
LA COJERA DE LA POLÍTICA MONETARIA

Jorge Iván González

Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional.

Resumen

Jorge I. González, "La cojera de la política monetaria", Cuadernos de Economía, v. XVI, n. 27, Bogotá, 1977, páginas 81-90.

En este artículo se critica la forma en que la Junta Directiva del Banco de la República concibe la 'regla monetaria'. Por tratar de seguir fielmente los postulados más ortodoxos de la 'regla', la Junta Directiva no se ha preocupado por estudiar la forma en que la política monetaria afecta las variables reales. La autoridad monetaria no ha incorporado medidas, como la q de Tobin, que le permitan entender cómo interactúan los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Abstract

Jorge I. González. "The lameness of monetary policy", Cuadernos de Economía, v. XVI, n. 27, Bogotá, 1977, pages 81-90.

This article criticizes the way in which the Board of Directors of the Banco de la República conceive the 'monetary rule'. By trying to faithfully follow the most orthodox postulates of the 'rule', the Board of Directors has not been concerned with studying the way in which monetary policy affects real variables. The monetary authority has not incorporated measures, such as Tobin's q , which would allow it to understand how the transmission mechanisms of monetary policy interact.

En la primera parte del informe presentado por la Junta Directiva al Congreso de la República en julio [Banco de la República 1997] se hace una excelente exposición de la forma como la Junta concibe la 'regla monetaria'. La explicación es clara y sencilla. Esta presentación tiene dos ventajas. Primero, explicita los postulados teóricos que rigen el manejo de la política monetaria. Segundo, contribuye al acercamiento entre la sociedad y la autoridad monetaria.

La claridad del informe favorece la reflexión democrática. La discusión es más fácil cuando los supuestos son explícitos. La Junta Directiva del Banco no sólo somete a consideración del Congreso y de la opinión pública los resultados de su gestión en términos de cifras y de balances; también expone sin ambages los criterios que guían su quehacer técnico.

De la lectura del informe me queda la impresión de que la política monetaria es coja. La cojera resulta del excesivo peso que se otorga a las relaciones entre las variables monetarias. La autoridad monetaria expresa poco interés por el efecto real de las decisiones monetarias. Los comentarios que hace el informe sobre el comportamiento de las variables reales, como el empleo y la productividad, son aisladas, ocupan un lugar marginal y, sobre todo, la dinámica de las variables reales se presenta como si no tuviera nada que ver con las decisiones que se han tomado en el frente monetario. Por ejemplo, al referirse al empleo, el informe dice:

Durante los dos últimos trimestres el desempleo urbano continuó incrementándose. Este fenómeno se relaciona estrechamente con el hecho de que los sectores altamente intensivos en mano de obra, como construcción y comercio, han sido los más golpeados por el debilitamiento de la economía [Banco de la República 1997, 33].

Y en la explicación de las razones por las cuales se ha debilitado la economía, el informe concentra toda la atención en el manejo de las finanzas públicas y, por ello, considera que es "... imperioso lograr un consenso sobre una estrategia que permita corregir los problemas estructurales que aquejan las finanzas públicas" [Banco de la República 1997, 38].

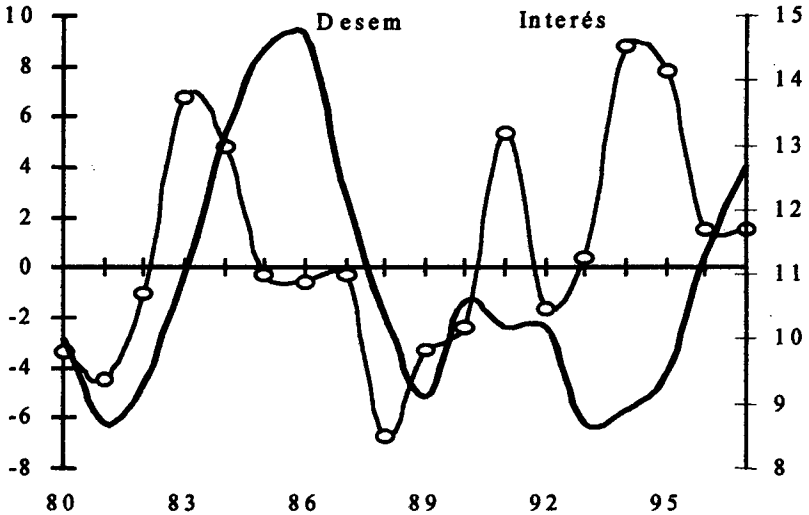
En la explicación del desempleo, la autoridad monetaria desconoce los vínculos entre las variables monetarias y reales. No examina, por ejemplo, la relación que podría existir entre los movimientos de la tasa de interés y el desempleo. Menciono la tasa de interés porque, como está sucediendo en otros países¹, la autoridad monetaria colombiana también ha expresado su simpatía por el uso de la tasa de interés como instrumento privilegiado de la política monetaria²

Para ilustrar el vínculo entre relaciones monetarias y reales he tomado el diferencial de las tasas de interés (interna y externa) y la tasa de desempleo. El diferencial es una variable más comprensiva que la tasa de interés, puesto que involucra el impacto de los movimientos de capitales en la política monetaria interna: las medidas de esterilización halan la tasa de interés doméstica hacia arriba.

Al comparar la evolución del diferencial de la tasa de interés y del desempleo se constata que el aumento del diferencial se traduce, con un cierto rezago, en una mayor tasa de desempleo. No pretendo negar las complejas interacciones que existen entre los movimientos de la tasa de interés y la dinámica de la tasa de desempleo. Tan sólo busco destacar uno de los posibles efectos reales que se derivan del manejo de la política monetaria. He ilustrado de manera gráfica la relación entre tasas de interés y desempleo, pero podría examinar otras modalidades de interacción entre

-
- 1 Blinder [1997, p. 7] observa que los bancos centrales cada vez utilizan más la tasa de interés como el instrumento central de la política monetaria. Ello ha implicado dejar en un segundo plano el control de los agregados monetarios.
 - 2 Sin embargo, el informe todavía no es suficientemente explícito. "Tomando en cuenta los criterios de capacidad de control y de buen indicador de la política monetaria, en noviembre de 1996 la Junta Directiva adoptó como meta intermedia de la política monetaria el crecimiento de la base monetaria. Estableció que este agregado debía crecer a una tasa anual de 16%, dentro de un corredor de más/menos tres puntos porcentuales. También se acordó examinar, de manera indicativa, los corredores de medios de pago y oferta monetaria ampliada M3, coherentes con la meta de inflación y el suministro de crédito. Finalmente la Junta Directiva *evalúa mensualmente la situación de tasas de interés* congruente con el logro de la meta de inflación y con el comportamiento de estos agregados monetarios" [Banco de la República 1997, 9, subrayado mío].

GRÁFICA 1
 DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS DE INTERÉS INTERNA Y EXTERNA
 TASA DE DESEMPLEO
 1980-MARZO DE 1997



El eje horizontal representa los años. El eje vertical izquierdo corresponde a la diferencia entre la tasa de interés doméstica (CDT a 90 días efectivo anual en términos reales) y la internacional (Libor a seis meses). El valor es positivo cuando la tasa de interés doméstica es superior a la internacional. El eje vertical derecho es la tasa de desempleo (siete ciudades). La línea delgada con círculos representa la evolución del diferencial de tasas de interés y la línea gruesa corresponde a la tasa de desempleo.

Fuente: Banco de la República y Dane, cálculos del autor.

las variables monetarias y reales, como las que se derivan de la curva de Phillips y de la *q* de Tobin. Más adelante volveré sobre la *q* de Tobin.

La 'nueva macroeconomía clásica', tan defensora de la 'regla monetaria' como el informe de la Junta Directiva del Banco de la República, considera que no es procedente caer en la tentación de realizar un *trade-off* discrecional entre las variables monetarias y las variables reales. El argumento básico es que los logros serían de corto plazo y éstos únicamente podrían alcanzarse si la autoridad monetaria realiza acciones sorpresivas e inesperadas, lo que obviamente iría en contra de la credibilidad, que es uno de los postulados en que se funda la 'regla monetaria'.

Esta aproximación, muy marcada por la dicotomía clásica, desvirtúa la forma en que la teoría keynesiana (incluyendo la síntesis de Hicks y

Tobin) percibe el vínculo entre lo monetario y lo real. La 'nueva macroeconomía clásica' ha transmitido la falsa idea de que la negación de la dicotomía clásica³ y, por tanto, el rechazo de la 'regla monetaria', significa caer en un manejo de la política monetaria totalmente discrecional, irresponsable y engañoso. Dudar de la omnipotencia de la regla no significa absolutizar las virtudes del manejo discrecional.

El informe de la Junta Directiva no pondera la efectividad de la 'regla monetaria'. No es lo mismo confiar en la regla monetaria en economías cerradas que en economías abiertas. La operatividad de la regla es diferente antes que después de la liberación cambiaria. Los movimientos erráticos e inesperados de los capitales internacionales han puesto en aprietos a la autoridad monetaria que, por factores exógenos, ha visto amenazada la credibilidad de su meta.

La regla y la dicotomía clásica que la acompaña tienen el grave inconveniente de que opacan el panorama: sólo importa la interacción entre las variables nominales. Lo monetario dialoga únicamente con lo monetario. El mundo se estrecha. La autoridad monetaria debería incorporar elementos de juicio que le permitan conocer continuamente lo que está sucediendo en el mundo real. De ese modo podría responder oportunamente ante la sociedad por los efectos reales de las medidas monetarias.

En sus debates con Friedman, Tobin insistía en la necesidad de examinar permanentemente la relación entre el valor de mercado del capital y su costo de reposición⁴.

La relación entre el valor de mercado y el costo de reposición es una medida sintética de uno de los impactos que tienen los mercados financieros en la compra de bienes y servicios, particularmente, en la de bienes durables [Tobin 1978, 422].

La siguiente es una presentación usual de la q de Tobin⁵

$$q = \frac{F_k - (r + \delta - \pi)}{r - \pi} + 1$$

3 Mankiw y Romer [1991, 2] dicen que los nuevos keynesianos se caracterizan porque no aceptan la dicotomía clásica y porque reconocen que las imperfecciones del mercado son fundamentales para explicar las fluctuaciones de la economía.

4 Por ejemplo, Tobin [1978]. Los *Essays* [Tobin 1985] permiten seguir la discusión con Friedman y los monetaristas.

5 Ver, entre otros, Sargent [1987].

$$q = \frac{F_k - \delta}{r - \pi}$$

F_k es la productividad marginal del capital, δ la tasa de depreciación, r la tasa de interés nominal y π la tasa de inflación esperada. Por tanto, $(r - \pi)$ es la tasa de interés real *ex ante*.

La q de Tobin relaciona la productividad del capital ($F_k - \delta$) con la rentabilidad esperada del mercado financiero ($r - \pi$). El numerador representa el valor de las acciones y el denominador el valor del remplazo del *stock* de capital; q tiene la ventaja de que conjuga, en un mismo momento, las rentabilidades físicas y financieras. El numerador proporciona información sobre la productividad de la empresa; el denominador, información sobre el comportamiento del mercado financiero.

La relación q ayuda a las empresas para tomar la decisión sobre la composición de su portafolio y determinar qué porcentaje destinan a la compra de activos físicos y qué parte a la adquisición de activos financieros y bursátiles. Planteada así, la selección de portafolio consulta el ciclo de los negocios reales y la dinámica de los procesos financieros. Debe observarse que la tasa de interés cumple un papel neurálgico. Y, además, que la decisión de invertir en acciones –que son activos estrechamente ligados al mundo de la producción– depende directamente del comportamiento de la tasa de interés. En otras palabras, hay una relación directa entre la tasa de interés y la inversión productiva.

Tobin muestra que el manejo de la política monetaria que hace el banco central tiene un claro impacto en la relación q y en el costo del capital. La influencia de la política monetaria es

[...] indirecta, pero poderosa [...] opera a través de una cadena, o red, de sustituciones de activos [...] A través de las sustituciones del portafolio, [...] las operaciones monetarias repercuten en el interés de los bonos y en la rentabilidad de las acciones [Tobin 1978, 424].

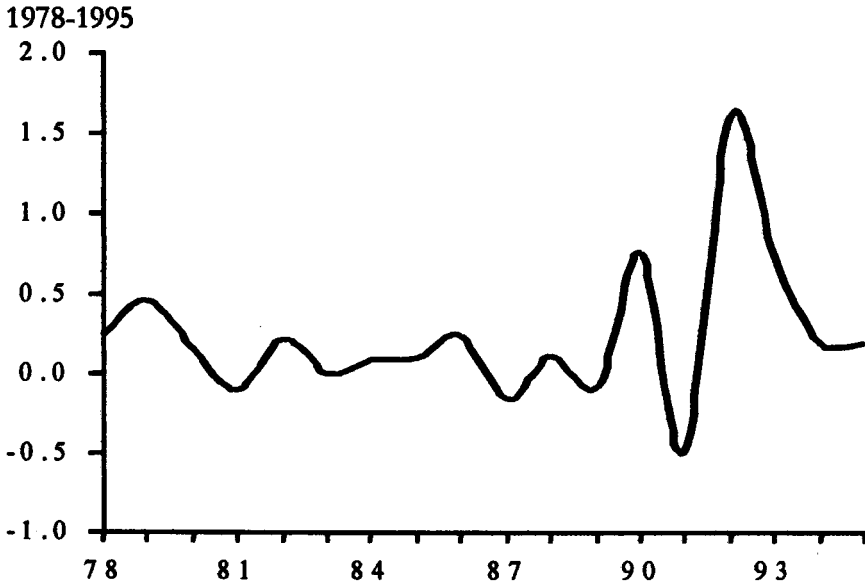
A partir de esa idea, hice dos estimaciones de una relación que llamaré qq .

La primera corresponde a

$$qq = \frac{\Delta (Y/N)}{r - \pi}$$

El numerador $\Delta(Y/N)$ representa los cambios de la productividad media del trabajo para el conjunto de la economía; $(r - \pi)$ es la tasa de interés real *ex post*. Los resultados del cálculo se presentan en la gráfica 2.

GRÁFICA 2
RELACIÓN ENTRE LA PRODUCTIVIDAD MEDIA DEL TRABAJO Y LA
TASA DE INTERÉS REAL



Fuente: Dane, cálculos del autor.

La segunda estimación corresponde a

$$qq = \frac{PTF}{r - p}$$

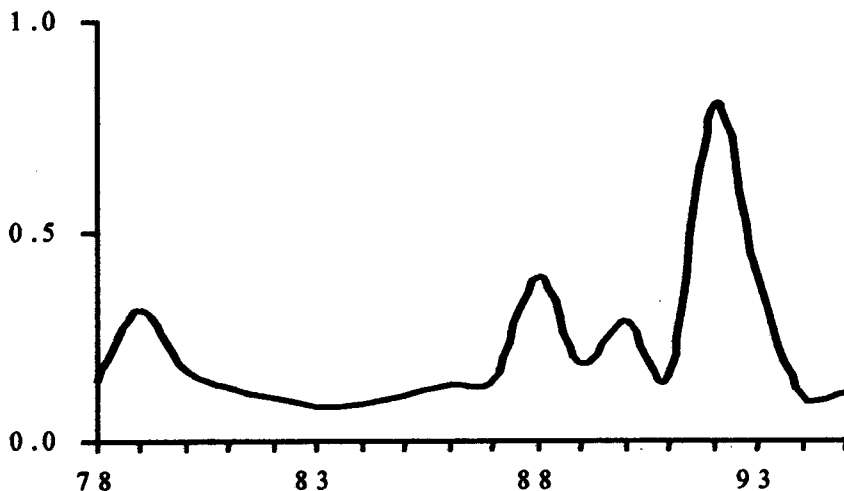
donde PTF es la productividad total de los factores. Los resultados del cálculo se presentan en la figura 3.

Las dos presentaciones de la q de Tobin se diferencian en que no es necesario que la productividad —el numerador de la fracción— tenga una representación bursátil. Esta es una ventaja en el caso colombiano, donde el mercado bursátil es imperfecto y limitado.

No obstante las diferencias metodológicas, estas dos gráficas indican que la relación entre la productividad y la tasa de interés ha sido especialmente errática desde los años noventa. Este hecho estaría indicando que los vínculos entre los movimientos de capitales, la tasa de interés interna y la decisión de invertir tienen un carácter muy diferente al de los años ochenta. Es muy probable que los flujos internacionales de capital tengan que ver con esta mayor volatilidad. Y que si la autoridad

GRÁFICA 3
RELACIÓN ENTRE LA PTF Y LA TASA DE INTERÉS REAL

Relación entre la PTF y la tasa de interés real
1978-1995



Fuente: cálculos del autor a partir de la PTF estimada por Sánchez, Rodríguez y

monetaria está dando señales claras al mundo monetario a través de la regla, quizás los signos que envía al mundo real no son tan diáfanos. Como dice Tobin, el impacto de la política monetaria sobre la actividad real es 'indirecto' pero 'poderoso'.

El tipo de relaciones que indican las gráficas 2 y 3 se debería considerar de manera explícita en los informes que la Junta Directiva del Banco presenta al Congreso. Así se podría supervisar continuamente no sólo la interacción entre las variables monetarias, sino también su incidencia en la inversión productiva y en el mundo real.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de la República. 1997. *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio.
- Blinder, Alan. 1997. "What Central Bankers Could Learn from Academics - and Vice Versa", *Journal of Economic Perspectives* II, 2, primavera, 3-19.
- Chica, Ricardo, coordinador, *El crecimiento de la productividad en Colombia*, DNP, Colciencias, Fonade.

- Mankiw, Gregory y Romer, David, editors. 1991. *New Keynesian Economics*, vol. I y II, The MIT Press.
- Sánchez, Fabio; Rodríguez, Jorge; Núñez, Jairo. 1996. "Evolución y determinantes de la productividad en Colombia: un análisis global y sectorial, 1950-1994", *Chica* [1996, 3-24].
- Sargent, Thomas. 1987. *Macroeconomic Theory*, Academic Press, Inc., San Diego, California.
- Tobin, James. 1978. "Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism", *Southern Economic Journal* 44, 3, enero, 421-431. Reproducido en Tobin [1985, 3-13].
- Tobin, James. 1985. *Essays in Economics. Theory and Policy*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.