda explica el comunicado a los periodistas que lo esperan a la salida del Banco después de la sesión de Junta.

En un principio, después de 1991, había la tendencia de tratar de tomar decisiones por consenso, pero ese sistema a veces posponía las decisiones por un largo período. Con el tiempo, las decisiones comenzaron a tomarse por mayoría. Quien no está de acuerdo deja constancia de su opinión en el acta. En decisiones de gran trascendencia, algunos directores publican su opinión en la Revista del Banco, pero pueden entregarla a los medios de comunicación antes de que se distribuya la Revista al público.

El sistema de mayorías tiene algunas sutilezas. Si el Ministro de Hacienda muestra una fuerte oposición a la decisión mayoritaria, la Junta tiende a reconsiderar el tema, pues es claro que si en una decisión el Ministro declara públicamente su desacuerdo, se genera una polémica pública e incertidumbre en los mercados. Aunque en pocas ocasiones la mayoría de los directores han tomado una decisión a la cual el Ministro se opone, esa situación claramente tiene costos para la Junta y para la

economía. Por otra parte, un desacuerdo público del Ministro, también tiene costo para él. Los directores tienen que evaluar esos costos con relación a los beneficios de la medida.

Aunque esas consideraciones muestran la influencia del Ministro en la Junta, la realidad es que al mantener la discusión en el plano técnico, la mayoría de las decisiones se logran por consenso, y aunque los ministros no estén totalmente de acuerdo con una recomendación, la tendencia es llegar a una fórmula de compromiso aceptable para todos.

### *III. EL ESQUEMA DE META DE INFLACIÓN*

En la actualidad, la política monetaria se rige por un esquema de meta de inflación. En dicho esquema, el objetivo de la política monetaria es 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 la maximización de largo plazo del crecimiento de la economía y el empleo.

Las decisiones de política se toman 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.

La Junta en su proceso interno de toma de decisiones, realiza mensualmente una evaluación detallada de las presiones inflacionarias y de las perspectivas de inflación. Trimestralmente, se publica 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.

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 esa razón el valor de referencia para la base monetaria está constituido de manera coherente con la meta de inflación, la proyección del crecimiento real del Producto Interno Bruto (PIB) y cambios previsibles en la velocidad de circulación. La Junta evalúa las presiones inflacionarias y analiza 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 y pueden llevar a cambios en la política monetaria.

No obstante, 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 realiza evaluaciones periódicas de los valores meta de la base monetaria (v. gr. 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.

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, es 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 a dos años vista y se compromete a lograr la estabilidad de precios en el mediano plazo.

La meta de inflación se ha reducido gradualmente en Colombia. No se ha tratado de reducir la inflación abruptamente, por ejemplo, a través de una congelación de la tasa de cambio. La razón es que en el país los salarios se han indexado a la inflación del pasado, indexación que infortunadamente ha institucionalizado recientemente la Corte Constitucional.

En estas circunstancias, un descenso abrupto en la inflación aumenta fuertemente los salarios reales en el sector formal, lo cual puede generar desempleo. Si la meta de inflación disminuye 2% al año, y la productividad por trabajador aumenta a 1%, la reducción en la inflación no debe disminuir la competitividad colombiana aun cuando los salarios estén indexados al pasado, siempre y cuando la tasa de cambio real se devalúe al 1% o más. Pero desde el punto de vista de la creación de empleo, sería

importante que el salario mínimo y el resto de salarios aumentaran según la meta de inflación, más el aumento esperado en productividad.

Finalmente, vale la pena comentar que en los modelos de proyección de inflación que utiliza el Banco juega un papel fundamental la relación entre PIB observado y PIB potencial. Cuando el PIB observado es inferior al potencial, se espera reducción en la inflación, y por lo tanto la política monetaria puede ser expansionista. Esto quiere decir que el Banco tendrá una política favorable al crecimiento cada vez que la economía esté operando por debajo de su potencial. De esta manera el esquema actual de inflación objetivo maximiza el empleo en el largo plazo.

Los modelos que miden la situación de la economía real y las tendencias de inflación requieren información estadística al día. Además de los datos producidos por el DANE, el Ministerio de Hacienda, el Ministerio de Trabajo, el sector financiero, la Superintendencia Bancaria, y la Contraloría General, el Banco produce directamente el Índice de Precios del Productor (IPP), una encuesta trimestral de expectativas y financia la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo y a partir de este año realiza una encuesta que mide el índice de confianza de los consumidores.

#### *IV. INTERACCIÓN CON EL CONGRESO Y LAS CORTES*

La ley establece que dos veces al año el Banco debe presentar un Informe al Congreso explicando sus políticas y los resultados de éstas. Si hay un cambio sustancial en las políticas, se debe hacer un informe especial al Congreso. Por ejemplo, cuando se reformó el régimen cambiario para pasar a un esquema de flotación, la Junta presentó un informe especial al Congreso.

Las discusiones en las Comisiones Económicas son interesantes y frecuentemente bastante críticas de la Junta. Los debates dan una buena idea de las percepciones del Congreso, e influyen en la manera como se perciben las condiciones de la economía. Una política monetaria muy impopular en el Congreso corre el riesgo de generar un ambiente en que pudieran prosperar propuestas de cambios legislativos a las normas que gobiernan la operación de la Junta.

La otra gran influencia en la política monetaria y crediticia son los fallos de la Corte Constitucional. La Corte ha determinado cómo debe la Jun-

ta calcular la corrección monetaria de los préstamos de vivienda, ordenó que la Junta estableciera toques a las tasas de interés de estos préstamos y ha limitado la capacidad de la Junta para reducir la inflación al indexar el salario mínimo y los salarios oficiales a la inflación pasada.

La Junta puede mantener un diálogo institucional con el Gobierno y el Congreso, pero esos mecanismos no se han desarrollado con la Corte.

## *V. LA JUNTA Y EL SECTOR FINANCIERO*

El Banco de la República tiene una relación muy estrecha con el sector financiero. Los intermediarios financieros obtienen liquidez diariamente del Banco de la República a través de operaciones REPO (venta temporal de títulos del Tesoro al Banco). En caso de una caída sustancial de depósitos, un intermediario puede recibir liquidez descontando en el Banco cartera de buena calidad.

Adicionalmente, todas las operaciones entre bancos, se hacen a través de sus cuentas en el Banco de la República, en tiempo real. Esto garantiza la seguridad del sistema de pagos.

En los últimos años se ha avanzado mucho en la coordinación con la Superintendencia Bancaria, y las dos entidades intercambian información y análisis del sector financiero. Finalmente, la presencia del Gerente del Banco en la Junta del Fogafin garantiza la coordinación del Ministerio de Hacienda, el Banco, la Superbancaria y el Fogafin en los programas de ajuste del sector financiero.

Para que funcione el mecanismo de la transmisión del crédito, y evitar que una crisis financiera genere una crisis económica e inflación, el Banco debe velar por la salud del sistema financiero y su solvencia. El Banco, por lo tanto, debe evitar medidas que puedan afectar la solvencia del sistema.

## *VI. POLÍTICA CAMBIARIA*

Desde 1991 el Banco de la República ha ido modificando la política cambiaria hacia un régimen de mayor flexibilidad. Se pasó de una tasa de cambio fija a una que se devaluaba diariamente, a la cual el Banco compraba y vendía divisas de manera ilimitada, a un sistema de banda cambiaria,

en el cual el Banco sólo intervenía masivamente en los extremos de la banda, a un sistema de flotación. Al eliminar las intervenciones cambiarias se ha facilitado el control de la base monetaria y por lo tanto de la inflación.

La única intervención cambiaria en años recientes ha sido la venta de opciones para compra de divisas, cuyos montos se determinan según la necesidad de comprar reservas para mantener una percepción positiva sobre la capacidad de pago del país.

A partir de la flotación en 1999, disminuyeron las presiones sobre el Banco para que devaluara. La tasa de cambio se fija en un mercado que se ha vuelto bastante líquido y sofisticado. Eso ha hecho más fácil el manejo de la política monetaria.

La devaluación se debe tener en cuenta, sin embargo, debido a su influencia sobre costos y así sobre el Índice de Precios al Consumidor. Afortunadamente, el grado de transmisión de modificaciones en la tasa de cambio a los precios es limitado, y por lo tanto, las fluctuaciones en la tasa no han tenido mucho impacto en los precios. Esto hace posible ignorar los cambios normales en la tasa de cambio en la política monetaria.

Las fluctuaciones grandes en la tasa de cambio, relacionadas con problemas de incertidumbre en el mercado interno y altos flujos de capital sí se deben tener en cuenta en la política de tasas de interés, pues una crisis cambiaria sí tiene efectos desastrosos en las tasas de crecimiento y de empleo.

## *VII. CONCLUSIÓN*

La anterior descripción muestra hasta qué punto influyen los aspectos técnicos y los análisis efectuados por los profesionales del Banco en las decisiones de las políticas monetaria y cambiaria. La labor de los directores, incluyendo al Ministro de Hacienda, es asegurar que los análisis técnicos sean lo más objetivos posible y que no reflejen posiciones ideológicas o una falta de realismo sobre la situación de la economía.

*Miguel Urrutia Montoya\**  
*Gerente General*

---

\* Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva y son de la responsabilidad del Gerente General.