



# *I* *ARTÍCULOS*



---

# LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA

*Este artículo hace una descripción de la política monetaria en Colombia. Por tratarse de una descripción de la política monetaria en una economía abierta, se enfatiza en los conceptos de "trilema" de la política monetaria, ancla nominal y regímenes monetarios; además, la descripción incluye el período actual de régimen de inflación objetivo, presenta los antecedentes académicos y la definición de dicho régimen, y expone características actuales de éste en Colombia.*

*Por: Javier Guillermo Gómez\**

Una descripción de la historia de la política monetaria en Colombia debería utilizar, preferiblemente, conceptos como los de trilema de la política monetaria y ancla nominal de la economía, pues estos conceptos son relevantes en una economía pequeña y abierta, especialmente cuando hay cambios de régimen, como ocurre en descripciones que cu-

bren diferentes regímenes cambiarios, y cuando las crisis de un régimen tienen origen en la falta de una solución clara al trilema.

El presente artículo hace una descripción de la política monetaria en Colombia con base en los conceptos de trilema y ancla nominal; además, incluye el período

---

\* El autor es investigador principal de la Unidad de Investigaciones de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Los puntos de vista expresados en este artículo no representan ni comprometen la posición del Banco de la República ni la de su Junta Directiva, y son de la entera responsabilidad del autor.

---

actual de régimen monetario conocido como inflación objetivo, por lo cual previamente se exponen los antecedentes académicos de este régimen y sus características.

Una excelente presentación de la política monetaria en Colombia durante el siglo XX se encuentra en Sánchez, Fernández y Armenta (2005), cuya contribución sigue el método narrativo y por episodios de Friedman y Schwartz (1963). Con respecto al estado de la literatura, la importante contribución de Sánchez, Fernández y Armenta (2005) es: primero, una descripción de la política monetaria con base en los conceptos de trilema y ancla nominal y, segundo, la descripción incluye el régimen de inflación objetivo y sus características en Colombia.

El objetivo del presente artículo es el de explicar los conceptos relevantes antes de abordar la narración de la política monetaria; así, los conceptos de trilema y ancla nominal son tratados en la sección I; los antecedentes académicos de la estrategia de inflación objetivo y las características de este régimen son tratados en la sección II; la descripción de la política monetaria se presenta en la sección III; en la sección IV, los elementos actuales de la estrategia de inflación objetivo en Colombia. Después de presentar, en la sección IV, los resultados de la política monetaria en términos de la evolución de la inflación, el artículo concluye (sección V) con algunos de los

retos que enfrenta la conducción de la política monetaria en Colombia hacia el futuro.

## ***I. ALGUNOS CONCEPTOS RELEVANTES EN UNA NARRACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN UNA ECONOMÍA PEQUEÑA Y ABIERTA***

### **A. El trilema de la política monetaria**

El trilema de la política monetaria (Mundell, 1963) consiste en que la política monetaria está enfrentada a tres objetivos, cada uno de ellos deseable en sí mismo, aunque imposibles de lograr simultáneamente. El primer objetivo implica lograr determinado nivel de tasa de cambio; el segundo, lograr determinado nivel de la tasa de interés; el tercero, tener movilidad de capitales.

El objetivo de tasa de cambio es deseable para afinar metas con respecto al comercio internacional; el objetivo de tasa de interés es deseable para lograr metas domésticas relacionadas con el ciclo económico; el último (movilidad de capitales) es deseable para fomentar la eficiencia en la asignación del ahorro y la competitividad doméstica. Cada uno de los objetivos es deseable en sí mismo, pero sólo dos pueden ser alcanzados simultáneamente, por tal razón ese es el trilema<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> La imposibilidad del trilema se comprueba al cotejar la movilidad de capitales con una de sus implicaciones: la paridad descubierta de tasas de interés.

---

Por su parte, el trilema plantea unas posibilidades e impone unas restricciones en el marco del funcionamiento de la política monetaria; en efecto, si hay movilidad internacional del capital, la política monetaria tendrá que tomar una de dos soluciones de esquina: la primera -más probable si hay credibilidad en la política monetaria- podrá adoptar como ancla nominal la meta de inflación o la cantidad de dinero, y dirigir la política monetaria hacia objetivos domésticos como la inflación y el ciclo económico; en la segunda -la más probable si hay una historia de hiperinflación- la política monetaria tendrá que adoptar como ancla nominal la tasa de cambio, renunciar a la conducción independiente de la política monetaria y permitir que la tasa de interés tome endógenamente el nivel de la economía de referencia, por ejemplo, que siga la tasa de interés de los Estados Unidos que naturalmente persigue objetivos referidos a ese país<sup>2</sup>.

Si la movilidad internacional del capital es baja, se podrán lograr objetivos simultáneos de tasa de cambio y tasa de interés; este es el caso de algunos países de

África, en los que, a pesar de permitir la libre movilidad internacional de capital, el capital no fluye; también, es el caso de países a los que el capital fluiría en mayor medida si se permitiera, pero en donde las autoridades establecen controles que impiden su movilidad; el ejemplo más notorio en la actualidad es el de China e India, los países emergentes más grandes y dinámicos -aunque India anunció recientemente que en 2008 estaría desmontando los controles a los flujos de capital-

### **B. El ancla nominal y los regímenes de conducción de la política monetaria**

Cuando hay inflación, todas las variables nominales aumentan; así, los salarios nominales, la tasa de cambio y la cantidad de dinero crecen a tasas que en el largo plazo mantienen una relación directa con la tasa de aumento en los precios, es decir, con la inflación; también, las tasas de interés nominales mantienen, en el largo plazo, una relación directa con el crecimiento de las variables nominales.

---

<sup>2</sup> La historia monetaria de América Latina ha demostrado que el régimen de tasa de cambio fija es una solución disponible para los países que no han tenido una historia de disciplina y credibilidad de política monetaria, pero, además, la tasa de cambio fija es una opción disponible para países con choques simétricos a otros países. Sobre este tema se puede consultar la teoría de las áreas monetarias óptimas (Mundell, 1961).

---

El objetivo de estabilidad de precios puede conseguirse por medio de tres estrategias o regímenes diferentes de conducción de la política monetaria: las estrategias monetaria, cambiaria y de inflación objetivo, cada una de las cuales corresponde a tres anclas nominales: el dinero, la tasa de cambio y la meta de inflación. La decisión más importante de la política monetaria es la decisión de cuál es el ancla nominal de la economía, es decir, la estrategia o el régimen de conducción de la política monetaria.

Además de estas tres estrategias de manejo de la política monetaria, la realidad es que varias economías implementan la política monetaria con regímenes intermedios o híbridos; pero, las estrategias intermedias son poco transparentes y, por lo general, difíciles de entender por parte del público, y en ocasiones aun por parte de los mismos encargados de diseñar la política monetaria. Las estrategias de esquina tienen la ventaja de ser transparentes y fáciles de entender por parte del público. La solución de esquina, en el caso de la flotación, es la más idealizada pues, por lo general, los países intervienen en el mercado cambiario directamente (con reservas internacionales) o al menos indirectamente (con la tasa de interés), pero casos concretos de soluciones de esquina en el caso de la flota-

ción son Nueva Zelanda y posiblemente Suiza, y casos concretos de rigidez son los países dolarizados o con caja de convertibilidad.

A lo largo de la historia los países han optado por una de estas anclas o regímenes intermedios, dando lugar a diferentes arreglos de la economía internacional: por ejemplo, el sistema de Bretton Woods de 1944-1973 estableció tasas de cambio

fijas de cada país con respecto al dólar, y una paridad del dólar con respecto al oro; por su parte, el sistema posterior, que comenzó en 1973, permitió la flotación de las tasas de cambio y empezó a definir el crecimiento de las variables nominales por medio de un ancla monetaria. En los años noventa, cuando la relación entre

el dinero y la inflación se hizo menos predecible, el ancla nominal de un número creciente de países comenzó a ser la meta de inflación.

### C. El régimen de tasa de cambio

Los distintos regímenes de conducción de la política monetaria tienen relación con el régimen de tasa de cambio. Como se mencionó anteriormente, los esquemas de mayor flexibilidad de la tasa de cambio permiten que la política monetaria sea dirigida a objetivos domésticos,

---

como la estabilización del producto y de la inflación. Los esquemas más rígidos permiten anclar la inflación a la del país de referencia, con el costo de delegar la política monetaria a ese país.

Existe una gama de regímenes cambiarios que van desde la flotación total a la rigidez absoluta: en el extremo de más flexibilidad está la flotación independiente y, continuando en orden de mayor flexibilidad a mayor rigidez, se pueden enumerar otros regímenes como los de la flotación intervenida, el sistema de bandas cambiarias, la tasa de cambio fija, pero ajustable, la caja de convertibilidad, la dolarización y, finalmente, la unión monetaria.

En la clasificación de los regímenes cambiarios es necesario tener en cuenta la distinción entre regímenes de *jure* y de *facto*: según Calvo y Reinhart (2002) y Levy-Yeyati y Sturzenegger (2005), aunque la autoridad monetaria de varios países expresa formalmente que el régimen de tasa de cambio es de determinadas características, en realidad el régimen es otro; además, frecuentemente las autoridades monetarias expresan que la tasa de cambio tiene flexibilidad, pero interviene en el mercado cambiario en la magnitud necesaria para que la tasa de cambio sea rígida; con esto, tasas de cambio que oficialmente son flexibles, de hecho son rígidas.

#### **D. Las anclas y el trilema**

En la estrategia monetaria de conducción de la política monetaria el ancla

nominal es la cantidad de dinero. De acuerdo con el trilema, la tasa de cambio podrá ser controlada o no dependiendo de si hay o no movilidad de capitales; por tanto, si hay control a los movimientos de capital o si la movilidad del capital es baja, la tasa de cambio puede llevarse al nivel que sea deseado, y si hay movilidad del capital, la tasa de cambio deberá flotar.

En la estrategia de tasa de cambio el ancla nominal es la tasa de cambio misma; con esto, de acuerdo con el trilema, si hay control a los movimientos de capital el banco central podrá dirigir la tasa de interés a objetivos domésticos; pero, si hay movilidad de capital la tasa de interés deberá ser endógena a la del país de referencia.

En la estrategia de inflación objetivo el ancla nominal es la meta de inflación; los países que han aplicado la estrategia de inflación objetivo, por lo general, tienen movilidad de capitales y por esto en ellos la tasa de cambio flota. La flotación en los países que conducen la política monetaria por medio de inflación objetivo, sin embargo, es bastante intervenida (al respecto ver Ho y McCauley, 2003).

#### **E. Instrumento, meta intermedia y objetivos de la política monetaria**

Los economistas especializados en asuntos monetarios generalmente clasifican los instrumentos y objetivos de la política

---

monetaria, bajo cada régimen monetario, de acuerdo con tres categorías: la meta operativa, la meta intermedia y la meta final.

La meta final es el objetivo deseable de la política monetaria; éste es generalmente definido ampliamente como la estabilidad de precios, y entendido como una tasa de inflación baja y positiva. Otro objetivo, con frecuencia incluido en los mandatos constitucionales o legales que deben seguir los bancos centrales, es el de la estabilidad del producto; éste no es incompatible con el objetivo de estabilidad de la inflación si los principales choques a la economía son a la demanda agregada; sin embargo, si los principales choques tienen que ver con cambios en la oferta los objetivos de estabilidad de la inflación y estabilidad del producto son incompatibles<sup>3</sup>.

La meta operativa de la política monetaria es el instrumento que está directamente bajo el control de la autoridad monetaria, y la meta intermedia es una variable que tiene una relación estable, o al menos predecible, con el objetivo final. La meta intermedia, además, debe poder ser controlable por la autoridad

monetaria mediante el manejo de la meta operativa.

En la estrategia monetaria comúnmente la meta operativa es la tasa de interés, y la meta intermedia, un agregado monetario. El agregado monetario que se escoge dentro de esta estrategia debe ser controlable por medio de las tasas de interés y debe tener una relación estadística estable con la inflación. La mecánica de la estrategia monetaria consiste en que si el agregado monetario se sitúa por encima de un nivel objetivo, las tasas de interés aumentan, y si se ubica por debajo, las tasas de interés disminuyen.

En la estrategia de tasa de cambio la meta operativa es la tasa de cambio misma, pero también puede ser la tasa de interés. Si es la tasa de cambio, el banco central se compromete a comprar y vender las divisas que sean necesarias a la tasa preestablecida. Si es la tasa de interés, el banco central la mueve para hacer que la tasa de cambio, determinada en el mercado, sea fija; en este último caso, la tasa de cambio es la meta intermedia.

En la estrategia de inflación objetivo la meta operativa es la tasa de interés, y

*La meta final es el objetivo deseable de la política monetaria; éste es generalmente definido ampliamente como la estabilidad de precios, y entendido como una tasa de inflación baja y positiva.*

---

<sup>3</sup> Si la inflación aumenta porque crece la demanda, un aumento en las tasas de interés contiene la demanda y la inflación: si la inflación aumenta porque bajó la oferta, de alimentos, por ejemplo, un incremento en las tasas de interés baja la inflación en el mediano plazo, pero enfatiza la caída en la producción. Hay un desfase en los plazos, pues la caída de la oferta de alimentos aumenta la inflación en el corto plazo, y un aumento en la tasa de interés disminuye la inflación en el mediano plazo.

---

---

la meta intermedia es el pronóstico de inflación: la inflación se dirige a la meta por medio de un mecanismo operativo orientado hacia el futuro y basado en los mecanismos de transmisión de la política monetaria que se mencionarán más adelante. Si el pronóstico está por encima de la meta, la tasa de interés aumenta, y viceversa.

## **II. EL RÉGIMEN DE INFLACIÓN OBJETIVO**

Anteriormente, los estudios sobre inflación objetivo comenzaban mencionando los países que habían adoptado este marco para el manejo de la política monetaria; hoy, debido a su amplia difusión, parece más razonable mencionar los países que aún no han adoptado esta estrategia. Dejando de lado los países con tasa de cambio fija, los casos más importantes de países que todavía no han adoptado el esquema de inflación objetivo son los Estados Unidos, Europa, Japón, China e India. Probablemente pronto habrá que borrar de esta corta lista a los Estados Unidos, pues el nuevo gobernador de la Reserva Federal, en su momento, hizo importantes contribuciones académicas a esta estrategia<sup>4</sup>.

Como anota Truman (2003), de los países que han adoptado la estrategia de inflación objetivo, ninguno la ha abandonado, excepto España y Finlandia, pues se

unieron a la moneda única del sistema monetario europeo. Este parece ser, por ahora, un récord sobresaliente para una estrategia de conducción de la política monetaria que, a lo sumo, solo lleva 15 años de funcionamiento en los países que la implementaron inicialmente.

### **A. Orígenes conceptuales**

#### **1. La inflación, un fenómeno de política monetaria**

Como dijimos anteriormente, las variables nominales de la economía mantienen, en el largo plazo, una relación positiva; debido a la relación positiva entre la inflación y una variable nominal en particular (la cantidad de dinero) Milton Friedman (1963) hizo famosa su frase: "la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario". En esta frase hay un sentido de causalidad unidireccional. Años después, su discípulo Robert Lucas, también de la Universidad de Chicago, mostraría que el crecimiento de los precios mantiene una relación positiva con el crecimiento de la cantidad de dinero y, también, con otra variable nominal: la tasa de interés (Lucas, 1980). Es fácil extender el ejercicio de Lucas para mostrar que la inflación también mantiene una relación positiva con otras variables nominales (como los salarios y la tasa de cambio).

Entonces, cuando hay inflación hay mayores promedios de crecimiento de todas

---

<sup>4</sup> Al escribir este artículo, el gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos, Benjamin Bernanke, ya había comenzado a allanar el camino para la adopción de una meta de inflación, defendiendo ante el Congreso de su país que los objetivos de inflación y de crecimiento no son incompatibles.

---

las variables nominales: dinero, salarios y tasa de cambio, y también hay mayores tasas de interés nominales; pero, esta relación está desprovista de causalidad: ¿es la inflación un fenómeno monetario?, o en otras palabras, ¿es el crecimiento del dinero la causa de la inflación? La respuesta es: no. Por ejemplo, si el régimen monetario es de tasa de cambio fija, la inflación no es consecuencia del crecimiento del dinero, sino al contrario.

Hemos visto que la forma como se determina la inflación (y por tanto las demás variables nominales en la economía) depende del ancla nominal, es decir, de la escogencia de la estrategia de conducción de la política monetaria; sin embar-

go, la frase de Friedman hace pensar a los economistas que la inflación es, bajo cualquier ancla, un fenómeno monetario, independientemente del régimen de conducción de la política monetaria. Es como si los economistas pensarán que la inflación es un fenómeno natural, no creado por el hombre (por la decisión de cuál es el ancla nominal de la economía y el manejo del respectivo instrumento), sino que está determinado misteriosamente siempre y en todo lugar, por el crecimiento de la cantidad de dinero. Desde mi punto de vista, esta manera de pensar no

parece ser correcta<sup>5</sup>: si el ancla nominal es la tasa de cambio, la inflación no es un fenómeno monetario, o lo es solamente en sentido de correlación y no de causa; y, de forma más relevante para Colombia, si el ancla es la meta de inflación, ocurre lo mismo.

Si hemos de utilizar la frase de Friedman en sentido de causa, podríamos hacerlo con una modificación importante: "La inflación es un fenómeno de política monetaria"<sup>6</sup>. La decisión de política mo-

netaria que determina la inflación es la escogencia del ancla y el manejo que se dé al instrumento monetario dentro de ese régimen: si el ancla es monetaria, la inflación es un fenómeno mo-

netario; si es cambiaria, la inflación es, en el largo plazo, un fenómeno de cuánto es la inflación internacional y el cambio en la tasa de cambio, y si el ancla es la meta de inflación, la inflación es un fenómeno de cómo el banco central fija la meta de inflación y si cumple con la meta de largo plazo, o no.

## **2. La inflación: el objetivo de la política monetaria**

El desarrollo de la teoría monetaria y la experiencia de varios países han llevado

---

<sup>5</sup> Este punto de vista es frecuentemente compartido entre los economistas especializados en inflación objetivo; así, me animé a exponerlo públicamente cuando lo vi expresado en las notas de clase del profesor Lars Svensson (2005, p. 10).

<sup>6</sup> Esta frase fue presentada por Peter Westaway en un simposio, en el Banco de Inglaterra.

---

a los economistas a ciertos consensos, pues las preguntas teóricas sobre cuáles son las consecuencias de la política monetaria sobre la actividad económica y la inflación ya tuvieron respuesta (véase, por ejemplo, la revisión de literatura que hace McCallum en la introducción de su artículo de 1988).

¿Puede la política monetaria estimular el nivel de actividad económica? Es ampliamente aceptado que en el corto plazo la política monetaria tiene impacto sobre la actividad económica, pero que en el largo plazo la política monetaria no tiene efecto alguno; por esto, la política monetaria no puede estimular el nivel ni la tasa de crecimiento del producto permanentemente. A raíz de la estanflación de los Estados Unidos en los años setenta, la literatura de las expectativas racionales demostró que la expansión monetaria se incorpora en las expectativas de inflación, y que el efecto de una política monetaria expansiva es solamente sobre la inflación, y en el largo plazo. Así mismo, la política monetaria no tiene efecto sobre la actividad económica en el largo plazo.

Otra literatura, que versa sobre el costo en bienestar de la inflación, ha mostrado que la inflación causa un menor nivel

de producto (véase, por ejemplo, Lucas, 2000)<sup>7</sup>. Este es un tipo de no neutralidad de la política monetaria, la cual implica que el activismo del banco central sólo puede causar costos.

La más importante implicación de todos estos consensos es que la responsabilidad de los bancos centrales es la de dar un ancla nominal a la economía. El resultado de estos consensos, según lo afirma Truman (2003), son los antecedentes

*En palabras de Bernanke (1999), la inflación objetivo hace que el banco central “se dirija a aquello que puede hacer y que no intente lograr lo que no puede hacer”.*

académicos de inflación objetivo. Es en el control de las variables nominales en el largo plazo en donde los bancos centrales tienen un alto grado de control, y esto es lo que la política mone-

taria puede hacer; en palabras de Bernanke (1999), la inflación objetivo hace que el banco central “se dirija a aquello que puede hacer y que no intente lograr lo que no puede hacer”.

## **B. Características de inflación objetivo**

Los economistas definen la estrategia de inflación objetivo por sus características; así, Svensson (2005) las agrupa en tres<sup>8</sup>: una meta de inflación, transparencia y una operatividad del banco central orientada hacia el futuro.

---

<sup>7</sup> Aún, otra literatura muestra que la inflación está relacionada negativamente con la tasa de crecimiento del producto (el artículo seminal de esta literatura de carácter empírico es Barro, 1996).

<sup>8</sup> Svensson (2005) incluye otras características de inflación objetivo en una de estas tres características.

---

### **1. Un objetivo de inflación**

El objetivo de inflación es un mandato constitucional o legal que requiere que el banco central persiga la estabilidad de precios; en ausencia de este requerimiento, el objetivo de estabilidad de precios puede ser parte de la manera de pensar y de tomar decisiones de los encargados de ejecutar la política monetaria.

### **2. Transparencia**

Svensson (2005) define la transparencia como la claridad en la racionalidad de las decisiones de política monetaria y la disponibilidad de acceso a información que permita conocer la racionalidad de esas decisiones.

Una característica de inflación objetivo relacionada con la transparencia es la rendición de cuentas (*accountability*). Los bancos centrales que siguen la estrategia de inflación, por lo general son responsables ante el Gobierno, el Congreso, o el público en general.

Para dar transparencia, los bancos centrales que persiguen objetivos de inflación utilizan un conjunto de instrumentos de comunicación, como comunicados de prensa, ruedas de prensa e informes de inflación.

Los informes de inflación comunican los resultados de la inflación, las proyecciones de la inflación, el porqué de las desviaciones de la inflación con respecto a la meta y las decisiones de política monetaria para hacer que, en el mediano

plazo, la inflación se dirija a la meta. En documentos más técnicos accesibles a la comunidad académica, los bancos comunican cómo entienden que funciona la economía y cómo conciben que funcionan los mecanismos que hacen que la meta de inflación sea el ancla nominal.

Algunos economistas creen que la comunicación de los planes del banco central aumenta la efectividad de la política monetaria; la razón es que la información tiene efecto sobre lo que el público considera son las intenciones del banco central, lo cual puede tener consecuencias sobre las expectativas de inflación; a su vez, las expectativas de inflación tienen consecuencias sobre la inflación misma. Otros economistas son más escépticos acerca de si la comunicación de los planes del banco central tiene algún efecto sobre la inflación empíricamente (por ejemplo, véase Bally Sheridan, 2003).

Dentro del informe de inflación, una estrategia de comunicación que se ha difundido internacionalmente es el gráfico abanico (*Fan Chart*), el cual comunica la proyección central, el nivel de incertidumbre y el riesgo del pronóstico de inflación del banco central.

### **3. Un procedimiento operativo que mira hacia el futuro**

Debido a que existe un rezago en el efecto de la política monetaria sobre la inflación, las acciones de política monetaria que se toman en determinado momento tienen un efecto sobre la inflación unos trimestres adelante. Por esta razón,

---

la estrategia de inflación objetivo cuenta con un procedimiento operativo que consiste en proyectar la inflación a futuro –incluyendo el efecto de las acciones de política– y en comparar esta proyección de la inflación con la meta.

Los principales mecanismos de transmisión de las acciones de política monetaria<sup>9</sup> y los efectos de distintos choques que pueden tener consecuencias sobre la inflación<sup>10</sup>, por lo general, están formalizados en algún modelo o modelos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En el caso de algunos bancos, estos modelos comunican, oficialmente, cómo la Junta del banco entiende los mecanismos de transmisión de la política monetaria; en ocasiones estos modelos también permiten a la Junta analizar las consecuencias sobre la inflación futura ante distintos choques y políticas.

### **III. BREVE HISTORIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA**

#### **A. El control al movimiento de capital: 1966-1991**

Durante los años sesenta, a medida que crecía el comercio internacional, también

crecían los flujos de capital entre los países, y los controles de capital que imperaban en la época se hacían cada vez menos efectivos. La movilidad internacional del capital se encargaría de dar por terminado, en 1973, el sistema de tasas de cambio fijas creado en la conferencia de Bretton Woods, en 1944.

En Colombia, el incipiente movimiento de capital comenzó a hacer difícil la administración de las divisas. Recurrentemente, el Banco de la República se quedaba sin divisas, produciendo crisis cambiarias y devaluaciones.

La filosofía imperante era el dirigismo estatal, y se intentaba utilizar las divisas para direccionar el desarrollo. La solución a las repetidas crisis cambiarias no estuvo en la asignación de las divisas por medio del mecanismo de precios, como lo hicieron los países industrializados cuando flotaron las tasas de cambio en 1973, sino en el control de capitales.

El Decreto 2867 de noviembre de 1966, y el Decreto 444 de marzo de 1967, establecieron y reglamentaron el control de capitales, adicionalmente, para evitar que ocurriera de nuevo una crisis cambiaria; el decreto de 1966 estableció que las tenencias de divisas del público quedaban

---

<sup>9</sup> Los mecanismos o canales de transmisión de la política monetaria son: primero, el canal de demanda agregada por medio del cual un aumento de la tasa de interés disminuye la demanda agregada y la inflación; segundo, el de tasa de cambio por medio del cual un aumento en la tasa de interés aprecia la tasa de cambio y disminuye la inflación de importaciones y la inflación; además, la apreciación de la tasa de cambio disminuye la demanda agregada y activa el canal de demanda agregada; y tercero, el canal de expectativas por medio del cual un aumento de la tasa de interés disminuye las expectativas de inflación (con expectativas racionales las expectativas disminuyen porque, a través de todos los canales, disminuye la inflación misma) y el descenso en las expectativas de inflación decrece la inflación misma.

<sup>10</sup> Ejemplos de estos choques son aumentos súbitos en la inflación de alimentos, aumentos en el precio del petróleo, o cambios grandes, y no anticipados, en los flujos de capital.

---

---

congeladas, que sólo el Banco de la República podría comprar y vender divisas y que las personas que violaran esta norma serían sancionadas.

En cuanto a la inversión extranjera (IED), se consideraba que tenía efectos, como dijo algún economista, “sospechosos” sobre los intereses económicos del país y sobre la soberanía nacional. Por la época, las políticas referidas a la IED llevaban los nombres de “política de marchitamiento de la inversión extranjera”, “política de colombianización de la banca”, entre otros. El estatuto cambiario exigía que se llenara una serie de requisitos para que la IED pudiera ser aprobada.

A partir de 1970 la IED estuvo regulada por el Acuerdo de Cartagena, el cual regía el Pacto Andino; igualmente, la filosofía del Acuerdo no era muy diferente a la del estatuto: en prácticamente todos los sectores de la economía la IED se prohibió, se prohibieron nuevas inversiones en el sector financiero y se restringió el capital extranjero en el sector financiero a 20%<sup>11</sup>.

## **B. La liberación del movimiento de capital en 1991**

Hacia finales de los años ochenta se presentaba un cambio de mentalidad que vino a llamarse el Consenso de Washington. Las nuevas ideas favorecían la efi-

ciencia del mercado en la asignación de recursos.

La movilidad del capital tomó lugar en medio de la globalización de los inversionistas internacionales y en una coyuntura de bajas tasas de interés en los Estados Unidos. Los países en desarrollo apenas «emergían» a los mercados globales de capital. El capital fluía a los países emergentes con el objetivo de diversificar el riesgo<sup>12</sup>.

En Colombia la nueva mentalidad, más acorde con la operación del mercado en la asignación de recursos, contrastó con el control de capitales que venía desde 1966; así, en 1991, el llamado proceso de «apertura económica» estableció la libre movilidad de capitales.

La Ley 9 de 1991 derogó el control de cambios, estableció que la posesión y negociación de divisas no era una exclusividad del Banco de la República, sino libre, y estableció que las operaciones de cambio del público deberían hacerse a través de intermediarios del mercado cambiario; además, los residentes podían obtener financiación externa libremente.

La inversión extranjera directa se liberó aun antes de los años noventa; en 1987 la Decisión 220 del Acuerdo de Cartagena suprimió la extensa lista de prohibiciones a la IED y aumentó el derecho de giro de

---

<sup>11</sup> Para un recuento de la inversión extranjera en Colombia, véase Urrutia (1996).

<sup>12</sup> El objetivo por el cual fluía el capital a fin de siglo era distinto al de comienzo de siglo. Eichengreen (2004) muestra cómo a principios del siglo XX el capital fluía a países como Canadá, Australia y Nueva Zelanda, no para diversificar el riesgo sino para promover el desarrollo.

---

---

utilidades; más tarde, la Ley 9 de 1991 eliminó el permiso del Departamento Nacional de Planeación, y los topes al giro de utilidades y a los reembolsos de capital.

Colombia no se abrió a la movilidad del capital totalmente, pues como Chile, impuso un depósito al endeudamiento externo (Resolución 21 de 1993), el cual eliminaría la posibilidad de arbitraje internacional de intereses o *carry over*. El depósito consistió en que los préstamos externos debían mantener -un depósito no remunerado- en el Banco de la República, durante un plazo determinado. El primer propósito que perseguía el depósito era el de ayudar a dar «autonomía» a la política monetaria, pues, dado el trilema, si hay movilidad de capitales no puede haber metas monetarias y cambiarias simultáneamente. El segundo objetivo del depósito era el de modificar la estructura de plazos del endeudamiento externo en contra del endeudamiento de corto plazo para, en teoría, contribuir a la solidez externa del país evitando salidas súbitas de capital. El tercer objetivo fue el de disminuir la cantidad de endeudamiento externo, pues si el Gobierno era garante (aunque fuera implícitamente) de las obligaciones externas del sector privado, existía un incentivo a un endeudamiento excesivo.

El depósito al endeudamiento externo no evitó el auge del endeudamiento ex-

terno anterior a 1999, ni la salida súbita de capital en el mismo año<sup>13</sup>. Desde 1991 y hasta 1997 hubo una gran entrada de capital y un auge de endeudamiento privado y público, pero en 1998 hubo una salida grande y no anticipada de capital, uno de los así llamados *sudden stops*.

### C. El trilema y el régimen monetario

Es difícil resumir en un párrafo el trilema de la política monetaria y la estrategia de conducción de la política monetaria desde 1966, pero puede intentarse de la siguiente forma: la decisión fue conducir la política monetaria en el marco de un ancla híbrida entre monetaria y cambiaria y, gradualmente, con mayor flexibilidad cambiaria; sin movilidad de capitales en los años setenta, un poco más en los ochenta, *de facto*<sup>14</sup>, y con movilidad en los noventa. Finalmente, en la primera década del nuevo milenio, la política monetaria comenzó a funcionar en el marco del régimen de inflación objetivo con movilidad de capitales e intervención del banco central en el mercado cambiario.

Como mencionamos anteriormente, los esquemas híbridos, como los que Colombia implementó antes de 1999, no son muy transparentes y sí difíciles de entender aun para los mismos encargados de

---

<sup>13</sup> Esta evaluación del depósito es un tanto estricta, pues el depósito no perseguía la estabilización total de los flujos de capital; en todo caso, el depósito no podía dar una solución al trilema de la política monetaria.

<sup>14</sup> A pesar de la prohibición a la movilidad del capital especulativo, los movimientos de capital se daban, principalmente, a través de precios ficticios de las exportaciones e importaciones.

ejecutar la política monetaria; por esto, los esquemas híbridos están caracterizados por un alto grado de discrecionalidad en la toma de las decisiones; así, la política monetaria giraba en torno de los dilemas que planteaba una jerarquía de instrumentos y una jerarquía de objetivos, y no alrededor de cómo disminuir la inflación.

#### **D. Un cuarto de siglo de gradualidad e inflación moderada: 1973-1998**

Desde que se estableció el *crawlig peg*, y dado el efecto de la tasa de cambio nominal sobre la tasa de cambio real en el corto plazo, los ejecutores de la política económica y los grupos de interés pensaron que la administración de la tasa de cambio nominal era una política de desarrollo. La minidevaluación se había originado en una filosofía de sustitución (protección) de importaciones y promoción (tratamiento preferencial) de exportaciones.

Durante los años setenta y ochenta Colombia no tuvo la hiperinflación que experimentaron otros países de América Latina, pero infortunadamente, tampoco combatió la inflación que comenzó en los años setenta, sino que se conformó, en un cuarto de siglo, con lo que se

vino a llamar "inflación moderada": 1974-1998.

*Los esquemas híbridos, como los que Colombia implementó antes de 1999, no son muy transparentes y sí difíciles de entender aun para los mismos encargados de ejecutar la política monetaria.*

La estrategia monetaria no pretendía disminuir la inflación, sino solamente proveer la liquidez que fuera necesaria tomando como exógena una proyección de la inflación; de esta forma, la estrate-

gia monetaria perpetuaba la inflación pasada. El objetivo de la política monetaria puede resumirse de la siguiente forma: "la postura de la política económica en Colombia ha sido definida en el contexto de un objetivo global que ha sido mantener inflación moderada en el rango de 20 a 30%" (Carrasquilla, 1998, p. 87)<sup>15</sup>.

#### **E. El manejo monetario anterior a la crisis de 1999**

Al analizar el ancho relativo de los corredores monetarios y cambiarios en los años noventa se observa que el corredor de la base monetaria era de  $\pm 3\%$ , usualmente con deriva (*drift*) a fin de año, y la banda sobre la cual se deslizaba la tasa de cambio tenía un ancho de  $\pm 7\%$ , también con realineamientos. Dado el ancho relativo de los corredores y la progresiva flexibilización de la tasa de cambio, mi punto de vista es que en los años noventa el esquema funcionaba, en mayor grado, como una estrategia monetaria.

<sup>15</sup> Esta nota de Carrasquilla también es citada por Mishkin y Savastano (2002, p. 23).

---

A comienzos de la década de los años noventa los países pioneros en la estrategia de inflación objetivo ya habían adoptado este régimen: Nueva Zelanda, Canadá e Inglaterra. La estrategia de inflación objetivo sólo vino a ser adoptada en un mayor número de países después de los *sudden stops* de 1996-1997 en Asia, y de 1997-1998 en América Latina.

En 1996 el Banco de la República anunció en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* que la política monetaria se conduciría de acuerdo con la estrategia de inflación objetivo; sin embargo, era un anuncio hacia el futuro, pues la política seguía conduciéndose en el marco de una estrategia monetaria.

Las razones por las cuales no se puede considerar que el esquema anterior a la crisis de 1999 fuera inflación objetivo son dos: primero, el banco entendía la inflación como un fenómeno monetario; segundo, no se utilizaba un mecanismo operativo orientado hacia el futuro, el cual contrastara la inflación con su meta.

Había corredores para la base monetaria y para M3 más bonos<sup>16</sup>. Los corredores de la base monetaria y M3 más bonos eran construidos por medio de una demanda de dinero o mediante la teoría cuantitativa del dinero, y se relacionaban entre sí a través de los requisitos de encaje; además, en 2001 los corredores fueron remplazados por líneas de referencia. Según Hernández y Tolosa (2001), si la

base monetaria se desviaba de su línea de referencia, el Banco de la República discrecionalmente podría mover la franja de intervención de las tasas de interés hasta que dichas desviaciones se corrigieran, o podía no hacerlo. En caso de conflicto entre los corredores o las líneas de referencia de los dos agregados monetarios, la solución era discrecional y también era necesario "dar un vistazo" al pronóstico de inflación; aparentemente, el vistazo sólo se daría en caso de conflicto entre las proyecciones de la base monetaria y el M3 más bonos y, en todo caso, un vistazo no implicaba una operatividad sistemática de la política monetaria ni una operatividad orientada hacia el futuro.

#### **F. La crisis antes de la adopción de la inflación objetivo: 1998-1999**

A final de siglo, y al igual que en otros países, Colombia se vio en medio de un *sudden stop* que llevó a la autoridad monetaria a redefinir la estrategia de manejo de la política monetaria. Durante la crisis financiera internacional de 1998 varios países trataron de defender sus sistemas de bandas cambiarias aumentando las tasas de interés y luego flotaron la tasa de cambio.

Dicha crisis encontró a Colombia con una situación vulnerable: la deuda pública venía creciendo desde 1991, pues la nueva Constitución nacional había establecido responsabilidades adicionales al gasto público sin prestar la atención debida al

---

<sup>16</sup> En algunos años hubo corredores para M1.

---

balance fiscal; igualmente, a pesar de sucesivas reformas tributarias, la situación empeoró debido a los grandes aumentos del gasto público.

Después de la moratoria de Rusia, los inversionistas internacionales retiraron sus inversiones de varios países emergentes; con esto, los *spreads* de la deuda de los países emergentes aumentaron, y el aumento en Colombia fue de unos 500 puntos básicos, pero países como Brasil o Venezuela experimentaron incrementos aun mayores.

Como en otros países, la respuesta de la política monetaria en Colombia fue la de intentar mantener el sistema de banda deslizante interviniendo el mercado cambiario con reservas internacionales y aumentando las tasas de interés. Las mayores tasas de interés domésticas llevaron a un colapso del crédito doméstico y pusieron en evidencia la fragilidad del sistema financiero. Tanto el *sudden stop* como la respuesta de la política monetaria, que en ese momento fue práctica común internacionalmente, se reflejaron en una caída de la producción sin precedente; así, en 1999 la caída en el PIB fue de -4,2%, y aunque la recesión ya había comenzado a gestarse en 1998 por una variedad de factores, dentro de los cuales cabe destacar una caída del 27% en el precio del café, los factores más importantes de la explicación de la enorme recesión de 1999 fueron financieros.

*A final de siglo, y al igual que en otros países, Colombia se vio en medio de un sudden stop que llevó a la autoridad monetaria a redefinir la estrategia de manejo de la política monetaria.*

El fenómeno del Niño de 1998 duplicó la inflación de alimentos de 16,4%, en diciembre de 1997 a 30,0% en junio de 1998; además, la respuesta rezagada de la oferta agrícola disminuyó la inflación de alimentos a 15,6%, en diciembre de 1998.

Como consecuencia de la volatilidad de la inflación de alimentos, la inflación total aumentó de 17,6% a 20,7% en junio de 1998, y se desplomó a 16,7% en diciembre de 1998. La volatilidad de la inflación no podía ser un problema mayor que la fuga de capital y el efecto de las altas tasas de interés sobre la estabilidad financiera, pero el efecto del fenómeno del Niño sobre la inflación muestra lo que pueden hacer los choques de oferta en la inflación.

En 1999 el dinero aumentó muy por debajo del corredor monetario, la banda cambiaria se hizo más ancha y se depreció, la tasa de interés interbancaria saltaba muy por encima de la franja de intervención y la inflación de 1999 estuvo 5,6 puntos porcentuales por debajo de la meta-proyección; era el momento de redefinir la estrategia de conducción de la política monetaria.

### **G. Adopción de inflación objetivo: 1999-2000**

La fuga de capital disciplinó la política monetaria que intentaba mantener corredores monetarios y objetivos cambiarios.

---

Por la época, el Fondo Monetario Internacional (FMI) dejó en claro ante la academia que la movilidad del capital no daba cabida sino a las soluciones de esquina: fijar o flotar (Fisher, 2001). La tasa de cambio se había flexibilizado progresivamente durante los años noventa y en 1999 la opción que se tomó fue la de flotar.

Con la tasa de cambio flotando, quedaban dos opciones para el ancla nominal doméstica: la estrategia monetaria o la de inflación objetivo; la estrategia monetaria no ofrecía mayor posibilidad de control de la estabilidad nominal debido a la inestabilidad de la demanda de dinero, en tanto que la estrategia de inflación objetivo contaba con creciente aceptación internacional, incluida la del FMI, organismo con el cual el país comenzaba un programa de *Stand by*.

Durante el que fuera el primero de cuatro acuerdos consecutivos suscritos con el FMI, se consolidaron importantes elementos de la estrategia de inflación objetivo: como lo afirmó el entonces gerente del Banco de la República, “el día en que el Fondo aprobó el paquete de ajuste fue posible flotar la tasa de cambio [...]” (Urrutia, 2002, p. 15).

Dentro del programa con el FMI se establecieron metas de inflación multianuales: en 2001 el Banco de la República implementó el procedimiento operativo orientado hacia el futuro, y comenzó a

definir la franja para las tasas de interés de intervención con base en la diferencia entre el pronóstico de inflación y la meta.

La primera meta monetaria dentro del programa con el FMI fue sobre un agregado monetario y consistió en un techo al crecimiento de los activos domésticos netos para el año 2000; en 2001 este criterio de desempeño fue remplazado por una serie de metas de inflación trimestrales, y el corredor monetario, por una línea de referencia.

El primer acuerdo con el FMI definió metas de inflación multianuales de 10%, 8% y 6% para finales de 2000, 2001 y 2002; estas metas no fueron el motivo del aumento de las tasas de interés de 1998-1999, pues antes del programa con el FMI estas metas de inflación no existían. El aumento de tasas de interés en 1998-1999 se debió a la defensa de la banda cambiaria durante la salida de capitales de 1998 y el *sudden stop* de 1999; tanto el *sudden stop* como la respuesta de la política monetaria al *sudden stop* –el aumento de las tasas de interés para defender la banda cambiaria– hicieron que estas ambiciosas metas de inflación fueran cumplidas rigurosamente, excepto marginalmente por el año 2002, cuando la inflación básica, sin alimentos, fue de 6,5%<sup>17</sup>.

Alguien ha dicho que el hombre recuerda el futuro e imagina el pasado. Aunque

---

<sup>17</sup> Sobre los efectos de los *sudden stops* sobre la actividad económica, véase Chari, Kehoe y McGrattan (2005), y sobre el efecto de la política monetaria sobre la actividad económica durante un *sudden stop*, véase Gómez (2006).

---

hasta 1999 la política monetaria se condujo de acuerdo con una estrategia híbrida, desde el establecimiento de la estrategia de inflación objetivo, en septiembre de 1999, algunos economistas comenzaron a mirar hacia atrás buscando en el pasado los orígenes de la estrategia de inflación objetivo. A principios de la década de 2000 eran comunes los estudios internacionales en los que los países parecían disputarse el haber sido los primeros en tener algunos de los elementos de esta estrategia.

A principios de la década de los noventa el régimen de inflación objetivo se implementaba, como ya mencionamos, en Nueva Zelanda, Canadá e Inglaterra y, mirando retrospectivamente, a lo largo de los años noventa se introdujeron en Colombia cuatro elementos característicos de este régimen.

Primero, en 1991 la nueva Constitución nacional asignó el manejo de la política monetaria a la Junta Directiva del Banco de la República y le asignó como objetivo la "defensa de la capacidad adquisitiva de la moneda".

Segundo, en 1997 se estableció una franja de intervención para la tasa de interés interbancaria con un ancho inicial de 20 puntos porcentuales, la cual se iría haciendo más angosta. Con el tiempo, el piso y techo de la franja se convertirían en las tasas de intervención que se moverían en función del pronóstico de inflación: cuando se introdujo la franja el objetivo era simplemente el de darle algo

de estabilidad a la tasa de interés, pero, inicialmente no existió el objetivo de dar un giro al instrumento de la política monetaria.

Tercero, se utilizaron algunos modelos para pronosticar la inflación; sin embargo, estos no relacionaban el instrumento y el objetivo de la política monetaria en el futuro, pues eran modelos meramente uniecuacionales para pronosticar la inflación.

Cuarto, en diciembre 1998 se publicó el primer *Informe sobre inflación*, el cual explicaba la evolución de esta variable y sus determinantes. El principal determinante, según este Informe, eran los agregados monetarios.

Al mirar estos elementos retrospectivamente, es difícil afirmar que en Colombia el régimen de inflación objetivo se implementó desde 1991 y que la transición hacia la estrategia de inflación objetivo fue gradual. En mi opinión, es difícil estar de acuerdo con ese punto de vista pues los factores que llevaron al cambio de régimen monetario fueron la movilidad de capitales y la crisis manifiesta del régimen híbrido anterior a 1999, el cual no había dado una solución satisfactoria al trilema.

## **H. El período de inflación objetivo: 2000-en adelante**

En 1999 el Banco de la República permitió la flotación de la tasa de cambio y en 2001 hizo explícito que la proyección

---

de la base monetaria era solamente un indicador para referencia; además, llevó al 1% el ancho de la franja de intervención de las tasas de interés y comenzó a determinar la tasa de interés de acuerdo con un mecanismo operativo basado en el pronóstico de inflación y en los mecanismos de transmisión de la política monetaria; igualmente, la política monetaria en Colombia operaba en el marco del régimen de inflación objetivo.

En la segunda mitad de 2002 el *spread* del endeudamiento externo aumentó, y con este aumento la tasa de cambio se depreció; este fenómeno fue global y asociado con la crisis de grandes compañías de contabilidad y con empresas asesoradas por éstas -como Enron y WorldCom-. La crisis de las prácticas de contabilidad llevó a un menor apetito por el riesgo por parte de los inversionistas internacionales y a un movimiento internacional del capital afuera de los países emergentes y hacia inversiones más seguras.

El Banco de la República intervino en el mercado cambiario, pero enfocó el manejo de la política de tasas de interés

hacia lo que pasaría en el mediano plazo, después del choque. Como consecuencia de este horizonte de decisión de mediano plazo, las tasas de interés no aumentaron tanto como, por ejemplo, en Brasil, país que experimentaba una coyuntura similar debido a la menor preferencia por el riesgo de los inversionistas internacionales y debido, también, a la mayor percepción de riesgo-país como consecuencia de la opción presidencial del entonces candidato de izquierda y luego presidente.

En la segunda mitad de 2004, los inversionistas internacionales aumentaron su tolerancia por el riesgo y los capitales internacionales retornaron a los países emergentes; la tasa de cambio se apreció y el Banco de la República defendió la tasa de cambio interviniendo fuertemente en el mercado cambiario. Con esto, el Banco de la República demostró que la intervención en el mercado cambiario, que, aparentemente no funciona en los estudios académicos, es un instrumento efectivo para controlar la tasa de cambio<sup>18</sup>. Además, las compras de reservas internacionales por parte del Banco de

*La tasa de cambio se apreció y el Banco de la República defendió la tasa de cambio interviniendo fuertemente en el mercado cambiario. Con esto el Banco de la República demostró que la intervención en el mercado cambiario, que aparentemente no funciona en los estudios académicos, es un instrumento efectivo para controlar la tasa de cambio.*

---

<sup>18</sup> Los estudios empíricos no dan mucho apoyo a la intervención cambiaria porque han sido realizados para el caso de países en donde la intervención es pequeña en relación con la posición de activos domésticos e internacionales del sector privado.

---

la República sirvieron después para hacer pagos adelantados de la deuda externa del Gobierno nacional central.

#### **IV. LOS ELEMENTOS DE LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA**

##### **A. Las metas de inflación**

Durante la década de los noventa las metas de inflación en Colombia fueron puntuales y eran más un pronóstico, dentro de un programa de consistencia macroeconómica (como en la programación macroeconómica del FMI), que un objetivo prioritario y preeminente de la política monetaria (como en el régimen de inflación objetivo).

Desde principios de la primera década del nuevo milenio las metas fueron una combinación entre meta puntual (por ejemplo 6%) y de rango (por ejemplo, entre 5% y 7%); metas bianuales que consistían en una meta puntual a un año y una meta de rango a dos años; así, al año siguiente la meta puntual debería estar dentro de la meta de rango establecida el año anterior, y más adelante, las metas multianuales fueron de rango tanto a uno como a dos años.

Además de las metas de inflación de corto plazo, el Banco de la República estableció una meta de inflación de largo plazo que en un principio fue puntual (3%) y hoy es de rango, entre (2% y 4%). Una meta de inflación de largo plazo, generalmente, se establece teniendo en cuenta qué nivel de inflación puede ser considerado como estabilidad de precios sin que sea un nivel tan bajo que, como en Japón, haga difícil que la política sea expansiva o exponga el país al riesgo de una deflación<sup>19</sup>. A mediados de la prime-

ra década del nuevo milenio las metas de inflación de corto plazo continuaban dirigiéndose hacia la meta de inflación de largo plazo.

En Colombia las metas son definidas sobre el índice de precios al consumidor (IPC), el cual incluye un componen-

*Una meta de inflación de largo plazo, generalmente, se establece teniendo en cuenta qué nivel de inflación puede ser considerado como estabilidad de precios sin que sea un nivel tan bajo que, como en Japón, haga difícil que la política sea expansiva o exponga el país al riesgo de una deflación.*

te de alta volatilidad y, por tanto, baja predictibilidad: el índice del precio de los alimentos. En el caso de Colombia el índice del precio de los alimentos pesa el 29% de la canasta del IPC. Como se mencionó anteriormente, una disminución de la oferta de alimentos como consecuencia de un cambio climático puede mover la inflación de IPC unos tres puntos porcentuales por encima del nivel inicial en un año, y unos tres puntos porcentuales por debajo del nivel inicial en dos años.

---

<sup>19</sup> López (2006) presenta algunos de los criterios que pueden orientar la decisión sobre la meta de inflación de largo plazo.

---

Debido a la volatilidad del IPC, un observador desprevenido podría pensar que cumplir las metas de inflación es difícil; sin embargo, el Banco de la República optó por establecer metas sobre la inflación de IPC con los criterios de simplicidad y claridad: así, cuando existen cambios súbitos debidos, por ejemplo, a cambios no anticipados en el precio de los alimentos, el Banco explica que estos cambios se deben a los fenómenos climáticos que típicamente afectan la agricultura de alimentos, pero que no alteran el logro de las metas de inflación en el mediano y largo plazos.

## **B. Estrategia de comunicación del Banco de la República**

La estrategia de comunicación del Banco de la República está basada en comunicados de prensa, el *Informe al Congreso*, el *Informe sobre inflación*, y en presentaciones hechas por los más altos ejecutivos del Banco al público en general<sup>20</sup>.

Como dijimos anteriormente, otra de las características de la estrategia de inflación objetivo que está relacionada con la transparencia es la rendición de cuentas, es decir, el ser responsable ante alguien; por tanto, en Colombia el Banco de la República presenta dos veces por

año un *Informe al Congreso de la República* y cuatro veces al año hace disponible el *Informe sobre inflación* al público en general.

## **C. Un procedimiento operativo orientado hacia el futuro**

El procedimiento operativo del Banco de la República está orientado hacia el futuro e incluye un grupo de modelos de proyección de la inflación y un modelo central<sup>21</sup>. Los modelos de proyección, así como el modelo central de proyección y análisis, son objeto de constante desarrollo, y para esto el Banco cuenta con un grupo especializado de profesionales; además, proyecciones más informadas de la inflación y de la actividad económica a uno o dos trimestres son incorporadas exógenamente en las proyecciones del modelo central.

El mecanismo de transmisión a la inflación comienza con las tasas de intervención del banco, las tasas repo<sup>22</sup>, que en Colombia se conocen también con los nombres de subasta de expansión y contracción, tasas repo y de operaciones de mercado abierto (OMA), o tasas de colocación y de captación. La tasa interbancaria (tasa de préstamos entre bancos a muy corto plazo) fluctúa entre las tasas repo de expansión y contracción, y

---

<sup>20</sup> En la actualidad, el Gerente General del Banco presenta el *Informe sobre inflación*, trimestralmente, a través de la televisión nacional.

<sup>21</sup> El sistema de pronóstico y análisis de política puede consultarse en Gómez, Uribe y Vargas (2000).

<sup>22</sup> Una transacción repo es la venta de un título por efectivo, con el compromiso de volver a comprar ese título en el futuro; así, el título se convierte en una garantía de lo que en realidad es un préstamo de efectivo sin riesgo; además, los repos pueden efectuarse a distintos plazos. Cabe anotar que el Banco de la República interviene en los repos con plazo a un día, principalmente.

---

transmite las decisiones de política a las demás tasas de interés de la economía.

#### **D. Intervención en el mercado cambiario**

Aunque la intervención en el mercado cambiario no está dentro de la lista de características de la estrategia de inflación objetivo, es bastante generalizada en los bancos que ejecutan la política monetaria por medio de esta estrategia (véase, por ejemplo, Ho y McCauley, 2003).

En Colombia el Banco de la República interviene en el mercado cambiario en tres modalidades: la primera es discrecional, y las dos últimas siguen reglas predeterminadas.

La primera modalidad de intervención es discrecional en cuanto al monto de la intervención y a la tasa a la cual se interviene; ésta es la modalidad que más se ha utilizado, especialmente, durante la entrada de capitales que comenzó en el segundo semestre de 2004, para evitar la apreciación de la tasa de cambio; cabe anotar que esta intervención no se aplica por medio de reglas.

La segunda modalidad de intervención es denominada de acumulación o desacumulación de reservas: es utilizada por el Banco de la República, principalmente, en los períodos en los cuales quiere acumular reservas internacionales de

forma gradual. Esta modalidad ha sido utilizada para desacumular reservas sólo muy esporádicamente, y está definida por una regla que consiste en que el Banco compra reservas internacionales cuando la tasa de cambio está por debajo del promedio móvil de los últimos veinte días hábiles.

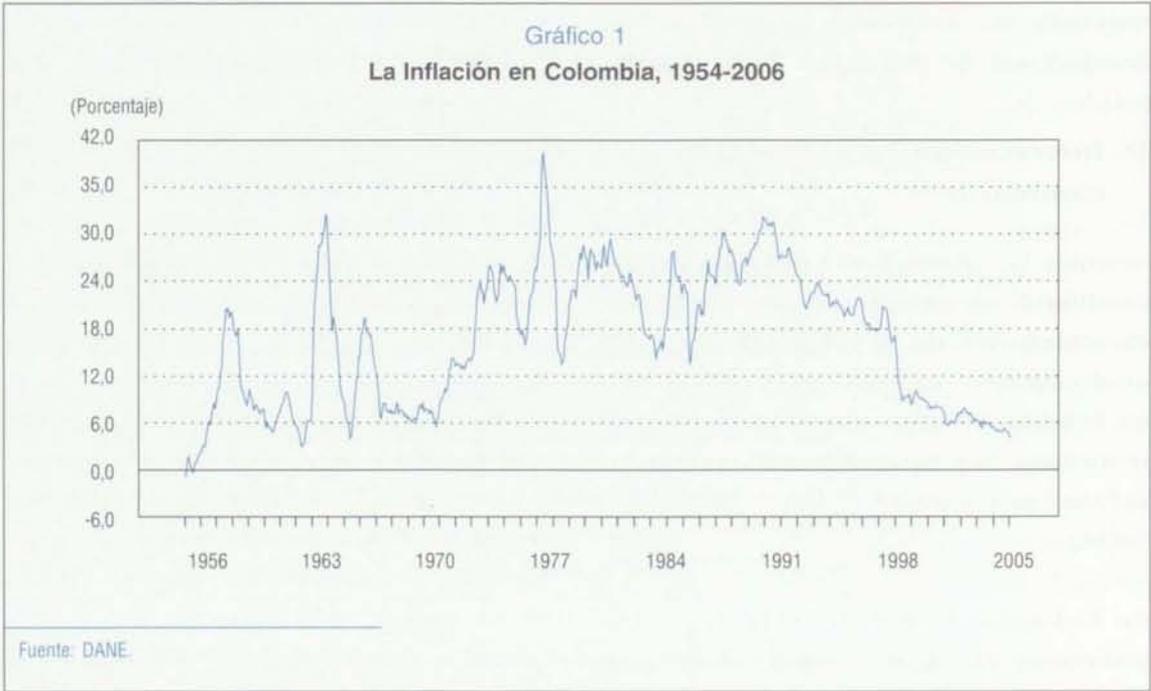
La tercera modalidad de intervención es la de control de volatilidad; esta modalidad también sigue una regla, de acuerdo con la cual, el Banco compra reservas internacionales cuando la tasa de cambio está por debajo del promedio móvil de los últimos veinte días, menos dos por ciento, y vende reservas cuando la tasa de cambio está por encima del promedio móvil de los últimos veinte días, más dos por ciento; además, el monto de la intervención está determinado por medio de subastas.

#### **V. LOS RESULTADOS: LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN COLOMBIA**

La inflación fue de dos dígitos (23,5%), durante prácticamente la totalidad del último cuarto del siglo pasado (Gráfico 1); este es el récord mundial de "inflación moderada". El único paralelo es el de la India, en donde la "inflación moderada" fue menor (9,0%)<sup>23</sup>. ¿Cuál fue la razón por la cual la inflación se mantuvo en dos dígitos por un período tan largo?: al parecer, como la inflación nunca fue

---

23 Los promedios de inflación en estos países corresponden al período 1973-1999.



tan alta como en otros países latinoamericanos, no se consideró que fuera un problema grave; además, el país desarrolló esquemas de indexación con los que aprendió a tolerar la inflación, pues, como se mencionó anteriormente, el objetivo de la política no era el de bajar la inflación sino el de mantener la inflación en estos niveles.

Mientras que en los años setenta y ochenta la inflación en Colombia era relativamente baja en comparación con la hiperinflación en otros países de América Latina, en los años noventa la inflación cayó en la mayoría de los países en desarrollo, y hacia la mitad de la década de los noventa se hizo evidente que Colombia era un caso de inflación relativamente alta.

La estabilización de la inflación de 1999 no fue anticipada; para fin de 1999 el pronóstico de inflación del Banco de la República fue de 15% y el resultado 9,2%. Aunque durante los años noventa el Banco había querido disminuir la inflación gradualmente, la desinflación fue rápida como resultado del *sudden stop* de 1998-1999 y del tamaño de la caída en el producto.

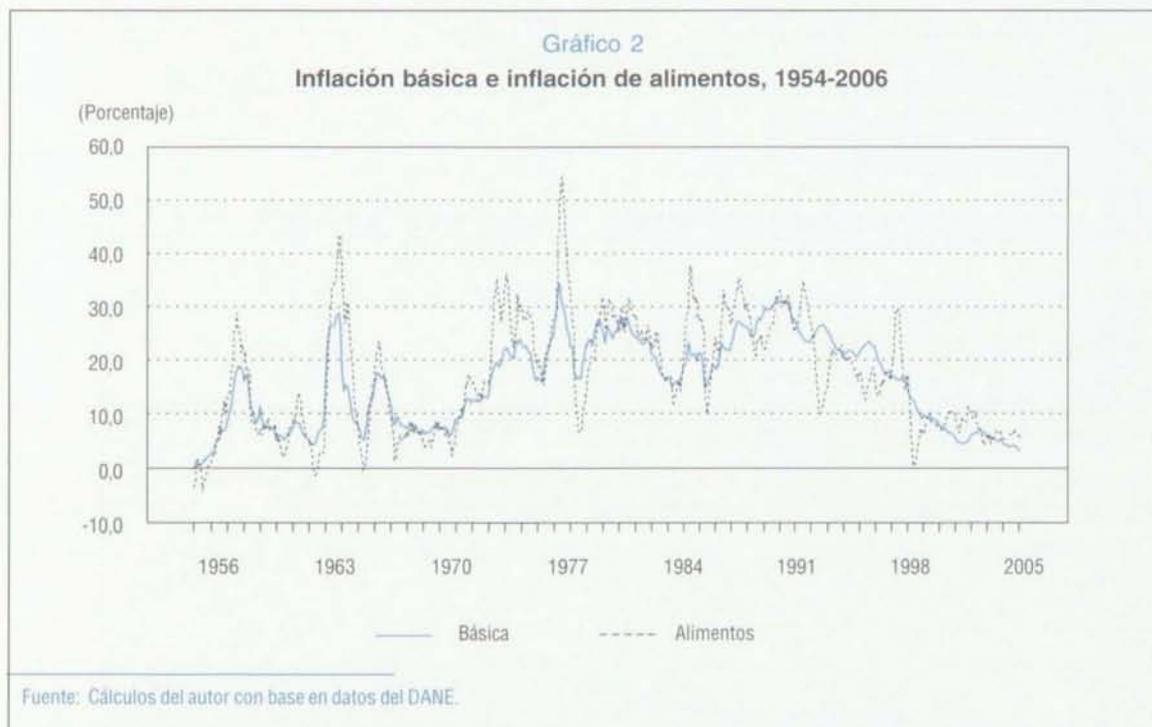
Un hecho transitorio haría que el descenso de la inflación pareciera más dramático: el aumento de la inflación de alimentos en 1998 como consecuencia del fenómeno del Niño, y la disminución de la inflación de alimentos en 1999 como consecuencia de la respuesta rezagada de la oferta de alimentos. El efecto de la recesión sobre la inflación básica

y la caída en la inflación de alimentos causó un descenso de 7,5 puntos porcentuales en la inflación de IPC a fin de 1999 (gráficos 1 y 2).

La inflación de un dígito de comienzos del siglo XXI es algo que no había sucedido en Colombia desde 1971. A principios de los años setenta la inflación aumentó también, sorpresivamente, por una combinación de factores similar a los factores que causaron una caída de la inflación a fin de los años noventa, pero en aquella ocasión operaron en sentido inverso. A principios de los años setenta

la fase expansiva del ciclo económico, el aumento en la inflación de los productos importados y un choque de oferta en la agricultura de alimentos llevó la inflación a dos dígitos (gráficos 1 a 5).

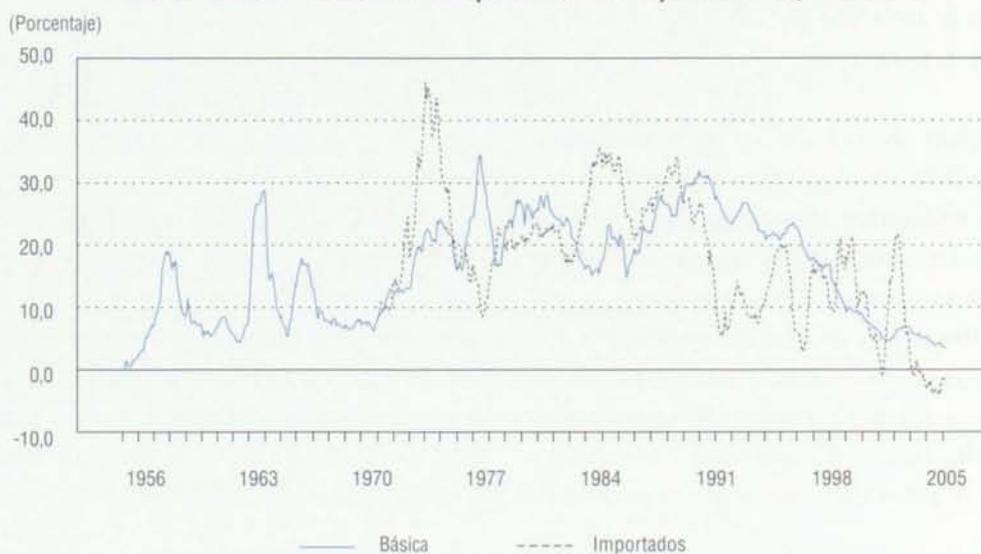
La inflación bajó en 1983-1984 debido a la fase recesiva del ciclo, una recesión que coincidió con la internacional y la crisis de la deuda; no obstante, un choque de oferta en la agricultura de alimentos y una devaluación dentro de un programa con el FMI volvieron a aumentar la inflación en 1985-1986 (gráficos 1 a 5)<sup>24</sup>.



<sup>24</sup> A comienzos de los años setenta la inflación aumentó como consecuencia de presiones de demanda (una brecha del producto positiva), un aumento de la inflación de alimentos (4,3% a fin de 1970, a 31,0% a fin de 1973) y un aumento en la inflación de importados (alrededor de 8,4% a fin de 1970, a 37,9% a fin de 1973). En 1985, a pesar de una brecha del producto negativa, la inflación no disminuyó debido a un aumento en el precio de los alimentos (de 17,2% a fin de 1983, a 37,8% a mediados de 1985). El aumento en el precio de los productos importados a principios de los años setenta se debió a la mayor inflación internacional, y en 1985, a la mayor devaluación (gráficos 1 a 5).

Gráfico 3

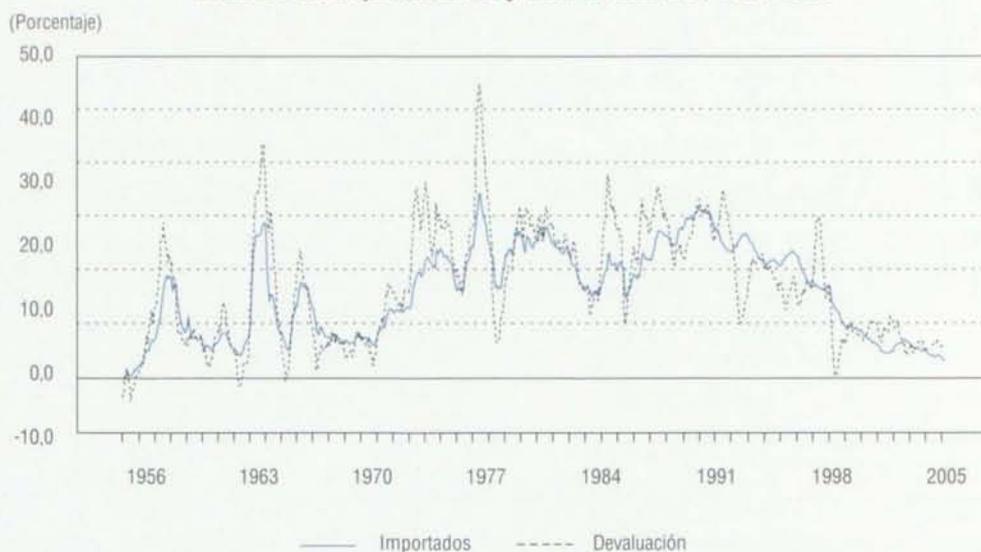
Inflación básica e inflación en el precio de las importaciones, 1954-2006



Fuente: Cálculos del autor con base en datos del DANE y del Banco de la República.

Gráfico 4

Inflación de importaciones y tasa de cambio, 1954-2006

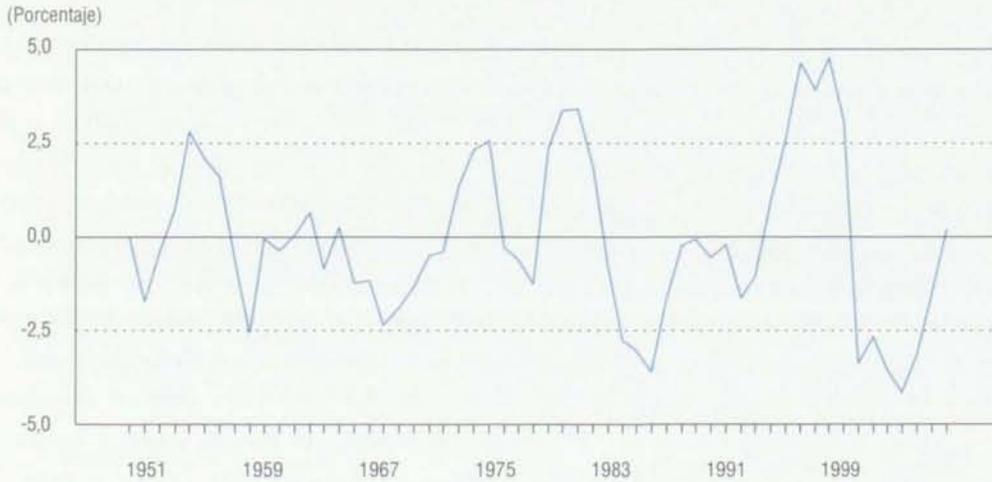


Fuente: Cálculos del autor con base en datos del DANE y del Banco de la República.

El aumento de la inflación de 1985-1986 pudo ser transitorio, y la reducción de la inflación permanente, pero, como se mencionó anteriormente, los encargados

Gráfico 5

Brecha del producto según filtro de Hodrick y Prescott, 1950-2005



Fuente: Cálculos del autor.

de formular la política monetaria pensaron que la inflación en Colombia se perpetuaría en un rango de 20% a 30%. Por esta razón, en el resto de la década de los ochenta la política monetaria no intentó impedir que la inflación se mantuviera en ese rango. La fase expansiva del ciclo y la relativamente alta tasa de devaluación se encargarían de aumentar la inflación hasta 31,6% en 1991.

Hacia el futuro es posible que la inflación continúe teniendo cambios súbitos de corto plazo, como ha sucedido a lo largo de la historia; y aunque hubo un cambio en el ancla nominal, los cambios en la inflación en el corto plazo estarán explicados, como en el pasado, por cambios en la inflación de alimentos, en la tasa de cambio y en el ciclo económico. Si las metas de inflación son una restric-

ción real de la política monetaria –especialmente la meta de inflación de largo plazo con centro en 3%–, darán a la economía un ancla nominal, completarán la transición a la meta de largo plazo y evitarán que, como a comienzos de los años setenta, choques transitorios lleven la inflación hacia los dos dígitos.

## VI. COMENTARIOS FINALES: LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA HACIA EL FUTURO

### A. De la crisis al auge del consumo

La movilidad internacional del capital ofrece muchas posibilidades para los países emergentes y también plantea

---

algunos retos: cuando el capital entra, como a mediados de la primera década del nuevo milenio, se crean dos fenómenos: el primero, la entrada de capital tiende a apreciar la tasa de cambio y la apreciación de la tasa de cambio tiende a disminuir la inflación en el corto plazo, transitoriamente; el segundo, la entrada de capital tiende a aumentar el consumo y el producto. En ausencia de aumentos en las tasas de interés, el crecimiento de la demanda tiende a aumentar la inflación en el mediano plazo, de manera más permanente.

En una coyuntura de entrada de capital, como la de la mitad de la primera década del presente milenio, el banco central mantiene el objetivo de llevar la inflación hacia la meta, lo cual requiere de una política conservadora que contengan la demanda y la inflación.

En contraste, cuando el capital sale, hay dos alternativas de política: la primera, actuar oportunamente y permitir una reducción de la inflación -como se ha dicho, esta parece estar dentro de las principales causas de la importante caída de cerca de 6 puntos porcentuales en la inflación durante 2000-2002-; pero si la inflación ya ha bajado a su nivel de largo plazo, el Banco puede permitir que la tasa de cambio flote y las salidas de capital estimulen la actividad económica por medio del crecimiento de las exportaciones netas<sup>25</sup>.

## **B. Inflación objetivo e intervención cambiaria**

La estrategia de inflación objetivo con intervención cambiaria es bastante generalizada (Ho y McCauley, 2003) e incluso ha sido fuertemente defendida por algunos economistas (para un ejemplo, véase Goldstein, 2002). Cuando entran capitales, el banco central compra divisas disminuyendo la oferta de las mismas disponible por el sector privado, esto sostiene la tasa de cambio. Cuando salen capitales el banco central vende divisas, evitando que la tasa de cambio se deprecie.

El Banco de la República ha logrado sostener la tasa de cambio durante la coyuntura de entrada de capitales que comenzó en el segundo semestre de 2004. Uno de los aspectos importantes de esta intervención es que puede llevar a que la cantidad de dinero crezca en una magnitud que, desde el punto de vista de la estrategia monetaria, sería inflacionaria. ¿Es este crecimiento del dinero inflacionario?: no, porque si la estrategia de manejo de la política monetaria es de inflación objetivo, el ancla de la inflación es la meta de inflación, y no la cantidad de dinero. El riesgo recae en que, como consecuencia de la intervención y de la expansión monetaria, las metas de inflación sean blandas; más concretamente, el riesgo es el de que las metas de inflación sean endógenas a proyecciones de inflación en una coyuntura

---

25 Para estudiar cómo un *sudden stop* puede estimular el producto, véanse Chari, Kehoe y McGrattan (2005), y Gómez (2006).

---

de entrada de capitales con una política monetaria expansiva, que acomode el crecimiento monetario necesario para la intervención cambiaria. En el largo plazo, y en forma más permanente y definitiva, la inflación se dirigirá hacia donde quiera que el ancla sea más restrictiva, ya sea el crecimiento del dinero o la meta de inflación. El marco para la formulación de la política monetaria será, según el caso, de inflación objetivo o monetario.

### **C. La inflación de alimentos y la inflación básica**

Como se dijo antes, los grandes cambios de la inflación de IPC originados en la inflación de alimentos son transitorios: rara vez el Banco de la República moverá las tasas de interés en respuesta a cambios en la oferta de alimentos, pues tal política transmitiría la volatilidad de la oferta agrícola a la totalidad de la economía.

La importancia de la inflación de alimentos consiste en que un aumento de la misma, especialmente si es acompañado de un aumento de la tasa de cambio, puede llevar a aumentos grandes y per-

manentes en la inflación; así, si esto afecta la voluntad del banco central de contener la inflación, la inflación puede volver a un nivel mayor de manera permanente. El mecanismo clave en esta cadena de transmisión es el efecto de la inflación sobre

la meta de inflación del banco central: un aumento grande en la inflación, aunque fuera transitorio, puede convertirse en un aumento permanente si el banco central baja la guardia en el objetivo de la defensa de la estabilidad de precios.

### **D. Dos riesgos de aumento en la inflación**

Los mecanismos de transmisión por los cuales la inflación aumentó a principios de los años setenta, y también los mecanismos por los cuales la inflación no disminuyó en

1985 a pesar de la recesión de la actividad económica, son: presiones de demanda, choques a la inflación de importados y choques a la inflación de alimentos.

La permanencia de la inflación en dos dígitos después de la recesión y crisis de la deuda de 1984-1985 a fin de cuentas se debió a que, como dijo Milton

*El Banco de la República ha logrado sostener la tasa de cambio durante la coyuntura de entrada de capitales que comenzó en el segundo semestre de 2004. Uno de los aspectos importantes de esta intervención es que puede llevar a que la cantidad de dinero crezca en una magnitud que, desde el punto de vista de la estrategia monetaria, sería inflacionaria. ¿Es este crecimiento del dinero inflacionario?: no, porque si la estrategia de manejo de la política monetaria es de inflación objetivo, el ancla de la inflación es la meta de inflación, y no la cantidad de dinero.*

---

Friedman, los resultados de la política monetaria son consecuencia de la manera de pensar de los encargados de formular la política económica; por esta razón, en el resto de la década de los ochenta la política monetaria no intentó disminuir la inflación del rango de 20% a 30%.

Hacia el futuro es posible que la inflación continúe teniendo cambios grandes e inesperados en el corto plazo como lo ha hecho en el pasado, y aunque hoy el régimen de conducción de la política monetaria es diferente, y el énfasis en la meta de inflación explícito, a manera de conclusión se puede mencionar que existen dos riesgos latentes de que la inflación au-

mente permanentemente: el primero, aumentos en la inflación de alimentos y en la tasa de cambio que puedan cambiar el objetivo de inflación de largo plazo del Banco de la República; el segundo, entradas de capital que aumenten la demanda y la inflación y que puedan cambiar el objetivo de inflación del Banco de la República. Por tanto, si la meta de inflación de largo plazo es blanda, tarde

o temprano volveremos a niveles mayores de inflación. Si la meta es un compromiso, el esquema de inflación objetivo dará a la economía un ancla nominal y el Banco de la República completará la transición hacia la meta de largo plazo con centro en 3%.

*Si la meta es un compromiso, el esquema de inflación objetivo dará a la economía un ancla nominal, y el Banco de la República completará la transición hacia la meta de largo plazo con centro en 3%.*

---

## REFERENCIAS

- Ball, Laurence; Sheridan, Niamh. "Does Inflation Targeting Matter?", documento sin publicar.
- Barro, Robert (1996). "Inflation and Growth", en Federal Reserve Bank of Saint Louis, *Economic Review*, vol. 78, núm. 3.
- Bernanke, Benjamin; Lauchbach, Thomas; Mishkin, Frederic; Posen, Adam (1999). *Inflation Targeting, Lessons From the International Experience*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- Bofinger, Peter (2001). *Monetary Policy, Goals Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University Press.
- Calvo, Guillermo; Reinhart, Carmen (2002). "Fear of Floating", en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 2, núm. 107, pp. 379-408.
- Carrasquilla, Alberto (1998). "Monetary Policy Transmission: the Colombian Case", en *The Transmission of Monetary Policy In Emerging Market Economies*, Bank for International Settlements, BIS, documentos de política, núm. 3, enero.
- Chari, V. V.; Kehoe, P.; McGrattan E. R. (2005). "Sudden Stops and Output Drops", en *National Bureau of Economic Research*, documentos de trabajo, núm. 11133.
- Eichengreen, Barry (2004). *Capital Flows and Crises*, The MIT Press.

- 
- Fisher, Stanley (2001). "Exchange Rate Regimes: is the Bipolar View Correct?", Distinguished Lecture on Economics in Government. *American Economic Association and the Society of Government Economists*. Delivered at the Meetings of the American Economic Association, New Orleans, enero 6.
- Friedman, Milton; Schwartz, Ana (1963). *A Monetary History of the United States, 1987-1963*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- Goldstein, Morris (2002). *Managed Floating Plus*, Washington D. C., Institute for International Economics.
- Gómez, Javier; Uribe, José Darío; Vargas, Hernando (2002). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia", en Banco de la República, *Borradores de Economía*, núm. 202.
- Gómez, Javier (2006). "Capital Flows and Monetary Policy", en Banco de la República, *Borradores de Economía*, núm. 395.
- Hernández G., Antonio; Tolosa, José (2001). "La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa", en Banco de la República, *Borradores de Economía*, núm. 172.
- Ho, Corrine; N. McCauley, Robert (2003). "Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Economies", en Bank for International Settlements (BIS), documentos de trabajo, núm. 130, febrero.
- Kuttner, Kenneth N. (2004). "A Snapshot of Inflation Targeting In Its Adolescence", en *The Future of Inflation Targeting*, Reserve Bank of Australia.
- Levy-Yeyati, Eduardo; Sturzenegger, Federico (2005). "Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words", en *European Economic Review*, Elsevier, vol. 49(6), pp. 1603-1635.
- López, Martha (2006). "Algunos criterios para evaluar la meta de inflación de largo plazo", en Banco de la República, *Borradores de Economía*, núm. 386, marzo.
- Lucas, Robert E. Jr. (1980). "Two Illustrations of the Quantity Theory of Money", en *American Economic Review*, diciembre, núm. 70(5), pp. 1005-14.
- \_\_\_\_\_ (2000). "Inflation and Welfare", en *Econometrica*, Econometric Society, vol. 68(2), pp 247-274, marzo.
- McCallum, Bennett (1988). "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy", en *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 29, pp. 173-204.
- Mishkin, Frederic S.; Savastano, Miguel A. (2002). "Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Lessons From Latin America", en *Comparative Economic Studies*, verano-otoño.
- Mundell, Robert (1961). "A Theory of Optimum Currency Areas", en *American Economic Review*, núm. 51, septiembre, pp. 657-665.
- \_\_\_\_\_ (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates", en *Canadian Journal of Economics*, vol. 29, pp 475-485.
- Sánchez, Fabio; Fernández, Andrés y Armenta, Armando (2005). "Historia monetaria de Colombia en el siglo XX: grandes tendencias y episodios relevantes", Universidad de los Andes, Documento CEDE, núm. 30.
- Svensson, Lars (2005). "Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting", documento sin publicar.
- \_\_\_\_\_ (2005). "Class Notes, Eco 504", sin publicar, verano.
- Truman, Edwin (2003). *Inflation Targeting in the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, octubre.
- Urrutia, Miguel (1996). "Inversión extranjera en Colombia: un recuento", en *Revista del Banco de la República*, núm. 829, vol. LXIX, noviembre.
- \_\_\_\_\_ (2002). «Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década», en Banco de la República, *Borradores de Economía*, núm. 207, abril.
-