

---

# LA POLÍTICA MONETARIA EN 1997

*Por: Antonio Hernández Gamarra\**

**L**os propósitos de este trabajo son exponer las bases conceptuales sobre las cuales se diseña la política monetaria que sigue el Banco de la República, examinar la magnitud y el origen de la expansión monetaria de 1997, sopesar el argumento que explica la devaluación del año pasado con base en dicha expansión, para terminar con un examen sobre el curso probable de la tasa real de cambio durante este año.

## ***I. BASES CONCEPTUALES DE LA POLÍTICA***

En Colombia, en desarrollo del mandato constitucional, el objetivo último de la política monetaria es lograr la reducción de la inflación.

Propósito para el cual se prevé que la base monetaria deberá mantenerse dentro de límites previamente definidos, al tiempo que se establece una banda cambiaria en el interior de la cual puede fluctuar la tasa de cambio.

A diferencia del corredor monetario y de la banda cambiaria, que constituyen las metas intermedias de la política, no se establecen límites dentro de los cuales la Junta se comprometa a mantener la tasa de interés, pues ella es el principal instrumento que se utiliza para lograr el cumplimiento de dichas metas.

### **A. Política monetaria**

Si bien la Base constituye la meta intermedia de la política monetaria, lo que la Junta busca con ella es suministrar una liquidez global compatible con el logro de la meta de inflación y con el funcionamiento del aparato productivo.

La liquidez global se mide a través de un agregado que incluye el efectivo en poder del público, los pasivos sujetos a encaje y los bonos emitidos por los intermediarios financieros. (Por brevedad, de aquí en adelante ese agregado se denominará M3 más bonos).

De esta consideración resulta claro que el manejo de la Base como meta intermedia

---

presupone una relación predecible entre ella y M3 más bonos, pues de lo contrario el crecimiento de la Base puede ser incompatible con el objetivo de suministrar un adecuado volumen de liquidez a la economía.

Para que el crecimiento de las dos variables no difiera más allá de lo programado se precisa el cumplimiento de dos condiciones: a) estabilidad en el crecimiento de la demanda por efectivo *vis á vis* la demanda por reservas bancarias, y b) estabilidad en el crecimiento del multiplicador de estas últimas (véase Anexo A).

La primera condición subraya que dada una meta de Base la sustitución entre el efectivo y las reservas bancarias es irrelevante, lo cual no es el caso para el agregado monetario ampliado, puesto que la sustitución de una unidad de reserva bancaria en favor de más efectivo conduce a una contracción de ese agregado.

La segunda condición pone de presente que, aún frente a una estabilidad del crecimiento del efectivo *vis a vis* el crecimiento de las reservas bancarias, se requiere que la expansión secundaria no se desvíe de lo programado.

Cuando esas condiciones se cumplen la selección entre el M3 más bonos o la base monetaria como la variable intermedia<sup>1</sup>, a través de la cual se inducen los cambios en el nivel de precios, se vuelve irrelevante.

Dada la más oportuna información que se tiene sobre la Base, el escaso control que se ejerce sobre la composición de los pasivos sujetos a encaje y el disímil régimen de re-

servas a que ellos están sometidos, la Junta ha optado por escoger la base monetaria como su meta intermedia, pero comprometiéndose a observar la relación que ella guarda con el M3 más bonos y las divergencias que puedan presentarse entre sus tasas de crecimiento.

Posiblemente la mejor manera de entender ese compromiso es mediante la descripción del procedimiento que se sigue para construir el corredor de la base monetaria.

Para ello, primero, con base en la meta de inflación, en el crecimiento esperado del PIB y teniendo en cuenta los cambios esperados en la velocidad de circulación del agregado, se define la meta de crecimiento de M3 más bonos.

Obtenido ese resultado se utilizan diversos modelos para predecir el crecimiento de cada uno de los pasivos que integran el M3 más bonos<sup>2</sup>, a partir de los cuales y dados los coeficientes de encaje se determina la demanda por reservas bancarias, la cual, conjuntamente con la estimación de demanda por efectivo determina la demanda por base monetaria. (Uribe, 1998).

A los crecimientos de M3 más bonos y base monetaria así estimados se añade una variación de más o menos 3% para obtener los corredores monetarios<sup>3</sup>.

De este procedimiento queda entonces claro que tras el compromiso de la Junta con el corredor de la base monetaria subyacen la meta de inflación, las proyecciones del crecimiento económico y el cálculo de la demanda por di-

---

nero (M3 más bonos), de las reservas bancarias, de la demanda por efectivo y del multiplicador de la Base respecto a M3 más bonos.

Variaciones significativas en los estimativos de cualquiera de esas variables podrían dar lugar a cambios en el corredor de la Base.

Bajo el supuesto que la relación entre la Base y el M3 más bonos se comporta de acuerdo con lo inicialmente proyectado, el objetivo operacional de la política será mantener la Base dentro de los límites de su corredor.

A ese fin, de un lado, el incremento en la demanda por base se estima como la diferencia entre la Base observada en un momento dado y el punto medio del corredor en el futuro<sup>4</sup>. De otra parte, las fuentes netas u orígenes de la expansión de la Base se estiman separadamente a partir de las operaciones de la Tesorería General de la República que tienen incidencia en la Base, de los efectos previsibles de las operaciones cambiarias y de los movimientos en las operaciones propias del Banco (sea que ellos hubiesen tenido origen en la atención previa de operaciones monetarias o en sus actividades administrativas).

Si existe un exceso de demanda el Banco está dispuesto a ofrecer liquidez ilimitadamente a la tasa de interés máxima que tenga establecida. Si de las proyecciones resulta un exceso de oferta de Base el Banco recibe liquidez a la tasa de interés mínima previamente fijada. Así, se controla, en teoría, la volatilidad de la tasa de interés<sup>5</sup>.

El procedimiento así establecido permite, sin embargo, que la Base se salga transitoriamente

de su corredor, bien porque el mismo no predice adecuadamente, día a día, la demanda o por una deficiente estimación de las fuentes de oferta.

Si tales desviaciones son transitorias la Junta dejará que los desajustes se autocorrijan. Si las desviaciones tienden a volverse permanentes, y no existen perturbaciones en el mercado cambiario y la inflación proyectada hace prever el cumplimiento de la meta<sup>6</sup>, la Junta tratará de corregir el exceso (defecto) de demanda de Base mediante una elevación (baja) en el nivel de las tasas de intervención del Banco.

De esta manera las tasas de interés son el instrumento de intervención en el mercado monetario y no constituyen meta alguna de la política.

## **B. Política cambiaria**

Por lo que hace a la política cambiaria, la tasa de cambio nominal se determina en el interior de una franja cuyos parámetros para el período subsiguiente define la Junta al final de cada año.

La existencia de este tipo de franja supone que la autoridad monetaria no está dispuesta a sacrificar el control de la política monetaria en aras de la existencia de un tipo de cambio nominal, o, por el contrario, a tener total control sobre la cantidad de dinero dejando que el tipo de cambio flote completamente.

Como ha señalado el profesor John Williamson, implícitamente, el sistema de franjas o bandas cambiarias conlleva un com-

---

promiso entre el control de la inflación y la búsqueda de una tasa de cambio “apropiada” en términos de la competitividad internacional del país y supone que la movilidad de capitales pone límites a la capacidad de la autoridad cambiaria para fijar una meta específica de tasa de cambio nominal (Williamson, 1995).

En palabras de Villar, la política cambiaria así establecida da “una señal clara al mercado sobre el rango en el cual se considera que se encuentra la tasa de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo. De esta forma se busca que el mercado no genere fluctuaciones excesivas que puedan atentar contra las metas de inflación, como sucedería si se superara el límite de arriba de la banda cambiaria, ni contra la sostenibilidad de la balanza de pagos, si la tasa de cambio bajara por debajo del piso de la misma” (Villar, 1998, p. 9).

Los parámetros fundamentales de un régimen cambiario basado en un sistema de banda son la moneda de referencia sobre la cual se fija el tipo de cambio, el nivel inicial de la tasa en el centro de la banda, el ancho de esta última y su pendiente.

La moneda o canasta de monedas sobre las cuales se determina la referencia depende de la diversificación del comercio del país. En nuestro caso la moneda de referencia es el dólar de los Estados Unidos.

Para fijar el nivel central de la banda es necesario estimar el grado hasta el cual la tasa vigente con anterioridad difiere de los niveles de equilibrio de mediano plazo. Dicho nivel fue fijado a fines de 1993, tomando en

consideración lo observado en el período 1986-1989, el cual se consideró como un nivel adecuado.

En lo que se refiere a la amplitud de la banda cambiaria, ella está influida por el grado de incertidumbre respecto de los choques que tienden a afectar la tasa de cambio real y por el grado de control que se desee tener sobre la cantidad de dinero. Mientras más ancha sea la banda mayor control existe sobre la cantidad de dinero en circulación. El ancho establecido a finales de 1994 y preservado desde 1995 (más o menos 7 por ciento) se considera apropiado para efectos del control monetario.

La tasa de crecimiento de la banda, o sea la pendiente, está determinada por la inflación interna esperada, la inflación internacional y las variaciones en la productividad nacional en relación con el resto del mundo.

Vale la pena anotar que en adición a estos criterios se ha establecido que el Banco de la República intervendrá en el interior de la banda con el fin de suavizar volatilidades extremas de la tasa de cambio en el muy corto plazo.

Cuando la tasa de cambio está en el límite superior de la banda y el banco central disminuye sus reservas internacionales la tasa de interés tenderá a subir y por el contrario, cuando está en el piso y se adquieren reservas internacionales tenderá a bajar, debido al impacto que sobre la liquidez agregada de la economía tienen esos casos límites. De esta forma las variaciones en las tasas de interés contribuyen a regular el mercado cambiario.

A ese propósito también coadyuvan los controles sobre el endeudamiento externo, en la medida en que los cambios en su regulación modifican los incentivos que afectan la oferta de divisas en el muy corto plazo.

### C. Consistencia de la política<sup>7</sup>

Como señala Uribe, en teoría, en una economía abierta expuesta al flujo internacional de capitales, pueden existir conflictos a la hora de intentar controlar simultáneamente los agregados monetarios, la tasa de cambio y la variabilidad de la tasa de interés, debido a que bajo esas condiciones las políticas monetaria y cambiaria son interdependientes.

En efecto, los márgenes dentro de los cuales puede fluctuar la tasa interna de interés están determinados por la tasa externa y los límites a la devaluación que impone la banda cambiaria, si ella es creíble.

A su vez, dada la elasticidad-interés de la demanda por liquidez, la franja de tasas de interés determina el diseño del corredor moneta-

rio. Ello obedece a la endogeneidad de la oferta de la base monetaria, dado el supuesto de la movilidad internacional de capitales.

Por lo tanto, la coherencia de la política requiere que se tenga en cuenta la existencia de esas relaciones recíprocas y que se asignen claras prioridades a la hora en que se presenten conflictos.

Consciente de esa dificultad la Junta Directiva del Banco de la República ha señalado que la primera de sus prioridades es mantener la base monetaria si se encuentra que la liquidez total de la economía es consistente con la meta de inflación<sup>8</sup>, en tanto que, en caso de conflictos, el primer corredor en ser abandonado será el de tasas de interés.

## II. MAGNITUD, ORIGEN Y CARACTERIZACION DE LA EXPANSION MONETARIA EN 1997

El Cuadro 1 muestra el crecimiento de la base monetaria y de M3 más bonos durante 1997.

Cuadro 1  
Crecimiento de los agregados monetarios en 1997  
Metas y resultados  
(Porcentajes)

	Metas 1/	Resultados
<b>A fin del período</b>		
Base	16,4 - 23,6	25,0
M3 más bonos	18,9 - 26,0	25,0
<b>Promedios anuales 2/</b>		
Base	8,1 - 14,7	12,7
M3 más bonos	22,2 - 29,7	26,4

1/ De acuerdo con los respectivos corredores. La meta inicial de base era inferior en 3 puntos, como se explica en el texto. La meta de M3 no fue modificada durante el año.

2/ Tasas de crecimiento de la cifra promedio anual a partir del valor semanal observado.

Fuente: Banco de la República.

De las cifras se deduce que el agregado monetario ampliado (M3 más bonos) se comportó de acuerdo con la meta establecida, sea que la medición se efectúe con relación a las cifras puntuales del fin del año o con respecto a las cifras promedio.

En el caso de la Base el resultado medido por las cifras promedio estuvo acorde con la meta, no así la cifra puntual cuyo nivel resultó 1,4% superior a lo esperado.

Este último resultado, unido a la mayor expansión de la Base respecto a su crecimiento en 1996 y a la aceleración de su crecimiento a partir de marzo de 1997, (Gráfico 1) ha creado alguna confusión entre los analistas

y conducido a juicios erróneos sobre la magnitud y el origen de la expansión monetaria del año pasado, la cual ha sido calificada en ocasiones de laxa.

Lo que se observó a partir de marzo de 1997 fue, al mismo tiempo, la aceleración del crecimiento de la Base y una caída compensatoria en el multiplicador, lo cual produjo estabilidad en el crecimiento del agregado ampliado. Nunca antes durante esta década fue más regular la inyección de recursos líquidos a la economía que lo observado entre marzo y octubre de 1997 (Gráfico 2).

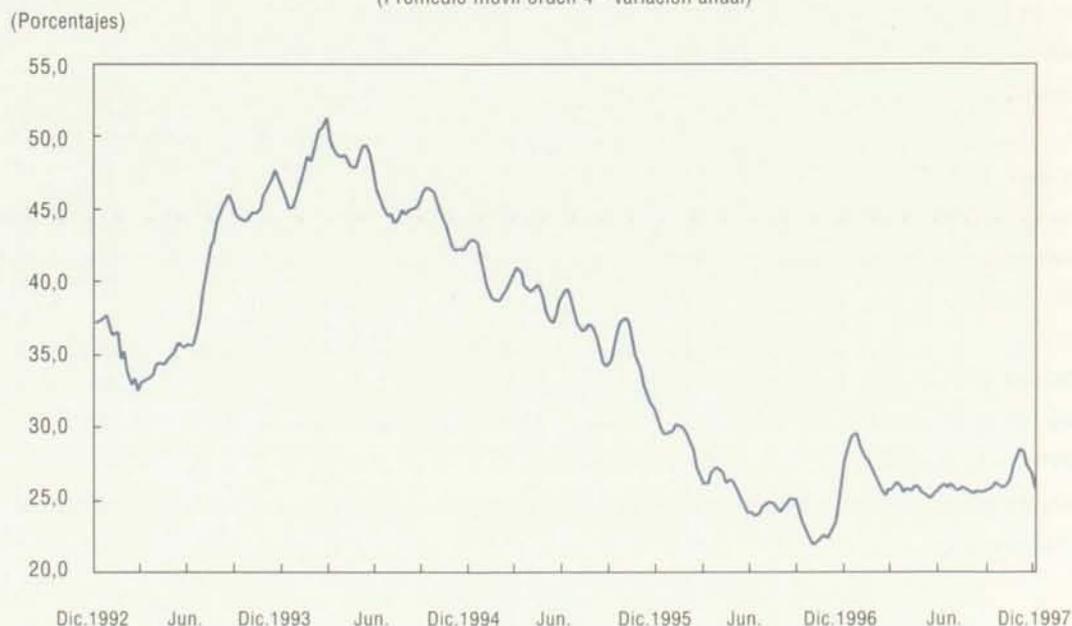
Estabilidad que se observa igualmente en el desenvolvimiento de M3 más bonos respec-



Gráfico 2

**M3 más bonos**

(Promedio móvil orden 4 - variación anual)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

to a su corredor a lo largo del año pasado y principios de 1998 (Gráfico 3).

La evolución de la tasa de crecimiento del agregado ampliado no permite afirmar, entonces, que durante 1997 se hubiese producido un "relajamiento" de la política monetaria.

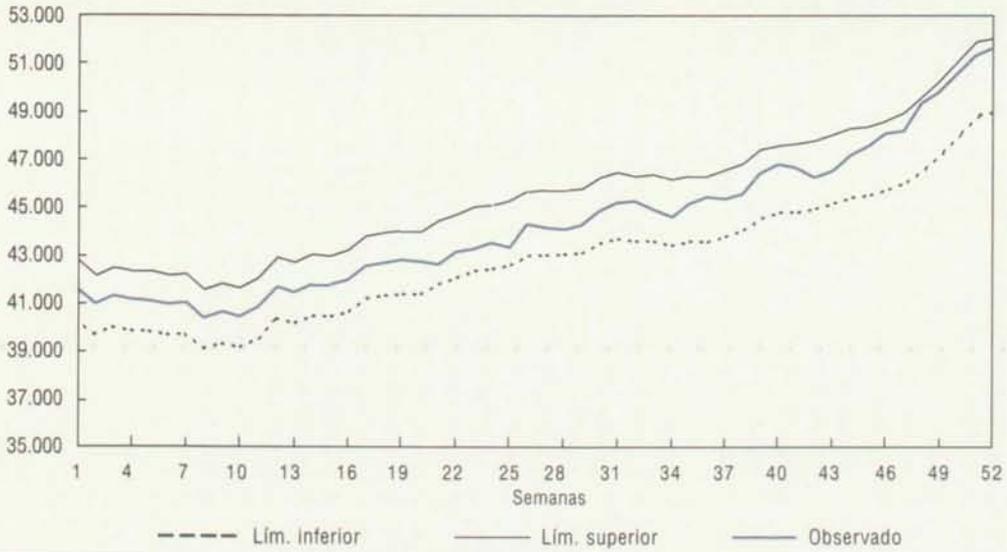
Dejando a un lado las motivaciones ideológicas, los juicios sobre la laxitud de la política parecen motivarse en el cambio del corredor de la Base que la Junta introdujo en el mes de abril de 1997. Ello obedece a una escasa comprensión sobre las bases conceptuales de la política seguida por la Junta y del verdadero objetivo de la corporación respecto al control

de la liquidez. Como se explicó en la anterior sección, lo que la Junta busca no es el control de la Base *per se* sino el suministro de un adecuado nivel de liquidez a la economía.

Como en abril de 1997 M3 más bonos se encontraba dentro de su respectivo corredor y era razonable esperar el cumplimiento de la meta de inflación, no había razón alguna para endurecer la política monetaria.

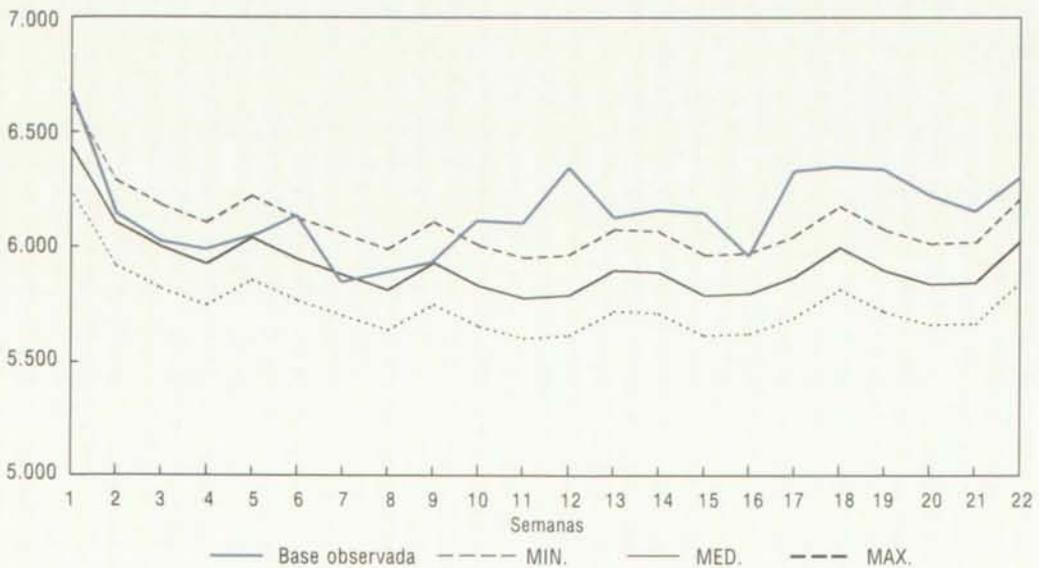
No obstante, la Base empezaba a salirse de su corredor original (Gráfico 4) debido a que el efectivo en poder del público mostraba un crecimiento más acelerado que el originalmente previsto (Gráfico 5).

**Gráfico 3**  
**Evolución del M3 más bonos y su respectivo corredor, 1997**  
 (Miles de millones de pesos)



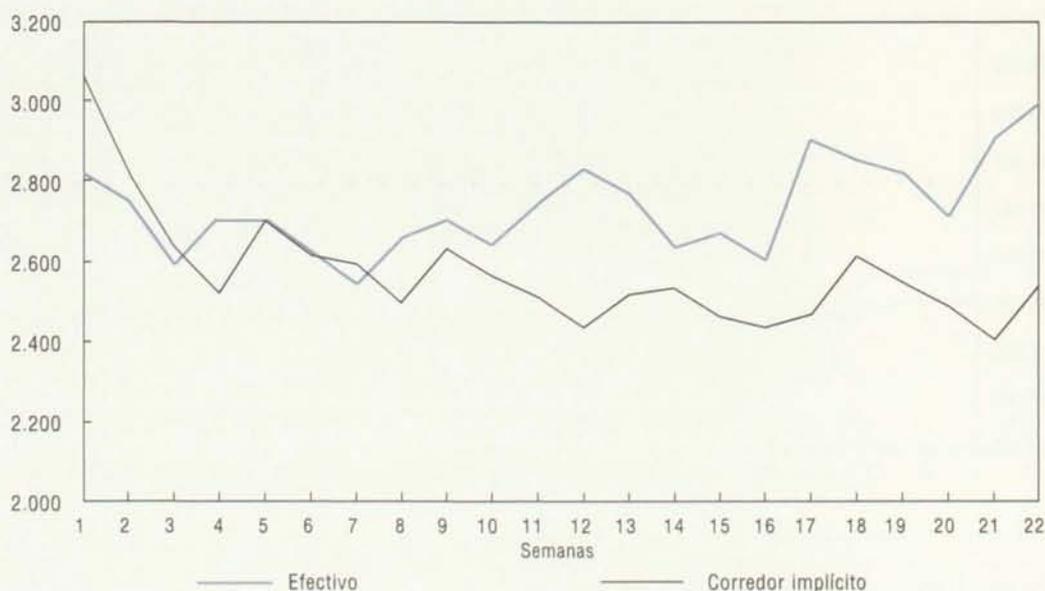
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

**Gráfico 4**  
**Base monetaria y corredor enero-mayo de 1997**  
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Gráfico 5  
**Efectivo y corredor implícito, enero-mayo, 1997**  
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Este comportamiento, y la menor dinámica que le imponía al multiplicador de M3 más bonos la prevista estabilidad del régimen de encajes, cambió el origen de la liquidez total existente en la economía.

Hasta mayo de 1997 el elemento dinámico del origen de la liquidez fue el multiplicador. A partir de entonces el crecimiento de la base sería, hasta fines del año de 1997, el elemento determinante para suministrar el crecimiento de la liquidez (véase Gráfico 6 y Anexo 1).

Mientras que el comportamiento del coeficiente de reservas estaba previsto por la decisión expresa de la Junta de no introducir

modificaciones a los encajes, el alza en la demanda por efectivo se presentó en forma sorpresiva<sup>9</sup>.

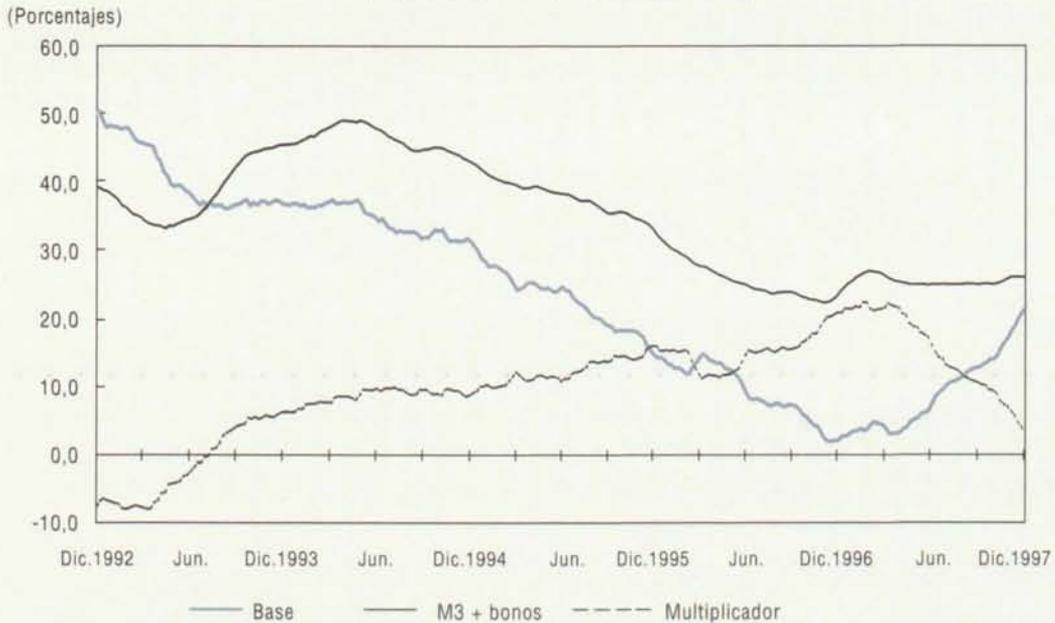
El dilema que enfrentó en ese momento la autoridad monetaria fue bastante claro. O se optaba por modificar el corredor de la Base para no afectar la liquidez de la economía o se validaba un cambio en su composición, lo cual hubiese conducido a una liquidez menor que la prevista en el programa macroeconómico.

La Junta optó por cambiar el corredor de Base porque su verdadera meta intermedia es la liquidez global en la economía y cuando hay divergencias, más allá de lo programado, entre el crecimiento de M3 más bo-

Gráfico 6

**M3 más bonos, base monetaria y multiplicador**

(Promedio móvil orden 13 - variación anual)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

nos y el crecimiento de la base, sin que la meta de inflación o el crecimiento previsto en la economía hayan cambiado, predomina el objetivo de mantener al agregado ampliado dentro de su corredor.

Si la presunta laxitud de la política monetaria no puede sustentarse con base en la aceleración del suministro de la liquidez global a la economía a lo largo del año, es posible que la afirmación esté orientada a cuestionar más bien el programa macroeconómico. Esto es, la meta inicial de expansión de M3 más bonos en relación con el crecimiento del PIB nominal o la meta de inflación. El Cuadro 2 presenta la información relevante a este respecto.

El exceso teórico de expansión monetaria se define como la diferencia entre el crecimiento de la liquidez total (M3 más bonos) y el crecimiento del PIB real más la meta de inflación<sup>10</sup>. Bajo este criterio, por demás ortodoxo, 1997 fue el año de menor exceso de expansión monetaria desde el inicio de la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad independiente.

Ese resultado no es casual. Comprometida como ha estado en la lucha contra la inflación la Junta Directiva fija crecimientos nominales de la liquidez que guarden relación con el PIB nominal y por lo tanto las metas son cada vez menores<sup>11</sup>.

Cuadro 2  
**Exceso teórico de expansión monetaria**  
 (Cifras porcentuales anuales)

Años	M3 más bonos 1/	PIB real	Meta de inflación	Exceso teórico de expansión monetaria
1992	41,9	4,0	22,0	15,9
1993	39,9	5,4	22,0	12,4
1994	46,0	5,8	19,0	21,2
1995	36,9	5,7	18,0	13,2
1996	25,6	2,0	17,0	6,6
1997	26,3	3,2	18,0	5,1

1/ Tasas de crecimiento de los promedios anuales calculados con base en las cifras semanales.

Fuente: Banco de la República.

A veces se argumenta que el análisis basado en las cifras promedios anuales (como las del Cuadro 2) no toman en consideración la aceleración del crecimiento de la liquidez durante el segundo semestre de 1997, ni tampoco presta atención a los crecimientos puntuales de los agregados monetarios.

Sobre el primero de estos argumentos cabe anotar que, como señala Villar, la liquidez de la economía se ha ido reduciendo sistemática y persistentemente en relación con el PIB. "De hecho, a comienzos de 1994 el crecimiento de M3 más bonos superaba en más de 15 puntos porcentuales el crecimiento nominal de la actividad productiva. Esa diferencia se redujo en 1995 y 1996 a niveles cercanos al 10% y al 5% respectivamente. En 1997 se siguió reduciendo, de tal forma que en el segundo semestre fue inferior al 1%" (Villar, 1998, p. 5). Véase el Anexo 2 y el Gráfico 7.

Ahora bien, refirámonos a la medición de la liquidez. La selección de los valores promedios anuales para medir el crecimiento monetario obedece a una razón estrictamente lógica. Tomando en consideración las magnitudes en que se expresan las variables presentes en la tautología cuantitativa, no existe ninguna otra manera de medir la cantidad de dinero (*variable stock*) existente en un período determinado para asociarla con el producto interno bruto nominal (*variable flujo*) que se transa durante ese período<sup>12</sup>.

Lo contrario conduciría a formular la relación entre el producto nominal por unidad de tiempo con la cantidad de dinero existente en un instante de ese tiempo, con lo cual la noción de velocidad media de circulación del dinero en un período determinado pierde toda significación económica.

Gráfico 7

## Diferencia entre el crecimiento de M3 más bonos y el PIB nominal



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Alguien podría argumentar que para fines "empíricos" la diferencia entre las tasas de crecimiento de los valores promedios y las tasas de crecimiento que se obtienen al medir las variables a fin de cada período resultan irrelevantes. Desde luego una consideración de este tipo debería establecer las razones que permiten observar esa regularidad estadística, pues de lo contrario el argumento no tendría sentido.

Por lo demás, como se observa en el Anexo 3, la diferencia entre los valores que se obtienen al medir de una u otra manera la cantidad de dinero pueden ser muy significativas.

Elaboradas esas precisiones se puede decir, en suma, que ni respecto a la variación de su nivel, ni respecto al corredor previsto para

su comportamiento, ni respecto al programa macroeconómico, la política monetaria de 1997 puede calificarse de laxa o relajada.

De lo que sí se puede calificar, en justicia, a esa política es de haber sido distinta, respecto a la del pasado reciente.

Para empezar, más allá de los análisis cuantitativos y del comportamiento del agregado monetario ampliado en un todo de acuerdo con el corredor inicialmente establecido, lo notable fue la estabilidad en las reglas con que operó la política. Dos indicadores confirman este aserto.

Durante la existencia de la Junta Monetaria fue lo usual que se dictara un promedio de

80 resoluciones al año con el propósito de regular la actividad monetaria, cambiaria y crediticia. A partir de 1992 ese número se ha disminuido significativamente habiéndose producido descensos adicionales en 1995 y 1996. El número de resoluciones expedido por la Junta durante 1997 fue sólo la mitad de las emitidas en 1995 y 1996. (Véase Anexo 4 y Gráfico 8).

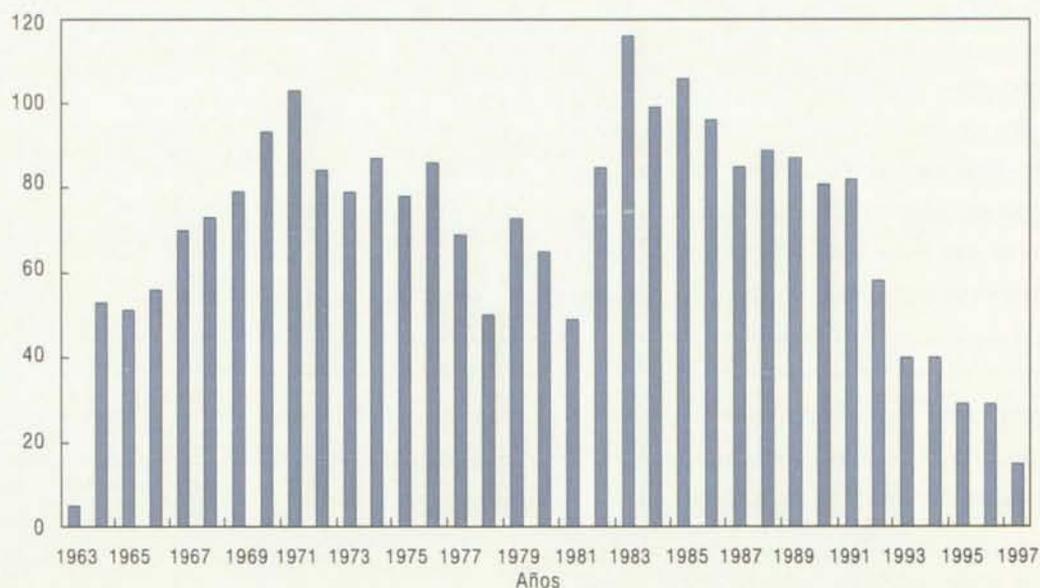
Un menor número de resoluciones de parte de la Junta significa que la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia ha intervenido menos el funcionamiento del sistema monetario, cambiario y crediticio y que no estuvo sometida, o no aceptó, presiones de los sectores interesados, lo cual fortalece su independencia. Después de todo no se puede

juzgar esa independencia solamente frente al poder ejecutivo, sino también respecto a los intereses del sector privado y en especial del sector financiero.

De otra parte, 1997 fue el primer año, durante los últimos treinta, en que no se produjo cambio alguno en el régimen de encaje o en la manera como él afecta la composición del balance bancario. En vista de que los encajes determinan el reparto del impuesto por inflación entre el Estado y los bancos oferentes de depósitos en cuentas corrientes, esa estabilidad es muy significativa pues conlleva menores pujas por el reparto de ese impuesto.

Finalmente, al establecer la política monetaria para 1998 se aceptó, por primera vez des-

Gráfico 8  
**Número de resoluciones externas por año desde 1963**  
 (Junta Monetaria y Junta Directiva)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

de cuando existe la Junta Directiva como autoridad independiente, que los corredores de la base monetaria y del agregado ampliado se construirían a partir de los puntos medios de los corredores vigentes en 1997.

De esta manera se ratificó expresamente el compromiso de la Junta con un crecimiento cada vez menor en los agregados monetarios y lo que es muy importante, no se terminó validando, como fue el caso en los años anteriores, el crecimiento que tuvieron los agregados en las últimas semanas de 1997.

Por todo lo anterior, sin duda, debe concluirse que la política monetaria de 1997 fue distinta cuantitativa y cualitativamente a la que se siguió en los años inmediatamente anteriores.

### III. LA DEVALUACION NOMINAL DE 1997

A partir de la cotización del dólar definida en el punto medio de la banda cambiaria a finales de 1996 (\$1.080,57) la proyección de la tasa de cambio al término de 1997 fue la siguiente:

PISO	MEDIO	TECHO
1.155,67	1.242,66	1.329,64

A esa cifra se llegó utilizando un incremento del 15% entre los valores del punto medio y un ancho de más o menos 7% para estimar los puntos máximo y mínimo, respectivamente.

Dado que la tasa observada el 30 de diciembre de 1996 fue de \$1.005,41 la máxima devaluación nominal esperable era de 32,25% y la mínima de 14,94%.

Como al final de año la tasa de cambio ascendió a \$1.291,92, lo cual representó una devaluación nominal del 28,5%, resulta claro que, si bien en la parte cercana al techo de la franja cambiaria, esa devaluación era previsible y coherente con la política cambiaria establecida<sup>13</sup>.

No obstante, esa variación, cuya aceleración se produjo a partir de julio, fue notablemente alta en comparación con lo ocurrido desde 1992 (Gráfico 9 y Anexo 5).

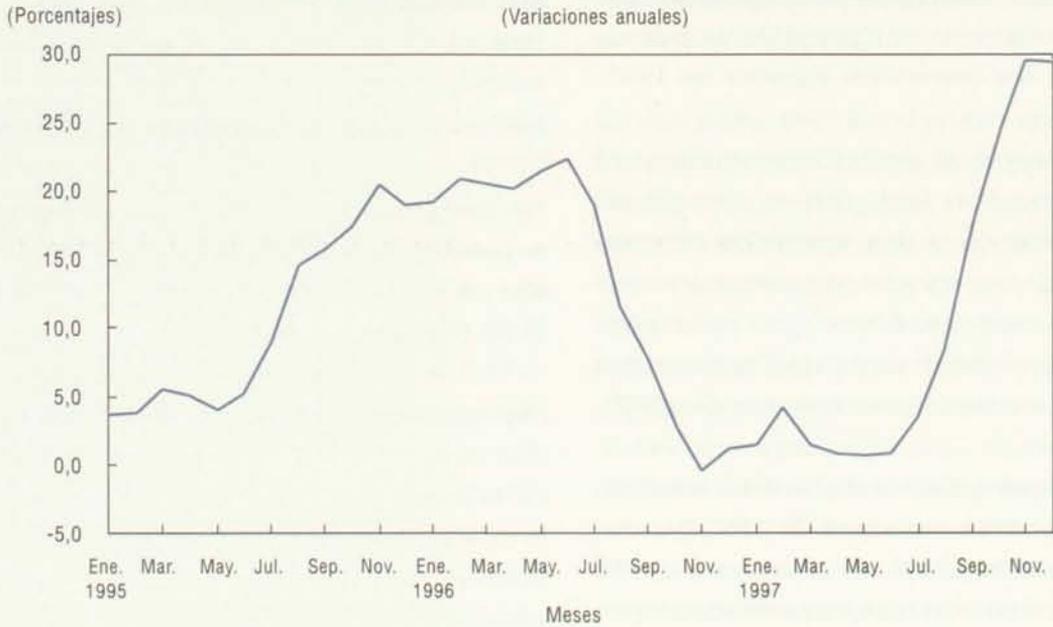
Algunos analistas han pretendido encontrar una explicación al fenómeno devaluacionista en la expansión monetaria del año pasado, la cual habría causado una baja en la tasa de interés y con ello presiones sobre la banda cambiaria.

La verdad es que la expansión monetaria, medida a través de M3 más bonos, no se relaciona en el muy corto plazo con la devaluación nominal como puede verse en el Gráfico 10.

Por lo que hace a la tasa de interés es necesario distinguir varias situaciones. En primer lugar, la tasa pasiva nominal de interés, medida por el DTF, que había alcanzado un pico en abril de 1995 descendió 3,6 puntos entre junio y diciembre de 1996, se redujo 4,9 puntos adicionales entre diciembre de ese año y junio de 1997 y luego se estabilizó alrededor del 22,7% hasta el final de año cuando inició un leve ascenso (Gráfico 11 y Anexo 6).

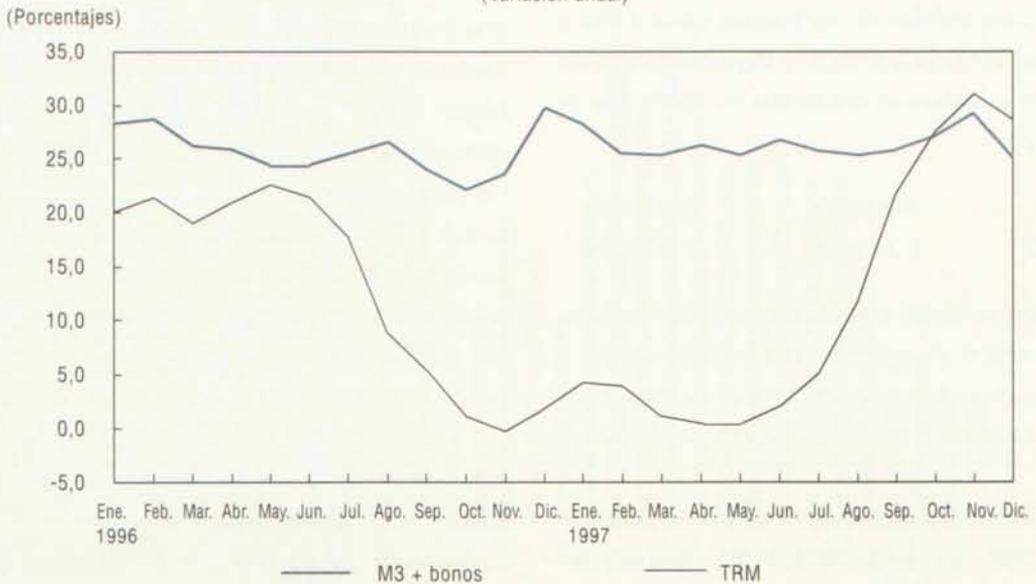
Sin embargo, debido a la disminución de la inflación la tasa pasiva real de interés se mantuvo bastante estable en 1997, luego de su pronunciado descenso durante 1996 (Anexo 7 y Gráfico 12).

Gráfico 9  
**Cotización promedio mensual del dólar de los Estados Unidos**  
 (Variaciones anuales)



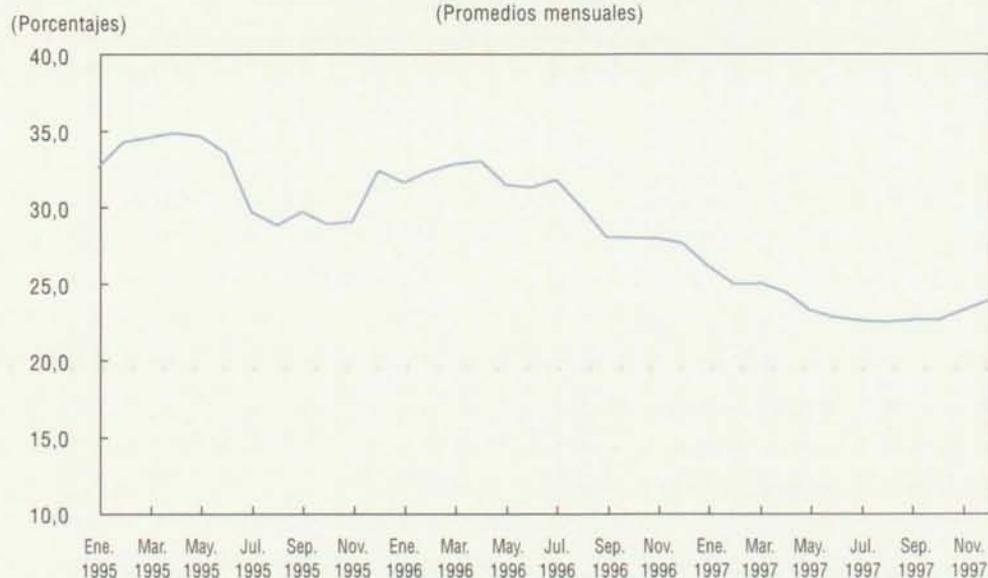
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Gráfico 10  
**M3 más bonos y tasa representativa del mercado**  
 (Variación anual)



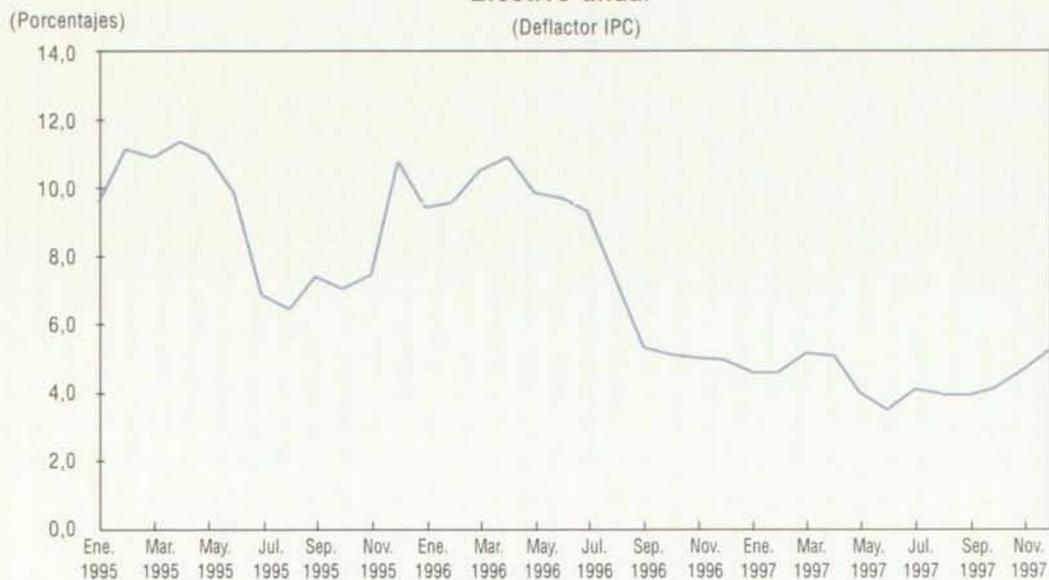
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Gráfico 11  
**Tasa de interés de los CDT - 90 días**  
**Efectivo anual**



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Gráfico 12  
**Tasa de interés real de los CDT - 90 días**  
**Efectivo anual**



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

---

En cuanto a las tasas activas, factores adicionales al comportamiento de las tasas pasivas contribuyeron a su descenso. Entre ellos vale la pena mencionar la mayor competencia bancaria que, al inicio del proceso, provocó una baja en el margen de intermediación para los deudores preferenciales, el menor costo del fondeo bancario<sup>14</sup>, y la escasa dinámica de la demanda por fondos prestables (Gráfico 13).

Todos estos factores presionaron un descenso del costo del endeudamiento en pesos, en momentos en que se encarecía el endeudamiento en moneda extranjera en virtud de la decisión adoptada por la Junta en mayo, mediante la cual el régimen del depósito sobre créditos a corto plazo se hizo más efectivo y por lo tanto más costoso<sup>15</sup>.

La reducción del costo del endeudamiento en pesos y el encarecimiento del endeudamiento externo a partir de la crisis asiática terminaron por modificar las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución futura del costo relativo del endeudamiento externo en relación con el interno.

Hasta entonces las expectativas habían sido revaluacionistas y por lo tanto positivo el flujo de endeudamiento externo privado neto. A partir de mayo la situación cambió y con ello se revirtió el flujo de endeudamiento privado el cual pasó a ser negativo como puede verse en el Gráfico 14 y el Anexo 8. De lo cual es también indicador el disímil comportamiento del endeudamiento privado en moneda nacional y extranjera. (Gráfico 13).

Por contraste, los fondos de capital extranjero mantuvieron en permanente ascenso el valor

de sus inversiones, excepto por una pequeña caída en el mes de noviembre (Gráfico 15).

De este análisis resulta claro que no es muy riguroso explicar la devaluación de 1997 por la sola expansión de la base monetaria, ya que al fenómeno concurren otros factores entre los cuales no resulta despreciable el modelo de formación de expectativa de los agentes económicos, el cual parece basarse en una sobrevaloración de la información del pasado reciente (Villar, 1988), y por lo tanto acentúa las presiones devaluacionistas cuando existen excesos de demanda en el mercado cambiario.

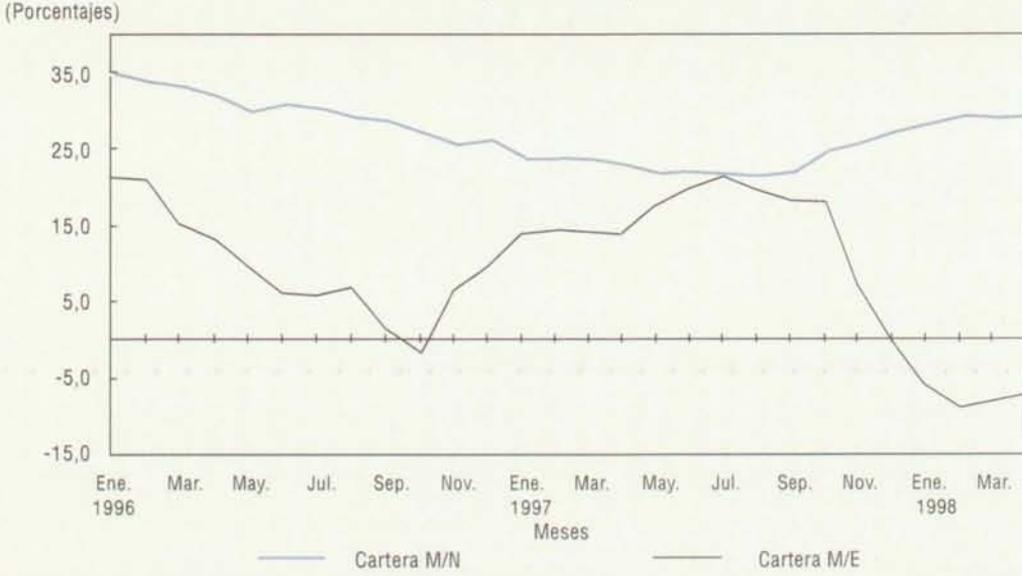
Si esos factores no fueran significativos, y el crecimiento de la base monetaria fuese en verdad el único elemento que explica la devaluación, desde febrero de 1998 la tasa de cambio se hubiera empezado a desprender del techo de la franja en la medida en que desde entonces se ha producido una importante caída en el ritmo de expansión de la base.

#### ***IV. LA TASA REAL DE CAMBIO EN 1998***

Dado que el Banco de la República ha demostrado tener el deseo y la capacidad de defender la actual banda cambiaria, lo que acontezca a la tasa real de cambio en 1998 dependerá esencialmente de la devaluación nominal en el interior de la franja y del cumplimiento de la meta de inflación.

Sobre la devaluación nominal vale la pena subrayar que de manera análoga a como se

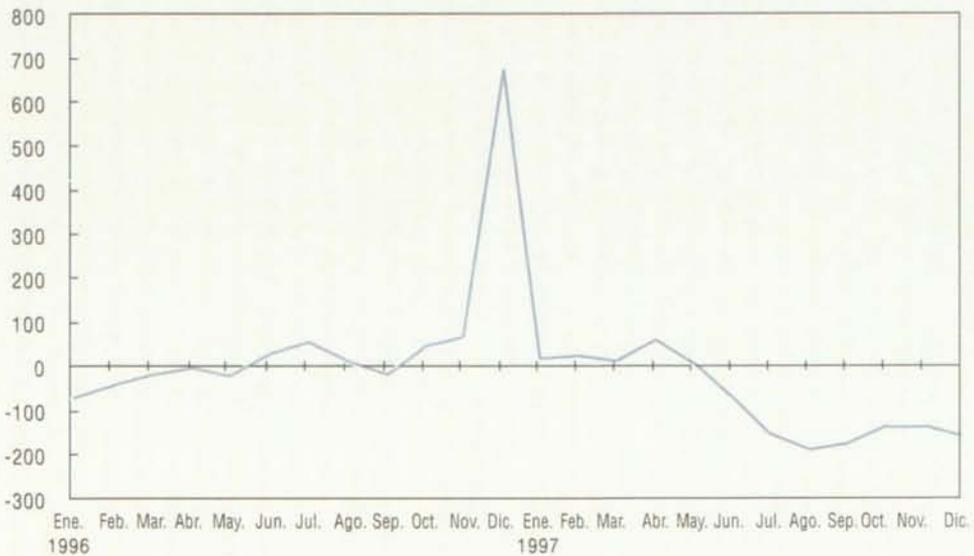
Gráfico 13  
**Cartera moneda nacional y moneda extranjera 1/**  
 (Variación anual)



1/ Cartera M/E medida en dólares.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Gráfico 14  
**Flujo de endeudamiento externo privado, según balanza cambiaria**  
 (Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Gráfico 15

**Saldos de inversión de los fondos de capital extranjero**

(Según tipo de inversión)



1/ Saldos de portafolio en acciones a precio promedio de adquisición.

2/ Valor de la inversión. Desde el mes de junio, los fondos de inversión extranjera están autorizados para invertir en papeles de renta fija, Decreto 1295 de 1996.

Fuente: Superintendencia de Valores.

hizo en 1997, esto es partiendo del punto medio y tomando en cuenta el incremento en la pendiente (13%), los puntos más relevantes de la banda a fines de este año son:

MINIMO	MEDIO	MAXIMO
1.305,91	1.404,21	1.502,50

Cifras que con relación a la tasa de cambio de cierre de 1997 (\$1.291,92) determinan una devaluación nominal mínima de 1,1% y máxima del 16,3%.

Si al final de este año la devaluación nominal es la máxima permitida por la franja cambiaria y si se cumple la meta de inflación, en 1998 se presentaría, por segundo año consecutivo, una devaluación real.

Contra esta posibilidad se han manifestado algunos analistas. El desaliento producido por el crecimiento del costo de la vida en los primeros cuatro meses del año los ha llevado a poner de presente que el no cumplimiento de la meta de inflación pondrá en peligro el incremento en la tasa real de cambio, alcanzado el año pasado.

Para decirlo brevemente, según esa tesis, el auge devaluacionista nominal del segundo semestre de 1997 será literalmente devorado por el incremento de la inflación en 1998.

Ese raciocinio desconoce el incremento en la tasa real de cambio que se presentó en el segundo semestre del año pasado en razón de la aceleración de la devaluación nominal

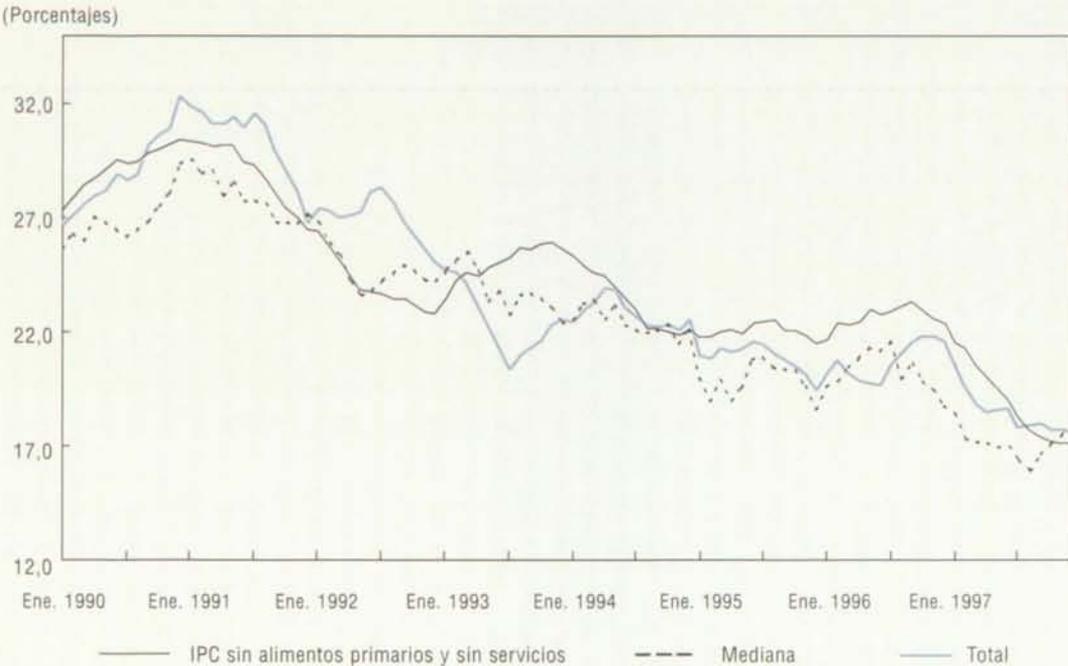
y de la baja en la tasa de inflación. Ganancia que no se perdería si la tasa de devaluación nominal de este año se sitúa en el límite permitido por el techo de la franja cambiaria y si, como es probable, el acelerado crecimiento del IPC en los primeros cuatro meses del año se reversa, en razón de los factores que explican su elevada dinámica.

Como bien se sabe, en este año se presenta una divergencia notoria entre el crecimiento del IPC y la inflación básica (Gráfico 16), cualquiera que sea el indicador que se utilice para medir esta última, debido al muy acelerado crecimiento de los precios de los alimentos.

Como se señala en un estudio reciente de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco, si en lo corrido de 1998 la inflación de alimentos hubiese sido como la de 1997 el IPC habría aumentado hasta abril en sólo 7,6% (contra una cifra real observada del 11%). En ese evento la utilización de la meta (16%) habría llegado al 47,5% en abril, lo cual se compararía favorablemente con lo ocurrido en el período 1989-1996, según puede verse en el Cuadro 3.

Este hecho no es de extrañar dada la atípica variación de los precios de los alimentos en este año, en relación con el pasado más re-

Gráfico 16  
Evolución de la inflación total y básica, 1990.1 - 1997.12  
(Variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República, SGEE.

**Cuadro 3**  
**Significación de la inflación a abril,**  
**respecto al resultado del final del año**  
 (Porcentajes)

Año	Inflación hasta abril	Inflación al final del año	Significación hasta abril 1/
1989	11,6	26,1	44,6
1990	13,3	32,4	41,1
1991	12,3	26,8	45,8
1992	12,6	25,1	50,0
1993	10,7	22,6	47,4
1994	11,9	22,6	52,8
1995	10,6	19,5	54,6
1996	11,0	21,6	51,0
1997	8,2	17,7	46,3
1998	11,0		
Promedio hasta 1997	11,4	23,8	48,2

1/ Se refiere a la relación entre la inflación a abril medida por el IPC y la inflación al final del año, según ese mismo indicador.  
 Fuente: Banco de la República.

ciente, según se constata al examinar las cifras del Cuadro 4.

Los elementos que explican en mayor medida la variación del precio de los alimentos son el plátano, la papa y otros tubérculos, las hortalizas y legumbres y las frutas frescas. Por el contrario, los cereales, la carne, los productos lácteos (más grasas y huevos), los alimentos varios y las comidas fuera del hogar tienen un comportamiento mucho más moderado.

Característica notable de los bienes cuyos precios tienen un comportamiento muy elevado este año es que sus alzas son reversibles, como puede verse en los gráficos 17, 18 y 19.

Es entonces factible que a partir del mes de junio empiece un proceso de menor crecimiento del índice de precios al consumidor, con lo cual se empezaría a revertir la caída

en la tasa real de cambio que se ha presentado en los primeros meses del año.

De igual o superior importancia, para los fines de la política de estabilización, es la dinámica observada en la inflación básica medida por el IPC excluidos los alimentos primarios sin procesar, los servicios estatales y el transporte. Este índice muestra una tendencia claramente descendente como se ve en el Gráfico 20. La disminución de la inflación básica así medida es superior en 4 puntos respecto al nivel que tenía hace un año (Cuadro 4).

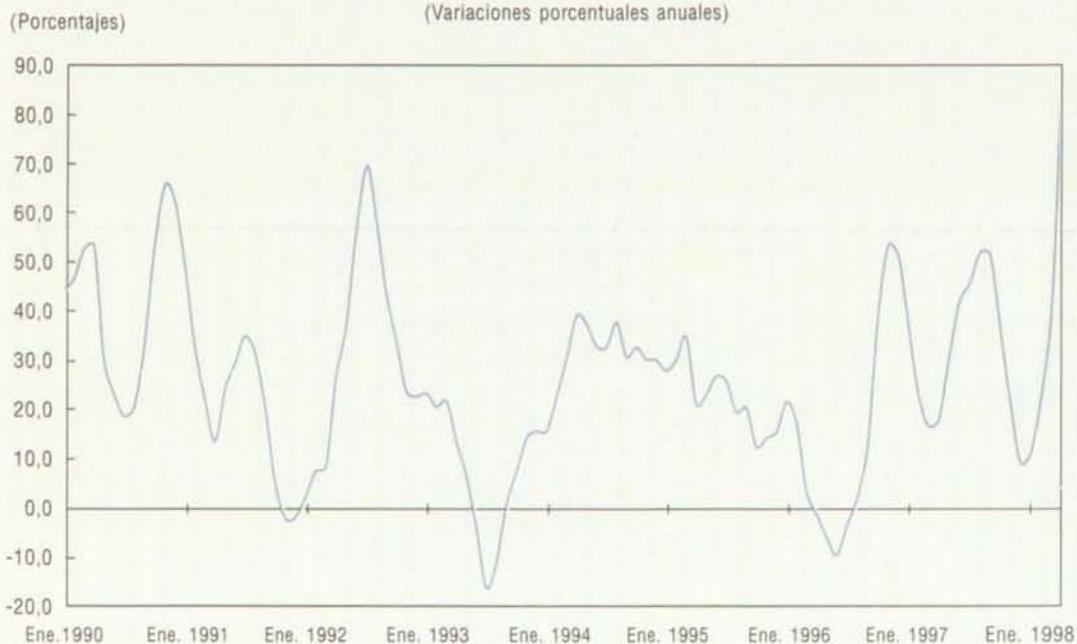
La diferencia observada entre el crecimiento del IPC y la referida medida de inflación básica hace pensar, con sólidas bases, que nos encontramos ante un choque de precios relativos, de carácter transitorio, al cual no es necesario responder con un cambio en la postura de la política monetaria, por cuanto

**Cuadro 4**  
**Índice de precios de los alimentos e inflación básica**  
 (Variación porcentual en año completo)

	1996	1997	1998
<b>Total alimentos</b>	14,58	13,48	28,91
<b>Plátanos, papa, otros tubérculos</b>	(0,93)	18,57	83,77
<b>Hortalizas y legumbres</b>	15,48	10,70	37,41
<b>Frutas frescas</b>	8,56	15,98	31,08
<b>Inflación básica 1/</b>	22,40	20,00	15,90

1/ IPC total sin alimentos primarios, servicios estatales y transporte.  
 Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 17**  
**Índice de precios al consumidor**  
**Plátano, papa y otros**  
 (Variaciones porcentuales anuales)

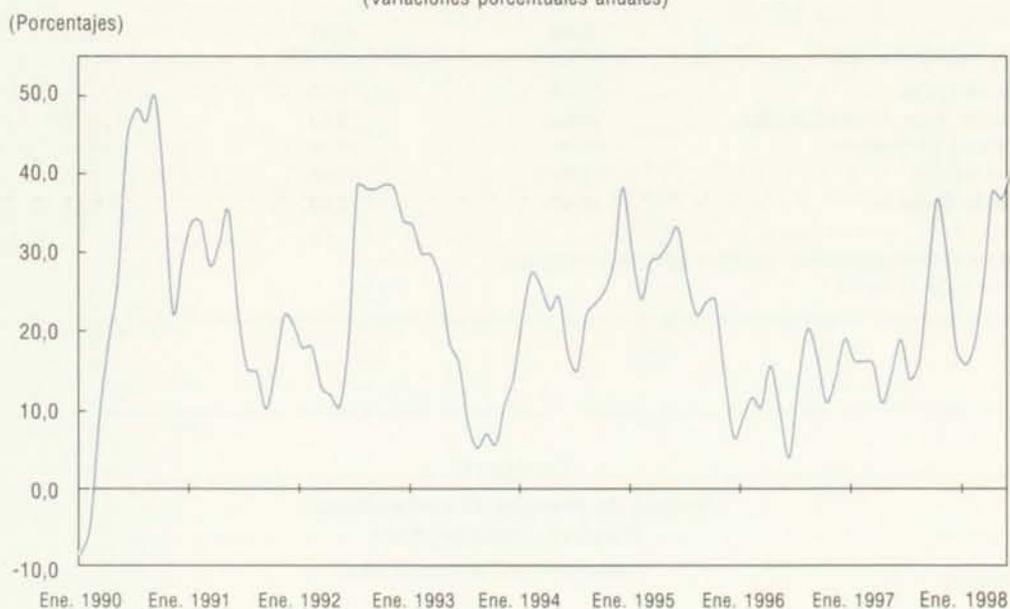


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República, SGEE.

es de esperarse que en un lapso razonable los precios de los alimentos percederos

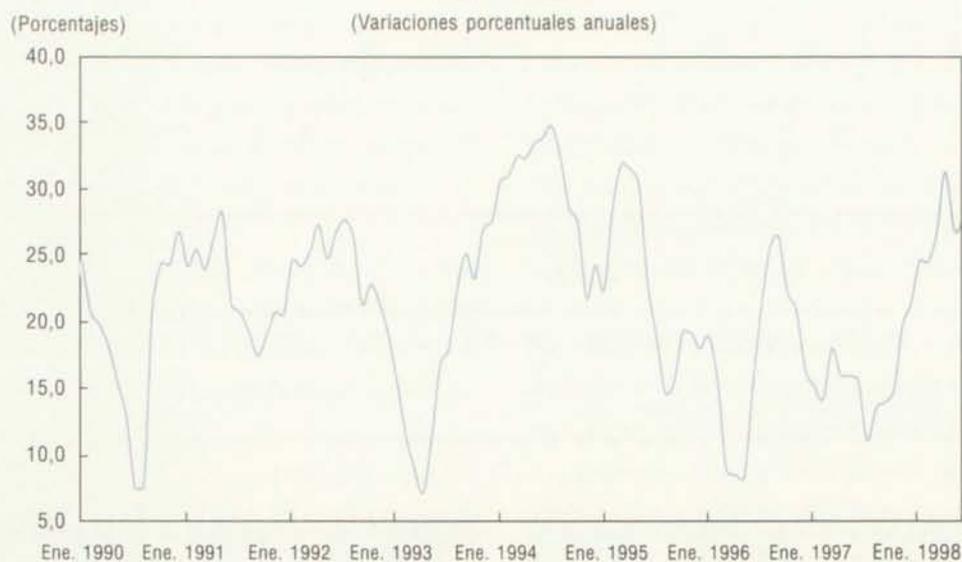
descenderán y la inflación medida por el IPC retorne al cauce que la Junta ha estimado<sup>16</sup>.

Gráfico 18  
**Índice de precios al consumidor**  
**Hortalizas y legumbres**  
 (Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República, SGEE.

Gráfico 19  
**Índice de precios al consumidor**  
**Frutas frescas**  
 (Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República, SGEE.

Gráfico 20  
Inflación básica



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República, SGEE.

## V. COMENTARIOS FINALES

La devaluación nominal de 1997 y la elevación en la tasa de crecimiento del costo de vida a principios de 1998 han llevado a algunos comentaristas a calificar la política monetaria que se prosiguió el año pasado como laxa.

Los argumentos de este trabajo muestran que:

- La política monetaria de 1997 no puede calificarse de laxa o relajada con relación a la variación de su nivel, con respecto al corredor previsto para su comportamien-

to, ni con respecto al programa macroeconómico.

- Es poco riguroso atribuirle sólo al crecimiento de la base monetaria la devaluación nominal del segundo semestre del año pasado.
- Todo hace pensar que el alza en la tasa de crecimiento del IPC observada al inicio de 1998 responde a un choque transitorio de unos pocos precios relativos, lo cual hace innecesario modificar el talante de la política monetaria cuyas bases conceptuales son sólidas y se encaminan a nuevos logros sobre la reducción en la tasa de inflación.

- 
- No habiendo sido laxa, a la política monetaria de 1997 no se la puede calificar de generosa, si por ello se entiende magnanimidad respecto al financiamiento del déficit fiscal o respecto de la política anti-inflacionaria. Se le podría denominar ge-

nerosa si por ello, con precisión semántica, se entiende que fue única en su especie, dada su solidez conceptual y la estabilidad con que operó, cuando se le compara con sus congéneres del pasado reciente.

---

---

## ANEXO A

La base monetaria ( $B$ ) se define como la suma del efectivo en poder del público ( $E$ ) y las reservas bancarias ( $R$ ). Si definimos a  $\alpha$  como la proporción de reservas a Base; esto es  $\alpha = R/B$  el crecimiento de la Base se puede calcular como:

$$(1) \quad B^* = (1 - \alpha) E^* + \alpha R^*$$

Donde el asterisco indica la tasa de crecimiento de las variables.

A su vez, M3 más bonos ( $M_3$ ) se define como el efectivo en poder del público ( $E$ ) más los pasivos sujetos a encajes, incluidos los bonos ( $P_{SE}$ ); esto es,

$$(2) \quad M_3 = E + P_{SE}$$

Por definición los  $P_{SE}$  son iguales a las reservas bancarias ( $R$ ) por su multiplicador ( $m_3$ ); o sea,

$$(3) \quad M_3 = E + m_3 R$$

Con lo cual, si definimos a  $\phi = m_3 R / M_3$  la tasa de crecimiento de  $M_3$  puede escribirse así:

$$(4) \quad M_3 = (1 - \phi) E^* + \phi R^* + \phi m_3^*$$

De las ecuaciones (1) y (4) se concluye que:

$$M_3^* - B^* = (\phi - \alpha) (R^* - E^*) + \phi m_3^*$$

Para  $\phi > \alpha$ , como es el caso colombiano, a mayor diferencia entre  $R^*$  y  $E^*$  mayor la diferencia entre  $M_3^*$  y  $B^*$ .

**Anexo 1**  
**M3 más bonos, base y multiplicador**  
(Variaciones porcentuales anuales)

		M3 + Bonos	Base	Multiplicador
<b>1996</b>	Ene.	28,3	15,9	10,69
	Feb.	28,7	8,8	18,32
	Mar.	26,3	22,5	3,12
	Abr.	25,9	8,6	15,95
	May.	24,5	5,6	17,91
	Jun.	24,5	6,6	16,72
	Jul.	25,5	8,3	15,88
	Ago.	26,6	6,9	18,44
	Sep.	24,1	5,2	18,01
	Oct.	22,3	(0,5)	22,89
	Nov.	23,8	(4,9)	30,15
	Dic.	29,9	5,8	22,79
<b>1997</b>	Ene.	28,4	1,0	27,20
	Feb.	25,5	4,8	19,73
	Mar.	25,4	(0,5)	26,03
	Abr.	26,4	7,8	17,24
	May.	25,5	8,0	16,14
	Jun.	26,8	14,4	10,78
	Jul.	25,8	12,8	11,56
	Ago.	25,4	14,8	9,27
	Sep.	25,8	15,5	8,97
	Oct.	27,2	20,7	5,34
	Nov.	29,3	28,7	0,45
	Dic.	25,0	25,0	(0,03)

Fuente: Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos.

**Anexo 2**  
**M3 más bonos y PIB nominal**  
(Variaciones % anuales)

Períodos:		M3 + bonos 1/	PIB nominal 2/	Diferencia
<b>1993</b>	I	34,8	33,3	1,4
	II	35,0	29,6	5,3
	III	43,0	30,1	12,9
	IV	45,7	31,0	14,7
<b>1994</b>	I	48,4	29,6	18,8
	II	48,0	32,3	15,7
	III	45,1	33,1	12,0
	IV	43,5	33,0	10,5
<b>1995</b>	I	40,1	28,2	11,9
	II	38,8	27,0	11,8
	III	36,0	25,1	10,9
	IV	33,9	26,3	7,6
<b>1996</b>	I	28,5	23,4	5,1
	II	25,7	20,3	5,4
	III	24,6	21,3	3,3
	IV	24,1	19,4	4,6
<b>1997</b>	I	27,1	19,2	7,9
	II	25,7	23,4	2,3
	III	25,7	24,8	0,9
	IV	26,8	25,8	1,0

1/ Promedios trimestrales con base en información semanal.

2/ PIB nominal calculado con base en el PIB real de DNP, ajustado por el IPC.

Fuente: Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos.

**Anexo 3**  
**M3 más bonos**  
(Crecimiento anual)

	M3 + bonos		Diferencia
	Fin de	Promedio anual 1/	
<b>1990</b>	30,6	31,0	(0,4)
<b>1991</b>	34,0	27,5	6,5
<b>1992</b>	39,1	41,8	(2,7)
<b>1993</b>	43,9	39,9	4,0
<b>1994</b>	43,6	46,0	(2,4)
<b>1995</b>	29,3	37,1	(7,8)
<b>1996</b>	29,9	25,7	4,2
<b>1997</b>	25,0	26,4	(1,4)

1/ Corresponde al promedio de las 52 semanas.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

**Anexo 4**

**Número de resoluciones expedidas por la Junta del Banco de la República 1/**

Año	Número de resoluciones						
<b>1963</b>	5	<b>1972</b>	84	<b>1981</b>	49	<b>1990</b>	81
<b>1964</b>	53	<b>1973</b>	79	<b>1982</b>	85	<b>1991</b>	82
<b>1965</b>	51	<b>1974</b>	87	<b>1983</b>	116	<b>1992</b>	58
<b>1966</b>	56	<b>1975</b>	78	<b>1984</b>	99	<b>1993</b>	40
<b>1967</b>	70	<b>1976</b>	86	<b>1985</b>	106	<b>1994</b>	40
<b>1968</b>	73	<b>1977</b>	69	<b>1986</b>	96	<b>1995</b>	29
<b>1969</b>	79	<b>1978</b>	50	<b>1987</b>	85	<b>1996</b>	29
<b>1970</b>	93	<b>1979</b>	73	<b>1988</b>	89	<b>1997</b>	15
<b>1971</b>	103	<b>1980</b>	65	<b>1989</b>	87		

1/ Junta Monetaria, 1963-1991(primer semestre), Junta Directiva, 1991 (segundo semestre)-1997.

Fuente: Banco de la República

Anexo 5

**Cotización promedio mensual del dólar de los Estados Unidos**

(Variaciones anuales)

Meses	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Enero	12,38	15,55	9,47	3,73	19,44	1,57
Febrero	8,81	17,87	9,16	4,06	21,01	4,33
Marzo	7,85	19,37	7,25	5,62	20,69	1,64
Abril	7,53	18,89	7,53	5,24	20,33	0,92
Mayo	7,50	18,17	7,91	4,23	21,59	0,84
Junio	8,27	16,05	5,95	5,29	22,53	0,97
Julio	15,45	12,86	3,02	9,05	19,13	3,60
Agosto	15,09	15,98	1,27	14,76	11,74	8,41
Septiembre	9,15	16,15	2,52	16,16	7,95	17,45
Octubre	8,10	15,09	3,05	17,35	3,13	24,33
Noviembre	12,62	12,69	1,96	20,55	(0,24)	29,69
Diciembre	16,26	9,56	3,19	19,17	1,25	29,62
Promedio	10,75	15,57	5,11	10,45	13,55	10,08

**Nota:** Se refiere a la variación anual de los promedios mensuales de la Tasa Representativa del Mercado, Res. 15 de la Junta Directiva.  
Fuente: Banco de la República.

Anexo 6

**Tasa de interés promedio mensual de los CDT - 90 días**

**Efectiva anual**

(Porcentajes)

Meses	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Enero	31,94	26,07	25,68	32,62	31,66	26,26
Febrero	28,38	25,55	25,27	34,37	32,39	25,16
Marzo	27,97	26,09	25,31	34,63	32,90	25,12
Abril	26,98	26,22	25,25	35,00	33,04	24,60
Mayo	24,26	25,79	26,21	34,72	31,58	23,38
Junio	22,11	26,02	28,30	33,75	31,36	22,87
Julio	21,39	25,58	28,94	29,90	31,84	22,74
Agosto	25,50	24,33	31,07	29,00	30,07	22,63
Septiembre	27,26	24,26	30,94	29,79	28,12	22,72
Octubre	27,66	24,88	33,05	29,05	28,14	22,70
Noviembre	26,87	25,44	36,27	29,16	28,06	23,38
Diciembre	26,98	26,37	37,87	32,40	27,73	23,89
Promedio 1/	26,44	25,55	29,51	32,03	30,57	23,79

**Nota:** A partir de enero de 1989 corresponde a la información de la encuesta diaria a bancos y corporaciones financieras de todo el país, según circulares 022 y 042 de 1988 de la Asociación Bancaria. A partir del 6 de marzo de 1995 se realizan los cálculos con la encuesta diaria que todo el sistema financiero reporta a la Superintendencia Bancaria.

1/ Promedio anual simple.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos - Estadística.

**Anexo 7**  
**Tasa de interés real pasiva de los CDT - 90 días**  
**Efectiva anual**  
(Deflactor IPC)

Meses	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Enero	3,54	1,00	2,59	9,56	9,49	4,67
Febrero	0,81	0,67	1,83	11,18	9,59	4,66
Marzo	0,69	1,54	1,53	10,95	10,56	5,20
Abril	(0,13)	2,55	1,06	11,41	10,95	5,12
Mayo	(2,39)	2,92	1,89	11,06	9,85	4,02
Junio	(4,71)	3,82	4,23	9,93	9,74	3,53
Julio	(5,43)	4,24	5,09	6,91	9,34	4,12
Agosto	(1,73)	2,69	7,12	6,53	7,38	3,98
Septiembre	0,26	2,33	7,05	7,45	5,40	3,98
Octubre	1,06	2,62	8,72	7,08	5,14	4,16
Noviembre	0,92	2,51	11,55	7,51	5,07	4,72
Diciembre	1,47	3,07	12,46	10,83	5,01	5,27
Promedio 1/	(0,47)	2,50	5,43	9,20	8,13	4,45

**Nota:** A partir de enero de 1989 corresponde a la información de la encuesta diaria a bancos y corporaciones financieras de todo el país, según circulares 022 y 042 de 1988 de la Asociación Bancaria. A partir del 6 de marzo de 1995 se realizan los cálculos con la encuesta diaria que todo el sistema financiero reporta a la Superintendencia Bancaria.

1/ Promedio anual simple.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos - Estadística.

**Anexo 8**  
**Balanza cambiaria, 1996-1997**  
**Préstamos netos al sector privado**  
(Millones de dólares)

Meses	1996	1997
Enero	(76)	16
Febrero	(47)	22
Marzo	(22)	8
Abril	(7)	58
Mayo	(24)	7
Junio	27	(71)
Julio	52	(155)
Agosto	10	(189)
Septiembre	(21)	(177)
Octubre	44	(137)
Noviembre	65	(138)
Diciembre	672	(161)
Total año	673	(917)

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

---

## NOTAS

- \* El autor de este trabajo es miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Luis Bernardo Flórez me ha sugerido numerosas ideas en relación con el contenido y la argumentación de este trabajo. Miguel Urrutia y Leonardo Villar hicieron valiosos comentarios a una versión preliminar del mismo. José Tolosa y Carlos Varela cooperaron ampliamente en el diseño y análisis del material estadístico. Ninguna de estas personas es responsable de las opiniones aquí consignadas, las cuales son de la exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen los juicios de la Corporación a la cual pertenece.
- <sup>1</sup> Para Freedman (1994) la meta intermedia debe cumplir dos condiciones: a) estar estrechamente vinculada al objetivo último de política (la tasa de inflación) y b) poder ser influida por los cambios en los instrumentos de política. Tolosa et alia (1995) encontraron que el agregado monetario ampliado explica en mejor forma las variaciones de la liquidez de los intermediarios financieros y se correlaciona con la inflación en forma más eficiente que el M1
- <sup>2</sup> Desde luego las estimaciones individuales de los componentes deben compatibilizarse con el crecimiento al agregado, previamente estimado.
- <sup>3</sup> El ancho intenta tomar con consideración las fluctuaciones no previstas en la demanda por dinero, o lo que es lo mismo, los errores de predicción en la velocidad de los agregados.
- <sup>4</sup> Ese procedimiento implica que siempre la demanda futura de Base se estima de acuerdo con el corredor. Ahora bien, usualmente la referencia es el punto medio del corredor, aun cuando consideraciones cambiarias pueden llevar a que la demanda que se tenga que suplir sea la del punto mínimo.
- <sup>5</sup> En teoría, pues, las tasas del Banco deberían ponerle un límite al costo de las operaciones interbancarias. En el mundo real ello no ocurre así por cuanto la falta de profundidad en el mercado de deuda pública, la escasa participación que los títulos líquidos tienen en el portafolio de muchas instituciones financieras, y otras imperfecciones operativas hacen que el mercado no tenga la movilidad que se requiere para que las tasas del Banco sean verdaderamente límites.
- <sup>6</sup> Perturbaciones cambiarias o previsiones sobre el no cumplimiento de la meta de inflación podrían dar lugar a modificaciones del corredor, aún si la Base se encontrase dentro de él.
- <sup>7</sup> Esta sección se basa en Uribe (1998).
- <sup>8</sup> Siempre se opera bajo el supuesto de que la relación entre M3 más bonos y la base monetaria es predecible y que el agregado ampliado se correlaciona en forma eficiente con la inflación.
- <sup>9</sup> Tolosa José. El comportamiento del efectivo en 1997 (Mimeo).
- <sup>10</sup> Se supone que el IPC mide la verdadera inflación y también la constancia, en el largo plazo, de la velocidad de circulación del agregado ampliado.
- <sup>11</sup> La única forma de que ello no fuere así es que el descenso previsto en la inflación fuese inferior, en términos absolutos, al crecimiento del PIB lo cual no es nuestro caso.
- <sup>12</sup> Siguiendo a Bertrand Russell, quien señala que igualdad es similitud en las magnitudes, los autores clásicos fueron extremadamente cuidadosos a la hora de expresar las magnitudes en que se miden las variables que entran en la igualdad cuantitativa. Al respecto véase Argandoña (1982), quien expone la manera como Fisher, Pigou y Keynes, entre otros, expresaron la magnitud de las variables.
- <sup>13</sup> Afirmar lo contrario equivaldría a sostener que la tasa real de cambio de equilibrio era inferior a la que se observó al final de diciembre de 1997 y que por lo tanto la banda cambiaria era incoherente con la política macroeconómica.

- 
- <sup>14</sup> Debido al cambio en la composición de los pasivos sujetos a encajes en favor de las cuentas de ahorro por libretas, cuyas tasas de interés efectivas son menores que los de los CDT, el costo de los fondos prestables se redujo.
- <sup>15</sup> Ese cambio tuvo como propósito frenar las expectativas revaluacionistas después de la caída de la emergencia económica y muy oportunamente desincentivó la demanda por recursos externos de corto plazo, vista la evolución del mercado cambiario luego de la crisis asiática.
- <sup>16</sup> En el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de julio de 1997 se explicó con detalle las circunstancias en las cuales no era apropiado responder con medidas de política monetaria a la elevación transitoria de unos precios relativos.

---

## *REFERENCIAS*

Banco de la República. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. (Julio de 1997).

Banco de la República. Informe de precios (Abril de 1998).

Freedman Charles. The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada. (IMF, 1994).

Hamann Franz y Arango Luis Eduardo, La relación inflación básica e inflación de oferta. (Mimeo, 1998).

Tolosa José et alia. Agregados Monetarios, Tasa de Interés Interbancaria y Política Monetaria. (Mimeo, 1995).

Uribe José Darío. Monetary Policy Operating Procedures in Colombia. (Mimeo, 1998).

Villar Leonardo. Perspectivas Macroeconómicas, 1998. (Mimeo, 1998).

Williamson, J., 1995. How to Manage Exchange Rates: Lessons from Israel, Chile and Colombia, Institute for International Economics.