

## REFLEXIONES SOBRE POLITICA MONETARIA E “INFLACION OBJETIVO” EN COLOMBIA

El propósito de este documento es examinar la coyuntura macroeconómica con el fin de replantear una estrategia monetaria que pueda mantener inflaciones de un dígito, cuando quiera que la actividad económica se recupere, la tasa de desempleo regrese a sus niveles de largo plazo y se logre superar la debilidad del sistema financiero. Una buena opción es la de profundizar el llamado sistema de “inflación objetivo” (*inflation targeting*), aprovechando la experiencia que han ganado en este frente países desarrollados (como Gran Bretaña o Canadá) o inclusive economías emergentes (como Chile o Israel) a lo largo de los años noventa. Una condición básica para la aplicación de esta estrategia es romper la “dependencia fiscal” que ha mostrado el manejo monetario en los últimos años, a lo cual contribuirá la implantación exitosa del programa económico acordado con el Fondo Monetario Internacional. Hacia el futuro, la política monetaria y crediticia debe verse repotenciada gracias a la reciente adopción del régimen de flotación cambiaria.

Por: Sergio Clavijo <sup>\*/</sup>

Enero del 2000

Clasificación JEL: Política Monetaria (E52), Banca Central (E58), Inflación (E31).

---

<sup>\*/</sup> Miembro de la Junta Directiva Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente son compartidas por la Junta Directiva del Banco de la República.

## I. Introducción

El objetivo de este documento es examinar la coyuntura macroeconómica colombiana con el fin de ayudar a plantear una estrategia anti-inflacionaria que pueda mantener inflaciones de un dígito, una vez la economía recupere su tasa de crecimiento de largo plazo, cercana al 4.5% anual, la tasa de desempleo baje a sus niveles históricos del 10% y se supere la actual fase de debilidad financiera.

Es claro que en los años 1996-99 ha ocurrido una “des-inflación fortuita”, entendida como la resultante de una desaceleración económica temporal, la cual deprime la demanda agregada e inhabilita temporalmente los mecanismos de indexación de la economía. El propósito de estas reflexiones es que el Banco de la República pueda explotar para beneficio del país esta etapa de “des-inflación fortuita” a través de replantear su manejo monetario, particularmente a la luz de la flotación del tipo de cambio a partir de Septiembre de 1999, el cual otorgará, sin lugar a dudas, una mayor autonomía al manejo monetario.

Como veremos, una buena opción es la de profundizar el llamado sistema de “inflación objetivo” (*inflation targeting*), aprovechando la experiencia que han ganado diversos países a lo largo de esta década. Una condición básica para la aplicación de esta estrategia es romper la “dependencia fiscal” que ha mostrado el manejo monetario en los últimos años, a lo cual contribuirá la implantación exitosa del programa económico acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para los años 1999-2002.

En la sección II se examinará la experiencia reciente de la Banca Central en Colombia; en la III se analizarán los nuevos desafíos de la política monetaria bajo este nuevo arreglo cambiario; en la IV discutiremos el marco institucional vigente y el impacto de los fallos recientes de la Corte Constitucional; y en la sección V se presentan las implicaciones del marco relacionado con la “inflación objetivo”. Por último, se proporcionan una serie de conclusiones y recomendaciones.

## II. La Experiencia Reciente Bajo la Autonomía del Banco Central (1991-1999)

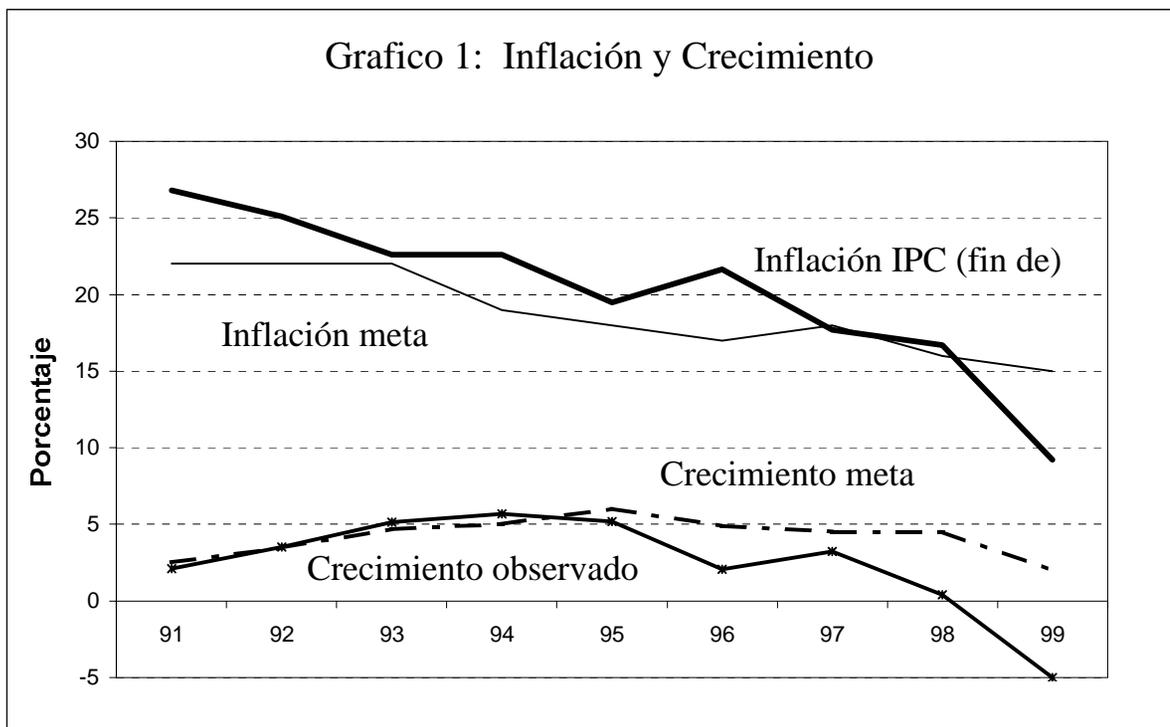
### A. La Fase de “Des-Inflación Fortuita”

El promedio de inflación (IPC) en Colombia fue de 22% durante el periodo 1970-1997. Debido a la baja desviación standard de esta inflación respecto de su valor medio, tan solo 4.5 puntos, Colombia ha sido caracterizado como el país con la tasa de inflación moderada mas persistente del mundo. Dicha persistencia se venía amparando en mecanismos de indexación financiera y salarial que hacían difícil consolidar la inflación en niveles de un solo dígito (Dornbusch y Fischer, 1992; Uribe, 1994; Partow, 1995; Ma, 1998). Por ejemplo, después de alcanzar niveles cercanos al 15% anual en los años 1984-85, la recuperación de la demanda agregada en los siguientes años se vio acompañada de niveles de inflación que desbordaron el promedio histórico, registrándose tasas del 32% al finalizar el año 1990.

Esta coyuntura de desaceleración económica, agravada por factores internacionales en los años 1998-99, coincide con los dos únicos años de cumplimiento de la meta de inflación, desde que el Banco de la República se viene trazando dichas metas como institución independiente (ver gráfico 1). Dicho de otra manera, durante los años de recuperación económica, el Banco de la República se ha visto imposibilitado para dar cumplimiento a dichas metas y, de hecho, el promedio de inflación del periodo 1990-97 fue de 23.5% anual, resultando superior al promedio de las dos décadas anteriores (20.3% anual en los años setenta y 23.3% en los años ochenta).

En particular, para el año 1999 el Banco de la República se había fijado una meta de inflación del 15% frente al 16.7% observado en 1998, esperando un repunte del crecimiento económico del 2%, frente al 0.6% observado en 1998. Después de constatar una contracción del producto de -5.8% durante el primer trimestre de 1999, se hizo evidente, desde el mes de Mayo, que la meta de inflación del 15% se estaría cumpliendo fácilmente. Mas aun, la contracción del producto de -7.6% en el segundo trimestre terminó por apuntalar una inflación que a partir del mes de mayo de 1999 se ubicó por debajo del 10%

Grafico 1: Inflación y Crecimiento



anual. Al cierre de 1999 se observó una inflación de 9.2%, casi seis puntos porcentuales por debajo de la meta señalada, y con un registro de inflación promedio anual del 11%, la más baja de los últimos treinta años.

La debilidad de la demanda agregada fue notoria a lo largo de todo el año y la contracción del producto real cercana a -4.5% durante el tercer trimestre hace prever que el producto se contraerá a una tasa cercana a -5% durante 1999, siendo el peor registro económico del presente siglo (GRECO, 1999). La contraparte social de este descalabro económico del sector real también ha sido la de una elevación sin precedentes históricos en la tasa de desempleo abierto, registrando un promedio anual cercano al 19.4%. Al mismo tiempo se evidenció una preocupante fragilidad del sistema financiero, una contracción real de la cartera cercana al 12% y una cartera improductiva (incluyendo la morosa, la de bienes recibidos en dación de pago y la afectada por los programas de FOGAFIN) que superó el 20% del total de la cartera.

Puede entonces concluirse que lo que se ha venido presentando en Colombia desde 1996 es un proceso de des-inflación que se ha amparado en una preocupante desaceleración del crecimiento económico de largo plazo, debido a serios problemas estructurales en las finanzas públicas, en el frente del orden público y en contradicciones en el manejo de los instrumentos cambiarios respecto de los monetarios. Mas aun, esta falta de austeridad fiscal y de coherencia en el manejo del sistema cambiario respecto de la política monetaria a lo largo de toda esta década ha hecho que la estrategia de des-inflación haya tenido baja credibilidad tanto interna como externa, tal como lo concluyera el propio equipo técnico del Banco de la República en un estudio reciente sobre estrategia anti-inflacionaria (Uribe et al., 1999 p. 13).

Dicho de otra manera, Colombia ha experimentado una “des-inflación fortuita” durante los años 1998-99, entendiendo como tal la resultante del debilitamiento del sector productivo, del incremento del desempleo, del estallido de la “burbuja especulativa” de los bienes raíces que se fue inflando durante los años 1993-97. Todo ello ha traído graves consecuencias para el sector financiero, afectando estructuralmente su capacidad crediticia.

## **B. Comparaciones Internacionales y Lecciones para el Futuro**

El caso de Colombia no ha sido el único. Por ejemplo, la Gran Bretaña redujo su crecimiento promedio de 2.4% anual observado durante las dos décadas anteriores a tan solo 1.7% anual en los últimos años, lo cual le ha permitido reducir su inflación promedio de 7% anual a menos de 4% y, más recientemente, por debajo del 2.5% anual (Haldane, 1999). En el Anexo 1 se realiza un paralelo entre la des-inflación en Gran Bretaña y en Colombia durante el periodo 1970-99.

En el caso de Israel ocurrió algo similar, al reducir su inflación promedio por debajo del 10% en los años 1992-98, apoyado en una clara desaceleración económica y una elevación de las tasas de desempleo, particularmente a partir de 1996 (Leiderman y Bar-Or, 1999).

En todos estos casos, el llamado “coeficiente de sacrificio” ha sido alto, pues se han requerido desaceleraciones significativas del producto (y por lo tanto alzas en el desempleo) para lograr implantar niveles de inflación más bajos de los que se traían. Sin lugar a dudas, esas inflaciones más bajas habrán de redundar en mayores inversiones productivas en el futuro, pero la pregunta válida que gravita alrededor de estas experiencias es el balance neto que deja en el tiempo esta espiral de recesión/desempleo/menor inflación.

Una forma de realizar este balance histórico es a través de calcular lo que denominaremos el índice de “sufrimiento macroeconómico” (Clavijo, 1996), definido como la suma de (inflación + desempleo) – (crecimiento económico), el cual es una variante del “índice de empobrecimiento de Okun”. En el cuadro 1 se observa que en los años 1998-99 se tuvo el peor guarismo a este respecto (32.6%), pero este no es muy diferente de los promedios observados desde 1975, que han estado fluctuando alrededor del 30%. La excepción fue el periodo 1967-74, cuando dicho índice reportó un 16.9%, gracias al buen crecimiento y a la inflación promedio de solo 13.2%.

## Cuadro 1: Crecimiento, Inflación y Desempleo

(Tasas Anuales Promedio)

	Crecimiento Real del PIB	Inflación Promedio	Desempleo 7 Principales Ciudades	Indice de 'Sufrimiento' Macroeconómico
	----- (1)	----- (2)	----- (3)	----- (4)=(2)+(3)-(1)
1967-74	6,2	13,2	9,9	16,9
1975-81	4,5	24,5	9,5	29,5
1982-89	3,5	22,6	11,7	30,9
1990-97	3,9	23,5	10,1	29,7
1998-99	-2,3	13,0	17,3	32,6

Fuente: Banco de la República, DANE y DNP; Actualizado con base en Clavijo (1996).

Lo que estas cifras reflejan es que la “des-inflación fortuita” del periodo 1998-99 ha resultado, desde el punto de vista del balance macroeconómico, menos favorable que el manejo tradicional que reportaba crecimientos cercanos al 4%, desempleo del 10% y una inflación promedia cercana al 22%. Como lo hemos dicho, no se trata de añorar entonces dicha combinación de políticas, sino de aprovechar las circunstancias históricas para permanecer en inflaciones de un dígito, al tiempo que se recupera la actividad económica.

Dicho de otra manera, lo interesante de estos casos es que esas fases de “des-inflación fortuita” fueron aprovechadas en otros países para replantear el manejo de las políticas cambiarias y monetarias de tal manera que esos niveles de inflación mas bajos pudieran consolidarse a través de una nueva estrategia. *Esta nueva estrategia ha buscado implantar la “inflación objetivo” como el marco de referencia que guía las políticas de des-inflación y estabilización de los Bancos Centrales de manera mas global; o sea, con atención a todo el entorno macroeconómico y no simplemente a la trayectoria de unos “corredores monetarios” que fácilmente han tendido a quedar por fuera de la consistencia macroeconómica que se perseguía.*

Se estima que, efectivamente, tanto Gran Bretaña como Israel tendrán inflaciones cercanas al 3% al cierre de 1999, aunque la prueba mas ácida sobre la bondad de las políticas adoptadas a través de la “inflación objetivo” todavía está por venir, cuando quiera que se observen mayores tasas de crecimiento de largo y el nivel del desempleo se reduzca a su “tasa natural”.

### III. Desafíos de la Política Monetaria bajo el Nuevo Régimen Cambiario

Bajo las actuales circunstancias, de grave postración de los sectores real y financiero, entrar a evaluar los créditos que le pudieran caber al manejo cambiario, monetario y de tasas de interés por parte del Banco Central respecto al éxito de observar una inflación de 9.2% al cierre de 1999, frente a la meta del 15%, es una tarea bastante compleja. La verdadera prueba sobre las bondades de dichos manejos solo ocurrirá cuando la economía recupere su

senda de crecimiento y los excesos de capacidad instalada y de mano de obra disponible hayan regresado a sus valores de largo plazo.

Resulta indudable que los determinantes mas profundos de la crisis económica se encuentran en los desbalances fiscales y externos que se fueron gestando a lo largo de esta década. De allí la importancia de impulsar la agenda de corto y mediano plazo que le ha propuesto el Ejecutivo al Congreso, particularmente en lo relacionado con las finanzas públicas pensionales y territoriales, de tal manera que el llamado superávit fiscal primario (el resultante de descontar el pago de intereses) logre elevarse a niveles cercanos al 3% del PIB, respecto del valor nulo que hoy exhibe, y el déficit fiscal consolidado logre reducirse de niveles de 6% del PIB a 1.5% del PIB en el curso de los próximos tres años.

Las medidas contempladas en la programación financiera que se ha acordado con las entidades multilaterales para los años 1999-2002 apuntan en la dirección de corregir los desbalances estructurales de las finanzas públicas y de allí la importancia de acompañar dicha política fiscal con medidas que eviten los sobresaltos cambiarios y monetarios hacia el futuro. En este frente, el gobierno y el Congreso ya han dado pasos importantes al aprobar, por ejemplo, la creación del Fondo del Pasivo Pensional Territorial en diciembre de 1999.

En lo atinente a las tareas del Banco Central, la coyuntura de flotación del tipo de cambio resulta ideal para revisar de forma global el manejo de los instrumentos monetarios y crediticios. En particular, debe revisarse la racionalidad del sistema de “corredores monetarios” y su práctica cotidiana con el fin de enmarcar la discusión que recientemente ha impulsado el Banco de la República sobre la conveniencia de adoptar ahora un régimen monetario guiado por el marco de la “inflación objetivo” (Flórez, 1997; Uribe et. al., 1999), el cual se basa en el establecimiento de “metas inter-temporales de inflación” (*inflation targeting*) y el manejo flexible de los instrumentos monetarios para alcanzar dicho objetivo.

Como veremos, esta idea de guiarse directamente por un programa de des-inflación de mediano plazo tiene la virtud de contemplar de manera mas global la situación

macroeconómica en su conjunto, en particular la incidencia de los ciclos económicos sobre el precio de los activos bancarios e hipotecarios y sobre la solidez del sistema financiero en su conjunto. Este enfoque debe contrastarse con la práctica mundialmente aceptada durante las dos décadas anteriores de buscar las “anclas nominales” en los agregados monetarios, estrategia que fue deteriorándose por cuenta de las llamadas innovaciones financieras y sus respuestas a los marcos regulatorios que carecían de una visión internacional, tal vez con la notable excepción de lo ocurrido en Alemania.

En Colombia, se ha venido insistiendo en ese enfoque de “corredores monetarios”, cuya relación con el objetivo final de estabilizar la inflación a niveles de un dígito se ha mostrado incierta y cambiante. De hecho, su operatividad ha estado en entredicho, particularmente en los recientes periodos de volatilidad bajo el sistema de bandas cambiarias reptantes del periodo 1997-99 (septiembre). En un mundo con cuentas de capital abiertas y pronunciados vaivenes en sus flujos, la alternativa internacional ha sido la de abandonar los sistemas cambiarios administrados, otorgándole así *un renovado papel a las metas de inflación de mediano plazo como la nueva ancla nominal*, donde la política monetaria y su manejo de las tasas de interés deben constituirse en el nuevo mecanismo de operación. Como es sabido, la política salarial pública y privada debe seguir estos lineamientos para poder garantizar resultados favorables.

En este nuevo contexto cambiario, el comportamiento de los agregados monetarios debería pasar a ser un elemento más de esta visión macroeconómica del proceso de des-inflación. Dicho de otra manera, *las decisiones de política monetaria y su resultado sobre las tasas de interés en el corto plazo debe contextualizarse como una cadena de acciones necesarias para obtener una inflación baja y estable* --la llamada “estrategia de programación dinámica” por la que aboga Blinder (1998 p.13-16)--, pero donde este objetivo no puede ser independiente de la solidez del sistema financiero y del ciclo económico.

Cuando a lo largo de 1999 se constata que, en Colombia, el agregado M3+bonos estuvo creciendo, en promedio, tan solo un 5% nominal (frente a una inflación del 10% anual) y que en ningún momento se ubicó siquiera en el piso del “corredor monetario”, debemos

concluir, como lo hicieran muchos banqueros centrales hace cerca de una década: “los corredores de los agregados monetarios no los hemos abandonado, .... ellos nos abandonaron a nosotros desde hace mucho tiempo”.

A este respecto se han venido escuchando interpretaciones alternativas que justifican este resultado de lento crecimiento en M3+Bonos dentro del enfoque del llamado “nominalismo expost”: Si el producto real se contrae en 5% y la inflación promedio del IPC es del 10% anual, entonces M3+bonos debería crecer tan solo al 5% nominal. Obviamente el problema a dilucidar es en qué medida el Banco Central debe optar por una estrategia pasiva de obstinación con los corredores cambiarios y monetarios, los que a la postre han resultado incompatibles con la programación macroeconómica, o reaccionar de manera mas flexible en coyunturas de clara tensión financiera y dificultades externas que afectan negativamente al sector productivo. El resultado ha sido el de una inusitada elevación de las tasas de interés reales y una grave contracción del producto.

Es claro que la razón de este incremento en las tasas de interés obedeció, a su vez, a la crisis internacional desatada en 1997 en Asia y que terminó por extenderse a Rusia y Brasil durante 1998, generando serias turbulencias cambiarias y monetarias sobre toda América Latina. Sin embargo, este incremento en las tasas de interés internas se vio agravado en Colombia por la estrategia de defensa del sistema de bandas cambiarias.

Un replanteamiento oportuno de la política cambiaria, monetaria y crediticia muy seguramente habría permitido amortiguar de forma significativa la contracción del producto. Se habría evitado una marcada alza en las tasas de interés como la que sufrió la economía durante 1998 y buena parte de 1999. Es claro que los temores a los posibles sobre-saltos cambiarios, manifestados públicamente por varios Co-Directores del Banco de la República (Hernández y Flórez, 1999; Villar, 1999), nunca se materializaron después de la medida de liberación en septiembre de 1999, precisamente porque la pronunciada devaluación de 1997 y la conseguida con el desplazamiento de la banda cambiaria en septiembre de 1998 ya habían cumplido un importante papel amortiguador.

#### IV. El Arreglo Institucional Vigente

##### **A. Banco Central Independiente: ¿De Qué Tipo?**

Cantar victoria sobre la inflación que persistentemente nos ha agobiado con sus dos dígitos, por mas de treinta años, es sin lugar a dudas prematuro, aun después de que esta estuvo por debajo del 10% en 1999 y aun si se mantuviera allí durante el presente año. ¿Por qué? Porque la disponibilidad de la capacidad productiva es elevada, observándose niveles de utilización tan solo de 65-75%, según las diferentes encuestas, y porque la tasa de desempleo del 19-20% observada durante 1999 prácticamente dobla la tasa de “desempleo natural”. Así las cosas, las posibilidades de que la demanda agregada repunte rápidamente hasta poner a prueba el manejo monetario, respecto de su tarea de domar la inflación, en realidad, solo ocurrirá en la fase de recuperación sostenida que se espera para los años 2001-2002, cuando se pronostican tasas del 4-5% de crecimiento anual.

El desafío en el re-diseño de la política monetaria y crediticia, una vez se ha replanteado favorablemente el manejo cambiario, resulta muy apropiado en el tiempo. Sin las presiones inflacionarias del muy corto plazo, el Banco Central tiene una gran tarea histórica sobre cómo compatibilizar una política monetaria, que tiene mas potencia que en el pasado gracias a su menor dependencia respecto de la política cambiaria, con un ordenamiento institucional autónomo en su operatividad, pero co-responsable en su coordinación macroeconómica con el gobierno, tal como lo ordena la Constitución y la Ley. Solo si se tiene éxito en esta repotenciación, en esta reingeniería de la política monetaria, será posible asegurar que las inflaciones de un solo dígito no sean resultantes de recesiones económicas profundas, tal como ha ocurrido en los años 1984-85 y 1998-99, o resultantes de relaciones espurias con la política monetaria guiada por el agregado monetario de turno.

El mandato Constitucional de 1991, en el sentido de crear una Junta Independiente que solo puede ser alterada parcialmente por el Ejecutivo y cuyo mandato primordial (pero no único) es el de controlar la inflación, es hoy día la norma en materia de Banca Central y no la

excepción. Sin embargo, con frecuencia se malinterpreta dicha independencia, pues es común que aquellos que juzgan su accionar desde el Legislativo concluyan que esta independencia conduce a una falta de coordinación con el Ejecutivo o quienes la juzgan desde el sector privado concluyan que hay un exceso de coordinación y que, en la práctica, se diga que no existe la deseada autonomía.

## **B. Independencia Política vs. Independencia Económica**

Este tampoco es un debate con exclusividad criolla, pues, en realidad, el concepto de “banca central independiente” es bastante ambiguo. A este respecto cabe mencionar que la literatura económica especializada tuvo que recurrir al artificio de generar dos tipos de independencia en materia de banca central (Grilli et. al. 1991; Walsh, 1993):

- i) “La Independencia política” entendida como aquella que permite que el Banco Central defina sus objetivos primordiales. En el caso Colombiano, la Constitución ha definido que este objetivo primordial tiene que ver con el control de la inflación, en un marco de coordinación con el Ejecutivo, quien obviamente tiene como prioridades el crecimiento y la generación de empleo; y
- ii) “La independencia económica” que corresponde a la forma en que el Banco Central implementa y operacionaliza sus instrumentos para alcanzar dicho objetivo. En el caso de Colombia, dichos instrumentos no solo incluyen las tradicionales ventanillas de descuento y la organización financiera y del sistema de pagos, sino que, a diferencia del sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco de la República cuenta con el manejo cambiario. Así, la adopción reciente de un sistema de flotación cambiaria deberá convertirse en un elemento que, al otorgar mayor preeminencia a la política monetaria, permitirá hacer un mejor uso de esta independencia económica al tenerse centralizado en el Banco las políticas monetarias y cambiarias. Sin embargo, también cabe señalar que, a diferencia de otros bancos centrales, en Colombia las tareas de supervisión bancaria residen en el gobierno y de allí que el esfuerzo de coordinación con el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Bancaria sean aun mas exigentes.

Sobre la independencia política de la Banca Central podría concluirse que existe un amplio consenso sobre las bondades que ha representado para el accionar económico mundial el tener un ente autónomo dedicado a preservar el valor de la moneda. No sobra recalcar que este es un legado reciente de la década de los años noventa, pues aun al finalizar los años ochenta tan solo el BundesBank Alemán y el Banco Nacional Suizo eran los únicos que contaban con su independencia legal respecto de sus gobiernos. Desde que, en 1989, el Banco Central de Nueva Zelanda obtuvo su independencia y su mandato exclusivo de combatir la inflación ha existido un apoyo internacional a este modelo, donde su mejor exponente parece ser el recién creado Banco Central Europeo.

En el caso de Colombia, cabe destacar los beneficios de haber superado las épocas en que, con anterioridad a 1991, el Banco de la República administraba de forma discrecional fondos financieros para la promoción de diversas industrias o cuando otorgaba bajo diversas modalidades subsidios al gobierno o a determinadas instituciones financieras privadas y públicas (incluyendo la Caja Agraria). En este frente ha habido una clara consolidación de la llamada fase de autonomía “técnica, patrimonial y administrativa”, que básicamente ocurrió en el periodo 1991-1994 (Urrutia, 1999 p.5).

Puede afirmarse que durante los debates en el Congreso de la República de la llamada Ley de Intervención Económica, la cual fue aprobada en diciembre de 1999, se puso nuevamente a prueba la independencia política de la Banca Central en Colombia. Finalmente, se concluyó que la posibilidad de incrementar el endeudamiento externo del Banco de la República, al tenor del Art. 373 de la Constitución, era de competencia exclusiva de su Junta Directiva y que “el legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares”.

No obstante, en materia de independencia económica el debate continua abierto. En unos casos esta misma independencia es limitada, como en aquellos países en los que el gobierno es el que fija la meta de inflación y le deja al Banco Central la determinación sobre cómo alcanzarla (como en el caso Ingles desde 1997). En otros, el debate es aun mas complejo, pues no solo debe coordinarse entre el Ejecutivo y el Banco Central la definición de dicha

meta, lo cual implica evaluar sus impactos presupuestales y monetarios, sino que los instrumentos pueden estar particionados. Un buen ejemplo a este respecto es el Norteamericano, donde la política cambiaria la adelanta, en realidad, el Tesoro y no el FED, dejándole a este último el recurso de las esterilizaciones (Domínguez y Frenkel, 1993 p. 50).

En un plano mas político, el propio presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York concluía recientemente: “Los bancos Centrales no pueden ni deben ser totalmente independientes del gobierno, pues son los gobiernos y no los banqueros centrales los que terminan siendo responsables por la política económica y financiera del país. Sin embargo, algún grado de independencia del Banco Central resulta ser fundamental” (McDonough, 1999 p.5).

Mas aun, estando clara la prioridad de la lucha anti-inflacionaria, se afirma que la vieja guardia de banqueros centrales en Japón ha venido cometiendo graves errores al obsesionarse con la meta de inflación, desconociendo que la política monetaria también ha debido utilizarse para asegurar la viabilidad del sistema financiero a lo largo de esta década. Dicho en otras palabras, *el control de la inflación no es un fin en sí mismo, sino un medio para alcanzar mayor crecimiento y bienestar económico.*

Al respecto, cabe mencionar brevemente la experiencia reciente del Japón, donde explícitamente se recomendó utilizar el expediente de “metas inter-temporales de inflación” para conseguir una estabilización del sistema financiero. En efecto, en Mayo de 1998, Krugman recomendó fijarse la meta de inflación del 3-4%, en oposición a la deflación que se venía gestando, con este propósito macroeconómico de recuperar el crecimiento y el crédito. La Junta del Banco Central del Japón rechazó dicha propuesta, así como la de intervenir en el mercado cambiario para inyectarle liquidez al sistema.

El resultado es de todos conocido: el crédito bancario no ha crecido desde 1997 y actualmente se contrae a una tasa de 6.5%, al tiempo que los balances del sistema financiero limitan seriamente su capacidad de préstamo. El Yen continua apreciándose, en

mas del 30% respecto al dólar, como señal de una política monetaria excesivamente restrictiva. La oportunidad de haber utilizado el esquema de *inflation targeting* para recuperar el crecimiento y los balances del sistema financiero ha sido claramente desperdiciada (Krugman, 1999).

El ejemplo anterior no implica que las políticas del Banco Central puedan utilizarse indiscriminadamente para re-inflar la economía y promover el crecimiento, sin riesgo de un resurgimiento inflacionario. Cada circunstancia exige un cuidadoso análisis para evitar, ante todo, que se alimenten expectativas inflacionarias, pero al mismo tiempo debe tenerse en mente la composición de lugar para aprovechar la flexibilidad que otorga un principio de “inflación objetivo” en el rescate del sistema financiero como un todo, por la vía de la restitución del crédito.

Dicho en otras palabras, Colombia debe aprovechar que “la Constituyente acogió un modelo intermedio de banca central en el cual no tiene independencia plena, pero tampoco esta subordinada al gobierno” (Urrutia, 1999 p.7) para sacar el mejor provecho de la coordinación macroeconómica. El banquero central, en la práctica, debe construir su función social óptima basado en el mandato constitucional, en su escala de valores sociales, en su entendimiento del ciclo económico de largo plazo y de la economía política del mismo ciclo (Blinder, 1998 p. 6). En este sentido, un banquero central no difiere mayormente, ni en su formación ni en sus obligaciones, de las que tienen los llamados “tecno-pols”. Ambos, economistas y políticos, estamos en la obligación de obrar bajo el principio de que “buenos principios económicos son, después de todo, buenos principios políticos” o, dicho de otra manera, “la mala economía, especialmente la de tipo populista, solo es buena política para el corto plazo” (Clavijo, 1998 p. 5).

Como este es un tema que requiere mayor análisis, en el siguiente capítulo retomaremos explícitamente este enfoque de fijación de metas inflacionarias inter-temporales y su relación con el nuevo régimen cambiario de flotación.

## C. Los Fallos de la Corte Constitucional en Colombia y la Indexación

### La Financiación de Vivienda

Los recientes fallos de la Corte Constitucional arrojan un balance mixto sobre el marco institucional que se tendrá hacia el futuro en materia de lucha contra la inflación. Por el lado positivo, se tiene el fallo de la Corte relativo a la obligación de atar el cálculo de la corrección monetaria exclusivamente a la inflación reciente, medida a través del IPC (Sentencia C-383 de Mayo 27/99). Este fallo contribuirá a evitar sobresaltos en el cálculo de los costos de vivienda para el usuario final, como infortunadamente ocurrió en los años 1993-99 (mayo), cuando la corrección estuvo referenciada a la tasa de captación de mercado DTF.

Curiosamente, la Corte tuvo la oportunidad de haberse pronunciado sobre la exequibilidad de dicha atadura de la corrección monetaria a factores diferentes al de la inflación, en sus diversas revisiones del Estatuto Financiero, pero solo lo hizo cuando se evidenció el sobre costo que ello representó para los deudores. De hecho, la Corte no ha sido explícita sobre los motivos que ha tenido para no intentar reliquidar los beneficios que, por esa misma razón, obtuvieron los ahorradores. La Corte inclusive hubiera podido ordenarle al gobierno, años atrás, diseñar un seguro para cubrir las posibles volatilidades en las tasas de interés (Kalmanovitz, 1999a). No obstante, lo que es claro es que los deudores hipotecarios fueron víctimas de una elevación inusitada en el cobro real de sus obligaciones, particularmente durante los años 1998-99 (junio), por cuenta de esta combinación de decisiones de la Junta y de la aparición de turbulencias internacionales graves.

Obedeciendo la Sentencia C-383 de Mayo 27/99, el Banco de la República expidió la Resolución Externa 10 del Banco de la República, de Junio de 1999, en la cual se ató la corrección monetaria exclusivamente a la inflación reciente. Con el fin de evitar que la aplicación mecánica de este principio ocasionara una nueva alza en el factor de la corrección monetaria, se adoptó un esquema de transición que operó durante el segundo semestre de 1999. A partir del año 2000, se aplicarán criterios basados exclusivamente en

la inflación reciente medida a través de la Unidad de Valor Real (UVR), conforme a lo estipulado en la Ley Marco de Vivienda 546 del 22 de diciembre de 1999. Esta nueva legislación contribuirá a evitar sobre-saltos en los costos de los créditos hipotecarios, tenderá a instaurar un sistema de banca universal que deberá aplicar criterios de unidad de caja en su fondeo e impulsará el sistema de titularización, todo lo cual deberá despejar la incertidumbre que ha gravitado sobre el sector hipotecario en los últimos años.

También contribuirá a estabilizar los costos hipotecarios el fallo de la corte que prohibió la capitalización de intereses en el caso de la financiación de vivienda (Sentencia C-747/99). Como es sabido, este fallo impide que en el futuro se adopten esquemas de financiación que impliquen “prestamos automáticos” con el fin de cubrir los faltantes de intereses que usualmente se generaban en esquemas que partían de cuotas muy bajas, especialmente en las denominadas “super-mínimas”. Si bien dicho fallo postergará el proceso de recuperación de la demanda por vivienda en el corto plazo, al exigírsele ahora mayores ingresos a los potenciales compradores, en el mediano plazo la relación cuotas mensuales/salarios tenderá a ser mas estable en el tiempo (ver Cap.V de la Ley 546/99).

Gracias a esta relación inter-temporal mas estrecha entre los costos de la vivienda (atada a la inflación-IPC mas una margen estable) y la evolución salarial (también atada a la inflación mas la productividad) existirán menores presiones salariales hacia el futuro de parte de aquellos deudores que tendían a acercarse a la vida media del crédito de vivienda bajo las condiciones del antiguo esquema (atado a la DTF y con capitalización de intereses). Mas aun, aunque prevalecerá el efecto de indexación proveniente de la redenominación de la deuda con base en el nuevo índice UVR, es claro que este efecto será de menor magnitud al estar atado ahora a la inflación mas reciente y no a la DTF.

La Ley Marco de Vivienda ha recogido estos elementos fundamentales, aunque todavía no es claro el impacto financiero que tendrá esta rápida transición de esquemas basados (directa o indirectamente) en la DTF hacia la nueva UVR y la reacción del mercado frente a los esquemas de titularización de vivienda allí contemplados.

### El Objetivo del Banco Central

Otro elemento positivo en la lucha contra la inflación proviene del fallo relacionado con las metas de inflación que debe perseguir el Banco de la República. En efecto, en la Sentencia C-481 de 1999 se ratificó que su tarea básica debe ser la lucha contra la inflación, dado que la estabilidad de precios constituye no solo un derecho de los ciudadanos sino un deber del Estado (Urrutia, 1999). Este concepto jurídico resulta de trascendental importancia, pues al tiempo que respeta el modelo intermedio de banca central, producto de la coordinación con el gobierno, señala el marco en el cual se debe adelantar esa tarea básica de lucha contra la inflación. Este marco, a pesar de estar limitado por el control que (en hora buena) ejerce el Congreso y por la necesidad de coordinar sus políticas con el Ejecutivo (particularmente con el Plan de Desarrollo), resulta adecuado para instaurar una inflación baja y estable en Colombia.

No sobra recalcar que la participación del Gerente del Banco de la República en la Junta de FOGAFIN ha resultado de vital importancia en la búsqueda de soluciones coordinadas respecto de las dificultades del sector financiero. Allí es claro que se ha optado por un tratamiento de choque, el cual ha permitido atacar las diferentes aristas de la problemática planteada por el llamado “riesgo sistémico”, tal como lo recomiendan los expertos internacionales (De Juan, 1999 p.175ss).

De igual forma, su participación en el Consejo Superior de Comercio Exterior y en el CONPES le ha permitido a la Junta del Banco asimilar el ambiente macroeconómico en el cual se deben programar y adelantar las políticas monetarias y cambiarias. Esta última faceta de la coordinación, la referente a la activa participación del Gerente en cuerpos decisorios del gobierno (FOGAFIN, CONPES, CONMEX), bien puede conceptualizarse como la contrapartida de la presencia del Ministro de Hacienda en la Junta del Banco (Ortega, 1996). En la práctica, el Ministro de Hacienda cumple una importante labor de coordinación con una Junta independiente, en el sentido “político” del término antes explicado, mientras que su función decisoria en materia operativa está limitada a la de ser

un solo voto de un total de siete, sin que exista a su favor el mecanismo de “poder de veto”, como sí lo ejerce en otras Juntas.

### El Reajuste Salarial

En el lado negativo, con relación al propósito de bajar la inflación, cabe señalar los pronunciamientos de la Corte en el sentido de tener que ajustar el salario mínimo por lo menos en la tasa de la inflación IPC del año precedente (Sentencias C-481/99 y C-815/99). Si bien se menciona que se podrán contemplar otros factores, tales como la inflación meta, la productividad y la evolución del producto real, se ha establecido como mínimo el reajuste proveniente de la inflación IPC del año anterior, faltando aun por clarificar si este debe cubrir también la fijación de otros salarios diferentes al mínimo (Sentencia T-276/97).

De ratificarse la interpretación por parte de la Corte que pudiera hacer extensiva esta obligación de reajuste a *todos* los salarios, la lucha anti-inflacionaria se haría sin lugar a dudas muchos mas difícil. Esta interpretación extensiva aparentemente se sustenta en el antecedente de la “naturaleza sinalagmática y conmutativa de la relación laboral”, a través de la cual se ha sustentado el reajuste automático y obligatorio de *todas* las pensiones (Sentencia T-102 de 1995). La sustentación del reajuste en el caso de las pensiones, basado en la inflación reciente, tiene claros soportes Constitucionales (Art. 48) y económicos (Clavijo, 1998 p.359), pero su extensión al caso de los salarios no es clara, pues se trata de un contrato basado en cambiantes condiciones del mercado laboral y no en un derecho adquirido.

De aplicarse la analogía de las pensiones al caso de los salarios, quedaría excluida la posibilidad de fijar el salario mínimo (y probablemente otros salarios) con atención exclusiva a las metas de inflación futura. Vale la pena mencionar que esta interpretación extensiva a *todos* los salarios públicos y privados, respecto a la sentencia que hasta el momento había restringido este principio al ámbito del salario mínimo, entraría en clara contradicción, desde el punto de vista económico, con lo ordenado por el Art. 334 de la Constitución, tal como se reconoce en la propia Sentencia T-102 de 1995:

“... Obviamente, a nivel de las políticas macroeconómicas del Estado, este principio (de que el salario tiene que mantener su valor intrínseco, esto es, su poder adquisitivo) *no debe ser interpretado en forma rígida*, puesto que debe ser armonizado con las otras finalidades que la propia Constitución atribuye al Estado en materia económica, tales como *la racionalización de la economía, dar pleno empleo a los recursos humanos* y asegurar que todas las personas, en particular las de menores ingresos, tengan acceso efectivo a los bienes y servicios básicos (nuestro énfasis, p.20)”

Como veremos, la idea de operar bajo esquemas de política monetaria fundamentada en la “inflación meta” tiene como uno de sus elementos básicos de éxito el que los salarios puedan ajustarse con atención a la inflación futura. Si se interpretara el fallo de la corte de manera extensiva a *todos* los salarios, se estaría erigiendo un serio obstáculo para la implementación exitosa de esta estrategia. Mas aun, el resultado económico resultaría contrario al que puede estarse imaginando la Corte: Los reajustes salariales que no consultan el exceso de oferta de mano de obra terminan por incrementar el desempleo, el subempleo y/o las contrataciones ilegales, todo lo cual va en detrimento de la clase trabajadora que todos quisiéramos beneficiar.

## V. Metas Inter-temporales de inflación (“inflación objetivo”).

### A. Las Bases de la nueva estrategia de des-inflación

El hecho de anunciar anualmente una meta de inflación, como lo ha venido haciendo el Banco de la República desde 1991, no constituye en sí mismo un enfoque novedoso que pueda interpretarse como el cumplimiento de los principios básicos de la “inflación objetivo”, aunque es claro que este enfoque se ha sugerido de tiempo atrás para el caso de Colombia (Flórez, 1997). De hecho, dicho anuncio se acompañaba de la fijación de una serie de corredores monetarios y cambiarios que supuestamente resultarían consistentes con una inflación promedia y con un crecimiento económico “deseado y factible”. Esta última práctica se inscribía mas bien dentro del enfoque del “nominalismo del PIB” (Clavijo y

Gómez, 1988 p.50; McNees, 1987), el cual suponía cierta estabilidad en la velocidad de circulación del dinero en el corto plazo; dicho de otra manera, este enfoque supone una relación constante en la expresión  $V = (\text{Precios} \times \text{Ingreso Real})/\text{Dinero}$ .

Sin embargo, diversos estudios han establecido que en Colombia dicha velocidad de circulación ha sido cambiante en razón a los efectos de las llamadas innovaciones financieras. El resultado de estos cambios se ha manifestado en (ver Anexo 2 para detalles):

1. La existencia de diversas elasticidades de la inflación a la expansión de los diferentes agregados monetarios, según se trate del periodo y del agregado monetario en cuestión;
2. La incertidumbre sobre el rezago de la política monetaria sobre la inflación, que puede durar entre 3 meses y dos años, periodo en el cual usualmente ocurren choques exógenos que dificultan la lectura del impacto final de la política monetaria; y
3. La dependencia de la política monetaria respecto de la política cambiaria, dada la existencia previa del sistema de bandas cambiarias reptantes.

Tal vez el elemento más distorcionante en los últimos años había sido este último, pues, en la práctica, los agentes económicos percibían que el sistema cambiario operaba como un ancla nominal, tal como lo señalaba el equipo técnico del Banco de la República:

“... durante la existencia del régimen cambiario de bandas reptantes, este instrumento cambiario fue considerado por el mercado como la verdadera meta intermedia (en vez de los agregados monetarios), a pesar de las ampliaciones de la banda cambiaria y de los anuncios de las autoridades negando la existencia de dicha ancla cambiaria” (Uribe et.al. 1999 p.11 nuestra traducción).

¿Quiere lo anterior decir que “el mercado” leía mal las insistentes explicaciones del Emisor o que, en la práctica, existieron señales confusas al respecto?

¿Cómo ha debido interpretarse la siguiente explicación de la política monetaria ante el Congreso de la República en Julio de 1998 (Banco de la República, 1998 p.7-8)?

“Para el logro de la meta de inflación el Banco de la República emplea un esquema denominado de meta de inflación ... el cual se justifica porque este no controla directamente la meta final de inflación, pero cuenta con un conjunto de instrumentos que la afectan de manera indirecta y con un rezago ...(...)

Si bien este diseño es en principio compatible con la banda cambiaria nominal, en determinadas circunstancias se puede presentar un conflicto entre el cumplimiento de la banda cambiaria y el corredor de la base monetaria. *En estas circunstancias este último se podría sacrificar temporalmente con el objeto de preservar la estabilidad cambiaria, como sucedió a mediados de 1998.*” (nuestro énfasis)

Si el corredor cambiario se propuso en Julio de 1998 como preeminente frente al corredor monetario, no cabía entonces concluir que al menos durante esa fase existiría *de facto* un ancla cambiaria y no monetaria? Sin embargo, en la práctica ocurrió todo lo contrario, pues en Septiembre de 1998 y nuevamente en Junio de 1999 se desplazaría la banda cambiaria, generándose gran incertidumbre sobre la relación entre las metas intermedias monetarias y las metas cambiarias, que muchos interpretaron como un mínimo de reservas internacionales, antes de dejar flotar el tipo de cambio ante las presiones que venía ejerciendo el mercado internacional desde principios de 1998.

Hacia finales de septiembre de 1999, la Junta del Banco de la República optó por dejar flotar el tipo de cambio, teniendo como marco de referencia un programa de ajuste macroeconómico con el Fondo Monetario Internacional que operaría hasta el año 2002 (Ministerio de Hacienda - Banco de la República, 1999; Clavijo, 1999).

Este programa contiene muchos elementos que facilitarían a futuro la adopción estructural de un programa de des-inflación basado en el marco de la “inflación objetivo” (Debelle, 1998), a saber:

1. Señala un cronograma de mediano plazo para la inflación del IPC al finalizar cada uno de los años 2000-2002: 10%, 8% y 6%, respectivamente. Esto implica que el sistema colombiano será de meta puntual al “fin de” cada año, medida respecto a la variación anual de la totalidad del IPC (la llamada “inflación-titular”), por oposición a metas alternativas que contemplan rangos de inflación, calculados como promedios de solo ciertos componentes del IPC o del IPP. Sobre estos temas existe un amplio debate internacional (Svenson 1996, 1999; Bernanke y Mishkin, 1997; Mishkin y Posen,

1997). Frente a las diferentes alternativas, la referente a “la inflación-titular” tiene grandes virtudes conceptuales para el caso colombiano (Clavijo, 1996 p.46), aunque a nivel estadístico la escogencia de la “inflación base” muestra otra serie de ventajas. Subsiste, sin embargo, el problema de la inestabilidad en la relación de la “inflación base” respecto a los agregados monetarios, donde M2 parece *ahora* gobernar sobre otros agregados monetarios (Jaramillo, 1999 p.15), regresando así a la relación precios/dinero que prevaleció durante los años ochenta (Clavijo y Gómez, 1988).

2. Rompe con la llamada “dependencia fiscal” que ha experimentado el mercado de capitales, en el cual se ha visto presionada al alza las tasas de interés reales durante los años 1998-99 debido a las necesidades de financiamiento provenientes de los TES, cuyo acervo ha pasado a representar cerca de 14% del PIB al cierre de 1999.
3. Le otorga una clara preeminencia a la política monetaria y al manejo de dicho instrumental, al tiempo que la libera de su dependencia cambiaria al basarse en un esquema de flotación con mínima intervención. A este respecto cabe señalar que si bien un sistema de metas monetarias intermedias bien afinado termina siendo equivalente al sistema de “inflación objetivo” (Bernanke y Mishkin, 1997 p.20), este último instrumento se puede dirigir con mayor precisión al cumplimiento de la meta de inflación bajo un sistema de flotación cambiaria.

Sin embargo, prevalece en el programa con el FMI un esquema de fijación de corredores monetarios que, como lo señalamos, podría tornarse incompatible con una meta implícita de crecimiento del PIB-nominal y la deseada repartición entre el crecimiento real del producto y la inflación meta. En este sentido, cabe hacer un llamado de alerta para que se adopte conjuntamente con el FMI los correctivos requeridos si se llegara a detectar alteraciones en la composición de la demanda por activos financieros, por ejemplo, debido a una remonetización más acelerada de la allí prevista.

De hecho, existen al menos dos factores que hacen que el enfoque de “inflación objetivo” resulte superior al de la fijación tradicional de un mínimo de reservas internacionales y de un máximo de crédito doméstico neto, tal como se ha discutido en el directorio de ese organismo (IMF, 1999a), a saber:

1. Al concentrarse en el tema de un mínimo de reservas, sin necesidad de atarlo al máximo de crédito doméstico neto, se cumpliría el doble objetivo de asegurar, por la vía de la flotación cambiaria y de un límite a la esterilización, un adecuado balance entre la disponibilidad de recursos externos y su relación con las tasas de interés domésticas; y
2. Al abandonar los límites al crédito doméstico neto y los “corredores de la base monetaria”, se adoptaría un esquema monetario más flexible que permitiría una remonetización más acelerada, lo cual apuntalaría la recuperación del crédito y del sistema financiero.

No en vano, los programas con Brasil y México han experimentado ajustes en esta dirección, lo cual ha permitido concatenar de mejor forma las políticas monetarias y cambiarias, con claros éxitos en el proceso de des-inflación. Durante la transición del periodo junio-diciembre de 1999 hacia el esquema de “inflación objetivo”, Brasil expidió una serie de decretos y reformuló su política monetaria, aboliendo inclusive las referencias al mínimo de reservas y adoptando una inflación objetivo de 8%, 6% y 4% para los años 1999-2001, con una banda de tolerancia de +/-2%, la cual se justificó por el hecho de haberse tomado como referencia el IPC-de mayor cobertura (IPCA) y no algunos de sus componentes u otro de los múltiples indicadores existentes (IMF, 1999b).

A este respecto cabe señalar las anotaciones de algunos miembros del directorio del FMI en el sentido de que el esquema monetario vigente en Colombia encierra ciertas contradicciones respecto a cual de las anclas nominales prevalecerá: ¿La implícita en los corredores monetarios, la señalada en la meta de inflación o la resultante del nivel de la tasa de cambio de flotación? Si adicionalmente se tiene en cuenta la fragilidad del sistema financiero y la parálisis crediticia, es probable que se generen presiones para alterar la programación monetaria.

Bajo estas circunstancias, un esquema de inflación objetivo resultaría claramente superior en términos de señales y acoplamiento a épocas de crisis del sector real y de tensión del sistema financiero. Esta es una forma concreta de involucrar consideraciones específicas a la situación de los países, tal como se reconoce debería ser el manejo de los “criterios de

desempeño” en un marco alternativo al de las “condicionalidades” tradicionales del FMI (IMF, 1999a p.7). Mientras prevalezcan estas dificultades, la historia económica aconseja, como bien lo señalaron algunos miembros del directorio, no fijarse metas de inflación excesivamente ambiciosas que pudieran terminar por abortar las débiles señales de recuperación que muestra, por ejemplo, nuestro sector de exportaciones no tradicionales.

Por último, se requiere continuar monitoreando los ejercicios de pronóstico de la inflación, pues en el corto plazo estos se han alejado de su patrón histórico en razón a la crisis económica ya analizada, y deben profundizarse las tareas de divulgación informativa sobre el compromiso conjunto del gobierno y el Banco Central por recuperar el crecimiento económico en un ambiente de baja inflación.

Todo lo anterior implica que la estrategia para consolidar un inflación de un dígito basada en la “inflación objetivo” requiere de una mayor flexibilidad en el manejo del instrumental monetario. Esto supone que el mercado cambiario se desenvuelve con sus propios criterios de flotación, sobre los cuales el Banco de la República ya ha trazado dos principios fundamentales a partir del mes de diciembre de 1999:

1. Acumular Reservas Internacionales, a través del sistema de opciones, lo cual también permitirá proveer liquidez permanente al sistema financiero; este mecanismo se continuará programando y anunciando con una periodicidad trimestral, y
2. Moderar las volatilidades extremas del tipo de cambio, utilizando también el mecanismo de opciones, pero de manera simétrica para compra/venta de divisas.

El propósito fundamental de la nueva estrategia es asegurar el cumplimiento de la tendencia deseada de des-inflación. En el corto plazo, podrán existir desviaciones temporales debido a la presencia de choques exógenos (cambios en la velocidad de circulación del dinero, alteraciones debido a cambios tributarios, explosiones de “burbujas especulativas” etc.), pero el compromiso en el horizonte de des-inflación no debe verse alterado.

Aunque habrá mayor flexibilidad monetaria, es claro que el esquema de “inflación objetivo” no es ninguna panacea. En efecto, continuarán existiendo costos durante el

proceso y la credibilidad misma del nuevo enfoque solo se ganará con la consolidación de inflaciones bajas. Al decir de Mishkin y Posen (1997 p. 96):

“Tal vez el mensaje mas fundamental del *inflation targeting* es que el compromiso por bajar la inflación no tiene porque significar que los Bancos Centrales abandonen sus preocupaciones sobre otros resultados económicos, tales como la evolución del tipo de cambio y el crecimiento económico”.

Mas aun, la experiencia de aquellos países que han adoptado el esquema de “inflación objetivo” indica que esta ha sido exitosa en mantener baja la inflación, una vez esta se ha reducido, pero existen diversos factores que explican, *mas allá de la política monetaria*, las razones por la cuales ha ocurrido dicha baja en la inflación. Este fue claramente el caso de Colombia en los años 1998-99.

## **B. Las Reglas sobre Tasas de Interés como Alternativa a la “Inflación Objetivo”**

A pesar de los buenos resultados que se le atribuye al esquema de “inflación objetivo” en diversos países (Canadá, Gran Bretaña, España, Israel y Nueva Zelanda, para solo mencionar unos pocos), ello no implica el cierre del debate acerca de otras alternativas. Lo primero que cabe destacar es que la mayoría de los analistas conceptúan que el esquema de “inflación objetivo” debe caracterizarse como uno de “discrecionalidad” y no de “reglas fijas” (Bernanke y Mishkin, 1997 p.10-11).

Esta caracterización no ha gustado a algunos Bancos Centrales, pues termina por reñir con los conceptos de transparencia y consistencia inter-temporal, los que tienen grandes virtudes para el manejo de mediano y largo plazo. Dicho de manera coloquial, a muchos banqueros centrales no les importa tanto que les digan que han podido hacerlo mejor si hubieran alterado ciertas políticas en determinado momento, pero en cambio se sienten seriamente amenazados por fallas en los principios de consistencia. Parece ser que la adopción de reglas fijas, en contraste con los principios que otorgan discrecionalidad, bien pueden terminar siendo inferiores en sus resultados promedios, aunque garantizarían el principio de consistencia inter-temporal. Claramente un buen banquero central debe buscar

el balance adecuado entre los principios de consistencia, que le permiten mantener reglas sobre el curso inflacionario a futuro, y la discrecionalidad requerida en los momentos de crisis, en los cuales la ortodoxia deja de funcionar.

La verdad es que el inestable mundo financiero y cambiario exige operar con criterios flexibles y de allí las bondades de un esquema que, como el de “inflación objetivo”, descansan sobre el análisis global y las políticas discrecionales, máxime en épocas de turbulencias cambiarias internacionales y de crisis bancarias regionales. El buen ejercicio de la discrecionalidad en política monetaria debe, sin embargo, descansar sobre el principio de aceptar solo desviaciones temporales del objetivo de mediano plazo acordado. Esto se traduce en la regla básica de “hacer lo adecuado” en cada coyuntura, sin perder el objetivo de des-inflación de mediano plazo.

En contraste a estos principios de discrecionalidad, existen también las reglas monetarias *a lá* Friedman-McCallum o las reglas de tasas de interés *a lá* Taylor. Las reglas monetarias fijas han sido largamente discutidas y poco aceptadas por los bancos centrales. En cambio las reglas de tasas de interés sí han llegado a ser operacionalizadas. Por ejemplo, Taylor (1993 p. 202) propuso que la tasa de referencia del FED se determinara conforme a tres criterios básicos:

1. Con un premium respecto de la tasa de interés real de largo plazo (con inflación cero);
2. Atendiendo el desempeño de la inflación respecto de la meta fijada por el FOMC; y
3. Atendiendo el desempeño del producto real respecto de su potencial.

Es claro que llevar a la práctica una regla de este estilo ha sido difícil debido al poco conocimiento que se tiene sobre parámetros claves allí involucrados, inclusive en el caso de los países desarrollados. De allí que quienes hemos venido abogando por el manejo de las tasas de interés como la variable instrumental tengamos que reconocer, en últimas, que el enfoque de “inflación objetivo” encierra muchos de los criterios deseables del manejo monetario, aunque prevalece la discrecionalidad respecto de la adopción de reglas fijas como las propuestas de tiempo atrás por Friedman o Taylor (Poole, 1999, p. 9-10).

Otra alternativa, todavía en etapa de desarrollo, es la sugerida recientemente por Blinder (1998 p. 34ss), la cual consiste en estar monitoreando la “tasa de interés real” que resulta neutra para el sector real. A partir de esta definición, se procedería a decidir la necesidad de “apretar” o “relajar” la política monetaria, guardando siempre en mente la discrecionalidad necesaria para evitar sobre-reacciones en una otra dirección. El sistema de reglas, y particularmente las referidas al manejo de las tasas de interés por parte del Banco Central, aun se encuentra en su fase experimental. Inclusive al FMI (1999a p.11) se le ha sugerido el diseño de “funciones de reacción” por parte de los Bancos Centrales como alternativa a los esquemas tradicionales de “condicionalidad”, pero su implementación luce bastante compleja (IMF, 1999 p.11).

De lo anterior se concluye que el esquema de “inflación objetivo” resulta ser la mejor alternativa como marco de referencia de la política monetaria para Colombia, una vez que se ha dado el crucial paso hacia la flotación cambiaria.

## VI. Conclusiones

En este documento hemos pasado revista al manejo reciente de la política monetaria y su consistencia con los principios de des-inflación y recuperación del crecimiento económico, particularmente en los años 1998-99. El propósito fundamental ha sido el de reflexionar sobre los cambios necesarios para ajustar este manejo a las cambiantes circunstancias macroeconómicas, al tiempo que se asegura un patrón de inflación baja y estable. Es claro que las condiciones resultan favorables para moverse hacia un esquema de “inflación objetivo”, como el que exitosamente se ha aplicado en algunos países desarrollados (Gran Bretaña o Canadá) e inclusive en economías emergentes (Chile, Israel y, mas recientemente, en Brasil).

Como vimos, en Colombia se ha presentado, desde 1996, *un proceso de des-inflación* que se ha amparado en una preocupante desaceleración del crecimiento económico de largo

plazo. Dicha recesión económica tiene profundas raíces en problemas estructurales relacionados con las finanzas públicas, el proceso de paz y serias contradicciones en el manejo de los instrumentos cambiarios respecto de los monetarios. La preocupante expansión del gasto público durante los años noventa y la poca consistencia que se tuvo en el manejo del régimen cambiario, respecto de los objetivos monetarios, hicieron que la estrategia de des-inflación resultara poco creíble. Esta “des-inflación fortuita” de los años 1998-99 se acompañó de un debilitamiento del sector productivo, de un grave incremento del desempleo y del estallido de la llamada “burbuja especulativa” relacionada con el auge de los bienes raíces del periodo 1993-97.

Tal como ocurrió en otras latitudes, esta fase de “des-inflación fortuita” puede ser aprovechada para replantear el manejo de la política monetaria, en concordancia con la reciente adopción de un sistema de flotación cambiaria, de tal manera que estos niveles de inflación mas bajos puedan consolidarse a través de una nueva estrategia. Esta nueva estrategia consiste en implantar la “inflación objetivo” como el marco de referencia global que debe guiar las políticas del Banco de la República. A través de ella, se fijan metas plurianuales de inflación, pero su cumplimiento se enmarca en atención a todo el entorno macroeconómico, particularmente el del sistema financiero, y no simplemente a la trayectoria de unos “corredores monetarios”, los que fácilmente han tendido a perder su consistencia macroeconómica. En este sentido, el Banco de la República debe poder explotar para beneficio del país la actual etapa de “des-inflación fortuita”, mediante el replanteamiento de su manejo monetario, a la luz de la flotación del tipo de cambio adoptada desde finales de Septiembre de 1999.

Esta nueva estrategia debe compatibilizarse con el programa macroeconómico firmado recientemente con el FMI. Prevalece en dicho programa un esquema de fijación de corredores monetarios que podría tornarse incompatible con una meta implícita de crecimiento del PIB-nominal y la deseada repartición entre el crecimiento real del producto y la inflación meta. Si se llegaran a detectar alteraciones en la composición de la demanda por activos financieros, debe trabajarse conjuntamente con el FMI para adoptar los correctivos requeridos. No en vano, los programas del FMI con Brasil y México han

experimentado ajustes en esta dirección, lo cual ha permitido concatenar de mejor forma las políticas monetarias y cambiarias, con claros éxitos en el proceso de des-inflación.

En el caso particular de Colombia, debe tomarse en cuenta la fragilidad del sistema financiero y la parálisis crediticia, lo cual hace probable que se generen presiones para alterar la programación vigente en función al ritmo de recuperación, que en cualquier escenario será lenta. Bajo estas circunstancias, un esquema de “inflación objetivo” resultaría claramente superior al sistema vigente, tanto en términos de señales como de acoplamiento a épocas de crisis del sector real y de tensiones en el sistema financiero. Es indispensable continuar monitoreando los ejercicios de pronóstico de la inflación, pues en el corto plazo estos se han alejado de su patrón histórico en razón a la crisis económica ya analizada, y deben profundizarse las tareas de divulgación informativa sobre el compromiso conjunto del gobierno y el Banco Central por recuperar el crecimiento económico en un ambiente de baja inflación.

Por último, vale la pena reseñar que la experiencia internacional ha demostrado que esquemas alternativos, como los basados en reglas de manejo de las tasas de interés por parte del Banco Central, han resultado difíciles de implementar. En particular, el poco conocimiento que se tiene sobre parámetros claves allí involucrados, tales como la fase del ciclo productivo respecto a su pico potencial, harían este esquema poco viable en el caso colombiano.

Quienes hemos venido abogando por el manejo de las tasas de interés como la variable instrumental de la política monetaria vemos en este enfoque de “inflación objetivo” muchas de las virtudes de flexibilidad que de tiempo atrás le hemos venido reclamando al esquema vigente de “corredores monetarios”. Creemos que ha llegado la hora de dar un importante viraje conceptual, de tal manera que la política monetaria, asegurando un ambiente de baja inflación, resulte siendo un instrumento que permita recuperar la senda del crecimiento sostenido del sector productivo y la consolidación de un sistema financiero bien capitalizado.

## ANEXO 1

Inflación y Crecimiento: Una Comparación Histórica de Colombia y Gran-Bretaña  
1970-1999

### A. Inflación y Crecimiento

La historia reciente de Gran Bretaña indica que dicho país ha sido exitoso en domar la inflación. El promedio de inflación de los años 1998-99 fue de solo 2.5% anual en el indicador RPIX (equivalente al IPC-sin el componente intereses de los créditos hipotecarios), frente al 13% anual observado en los años setenta o el 7% de los años ochenta (ver gráfico 1 A).

Desde 1992, Gran Bretaña viró hacia un esquema que contenía elementos de “inflación objetivo”, pero fue solo en mayo de 1997 que se movió hacia un esquema de mayor independencia para el Banco Central y adoptó un esquema de des-inflación que ha evitado la existencia de metas múltiples y conflictivas (Haldane, 1999; Treasury of England, 1999).

En el cuadro 1A se observa cómo dicha des-inflación ha estado, infortunadamente, acompañada de una desaceleración del crecimiento. Frente a crecimientos promedio de 2.4% en las décadas anteriores, durante los años noventa se tiene un promedio cercano al 1.7% anual, con una desviación standard alta de 2.2 puntos. Sin embargo, dicha desaceleración económica ha sido aprovechada para implantar el esquema de “inflación objetivo” y asegurar un inflación mas baja y estable.

Cuadro 1A: Inflación y Crecimiento (Tasas Anuales Promedio)

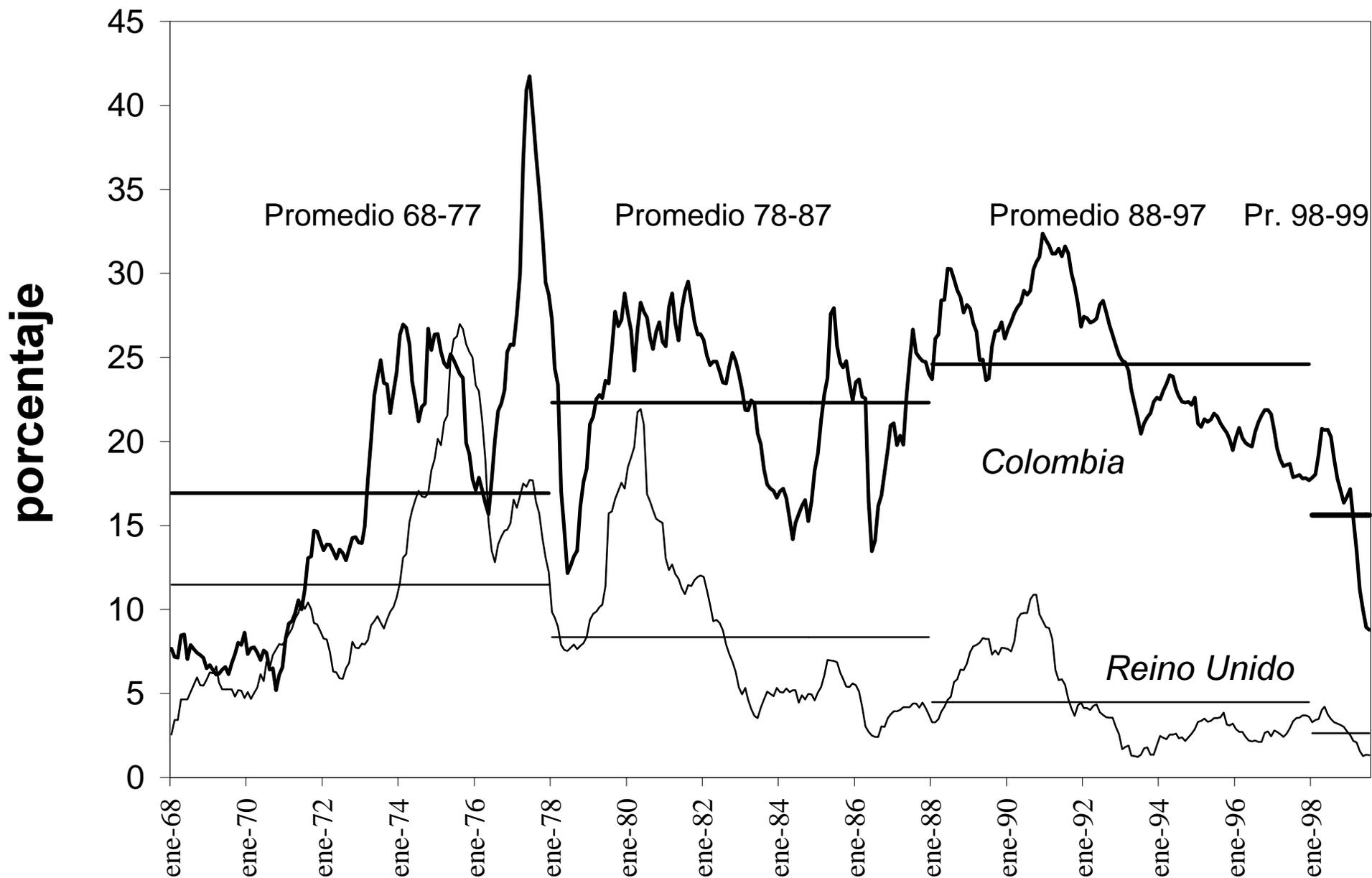
(Promedio Anual)	Gran Bretaña		Colombia	
	RPIX, %	Crecimiento	IPC, %	Crecimiento
1970s	13.2	2.4	20.3	5.8
1980s	7.0	2.4	23.3	3.4
1990 – 1997	3.8	1.8	23.5	3.9
1998 – 1999	2.5 (IO) *	1.7	13.0	-2.3 **
Desviación standard	5.7	2.2	5.5	2.4**

\* IO: Inflación Objetivo, Introducida desde Mayo de 1997; \*\* Preliminar

Fuente: FMI, Bancos Centrales de Inglaterra y Colombia.

En el mismo cuadro 1A se contrasta esa evolución con la observada en Colombia. Aquí el proceso de des-inflación, respecto de los promedios históricos, ha sido significativo desde 1996, consolidando niveles promedios de 13% en los años 1998-99, frente a promedios en el rango 20.3%-23.3% observados en las décadas anteriores. Curiosamente, el promedio de inflación de 23.5% anual del periodo 1990-97, bajo la independencia del Banco Central y cuando todavía la economía crecía a tasas cercanas al promedio histórico, resulta inclusive

# Graf. 1A-Tres décadas de alta inflación 1968 -1999



superior al observado en las décadas anteriores. Como se analizó en el texto, la inflación promedia cercana a un solo dígito observada durante 1999 ha sido el resultado de una “des-inflación fortuita”, ya que el producto real se contrajo en una cifra cercana al -5%, el peor registro de ese siglo. En este sentido, la llamada “razón de sacrificio” (cuanto cae el producto a medida que se reduce la inflación) ha sido onerosa para Colombia, claramente superior a lo observado en los casos de des-inflaciones recientes en Europa (Cardona, et. al. 1998).

## **B. Política Monetaria y Cambiaria: Historia de Objetivos Múltiples**

El balance que se extrae a nivel internacional es que los Bancos Centrales de Inglaterra y de Colombia no se caracterizan por tener un alto grado de independencia, aunque ambos han experimentado ganancias significativas (Haldane, 1999; Kalmanovitz, 1997, 1999b). En el caso de Inglaterra, dicha ganancia proviene del llamado “Act of 1998”, a través del cual se definieron de mejor manera las competencias de programación macroeconómica y la operación monetaria entre el gobierno y el banco central, respectivamente. En el texto se ha discutido la problemática que esto ha representado en términos de “independencia política” vs. “independencia económica”, tanto para el caso Inglés como para el Colombiano.

Esta problemática también se ha traducido, mas allá de las dificultades de “dependencia fiscal” de la política monetaria, en errores de diseño en los objetivos de la política monetaria, cambiaria y crediticia. En el caso inglés se pueden identificar claramente fases de objetivos múltiples y cambiantes en términos de prioridades de los agregados monetarios frente a los cambiarios, y viceversa. En el caso colombiano estos giros han sido menos bruscos, pero han existido, tal como se discute en el texto.

En el cuadro 2A se observa cómo, en el caso de Gran Bretaña, la meta intermedia de la política monetaria se concentró, durante los años ochenta, en los agregados monetarios de la Base (Mo) y del agregado mas amplio de la época (M3). No existían entonces metas cambiarias. Durante los años 1991-93 se adoptó, simultáneamente, el mecanismo cambiario “ERM”, el cual mino la capacidad de la política monetaria y generó dificultades de consistencia, razón por la cual se abandonó rápidamente, tras anunciarse la adopción de un esquema que contenía elementos de “inflación objetivo”. No obstante, continuó primando el monitoreo de los agregados monetarios, el cual ahora se movió hacia el agregado mas amplio (M4), debido a las dificultades que venían generando de tiempo atrás las innovaciones financieras. La relación entre los agregados monetarios y los indicadores de inflación se había vuelto errática y la velocidad de circulación de los agregados monetarios era inestable.

Es en este contexto que se dio el giro, en mayo de 1997, hacia la adopción formal del esquema de “inflación objetivo”, basada en el indicador del IPC-sin el componente de intereses de los créditos hipotecarios de vivienda. *Los indicadores Mo-M4 se continúan monitoreando, pero se adoptó un esquema flexible, en el cual se aceptan desviaciones temporales de la meta de inflación si se observan choques sorpresivos.* En todo caso, la

política monetaria guarda su curso de des-inflación de largo plazo, que en el momento actual apunta a una inflación por debajo del 2.5% anual.

Cuadro 2A: Fases de Objetivos Monetarios y Cambiarios

(Periodos)	Gran Bretaña		Colombia	
	Agregados Monetarios	Tasas de Cambio	Agregados Monetarios	Tasas de Cambio
1980s	Mo-M3		Mo-M2	Mini-Devaluac.
1991 – 1993	Mo-M4	Mecanismo Cambiario (ERM)	Mo-M4	Mini-Devaluac. Anunciadas
1994 – 1997	Mo-M4		Mo-M4	Bandas Reptantes

Periodo de “Inflación Objetivo”

1997 – 1999	Mo-M4	RPIX	Mo-M4	Bandas Reptantes
2000-2001			Mo / IPC ???	Flotante

Cabe señalar, que en el transcurso del afianzamiento del esquema de “inflación objetivo” resultó de vital importancia la adopción de reglas complementarias relativas al gasto público, tanto a sus límites superiores como a su composición, lo cual permitió superar la “dependencia fiscal” de periodos pasados (Treasury of England, 1999).

En el caso de Colombia coexistieron los agregados monetarios como meta intermedia, con fases en las cuales se le dio gran importancia al nivel de la tasa de cambio. La preponderancia cambiaria de los años ochenta cedió en la primera mitad de los años noventa, al adoptarse el esquema de bandas cambiarias. Sin embargo, cuando hubo presión cambiaria proveniente de los mercados internacionales, claramente en los años 1997-99 (septiembre), las autoridades monetarias mostraron cierta ambivalencia sobre el ancla nominal (última) de la economía, tal como lo discutimos en el texto.

A partir del momento en el cual se dejó flotar el tipo de cambio en septiembre de 1999, diversos analistas han estado preguntándose a cerca de la nueva ancla nominal de la economía. Es claro que esta ahora reside en los agregados monetarios y en el manejo que de estos se haga en atención a la meta inflacionaria. La flotación de la tasa de cambio y los mecanismos de intervención explicados en el texto deben despejar las dudas existentes sobre el supuesto compromiso del Banco Central sobre tal o cual nivel del tipo de cambio nominal.

Para los años venideros, claramente se debe trabajar en la línea de consolidar un ancla referida a la meta de inflación y su operatividad debe irse alterando respecto del sistema actual, basado en el “nominalismo del PIB”, hacia un sistema de “inflación objetivo”. Bajo este nuevo esquema, la idea sería monitorear los agregados monetarios, pero las decisiones

de política no se guiarían exclusivamente por ellos, sino por el contexto macroeconómico en su conjunto, incluyendo, por supuesto, el desempeño del sector real, del crédito y la solidez del sistema financiero.

A manera de coletilla, cabe citar aquí el balance que realizó el Tesoro Ingles sobre las ejecutorias del Banco Central en su historia monetaria reciente y los efectos que ello tuvo sobre la economía:

“... En muchas ocasiones se cometieron graves errores, los que frecuentemente implicaron una inflación mas elevada y mas volátil de lo esperado. Esto, a su vez, creo una gran inestabilidad económica que terminó por herir el desempeño de largo plazo de la economía de Gran Bretaña. Muchos de estos errores de política ocurrieron debido a la falta de una clara definición de objetivos y procedimientos ...” The Treasury of UK, The New Monetary Policy Framework (1999)

## ANEXO 2

Inflación y Precios en Colombia: Resultados de Diversos Estudios del Banco de la República

Frecuentemente, en el Banco de la República se producen nuevos estudios sobre la relación Inflación-Agregados Monetarios, Inflación-Salarios, o Inflación-Precios Relativos, sin que se adelante una evaluación juiciosa acerca de sus implicaciones de política de manera global. Los énfasis en las técnicas econométricas más modernas han terminado por opacar las discusiones conceptuales que deben guiar la definición de “objetivos y procedimientos” al interior del Banco Central. Contra esta problemática generada por el llamado “nihilismo econométrico”, que podría conducir a la negación de la existencia de ciertas relaciones básicas cuantificables entre la inflación y el dinero, es fundamental redoblar los esfuerzos de carácter analítico.

Este problema no solo ha tenido lugar en Colombia, sino que ha sido particularmente agudo en Inglaterra, donde el Tesoro le ha reclamado al Banco Central su falta de visión global. La polémica más reciente en el Reino Unido ha tenido que ver con las orientaciones de las investigaciones económicas y la menor incidencia que estaban teniendo los pronunciamientos técnicos de los Miembros independientes de su Junta Directiva, mientras que en el sistema de la Reserva Federal la polémica se ha centrado en el manejo de la información pública y los efectos negativos que aparentemente ha estado generando la explicación detallada de la toma de decisiones por parte de los miembros del Directorio.

Los estudios sobre la relación entre la inflación y las variables macroeconómicas en Colombia revelan una alta sensibilidad de los parámetros y sus elasticidades, dependiendo de la especificación de los modelos y del periodo de análisis. En el cuadro 2A se resumen algunas elasticidades de la inflación (IPC) a diferentes agregados monetarios. Por ejemplo, las técnicas ARIMAX utilizadas por Clavijo y Gómez (1988) arrojaron elasticidades de corto plazo (CP) de la inflación a la base monetaria de 0.13, al M1 de 0.19 y al M2 de 0.24. Estas elasticidades, que a primera vista podrían parecer bajas, se refieren al impacto trimestral y, adicionalmente, descuentan el factor inercial de la inflación. Así, pues, su impacto se refiere al factor “sorpresa”, al efecto adicional, que tendría la expansión monetaria sobre la inflación.

Estos resultados no son fácilmente comparables con las elasticidades encontradas en otros estudios, que usualmente se refieren a la elasticidad “arco” (media) de largo plazo (uno o dos años), donde el cambio de periodo y de especificación también contribuyen a alterar los resultados. Por ejemplo, Urrutia y Ramírez (1992) y Galindo (1993) encontraron elasticidades de largo plazo de la inflación a M1 en el rango 0.40-0.44. Respecto a un agregado monetario más amplio, Galindo (1993) encontró que dicha elasticidad se elevaría a cerca de 0.50, cuando se utiliza el método de Divisia.

Sin embargo, estos resultados se ven sensiblemente alterados al utilizar métodos econométricos basados en cointegración o en modelos de “corrección de errores”, cuyo impacto “promedio” es difícil de interpretar. Misas y Suescun (1993) encontraron que la elasticidad de largo plazo de la base podría elevarse hasta 0.52, respecto del 0.27

encontrado por otros estudios, lo cual debería afectar de manera significativa la toma de decisiones. Dichas “elasticidades” también se elevarían sensiblemente en los casos de otros agregados.

Cuadro 2A: Elasticidad de la Inflación ante Cambios en el Dinero

(CP: Corto Plazo; LP: Largo Plazo)

Estudio / Periodo	Base Monetaria	Medios de Pago (M1)	Agregado (M2)
Clavijo&Gomez (1988): 1972-86	CP: 0.13	CP: 0.19	CP: 0.24
Urrutia&Ramirez (1992): 1975-91		LP: 0.40	
Galindo (1993): 1980-92	LP: 0.27	LP: 0.44	LP: 0.50 (Div.)
Misas&Suescun (1993): 1980-92	LP: 0.52	LP: 1.51	LP: 1.50
Misas&et.al.(1999): 1980-99	LP: 0.52	LP: 0.74	
Banco República (1999): 1980-99		LP: 0.83	

Fuente: Elaborado con base en Cobo (1999).

Por lo dicho hasta aquí, una interpretación laxa de estos resultados sería que el impacto de la expansión de la base monetaria en Colombia sobre la inflación (IPC) habría fluctuado durante los años setenta y ochenta entre 0.13-0.52, en un periodo entre seis meses y dos años, y en el caso de los agregados monetarios entre 0.19-1.51.

Es claro que la autoridad monetaria enfrenta un amplio grado de dispersión y sensibilidad en estos resultados y que ellos requieren actualizarse para involucrar las alteraciones ocurridas durante los años noventa. Mas aun, debe profundizarse el impacto estructural que podrían sufrir las relaciones inflación/agregados monetarios a la luz del nuevo régimen cambiario de flotación adoptado a partir de septiembre de 1999.

Los modelos existentes para el seguimiento de la inflación mensual en el Banco de la República (1999b) y sobre el cual se toman las decisiones mas importantes en materia de política monetaria solo contienen de manera parcial el efecto de los agregados monetarios sobre la inflación. Por ejemplo, solo el llamado modelo de “inflación-dinero” contiene una referencia explícita al efecto dinero (M1) sobre la inflación, encontrándose una elasticidad de 0.84 sobre la inflación. El resto de los modelos de seguimiento hace énfasis en factores relacionados con la “inflación de costos”, tales como los salarios, la capacidad instalada y la devaluación. La elasticidad encontrada en este modelo de “salarios-dinero” es significativamente superior al valor de 0.40-0.44 reportado en los trabajos para las décadas anteriores, luego es posible que el factor inercial se hubiera acentuado a lo largo de los años noventa. Sin embargo, a nivel de la base no parece existir un efecto “muestral”, pues la elasticidad reportada en Misas et. al. (1999) se mantiene en el mismo valor de 0.52 encontrada por ella misma para los años ochenta.

Por todas estas razones de incertidumbre y sensibilidad de los resultados en la relación inflación/dinero, resulta de vital importancia que el marco de operatividad de la política monetaria sea uno flexible y global respecto de las instancias cambiarias, financieras y

crediticias. En mi opinión, desconocemos los parámetros “profundos” de la política monetaria y sus alteraciones estructurales están prontas a manifestarse debido al nuevo régimen cambiario. No en vano, los pronósticos de inflación de corto plazo han estado gobernados por los modelos inerciales tipo ARIMA, los cuales no recogen los puntos de giro de la economía. En este sentido, un marco de operación como el de “inflación objetivo” resulta ser una buena opción para implementar la política monetaria con atención a factores que vayan mas allá de los “corredores monetarios”.

Es frecuente que los bancos centrales cuenten con uno o varios modelos macroeconómicos de referencia que guían la toma de decisiones, mas allá del impacto netamente inflacionario. Sin embargo, los grandes modelos de ecuaciones simultaneas han caído en desuso debido a su bajo poder predictivo, pero en su defecto se han construido pequeños modelos dinámicos de corto plazo que guían dichas decisiones (Blinder, 1998 p. 7 y 27). Es claro que el equipo técnico del Banco de la República tiene una doble tarea hacia el futuro en este campo: por un lado, deben continuarse los fructíferos esfuerzos que se han hecho por mejorar los pronósticos de la inflación, en el marco de los llamados modelos estructurales (Castaño y Melo, 1998) y, de otra parte, se deben construir o evaluar los modelos existentes macroeconómicos (preferiblemente tipo VAR-estructurales y no de equilibrio general) con el fin de mejorar el entendimiento del ambiente macroeconómico en el cual se deben tomar medidas monetarias, cambiarias y crediticias.

## ANEXO 3

Criterios de Selección de Regímenes Cambiarios

Con los inicios de la apertura económica durante la segunda mitad de la Administración Barco, se acentuó el debate sobre la secuencia de la liberación comercial y cambiaria. En particular, se debatía el régimen cambiario mas adecuado a la luz de la velocidad y secuencia de dicha liberación. Durante el periodo 1997-99 (septiembre), debido a la turbulencia internacional y su impacto sobre el sistema de bandas cambiarias, se abordaron nuevamente diversas discusiones que de cierta manera replicaron el debate de principios de los años noventa.

A este respecto resulta pertinente resumir aquí el debate que se tuvo en el año 1990-91, donde los factores determinantes para la escogencia del régimen cambiario (administrado/flotante) tenían que ver con los tipos de choques (monetario/real), con la cuenta de capitales (cerrada/abierta) y con la credibilidad del sistema (alta/baja). El común denominador es que a principios de la década se tenían las condiciones que aconsejaban mantener un sistema Administrado: los choques eran fundamentalmente de tipo monetario; la cuenta de capital era relativamente cerrada (con controles de capital) y la credibilidad del sistema de mini-devaluaciones o de bandas cambiarias (1994-96) era alta. En esa fecha existió relativo consenso sobre las bondades de un régimen administrado en Colombia (Nail, 1991), a pesar de que se iniciaban experimentos revolucionarios, para la época, tales como la fijación de la paridad en Argentina (1991) y la flotación del nuevo sol en Perú (1991).

Cuadro 3A

¿Qué Régimen Cambiario Escoger?		
	Administrado	Flotante
A. Tipo de Choques Monetarios Reales	XXX	XXX
B. Flujos de Capital Cerrado Abierto	XXX	XXX
C. Credibilidad Alta Baja	XXX	XXX
Fuente: Nail (1991)		

El punto fundamental que resumen el cuadro 3 A es que las condiciones habían cambiado fundamentalmente desde 1998, pues ahora los choques habían sido principalmente de origen real, los flujos de capital se habían tornando mas abiertos y, tal vez lo mas importante, la credibilidad del sistema de bandas era baja desde finales de 1997. Todos estos factores aconsejaban ir flexibilizando el régimen cambiario, probablemente con una velocidad mayor a la observada. Esta flexibilización se inició desde Septiembre de 1998 y culminó con la flotación final del peso a partir de septiembre de 1999 (Banco de la República, 1999b).

## REFERENCIAS

- Banco de la República (1999a) Informe Adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República (Octubre).
- Banco de la República (1999b) “Modelos Estructurales de Pronóstico de la Inflación” Departamento de Investigaciones Económicas (Documento de Trabajo).
- Blinder, A. (1998) Central Banking in Theory and Practice (MIT Press).
- Cardona, C.H., A. Pontón y E. Sarmiento (1998) “Evidencia sobre Desinflaciones: Experiencia Internacional” Borradores de Economía (No. 102, Banco de la República).
- Castaño, E. y L.F. Melo (1998) “Métodos de Combinación de Pronósticos: Una Aplicación a la Inflación Colombiana” Borradores de Economía (No. 109, Banco de la República).
- Clavijo, S. (1996) “Crecimiento Inflación y Desempleo: Un Balance de los Logros del Periodo Post-Apertura 1990-96” Banca y Finanzas (ASOBANCARIA, Oct.-Dic., No.42).
- Clavijo, S. (1998) Política Fiscal y Estado en Colombia (UNIANDES-Banco de la República).
- Clavijo, S. (1999) “Bases de la Programación Macroeconómica 1999-2002” (Documento Presentado ante el XVIII Congreso Cafetero, Diciembre).
- Clavijo, S. y H.J. Gómez (1988) "Selección y Control de Agregados Monetarios Optimos" Ensayos Sobre Política Económica (Diciembre).
- Cobo, A. (1999) “La Relación Dinero – Precios en Colombia: Una Breve Revisión Bibliográfica” (Banco de la República, Nota de Trabajo).
- De Juan, A. (1999) “Clearing the Decks: Experiences in Banking Crisis Resolution” The Journal of International Banking Regulation (Vol. 1, No.3).
- Debelle, G., P. Masson, M. Savastano, and S. Sharma (1998) Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy – Economic Issues (International Monetary Fund, No. 15, September).
- Dominguez, K. M y J. A. Frankel (1993) Does Foreign Exchange Intervention Work? (Institute for International Economics, Washington D. C.).
- Dornbusch, R. y S. Fischer (1992) “Inflación Moderada” Ensayos sobre Política Económica (Banco de la República, Junio).
- Galindo, A. (1993) “Una Nota sobre la Relevancia del Control Monetario en Procesos de Estabilización” Ensayos sobre Política Económica (Diciembre).
- GRECO (1999) “El Crecimiento Económico Colombiano en el Siglo XX: Aspectos Globales” Borradores de Economía (No. 134, Grupo de Estudios del Crecimiento Económico Colombiano, Banco de la República).
- Grilli, V. , D. Masciandaro, and G. Tabellini (1991) “Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries” Economic Policy, No. 13.
- Haldane, A. G. (1999) “Targeting Inflation: The UK in Retrospect” ” (Bank of England, Documento Presentado en el Seminario sobre Inflation Targeting, Noviembre).
- Hernández, A. y L.B. Flórez (1999) “Aclaración de Voto de los Co-Directores: Sesión del 25 de Septiembre de 1999” Revista del Banco de la República (Octubre).
- International Monetary Fund (1999a) “Inflation Targeting – Implications for IMF Conditionality” (SM/99/296, December).

- International Monetary Fund (1999b) “IMF Conditionality in the Context of Inflation Targeting – The Case of Brazil” (SM/99/296-Supplement 1, December).
- Jadresic, E. (1999) “Inflation Targeting and Output Stability” IMF Working Paper (WP/99/61, April).
- Jaramillo, C.F. et. al. (1999) “La Inflación Básica en Colombia: Evaluación de Indicadores Alternativos” Borradores de Economía (No. 136, Banco de la República).
- Kalmanovitz, S. (1999a) “Los Efectos Económicos de los Fallos de la Corte Constitucional” (Banco de la República, Octubre).
- Kalmanovitz, S. (1999b) “La Crisis del Modelo Colombiano” (Banco de la República, Diciembre).
- Krugman, P. (1999) “It’s Back: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap” (Brookings Paper, Disponible en internet).
- Leiderman, L. and H. Bar-Or (1999) “Monetary Policy Rules and Transmission Mechanisms Under Inflation Targeting in Israel” (Banco de la República, Documento Presentado en el Seminario sobre *Inflation Targeting*, Noviembre).
- Ma, H. (1998) “Inflation, Uncertainty, and Growth in Colombia” IMF Working Paper (WP/98/161, November).
- McDonough, W.J. (1994) “An Independent Central Bank in a Democratic Country: The Federal Reserve Experience” Quarterly Review FRB-NY (Spring).
- McNees, S.K. (1987) "Prospective Nominal GNP Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy" New England Economic Review (Federal Reserve Bank of Boston, September/October).
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público – Banco de la República (1999) Acuerdo Extendido de Colombia con el Fondo Monetario Internacional (Diciembre).
- Misas, M. y R. Suescun (1993) “Funciones de Demanda de Dinero y el Comportamiento Estacional del Mercado Monetario” Ensayos Sobre Política Económica (Junio).
- Misas, M., E. López y L.F. Melo (1999) “La Inflación desde una Perspectiva Monetaria: Un Modelo P\* para Colombia” Borradores de Economía (No. 133, Banco de la República).
- Mishkin, F. S. and A. S. Posen (1997) “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries” Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York, August).
- Nail, A. (1991) “La Escogencia del Régimen Cambiario” Estrategia Económica y Financiera (Diciembre)
- Ortega, F. (1996) "La Banca Central en la Constitución de 1991" en Constitución Económica Colombiana (Bibliotheca Millenio, Navegante Editores).
- Partow, Z. (1995) “Una Investigación Empírica Sobre el Impacto de la Inflación en el Crecimiento Económico de Colombia” Borradores de Economía (No. 17, Banco de la República).
- Poole, W. (1999) “Monetary Policy Rules” Review (Federal Reserva Bank of St. Louis, March/April).
- Siklos, P.L. (1999) “Inflation-Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries” Review (Federal Reserva Bank of St. Louis, March/April).
- Svensson, L.E.O. (1999) “Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?” Journal of Money, Credit, and Banking (August).
- Taylor, J. B. (1993) “Discretion versus Policy Rules in Practice” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy (No. 39).

- Flórez, L.B. (1997) “En la Junta Directiva del Banco: Algunas Experiencias y Reflexiones” Cuadernos de Economía (No. 27, Departamento de Teoría y Política Económica, Universidad Nacional de Colombia)
- Treasury of England (1999) “The New Monetary Policy Framework” (Disponible en [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk)).
- Uribe, J.D. (1994) “Inflación y Crecimiento Económico en Colombia” Borradores de Economía (No. 1, Banco de la República).
- Uribe, J.D., J. Gómez y H. Vargas (1999) “Strategic and Operational Issues in Adopting Inflation Targeting in Colombia” (Banco de la República, Documento Presentado en el Seminario sobre *Inflation Targeting*, Noviembre).
- Urrutia, M. (1999) “La Autonomía del Banco de la República y el Reciente Fallo de la Corte Constitucional” Revista del Banco de la República (Agosto).
- Urrutia, M. y M. T. Ramírez (1992) “Medios de Pago, Reservas Internacionales, Crédito e Inflación” Coyuntura Económica (Fedesarrollo, Julio)
- Villar, L. (1999) “Política Cambiaria en un Proceso de Ajuste Ordenado” Revista del Banco de la República (Octubre).
- Walsh, C. E. (1993) “Central Bank Strategies, Credibility, and Independence: A Review Essay” Journal of Monetary Economics, No. 32.