

Recuadro 2

Determinación de la postura de política monetaria

En el marco del esquema de inflación objetivo, actualmente del 3% anual, el Banco de la República fija una tasa de interés, conocida como tasa de interés de política monetaria (o TPM), a la cual está dispuesto a ofrecer cantidades ilimitadas de liquidez a un día a todas las entidades calificadas como aptas para ser su contraparte.

Cuando la inflación y sus expectativas se apartan de la meta y/o la actividad económica se aparta de su nivel sostenible, el Banco de la República modifica la tasa de interés de política monetaria (TPM). Por ejemplo, cuando la actividad económica colapsó en el segundo trimestre de 2020 y quedó muy por debajo de los niveles sostenibles de largo plazo, el Banco hizo parte muy importante de la respuesta contracíclica entonces implementada, lo que incluyó, además de la política monetaria, iniciativas en el área fiscal, en la regulación bancaria y en los parámetros de la supervisión financiera, todo tendiente a aliviar los efectos del choque sobre los mercados, las empresas y los hogares. La TPM, en este contexto, bajó del 4,25% antes de la pandemia, al 1,75% unos meses después.

Superada la difícil coyuntura de la época, la política macroeconómica en general, y la política monetaria en particular, tienen por delante el desafío de normalizar el uso de sus instrumentos de política económica y de hacerlo de una manera ordenada, pero sistemática. Al terminar 2021 hubo dos factores que debieron ser considerados. Primero, entender que muchos de los instrumentos están alejados de los niveles que exhibían antes de la pandemia. Segundo, la lejanía de instrumentos, tales como la deuda pública y la TPM con respecto a sus niveles previos a la pandemia, ocurren en un contexto de muy alto crecimiento tanto de la demanda interna como de la inflación, y constituyen riesgos para la estabilidad macroeconómica, los cuales es necesario contrarrestar.

En esa dirección, y desde el último trimestre de 2021, el Banco está inmerso en un proceso que busca normalizar la postura de la política monetaria, subiendo la TPM, luego de la situación altamente atípica que exigieron las difíciles circunstancias enfrentadas por la economía.

Los ajustes de la TPM que ha estado implementando el Banco, tanto en la fase de contracción económica de 2020 como en la fase actual de normalización, influyen en otras tasas de interés de más largo plazo. Estas tasas de interés de más largo plazo, a su vez, modifican el comportamiento de las empresas y los hogares. En la fase actual de normalización de la postura monetaria, por ejemplo, se tiende a aumentar su disposición a ahorrar y se tiende a reducir su disposición a endeudarse para financiar mayores flujos de gasto. Si, como

es el caso en la actualidad hay un exceso importante de la demanda agregada sobre la oferta nacional, lo cierto es que están concurriendo varias dinámicas de manera simultánea. En primer lugar, el país está aumentando sus niveles de endeudamiento para financiar ese exceso de demanda, factor que, sin enmienda, en cierto punto puede comprometer la estabilidad macroeconómica futura. Segundo, el exceso de demanda, en medio de una amplia disponibilidad de liquidez y crédito, afecta adversamente el proceso inflacionario y existe el peligro de que ello termine reflejándose en los contratos nominales, haciendo mucho más costosa una reducción futura de la inflación. Tercero, a corto plazo no es razonable pensar que surjan ajustes de la oferta agregada en las magnitudes requeridas para compensar este exceso actual de la demanda: por un lado, hay problemas relacionados con las cadenas de suministro que dificultan el ajuste de la oferta a corto plazo. Pero hay también problemas más estructurales que afectarán nuestra capacidad productiva futura. Por ejemplo, el rezago de la inversión privada, del empleo, de la participación laboral y de la productividad.

Una manera intuitiva de medir la postura de política monetaria (el grado en el cual es expansiva o es contractiva) es comparar la TPM en términos reales (es decir, corrigiendo por inflación) con la llamada tasa de interés neutral. Esta última es aquella tasa que prevalecería en una situación macroeconómica provista de dos características: 1) la actividad económica crece de manera sostenida al mismo ritmo que su tasa potencial, es decir, la brecha del producto es cero, y 2) la inflación se ubica de manera estable en el nivel de la meta establecida. A partir de esta definición, cuando la TPM se sitúa en un nivel inferior al de la tasa neutral, se entiende que la postura de política monetaria es expansiva; cuando ambas tasas coinciden, la postura de política monetaria es neutral.

El Gráfico R2.1 muestra una estimación de la postura de la política monetaria de Colombia para el período 2010-2022 en términos anuales. Como puede observarse, durante los últimos doce años la postura de política monetaria habría sido típicamente expansiva y continúa siéndolo entrado el año 2022, a pesar del proceso de normalización que inició a finales de 2021.

Gráfico R2.1
Postura de la política monetaria en Colombia 2010-2022^{a/}



a/ Existen múltiples formas de estimar una tasa de interés real, partiendo de la tasa de interés nominal y restándole diferentes medidas de expectativas de inflación. En el caso particular de este gráfico, al promedio anual de la tasa de interés de política nominal se le descontó el promedio anual de las expectativas de inflación a doce meses de la *Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos* (último corte en febrero de 2022). La tasa neutral real corresponde a la publicada en el *Informe de Política Monetaria* de enero de 2022.
b/ Para 2022 el cálculo utiliza la TPM definida por la Junta Directiva del Banco de la República en enero de 2022 y que se mantiene vigente para febrero.
Fuente: Banco de la República; cálculos de los autores.

El proceso de normalización de la política monetaria hace parte de una necesidad más amplia que tiene la política macroeconómica en general, lo que incluye los componentes fiscales y de regulación financiera; por lo que es necesario y deseable que aquellos sean procesos armónicos.

Los cambios importantes que se decidieron en el frente de la regulación y la supervisión financiera ante la entrada de la crisis de la pandemia, en el segundo trimestre de 2020¹, fueron de gran importancia para lograr el alivio de empresas y hogares endeudados, sin comprometer indebidamente la solidez del sistema bancario. Dichas decisiones ya se revirtieron, y el sistema opera actualmente en condiciones de total normalidad.

En el frente monetario, la postura en Colombia, como se mostró, ha iniciado su proceso de normalización y, hacia adelante, resultará crucial la armonía con el proceso, igualmente necesario, de normalización de la política fiscal. Este, que es un desafío común a muchos países desarrollados y emergentes en la pospandemia, exige mostrar, de manera clara, sencilla y creíble, la secuencia de medidas fiscales que el país deberá adoptar con el fin de lograr una trayectoria consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas, una vez surtido el proceso contracíclico que exigió la pandemia.

Los efectos de un cambio en la postura de la política monetaria se surten de manera fluida cuando existe armonía entre ella, la política regulatoria en materia financiera y la política fiscal. Si, al contrario, el futuro de las finanzas públicas es incierto, dichos efectos son menos fluidos y puede llegar el caso en que sean muy disruptivos.

Primero, porque en dicho entorno se tiende a dificultar la financiación del déficit público, lo que implicaría subir las tasas de interés aplicables a los diversos instrumentos financieros emitidos por el gobierno, lo cual constituye, a su vez, un nuevo choque fiscal adverso que ahonda las incertidumbres iniciales.

Segundo, porque al subir las tasas de interés, bajan los precios de estos instrumentos de deuda. Como los instrumentos de deuda pública tienen una representatividad muy importante en la canasta total de los activos financieros en circulación, el valor de dicha canasta podría sufrir un deterioro importante, aún si los demás activos de la canasta no se vieran afectados. En la medida en que esta canasta hace parte crucial del patrimonio de los hogares (por ejemplo, mediante sus ahorros pensionales), de las empresas y de los establecimientos de crédito, un eventual detrimento patrimonial puede comprometer la estabilidad macroeconómica futura.

Tercero, porque, como ha sucedido en muchas ocasiones internacionalmente, la incertidumbre fiscal, llegado un punto, puede terminar generando procesos inflacionarios. Este

es el caso, por ejemplo, de países que, incapaces de reducir los déficits públicos y enfrentando dificultades en el acceso a fuentes de crédito para sus respectivos gobiernos, optan por financiar el déficit fiscal emitiendo dinero, lo que genera excesos de oferta monetaria, que a su vez causan procesos inflacionarios, que en ocasiones son de gran magnitud. Aun si el banco central no financia monetariamente el déficit, es decir, aun si la oferta nominal de dinero es constante, es posible que la incertidumbre fiscal implique una caída de la demanda por dinero de parte de los hogares y de las empresas, por ejemplo, sustituyendo moneda local por monedas alternativas, lo que deprecia por esta vía el tipo de cambio y eleva el nivel general de precios.

Cuarto, porque el déficit fiscal, en sí mismo, es una utilización de la financiación externa. Es decir, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (lo que el resto del mundo le presta al país cada año) es la fuente, mientras que el uso de estos flujos es la financiación del déficit privado, por un lado, y del déficit público, por el otro. En este sentido, las incertidumbres fiscales se pueden convertir en ajustes en la disposición del resto del mundo a financiar la cuenta corriente del país en su conjunto, y en la consecuente necesidad de ajustar muy rápida y desordenadamente el gasto privado, con efectos importantes en la actividad económica y el bienestar.

1 Las circulares 07 y 014 de marzo de 2020 autorizaron períodos de gracia temporales, los cuales beneficiaron a 11,8 millones de deudores, cuyos créditos sumaban COP 225 billones y representaban el 42,4% del crédito bancario, obligaciones actualmente bajo la regulación ordinaria. En una segunda etapa, se constituyó el Programa de Acompañamiento a Deudores (PAD), vigente por un año a partir de julio de 2020, para facilitar acuerdos con los deudores, consistentes en reestructuraciones de créditos, siempre que se realizaran las provisiones necesarias para cubrir los riesgos estimados, mecanismo que alcanzó a cubrir préstamos por COP 37 billones (6,8% de la cartera). Estas obligaciones vienen amortizándose, y a diciembre de 2021 totalizan COP 28,4 billones.