

LECCIONES APRENDIDAS

Juan José Echevarría

Mauricio Villamizar Villegas y Bibiana Taboada Arango responden en este libro todas las preguntas que usted alguna vez se planteó sobre banca central. Explican de manera lúcida, rigurosa y sencilla, temas que en muchas ocasiones resultan áridos y especializados. Es un buen complemento al trabajo reciente de Gloria Valencia sobre la historia de la Junta del Banco de la República desde la Constitución de 1991.

El libro será útil en clases de macroeconomía, política monetaria y economía colombiana, y resultará lectura obligatoria para periodistas y redactores económicos. Además, aparece en un momento oportuno, cuando se oyen reclamos frecuentes de los gremios y del Gobierno, entre otros, solicitando reducciones rápidas y marcadas en las tasas de interés. Es un momento difícil para el Banco, pues la tasa de inflación ha bajado 7 puntos porcentuales desde marzo de 2023 hasta agosto de 2024, pero su nivel de 6,1% en dicho mes es el más alto de la región (junto con Argentina), se encuentra en el rango superior entre los países desarrollados y emergentes y está muy lejos de la meta de largo plazo del Banco (3%). Además, se espera un crecimiento de la economía inferior al 2% en 2024, menos de la mitad del promedio de los últimos 10 años (se excluye 2020, el año de la pandemia).

¿CÓMO OPERA LA JUNTA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA?

Mi mejor descripción de cómo se toman las decisiones de tasa de interés en las reuniones mensuales de la Junta es la siguiente: cada miembro compara su mejor pronóstico de inflación en $t + 2$ años con la meta del 3%, y compara el crecimiento del producto interno bruto (PIB) en ese mismo período

con el llamado PIB potencial. Con base en esa información, vota a favor de subir, reducir o mantener inalterada la tasa de interés de política (la llamada repo a 1 día). Por supuesto, durante el mes previo a la reunión también se discute la evolución y el significado de un sinnúmero de indicadores adicionales, incluyendo los del mercado laboral.

¿Por qué se mira la inflación en $t + 2$ años y no la de más largo plazo? Porque siempre existe el peligro de que los consumidores, trabajadores y empresarios asuman que el Banco no va a hacer su tarea y modifiquen sus expectativas al alza. Esto hace mucho más costoso reducir la inflación futura. Como se menciona en el libro, el esquema de inflación objetivo y la teoría económica otorgan hoy un papel central a las expectativas, y esto ha llevado a un cambio radical frente a la forma oscura y contradictoria en la que se comunicaban los bancos centrales en el pasado: la frase “si me ha entendido, no me he explicado bien” con la que Alan Greenspan, antiguo presidente de la Reserva Federal, respondió a un periodista, ya ha perdido vigencia. Hoy, al contrario, se hace un esfuerzo permanente por explicar las razones que llevan al Banco a seguir la política del momento. Un banco central con alta credibilidad logra reducir la inflación a muy bajo costo en términos del PIB perdido cuando se suben tasas, y algunos trabajos recientes muestran que Colombia ha adquirido una gran credibilidad cuando se compara con otros bancos centrales. Relacionado con lo anterior, el Banco de la República es considerado en las encuestas como la institución que mayor confianza genera entre los colombianos.

Las decisiones de tasas deben ser independientes de las características de los choques que producen la inflación, ya sean de oferta o de demanda, del precio internacional del petróleo, del incremento de los salarios que puede provenir de la organización sindical o de los altos precios que producen los monopolios y oligopolios. Recuerdo una discusión con el doctor Fabio Echeverri Correa, quien recriminaba al Banco por subir tasas en momentos de fuerte inflación generada por los altos precios internacionales del petróleo: “¿ustedes piensan que van a modificar los precios internacionales del petróleo con sus tasas de interés tan altas?”, preguntaba. No importa cuál sea el origen de los choques, al Banco le toca hacer su tarea.

La mayoría de los insumos para las decisiones mensuales de la Junta provienen del grupo técnico del Banco, el mejor entre los países emergentes según los *ranking* citados en el capítulo 21 de este libro. Muchos de estos insumos se modifican luego de discusiones entre el grupo técnico y los miembros de la Junta, y se presentan al país en el *Informe de Política Monetaria* (desde 2018). Antes de esta fecha se llamaba *Informe de Inflación* y consistía en un análisis tradicional de la coyuntura, pero luego de

oír las recomendaciones de la Misión Sueca, se enfatizaron los pronósticos *futuros* de inflación y de crecimiento del Banco. La misión también recomendó que la Junta publicase periódicamente su mejor pronóstico de tasa de interés, como ocurre en los Estados Unidos (cada miembro lo publica), pero el acuerdo “intermedio” consistió en que lo haría el grupo técnico en el *Informe de Política Monetaria*, no la Junta. Al menos de manera aproximada: en el *Informe* se muestra el resultado de las encuestas a los analistas sobre este tema, y se indica el “sesgo” del grupo técnico con respecto a dicho pronóstico.

En el *Informe de Política Monetaria* de abril de 2024 se espera, por ejemplo, una inflación ligeramente superior al 5% a finales de 2024, y cercana al 3% a finales de 2025, con tasas de crecimiento del PIB del 1,4% para 2024, y más del 3,2% para 2025. El informe también menciona que los pronósticos se han “deteriorado” (más inflación y menos crecimiento) en comparación con el análisis de enero. Diferentes colores en los gráficos indican rangos alternativos de resultados con diferentes probabilidades y muestran, por ejemplo, que en 2024 la inflación podría terminar no en el 5% sino en el 7,5% con una probabilidad remota del 10%.

¿Debe la Junta tomar en cuenta otras variables diferentes a la inflación y al PIB en su decisión de tasas de interés? No, y así sucedió durante mis catorce años en el Banco, con una única excepción. Durante la pandemia del covid-19, las tasas de interés repo llegaron al menor nivel de la historia reciente y algunos miembros de la Junta se preocuparon de que ello indujera salidas importantes de capital hacia el exterior. Es por eso por lo que la tasa de interés no se redujo *aún más*. A lo mejor ellos tenían razón, pero el debate en este campo continúa. Autores como Raghuram Rajan, exgobernador del Banco de la Reserva de la India, ha argumentado recientemente que no es bueno mantener tasas de interés excesivamente bajas durante períodos largos de tiempo pues ello desestabiliza los mercados financieros.

El hecho de que la Junta tome sus decisiones para tratar de que la inflación retorne “suavemente” (*i. e.*, en dos años) a la meta del 3% significa que también se toma en cuenta el crecimiento económico de corto plazo. Ello, además, es consistente con el artículo 334 de la Constitución, según el cual “si bien la finalidad primaria de la actividad del Banco es la estabilidad de precios, esta institución no puede ser indiferente a otros objetivos de política económica de raigambre constitucional, como pueden ser la búsqueda del pleno empleo”. Dicho de otra forma, si lo único que le importase al Banco fuese la reducción de la inflación alta, la Junta elevaría las tasas, produciría una recesión y obtendría su objetivo. Pero,

como se menciona en este libro, el objetivo de la Junta, además de estabilizar el ciclo, es el crecimiento de mediano y largo plazo, que es mayor cuando el país innova y ahorra, y cuando la inflación está controlada y cercana a la meta.

¿Por qué utiliza la Junta la tasa de interés (repo a 1 día) como instrumento de política? Ello ocurre en Colombia desde 1999 cuando el país adoptó el régimen de inflación objetivo que hoy utilizan más de 40 países. La razón teórica es que la tasa de interés se encuentra cercanamente asociada en el *corto plazo* con el nivel de precios (la llamada ecuación de Fisher), lo cual no ocurre con las otras dos variables que han sido utilizadas como instrumento por muchos países del mundo en otros períodos: la tasa de cambio y la masa monetaria. El Banco ha aprendido de su experiencia en este campo pues, antes de 1999, utilizaba un esquema excesivamente complicado que mezclaba “corredores para los medios de pago”, “corredores para la tasa de cambio” y “corredores de tasas de interés” con resultados frecuentemente contradictorios.

¿Se demoró excesivamente la Junta en comenzar a subir tasas cuando la inflación se disparó más y más en Colombia y en el mundo a partir de los primeros meses de 2021? Posiblemente sí, pero no solo Colombia, y la mejor prueba es que en todos los países la inflación subió mucho con respecto a la meta. Ningún modelo o economista podría haber recomendado una política diferente luego de décadas de inflación baja y estable en los países desarrollados, y niveles muy por debajo de la meta en 2020 y 2021 en Colombia.

Hasta finales de 2020 la discusión en las reuniones en el Banco de Pagos Internacional en Basilea, donde cada dos meses asisten los banqueros centrales de la mayoría de países desarrollados y emergentes, siempre era: “¿por qué no sube más la inflación en Estados Unidos, Europa y Japón, y qué se puede hacer al respecto?”; y lo mismo sucedía en México, Perú, Chile y Colombia. Leyendo la literatura de esos años, no se encuentra preocupación alguna por la inflación futura. Quizá un trabajo del macroeconomista Frederik Mishkin, mencionando la “eventualidad de que [...] algún día”. Como se muestra en el capítulo 4 de este libro, Brasil comenzó a subir tasas en marzo de 2021, mientras que México, Chile, Perú y Colombia lo hicieron en junio, julio, agosto y septiembre de 2021, respectivamente. Paradójicamente, el país que más demoró al alza de tasas fue Estados Unidos (en marzo de 2022) con un resultado muy problemático en materia de inflación.

ALGUNAS LECCIONES

Mencionaré acá cuatro lecciones que aprendí como miembro de la Junta del Banco (2003-2013) y luego como gerente (2016-2020). La primera: no es conveniente cambiar la meta de largo plazo. El Banco de la República anunció en 1991 la meta del 3% que “en el futuro” debería mantener el esquema monetario del banco central, nueve años antes de adoptar el esquema formal de inflación objetivo, cuando la inflación aún estaba en 26,8%. La Junta redujo la meta paulatinamente entre 1991 (22%) y 2007 (4,5%), con inflaciones anuales que la superaron entre 1991 y 1999 y que, en general, la cumplieron entre 2000 y 2007.

En 2007 se decidió, en mi concepto erróneamente, terminar con la tendencia descendente de la meta anual, y *subirla* desde el 4,5% hasta el 5,5% en 2008. La inflación había subido en los años anteriores (7,7% en 2008) y llegaban vientos huracanados desde los Estados Unidos y Europa, anticipando lo que sería la nueva gran recesión internacional de 2008. Se pensó que al subir la meta se tendrían “argumentos” adicionales para no subir tanto la tasa de interés futura y “cumplir”. Pero se vio *ex post* que la economía colombiana creció a tasas satisfactorias, jalonada por China y por los altos precios del carbón y petróleo, y la inflación continuó reduciéndose año tras año. Elevar la meta envió la señal a los mercados de que el Banco de la República estaba poco interesado en el control de la inflación. El mensaje sería aún peor si se modifica la meta del 3% que el Banco finalmente adoptó desde el año 2010. Otros experimentos han sido aún más traumáticos: Argentina implementó el régimen de inflación objetivo en septiembre de 2016 y decidió cambiar la meta en menos de tres años con consecuencias catastróficas que llevaron a abandonar el esquema y a la remoción del gerente del Banco Central.

La segunda lección: no es conveniente bajar la tasa “en escalera” pues ello produce incertidumbre en los mercados y es difícil de explicar a los analistas y al país en general. Entre diciembre de 2016 y marzo de 2018 redujimos 3,50 puntos la tasa de interés repo (del 7,75% al 4,25%). En algunas reuniones de Junta la redujimos y en otras esperamos varios meses, sin una razón muy clara. En esos meses, adicionalmente, ingresaron a la Junta dos nuevos miembros y era difícil conocer cómo votarían en su nuevo cargo. Recuerdo una llamada del exgerente del Banco Central de Chile, José de Gregorio, a comienzos del experimento, diciendo no a la escalera... pero no le hicimos caso.

La tercera: muchas veces los mercados aprenden más sobre la política futura cuando no hay consenso entre los miembros de la Junta y es bueno que ello se manifieste en los votos cuando ocurre. Esta lección va contra la ortodoxia en los bancos centrales que buscan a toda costa decidir por unanimidad. La heterogeneidad en la votación es particularmente útil cuando hay cambio en la tendencia de la política, como ocurrió en 2016. La Junta había subido la tasa entre marzo y noviembre de 2014 y, nuevamente, entre septiembre de 2015 y septiembre de 2016. Varios miembros veían venir una reducción futura al final del período y la mejor forma de señalarlo a los mercados era con votaciones heterogéneas.

TASA DE CAMBIO

Colombia decidió abandonar la banda cambiaria a finales de 1999 y el país ha flotado, con intervenciones parciales, desde entonces. Ello ha facilitado enormemente la adopción de una política monetaria contracíclica como se desprende de la famosa “trilogía imposible”. ¿Quién habla hoy de crisis de balanza de pagos, un tema que nos obsesionó por décadas? Además, ¿cómo justificar que el Banco haya subido las tasas nominales de interés en 1999 por encima del 70 %, en la peor recesión del siglo? La flotación cambiaria es el régimen adecuado para un país con fuerte movilidad de capitales, con alta dependencia de bienes primarios en las exportaciones y con enormes rigideces en el mercado laboral y en la política fiscal.

Cada vez se interviene menos y, en muchas ocasiones, con objetivos no relacionados con la corrección del nivel de la tasa de cambio. Muchos miembros de la Junta llegamos desde fuera (en mi caso era director de Fedesarrollo) considerando conveniente y posible fijarla en el nivel “adecuado”. Pronto aprendimos cuán difícil, y en ocasiones contraproducente, es lograrlo. Cuando llegué a la Junta, en 2003, decidimos utilizar cantidades “enormes” para que los “especuladores” aprendiesen la lección y tratamos de repetir ese tipo de experimentos en otras ocasiones con resultados similares. En (¿casi?) todas las ocasiones los bancos privados y los “especuladores” internacionales hacían grandes utilidades, mientras que la tasa de cambio regresaba a su nivel inicial en un período menor a 30 días.