

10. ¿CUÁLES SON LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA?

Mauricio Villamizar-Villegas
Bibiana Taboada Arango

La política monetaria, aunque opera a través de instrumentos nominales como la tasa de política monetaria (TPM) y la compra y venta de divisas (intervención cambiaria), afecta al sector real (empresas y hogares) a través de diferentes canales. De esta manera, la política monetaria puede influir en la producción, el empleo, la inversión y el consumo y, a través de estas y otras variables, puede suavizar los ciclos económicos, mitigar las recesiones y evitar el sobrecalentamiento de la economía.

Este capítulo expande en detalle algunas descripciones que se hicieron en el capítulo 1. A continuación, describimos los tres canales principales por los que se transmite la política monetaria, según la literatura económica: la tasa de interés, el crédito y el tipo de cambio, así como la manera en que estos afectan la economía real. Al final de la descripción de cada canal, mencionamos los diversos instrumentos de política que los bancos centrales utilizan para influir en cada uno, aunque reconocemos que la tasa de política monetaria suele ser la más importante. Por último, reconocemos que la importancia relativa y la efectividad de estos canales pueden variar según el contexto económico y las características específicas de cada país.

1. CANAL DE LA TASA DE INTERÉS

Este es, sin duda, el canal más tradicional de la política monetaria. Su origen se remonta al enfoque keynesiano del modelo IS-LM, en el cual inicialmente solo se consideraban las decisiones de inversión de las firmas ante cambios en la tasa de interés. Sin embargo, luego se reconoció que los hogares también forman parte de este canal a través de sus decisiones de consumo en el mercado de vivienda y de bienes duraderos, pues estas son, en esencia, decisiones de inversión.

Una característica importante de este canal es que opera a través de la curva de rendimientos, esto es, del impacto de la tasa de interés a un día sobre las tasas de interés a diferentes plazos, las cuales a su vez afectan las decisiones de crédito, ahorro y composición de monedas en los portafolios, entre otras. Este canal opera dentro de un marco intertemporal. Por ejemplo, una política monetaria expansiva desplaza el ahorro hacia el futuro y el gasto hacia el presente. De forma intuitiva, menores tasas de interés reducen el costo de los préstamos (y del capital), lo que fomenta la inversión y el consumo, llevando a una mayor demanda agregada. Al mismo tiempo, se desincentiva el ahorro al volverlo menos rentable.

Este mecanismo se ve reforzado por mayores expectativas de inflación en el caso de la política expansiva, lo cual reduce aún más las tasas de interés en términos reales. Esta es una de las razones por las que inflaciones bajas, pero distintas de cero, son deseables¹. Por ejemplo, un país puede reducir su tasa de política monetaria a valores cercanos a cero y aún no lograr impulsar la economía (en algunos países europeos y asiáticos, la tasa de política ha llegado incluso a valores negativos). En esos casos, el impulso podría venir de la inflación, al hacer que la tasa de política en términos reales sea negativa (o aún más negativa).

El principal instrumento de este canal es la tasa de política monetaria. En regímenes de inflación objetivo, como el de Colombia, las operaciones de liquidez sirven para garantizar que la tasa del mercado de corto plazo sea igual a la tasa de política. En este caso, las operaciones de liquidez y la tasa de política terminan siendo dos caras de la misma moneda (ver capítulos 3 y 15). En otras palabras, el banco central provee la liquidez necesaria o, alternativamente, capta los excesos de liquidez que sean compatibles con la tasa de política vigente.

2. CANAL DEL CRÉDITO

Este canal abarca tanto la oferta de crédito (decisiones de los establecimientos de crédito) como la demanda de crédito (decisiones de firmas y hogares, principalmente), aunque la literatura parece reconocer un mayor impacto proveniente de la oferta de crédito (Bonilla-Mejía y Villamizar-Villegas, 2022). A continuación, describimos dos subcanales de la oferta del crédito: el canal de hojas de balance (entre activos y pasivos) y el canal de riesgo crediticio.

¹ Otra razón de porque inflaciones distintas a cero son deseables es permitir el ajuste de precios relativos (véase el capítulo 1).

2.1 Subcanal de hojas de balance

Los efectos en los balances del sistema financiero están relacionados, en gran medida, con la valoración de inversiones. Como se mencionó en el capítulo 9, los establecimientos de crédito invierten en títulos de deuda (bonos) públicos y privados, así como en otros tipos de instrumentos (como acciones). Cuando la tasa de política aumenta, se produce una desvalorización de estas inversiones, especialmente en los títulos de deuda pública (TES). En consecuencia, si un banco comercial quisiera recuperar el valor de sus inversiones, podría comprar más TES, pero a costa de sacrificar cartera, un efecto conocido como *crowding out*. En otras ocasiones, las entidades de crédito se ven obligadas a cambiar o recomponer sus activos (en términos de montos, tasas y vencimientos, tanto de inversiones como de cartera) debido a mayores costos o requerimientos de captación.

2.2 Subcanal del riesgo

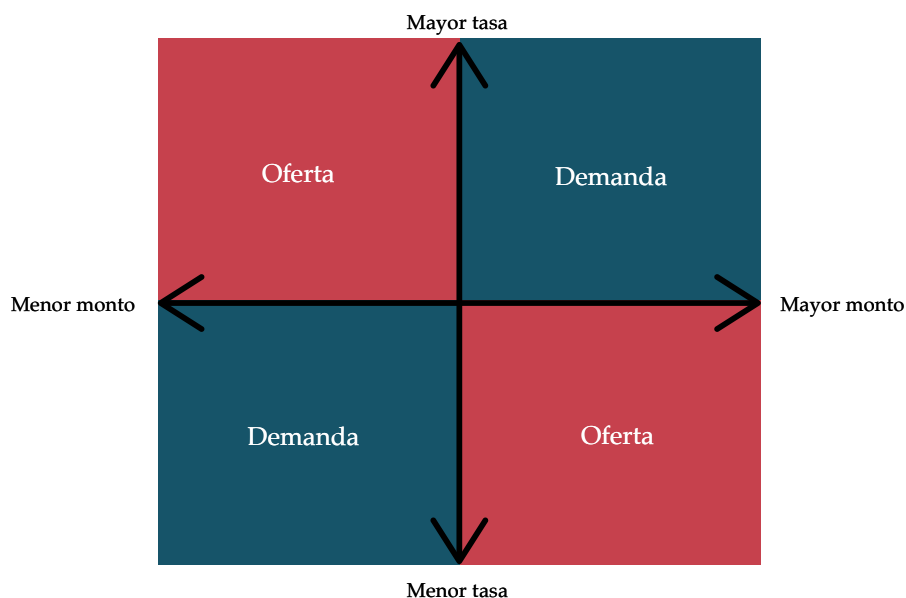
Por otra parte, los efectos relacionados con la valoración del riesgo (a veces conocido como el canal del riesgo) tienen que ver con el apetito o la aversión al riesgo por parte de los establecimientos al otorgar crédito. En economías donde la tasa de política es baja por mucho tiempo (*low for long*), los establecimientos de crédito tienden a buscar carteras más riesgosas en búsqueda de mayores rendimientos (Jiménez *et al.*, 2014). Por el contrario, cuando las economías tienen tasas muy altas, los deudores (tanto existentes como nuevos) se vuelven más riesgosos, razón por la cual muchos bancos reducen su cartera.

A manera de ilustración, el Gráfico 10.1 muestra cambios en el monto de crédito (eje x) ante cambios en la tasa de los créditos (eje y). Las decisiones por parte de los establecimientos de crédito (por el lado de la oferta crediticia) se presentan en color rojo. El origen del gráfico es un equilibrio inicial y el mapa abarca posibles nuevos equilibrios tras un choque. Si el nuevo equilibrio está en los cuadrantes azules, el choque predominante es de demanda de crédito; y si está en los cuadrantes rojos, el choque predominante es de oferta. Por ejemplo, por el lado de la oferta, los establecimientos de crédito pueden aumentar la tasa de los créditos (ya sea por razones de riesgo o de hojas de balance) y como resultado disminuyen la cartera (cuadrante superior izquierdo), o alternativamente pueden bajar la tasa para aumentar la cartera (cuadrante inferior derecho).

Este canal se asocia con varios instrumentos monetarios, entre ellos la tasa de política, el manejo de liquidez (que incluye compras y ventas

de TES), el encaje bancario (que permite a los bancos destinar una mayor parte de sus activos a préstamos e inversiones), y medidas macroprudenciales (que de igual forma afectan la cantidad permitida a prestar). Este canal es más significativo en economías con alta inclusión financiera y donde el crédito es la principal fuente de financiamiento para empresas y hogares.

Gráfico 10.1
Representación de la demanda y oferta de crédito



Fuente: Banco de la República.

3. CANAL DEL TIPO DE CAMBIO

Este canal se enfoca en los efectos cambiarios sobre el desempeño y la riqueza de las firmas y los hogares. El supuesto fundamental de este canal es que los activos denominados en diferentes monedas (por ejemplo, en pesos y en dólares) no son sustitutos perfectos. En otras palabras, firmas, hogares y establecimientos de crédito no son indiferentes ante cambios en la composición de sus activos en diferentes monedas.

Resaltamos dos formas en la que opera este canal:

- *Efecto en exportaciones e importaciones*: una moneda más débil (ante una depreciación cambiaria) abarata las exportaciones y encarece las importaciones lo cual, a su vez, aumenta la demanda agregada. Este análisis, estático en el tiempo, se conceptualizó en la década de los sesenta con el modelo de Mundell-Fleming. Sin embargo, la literatura reciente muestra una mayor complejidad y dinamismo en la relación entre el tipo de cambio y la producción económica, porque muchas firmas que exportan bienes y servicios también importan insumos o bienes intermedios (Carranza *et al.*, 2018).
- *Valoración de activos y pasivos*: los hogares y firmas con deuda en dólares se ven más endeudados con una depreciación del peso y menos endeudados con una apreciación del peso. Lo contrario sucede con los activos del sector real (como depósitos o inversiones en dólares). Por consiguiente, ante movimientos cambiarios, las firmas y hogares se vuelven más o menos riesgosos. El trabajo de Menkhoff, Villamizar-Villegas y Pinzon-Puerto (s. f.) muestra cómo las condiciones de crédito de las firmas, al igual que su cotización en bolsa, pueden verse afectadas por intervenciones cambiarias. Resaltamos que la magnitud de este canal puede ser diferente según la distribución de la propiedad de los activos y el acceso a los mercados financieros.

En términos de los instrumentos que tiene un banco central para afectar el tipo de cambio, la literatura los categoriza entre políticas convencionales y no convencionales. Dentro de la política convencional está la tasa de interés de política monetaria, la cual tiene un comportamiento inverso a la tasa de cambio si esta última se mide como el valor de la divisa en unidades de moneda local (por ejemplo, cuántos pesos cuesta cada dólar). Es decir, cuanto mayor sea la tasa de política, menor es la tasa de cambio, lo cual significa una apreciación del peso frente al dólar (ver capítulo 7). En otras palabras, bajo la política convencional, la tasa de cambio es la que se ajusta a la tasa de política.

Como política no convencional se encuentran las intervenciones cambiarias, que en esencia son compras y ventas de divisas (normalmente, dólares estadounidenses). Cuando el banco central decide intervenir en el mercado cambiario, pero mantiene la tasa de interés inalterada, se requieren operaciones de liquidez acompañantes para no afectar la base monetaria. Es solo en este caso donde la tasa de política y la tasa de cambio pueden tomar

rumbos distintos (a diferencia de cuando la tasa de cambio es influenciada por la tasa de política). A modo de ejemplo, supongamos que el banco central compra 1 millón de dólares a una tasa de 4.000 pesos por dólar. Eso quiere decir que pagó 4.000 millones de pesos, generando un aumento equivalente en la base monetaria. Para no ejercer presión a la baja sobre la tasa de interés del mercado, el banco central también decide, a su vez, vender TES por 4.000 millones de pesos. A esto se le conoce como una intervención esterilizada. Para más información sobre esto, el trabajo de Villamizar-Villegas y Pérez-Reyna (2017) describe los dos canales a través de los cuales las intervenciones cambiarias esterilizadas afectan la tasa de cambio, ya sea por el canal de portafolio (donde se altera la composición de activos en diferentes monedas) o por el de señalamiento o expectativas (donde se interpretan las intenciones del banco central en cuanto a la senda futura de la tasa de política).

Sobra resaltar que el tipo de cambio es un canal relevante, especialmente en economías abiertas donde el comercio internacional representa una parte significativa de la economía. Por supuesto, la sensibilidad del tipo de cambio a las políticas monetarias puede variar según la integración económica global, la profundidad financiera y la incertidumbre de los mercados, entre otros factores.

CONCLUSIÓN

Los canales de transmisión de la política monetaria interactúan de manera compleja, y el impacto general de la política monetaria depende del contexto económico específico y la fuerza relativa de cada canal. Los bancos centrales monitorean y analizan estos canales para evaluar los efectos de sus decisiones. Cada instrumento ayuda a los bancos centrales a influir en diferentes canales de transmisión de la política monetaria, afectando así la economía en su conjunto.

Es importante considerar algunos puntos relevantes. En primer lugar, como hemos sostenido en varios de los capítulos, la política monetaria opera con amplios rezagos (en promedio de entre 12 a 18 meses). En segundo lugar, la credibilidad del banco central es uno de los activos más importantes que permite implementar la política monetaria de manera más efectiva (véase el capítulo 20). En tercer lugar, existen otros canales que no detallamos en este capítulo pero que sin embargo forman parte del análisis comprensivo. Entre estos se encuentran la expansión y contracción cuantitativa (QE o QT, por sus siglas en inglés, implementadas generalmente por economías desarrolladas) y el canal fiscal,

donde la política monetaria afecta indirectamente tanto los costos de los préstamos gubernamentales como las posiciones fiscales (a través de su impacto en las tasas de interés, crecimiento económico y tipo de cambio), y consecuentemente las decisiones sobre el gasto y la inversión pública. Finalmente, un canal adicional, que de cierta forma hace parte de los tres canales mencionados en este capítulo, es el de los flujos de capital (especialmente de portafolio). Es decir, qué tan capaz es un banco central, a través de su tasa de política monetaria, de atraer o redirigir los flujos de inversionistas. Este canal se explora en el capítulo 8, junto con los hallazgos empíricos más relevantes en la literatura empírica.

REFERENCIAS

- Bonilla-Mejía, L.; Villamizar-Villegas, M. (2022). "The Leading Role of Bank Supply Shocks", *Borradores de Economía*, núm. 1205, Banco de la República.
- Carranza, J. E.; Bejarano Rojas, J. A.; Casas, C., González-Ramírez, A. X.; Moreno-Burbano, S.; Arias-Rodríguez, F.; Vélez-Velásquez, J. S. (2018). "La industria colombiana en el siglo XXI", *Ensayos Sobre Política Económica (ESPE)*, núm. 87, Banco de la República.
- Jiménez, G.; Ongena, S.; Peydró, J.-L.; Saurina, J. (2014). "Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?", *Econometrica*, vol. 82, núm. 2, pp. 463-505.
- Menkhoff, L., Villamizar-Villegas, M., Pinzon-Puerto, F. (s. f.). "FX interventions, firm value, and credit conditions", [inédito].
- Önder, Y. K.; Restrepo-Tamayo, S.; Ruiz-Sanchez, M. A.; Villamizar-Villegas, M. (2024). "Government Borrowing and Crowding Out", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 16, núm. 1, pp. 286-321.
- Williams, T. (2018). "Capital Inflows, Sovereign Debt and Bank Lending: Micro-Evidence from an Emerging Market", *Review of Financial Studies*, vol. 31, núm. 12, pp. 4958-4994.
- Villamizar-Villegas, M.; Perez-Reyna, D. (2017). "A Theoretical Approach To Sterilized Foreign Exchange Intervention" *Journal of Economic Surveys*, vol. 31, núm. 1, pp. 343-365.