

ABSTRACT

Over the last three decades, modern monetary theory has been developed within the framework of the "Rules vs Discretion" debate, based on the works of Kydland and Prescott (1977). However, in practice, the distinction becomes less clear, allowing monetary authorities have mixed decisions based on "Rules and Discretion" relying on the different stages of the economic cycle. This debate has had a great significance over the last five years, since the political challenges of the Great Recession have led Central Banks to these kinds of situations, which is particularly visible in developed countries where Central Banks have introduced unconventional monetary policies. In Colombia, this Rules and Discretion framework is useful for the Banco de la República in order to face the end of the economic boom of the mining and energy sector.

Keywords: Monetary policy, discretion, monetary rule.

RÉSUMÉ

Au cours des 3 dernières décennies, la théorie monétaire moderne a été développée dans le cadre de « Règle vs Discretion » orienté par les lignes directrices de Kydland et Prescott (1977). Dans la pratique, cependant, la distinction n'est pas assez évidente en permettant que les autorités monétaires mélangent les « règles » avec la « discrétion » dans les divers stades du cycle économique. Ce débat a constitué une question de grande importance au cours de cette dernière période quinquennale, puisque les défis de la politique de la Grande Récession ont conduit les Banques Centrales à ces situations, ce qui est particulièrement évident dans les pays développés où leurs Banques Centrales ont lancé des politiques non conventionnelles. En Colombie, ce cadre de « Règle et Discretion » est utile pour le Banco de la República dans la mesure où il puisse faire face à la fin de l'essor du secteur des mines et de l'énergie.

Mots-clés: Politique monétaire, discrétions, règle monétaire.

Política Monetaria: Reglas y Discreción

Monetary Theory: Rules and Discretion

Théorie Monétaire: Règle et Discretion

SERGIO CLAVIJO-VERGARA

Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Colombia
sclavijo@anif.com.co

ALEJANDRO VERA-SANDOVAL

Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Colombia
avera@anif.com.co

NELSON VERA-CONCHA

Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Colombia
nvera@anif.com.co

RESUMEN

La teoría monetaria moderna de las últimas tres décadas se ha desarrollado en el marco del debate "Reglas versus Discreción", según los lineamientos de Kydland y Prescott (1977). Sin embargo, en la práctica, la distinción no es tan evidente, generando que las autoridades monetarias mezclen en sus decisiones las "Reglas" con la "Discreción", de acuerdo a las diferentes etapas del ciclo económico. Todo este debate ha cobrado gran relevancia durante el último quinquenio, pues los desafíos de política de la Gran Recesión han llevado a los Bancos Centrales a mezclar, como nunca antes, las Reglas y la Discreción. Ello es particularmente evidente en los países desarrollados, donde sus Bancos Centrales emprendieron políticas monetarias no convencionales. Pero también resultará crucial en la respuesta que el Banco de la República (Colombia) deberá adoptar frente al fin del auge minero-energético que enfrenta la economía colombiana.

Palabras clave: Política monetaria, Discrecionalidad, regla monetaria.

Clasificación JEL: E5, E44, E4.



La teoría económica moderna de las últimas tres décadas ha venido desarrollándose en el marco de las “Reglas” vs. la “Discreción”, según los lineamientos de Kydland y Prescott (1977). Bajo un esquema de “Reglas”, el mercado se esfuerza por descifrar la llamada Función de Reacción del Banco Central, en respuesta a las llamadas brechas de Producto-inflación. Se trata de intentar descifrar las conocidas “leyes del templo monetario”, según Taylor (1993) y Rudebusch y Williams (2006). Bajo “Discreción”, la política monetaria descansa sobre comités independientes, buscando minimizar la función de pérdida en cada momento del tiempo. Esto implica la ausencia de reglas de comportamiento sistemáticas en el manejo de la política monetaria.

Durante las décadas de los años setenta y ochenta, dicho debate subrayaba la preponderancia de las “Reglas” en función de generar credibilidad para la política monetaria. Pero su manejo se ha vuelto mucho más complejo que simplemente seguir los “corredores monetarios”, debido al efecto de las “innovaciones financieras”. Estas innovaciones han ido evolucionando de las inocentes “*now accounts*” de los años ochenta hacia los “*credit default swaps*” que ayudaron a orquestar la crisis *subprime* de 2007-2008, todo lo cual requiere gran destreza por parte de los reguladores para intentar anticipar la próxima jugada de “elusión regulatoria” de los mercados financieros. En últimas, fueron estas innovaciones financieras las que desvirtuaron el sentido de monitoreo de los agregados monetarios durante los años noventa y volcaron la política monetaria hacia esquemas donde hoy prevalece la “Discreción” bajo el esquema de Inflación Objetivo (IO) y también bajo su versión más sofisticada, la cual hemos llamado IO-Comprensiva (IO-C, incluyendo aquí las preocupa-

ciones por la estabilidad financiera), ver Anif (2007).

Anif ha venido argumentando, desde hace ya varios años, que las autoridades monetarias mezclan en sus prácticas las “Reglas” con la “Discreción”, según las diferentes etapas del ciclo económico (ver Clavijo y Vera, 2007). Tal vez el caso más emblemático de nuestra hipótesis de “Reglas y Discreción” (frente a la tradición de “Reglas vs. Discreción”) proviene de la era Alan Greenspan (1987-2006). Recordemos que bajo su mando, la Reserva Federal de USA adoptó un esquema de “Reglas” tipo Taylor durante 1988-1990, aumentando su repo-central del 6.25% al 8%. Ello en respuesta a: i) el descenso del desempleo hacia su valor de largo plazo, llegando al 5.4% en 1989 (inclusive por debajo del NAIRU del 6%, estimado para ese entonces); y ii) los repuntes inflacionarios, pasando de tasas del 3.8% en 1989 hacia el 5% a comienzos de los noventa (frente a una meta implícita del 2%).

Pero ese mismo Greenspan adoptó esquemas de “Discreción” durante buena parte del período 1995-2005, manteniendo la repo-central en niveles expansivos, ante señales encontradas provenientes de: a) continuos descensos en la tasa de desempleo, bordeando niveles cercanos del 4% a inicios de 2003; y b) ausencia de presiones inflacionarias (con lecturas en el rango 1.7%-1.9% durante dicho período). Si bien la apuesta Greenspan sobre “la nueva economía” y su mayor productividad resultaba cierta en ese momento, el llamado Greenspan Put (garantía de provisión de liquidez para seguir creciendo) terminó inflando significativas burbujas financieras-hipotecarias que llevarían a la grave crisis del período 2008-2013, con serias repercusiones sobre Europa y Japón (Irwin, 2013).

Todo este debate ha cobrado aún más relevancia durante el último quinquenio, pues los desafíos de política de la “Gran Recesión” (2008-2013) han llevado a los Bancos Centrales (BCs) a mezclar, como nunca antes, las Reglas y la Discreción. Ello es particularmente evidente en los países desarrollados, donde sus BCs emprendieron políticas monetarias “no convencionales”, incluyendo: i) rescates de entidades financieras, tanto de aquellas que se encontraban en “zonas grises” como de las que representaban “riesgos sistémicos”, implicando altos grados de “Discreción”; y ii) manejos monetarios que intentaban la “normalización financiera” a través de anclar las expectativas de inflación y de recortar la liquidez a través de hacer respetar ciertas “Reglas” mediante el llamado “*forward guidance*”. Siendo casos particulares el llamado “*tapering*” de 2013-2014 (causando el consabido “*taper tantrum*” en los mercados financieros) y los aumentos “graduales” de tasas de interés durante 2015-2016 (según el consabido *dot chart*). Esto último a pesar de la debilidad del crecimiento económico global y de Estados Unidos.

Es así, que analizamos la aplicación de dicha hipótesis de “Reglas y Discreción” para

los casos particulares del Fed y del Banco de la República (BR) durante el período 2006-2015. En este último caso, veremos cómo el BR ha venido operando bajo un esquema de Reglas tipo Taylor durante buena parte de 2006-2014, pero pronto deberá virar hacia la Discreción, dadas las señales encontradas provenientes de: i) la desaceleración económica que nos deja el “fin del auge minero-energético” (tanto en precios como en volúmenes); y ii) el repunte inflacionario, con fuerte contagio proveniente de la inflación de costos (*pass-through*) que deja ritmos de devaluación peso-dólar del 30%-35% frente a déficits externos cercanos al 6% del PIB. Veamos todo esto con mayor detalle.

El caso del Fed: “Reglas y Discreción”

En la última etapa de la era Greenspan, el Fed había venido operando bajo un esquema de “Reglas”, anunciando al mercado el retiro “programado” del estímulo monetario. Ello tomó la forma de 17 incrementos de 25pbs en su repo central, llevándola del 1% al 5.25% durante junio de 2004-junio de 2006, ver gráfico 1. Todo esto siendo efectivamente descontado por el mercado.

Gráfico 1. Tasa de intervención y hoja de balance del Fed



Fuente: cálculos propios con base en Fed

Al recién inaugurado Bernanke rápidamente le tocó llevar la tasa-repo al 0% a finales de 2008 con el estallido de la crisis financiera (dadas las evidentes brechas negativas de Producto-inflación). Allí el Fed debió virar rápidamente hacia la “Discreción” en dos aristas diferentes. En primer lugar, se emprendieron rescates a entidades financieras particulares (sistémicas), a saber: i) la venta de Bear Sterns a J.P. Morgan, “embelleciendo” dicha adquisición con garantías crediticias al adquirente; y ii) préstamos-garantías a Citigroup (US\$220.000 millones), Bank of America (US\$250.000, finalmente no usados) y AIG (US\$25.000 millones). Nótese cómo ello difiere de las capitalizaciones emprendidas por el Tesoro vía TARP (ver Anif, 2012) y los préstamos “ordinarios” (ventanilla de descuento) al sistema financiero en dicho período. Ello destaca el elemento discrecional, aduciendo el Fed preocupaciones por la estabilidad del sistema financiero (además del hecho de no haber provisto dichas asistencias a Lehman Brothers, dejándolo quebrar en septiembre de 2008).

El otro elemento discrecional de la política del Fed durante 2009-2014 provino de sus paquetes de inyecciones de liquidez (los llamados *Quantitative Easings*, QEs). Dichos QEs vinieron en tres etapas, siendo ellas: i) QE-1, focalizado en la adquisición de US\$1.3 billones en papeles inmobiliarios, con el fin de revivir los mercados de MBSs (moribundos durante 2008-2009, (Anif 2015a); ii) QE-2, implicando compras por US\$600.000 millones de Tesoros americanos durante 2010-2011, buscando revivir la demanda agregada mediante menores niveles de tasas de interés de largo plazo; y iii) QE-3, el cual se introdujo con periodicidad indefinida, adquiriendo inicialmente activos por US\$85.000 millones por mes (US\$45.000 millones en Tesoros y US\$40.000 millones en MBSs), empen-

diendo su desmonte paulatino durante 2013-2014 (el llamado *tapering*), efectivamente terminando dicho programa en octubre de 2014.

Nótese cómo esos programas de inyecciones de liquidez encierran también algún componente de “Reglas” en lo concerniente a su tamaño, tipo de activos y duración. Dicho elemento fue particularmente importante en QE-3, donde la turbulencia financiera desatada por el *tapering* llevó al Fed a adoptar el llamado *forward guidance*. Este último, buscando guiar al mercado sobre el eventual final del programa de compras (recordemos los llamados *thresholds* del 6% en la tasa de desempleo, el “*considerable time*” que debería pasar entre el fin de QE-3 y el primer aumento en tasas de interés o el más reciente *data dependency*).

Más recientemente, la atención del mercado se ha volcado sobre el eventual “primer disparo” en las tasas de interés. Allí, el Fed (nuevamente) deberá mezclar elementos de “Discreción” con algo de “Reglas”. Los elementos discrecionales resultarán clave, dadas las señales encontradas provenientes de: i) algo de recalentamiento sugerido por la tasa de desempleo (bordeando sus niveles NAIRU del 5%) y los mercados de capitales (donde la relación Precio-Ganancia ajustada por ciclo bordea niveles de 22 vs. el 17 promedio histórico); y ii) algún espacio monetario, dada la tenue recuperación en el PIB-real (promediando expansiones del 2.2% durante 2010-2014) y la ausencia de presiones inflacionarias (a tasas anuales del 1.7%, según las cifras más recientes).

Sin embargo, en los incrementos del Fed durante 2015-2018 también se vislumbran algunos elementos de “Reglas”, al estar siendo ampliamente “telegrafados” mediante las minutas-comunicados y el

llamado *dot chart*. Por ejemplo, mediante estos instrumentos, el Fed se ha empeñado en mencionar que los aumentos de 2015-2018 serán “graduales”, probablemente a ritmos inferiores a los 100pbs/año. Todo esto se une a estimaciones de tasas de interés neutrales de largo plazo del 3.5%-3.75%, por debajo del histórico 4% que identifica Taylor (1993).

El caso del Banco de la República: de las “Reglas” a la “Discreción”

El BR se ha venido afianzando en la aplicación del mencionado régimen de IO-C, donde ha primado un esquema de “Reglas” durante la última década. Allí, el BR ha venido reaccionando técnicamente a las brechas de Producto-inflación, como lo evidencian los elevados ajustes de diferentes variantes de la Regla de Taylor (ver Anif, 2015b). Dicha aplicación de la función de reacción del BR ha implicado cuatro ciclos de política monetaria durante 2006-2015, los cuales discutimos a continuación.

a) Recalentamiento (2006-2008). En este período el BR aumentó su tasa repo en 400pbs (llevándola al 10% en noviembre de 2008), como consecuencia de: i) un PIB-real creciendo en promedio al 5.7%, implicando “brechas de Producto” positivas cercanas a 2pps; ii) una inflación creciente que conllevó un incumplimiento de su meta en 2007 (5.7% observada vs. rango-meta del 4%-5%) y en 2008 (7.6% vs. rango-meta del 4%-5%); y iii) crecimientos desbordados del crédito, promediando un 26% anual durante dicho período.

Esta política monetaria contracíclica tuvo que ser reforzada con la adopción de medidas macroprudenciales (encajes ordinarios-marginales, dejando entrever algunos elementos de “Discreción”), pues las tasas de interés y el crecimiento del crédito pa-

recían no responder adecuadamente a los incrementos de la repo-central, ver Anif (2007).

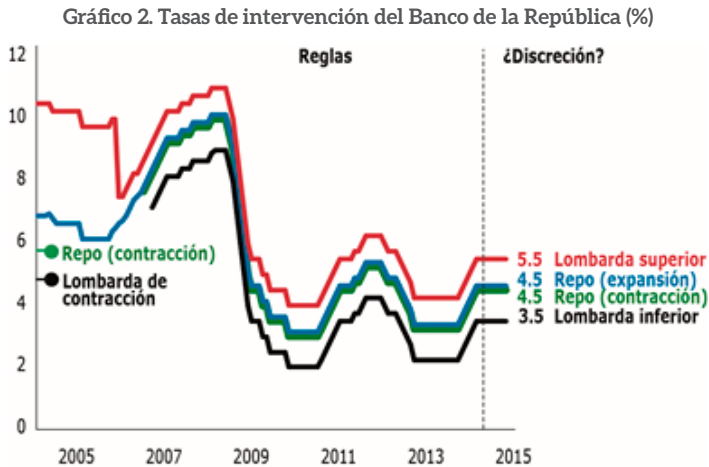
b) Estallido de la crisis financiera (2009-2010). El estallido de la crisis internacional en 2008 llevó al BR a reducir drásticamente su tasa repo del 10% a finales de ese año a niveles récord del 3% a mediados de 2010, ver gráfico 2. En particular, este choque negativo externo amplió el margen de maniobra a nivel monetario principalmente por: i) expansiones del PIB-real local del 1.7% en 2009 y del 4% en 2010; ii) una fase de “desinflación fortuita”, en donde la debilidad de la demanda interna y externa redujo la inflación del 7%-8% en 2008 al 2%-3.2% en 2009-2010, situándola dentro del rango-meta de largo plazo del BR (2%-4%) por primera vez en la historia; y iii) la marcada desaceleración del crédito, cuyo crecimiento pasó del 20%-30% en 2006-2007 al 8.3% en 2009-2010 (incluso llegando a solo el 3.5% a finales de 2009-comienzos de 2010).

c) Recalentamiento-crediticio y posterior relajamiento monetario (2011-2013). Después del crecimiento del PIB-real del 4% en 2010 se registró una notable expansión del 6.6% en 2011. Al mismo tiempo, la cartera se aceleró a ritmos promedio del 21.7% en 2011 y el primer semestre de 2012. Con relación a la inflación, esta repuntó hacia niveles del 3.7% en 2011, observándose algunas presiones de alimentos por efecto de la ola invernal de 2010-2011. Todos estos factores llevaron al BR a retomar el ciclo alcista en su tasa-repo, incrementándola en 225pbs entre febrero de 2011 y febrero de 2012, llevándola a niveles del 5.25%.

Durante 2012-2013, el PIB-real de Colombia creció a tasas promedio del 4.3% (vs. 6.6% de 2011), en medio de marcados debilitamientos sectoriales (agro-indus-

tria), dados los lastres de desindustrialización-Enfermedad Holandesa. Lo anterior, junto con la ausencia de presiones inflacionarias (cerrando en un 2.4% en 2012 y

un 1.9% en 2013), permitió al BR reducir su tasa repo del 5.25% al 3.25% durante 2012-2013.



Fuente: Banco de la República.

d) Fin del auge minero-energético y transición hacia la “Discreción” (2014-2016). Durante la primera mitad de 2014, la economía colombiana mostraba expansiones satisfactorias del 5.3% y repuntes de la inflación hacia el 3.7% (dada la reversa en el efecto estadístico a favor en la inflación de alimentos). Todo esto llevó al BR a elevar su repo del 3.25% al 4.5% durante abril-agosto de 2014.

A partir de allí, el fin anticipado del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios) ha desacelerado fuertemente la economía colombiana, perfilándose hacia expansiones en el rango 3%-3.5% para 2015-2016 (ver Anif 2015c). Ello ha venido aparejado de complicaciones adicionales en los frentes: i) externos, donde el déficit de cuenta corriente se perfila hacia el 6.5% del PIB en 2015 (vs. el 3% histórico), implicando devaluaciones cambiarias cercanas al 25%; ii) fiscales, con deterioros en el déficit del Gobierno Cen-

tral hacia el 3%-3.8% del PIB durante 2015-2016 (vs. el 2.4% de 2014); y iii) inflacionarios, donde el evidente pass-through de tasa de cambio y las presiones de alimentos (presumiblemente transitorias) apenas permitirían converger hacia el techo del rango-meta del BR (3.9%) a finales de 2015 (vs. el 4.4% evidenciado en las cifras más recientes).

Dadas estas señales encontradas, la compleja lectura macrofinanciera del período 2015-2016 requerirá que el BR “desempolve” su arsenal discrecional. Así, aunque nuestros modelos de Regla de Taylor sugieren aumentos en la repo de 25-50pbs durante 2015-2016 (dadas las presiones inflacionarias y externas), Anif ha optado por un escenario macroeconómico “base” de pausa prolongada en sus niveles actuales del 4.5% durante dicho período. Ello obedece a la elevada incertidumbre en la lectura prospectiva de las brechas de Producto-inflación, derivada de: i) la trayec-

toria de los precios del petróleo, donde la reciente recuperación parece estarse re- versando dada la oferta adicional prospec- tiva proveniente del pacto nuclear de las potencias occidentales con Irán (rondando cerca de 500.000 barriles en un horizon- te de un año); y ii) la volatilidad financiera del inicio de alzas en la tasa del Fed, donde probablemente el primer “disparo” se es- tará postergando hacia diciembre de 2015 (vs. expectativas iniciales de septiembre), dándole algún compás de espera al BR.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2007), “Los controles de capital: una so- lución de segundo mejor”, *Informe Semanal* No. 907 de noviembre de 2007.
- Anif (2011), “Crisis financiera internacional e Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C): el le- gado Greenspan”, *Informe Semanal* No. 1090 de septiembre de 2011.
- Anif (2012), “Costos y lecciones del salvamen- to financiero de los Estados Unidos (2007- 2012)”, *Comentario Económico del Día* 18 de septiembre de 2012.
- Anif (2015a), “Inyecciones de liquidez, deflación y devaluación”, *Comentario Económico del Día* 12 de marzo de 2015.
- Anif (2015b), “La Regla de Taylor aplicada a Co- lombia: 2006-2015”, *Informe Semanal* No. 1269 de junio de 2015.
- Anif (2015c), “La Regla de Taylor aplicada a Co- lombia: 2006-2015”, *Informe Semanal* No. 1274 de julio de 2015.
- Clavijo S. y Vera A. (2007), “Rethinking Mone- tary Theory: Rules and Discretion (Not Ru- les vs. Discretion)”, Anif, marzo de 2007.
- Irwin N. (2013), “The Alchemists: Three Central Bankers and a World on Fire”, The Penguin Press, 2013.
- Kydland F.E. y Prescott E.C. (1977), “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Opti- mal Plans”, *Journal of Political Economy*, vol 85, junio de 1977.
- Rudebusch G. y J.C. Williams, *Revealing the Se- crets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections*, Fe- deral Reserve Bank of San Francisco, Wor- king Paper, 2006.
- Taylor J.B. (1993), “Discretion versus Policy Ru- les in Practice”, *Carnegie-Rochester Confe- rence Series on Public Policy* (No.39).

SERGIO CLAVIJO-VERGARA

Universidad de Illinois (Urbana) EE.UU, Ph.D. en Economía, 1987. Universidad de los Andes, Magister en Economía, 1980. Universidad de los Andes, Economista, 1979. Presidente de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF) desde 2005. Entre otros cargos se ha desempeñado como Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, Viceministro Técnico del Ministerio de Haci- enda y Crédito Público, Profesor Titular de la Facultad de Economía de la Universidad de la Andes e Investigador del Centro de Estu- dios para el Desarrollo Económico (CEDE), Asesor de la Comisión de Racionalización del Gasto Público, Asesor del Gobierno Colom- biano en Asuntos Cafeteros, Economista del Departamento del Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional, Director de Estudios Especiales de la unidad de Investiga- ciones Económicas del Banco de la República e Investigador del Grupo de Estudios Especia- les de la Unidad de Investigaciones Económi- cas del Banco de la República.

ALEJANDRO VERA-SANDOVAL

London School of Economics (LSE), Master en Políticas Públicas y Económicas, 2009. Universidad de los Andes, Maestría en Economía, 2005. Universidad de los Andes, Economía, 2003. Universidad de los Andes, Opción en Finanzas, 2003. Vicepresidente de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF) desde noviembre de 2010. Entre otros cargos se ha desempeñado como Jefe de Investigaciones de ANIF, investigador económico de la misma institución y Asistente de la Oficina de Asesores del Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS) del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Además, ha sido Profesor Cátedra de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes en Pregrado y Posgrado y de la Facultad de Economía de la Universidad Javeriana.

NELSON VERA-CONCHA

Universidad de los Andes, Maestría en Economía, 2009. Universidad de los Andes, Economía, 2007. Jefe de Investigaciones Macroeconómicas de ANIF desde julio de 2016. Previamente se desempeñó como Investigador Macro de ANIF durante el período 2010-2016. Adicionalmente, se viene desempeñando como profesor asistente del Seminario de Política Monetaria en la Universidad de los Andes desde el año 2013.

Para citaciones:

Clavijo-Vergara, S., Vera-Sandoval, A., & Vera-Concha, N. (2015). Teoría monetaria: Reglas y Discreción. *Panorama Económico*, 23, 31-38.

Recepción del artículo: 19 de Febrero de 2015

Concepto de evaluación: 23 de Mayo de 2015

Aceptación del artículo: 25 de Junio de 2015