

# NOTA EDITORIAL

## EL ESQUEMA DE *INFLACIÓN OBJETIVO*. EXPERIENCIA EN PAÍSES EMERGENTES Y EN COLOMBIA

### *I.* ¿QUÉ ES INFLACIÓN OBJETIVO?

Los bancos centrales manejan la política monetaria de acuerdo con una estrategia que consiste en una serie de objetivos y un conjunto de procesos e instrumentos encaminados hacia el logro de dichos objetivos. Hoy en día, por ejemplo, se considera que la mejor contribución que los bancos centrales pueden hacer al crecimiento económico es mantener una inflación baja y estable. Por esta razón, la gran mayoría de los bancos centrales tiene como objetivo principal la estabilidad de precios. Para alcanzarla, algunos recurren a estrategias tales como la adopción de metas sobre el crecimiento de la cantidad de dinero o el establecimiento de una paridad fija respecto a una moneda externa. En el primer caso se explota la relación directa que existe, al menos en el largo plazo, entre el dinero y el nivel general de precios; en el segundo, se espera que el crecimiento de los precios internos converja al de los precios de otra economía caracterizada por una política monetaria estable y creíble. Los ejemplos anteriores son ilustraciones de estrategias monetarias de *metas intermedias*, llamadas así porque el objetivo final (la estabilidad de precios) se cumple indirectamente mediante el logro de metas sobre otras variables relacionadas con dicho objetivo en algún plazo (la oferta monetaria o la tasa de cambio).

Desde comienzos de la década de los noventa, un número creciente de bancos centrales (entre ellos el Banco de la República) han optado por seguir un esquema de *meta final* o de *inflación objetivo* (IO) (Cuadro 1). En esta estrategia el banco central se compromete públicamente con un objetivo numérico para la inflación en el futuro. Lo hace así porque en el presente y en el corto plazo la inflación está determinada por contratos de precios y salarios acordados en el pasado o por cambios repentinos en la oferta de ciertos productos. Mediante el uso de sus instrumentos –típicamente la tasa de interés de corto plazo– el banco central busca influir en la formación de precios futuros, lo cual implica que debe producir un pronóstico de inflación y ajustar su política si la inflación proyectada se desvía de la meta anunciada. En este sentido, el pronóstico de inflación es la *meta intermedia* en un esquema de IO.

En la elaboración de un pronóstico macroeconómico, el banco central debe considerar un conjunto de información más amplio que el que se

**Cuadro 1**  
**Algunos países emergentes con esquema de *inflación objetivo* (IO)**

	Fecha de adopción de IO	Exclusivamente numérico objetivo = inflación	Inflación objetivo actual (en porcentaje)	Procesos de pronóstico de inflación	Publicación de Pronósticos
<b>Países emergentes</b>					
Israel	II Trim. 1997	Sí	01-mar	Sí	Sí
República Checa	I Trim. 1998	Sí	3 (+/-1)	Sí	Sí
Corea	II Trim. 1998	Sí	2,5-3,5	Sí	Sí
Polonia	I Trim. 1999	Sí	2,5 (+/-1)	Sí	Sí
Brasil	II Trim. 1999	Sí	4,5 (+/-2,5)	Sí	Sí
Chile	III Trim. 1999	Sí	2-4	Sí	Sí
Colombia	III Trim. 1999	Sí	5 (+/- 0,5)	Sí	Sí
Sudáfrica	I Trim. 2000	Sí	3-6	Sí	Sí
Tailandia	II Trim. 2000	Sí	0-3,5	Sí	Sí
Hungría	III Trim. 2001	Sí	3,5 (+/- 1)	Sí	Sí
México	I Trim. 2002	Sí	3 (+/-1)	Sí	Sí
Perú	I Trim. 2002	Sí	2,5 (+/-1)	Sí	Sí
Filipinas	I Trim. 2002	Sí	5-6	Sí	Sí
<b>Países industrializados</b>					
Nueva Zelanda	I Trim. 1991	Sí	1-3	Sí	Sí
Canadá	I Trim. 1991	Sí	1-3	Sí	Sí
Reino Unido	IV Trim. 1992	Sí	2	Sí	Sí
Australia	I Trim. 1993	Sí	2-3	Sí	Sí
Suecia	I Trim. 1993	Sí	2 (+/-1)	Sí	Sí
Suiza	I Trim. 2000	Sí	<2	Sí	Sí
Islandia	I Trim. 2001	Sí	2,5	Sí	Sí
Noruega	I Trim. 2001	Sí	2,5	Sí	Sí

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*, agosto de 2005.

requiere normalmente en otras estrategias, y debe analizar el efecto de sus acciones mediante el examen de los distintos canales de transmisión de la política monetaria a la inflación y al crecimiento del producto. Por ejemplo, en una economía pequeña y abierta, como la colombiana, la política del Banco de la República afecta la inflación mediante su impacto en la demanda agregada, la tasa de cambio y las expectativas de inflación. El Banco debe tener una idea sobre cómo funcionan dichos canales, expresada usualmente en forma de modelos macroeconómicos que permitan el pronóstico y la simulación de políticas.

Se aprecia, entonces, que el esquema de IO exige más información y análisis que otras estrategias. Sin embargo, con el tiempo, genera más conocimiento sobre el proceso inflacionario y el funcionamiento de la economía, y permite, por ende, minimizar los errores en la búsqueda de los objetivos últimos. Al mismo tiempo, dicho conocimiento facilita la comunicación de la política, lo cual es un elemento clave en esta estrategia puesto que, si se percibe como coherente y creíble por parte del público, la comunicación ayuda a mantener las expectativas de inflación en línea con las metas del Banco y reduce el costo de alcanzar estas últimas.

Los defensores del esquema de IO destacan entre sus ventajas su efecto en términos de *anclar* las expectativas de inflación y consolidar la credibilidad de la política monetaria, las ganancias de flexibilidad al no comprometerse la credibilidad de la política y permitirse la suavización de los ciclos económicos, como consecuencia de las desviaciones transitorias de las metas, y los menores costos derivados de errores de política en relación con otras estrategias. Este último beneficio se aprecia más claramente si se comparan los costos de corregir tasas de inflación superiores a las metas con los costos de una salida traumática de un régimen de tasa de cambio fija. Por otro lado, los críticos de la estrategia de la IO arguyen que en algunos casos (especialmente al comienzo de su operación) este esquema permite muy poca discreción y restringe el crecimiento económico, o bien implica demasiada discreción y falla en anclar las expectativas de inflación; además, afirman los críticos, la IO implica una volatilidad cambiaria excesiva y exige unas precondiciones muy rigurosas, especialmente para economías emergentes (Fondo Monetario Internacional (FMI), pp. 120-121). En un trabajo reciente del FMI se evalúa el desempeño de la estrategia de IO para los países emergentes que la han adoptado. En esta Nota se resumen los principales resultados de dicha evaluación y, en este contexto, se reseña brevemente la experiencia colombiana con el esquema de IO.

## II. DESEMPEÑO DEL ESQUEMA DE IO EN PAÍSES EMERGENTES

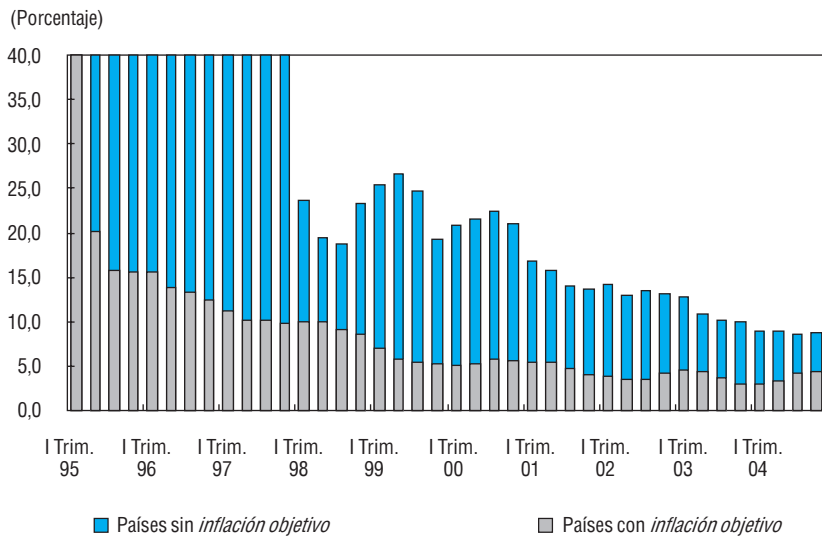
Las evaluaciones del desempeño de IO en países industrializados no indican evidencia contundente acerca de sus ventajas relativas, debido a que tanto los países que han adoptado este esquema como aquellos que han seguido estrategias distintas muestran mejoras en sus resultados macroeconómicos desde comienzos de los años noventa, que están relacionadas con varios factores adicionales a la política monetaria (FMI, pp. 121-122). En contraste, si bien la experiencia de algunos países emergentes con IO es más corta (data de finales del siglo pasado), el número y la diversidad de regímenes monetarios del grupo de países emergentes hacen que la comparación de su desempeño macroeconómico brinde una evidencia más firme sobre los méritos relativos de la IO.

A partir de un examen de varios indicadores macroeconómicos en dos grupos de países emergentes: aquellos que adoptaron IO y aquellos que no lo hicieron, el mencionado estudio del FMI encuentra los siguientes resultados:

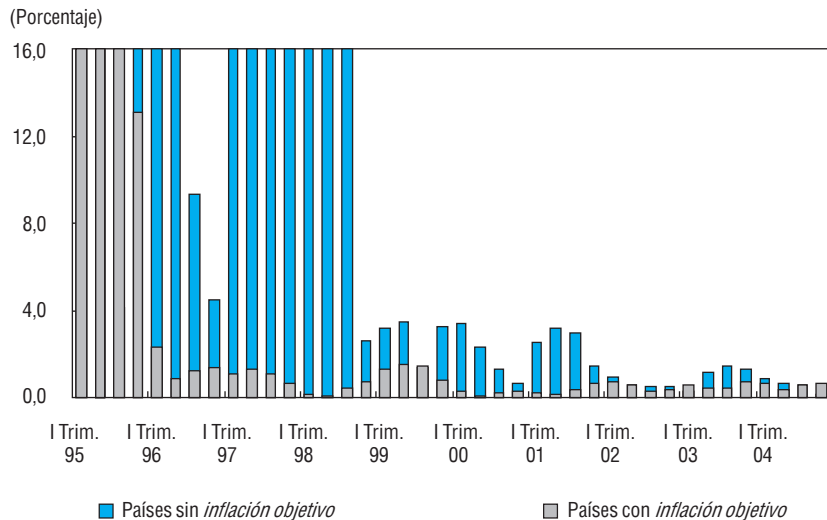
- El nivel de la inflación y su volatilidad se redujeron para el grupo completo de países emergentes entre el período 1985-1999-III trimestre, y el período 1999-IV trimestre-2004. En el segundo de estos períodos algunos países emergentes adoptaron la estrategia de IO (Cuadro 1). La caída de la inflación y de su volatilidad fue mayor para estos últimos (Gráfico 1).
- La tasa de crecimiento del producto no varió sustancialmente en los períodos considerados en ninguno de los dos grupos de países. La volatilidad del crecimiento se redujo levemente en ambos grupos.
- Al controlar por los valores iniciales de las variables relevantes mediante un análisis de regresión de corte transversal, se encuentra que la inflación promedio en los países con IO se redujo en 4,8 puntos porcentuales más que en los otros países, entre los dos períodos considerados. De igual forma, la volatilidad de la inflación cayó 3,6 puntos porcentuales más en los países con IO. Se encuentran similares resultados para la volatilidad de una medida de *brecha de producto* (la diferencia entre el PIB observado y el PIB *potencial*), la volatilidad de la tasa de cambio, la volatilidad de la tasa de interés real, las expectativas de inflación a distintos horizontes, la volatilidad de dichas expectativas y para otros indicadores.

Gráfico 1

**Inflación promedio anual en países emergentes con y sin *inflación objetivo***



**Volatilidad de la inflación promedio anual (\*) países emergentes con y sin *inflación objetivo***



(\*) Calculado como el *rolling* de la desviación estándar de la inflación anual.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. Cálculos del Banco de la República.

- Los resultados anteriores no varían si se cambia la muestra para incluir o excluir algunos países, si se cambian los períodos de análisis, si se excluyen los países con regímenes de tasa de cambio fija o si se controla por la situación fiscal inicial o su cambio entre los períodos.

Se observa, entonces, evidencia a favor de la existencia de ventajas del esquema de IO como estrategia de política monetaria, al menos en la muestra de países emergentes considerados. En particular, los países que adoptaron IO parecen haber logrado mayores avances en la reducción y estabilización de la inflación sin incurrir en costos tales como una mayor volatilidad del producto, de la tasa de interés o de la tasa de cambio, en relación con otros países emergentes.

Un problema de este análisis es la comparación que se hace de la experiencia de países exitosos en la disminución de la inflación (la totalidad de aquellos que adoptaron IO) con la de otros países que aún no la han reducido o se encuentran en una fase anterior del proceso de desinflación y no han adoptado la IO. Esta comparación puede llevar a conclusiones erróneas, ya que se le atribuiría a la IO resultados que tienen que ver más con diferencias de objetivos (distinta aversión a la inflación o a los costos de la desinflación) o, simplemente, con diferencias en las fases de la desinflación en que los distintos países se encuentran. En términos técnicos, el análisis del FMI puede padecer de *sesgo en la selección de la muestra*.

Para corregir este problema y aislar las ventajas relativas de la IO, se requiere comparar las experiencias de países que hayan alcanzado tasas de inflación no muy distintas en el período de análisis y que difieran en que unos adoptaron IO y los otros no lo hicieron. Este análisis debe contar con el rigor econométrico del artículo del FMI. No obstante, un ejercicio descriptivo en el cual se restringió la muestra de países sin IO a aquellos que alcanzaron tasas de inflación menores que 9% anual durante 2000-2004<sup>1</sup>, confirma los resultados del estudio del FMI (cuadros 2 a 9). Como se observa en el Cuadro 2, el promedio de la inflación de los países emergentes sin IO que alcanzaron una inflación baja entre 2000 y 2004 es de 4,5%, similar al promedio de los países emergentes que siguieron IO (4,4%). Sin embargo, la volatilidad de la inflación y de la tasa de interés real de estos últimos fue menor entre 2000 y 2004 (cuadros 3 y 4). Algo similar sucede para diversas medidas de volatilidad de la tasa de cambio nominal y real (cuadros 5 a 7). En cuanto a la variabilidad del producto, es difícil extraer conclusiones precisas debido a la carencia de datos para varios países. Con la información disponible los resultados son mixtos. La volatilidad del crecimiento del PIB es menor para los países que no siguen IO, pero la volatilidad de la brecha de producto es mayor para este grupo (cuadros 8 y 9).

---

<sup>1</sup> Brasil es el país con mayor inflación anual promedio en 2000-2004 (8,6%) dentro de la muestra de países con IO.

Cuadro 2

**Comparación de la tasa de inflación promedio  
para algunos países emergentes**

	Antes IO 1/	Después IO 2/	Diferencia
<b>Países con <i>inflación objetivo</i></b>			
Brasil	835,8	8,7	(827,0)
Colombia	22,8	7,3	(15,5)
México	41,4	6,0	(35,4)
Perú	844,0	2,4	(841,6)
Filipinas	9,7	3,8	(5,9)
Polonia	93,7	4,4	(89,3)
Sudáfrica	11,8	5,5	(6,3)
Israel	38,3	1,6	(36,7)
República Checa	8,2	2,7	(5,5)
Corea	5,2	3,2	(2,0)
Chile	14,7	2,8	(11,9)
Tailandia	4,4	1,7	(2,7)
Hungría	18,4	7,1	(11,3)
<b>Promedio</b>	<b>149,9</b>	<b>4,4</b>	<b>(145,5)</b>
<b>Países sin <i>inflación objetivo</i></b>			
Argentina	698,7	8,6	(690,1)
Bulgaria	227,9	6,4	(221,5)
Ecuador	40,4	31,8	(8,7)
Egipto	13,3	4,7	(8,7)
Marruecos 3/	4,6	1,6	(3,0)
Nigeria	27,7	13,6	(14,1)
Panamá	0,9	0,9	(0,0)
Rusia	232,9	16,6	(216,4)
Turquía	68,6	38,2	(30,4)
Ucrania	944,9	11,1	(933,8)
Venezuela	42,9	20,9	(22,0)
<b>Promedio</b>	<b>209,4</b>	<b>14,0</b>	<b>(195,3)</b>
<b>Promedio (seleccionados)</b>	<b>189,1</b>	<b>4,5</b>	<b>(184,6)</b>

1/ Calculado con la información disponible, anterior al cuarto trimestre de 1999.

2/ Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

3/ Calculado con información disponible hasta el tercer trimestre de 2004.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, como se mencionó anteriormente, algunos críticos sostienen que la implantación de IO en países emergentes se dificulta por la ausencia de precondiciones tales como la independencia institucional del banco central (inexistencia de *dominancia fiscal*), una infraestructura técnica desarrollada (existencia de datos confiables y de herramientas de análisis), estructura económica adecuada (baja o nula dolarización, baja sensibilidad de la inflación ante variaciones de los precios de bienes

**Cuadro 3**  
**Comparación de la tasa de inflación promedio**  
**para algunos países emergentes**

	Antes IO 1/	Después IO 2/	Diferencia
<b>Países con <i>inflación objetivo</i></b>			
Brasil	549,8	1,8	(548,0)
Colombia	1,4	0,5	(0,9)
México	3,8	0,9	(2,8)
Perú	594,1	0,8	(593,3)
Filipinas	1,7	1,5	(0,2)
Polonia	63,5	1,1	(62,4)
Sudáfrica	1,2	1,9	0,8
Israel	12,3	1,6	(10,7)
República Checa	1,4	0,8	(0,5)
Corea	1,0	0,6	(0,4)
Chile	2,1	0,7	(1,4)
Tailandia	0,9	0,6	(0,3)
Hungría	2,2	0,9	(1,4)
<b>Promedio</b>	<b>95,0</b>	<b>1,1</b>	<b>(94,0)</b>
<b>Países sin <i>inflación objetivo</i></b>			
Argentina	687,7	5,6	(682,1)
Bulgaria	140,5	2,0	(138,5)
Ecuador	3,8	10,1	6,2
Egipto	2,8	0,7	(2,1)
Marruecos 3/	1,2	1,1	(0,1)
Nigeria	8,3	4,1	(4,2)
Panamá	0,4	0,6	0,2
Rusia	65,3	5,9	(59,4)
Turquía	7,4	8,1	0,7
Ucrania	667,5	3,5	(664,0)
Venezuela	9,2	3,0	(6,2)
<b>Promedio</b>	<b>144,9</b>	<b>4,1</b>	<b>(140,9)</b>
<b>Promedio (seleccionados)</b>	<b>166,5</b>	<b>2,0</b>	<b>(164,5)</b>

1/ Calculado con la información disponible, anterior al cuarto trimestre de 1999.

2/ Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

3/ Calculado con información disponible hasta el tercer trimestre de 2004.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. cálculos del Banco de la República.

básicos o ante la tasa de cambio y baja participación de precios regulados en el IPC) y un sistema financiero sano y profundo (FMI, pp.127-129). El estudio del FMI muestra que antes de la adopción de IO en algunos de los países emergentes varias de estas precondiciones no existían o estaban presentes en un grado inferior al que prevalecía en los países industrializados, con anterioridad a la implantación del esquema de IO. Sin embargo, como se destacó atrás, los resultados macroeconómicos de



Cuadro 4

**Comparación de la volatilidad de la tasa de interés real  
para algunos países emergentes**

	Antes IO 1/	Después IO 2/	Diferencia
<b>Países con inflación objetivo</b>			
Brasil	79,5	1,5	(78,1)
Colombia	2,0	1,1	(1,0)
México	4,3	0,6	(3,7)
Perú	10,2	1,0	(9,2)
Filipinas	2,3	1,2	(1,1)
Polonia	4,8	0,9	(3,9)
Sudáfrica	1,3	1,4	0,1
Israel	4,9	1,7	(3,2)
República Checa	1,1	0,8	(0,3)
Corea	1,0	0,7	(0,3)
Chile	4,5	1,2	(3,3)
Tailandia	1,0	0,7	(0,3)
Hungría	1,7	1,0	(0,7)
<b>Promedio</b>	<b>9,1</b>	<b>1,0</b>	<b>(8,1)</b>
<b>Países sin inflación objetivo</b>			
Argentina	225,9	6,2	(219,7)
Bulgaria	12,1	1,9	(10,2)
Ecuador	4,6	4,5	(0,2)
Egipto	2,7	0,8	(1,8)
Marruecos 3/	1,3	1,2	(0,1)
Nigeria	5,8	3,7	(2,1)
Panamá	0,6	0,6	0,1
Rusia	9,7	2,9	(6,8)
Turquía	4,1	8,9	4,7
Ucrania	8,4	3,2	(5,1)
Venezuela	5,4	3,6	(1,8)
<b>Promedio</b>	<b>25,5</b>	<b>3,4</b>	<b>(22,1)</b>
<b>Promedio (seleccionados)</b>	<b>48,5</b>	<b>2,1</b>	<b>(46,4)</b>

1/ Calculado con la información disponible, anterior al cuarto trimestre de 1999.

2/ Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

3/ Calculado con información disponible hasta el tercer trimestre de 2004.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. cálculos del Banco de la República.

la muestra de países emergentes que siguieron una estrategia de IO son muy positivos, lo cual sugiere que la ausencia de algunas precondiciones no es un obstáculo muy serio para el funcionamiento exitoso de dicha estrategia. Esta observación la confirma el hecho de que ninguna medida de las precondiciones anteriores resulta significativa en las regresiones que estiman el desempeño relativo de los países seguidores de IO.

Cuadro 5

**Comparación de la volatilidad de la devaluación nominal  
para algunos países emergentes**

	Antes IO 1/	Después IO 2/	Diferencia
<b>Países con inflación objetivo</b>			
Brasil	506,1	16,3	(489,8)
Colombia	4,4	6,6	2,2
México	12,6	4,1	(8,6)
Perú	244,3	2,2	(242,1)
Filipinas	6,6	4,1	(2,5)
Polonia	86,1	4,2	(81,8)
Sudáfrica	7,4	9,8	2,4
Israel	13,9	4,4	(9,6)
República Checa	6,5	4,6	(1,9)
Corea	5,8	4,2	(1,6)
Chile	4,8	5,3	0,5
Tailandia	5,4	4,2	(1,2)
Hungría	4,9	4,5	(0,4)
<b>Promedio</b>	<b>69,9</b>	<b>5,7</b>	<b>(64,2)</b>
<b>Países sin inflación objetivo</b>			
Argentina	221,5	39,0	(182,6)
Bulgaria	157,1	4,7	(152,4)
Ecuador	11,3	16,0	4,7
Egipto	8,7	6,0	(2,7)
Marruecos 3/	4,1	3,4	(0,7)
Nigeria	31,2	28,0	(3,2)
Panamá	0,0	0,0	0,0
Rusia	50,2	13,5	(36,7)
Turquía	33,2	19,1	(14,2)
Ucrania	156,0	5,9	(150,1)
Venezuela	25,0	12,7	(12,3)
<b>Promedio</b>	<b>63,5</b>	<b>13,5</b>	<b>(50,0)</b>
<b>Promedio (seleccionados)</b>	<b>78,3</b>	<b>10,6</b>	<b>(67,7)</b>

1/ Calculado con la información disponible, anterior al cuarto trimestre de 1999.

2/ Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

3/ Calculado con información disponible hasta el tercer trimestre de 2004.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. cálculos del Banco de la República.

No obstante, al mismo tiempo, el estudio del FMI muestra cómo, durante o después de la adopción de IO, el cumplimiento de varias precondiciones se refuerza en estos países, especialmente en lo referente a la infraestructura técnica, independencia institucional y estructura económica. En algunos casos este cambio es el resultado de la misma implantación exitosa de IO, como, por ejemplo, el desarrollo y utilización de herramientas analíticas sofisticadas, o la disminución del grado

Cuadro 6

**Comparación de la volatilidad de la devaluación real bilateral con Estados Unidos para algunos países emergentes**

	Antes IO 1/	Después IO 2/	Diferencia
<b>Países con inflación objetivo</b>			
Brasil	8,3	15,3	7,1
Colombia	4,0	6,2	2,3
México	7,6	4,1	(3,5)
Perú	7,7	2,2	(5,6)
Filipinas	5,9	4,1	(1,8)
Polonia	16,3	3,7	(12,6)
Sudáfrica	7,0	9,1	2,2
Israel	3,6	3,2	(0,4)
República Checa	6,5	4,6	(1,9)
Corea	5,2	3,9	(1,3)
Chile	3,7	5,1	1,4
Tailandia	4,9	4,1	(0,8)
Hungría	4,0	4,1	0,1
<b>Promedio</b>	6,5	5,4	(1,1)
<b>Países sin inflación objetivo</b>			
Argentina	3,9	27,4	23,5
Bulgaria	11,9	3,6	(8,4)
Ecuador	6,9	10,3	3,4
Egipto	9,0	6,0	(3,0)
Marruecos 3/	4,3	2,9	(1,4)
Nigeria	27,6	29,5	2,0
Panamá	4,0	0,5	(3,5)
Rusia	15,8	5,7	(10,0)
Turquía	15,2	10,8	(4,4)
Ucrania	594,0	212,7	(381,3)
Venezuela	12,9	9,4	(3,5)
<b>Promedio</b>	64,1	29,0	(35,2)
<b>Promedio (seleccionados)</b>	6,6	8,1	1,4

1/ Calculado con la información disponible, anterior al cuarto trimestre de 1999.

2/ Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

3/ Calculado con información disponible hasta el tercer trimestre de 2004.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. cálculos del Banco de la República.

de dolarización o la transmisión de la tasa de cambio a los precios. En general, este refuerzo del cumplimiento de las precondiciones aumenta la probabilidad de éxito del esquema de IO en el futuro y lo hace más sostenible.

En conclusión, si bien es difícil derivar una evidencia estadística contundente sobre los méritos relativos de IO como estrategia de política monetaria,

Cuadro 7

**Comparación de la volatilidad de la brecha del tipo de cambio bilateral 1/  
con los Estados Unidos para algunos países emergentes**

	Antes IO 2/	Después IO 3/	Diferencia
<b>Países con inflación objetivo</b>			
Brasil	17,3	17,7	0,4
Colombia	16,4	6,7	(9,6)
México	14,8	5,6	(9,2)
Perú	8,9	6,0	(2,9)
Filipinas	10,8	5,3	(5,5)
Polonia	21,2	4,4	(16,8)
Sudáfrica	8,9	27,6	18,7
Israel	5,2	4,6	(0,6)
República Checa	9,3	10,7	1,4
Corea	11,9	12,1	0,2
Chile	8,0	9,8	1,8
Tailandia	8,8	10,7	1,9
Hungría	7,7	18,1	10,4
<b>Promedio</b>	11,5	10,7	(0,8)
<b>Países sin inflación objetivo</b>			
Argentina	17,8	17,7	(0,2)
Bulgaria	14,7	14,4	(0,4)
Ecuador	17,8	16,1	(1,7)
Egipto	28,9	16,8	(12,1)
Marruecos 4/	5,6	11,4	5,8
Nigeria	61,9	11,7	(50,2)
Panamá	1,3	1,2	(0,1)
Rusia	40,8	29,3	(11,4)
Turquía	15,4	15,6	0,2
Ucrania	86,1	66,5	(19,7)
Venezuela	18,1	23,6	5,5
<b>Promedio</b>	28,0	20,4	(7,6)
<b>Promedio (seleccionados)</b>	13,7	12,3	(1,4)

1/ La brecha de la tasa de cambio bilateral se calculó como la desviación del logaritmo de la tasa de cambio bilateral, respecto a una tendencia lineal cuadrática.

2/ Calculado con la información disponible, anterior al cuarto trimestre de 1999.

3/ Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

4/ Calculado con información disponible hasta el tercer trimestre de 2004.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. cálculos del Banco de la República.

la experiencia positiva de los países que adoptaron este esquema, tanto industrializados como emergentes, indica que, al menos, no se encuentra en clara desventaja respecto a estrategias alternativas, como los de metas intermedias monetarias y cambiarias. En este sentido, es significativo que el esquema no haya sido abandonado aún y que las condiciones

Cuadro 8

**Comparación de la volatilidad del crecimiento económico real  
para algunos países emergentes**

	Antes IO 1/	Después IO 2/	Diferencia
<b>Países con inflación objetivo</b>			
Brasil	n.d.	n.d.	n.d.
Colombia	1,8	1,2	(0,6)
México	2,1	1,5	(0,6)
Perú	5,5	1,9	(3,5)
Filipinas	1,8	0,8	(0,9)
Polonia	2,1	1,2	(0,9)
Sudáfrica	0,9	0,6	(0,3)
Israel	2,4	2,8	0,4
República Checa	1,8	0,6	(1,2)
Corea	2,1	1,9	(0,2)
Chile	2,3	1,2	(1,1)
Tailandia	3,3	1,0	(2,3)
Hungría	0,9	0,6	(0,3)
<b>Promedio</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>(1,0)</b>
<b>Países sin inflación objetivo</b>			
Argentina	2,5	3,4	0,9
Bulgaria	n.d.	n.d.	n.d.
Ecuador	1,7	2,5	0,9
Egipto	n.d.	n.d.	n.d.
Marruecos 3/	6,0	0,9	(5,1)
Nigeria	n.d.	n.d.	n.d.
Panamá	n.d.	n.d.	n.d.
Rusia	n.d.	n.d.	n.d.
Turquía	3,8	4,7	0,9
Ucrania	n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Promedio</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>(0,6)</b>
<b>Promedio (seleccionados)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>(0,8)</b>

n.d. No disponible.

1/ Calculado con la información disponible, anterior al cuarto trimestre de 1999.

2/ Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

3/ Calculado con información disponible hasta el tercer trimestre de 2004.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*, cálculos del Banco de la República.

macroeconómicas no se hayan deteriorado sustancialmente bajo dicha estrategia (FMI, pp. 121 y 132). Esta conclusión debe tomarse con cautela, sin embargo, especialmente por el corto período de experiencia de los países emergentes con IO. En lo que sigue, se reseñarán brevemente la historia y los resultados de la estrategia de IO en Colombia.

**Cuadro 9**  
**Volatilidad de la brecha del producto promedio**  
**para algunos países emergentes**

	Antes IO 1/	Después IO 2/	Diferencia
<b>Países con inflación objetivo</b>			
Brasil	2,4	0,8	(1,6)
Colombia	2,3	3,0	0,7
México	3,0	3,0	0,1
Perú	8,7	2,5	(6,2)
Filipinas	2,7	1,6	(1,1)
Polonia	8,1	5,3	(2,7)
Sudáfrica	2,3	0,3	(2,0)
Israel	2,6	3,7	1,2
República Checa	3,9	1,8	(2,1)
Corea	3,4	1,7	(1,6)
Chile	3,4	1,5	(2,0)
Tailandia	5,7	7,5	1,8
Hungría	6,3	2,0	(4,3)
<b>Promedio</b>	<b>4,2</b>	<b>2,7</b>	<b>(1,5)</b>
<b>Países sin inflación objetivo</b>			
Argentina	7,4	7,1	(0,3)
Bulgaria	n.d.	n.d.	n.d.
Ecuador	3,1	3,4	0,4
Egipto	1,7	2,3	0,6
Marruecos 3/	3,6	2,4	(1,2)
Nigeria	3,0	2,1	(0,9)
Panamá	7,2	3,5	(3,7)
Rusia	n.d.	n.d.	n.d.
Turquía	3,2	5,6	2,4
Ucrania	n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela	3,6	4,2	0,6
<b>Promedio</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>(0,3)</b>
<b>Promedio (seleccionados)</b>	<b>5,0</b>	<b>3,8</b>	<b>(1,1)</b>

n.d. No disponible.

1/ La brecha del producto se calculó como la desviación del logaritmo del producto, respecto a una tendencia lineal cuadrática.

2/ Calculado con la información disponible, anterior al cuarto trimestre de 1999.

3/ Calculado con la información del primer trimestre de 2000 al cuarto trimestre de 2004.

4/ Calculado con información disponible hasta el tercer trimestre de 2004.

Fuente: FMI, *International Financial Statistics*. cálculos del Banco de la República.

### **III. IO EN COLOMBIA**

#### **A. Historia**

Desde que la Constitución de 1991 le asignó el objetivo principal de proteger el poder adquisitivo de la moneda a la Junta Directiva del Banco de

la República, el país inició un proceso gradual de desinflación. El punto de partida de este proceso era una historia de cerca de veinte años de inflación moderada o alta (15% – 30% anual), un régimen de minidevaluaciones (*crawling peg*) vigente desde 1967, controles de capitales, acceso del Gobierno al financiamiento directo del banco central, créditos dirigidos del Banco del República a diversos sectores reales de la economía y un sistema financiero especializado en segmentos del mercado de crédito que venía desregulándose gradualmente desde la década de los setenta. En estas condiciones, se habían desarrollado varios mecanismos formales e informales de indexación, especialmente en algunos precios claves de la economía (los salarios, la tasa de cambio y algunas tasas de interés).

El cambio constitucional garantizó la autonomía institucional, técnica y patrimonial del banco central respecto al Gobierno, limitó el financiamiento directo al Gobierno a situaciones críticas (con unanimidad de la Junta Directiva), le asignó el manejo de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, y eliminó las funciones de crédito de fomento que el Banco de la República ejercía, así como parte de las inversiones forzosas que las soportaban. La ley del nuevo banco central independiente requirió que este anunciase cada año una meta cuantitativa de inflación para el año siguiente. Con base en este mandato, se inició un proceso de desinflación, al tiempo que se liberó buena parte de la cuenta de capitales.

Para reducir la inflación se adoptó inicialmente una estrategia de meta intermedia sobre los agregados monetarios. Esta requería, sin embargo, algún grado de flexibilidad cambiaria<sup>2</sup>. Por esta razón, se permitió que el tipo de cambio fluctuara dentro de un sistema de bandas, inicialmente implícitas y posteriormente explícitas y preanunciadas. En este contexto, la inflación descendió lentamente desde 25,1% en 1992, hasta 16,7% en 1998, al tiempo que la economía experimentaba un crecimiento muy alto del gasto (público y privado) y crecía rápidamente el endeudamiento interno y externo de varios agentes. Entre 1998 y 1999 la economía recibió un fuerte choque externo, al reducirse sus términos de intercambio (por la crisis asiática) y revertirse las entradas netas de capitales hacia los países

---

<sup>2</sup> En una economía pequeña y abierta con movilidad de capitales es difícil para un banco central fijar un tipo de cambio y mantener simultáneamente control sobre la cantidad de dinero por períodos de tiempo prolongados. Esto se debe a que, bajo un régimen creíble de tasa de cambio fija, la tasa de interés doméstica debe seguir de cerca la tasa de interés externa. Cualquier intento del banco central por alcanzar una tasa de interés distinta implica entradas o salidas de capital, en la medida en que los individuos buscan arbitrar el diferencial de tasas de interés. Para defender un nivel particular del tipo de cambio, el banco central debe entonces intervenir en el mercado cambiario, comprando y vendiendo divisas, modificando de este modo la oferta monetaria.

emergentes. El tamaño del choque, los altos niveles de endeudamiento interno y externo, y las brechas entre ingresos y gastos de los sectores público y privado provocaron una caída del PIB de más de 4% en 1999, una reducción de la inflación de 7,5 puntos porcentuales en el mismo año, un debilitamiento patrimonial del sistema financiero (con crisis en segmentos de la banca pública e hipotecaria), el abandono del sistema de bandas cambiarias en septiembre de 1999 y la adopción de un régimen de flotación del tipo de cambio.

A partir de este período, la estrategia de política monetaria convergió hacia un esquema de IO, en el cual la tasa de interés de las operaciones de crédito del Banco de la República con los intermediarios financieros (Repo y Repo reversa) se convirtió en el principal instrumento de política. No obstante, ya desde la década de los noventa existían, en Colombia, en diversos grados, algunas de las precondiciones de IO. Como se mencionó, desde 1991 la Constitución garantizó la autonomía del banco central y la Ley del Banco de la República estableció desde 1992 la obligación de anunciar metas anuales de inflación. Desde 1995 se comenzaron a desarrollar modelos de pronóstico de la inflación (si bien no eran condicionales a la política monetaria) y se producían informes sobre inflación internos en los que se analizaba la situación de la economía y sus perspectivas. La estructura de la economía colombiana era en términos generales favorable para la implantación de IO debido a la ausencia de dolarización y la baja transmisión de movimientos del tipo de cambio a los precios, aunque la participación de los bienes y servicios con precios regulados y los alimentos con precios volátiles en el índice de precios al consumidor (IPC) es importante (15%).

Debido a una situación inicial, caracterizada por alto desempleo y fragilidad financiera, el Banco de la República siguió una estrategia conocida en la literatura como de IO *flexible*<sup>3</sup>, en la cual la política monetaria toma en cuenta no solamente el cumplimiento de metas de inflación bajas, sino que considera, además, la desviación cíclica del producto respecto a su nivel tendencial. Esto significa que cuando el producto y el empleo se encuentran por debajo de sus valores de largo plazo, la política monetaria se hace más expansiva. Esto es coherente normalmente con el logro de las metas de inflación, ya que los niveles de producción cíclicamente bajos se asocian regularmente con una reducción futura de la inflación<sup>4</sup>. En este

---

<sup>3</sup> Svensson, Lars (2000). «Open Economy Inflation Targeting», en: *Journal of International Economics*, No. 50.

<sup>4</sup> Cuando esto no sucede, posiblemente las expectativas de inflación están aumentando o se han producido choques que generan una depreciación rápida de la moneda.



sentido, a partir del año 2000, la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo un proceso de disminución gradual de la inflación y una postura holgada de la política monetaria, reflejada en tasas de interés reales de corto plazo, históricamente bajas (gráficos 2 y 3).

Los resultados de esta estrategia son positivos y se aprecian en los gráficos 4 a 7 (inflación total, básica y metas; crecimiento anual del PIB semestral; tasas de desempleo urbano y nacional; brecha de producto). Al tiempo que la inflación ha mantenido una tendencia decreciente alrededor de las metas, la política monetaria holgada y condiciones externas favorables en los últimos años (altos términos de intercambio, alto crecimiento de la demanda externa de productos colombianos y bajas tasas de interés para los países emergentes) han permitido una aceleración del crecimiento económico, un acercamiento del PIB a su nivel potencial y un descenso de la tasa de desempleo. Simultáneamente, ha mejorado la *salud* del sistema financiero (gráficos 8 y 9) y se han reactivado la intermediación financiera y el canal de crédito (gráficos 10 y 11).

Un punto en el cual la estrategia de IO aún no ha logrado su objetivo es el de la convergencia de las expectativas de inflación hacia la meta de largo plazo anunciada por el Banco de la República. Como se aprecia en el Gráfico 12, las expectativas de inflación a más de cinco años, calculadas a partir de las tasas de interés de bonos públicos indexados y no indexados,

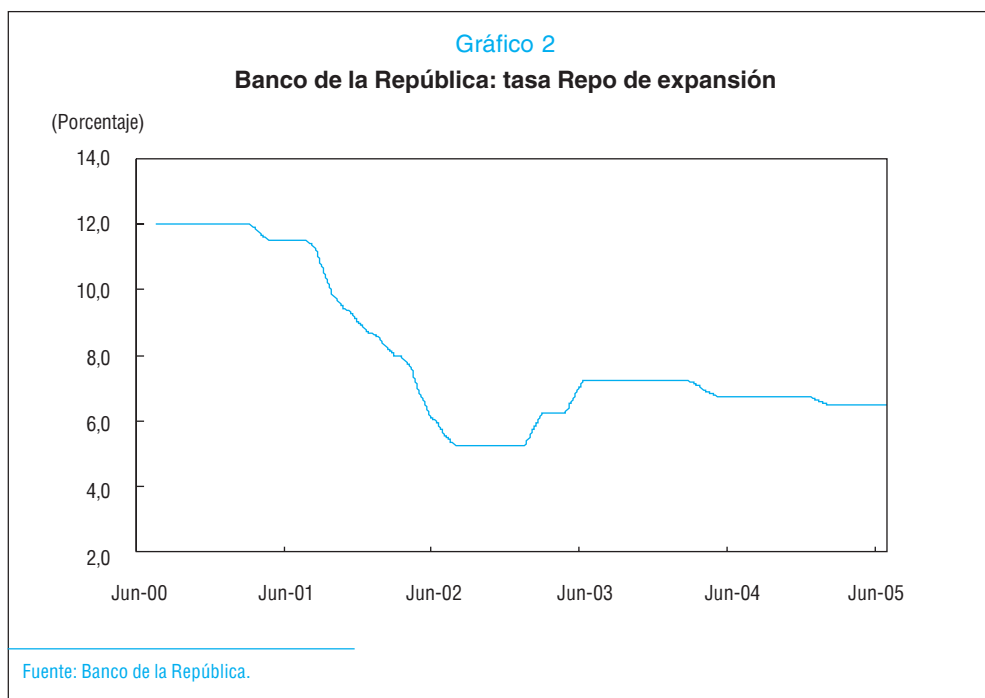
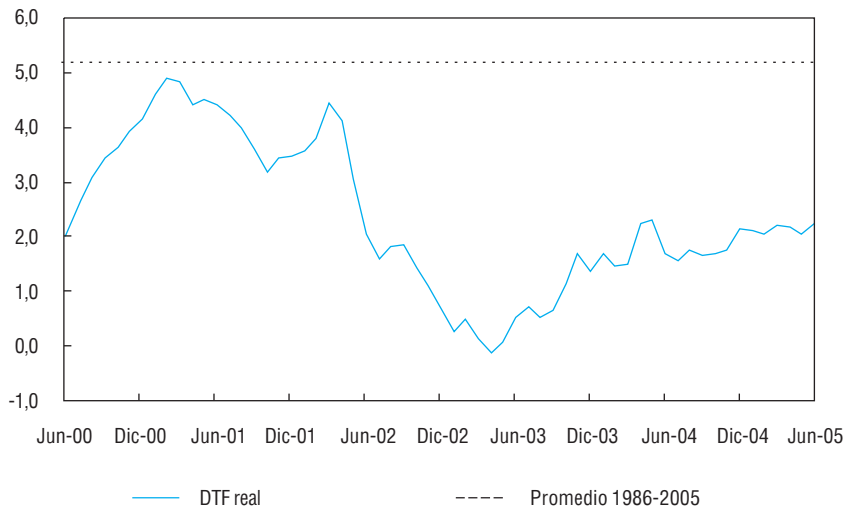


Gráfico 3

Tasa de interés DTF real

(Porcentaje)

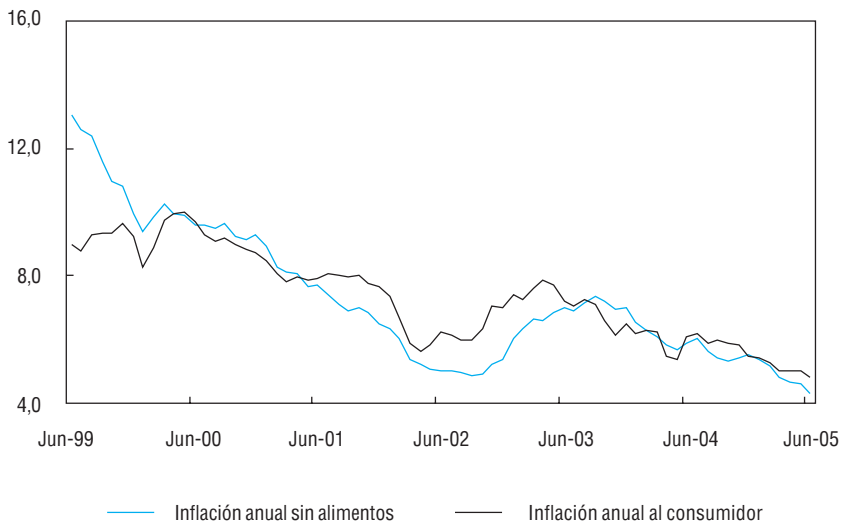


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4

Inflación anual al consumidor  
Variación anual

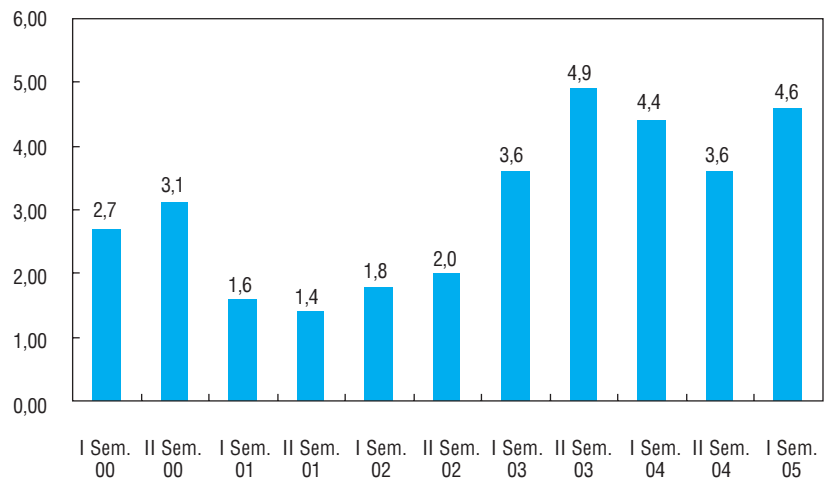
(Porcentaje)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

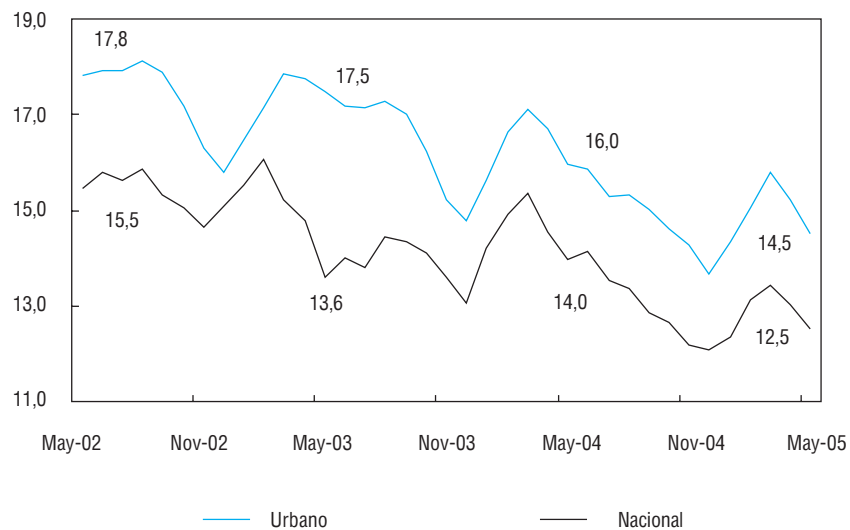
**Gráfico 5**  
**PIB semestral**

(Porcentaje)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 6**  
**Tasa de desempleo**  
**(Promedio móvil de orden 3)**

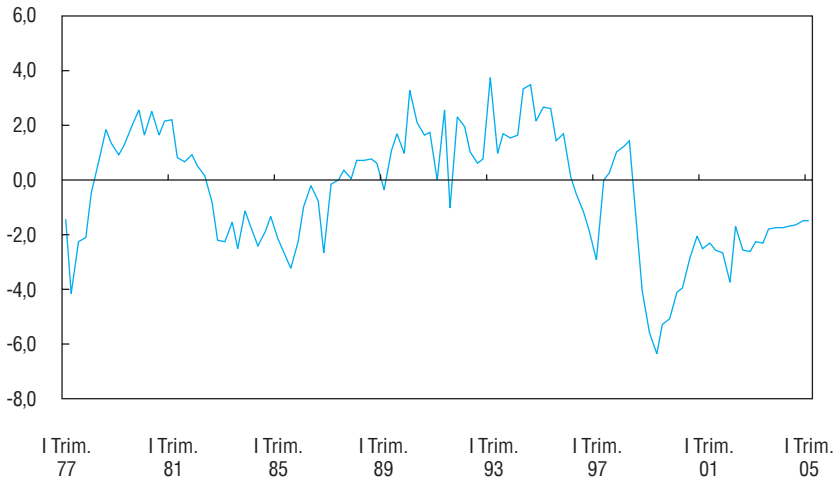


Fuente: DANE, encuesta continua de hogares.

Gráfico 7

Brecha del producto

(Porcentaje del PIB potencial)

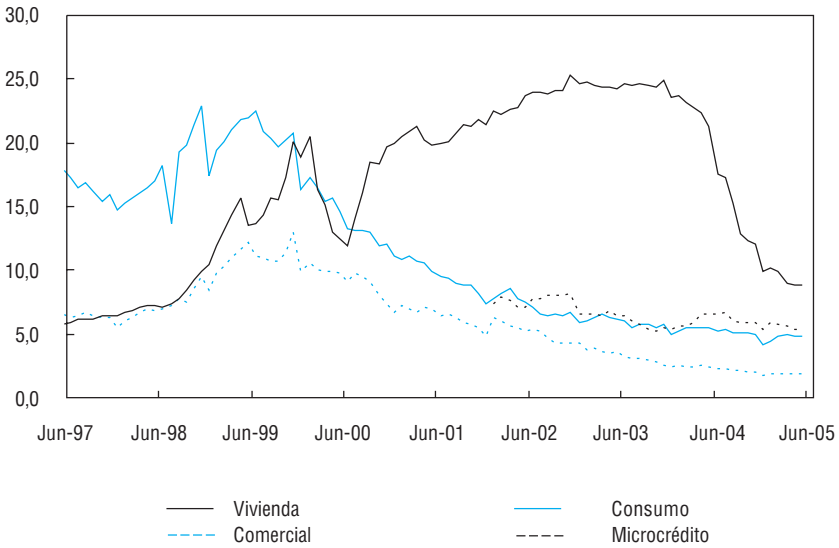


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 8

Calidad de cartera por modalidad de crédito (\*)

(Porcentaje)



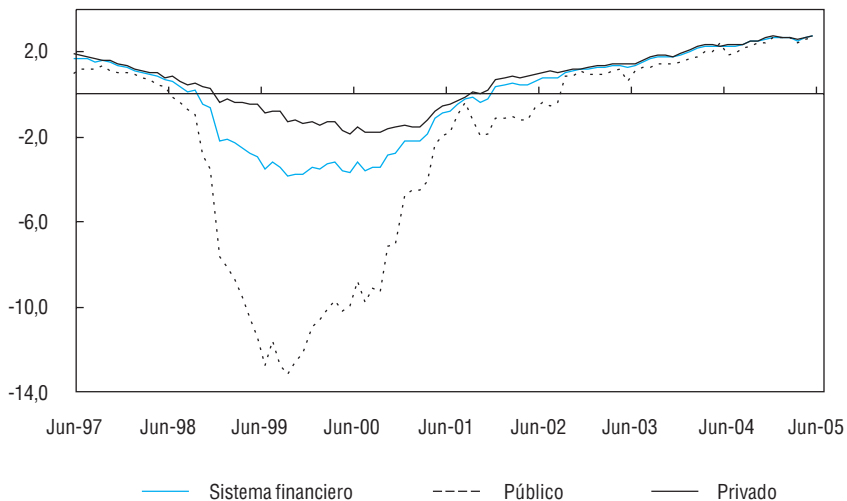
(\*) El índice de calidad de cartera se calcula como la cartera vencida sobre la cartera bruta.

Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

Gráfico 9

Rentabilidad del activo, por tipo de intermediario

(Porcentaje)

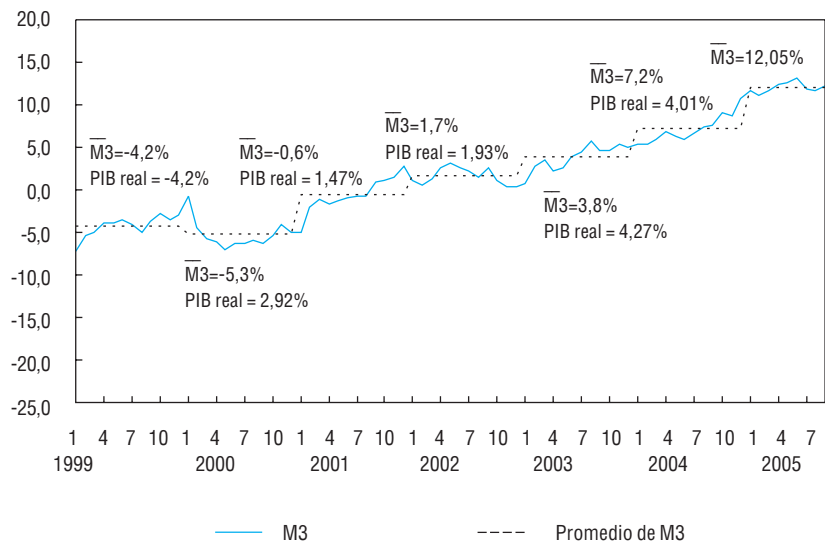


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10

M3 real

(Variación porcentual anual)

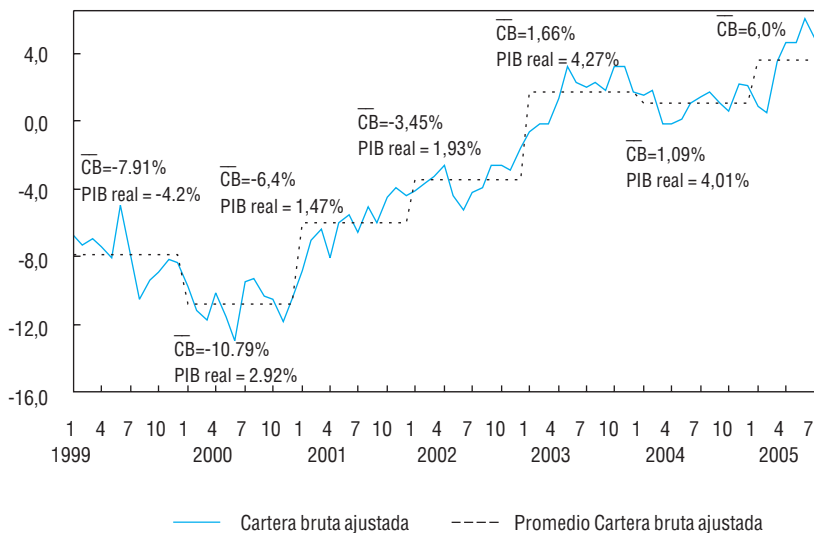


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 11

**Cartera bruta ajustada real (\*)**

(Variación porcentual anual)



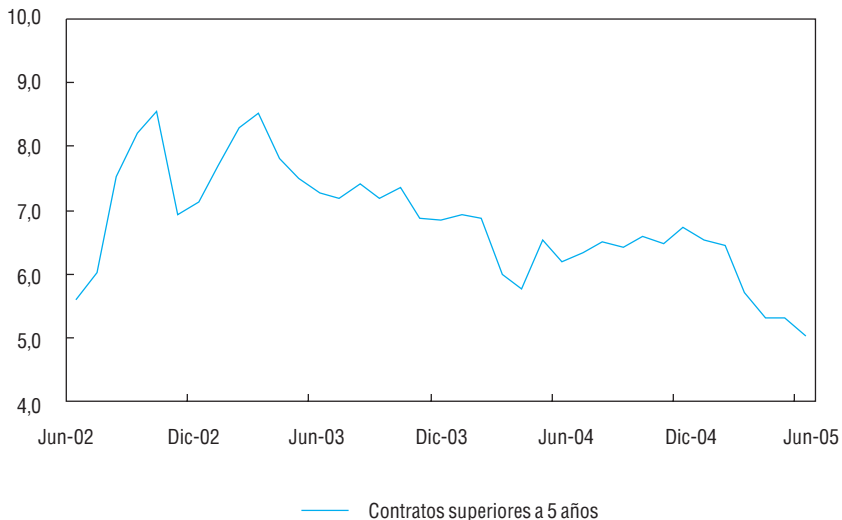
(\*) En moneda legal, incluye titularizaciones.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 12

**Expectativas de inflación derivadas de los contratos  
TES tasa fija y TES tasa variable**

(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

se sitúan por encima del punto medio del rango meta de largo plazo anunciado (2%-4% anual), y solo en períodos recientes se han acercado al techo de dicho rango. Se extrae igual conclusión de los datos de encuestas a analistas internacionales, documentadas en el estudio del FMI (FMI, p. 73).

Estos sucesos, en general favorables, coinciden con la apreciación positiva que se tiene de la operación de IO en países emergentes, como se detalló anteriormente. No obstante, cabe preguntarse en qué medida este desempeño obedece a la estrategia de IO, o si los resultados macroeconómicos hubiesen sido similares en presencia de una estrategia de política monetaria distinta.

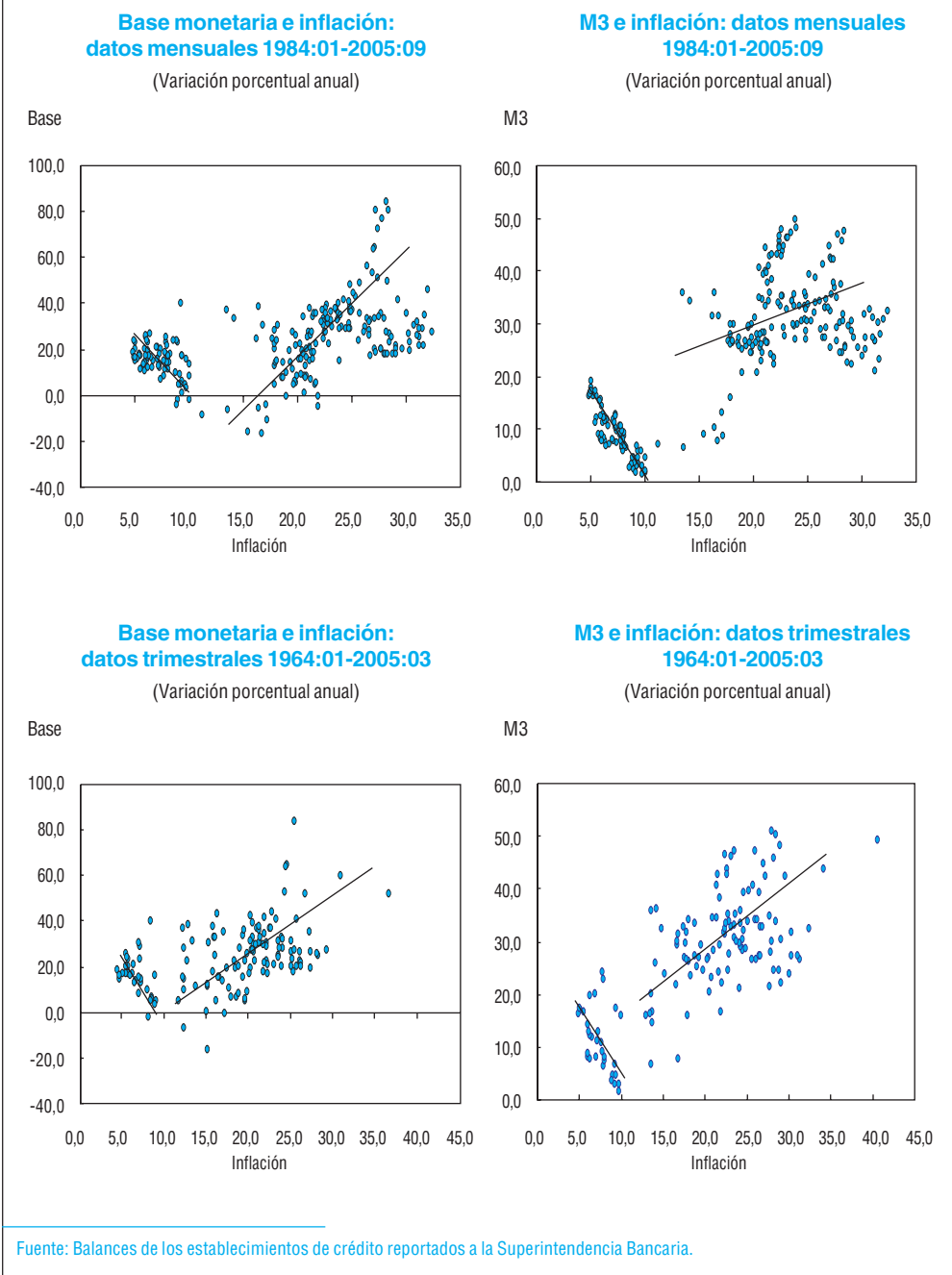
## **B. Estrategias alternativas de política monetaria**

¿Cómo hubiese sido el manejo de la política monetaria si se hubiesen seguido estrategias de metas monetarias o cambiarias intermedias? Es difícil ofrecer una respuesta confiable a esta pregunta, debido a que no existe un experimento *contrafactual* con el que se pueda examinar cómo habría sido la historia bajo esquemas alternativos de manejo monetario. No obstante, la observación de algunas características de la economía colombiana en el período reciente arroja cierta luz al respecto.

Considérese, en primer lugar, una meta intermedia monetaria y, concretamente, una estrategia construida sobre metas de base monetaria, agregado sobre el cual el banco central puede ejercer control en el corto plazo. La adopción de metas monetarias es conveniente siempre y cuando los choques o innovaciones impredecibles en el mercado de dinero (y en particular en la demanda de dinero) no sean muy grandes o duraderos, de modo que exista una relación estable entre el crecimiento monetario y la inflación en el horizonte relevante de política (uno a dos años). Un examen de la relación entre el crecimiento monetario y la inflación (o el PIB nominal) en Colombia sugiere que si dicha relación existió en el pasado, en lo corrido de la presente década ha cambiado de forma importante.

En efecto, el Gráfico 13 muestra que para los períodos 1984-1999 y 1969-1999 hay una relación positiva entre el crecimiento de los agregados monetarios y la inflación. No obstante, entre 1999 y 2005 (el período de baja inflación), dicha relación se torna negativa. En el Gráfico 14 se aprecia cómo el crecimiento real de la base monetaria supera (más del doble, en promedio) el crecimiento real de la economía, indicando una tendencia

Gráfico 13



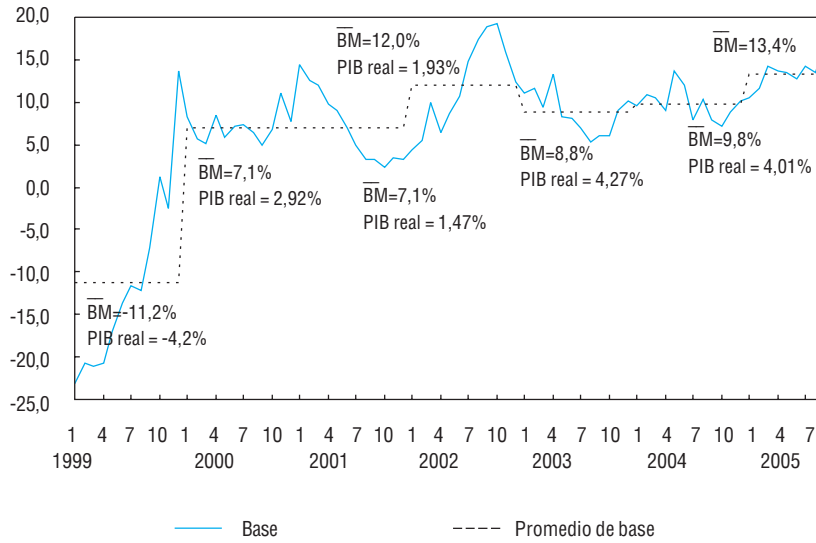
decreciente de la velocidad de circulación de la base monetaria. Como se ilustra en el Gráfico 15, buena parte de esta tendencia se explica por el crecimiento del efectivo en poder del público. Este comportamiento pudo originarse en la reducción misma de la inflación y las tasas de interés nominales, en la recesión y el aumento de la informalidad o en el impacto de la



Gráfico 14

Base monetaria real

(Variación porcentual anual)

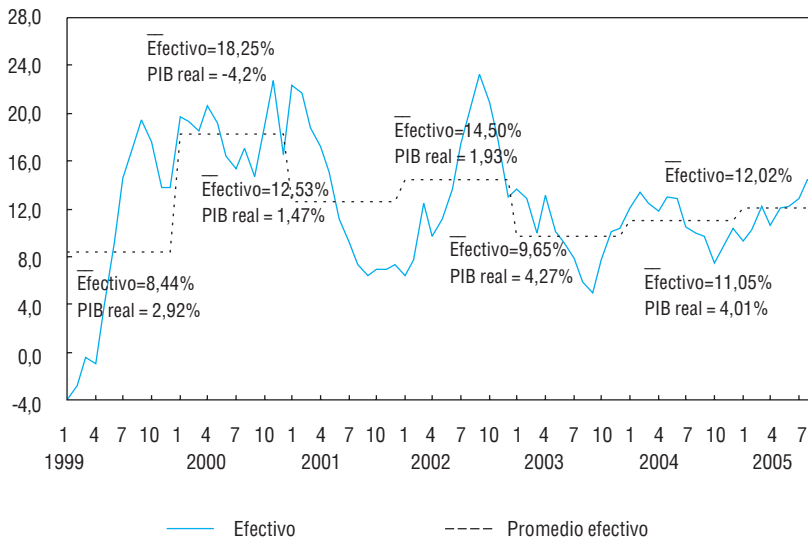


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 15

Efectivo real

(Variación porcentual anual)



Fuente: Banco de la República.

imposición y los cambios sucesivos del gravamen a los débitos bancarios. El tema de fondo es que ningún estudio econométrico ha conseguido explicar o predecir satisfactoriamente la evolución de la demanda de base monetaria y, especialmente, su aumento sostenido a lo largo de la década.

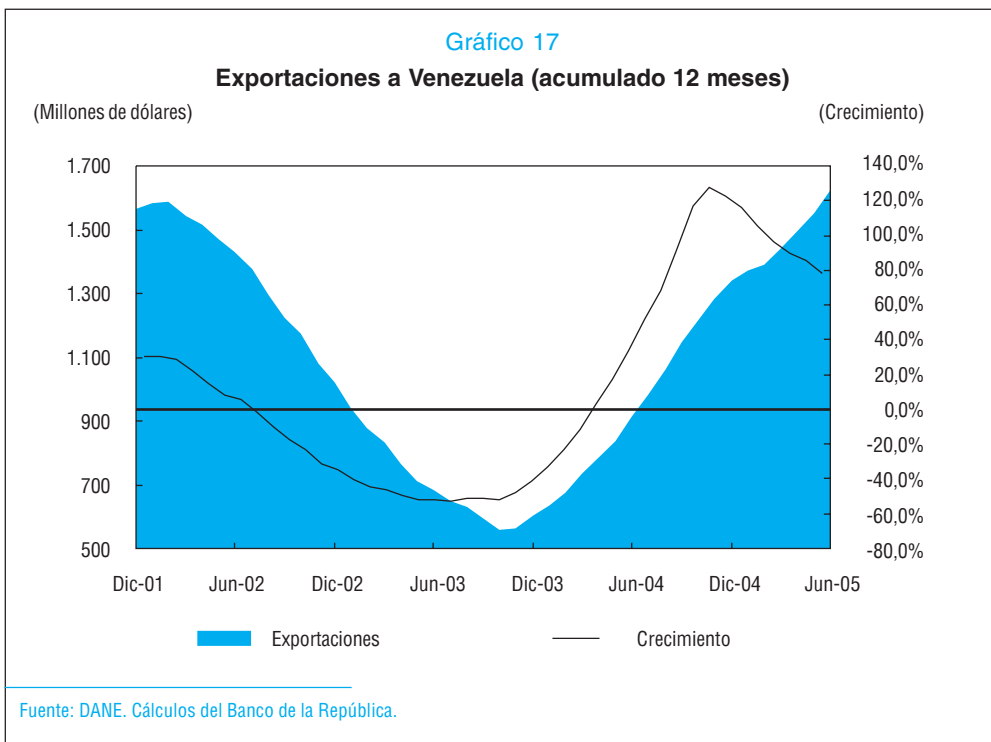
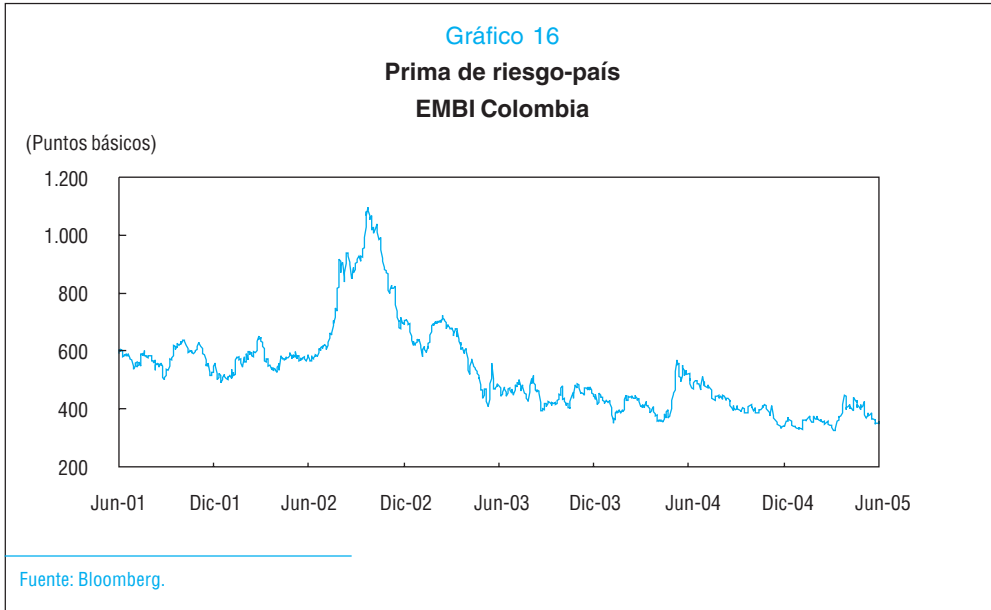
Por lo tanto, haber empleado metas intermedias de base monetaria atadas a un crecimiento esperado del PIB nominal hubiese conducido a errores de política (posiblemente a tasas de interés excesivamente altas) o a desviaciones difícilmente explicables de las metas monetarias. Esto hubiese implicado una política monetaria demasiado contractiva y una recuperación económica más lenta, o avances más lentos en la construcción de la credibilidad de la política, por cuanto ni el Banco ni el público habrían tenido claros los criterios empleados para manejarla. Esta perspectiva se compara desfavorablemente con la experiencia reseñada bajo la IO.

En segundo lugar, considérese un régimen de tasa de cambio fija (ajustable o totalmente fija). Este sistema, sin duda, hubiese anclado el crecimiento de los precios en algún plazo, y habría garantizado así una convergencia tal vez más rápida de la inflación interna a la externa que la que se ha registrado en el esquema de IO. Sin embargo, en Colombia persiste un grado importante de indexación, el mercado laboral tiene varias fricciones y la política fiscal no tiene la suficiente flexibilidad como para ajustar la demanda agregada para compensar choques externos<sup>5</sup>. Estas características hacen que el ajuste de la economía bajo un régimen de tasa de cambio fija ante choques externos que requieran movimientos grandes en los precios relativos (la tasa de cambio real) implique una variabilidad real excesiva y costos significativos en términos de la actividad económica y el empleo.

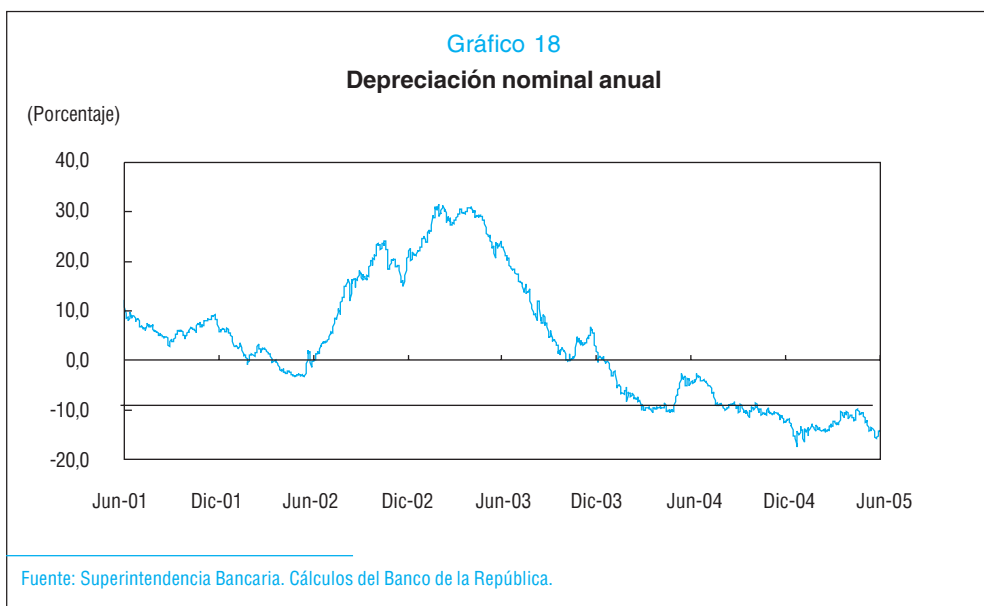
Durante el período 2000-2005 se presentaron varios eventos externos que involucraron fluctuaciones fuertes de la tasa de cambio nominal y real. En efecto, como se aprecia en los gráficos 15 y 16, entre 2002 y 2003 hubo un aumento significativo de los *spreads* de la deuda externa de los países emergentes asociado con la incertidumbre política en Brasil y una disminución abrupta de las exportaciones a Venezuela, como resultado de la crisis cambiaria en ese país. Estos choques indujeron depreciaciones nominales y reales significativas (gráficos 17 y 18). En un régimen de tasa de cambio fija estos choques habrían requerido ventas de reservas internacionales muy grandes o aumentos sustanciales de las tasas de interés, con consecuencias adversas sobre la actividad económica y el mercado de

---

<sup>5</sup> Más allá de los estabilizadores automáticos tradicionales o los ajustes a la inversión pública, no es claro tampoco que sea conveniente para la economía introducir fluctuaciones bruscas en las tasas de impuestos o en ciertos gastos del Gobierno, como, por ejemplo, educación, salud, etc.



deuda pública. Para llevarse una idea de estos efectos, conviene recordar que, bajo el esquema de IO y flotación cambiaria administrada, el Banco de la República vendió cerca de US\$700 millones entre julio de 2002 y julio de 2003, y elevó sus tasas de interés en 200 puntos básicos (pb) en el primer semestre de 2003. Por otra parte, de haberse cuestionado la sostenibilidad y



credibilidad de un sistema de tasa de cambio fija, el tamaño mismo del choque (en términos de salidas netas de capital) habría sido mayor, por el incentivo adicional a la especulación que genera un régimen no creíble.

Además de la volatilidad macroeconómica que estos choques habrían implicado bajo un régimen de tasa de cambio fija, es necesario recordar los efectos adversos que esta clase de sistemas producen cuando se mantienen por períodos prolongados en términos de la sobreexposición cambiaria de los agentes económicos y la inhibición del desarrollo de los mercados de coberturas.

En resumen, una revisión de algunas características y eventos de la economía colombiana a lo largo de esta década sugiere que las estrategias monetarias alternativas a la IO no habrían reportado resultados superiores. Una ventaja de dichas alternativas habría sido su bajo costo operativo, por cuanto el conocimiento que se requiere para implantarlas es aparentemente menor que el requerido para la IO. Por ejemplo, en este último esquema se requiere formarse una idea del estado y las perspectivas de variables no observadas fácilmente, como la brecha de producto y las expectativas de inflación. Esta *desventaja* se reduce, sin embargo, cuando se toma en cuenta que en un régimen de tasa de cambio fija se requiere evaluar continuamente si la paridad se encuentra subvaluada o sobrevaluada en relación con la tasa de cambio de equilibrio, un concepto no observable. Algo similar sucede en una estrategia de meta monetaria intermedia al tratar de discernir si los cambios grandes no explicados en la demanda de

dinero son permanentes o transitorios, o si se ha presentado un cambio en la relación de corto plazo entre el dinero y los precios.

Adicionalmente, aunque los requisitos de información y análisis en la IO pueden ser mayores, cuando el banco central dedica recursos para suplir dichos requisitos invierte en conocer su principal negocio: ¿cómo se determina la inflación en distintos horizontes?, ¿cómo operan los distintos canales de transmisión de la política monetaria a la producción y los precios? Esta información es, sin duda, valiosa para un manejo apropiado de la política monetaria e implica un conocimiento mayor y más profundo que el que se deriva de acudir a relaciones en apariencia simples entre el dinero y los precios, o la tasa de cambio y los precios. El estudio del FMI encuentra que la infraestructura técnica de los bancos centrales que siguen IO mejora mucho más que la de aquellos que utilizan otras estrategias, entre los períodos previo y posterior a la adopción de la IO. Esto significa que hoy en día los países que siguen la IO tienen una mejor disponibilidad de datos, un proceso sistemático de pronóstico macroeconómico y modelos que permiten realizar pronósticos de inflación condicionales a la política monetaria (FMI, p. 128). Estas herramientas resultan atractivas para cualquier banco central, independientemente del régimen monetario que utilice.

### **C. IO y política cambiaria en Colombia**

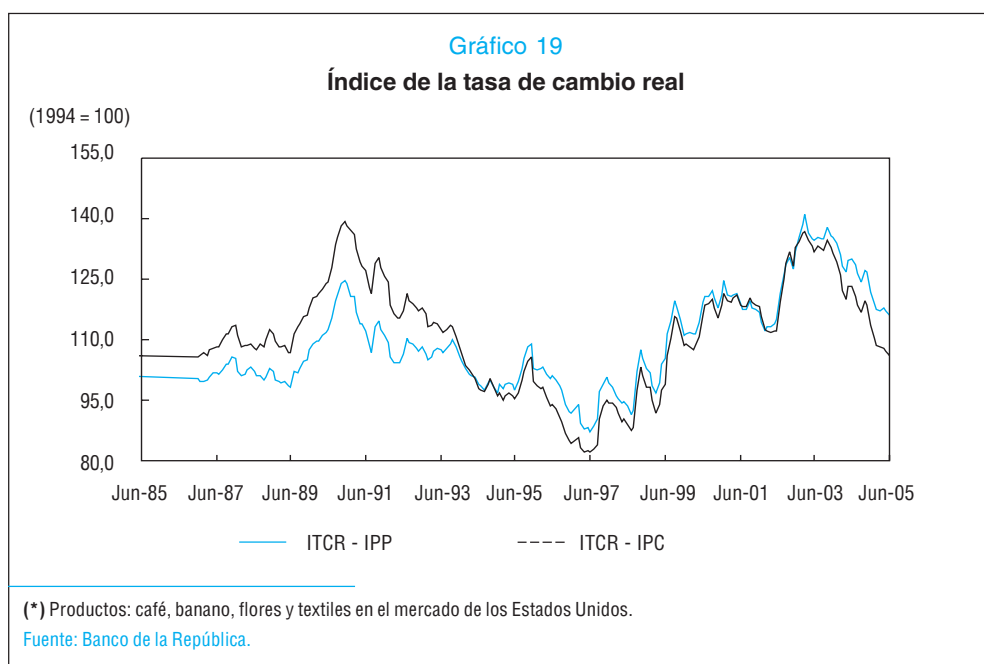
Por último, un aspecto que el estudio del FMI no trata y cuya relevancia es cada vez mayor en las circunstancias actuales de la economía mundial es el de la política cambiaria en esquemas de IO. De acuerdo con la visión tradicional<sup>6</sup>, la IO requiere un sistema de tipo de cambio flotante debido a que un objetivo cambiario adicional a la meta de inflación puede ser incompatible con esta última. Por ejemplo, la senda de tasas de interés coherente con el logro de la meta de inflación puede ser incoherente con la senda requerida para alcanzar el objetivo cambiario. Adicionalmente, en presencia de dos objetivos puede dificultarse la explicación e interpretación de la política monetaria, y las expectativas de inflación pueden distanciarse de las metas. Por otra parte, algunos países que siguen la estrategia de IO han intervenido o intervienen regularmente en el mercado cambiario. ¿Cómo se explica este comportamiento?

En el caso de Colombia, la intervención cambiaria ha estado motivada en los siguientes factores:

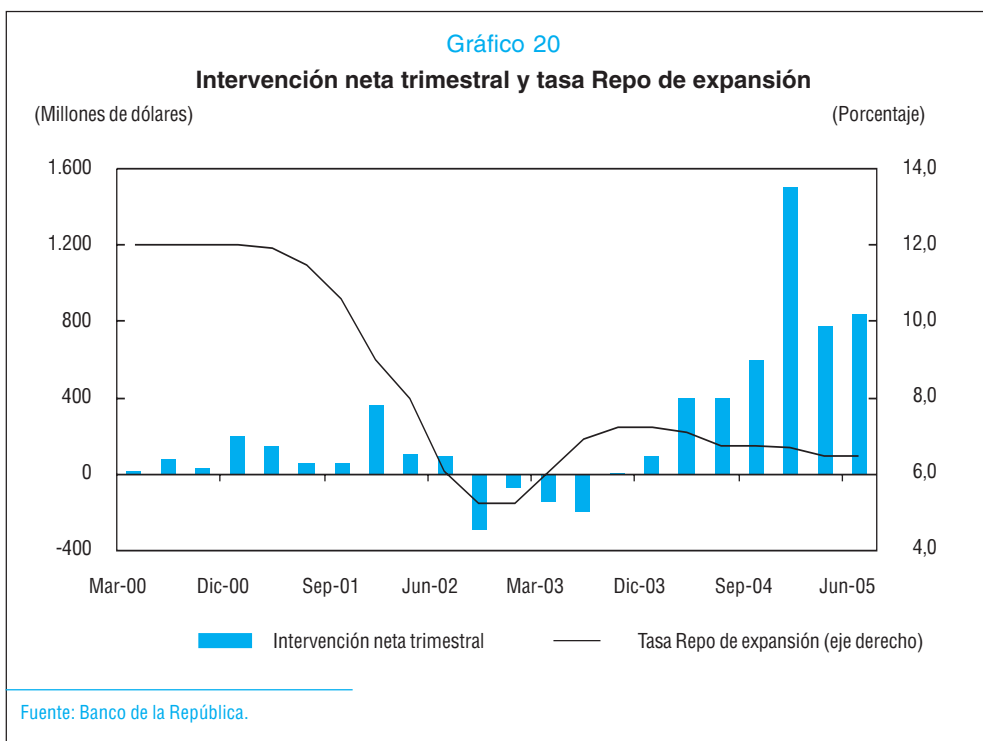
---

<sup>6</sup> Véase por ejemplo Svensson, Lars (2004). «The Euro Appreciation and ECB Monetary Policy», en: *Briefing paper for ECON*.

- Para recomponer el nivel de reservas internacionales después de las ventas realizadas entre 1998 y 1999. En este caso, no se alteraban las tasas de interés y se utilizó un sistema de subasta de opciones de venta de divisas al Banco de la República, caracterizado por su transparencia y por el requisito de no alterar la tendencia del tipo de cambio.
- Para limitar la volatilidad excesiva del tipo de cambio en un día (por ejemplo, variaciones de 4% ó 5% respecto al promedio de los últimos 20 días).
- Como complemento de la política monetaria (IO). Como se mencionó anteriormente, durante el episodio de junio de 2002 - abril de 2003, el Banco de la República combinó alzas de la tasa de interés y ventas de reservas internacionales (a través del sistema de subastas) para contener las presiones inflacionarias que resultaron después de los choques externos y una depreciación nominal de cerca del 30%. En esa oportunidad, se percibió que depender únicamente de la tasa de interés hubiese implicado alzas excesivas de esta y, posiblemente, una volatilidad innecesaria de la actividad real y el precio de la deuda pública<sup>7</sup>.



<sup>7</sup> Cuando se desconoce la volatilidad y persistencia de los choques externos, una combinación de movimientos en las tasas de interés e intervención cambiaria puede ser superior al manejo exclusivo de las tasas de interés en términos de la variabilidad del producto y la inflación (Bofinger, P.; Wollmerhäuser, T. (2003). «Managed Floating as a Monetary Policy Strategy», Mimeo., Würsburgs University, septiembre).



- Para morigerar una apreciación excesiva y temporal del peso y acumular reservas internacionales con el fin de reducir la vulnerabilidad de la economía a choques externos.

Vale la pena destacar dos características de la intervención cambiaria del Banco de la República durante el período de IO. Por una parte, no se ha tratado de *defender* o alcanzar un nivel particular del tipo de cambio. Por otra, hasta ahora no se han presentado situaciones en las cuales las señales provenientes de la intervención cambiaria riñan con los movimientos de las tasas de interés del Banco. Como se observa en el Gráfico 19, en los períodos de compras netas de divisas, las tasas de interés del Banco bajan o se mantienen inalteradas; en períodos de ventas netas de divisas, las tasas de interés son constantes o suben. De este modo, puede concluirse que no han existido objetivos en conflicto con respecto a la intervención cambiaria en Colombia.

*José Darío Uribe E.*  
*Gerente General\**

\* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de Hernando Vargas Herrera, Gerente Técnico del Banco de la República. Las opiniones expresadas aquí no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República y son de la responsabilidad del Gerente General.