

POLITICA MONETARIA Y ESTABILIZACION DE PRECIOS *

Es muy honroso para mí dirigirme a ustedes en el marco del XI Congreso Nacional de Economistas, organizado por la Sociedad Colombiana de la profesión, para disertar sobre la inflación y la estrategia para reducirla, tema de tantas consecuencias en la vida del país. Este es un foro natural para reflexionar en forma técnica y profunda acerca de un fenómeno de inmensa significación para nuestra economía; y la materia escogida, la inflación, es además, la más propia dentro de las responsabilidades de un banquero central.

Deseo, por ello, agradecer especialmente la gentil invitación que me extendiera el Presidente de la Sociedad, doctor Edgar Gutiérrez Castro. Estoy seguro, que las conclusiones del Congreso serán del mayor interés tanto para los estudiosos de la economía como para aquellos que tenemos obligaciones en la adopción de políticas. Sin duda, el ambiente tan grato que nos depara una ciudad de la belleza y señorío de Bucaramanga será un valioso aporte para el mejor desarrollo de nuestras deliberaciones.

Evolución reciente de la inflación en Colombia

A lo largo de las últimas décadas, el examen del fenómeno inflacionario y su control ha sido una de las mayores preocupaciones del Gobierno Nacional. Entre los años 1970 y 1979 el Índice de Precios al Consumidor creció a un 20.3% promedio anual y durante el período de los ochenta, el promedio ha sido 22.3% con una desviación estándar de tan solo 3.3 puntos, que indica la relativa estabilidad del proceso inflacionario en los últimos años.

Cuando se analizan los componentes del Índice de Precios al Consumidor, se encuentra que el índice total sin alimentos es sensiblemente más estable que el de este último renglón tomado por separado. En efecto, si se observan estos indicadores en una gráfica (Gráfico 1), se aprecian las profundas oscilaciones mensuales que tienen los precios de los alimentos, mientras que el índice compuesto por vivienda, vestuario y misceláneo tiende a ser mucho más estable en el largo plazo.

Por la razón anterior, en general, los economistas consideran el comportamiento de los precios al consumidor total sin alimentos como aquel que mejor representa las tendencias de largo plazo, o sea, el nivel subyacente de inflación de la economía. En la presente década se puede notar cómo tal índice llega a su nivel mínimo en el período 1983-1985, cuando se tiene una cifra del 16 y 17% anual. Sin embargo, a partir de 1986, éste ha aumentado alrededor de dos puntos anuales en promedio, situándose en un nivel cercano al 24% en octubre del presente año (Cuadro 1), tal incremento ha estado liderado por el grupo de misceláneos, dentro del cual se destacan los rubros distracciones, bebidas, tabaco y artículos escolares y culturales (Cuadro 2).

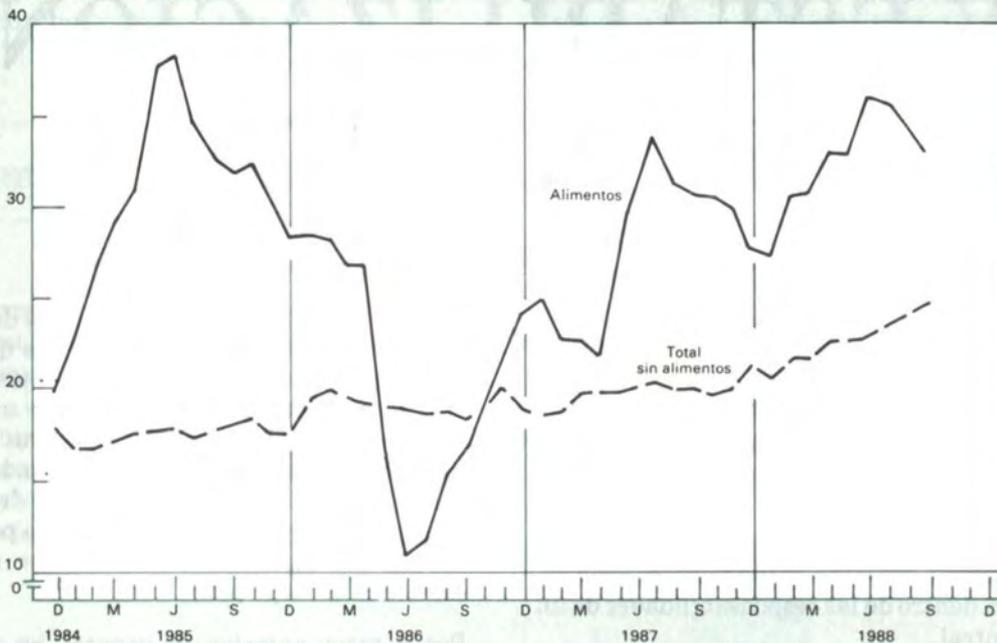
Al comparar las variaciones de los precios alcanzados en los principales países de la región, Colombia presenta una situación muy favorable, porque el grado de inflación del país es mucho más estable que en el resto de Latinoamérica. Es así como en los años 1986 y 1987 el promedio de variación de los precios en América Latina fue de 64.6 y 187.1%, respectivamente, comparado con unas tasas de 20.9 y 24% en nuestro país. Entre los países reseñados, sólo Chile ha logrado éxito en el control a la inflación (Cuadro 3). (En los países de la OECD, la inflación fue de un 30% proyectándose un crecimiento del 3.2%).

*Discurso pronunciado por el doctor Francisco J. Ortega, ante el XI Congreso Nacional de Economistas, organizado por la Sociedad Colombiana de Economistas. Bucaramanga, noviembre 5 de 1988.

GRAFICO 1

Indice de precios al consumidor

VARIACIONES PORCENTUALES



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística — DANE

CUADRO 1

Indice de precios al consumidor
Total nacional ponderado — Variaciones anuales

Fin de	Total	Total sin alimentos	Alimentos	Vivienda	Vestuario	Misceláneo
1980	26.0	26.0	25.9	29.0	18.8	23.5
1981	26.3	24.4	28.5	24.9	20.8	24.9
1982	24.0	23.0	24.4	23.5	19.6	23.3
1983	16.6	16.2	17.2	13.8	13.0	21.4
1984	18.3	17.3	19.6	12.9	17.9	24.5
1985	22.5	16.9	27.7	15.5	16.3	19.3
1986	20.9	18.2	23.7	14.8	19.1	22.9
1987	24.0	20.8	27.2	18.8	18.7	24.2
1987 Enero	21.1	17.9	24.4	15.0	19.1	21.7
1987 Febrero	19.8	18.1	22.0	15.1	19.2	22.0
1987 Marzo	20.4	19.1	22.1	15.9	19.7	23.2
1987 Abril	19.8	19.1	21.1	16.3	19.7	23.0
1987 Mayo	22.7	19.2	26.5	16.2	20.0	23.2
1987 Junio	24.8	19.5	30.0	16.6	19.8	23.5
1987 Julio	26.7	19.8	33.3	16.6	19.2	24.3
1987 Agosto	25.3	19.5	30.7	16.6	18.9	23.7
1987 Septiembre	25.0	19.5	30.2	16.9	19.3	23.3
1987 Octubre	24.8	19.0	30.0	17.1	18.2	21.6
1987 Noviembre	24.7	19.5	29.5	17.9	19.6	21.7
1987 Diciembre	24.0	20.8	27.2	18.8	18.7	24.2
1988 Enero	23.7	20.1	26.9	19.4	18.7	21.6
1988 Febrero	26.1	21.2	30.2	19.7	19.3	23.9
1988 Marzo	26.4	21.2	30.3	20.1	19.8	23.1
1988 Abril	28.4	22.2	32.6	20.9	19.8	24.8
1988 Mayo	28.4	22.3	32.5	21.2	20.2	24.4
1988 Junio	30.3	22.4	35.6	21.0	20.8	24.7
1988 Julio	30.3	23.0	35.2	21.7	21.4	25.1
1988 Agosto	29.6	23.8	33.9	22.4	21.7	26.3
1988 Septiembre	29.0	24.4	32.5	23.1	21.9	26.9

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística — DANE

CUADRO 2

Indice de precios al consumidor
Comportamiento del grupo misceláneo

Subgrupo	Variaciones anuales			
	1987		1988	
	Junio	Dic.	Junio	Sept.
Drogas	35.3	27.7	22.6	22.7
Artículos y servicios personales ...	24.6	20.8	14.6	22.0
Servicios profesionales	18.3	21.7	21.2	21.5
Instrucción y enseñanza	24.4	24.8	24.9	24.4
Artículos escolares y culturales ...	24.8	33.9	36.5	29.7
Transporte y comunicaciones ...	26.3	42.1	27.3	27.4
Distracciones	14.8	0.8	38.1	46.7
Artículos para aficiones	18.1	13.8	11.5	16.1
Impuestos	10.5	14.5	14.5	14.5
Bebidas y tabaco	27.9	18.0	25.2	32.5
Servicio doméstico	8.9	6.8	8.1	8.6
Total misceláneo	23.5	24.2	24.7	26.9

Fuente: DANE

CUADRO 3

Evolución de precios al consumidor
en algunos países de América Latina
Variaciones anuales

País	Fin de:	
	1986	1987
Argentina	81.9	178.3
Brasil	58.4	337.9
Colombia	20.9	24.0
Chile	17.4	22.9
Ecuador	27.3	30.6
México	105.7	143.6
Perú	62.9	104.8
Uruguay	76.4	59.9
Venezuela	12.3	36.1
América Latina	64.6	187.1

Fuente: CEPAL. "Notas sobre la Economía y el Desarrollo"
No. 455-456, diciembre de 1987.

El alto crecimiento del precio de los alimentos durante el presente año es el principal determinante en la elevación del índice total; en tanto que el promedio en año completo ha sido del 28.1%, el sector de alimentos muestra un aumento del 32.1%. Si observamos, ade-

más, los cambios en los componentes de este último, podemos notar que la mayoría de ellos y especialmente los agrícolas, enseñan variaciones anuales superiores al 30%; los bienes ganaderos y agrícolas ya procesados son una excepción (véase Cuadro 4).

CUADRO 4

Indice de precios al consumidor
Comportamiento de los productos de origen agropecuario

Concepto	Variaciones anuales				Contribución a la inflación			
	1987		1988		1987		1988	
	Junio	Dic.	Junio	Sept.	Junio	Dic.	Junio	Sept.
1. Clasificación según sector de origen								
Productos agropecuarios sin procesar	26.4	22.3	47.2	38.4	5.1	4.4	9.1	7.2
Productos avícolas y ganaderos procesados	42.8	29.9	18.9	14.4	6.4	4.7	3.2	2.5
Productos agrícolas procesados	22.5	29.4	40.4	44.0	4.0	5.2	7.1	7.7
Total productos agropecuarios	29.9	27.0	36.0	32.5	15.5	14.4	19.5	17.5
2. Clasificación de los alimentos								
Carnes y pescados	50.0	30.5	13.1	11.3	5.7	3.7	1.7	1.5
Grasas, huevos y productos lácteos	20.5	26.0	38.8	29.6	2.1	2.7	4.0	3.2
Cereales	22.3	29.1	48.1	50.8	2.1	2.7	4.7	4.9
Tubérculos, plátanos y leguminosas	22.4	18.3	66.9	43.5	2.0	1.6	6.0	3.6
Alimentos varios	28.1	33.9	27.2	33.5	1.9	2.3	1.9	2.4
Hortalizas y legumbres	37.9	20.6	20.7	46.4	1.3	0.8	0.9	1.5
Frutas	31.0	31.7	28.4	31.3	0.7	0.8	0.7	0.8
Total alimentos	30.0	27.2	35.6	32.5	15.8	14.6	19.7	17.8
Variación IPC total	24.8	24.0	30.3	29.0	24.8	24.0	30.3	29.0

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística — DANE.

El comportamiento mencionado, se debe en buena medida a la caída o estancamiento en la producción agrícola de algunos bienes como el ajonjolí, arroz, maíz, soya y hortalizas. Estos productos se vieron afectados por el prolongado verano de comienzos del presente año y por un nivel bajo de existencias (véase Cuadro 5).

CUADRO 5
Producción agrícola
(Miles de toneladas)

Cultivos	Año	I. Sem.	Variación porcentual	
	1987	1988p	1987/86	1988/87 I. Sem.
Cultivos transitorios				
Ajonjolí	11	7	-38.9	-12.5
Algodón	321	230	-5.0	30.7
Arroz	1.865	634	14.3	-14.4
Cebada	92	30	26.0	30.4
Frijol	90	50	-13.5	16.3
Maíz	860	400	9.1	1.8
Papa	2.243	1.230	7.3	11.2
Sorgo	704	452	17.3	18.6
Soya	128	62	-23.4	-25.3
Tabaco rubio	16	7	33.3	0.0
Trigo	74	17	-9.8	13.3
Hortalizas	1.420	717	-4.1	-4.0
Cultivos permanentes				
Banano	1.091	1.140	5.2	4.5
Cacao	54	58	14.9	7.4
Caña de azúcar (1) ...	1.390	1.390	7.2	0.0
Caña panelera (2)	1.196	1.188	0.1	-0.7
Palma africana (3)	147	169	5.0	15.0
Plátano	2.374	2.530	5.9	6.6
Tabaco negro	19	23	11.8	21.1
Yuca	1.260	1.322	-5.6	4.9
Frutales	786	877	12.6	11.6

p: Cifras preliminares.

(1) En términos de azúcar crudo.

(2) En términos de panela.

(3) En términos de aceite crudo.

Fuente: Ministerio de Agricultura — Dirección de Agricultura.

Las autoridades han buscado solucionar la escasez relativa de algunos productos agrícolas, tal vez un poco tarde, mediante importaciones de bienes finales y sus materias primas. Durante el primer semestre del presente año se obtuvieron 40 mil toneladas de arroz y 5.000 de aceite de soya, productos estos que prácticamente no se habían traído al país en el último lustro. Así mismo, se adquirieron 42.500 toneladas de maíz (Cuadro 6). En total, se compraron en mercados externos bienes agrícolas por un valor de US\$ 298 millones durante el primer semestre y se proyectan otros US\$ 116 millones en el segundo. Este esfuerzo ha logrado moderar el crecimiento de los precios agrícolas y esperamos que consiga su plena estabilización.

Ahora bien, el Índice de Precios al por Mayor, no difiere mucho en su tendencia de aquella presentada por el de Precios al Consumidor. En efecto, en el Índice de Precios al por Mayor, las principales variaciones se presentan en el grupo de bienes de consumo que precisamente contiene los alimentos (véase Cuadro 7). Además, cuando se observa el Índice de Precios al por Mayor según el origen del artículo, se aprecia que los artículos exportados diferentes de café y los importados han actuado como elementos moderadores de la inflación interna (véase Cuadro 8).

Tenemos entonces que, los Índices de Precios (Consumidor y por Mayor), presentan una aceleración que no corresponde únicamente al último año, sino que indican la existencia de un proceso secular que se inicia luego de la recesión 1983-1984. Si bien es cierto que en este año el principal componente que ha liderado el aumento general de precios es el alza de los alimentos, se debe reconocer también que la inflación de más largo plazo ha experimentado un incremento de alrededor de unos cuatro puntos en los tres años pasados, fenómeno preocupante que constituye materia de cuidadosa atención por parte de las autoridades. Por todo ello se hace necesario efectuar un diagnóstico global permanente del proceso inflacionario que permita elaborar y poner en práctica políticas idóneas en materia monetaria para lograr la estabilización de los precios. Tal es el tema central de esta presentación.

CUADRO 6
Principales importaciones de alimentos y sus materias primas (1)
(Miles de toneladas)

Productos	1985	1986	1987	I Sem. 1988	(Variaciones porcentuales)	
					1987/1986	I Sem. 1988/ I Sem. 1987
Aceite crudo	82.0	107.8	35.5	—	-48.4	-100.0
Arveja	17.0	17.6	43.0	14.0	144.3	-46.6
Butter oil	0.2	0.4	—	—	-100.0	—
Cebada	106.8	100.2	121.5	40.2	21.3	-48.4
Frijol común	6.7	1.4	—	3.1	-100.0	—
Frijol soya	136.0	42.7	198.6	130.9	365.1	87.8
Garbanzo	0.5	—	1.7	1.7	—	240.0
Harina de pescado	38.0	37.3	22.0	9.2	-41.0	48.4
Leche	4.1	1.5	2.0	5.3	33.3	—
Lenteja	9.9	16.1	35.0	24.9	117.4	20.9
Maíz	59.7	31.5	—	42.5	-100.0	—
Sorgo	135.6	65.7	—	—	-100.0	—
Torta de soya	6.8	—	—	10.5	—	—
Trigo	661.1	705.1	678.1	388.7	6.3	43.6
Arroz	—	—	—	40.0	—	—
Aceite de soya	—	—	46.4	17.9	—	1.1

* Incluye 22 mil tons. de trigo forrajero. (1) Corresponde a importaciones directas y efectuadas por el IDEMA, realizadas por el mismo Instituto para terceros e importaciones de particulares. Fuente: Instituto de Mercado Agropecuario. IDEMA. Oficina de Planeación.

CUADRO 7
Indice de precios al por mayor
Variaciones anuales

Fin de	Total	Bienes de consumo	Materias primas	Bienes de capital
1980	25.4	29.9	21.4	23.6
1981	23.5	31.2	15.3	24.1
1982	24.6	28.3	21.8	18.7
1983	18.0	18.9	16.3	20.1
1984	21.2	20.3	20.6	28.0
1985	23.0	22.0	22.0	30.9
1986	24.4	22.6	26.6	24.3
1987	25.2	25.0	24.6	27.8
1987 Enero	25.1	23.4	28.0	22.8
Febrero	25.4	24.8	26.4	24.9
Marzo	24.9	25.6	24.7	22.8
Abril	24.4	23.7	25.6	22.9
Mayo	25.2	26.3	25.0	21.1
Junio	25.5	26.2	25.4	22.8
Julio	25.6	26.0	25.3	24.8
Agosto	24.3	24.2	24.4	24.7
Septiembre	24.4	24.9	23.1	26.2
Octubre	24.1	24.3	23.3	25.8
Noviembre	24.5	25.2	22.9	27.1
Diciembre	25.2	25.0	24.6	27.8
1988 Enero	24.8	25.9	23.0	27.0
Febrero	25.0	26.7	22.4	26.8
Marzo	26.4	29.2	22.4	28.4
Abril	27.1	30.4	22.4	29.5
Mayo	27.3	30.1	23.1	29.6
Junio	29.2	33.8	23.7	28.8
Julio	29.5	35.2	23.0	28.1
Agosto	30.5	36.8	23.0	29.6
Septiembre	29.7	35.6	23.3	27.5

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

CUADRO 8
Indice de precios al por mayor
Variaciones anuales

Fin de	Según origen del artículo			Importados
	Producidos y consumidos	Exportados		
		Total	Sin café	
1980	26.5	2.1	27.2	23.6
1981	25.3	14.1	-3.2	22.5
1982	27.0	16.1	20.2	18.4
1983	18.4	38.1	33.2	23.4
1984	19.4	23.6	24.7	35.6
1985	22.6	64.2	22.8	33.2
1986	25.0	2.4	14.9	21.6
1987	25.0	21.0	37.2	27.0
Promedio				
1980	25.1	23.9	33.2	21.8
1981	25.2	3.2	15.7	22.3
1982	28.3	16.7	11.0	20.2
1983	23.2	23.3	26.8	20.4
1984	16.5	36.5	30.8	31.9
1985	25.1	32.0	19.9	33.4
1986	21.0	54.5	11.6	26.8
1987	25.4	-4.1	49.9	24.3
1987 Enero	26.0	-17.9	19.5	20.8
Febrero	26.4	-14.6	21.9	21.8
Marzo	26.1	-21.0	43.8	21.8
Abril	25.2	-21.9	51.0	22.1
Mayo	26.2	-7.9	64.3	22.4
Junio	26.4	1.6	65.7	23.8
Julio	26.1	3.3	67.4	26.1
Agosto	24.5	10.3	73.6	25.9
Septiembre	24.6	-5.0	61.5	25.5
Octubre	24.2	1.0	48.6	25.8
Noviembre	24.5	12.7	48.4	26.8
Diciembre	25.0	21.6	37.2	27.0
1988 Enero	24.8	21.7	21.9	27.2
Febrero	25.2	28.9	20.1	25.5
Marzo	26.7	35.9	12.9	26.9
Abril	27.4	34.4	8.6	27.3
Mayo	27.6	23.7	5.0	28.2
Junio	29.9	37.1	8.0	28.7
Julio	30.6	40.0	5.7	27.3
Agosto	31.8	25.6	0.8	27.5
Septiembre	31.0	30.1	1.5	27.5

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

Marco conceptual

Hoy en día, es comúnmente aceptado entre economistas que toda inflación persistente, superior a un dígito, tiene necesariamente una contrapartida monetaria. El anterior postulado se basa en que existe una relación estable y predecible entre la demanda agregada y la cantidad de dinero en la economía, según lo confirman numerosos trabajos econométricos para el caso colombiano y el de otros países (1). La expansión monetaria o bien genera más inflación, o bien, valida los mayores precios si permite un crecimiento acorde de los medios de pago, cuando se dan, por ejemplo, factores de costos, tales como un aumento exógeno en el precio de los bienes importados, o una presión de los salarios reales que exceda los aumentos de productividad del trabajo.

Como es propio de las funciones de cualquier banco central, la primera responsabilidad del Banco de la República es con la política monetaria, precisamente porque la variable que nos corresponde seguir y regular es la inflación. Nuestra posición con respecto a las causas monetarias de la inflación no es, en ningún caso, extrema. No somos, tampoco, partidarios de una simple y rígida regla de expansión del dinero y preferimos la discrecionalidad. Porque según la evidencia disponible hay que reconocer que se han dado cambios en la velocidad de circulación de la moneda, la cual ciertamente varía. En efecto, un análisis temporal de la velocidad indica que ha venido creciendo a una tasa promedio anual de 2.5% en la última década, pasando de 8% en 1978 a 10% en 1987 (Cuadro 9). El aumento de esta variable posiblemente obedece a cambios en el sector financiero, especialmente por la creación de nuevos instrumentos de captación con tasas de interés de mercado, que elevan el costo de oportunidad de mantener medios de pago. A pesar de este fenómeno, la demanda de dinero sigue siendo estable y predecible, lo cual es lo esencial para el éxito en la ejecución de la política monetaria (2).

Sin embargo, en la literatura económica se sostiene también la tesis de que la inflación es una consecuencia inevitable de mantener un nivel suficientemente dinámico de demanda agregada, para que se consiga un ritmo adecuado de expansión económica. De este planteamiento se deduce, erróneamente a nuestro modo de ver, que un incremento continuado de los precios no presenta costos y por ende no afecta el bienestar de la sociedad.

CUADRO 9

Velocidad del dinero

(Número de veces)

	PIB/M1 (1)
1978	7.97
1979	8.35
1980	8.91
1981	8.96
1982	9.11
1983	9.33
1984	9.77
1985	9.94
1986	9.83
1987	9.98

(1) Promedio anual de medios de pago.

Fuente: Revista del Banco de la República.

A este respecto es bien sabido en la práctica, que la famosa curva de Phillips según la cual una menor tasa de inflación iría acompañada de un desempleo más alto, sólo es válida en el corto plazo, y bajo ninguna circunstancia se da en un lapso prolongado. En la medida que los agentes económicos incorporan en sus expectativas los mayores niveles de crecimiento de los precios y éstos se reflejan en los salarios nominales, se eleva de nuevo el desempleo y se anula el efecto inicial de aumento en la ocupación, que aunque positivo resulta absolutamente transitorio. Así, la economía termina con una mayor inflación, y con una tasa de desempleo similar a la del comienzo, pero con un deterioro global que afecta la asignación eficiente de recursos. Por ello, bajo esta teoría sólo se puede ganar alguna mejora en el empleo, permitiendo cifras siempre crecientes de inflación, situación que conduce a una hiperinflación, con todos los traumatismos que ella implica.

(1) Dicha relación sólo se pierde en los procesos hiper-inflacionarios, cuando los agentes económicos reducen casi a cero su demanda de dinero y por ende, la velocidad de circulación se incrementa exponencialmente.

(2) Steiner, Roberto (1988) "La Demanda por Medios de Pago, Efectivo y Depósitos en Cuenta Corriente: 1967-1986" en *Ensayos sobre Política Económica*, No. 13, junio. Para una discusión en el contexto norteamericano véase Robert P. Black (1987) "The Fed's Anti-Inflationary Strategy: Is it Adequate?" *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond.

En el Banco de la República nos preocupa pues, la relativa aceptación que ha tenido en los medios académicos y políticos la tesis de la existencia de un determinado grado de inflación inercial. Según ella, cualquiera sea el resultado del déficit fiscal, el crecimiento de los medios de pago, la tasa de cambio real, etc., la inflación tenderá a persistir. Más aún, se afirma que una reducción en la expansión monetaria, necesaria para lograr un ajuste macroeconómico, ocasionaría una recesión de gran magnitud. A nuestro juicio, si bien los procesos inflacionarios tienden a arraigar el fenómeno, el ajuste macroeconómico cuando es producto de la estabilidad de las políticas cambiaria, monetaria y fiscal, tiene la capacidad de quebrar las expectativas, actuando como elemento de desindización de los precios y por ende reduciendo el componente inercial de la inflación; este factor depende, a nuestro modo de ver, del grado de desequilibrio de las variables macroeconómicas básicas, ya que los agentes económicos tienen en cuenta en su proceso de formación de expectativas, la evolución de tales factores.

La política oficial no comparte estas proposiciones pesimistas respecto a la capacidad efectiva de imponer la estabilidad de precios. Pensamos que las consecuencias nocivas de la inflación son siempre graves. La lección principal que se extrae de nuestra experiencia y de la de los demás países de Latinoamérica confirma que no se puede controlar en forma permanente el fenómeno inflacionario y sentar las bases para un crecimiento económico continuado, sin haber equilibrado ex-ante los niveles deseados de gastos del sector público y privado con el ahorro en la economía. La inflación, aún con guarismos moderados como los que prevalecen en Colombia, genera severas distorsiones y afecta la buena marcha económica y social del país. Sus implicaciones son bien conocidas, pero conviene resumirlas de la siguiente manera:

En la medida que no todos los bienes y servicios ajustan sus precios en forma sincronizada, ni a la misma velocidad, se ha encontrado que escalas superiores de inflación conducen a una mayor variabilidad de los precios relativos. Lo anterior naturalmente puede generar ineficiencias en la asignación de recursos y reduce el bienestar de los consumidores.

Altas tasas de variación de los precios generan un mayor grado de indización en la economía. Así, por

ejemplo, para evitar un severo deterioro financiero de las empresas estatales y privadas de servicios públicos, sus precios, típicamente administrados, tendrán que ser ajustados con mayor frecuencia. Actuaciones de este tipo producen un desgaste político, en la medida en que ésta es una caracterizada fuente de tensión social.

Así mismo, la duración de los contratos, especialmente los laborales, se acortan cuando la inflación es más alta. Esto tiene un costo objetivo para la sociedad en términos de paros laborales, tiempo destinado a las negociaciones, etc., además de que dificulta el control y reducción de la inflación y afecta desfavorablemente la producción y el empleo.

Como no todos los activos financieros están perfectamente indizados, se reduce su rendimiento real, pudiendo conducir a una caída en el ahorro de la economía y ciertamente a un cambio en la composición del mismo. Es bien conocido que a mayores niveles de inflación, los agentes económicos buscan protegerse de ésta sustituyendo activos financieros por activos fijos y activos denominados en moneda local por aquellos en monedas duras; este efecto conduce a un debilitamiento de la balanza de pagos.

Quizás por ello la consecuencia más conocida de la inflación es su impacto regresivo en la distribución del ingreso. Es así como los grupos económicos con menor capacidad para ajustar sus precios e ingresos nominales en el corto plazo, seguramente ven reducir su participación en el producto. Este es el conocido impuesto inflacionario que tiene inmensos costos sociales.

Todos estos desajustes y sus causas monetarias son difíciles de erradicar y tienden a perpetuarse. Porque una vez se inicia una fase de expansión inflacionaria surgen fuerzas que la hacen perdurar, en la medida en que el nuevo ritmo de variación en los precios comienza a incorporarse en las expectativas de los agentes económicos. Cuando ello ocurre, el fenómeno principa a registrarse en los contratos de toda índole (laborales, arrendamientos, tarifas, etc.), y se transmite al manejo de los precios administrados (servicios públicos o productos de origen monopolístico) hasta determinar la indización de la mayoría de los precios y la frecuencia de los ajustes.

Orientación general de la política monetaria

Siguiendo el desarrollo del tema, pasamos a comentar el comportamiento monetario de los últimos lustros, pues de él ha de depender, en gran medida, la evolución de la inflación a que nos referimos al comienzo. El crecimiento monetario ha sido relativamente elevado con propensión a aumentar: en promedio 20.5%, durante el primer quinquenio de los setenta, 28.9% en el segundo, 22.6% en el primero de los ochenta y 31% entre 1986 y 1987. Esta evolución de los medios de pago ha generado tasas de inflación que van desde 17% en la primera parte de los setenta, a 27% en promedio en los últimos dos años.

Un primer hecho empírico característico de nuestra historia reciente indica que la política monetaria si bien no estimula tendencias aún más perniciosas de inflación, sí ha convivido en los últimos tres lustros con niveles algo superiores al 20%; dicho de otra forma, contemporiza con el proceso. Porque para rebajar la inflación y evitar que se presente un cuadro como el descrito, se requiere que la autoridad monetaria no permita que la tasa de crecimiento de M_1 sea lo suficientemente elevada como para igualarse con los nuevos niveles de ingreso nominal, producto de un mayor valor del índice de precios.

Cuando la política monetaria valida una mayor tasa de inflación, entonces se desatan toda suerte de presiones por parte de los beneficiarios de este impuesto (gremios, empresas, sindicatos y hasta centros de investigación) con el fin de forzar un crecimiento nominal de la oferta de dinero congruente con la variación esperada de los precios creando restricciones al manejo monetario, tal como ocurre con el desencaje. Este comportamiento es explicable desde el punto de vista de los diferentes agentes económicos, quienes simplemente están tratando de garantizar una participación estable o mayor en el ingreso nacional ⁽³⁾.

No es nada fácil para las autoridades contrarrestar estas posiciones y a pesar del esfuerzo de la Junta Monetaria y el Banco por regular los medios de pago, muchas veces ven sucumbir sus esfuerzos; por eso se ha arraigado desde hace varios años un proceso inflacionario del orden del 22% anual.

Uno de los factores decisivos en la explicación de estos resultados proviene de la incorporación de las expectativas de inflación de la comunidad al manejo monetario por conducto del llamado concepto del "margen de expansión tolerable" de la base monetaria. Por este sistema el aumento de los medios de pago previsto para un período dado se vuelve congruente con unas determinadas expectativas de inflación. Fue así como dicho "margen" se convirtió en un objetivo, del cual todos los sectores, incluyendo el mismo Gobierno, deseaban obtener su parte. En otros términos, se trata de beneficiarse del impuesto inflacionario causado precisamente por un exceso de expansión monetaria.

Pero preguntémosnos ¿qué factores originan estos resultados de expansión del dinero que han facilitado tal acomodamiento a la inflación? La principal causa del desbordamiento monetario ha sido, en el pasado, la financiación del déficit del sector público consolidado. Este ha excedido durante muchos períodos el límite razonable, alcanzando cuantías del orden del 6% del PIB. Montos tan considerables de déficit difícilmente alcanzan a ser compensados por las operaciones del Banco de la República en el mercado del ahorro privado, y necesariamente se traducen en emisión monetaria y en desplazamiento del sector privado del acceso al crédito. De ahí que uno de los fundamentos de la política de estabilización haya sido la búsqueda de un manejo monetario riguroso apoyado en un reordenamiento fiscal.

En este frente los gobiernos han hecho avances de consideración que apuntan en una dirección correcta, si bien no han sido suficientes en su momento. Unos ejemplos son: la reestructuración de las fuentes de ingresos tributarios, proceso que viene consolidándose desde la Reforma de 1974, pasando luego por la adopción del Impuesto al Valor Agregado en 1983; y la Reforma Tributaria de finales de 1986, que ha hecho más neutral y equitativo el sistema impositivo y al mismo tiempo ha incrementado los recaudos. Por otra parte, este Gobierno ha realizado un gran esfuerzo por mantener bajo control el gasto público, especialmente su componente de funcionamiento.

Gracias a las anteriores políticas, el déficit fiscal registrado a comienzos de la década actual, cae como proporción del PIB de niveles superiores al 4%

(3) Lester Thurow (1980) "The Zero Sum Society" Penguin Books, y Eduardo Wiesner (1980) "La inflación, ¿un problema político?", en *Revista del Banco de la República*, julio.

para el Gobierno Central y al 6% en el sector público no financiero consolidado, a porcentajes que para los últimos dos años no superan el 1.5 y 3%, respectivamente. En 1988 habrá un ligero incremento del déficit fiscal (Cuadro 10), debido a mayores gastos relacionados con el orden público y por el deterioro en las finanzas de Ecopetrol, producto de la caída en los precios internacionales del crudo y de un menor volumen de exportaciones como consecuencia de las actividades terroristas, pero esto no significa ningún cambio en la búsqueda de un riguroso control del gasto.

CUADRO 10
Déficit fiscal

Año	Sector Central		Sector Público no Financiero Consolidado	
	Miles de Millones	% del PIB	Miles de Millones	% del PIB
1982	101.5	4.1	158.7	6.1
1983	106.0	3.5	171.0	6.5
1984	161.9	4.3	259.4	6.7
1985	126.8	2.7	210.2	4.2
1986	90.0	1.4	-9.8	-0.2
1987	41.7	0.5	138.3	1.6
1988e	140.3	1.2	321.0	2.8

Fuente: División de Finanzas Públicas, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

Tenemos así que en la medida en que el déficit público se ha reducido en términos reales, sus necesidades de financiación primaria son menores; así, en 1988 el cupo de emisión autorizado y utilizado por el Gobierno asciende en \$ 53.000 millones. Sin embargo, gracias al incremento de los depósitos de la Tesorería en el Banco de la República, el efecto monetario neto del Gobierno a fin de año se espera sea contraccionista en alrededor de dos puntos de la base monetaria. Acciones adicionales para reducir en forma permanente el déficit fiscal deben ser posibles gracias a la favorable evolución de los ingresos tributarios, la austeridad en el gasto y una mayor eficiencia en las empresas públicas. De conseguirse lo anterior, se obtendrían grandes beneficios para la estabilidad de precios y el crecimiento.

Bajo condiciones de expansión monetaria excesiva se presentan factores que presionan los precios en la economía y cuyos efectos dependerán del grado de tolerancia de la oferta de dinero con relación a dichos fenómenos. El salario real es uno de los elementos que los estudios recientes indican que en cualquier momento puede determinar una variación en el ritmo de inflación (4).

Hemos revisado una serie actualizada de los salarios reales para aquellos sectores acerca de los cuales hay información y encontramos que, sin excepción, todos ellos presentaron una importante recuperación a partir de 1986, llegando el año pasado a uno de sus niveles más altos de toda la década (Cuadro 11). Es común que ocurra una elevación de los salarios reales en las fases de expansión de la economía. Sin embargo, un crecimiento excesivo de los mismos, cuando la economía presenta altos índices de utilización de la capacidad instalada pueden acelerar la inflación.

En el ámbito específico de la política monetaria y de la autoridad que se responsabiliza de ella, se han adoptado acciones muy importantes dirigidas a corregir vicios tradicionales en nuestro manejo monetario, que en el pasado dificultaron enormemente el control de los medios de pago. Porque no todos los problemas tienen causas externas como el déficit fiscal o los arreglos salariales; muchos son parte del propio sistema monetario.

Un primer gran cambio, iniciado a comienzos de 1980, que se ha ido perfeccionando con el tiempo, consiste en no financiar con emisión, en ninguna cuantía, ni siquiera la del llamado "margen monetario", el crédito de fomento. Este mecanismo de asignación de recursos obtiene actualmente dineros exclusivamente de las inversiones obligatorias que aporta el sector financiero, de ahorro captado en el mercado y de endeudamiento externo. Este ha sido un paso definitivo para la estabilidad monetaria, porque en el pasado constituyó fuente importante de expansión. Hoy en día, los fondos de fomento administrados por el Banco de la República no generan emisión (5) y por disposición legal es obligación del Emisor mantener equilibrado su presupuesto.

(4) Véase diferentes estudios en Fedesarrollo - Fescol. *Debates de Coyuntura Económica* No. 9, marzo, 1988. "El control de la inflación".

(5) Hernando J. Gómez (1987) "La conciliación de tres funciones del Banco de la República: la ejecución del control monetario, la administración del crédito dirigido y los cupos especiales de crédito", agosto (con la colaboración de María Isabel García y Carmen H. Botero), mimeo.

CUADRO 11

Indices de salarios reales según sectores de actividad económica

Base: 1980 = 100

Periodo	Salario		Sector constr.	Comerc. minoris.		Industria Manufacturera				S. Agrícola		S. Ganadero									
	mínimo	Var. %		Var. %	Var. %	Total	Var. %	emplea.	Var. %	Obreros	Var. %	Clima frío	Var. %	Clima cál.	Var. %						
1980	100.0		100.0		100.0	100.0		100.0		100.0		100.0		100.0							
1981	99.3	-0.70	104.5	4.50	103.2	3.20	102.4	2.40	102.5	2.50	101.3	1.30	97.4	-2.60	96.4	-3.60	98.6	-1.40	96.7	-3.30	
1982	103.6	4.33	107.2	2.58	108.2	4.84	106.1	3.61	105.5	2.93	104.6	3.26	94.7	-2.77	93.5	-3.01	96.1	-2.54	93.9	-2.90	
1983	107.9	4.15	114.1	6.44	108.1	-0.09	112.2	5.75	110.2	4.45	110.1	5.26	95.5	0.84	93.6	0.11	96.0	-0.10	93.9	0.00	
1984	113.5	5.19	112.0	-1.84	109.1	0.93	119.2	6.24	115.6	4.90	118.0	7.18	97.0	1.57	94.4	0.85	97.6	1.67	95.1	1.28	
1985	109.4	-3.61	104.6	-6.61	104.6	-4.12	116.8	-2.01	113.7	-1.64	114.6	-2.88	92.4	-4.74	90.9	-3.71	92.7	-5.02	91.4	-3.89	
1986	114.2	4.39	102.4	-2.10	113.1	8.13	121.4	3.94	116.4	2.37	120.1	4.80	99.3	7.47	96.9	6.60	99.6	7.44	97.7	6.89	
1987	113.0	-1.05	111.2	8.59	119.0	5.22	120.9	-0.41	116.5	0.09	119.3	-0.67	103.3	4.03	101.7	4.95	104.4	4.82	102.0	4.40	
1986 Enero	123.3				109.2		119.6		113.8		118.6		100.9		98.2		101.2		98.8		
Febrero	119.2				96.8		119.2		115.3		116.7		97.5		94.9		97.9		95.6		
Marzo	116.7				97.2		119.0		114.3		117.4		95.4		92.9		95.7		93.5		
Abril	113.4				98.1		118.5		115.0		116.2		95.6		93.9		96.1		93.8		
Mayo	114.5				102.4		121.2		116.5		119.7		96.5		94.8		97.0		94.7		
Junio	115.7				138.5		123.2		117.7		122.5		97.5		95.8		98.0		95.7		
Julio	116.0				110.4		124.6		118.3		124.4		102.7		100.3		103.2		101.2		
Agosto	114.4				103.6		123.3		117.2		122.8		101.3		98.9		101.8		99.8		
Sept.	112.8		108.1		104.7		122.2		117.2		121.0		99.9		97.6		100.4		98.5		
Octubre	110.6		106.5		108.1		122.6		116.9		122.2		103.6		100.7		103.6		102.8		
Nov.	108.0		104.6		111.1		122.0		116.9		121.3		101.2		98.3		101.2		100.4		
Dic.	105.5		102.4		177.3		120.9		116.8		118.6		98.8		96.0		98.9		98.1		
1987 Enero	124.4	0.89	115.8		116.9	7.05	121.9	1.92	116.3	2.20	120.4	1.52	104.2	3.27	102.5	4.38	105.7	4.45	103.9	5.16	
Febrero	122.0	2.35	116.7		108.5	12.09	121.3	1.76	116.8	1.30	119.6	2.49	102.2	4.82	100.5	5.90	103.7	5.92	101.9	6.59	
Marzo	118.8	1.80	114.5		105.7	8.74	121.5	2.10	116.8	2.19	120.2	2.39	99.5	4.30	97.8	5.27	101.0	5.54	99.2	6.10	
Abril	116.0	2.29	113.7		109.3	11.42	119.7	1.01	116.2	1.04	117.6	1.20	101.1	5.75	100.0	6.50	103.0	7.18	101.2	7.89	
Mayo	113.9	-0.52	111.6		110.2	7.62	118.8	-1.98	115.0	-1.29	117.0	-2.26	99.3	2.90	98.2	3.59	101.2	4.33	99.3	4.86	
Junio	112.8	-2.51	110.6		143.3	3.47	120.2	-2.44	116.1	-1.36	118.8	-3.02	98.3	0.82	97.2	1.46	100.2	2.24	98.4	2.82	
Julio	111.2	-4.14	109.6		112.9	2.26	121.0	-2.89	115.8	-2.11	120.3	-3.30	103.7	0.97	101.4	1.10	105.2	1.94	102.0	0.79	
Agosto	111.0	-2.97	111.6		105.7	2.03	122.4	-0.73	117.3	0.09	121.5	-1.06	103.5	2.17	101.2	2.33	105.0	3.14	101.8	2.00	
Sept.	109.6	-2.84	110.9	2.59	107.3	2.48	121.1	-0.90	116.7	-0.43	119.6	-1.16	102.3	2.40	100.0	2.46	103.7	3.28	100.6	2.13	
Octubre	107.5	-2.80	106.5	0.00	110.3	2.04	120.3	-1.88	115.8	-0.94	119.0	-2.62	110.7	6.85	109.2	8.44	110.1	6.27	107.2	4.28	
Nov.	105.2	-2.59	106.9	2.20	110.8	-0.27	121.2	-0.66	116.8	-0.09	119.7	-1.32	108.4	7.11	106.9	8.75	107.8	6.52	104.9	4.48	
Dic.	103.3	-2.09	105.7		186.5	5.19	121.5	0.50	118.7	1.63	118.0	-0.51	106.4	7.69	104.9	9.27	105.8	6.98	103.0	4.99	
1988 Enero	125.3	0.72	113.8	-1.73	120.7	3.25	122.6	0.57	117.4	0.95	120.6	0.17	112.7	8.16	110.0	7.32	114.0	7.85	111.0	6.83	
Febrero	120.5	-1.23	113.9	-2.40	109.4	0.83	121.6	0.25	117.5	0.60	119.4	-0.17	108.4	6.07	105.8	5.27	109.6	5.69	106.7	4.71	
Marzo	117.2	-1.35	112.9	-1.40	109.4	3.50	121.0	-0.41	116.7	-0.09	119.2	-0.83	105.4	5.93	102.80	5.11	106.6	5.54	103.8	4.64	
Abril	112.4	-3.10	108.9	-4.22	107.5	-1.85	119.9	0.17	115.5	-0.60	118.0	0.34	106.2	5.04	103.6	3.60	107.1	3.98	104.8	3.56	
Mayo	110.2	-3.25	106.8	-4.30	110.5	0.27	119.0	0.17	116.2	1.04	116.0	-0.85	104.2	4.93	101.6	3.46	105.1	3.85	102.9	3.63	
Junio	107.3	-4.88	104.5	-5.52	149.2	4.12	118.6	-1.33	115.9	-0.17	115.5	-2.78	101.4	3.15	98.9	1.75	102.3	2.10	100.2	1.83	
Julio	105.9	-4.77	104.9	-4.29	106.4	-5.76	117.0	-3.31	114.3	-1.30	114.1	-5.15									
Agosto	106.5	-4.05	108.2	-3.05																	
Sept.	105.9	-3.38																			

Variación anual. Fuentes: DANE y cálculos del Banco de la República.

Otro avance que cabe destacar es la supresión de los cupos especiales de crédito que puede autorizar la Junta Monetaria en el Banco de la República. En la administración del Presidente Barco no se ha concedido ninguna financiación de este tipo, habiéndose rechazado diferentes peticiones, las cuales en vez de recibir crédito del Emisor han tenido un tratamiento ortodoxo, bien con recursos del presupuesto o con ahorros captados del mercado. A juicio

del Banco de la República éste es un paso fundamental en la aplicación de la política monetaria que no debe tener retroceso alguno, hasta el punto de que convendría consagrar a nivel de la ley, como existió en las bases de la Misión Kemmerer la prohibición de otorgar crédito a actividades distintas de los bancos y otras entidades financieras y al Gobierno sólo para necesidades transitorias de tesorería en cuantías reducidas.

Aún cerradas las tradicionales fuentes de emisión, la política monetaria tiene serias dificultades para lograr las metas deseadas de medios de pago. Siempre se presentan otras causas de expansión, como el mayor valor en pesos de las reservas internacionales o las operaciones con los establecimientos financieros, los cuales requieren de medidas compensatorias y de permanente seguimiento. Los pasos más destacados en este frente se han dado con relación a las operaciones de mercado abierto que poco a poco han ido estabilizando su función reguladora de la liquidez, no obstante lo limitado del tamaño del mercado financiero y lo imperfecto de su operación.

La política anti-inflacionaria en 1988

Pasamos ahora a referirnos específicamente a la política anti-inflacionaria aplicada durante 1988. Podemos decir que ésta se ha basado en dos aspectos fundamentales: un suministro adecuado de bienes agrícolas con el fin de evitar alzas anormales de los alimentos y una política monetaria muy cuidadosa para mantener el crecimiento de los medios de pago entre 25 y 27% anual.

Con relación al primer punto ya se mencionó que se han hecho cuantiosas importaciones, suficientes para atender el consumo, cuyo efecto, junto con la entrada de las cosechas del segundo semestre, se está comenzando a manifestar en estos meses sobre el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos. Así mismo, el Ministerio de Agricultura puso en marcha un programa para incentivar la producción de un conjunto de bienes agrícolas con alta incidencia en la canasta familiar utilizando para ello precios de sustentación; una mayor cobertura de crédito; el mejoramiento de los procesos de mercadeo, e inversiones en infraestructura dentro del marco del Plan Nacional de Rehabilitación (P.N.R.).

De otra parte, el crédito del Fondo Financiero Agropecuario para financiar la producción agropecuaria presenta índices muy favorables. En primer término, cabe mencionar que las aprobaciones de los cultivos semestrales tanto de los pequeños como de los medianos y grandes productores se han cumplido en forma satisfactoria durante el año, ya que el porcentaje de utilización de recursos en el primer

semestre fue de un 99% del presupuesto. En comparación con los mismos meses del año anterior, el valor de las cifras aprobadas de los cultivos semestrales mostrarán en 1988 un aumento del 30.6%. La gran mayoría de aquellos artículos que tienen acceso al FFAP señalan un incremento tanto en valor como en área, destacándose el arroz, frijol, maíz, papa y soya; sólo descienden el algodón y el sorgo. Considerados en conjunto los bienes cultivados en este segundo semestre muestran un avance del 5.1% en cuanto área y 26% en valor.

Respecto a la política monetaria, el Banco ha mencionado en diversos documentos que a partir del cuarto trimestre de 1987 se hicieron evidentes serias dificultades para que el monto deseado de medios de pago se cumpliera. Primero, a comienzos de dicho trimestre se dio un desbordado crecimiento de la cartera bancaria y luego en diciembre se presentó un volumen de ingresos de exportación que generó más reservas de las inicialmente esperadas. En conjunto, ello condujo a que los medios de pago excedieran en tres puntos la meta del 28% propuesta por las autoridades económicas para finales de ese año.

Dicho objetivo, naturalmente, no era arbitrario. Se había adoptado luego de consultar las diferentes variables que afectan la demanda real de dinero tales como el ingreso real, las tasas de interés nominales (que miden el costo de oportunidad del dinero) y el nivel deseado de precios. La falla en conseguir la meta monetaria, unida a los problemas en el frente de la oferta alimentaria que ya se empezaban a sentir, determinó que no se alcanzara el propósito de variación esperada en los precios, del 22%, llegándose a una tasa registrada al término de 1987 de 24%.

Con la finalidad de hacer frente a esta situación, durante el cuarto trimestre del año anterior y el primero del presente, la autoridad monetaria puso en marcha una serie de correctivos, para colocar de nuevo la evolución de los medios de pago dentro de la senda deseada. Entre aquéllos se destacan, el perfeccionamiento del método de cálculo y verificación del encaje, la elevación de éste sobre los depósitos oficiales, la venta de posición propia y un manejo prudente de los pagos por parte de la Tesorería General de la Nación. Las medidas anteriores, en concordancia con una utilización dinámica de las operaciones de mercado abierto, sirvieron para regular la liquidez de la economía y conseguir la meta establecida en materia de medios de pago. El

único factor que no se ha logrado corregir es el efecto expansionista del FODEX, sometido ahora a riguroso presupuesto.

El efecto de estas disposiciones contraccionistas se vio acentuado por hechos totalmente atípicos ocurridos en los primeros cinco meses de este año, en lo que corresponde al comportamiento del efectivo en poder del público y del multiplicador. Ello dificultó enormemente la gestión de la autoridad monetaria. Es bien conocida por ustedes la causa de este fenómeno; la expedición, al terminar el año, de un nuevo reglamento tributario (Decreto 2503 de 1987) que preveía el uso de los datos sobre depósitos en los intermediarios financieros como medio de verificación de las cifras suministradas por los contribuyentes en las declaraciones de renta, causó un importante incremento en la preferencia del público por el efectivo. Así, mientras que la experiencia histórica enseña que entre diciembre y marzo el coeficiente de efectivo a cuentas corrientes desciende de niveles entre 65 y 70% a un rango de 40% y 45%, en este año dicho coeficiente se mantuvo alto, en un 55.2% al finalizar marzo (véase Cuadro 12). Luego de reversarse parcialmente la medida tributaria, se comenzó a reducir la demanda de efectivo permitiendo que el mencionado coeficiente se situara a mediados de octubre en 49.7%, magnitud todavía excesiva.

No obstante la relativa normalización de la preferencia por liquidez, ésta no regresó al sistema financiero en forma de depósitos en cuenta corriente. Ello se debió a dos factores principales. En primer lugar, el sistema bancario al observar la pérdida masiva de recursos, buscó compensarla mediante un incremento en las tasas de interés de los depósitos a término, las cuales ya presentaban tendencia ascendente debido a la desfavorable evolución de la inflación y el ahorro; en segundo término, surgieron nuevas formas de remuneración de la liquidez a la vista que se generalizaron al eliminarse los motivos para mantener altos montos de efectivo. Por estas razones el comportamiento descrito condujo a una recuperación lenta del multiplicador bancario durante el primer semestre de este año (véase Cuadro 13).

Gracias a las medidas monetarias y a los cambios en la preferencia por la liquidez comentados anteriormente, a partir del segundo trimestre el ritmo anual de crecimiento del M_1 retorna a aquel deseado por la Junta Monetaria, entre 25 y 27%, compatible con la urgencia de reducir la tendencia alcista de los precios; la tasa anual de aumento de este trimestre fue de 26.2%. Durante julio se registra una tasa de crecimiento anual del 26.9% y el trimestre de junio, julio y agosto, que fue de relativa normalidad en el ámbito monetario, enseña un incremento promedio anual de los medios de pago del 25.5%.

En los meses recientes, sin embargo, el manejo monetario se ha vuelto a dificultar, no por un excesivo crecimiento como es lo común, sino por factores que han dado lugar a una reducción de la liquidez. Los elementos contraccionistas se han reflejado en un crecimiento bajo de la base monetaria, pues su tasa anual es de 21.9% en promedio para el período agosto-octubre y la de los medios de pago de 24.3%. Los renglones del origen de la base que en mayor grado explican este fenómeno tienen que ver principalmente con los importantes ingresos de la Tesorería General de la Nación, los cuales frente a una relativa lentitud de sus giros dieron lugar a una acumulación de depósitos en el Banco de la República, y a una notoria contracción en los créditos del FAVI a las corporaciones de ahorro y vivienda, consecuencia de la recuperación que han tenido.

Lo sucedido en estos meses señala las dificultades que afrontan las instituciones monetarias cuando se presentan situaciones impredecibles. Pero también demuestra que la política económica debe ser dinámica y activa, capaz de contrarrestar diferentes

CUADRO 12
Preferencia por efectivo
Porcentajes

	Relación: Efectivo/ M_1^*	Coficiente de efectivo Efectivo/Ctas. Ctes. **
1983 Marzo	29.0	41.4
Diciembre	40.6	69.9
1984 Marzo	29.0	41.4
Diciembre	41.7	72.2
1985 Marzo	30.8	45.2
Diciembre	40.9	70.5
1986 Marzo	31.6	46.8
Diciembre	39.6	66.3
1987 Marzo	28.9	41.2
Diciembre	39.5	65.6
1988 Marzo	35.3	55.2
Octubre 15	33.0	49.7

* Efectivo = Billetes y monedas de tesorería en circulación. — caja de bancos y del Emisor.

** Efectivo = Moneda fuera de bancos + depósitos de particulares en el Emisor.

Fuente: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas

CUADRO 13

Base, multiplicador y medios de pago

Año	Base		Multiplicador		Medios de pago	
	(Miles de millones)	Incremento anual %	Valor	Incremento anual %	(Miles de millones)	Incremento anual %
1983						
Marzo	195 449 7		1 472		300 034 0	
Junio	196 807 9		1 555		320 836 4	
Septiembre	213 638 0		1 541		329 177 1	
Diciembre	276 727 6		1 467		406 170 7	
1984						
Marzo	232 963 3	19 19	1 569	6 59	365 541 5	21 83
Junio	252 189 7	28 14	1 537	-1 16	387 665 7	20 83
Septiembre	230 500 8	7 89	1 731	12 33	399 177 9	21 27
Diciembre	327 463 2	18 33	1 530	4 29	501 115 0	23 38
1985						
Marzo	269 434 7	15 57	1 669	6 37	449 825 0	23 06
Junio	285 277 5	13 12	1 663	8 60	474 400 4	22 37
Septiembre	279 319 9	21 18	1 749	1 04	488 663 6	22 42
Diciembre	412 205 1	25 88	1 558	1 83	642 184 1	28 15
1986						
Marzo	352 651 9	30 98	1 558	2 22	642 184 1	33 72
Junio	380 148 7	33 26	1 706	3 43	601 504 4	37 85
Septiembre	371 268 7	32 92	1 720	-0 29	653 957 7	32 50
Diciembre	528 633 8	28 25	1 744	-4 24	647 489 5	22 78
1987						
Marzo	450 157 1	27 65	1 690	-0 94	788 469 7	26 49
Junio	524 956 7	38 09	1 587	-7 73	760 855 3	27 41
Septiembre	518 454 0	39 64	1 627	-6 71	833 175 5	30 25
Diciembre	695 093 7	31 49	1 581	5 97	1 048 259 3	32 95
1988						
Marzo	669 590 1	48 75	1 467	-13 20	982 642 2	29 15
Junio	667 687 6	27 19	1 551	-2 27	1 030 269 4	23 66
Septiembre	619 437 4	19 48	1 700	4 49	1 053 040 6	24 86

Fuentes: Banco de la República — Departamento de Investigaciones Económicas.

efectos, como lo ha sido en los meses recientes en su esfuerzo por situar los medios de pago dentro de la franja deseada. En este período las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria se agrupan en tres mecanismos principales:

a) El suministro de liquidez de corto plazo a los bancos por medio de las llamadas operaciones Repos. Este instrumento ha sido de gran utilidad para contrarrestar limitaciones de cortísimo plazo en la liquidez del mercado, con el fin de ajustar la caja de los bancos, cuando, por ejemplo, se producen cuantiosos traslados a la Tesorería General de la Nación por concepto de los impuestos recaudados. Mediante estas operaciones se ha llegado a inyectar hasta \$ 50.000 millones al sistema, casi ocho puntos en términos de base monetaria.

b) Las operaciones de mercado abierto han sido también expansivas en los últimos tres meses para

cumplir propósito similar. Su saldo se ha reducido en cerca de \$ 37.000 millones, como resultado además de las menores tasas de interés ofrecidas por estos papeles. El monto de títulos del Banco de la República en el mercado ascendía a finales de junio a \$ 148.000 millones, mientras que en octubre era de \$ 111.000 millones.

c) Las medidas más importantes y de un efecto más directo se han tomado con respecto al instrumento del encaje monetario. En el curso de los últimos tres meses el encaje sobre las cuentas corrientes se ha reducido en cuatro puntos y de manera temporal, por espacio de dos meses, en otros cuatro puntos. Igualmente, los encajes sobre depósitos oficiales se han rebajado en total ocho puntos. Por este concepto la liquidez del sistema aumenta en cerca de \$ 55.000 millones en forma permanente y \$ 40.000 millones adicionales con un carácter transitorio.

Tenemos entonces que el menor crecimiento nominal de los medios de pago, en presencia de un aceleramiento de la inflación, condujo a una caída en el nivel de la liquidez real en la economía (véase Cuadro 14). Sin embargo, es conveniente indicar que éste no es simplemente un fenómeno que responde a una excesiva contracción de la oferta monetaria. En efecto, el mayor nivel de las tasas de interés nominales, aún después de su control administrativo a partir del mes de agosto, condujeron a una menor demanda de liquidez en la economía. De todas maneras, con las medidas adoptadas se espera que para finales del año, M_1 tenga un aumento del 27%, con lo cual el incremento prome-

dio durante el año será del 28%, cifra que es perfectamente compatible con el avance esperado en el PIB real de 4.8%, junto con un menor aumento de la inflación para finales de este año y el entrante. En efecto, la autoridad monetaria no debe validar los incrementos en la inflación esperada durante este año, tolerando aumentos de la liquidez del mismo orden del PIB nominal. Por el contrario, para evitar el afianzamiento de mayores expectativas de crecimiento en los precios, el manejo monetario se debe ceñir a la evolución de largo plazo de la inflación y por ende, no tendrá un impacto negativo en el comportamiento de la actividad productiva.

CUADRO 14

Cantidad real de medios de pago

Fin de	M1/IPM (1)	M1/IPM*	M1/IPC (2)	M1/IPC*
1983 Marzo	200.88	202.95	1.128.80	1.140.45
Junio	199.01	197.94	1.134.10	1.128.01
Septiembre	201.83	209.54	1.146.16	1.189.98
Diciembre	241.45	218.69	1.369.88	1.240.76
1984 Marzo	206.36	208.49	1.178.79	1.190.96
Junio	200.39	205.28	1.189.89	1.183.51
Septiembre	205.88	213.75	1.192.64	1.238.24
Diciembre	245.80	222.63	1.428.90	1.294.21
1985 Marzo	203.69	205.79	1.181.26	1.193.46
Junio	198.54	197.47	1.138.20	1.132.09
Septiembre	200.08	207.73	1.173.83	1.218.71
Diciembre	256.15	232.00	1.495.19	1.354.25
1986 Marzo	221.52	223.81	1.287.74	1.301.04
Junio	231.20	229.96	1.382.87	1.375.45
Septiembre	218.11	226.44	1.331.73	1.382.65
Diciembre	252.85	229.02	1.518.04	1.374.95
1987 Marzo	224.36	226.68	1.353.35	1.367.33
Junio	234.66	233.41	1.411.68	1.404.11
Septiembre	228.45	237.18	1.387.28	1.440.33
Diciembre	268.56	243.24	1.627.02	1.473.66
1988 Marzo	229.18	231.42	1.383.42	1.396.93
Junio	232.74	231.36	1.388.61	1.380.42
Septiembre	219.87	230.22	1.342.99	1.406.23

* Serie desestacionalizada. (1) IPM Base 1970 = 100. (2) IPC Base 1978 = 100. Fuente: Revista Banco de la República.

Vemos, pues, que el manejo estricto de los agregados monetarios no lleva a una reducción en el crecimiento de la economía, pues tal como lo señala el proceso que hemos experimentado durante el pre-

sente año, la actividad económica ha tenido un ritmo favorable en los principales sectores (agricultura, construcción, comercio, industria), aunque se espera una tasa ligeramente menor que la del año anterior,

debido a la baja en las exportaciones de café y en la producción de petróleo. En el periodo de enero-julio, la industria manufacturera presentaba un saludable crecimiento anual del 6.3%, siendo la más dinámica, superior al 10%, la de bienes de capital. Esto es alentador, pues indica el vigor del ritmo de la inversión. Por su parte, el comercio muestra una elevada tasa de crecimiento, 8.6% anual para el periodo enero-agosto. Lo anterior confirma la existencia de un aceptable dinamismo de la demanda agregada.

Comentarios finales

Tenemos, entonces, de acuerdo con lo analizado en páginas anteriores, que la política anti-inflacionaria del Gobierno en el campo monetario se ha centrado en estabilizar la oferta de dinero, para poder mantener un flujo de liquidez apropiado que permita reducir el ritmo de crecimiento de los precios al finalizar 1988. El ajuste macroeconómico de los últimos años y el énfasis en las operaciones de mercado abierto, han facilitado la posibilidad de reducir sensiblemente la expansión de la oferta monetaria. Sin embargo, los problemas del comienzo del año en el suministro de alimentos y los altos porcentajes de utilización de la capacidad instalada, no han permitido que ésta se reduzca por debajo de los niveles de largo plazo como se desearía.

Desde luego, bien sabemos que los resultados del manejo monetario sobre la inflación no se manifiestan en su totalidad en forma inmediata, porque esta política no produce todas sus consecuencias en el corto plazo. Se requiere, por lo tanto, sostener firmemente estas directrices monetarias por un tiempo suficiente para que se den todos sus efectos. Empero, ya comienza a apreciarse una desaceleración de la inflación, tal como lo señalan los índices de agosto, septiembre y octubre.

No obstante las dificultades para ejecutar con plena rigurosidad la política monetaria, pensamos que ésta sigue siendo la mejor alternativa a disposición de las autoridades. Los llamados planes "heterodoxos" de control inflacionario adelantados en Argentina, Brasil y Perú, que incluyeron los procesos de ajuste con base en políticas fiscal y monetaria, fracasaron porque se basaban, en gran parte, en conge-

laciones de precios y salarios y no lograron llevar a la práctica plenamente las buenas intenciones en materia de saneamiento fiscal. Estas eran muy efectivas en el corto plazo, pero en un término no mayor de seis meses comenzaban a mostrar su inoperancia y lentamente permitían el regreso a los niveles iniciales de inflación. En cambio, las políticas de ajuste ortodoxas, como las de Bolivia y Chile, países que comenzaron por reorganizar sus finanzas públicas, establecer políticas monetarias sanas y permitir el reordenamiento cambiario, han tenido éxito. Fue así como Bolivia logró eliminar un proceso hiperinflacionario que llegó hasta un 22.000% anual en enero de 1987, para situarse actualmente en menos del 15% anual y luego de cinco años de crecimiento negativo en el producto, obtuvo una tasa positiva del 3.2% el año anterior, a pesar de un severo deterioro en los términos de intercambio. El caso de Chile ha sido todavía más exitoso. El colombiano es juzgado también muy favorablemente en el plano nacional e internacional.

La historia nos enseña que la inflación es un flagelo indeseable, costosa económica y socialmente y que de ninguna manera se puede justificar por la obtención de unas ganancias transitorias en la producción y el empleo. Ha resultado por eso tan preocupante observar la tendencia ascendente de los índices de precios que se dio a partir del segundo semestre del año pasado y por ello, las autoridades económicas le han dado la mayor prioridad a este fenómeno, gracias a lo cual se ha logrado iniciar su reversión en los últimos tres meses.

El Gobierno considera que la política anti-inflacionaria aplicada en el presente año es armónica con el mantenimiento de tasas de crecimiento cercanas al 5% y con la reducción del desempleo como el que registran las estadísticas actuales (10% de la fuerza laboral). El país tiene experiencia acerca de la viabilidad de esta opción, como lo demuestra, por ejemplo, lo sucedido en los años 1978 y 1986. Sabemos, además, que la inflación en lugar de dar paso a un crecimiento económico elevado y sostenido lo limita y detiene; es la inflación y no la política monetaria la que pone en peligro las tasas esperadas de crecimiento.

Pero si nuestra historia no es muy rica en estos ejemplos, por razón de la desafortunada inestabilidad de las políticas fiscal y monetaria, debemos mirar los numerosos casos que hoy en día nos muestra la economía mundial, de países con satisfactorias tasas de crecimiento y cada vez menos infla-

ción. En los últimos cinco años, caracterizados por una permanente expansión de la economía de los países industrializados, 3.6% en promedio, la inflación ha descendido, pari-pasu, a niveles de un dígito y muy cercanas al 2 ó 3% anual. Este resultado contrasta con el período de alta inflación mundial de finales de la década pasada que terminó en la grave recesión de comienzos del presente decenio. Son muchas las economías que gracias a la buena aplicación de las políticas para reducir la inflación, junto con una apertura gradual pero decidida del comercio exterior y avances en la productividad sectorial, han obtenido mejoras evidentes en el bienestar de los pueblos.

Para terminar esta presentación, quisiera hacer más las palabras del doctor Hernando Agudelo Villa, quien en un foro reciente sobre este tema decía:

“La tesis de que con inflación puede impulsarse el desarrollo está revaluada y universalmente se reconocen sus perniciosos efectos”.

“Ella deforma la economía y constituye un perturbador obstáculo al crecimiento económico. El alza general de precios y la incertidumbre que crea sobre el futuro alteran el criterio de la gente, para medir sus demandas, ofertas, consumos, ahorro e

inversiones, lo cual conduce a un empleo vicioso de los recursos económicos”.

“Infortunadamente, las políticas anti-inflacionarias han sido intermitentes, esporádicas y no se planean para largo término. Las presiones de los intereses creados o la indolencia de los mismos gobiernos las abaten, con pueriles argumentos como los de que los programas de estabilización pueden resultar peores que la enfermedad y de que se vela más por la estabilidad de precios que por el crecimiento mismo de la economía”.

No obstante, planteamientos tan diáfanos como los del doctor Agudelo, parecería que en Colombia no ha habido total claridad con relación a los beneficios que deriva la economía de una rigurosa estabilidad de precios. Ello porque el crecimiento se ha asociado de alguna manera con determinados niveles de inflación. La política seguida para reducir el incremento de precios tiene una amplia justificación, precisamente por sus efectos positivos en el crecimiento económico. Conseguir tasas de expansión de la producción y el empleo en un ambiente de estabilidad de precios es la meta final de la política económica y acerca de sus resultados tenemos pleno optimismo.

Muchas gracias