
SOBRE LA AUTONOMÍA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Luis Lorente

Profesor Titular de la Facultad de Ciencias Económicas,
Universidad Nacional de Colombia.

Documento presentado en el Foro sobre Autonomía de la Banca Central,
realizado en la Universidad Nacional el 6 de noviembre de 1997.

Resumen

Luis Lorente. "Sobre la autonomía del Banco de la República", Cuadernos de Economía, v. XVI, n. 27, Bogotá, 1977, páginas 67-79.

Los argumentos de inconsistencia temporal no justifican la independencia de un Banco Central cuando los efectos reales de la política monetaria ocurren con largos retrasos, pues los agentes económicos disponen de tiempo para modificar sus expectativas y conductas.

La inflación anual en Colombia sigue una tendencia descendente en línea recta desde 1992, cuando aumentaron las importaciones y apareció la competencia de los precios externos. Dos cambios bruscos de política monetaria redujeron el crecimiento y el empleo, pero no pudieron alterar esa tendencia.

La exclusiva atención a los medios de pago y a las tasas de interés ha inducido una volatilidad creciente en la tasa de cambio. El rendimiento a corto plazo para el inversionista externo mantiene un promedio atractivo, pero su alta y creciente volatilidad puede ocasionar movimientos especulativos de capital.

Abstract

Luis Lorente. "On the Autonomy of the Banco de la República", Cuadernos de Economía, v. XVI, n. 27, Bogotá, 1977, pages 67-79.

Temporal inconsistency arguments do not support Central Bank independence advantages when real effects lag behind monetary measures, allowing economic agents to prepare for them.

Inflation trend in Colombia is declining at a constant annual rate from 1992, when imports and external price competition begun. Two sudden and drastic changes in monetary policies compromised growth and employment, but could not modify that inflation trend.

Exclusive attention to money growth or to interest rate level have induced an increasing volatility in exchange rates. Short term returns to foreign capital investment remain attractive in average, but their very high and increasing volatility can induce speculative capital movements.

La literatura reciente abunda en trabajos empíricos que muestran cómo las naciones con una Banca Central independiente del Gobierno suelen tener niveles de inflación más bajos que las demás. De ahí que la mayoría de los países que buscan reformar sus sistemas monetarios han escogido esquemas de autonomía para su Banco Central y que, para asegurar la coherencia entre políticas monetarias y cambiarias, muchos han confiado estas últimas a sus Bancos Centrales.

La importancia que se ha dado a la inflación en los últimos años sobrepasa ampliamente los costos que ésta puede tener desde el punto de vista del bienestar social¹. En especial, cuando los países que la sufren han tenido tiempo para desarrollar mecanismos de indexación, que cubren los contratos privados y la tributación misma, y la mayoría de los agentes están protegidos del cambio nominal en los precios.

En cambio, se ha estudiado mucho menos el costo social de desarmar una inflación inercial o las ventajas relativas de hacerlo en forma rápida o lenta, a pesar de que la indexación de los contratos confiere al fenómeno inflacionario una mayor persistencia y hace mucho más costoso alterar su nivel o su tendencia.

Desde luego, reducir la inflación a un nivel cercano a cero es un tema obligado para pensar en una unión monetaria, como la que está a punto de iniciarse en Europa, pues la sustitución de las monedas locales por una moneda común exige la garantía de una convertibilidad cierta.

1 Los resultados teóricos son muy sensibles a los supuestos, en especial a los de rigidez de precios o de salarios, y los empíricos varían por países y dependen del período considerado, sin que existan evidencias concluyentes a favor de ningún modelo teórico; ver Partow [1995].

En países como Colombia, que está lejos de un acuerdo monetario con sus vecinos, la lucha contra la inflación no debería despertar tanto fervor, pero es la Constitución y las leyes erigieron este objetivo monetario en obligación ineludible del nuevo Banco de la República.

A pesar de este mandato legal tan estrecho, no deberíamos olvidar que la inflación es apenas un indicador de estado de un sistema económico complejo, que involucra otras muchas variables y que puede reaccionar activamente oponiéndose a los esfuerzos de la autoridad monetaria.

La intervención monetaria y cambiaria es una manera de regular el funcionamiento de toda la economía, pero tratar de hacerlo con un solo objetivo en mente y, lo que sería peor, con un solo instrumento a la vez, puede llevar a la desestabilización del sistema y a una inflación aún mayor.

La autonomía formal no independiza al Banco Central del sistema económico que pretende regular. Por eso no basta que el Banco Central tenga libertad para definir las políticas monetarias y cambiarias; se necesita, además, que dentro de su manejo autónomo tome en cuenta las dependencias que existen entre los diferentes mercados y que respete la coherencia que debe existir entre las distintas variables e indicadores de la economía.

Una de las ventajas indudables de la independencia del Banco de la República es la discusión abierta sobre las políticas aplicadas. La información pública facilita el control social, al tiempo que la separación de poderes económicos entre el Gobierno y el Banco favorece la democracia.

En cambio, algunas de las razones teóricas que se aducen para defender esa independencia se apoyan en supuestos mutuamente contradictorios.

La teoría de la inconsistencia dinámica o temporal parte de una premisa fundamental: que la inflación es consecuencia de un crecimiento excesivo de la masa monetaria y que los gobiernos habrían podido corregirla si hubiesen tenido la voluntad política de hacerlo. Explica entonces la inflación como resultado de una inconsistencia entre las metas anunciadas por los gobiernos y la política que aplican efectivamente. Una vez que el público ha ajustado sus expectativas a la meta anunciada, cualquier aumento inesperado de la masa monetaria se confunde con un crecimiento de la demanda real y puede inducir un crecimiento inmediato de la producción. Tal estrategia –se afirma– puede producir mayor crecimiento real en el corto plazo, pero sólo inflación en el largo plazo.

El problema con esta teoría, y con sus aplicaciones a la teoría de juegos entre un Gobierno y un Banco Central independiente, estriba en suponer que la expansión monetaria y la inflación inducida son sorpresivas y sus

efectos reales son inmediatos [Cukierman 1992]. En cambio, la experiencia señala que la respuesta de las economías a los impactos en la cantidad de dinero tiene un retraso de seis meses a un año, y que la reacción a un cambio en las tasas de interés puede demorar de uno a dos años.

Es obvio que una política adoptada entre seis meses y dos años antes no puede tomar por sorpresa a ningún agente racional ni justificar que adopte decisiones de producción equivocadas. Por el contrario, forma parte del conjunto de efectos conocidos o predecibles que las expectativas racionales filtran y descartan.

En estas condiciones, las medidas monetarias podrían tener impacto únicamente sobre quienes, antes de su anuncio, suscribieron contratos que expiran después de que ésta haya cumplido su efecto, pero sólo si esos contratos no están indexados. Y aún en ese caso de precios fijos, el efecto de la medida podría ser transitorio y verse compensado en la siguiente renovación o negociación del contrato.

La inflación no se explica por la incoherencia entre las políticas anunciadas y las efectivamente adoptadas, ni se corrige, por lo tanto, con una simple separación de poderes. Tampoco se explica de esa manera por qué existen países con una Banca Central totalmente dependiente que alcanzan mejores resultados en materia de inflación que sus homólogos independientes, como ha sucedido con el Japón durante los últimos veinte años.

Y no es coherente utilizar como guía o referencia modelos que suponen un control directo sobre la inflación, o sobre la cantidad de dinero y, simultáneamente, reconocer que no hay funciones de demanda de dinero estables y que la mejor variable de control es la tasa de interés. Ésta sólo puede actuar indirectamente, a través de sus efectos sobre las decisiones reales de inversión y con un amplio rezago.

El control de la inflación requiere de otros modelos, que sean coherentes y más realistas en sus supuestos. En particular, debe considerar adecuadamente dos características bien definidas de la inflación en Colombia: la relación causal que va de los precios hacia la cantidad de dinero y el carácter inercial de la inflación en una economía indexada.

La inflación viene bajando desde 1992, cuando la apertura enfrentó a los productores nacionales con la amenaza de unos precios externos inferiores y más estables. Desde entonces, la tasa anual de inflación, medida mes a mes, presenta una tendencia descendente casi en línea recta.

Las desviaciones del cambio anual de la inflación con respecto a esa tendencia tienen las características de un proceso aleatorio estacionario,

aunque su distribución sugiere la presencia de un fenómeno de corrección de errores en lugar de un simple ruido blanco.

Existen dos o tres perturbaciones transitorias que se superponen a esa tendencia, pero son consecuencia del movimiento de los precios en sectores aislados.

La caída en los precios de los alimentos durante 1992 y parte de 1993 se corrigió antes de que terminara ese año, cuando empezaron a crecer las importaciones efectivas. La política de precios administrados en los servicios públicos introdujo otra desviación durante parte de esos años y luego, bastante después, en 1996, aparece otra perturbación en el mismo sector, esta vez con la ayuda de los servicios privados de salud y educación.

Vale la pena observar que, después de estas perturbaciones de origen sectorial, la inflación regresa a la misma recta de tendencia descendente. Esto indica que la indexación de precios y las expectativas de los agentes utilizan la pendiente de dicha tendencia para calcular los precios del año siguiente.

Los modelos usuales suponen que el mejor predictor de la inflación es el nivel observado en el período anterior, pero esto no se cumple en nuestro caso. Por una parte, existe inercia porque hay contratos entrelazados que, en cada momento, perpetúan unas expectativas del pasado, y, por otra parte, esas expectativas incorporan y proyectan una tendencia bien definida.

Pero aún más importante que corregir los modelos teóricos es constatar que los drásticos cambios de la política monetaria durante estos años no han conseguido alterar la tendencia de la inflación sino, a lo sumo, modificar la amplitud o el período de las fluctuaciones alrededor de una tendencia invariable.

La política monetaria expansionista y de bajos intereses, que va de 1992 hasta mediados de 1994, coincide con el quiebre de la inflación y con la consolidación de su tendencia descendente.

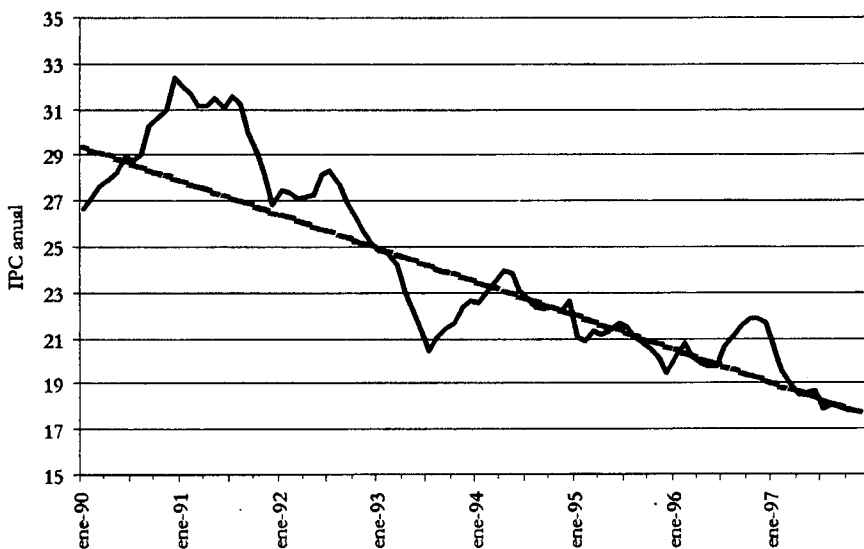
La política contraccionista y de altas tasas de interés que sigue hasta mediados de 1996 no consigue acelerar el descenso de los precios, aunque desemboca en una recesión de la actividad real.

Y la política expansionista del último año y medio, atemperada por las condiciones recesivas y el drástico y ordenado descenso de las tasas de interés, tampoco consigue modificar esa tendencia.

Lo que está sucediendo es que, en las nuevas condiciones de apertura del mercado de capitales, la inflación puede mantener su inercia porque

los cambios frecuentes en los objetivos monetarios inducen movimientos compensatorios de capital externo y de la tasa de cambio. Esta res-

GRÁFICA 1
INFLACIÓN Y TENDENCIA



puesta es mucho más rápida que los ajustes mediados por la tasa de interés y por las variables reales internas.

El indicador que mejor resume estos efectos, porque nunca ha sido utilizado como objetivo de la política monetaria, es la rentabilidad que puede obtener un inversionista externo cambiando sus dólares a pesos, colocándolos a interés en Colombia y convirtiéndolos en dólares al final del período considerado.

Las fluctuaciones de este indicador son muy grandes aunque se utilicen períodos de inversión anuales, pero su volatilidad es más evidente al considerar períodos de un mes.

La política ha ignorado este índice, tal vez pensando que la exigencia de depósitos previos evita el endeudamiento de corto plazo y que los demás inversionistas tienen un horizonte de varios años, suficiente para amortiguar cualquier fluctuación que dure unos pocos meses.

Sin embargo, los portafolios de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero superan ya los 1400 millones de dólares y los cambios en el giro normal de sus operaciones pueden afectar la tasa de cambio. De igual manera, las decisiones de cancelación o de renovación de créditos privados y los movimientos de dólares para ingresos y pagos del comercio pueden responder a fluctuaciones en la tasa de cambio y en el diferencial de intereses.

Por último, la volatilidad del rendimiento de corto plazo es un indicador importante de la estabilidad del sistema, aspecto que interesa mucho a quien desee hacer inversiones de largo plazo.

La rentabilidad mensual del capital externo es casi constante durante todo el período de control cambiario previo a 1992 y, salvo por un salto de nivel, continúa siendo constante durante ese año, aunque la tasa de interés doméstica baja rápidamente.

El Banco de la República sostuvo una devaluación estable en 1992 emitiendo Certificados de Cambio, pero en 1993, ante el vencimiento de los Certificados y la continua entrada de capitales, tuvo que aceptar una revaluación gradual del peso. Introdujo, entonces, frecuentes ajustes en las tasas de devaluación mensual a medida que cedía a la presión del mercado. Por esa razón, aunque la autoridad monetaria fijó las tasas de cambio durante todo el año, fue también un período de transición y el segundo semestre tuvo un comportamiento estadístico semejante al de la fase siguiente.

La volatilidad del rendimiento mensual que puede obtener un dólar comienza a crecer en ese semestre.

En enero de 1994, el Banco de la República decidió liberar la tasa de cambio dentro de una banda cambiaria (que luego ajustó en diciembre de ese mismo año). En el segundo semestre, cambia su política monetaria y reduce drásticamente el crecimiento de los medios de pago, que alcanzan tasas negativas en términos reales, al tiempo que permite un alza brusca en la tasa de interés interna.

Esta política contraccionista dura hasta mediados de 1996, cuando es ya evidente una recesión general de la economía. El Banco de la República acepta entonces bajar las tasas de interés y deja que la masa monetaria vuelva a crecer en términos reales.

La rentabilidad media que podía obtener el capital externo en Colombia permaneció muy cerca del 10 por ciento anual, en dólares, durante el último período de la Junta Monetaria y el primer año del nuevo Banco autónomo.

RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN DE CAPITAL EXTERNO EN COLOMBIA
PERÍODOS, INDICADORES MONETARIOS, RENTABILIDAD MENSUAL Y VOLATILIDAD

Período	Rentabilidad de invertir un dólar durante un mes (tasa efectiva anual equivalente)											
	Gobierno						Indíces de volatilidad					
Inicio	Final	Autoridad Monetaria	M 1 real crecim. anual prom	Inflación IPC 12 meses prom	DTF (EA) prom	Deval. mensual (TRM) prom	max	prom	min	desv. estándar	desv./prom	
ago-86	dic-87	Barco	Junta	6,30	21,80	31,00	1,71	15,31	6,95	-1,40	4,84	0,70
ene-88	jul-90	Barco	Junta	-0,26	27,18	34,03	2,17	8,27	3,56	-2,50	2,39	0,67
ago-90	jul-91	Gaviria	Junta	-3,63	31,11	37,07	1,84	13,13	10,16	4,19	2,69	0,26
ago-91	jul-92	Gaviria	B. R.	4,83	28,20	31,34	1,53	12,41	9,36	5,43	2,59	0,28
ago-92	jul-93	Gaviria	B. R.	8,72	24,39	26,57	1,16	17,72	10,24	1,09	4,12	0,40
ago-93	jul-94	Gaviria	B. R.	9,01	22,64	25,92	0,15	74,93	25,13	-2,55	20,50	0,82
ago-94	jul-95	Samper	B. R.	1,34	21,73	33,67	0,81	55,62	23,26	-9,80	21,46	0,92
ago-95	jul-96	Samper	B. R.	-4,61	20,27	31,77	1,39	52,26	15,50	-42,47	27,60	1,78
ago-96	oct-97	Samper	B. R.	-4,49	19,65	25,67	1,33	61,56	13,54	-41,03	35,60	2,63

Nota: devaluación con tasa oficial hasta diciembre de 1991; luego con tasa representativa del mercado.

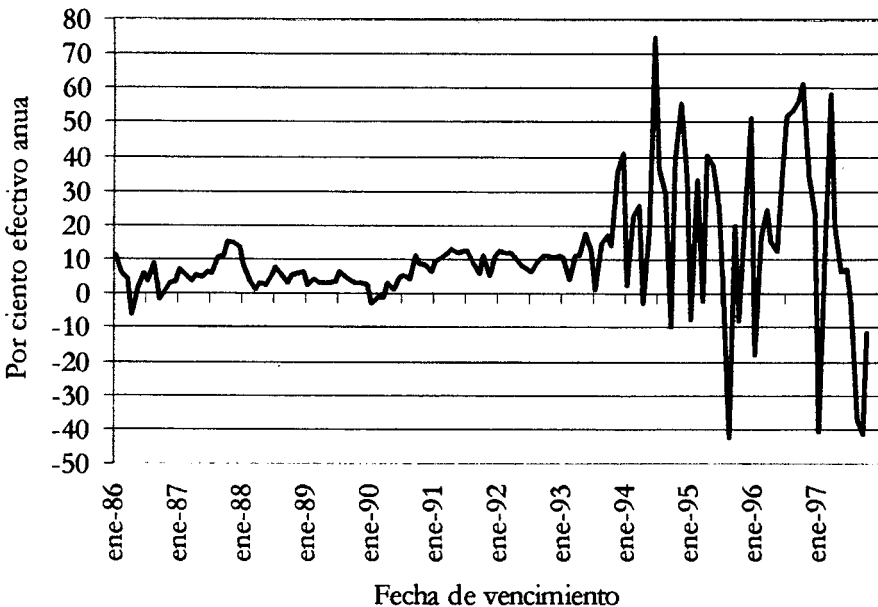
Luego creció rápidamente a medida que el peso se revaluaba en términos reales y mantuvo un promedio de 24 por ciento anual desde mediados de 1993 hasta mediados de 1995.

De ahí en adelante, la rentabilidad desciende a un nivel promedio de 14 por ciento real anual, que sigue siendo atractiva porque es más del doble de la rentabilidad normal en Estados Unidos.

Pero durante estos seis años, la volatilidad fue aumentando debido, en gran parte, a la creciente volatilidad de la tasa de cambio. La desviación estándar del índice de rentabilidad mensual pasa de 4 puntos a comienzos de 1993 a 20 puntos hasta mediados de 1995. Ascende luego a 28 puntos durante un año más y alcanza 36 puntos desde mediados del 96 hasta finales del 97.

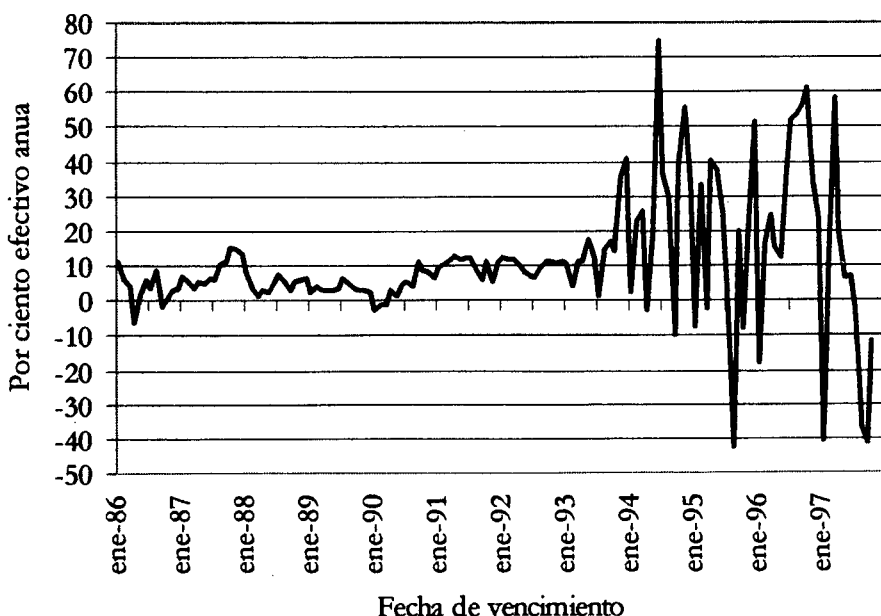
Con un valor medio de 14 puntos en tasa equivalente anual, una desviación de 28 o de 36 puntos significa que la rentabilidad mensual alcanzó un régimen caótico desde mediados de 1995; por ejemplo, llega a 50 por ciento en un mes para caer a tasas negativas, de menos 40 por ciento, dos o tres meses después.

GRÁFICA 2
RENTABILIDAD MENSUAL DE UN DÓLAR COLOCADO
EN PESOS A LA DTF



Otra medida de volatilidad, el cociente de la desviación estándar sobre el valor medio de esta rentabilidad, aumenta progresivamente desde 0.4 en 1992 a 2.63 en el último año.

GRÁFICA 3
RENTABILIDAD TRIMESTRAL DE UN DÓLAR COLOCADO
EN PESOS A LA DTF



Claro que la fluctuación se amortigua al considerar períodos de inversión de tres meses o más largos, pero sigue siendo muy volátil. Por otra parte, esas violentas oscilaciones en la tasa mensual afectan la contabilización de los rendimientos de cada mes y, además, llevan a que el resultado de una inversión dependa del mes en que se decida terminarla.

Una volatilidad tan alta hace muy difícil proyectar la evolución futura de una inversión y es propicia para que pequeñas alteraciones accidentales disparen procesos especulativos intensos.

Precisamente en ese entorno de altísima incertidumbre, unas irregularidades poco significativas del mercado de dólares llevaron a una devaluación brusca y muy rápida entre finales de agosto y mediados de septiembre.

A finales de octubre, y esta vez por causas objetivas mucho más claras, la devaluación vuelve a ser rápida, indicando otra vez un anormal nerviosismo en el mercado de divisas.

En un país que depende de la entrada regular de capitales externos para sostener un alto déficit en cuenta corriente, la volatilidad de los índices de rentabilidad del inversionista externo es claramente perjudicial y peligrosa.

El manejo de la deuda externa y de las privatizaciones proporciona un margen amplio de seguridad, pero se necesitan la inversión extranjera y el endeudamiento privado para completar la balanza externa. No habría que llegar a una fuga de capitales para tropezar con dificultades serias: bastaría detener el flujo de inversión externa o acelerar la cancelación de la deuda privada.

La volatilidad del índice puede convertirse en volatilidad del capital mismo durante un episodio de carácter especulativo, que podría iniciarse sin que medie ningún cambio en las variables económicas fundamentales, pero que terminaría modificando sustancialmente la situación global de la economía.

En este caso, la atención exclusiva a unos pocos indicadores monetarios y a un objetivo de tasas de interés han llevado a un comportamiento caótico de la rentabilidad para el dólar y, si no se toman medidas para amortiguar las variaciones de muy corto plazo, habrá que esperar nuevos episodios especulativos en el mercado cambiario, cada vez más frecuentes e intensos.

El riesgo de ahuyentar el capital externo no es un riesgo de economía 'real' que sólo deba preocupar al Gobierno pues, si llegara a ocurrir, sobrevendría una devaluación fuerte y la inflación interna volvería a crecer. Prestar atención a la estabilidad de los indicadores en los mercados de capital externo es, por lo tanto, una necesidad correlativa de la misma política antiinflacionaria.

Para evitar la volatilidad que hemos examinado, bastaría que el Banco interviniera marginalmente en el mercado de divisas con el fin de suavizar las variaciones diarias de la tasa de cambio representativa, sin pretender con ello alterar las tendencias del mercado.

En otras palabras, la solución a este problema consiste en adoptar una función objetivo, o función de utilidad social, que combine varios indicadores y, sobre todo, que no considere únicamente su nivel, sino también sus variaciones de corto plazo, porque éstas son las que inducen la extraordinaria volatilidad en las tasas y en sus combinaciones.

En resumen, la experiencia de los últimos seis años sugiere que el Banco de la República no debería recurrir a cambios drásticos en las políticas monetarias, cuyo impacto sobre la tendencia de la inflación es nulo mientras que afectan profundamente las variables reales de la economía, el empleo y el ritmo de la inversión privada.

La confianza en el sistema financiero colombiano depende de la imagen de estabilidad que transmitan las políticas monetarias. Por esa razón, conviene buscar estrategias de regulación gradual que excluyan los cambios drásticos de rumbo.

También hay que atender varios objetivos simultáneos, reconociendo que las variables reales tienen consecuencias monetarias y viceversa. En muchos casos, como ocurre con las tasas de crecimiento del producto o con el nivel de desempleo, convendría adoptar unos corredores de variación tolerable y rectificar o suavizar las medidas monetarias cuando la economía comienza a moverse fuera de esos límites.

Y hay que restringir la volatilidad de todas las variables financieras esenciales, para lo cual no basta adoptar bandas cambiarias o corredores monetarios: también hay que controlar la velocidad de los cambios.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Cukierman, A. 1992. *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*; MIT Press, Cambridge.
- Partow, Z. 1995. "Una revisión de la literatura sobre los costos de la inflación", *Revista del Banco de la República* 810, abril.