



Ensayos sobre POLÍTICA ECONÓMICA

www.elsevier.es/espe



Relación entre política monetaria y estabilidad financiera: un análisis aplicado para Colombia[☆]



José Mauricio Gil León

Docente de teoría económica de la UPTC Tunja. Economista, especialista en Finanzas y Magister en Economía

INFORMACIÓN DEL ARTÍCULO

Historia del artículo:

Recibido el 16 de septiembre de 2014

Aceptado el 13 de abril de 2015

On-line el 6 de junio de 2015

Códigos JEL:

E32

E47

E52

C40

C63

Palabras clave:

Política monetaria

Estabilidad financiera

Precios de los activos

Regla de Taylor

Tasa de interés

R E S U M E N

Este documento analiza la relación que existe entre las decisiones de política monetaria y las condiciones de estabilidad financiera, considerando a los precios de los activos como la variable fundamental, pudiéndose evidenciar a través de estimaciones econométricas que el Banco de la República entre 1996 y 2012 no ha tenido respuesta alguna a las variables asociadas a la estabilidad financiera, como la brecha de los precios de activos y el crédito. Por tanto, se adaptó un modelo teórico y calibrándolo se demostró que cuando el banco central responde a la brecha de los precios de los activos se tiende a una mayor estabilidad financiera. En ese sentido, a través de regresiones fue posible evidenciar que las brechas de los precios de las acciones y del precio de la vivienda responden en forma positiva a una expansión monetaria, definiendo con esto la existencia de un mecanismo por medio del cual el Banco Central de Colombia incidirá en la estabilidad financiera.

© 2015 Banco de la República de Colombia. Publicado por Elsevier España, S.L.U. Todos los derechos reservados.

Relationship between monetary policy and financial stability: An analysis applied to Colombia

A B S T R A C T

This paper analyzes the relationship between monetary policy decisions and financial stability conditions, considering the asset prices as the key variable. The econometric estimates show that the Banco de la República has not had any response between 1996 and 2012 to the variables associated with financial stability, such as the gap in asset prices and credit. In this sense, we adapt and calibrate a theoretical model that shows that when the central bank responds to the gap in asset prices there is greater financial stability. Therefore one can see that the gaps in share prices and housing prices respond positively to a monetary expansion, defining with it the existence of a mechanism by which the Central Bank of Colombia will affect the financial stability.

© 2015 Banco de la República de Colombia. Published by Elsevier España, S.L.U. All rights reserved.

JEL classification:

E32

E47

E52

C40

C63

Keywords:

Monetary policy

Financial stability

Asset prices

Taylor rule

Interest rate

1. Introducción

En la historia, y en especial en el siglo xx, se han evidenciado distintos momentos en los que ha existido alguna relación entre estabilidad financiera y estabilidad monetaria. En Borio (2014) se hace alusión a 4 regímenes y se detallan las diferencias de la relación

[☆] Este artículo hace parte del trabajo de grado de la maestría.
Correo electrónico: mauricio8827@hotmail.com

señalada en cada uno. El primer régimen fue el patrón oro, el cual tiene su temporalidad desde finales del siglo XIX hasta la Primera Guerra Mundial. En este régimen existió una libertad financiera con estabilidad monetaria, dado que toda emisión se respaldaba con oro acumulado, pero con un enorme sacrificio de estabilidad financiera, debido a que no existían posibilidades para que una crisis financiera fuera contrarrestada con un mayor nivel de liquidez. La convertibilidad no fue suficiente para evitar la expansión excesiva de crédito acompañada de un fuerte incremento en los precios de los activos, en especial de la finca raíz.

El segundo régimen tuvo su temporalidad en el intermedio de las 2 guerras mundiales. Este régimen fue variado, debido a que en principio hubo alejamiento al patrón oro para su posterior retorno con una liberalización financiera. Desde principios de la Primera Guerra Mundial se suspende el patrón oro, coincidiendo con la creación del Sistema de la Reserva Federal (FED) en 1913, pero en 1922 se vuelve a la convertibilidad con el acuerdo internacional en la conferencia de Génova. Sin embargo, con la gran depresión se desencadena un proceso de inestabilidad financiera con una estabilidad de precios. En Estados Unidos se destacó la pasividad de la política monetaria de la FED, que no realizó la expansión de liquidez necesaria para encauzar la economía y su sistema financiero a una senda de recuperación y, por el contrario, llevó a que se profundizara la crisis. Por tanto, comienza la discusión acerca del papel más activo que debería tener la política monetaria dentro del sistema financiero, reduciéndose la liberalización financiera. En ese sentido, se introdujeron nuevos elementos de regulación financiera (requisitos de liquidez y solvencia a la banca comercial) como una solución estructural a la inestabilidad financiera.

Finalizada la Segunda Guerra Mundial se llevó a cabo la conferencia de Bretton Woods, donde se definió el marco para la creación de un sistema monetario internacional que velaría por la estabilidad financiera y monetaria. En este régimen el dólar sería la moneda de referencia para la convertibilidad, con tipos de cambio fijos. No obstante, por la construcción de un Estado del bienestar fue necesaria una política fiscal expansiva, la estabilidad monetaria se fue perdiendo paulatinamente hasta en la década de los setenta, cuando surgió la gran inflación. Sin embargo, lo que sí fue garantizado fue la estabilidad financiera través de un régimen financiero represivo (Borio, 2014).

La no convertibilidad y la finalización en el cumplimiento del acuerdo de Bretton Woods llevaron a que la política monetaria colocara su interés en el control de la inflación a través de la moderación de la oferta monetaria. Sin embargo, lo que también apareció fue una completa desregulación del sistema financiero, sin algún interés explícito en mantener la estabilidad financiera. La estabilidad monetaria fue exitosa, en especial con la adopción en la década de los noventa del esquema de inflación objetivo; por tanto, en momentos en que la inflación fue excesivamente baja la política monetaria resultó ser excesivamente expansiva y catalizadora de un proceso de formación de burbujas financieras.

Ahora, la búsqueda de la estabilidad monetaria se reflejó en Colombia con el compromiso constitucional de mantener el poder adquisitivo de los hogares, que luego se consolidó con la adopción del esquema de inflación objetivo. No obstante, la política a favor de la estabilidad monetaria no fue capaz de evitar la crisis de finales de los noventa, el suceso de inestabilidad financiera más severo que ha presentado la economía colombiana desde los efectos de la gran depresión. Esta crisis estuvo asociada a un boom crediticio y a una bonanza de flujos de capital que llevó a que sugieran elevados niveles de apalancamiento y sobrevaloración de los precios de los activos, que luego se reflejaría en una toma excesiva de riesgos que desembocó en la recesión de finales de la década de los noventa.

En la década de 2000 la inflación cae estructuralmente y se adopta formalmente un esquema operativo que permita llevar la inflación esperada a la meta, siendo la meta de largo plazo del

3%. Esta meta es alcanzada hasta después de 2010, siendo posible mantener una política monetaria expansiva que permitió apoyar el crecimiento económico. En ese sentido, la política monetaria en Colombia actúa cuando la inflación se desvía de su meta y cuando la brecha del producto es distinta de cero, por lo que no considera en forma explícita el comportamiento de las variables asociadas a la estabilidad financiera, a menos que posean información sobre la inflación. Por tanto, el objetivo de este documento es analizar la relación entre la política monetaria y la estabilidad financiera, considerando los elementos teóricos que la justifiquen y una evidencia en la economía colombiana entre 1996 y 2012.

Para cumplir con el objetivo el artículo se dividirá en 6 secciones, tomando la primera como esta introducción. La segunda se fundamenta en analizar teóricamente el debate entre los que se encuentran a favor de la intervención del banco central cuando se presenten burbujas de precios de activos frente a los que están en contra. En la tercera se realizan estimaciones de las funciones de reacción de la autoridad monetaria colombiana ampliada a variables relacionadas con la estabilidad financiera. En la cuarta sección se toma el modelo de Kakar (2012), se adapta y se calibra, para mostrar las diferencias en materia de estabilidad cuando no se amplía la regla de intervención frente a cuando se aumenta a precios de activos. En la quinta sección se determinan los efectos de las decisiones de política monetaria sobre los precios de las acciones y el precio de la vivienda en Colombia durante el periodo de estudio. Finalmente, se hacen algunas conclusiones finales.

2. Revisión teórica

La discusión sobre la inclusión de la estabilidad financiera en la regla de política monetaria comienza con Bernanke y Gertler (1999), que a través de un modelo con fricciones en el mercado de crédito relacionan la economía real con los precios de los activos por medio de balances contables, lo cual denominan como el canal de la hoja del balance, por donde la política monetaria puede incidir en la demanda agregada. Dentro del modelo se asumió la existencia de factores fuera de los fundamentales que pueden incidir en los precios de los activos, llevando a la formación de burbujas financieras. En ese sentido, para probar la pertinencia de los precios de los activos dentro de la función de reacción definieron una regla de Taylor considerando la inflación esperada y otra que incluye la inflación junto a la desviación de los precios de los activos respecto a su estado estacionario.

El modelo usado por Bernanke y Gertler (1999) considera el papel del «acelerador financiero» (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1998) como amplificador de los efectos de las distorsiones en el mercado financiero sobre la economía real. Esto ocurre porque los precios de los activos establecen restricciones crediticias a los agentes, por las imperfecciones informacionales del mercado, por lo que alteran sus decisiones de demanda. Los autores encuentran que una regla de Taylor donde el banco central responde en forma agresiva a la inflación es predominante sobre la que incluye los precios de los activos, aunque sugieren que al banco central le deben interesar los precios de los activos solo cuando estos tienen información sobre la inflación esperada.

A lo anterior, Bernanke y Gertler (1999) señalan que la política monetaria no es una buena herramienta para prevenir los efectos adversos de las bonanzas y después caída de los precios de los activos; al tener en cuenta el papel de estos precios sobre las presiones inflacionarias, la autoridad monetaria puede responder a sus efectos nocivos sin decidir cuál es el precio explicado por los fundamentos. Es entonces que una política anticíclica permite estabilizar los precios de los activos, y de esa manera la hoja del balance de los agentes, lo cual ataca la formación de crisis financieras. En el mismo trabajo se evaluó la importancia de los precios de los activos en la

Download English Version:

<https://daneshyari.com/en/article/997861>

Download Persian Version:

<https://daneshyari.com/article/997861>

[Daneshyari.com](https://daneshyari.com)