

La serie "Borradores Semanales de Economía" es una publicación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Los Trabajos son de carácter provisional, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

## **DESARROLLO RECIENTE DE LAS POLITICAS MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA**

**Por:  
Alberto Carrasquilla B.**

**1994**

**No. 8**

Para comentarios favor dirigirse a los autores:  
Fax: 2865936 - Teléfono 3421035

# **DESARROLLO RECIENTE DE LAS POLITICAS MONETARIA Y CAMBIARIA EN COLOMBIA**

**Alberto Carrasquilla\***

**Santafé de Bogotá, Noviembre 1994**

---

\* Notas presentadas en la segunda conferencia sobre la economía colombiana en la Universidad de Lehigh; Bethlehem, Pensylvania, EE.UU. Octubre de 1994.

## **I. Introducción**

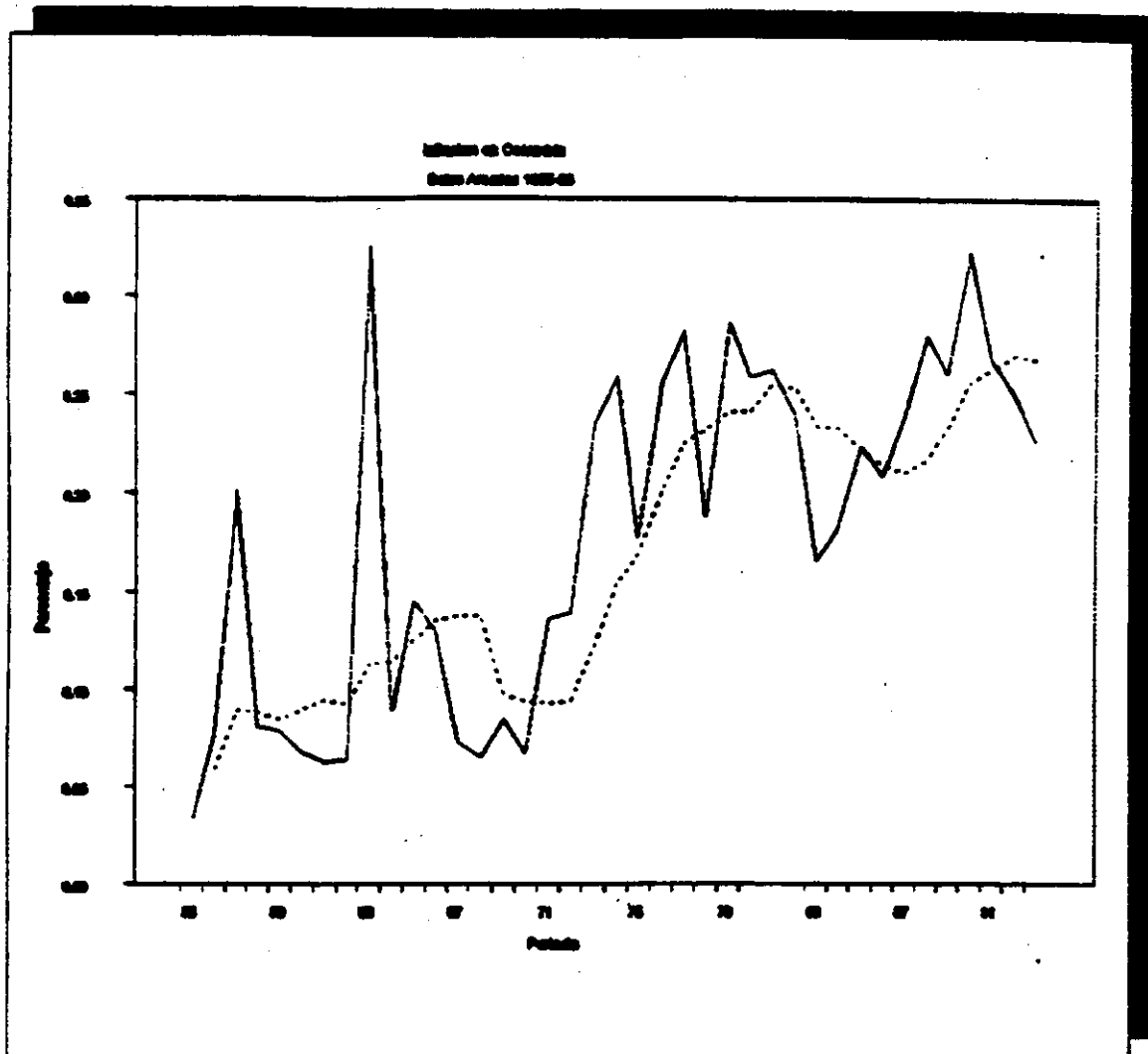
El Banco de la República (Banco Central de Colombia) obtuvo independencia formal del gobierno, primero, a través de la Nueva Constitución expedida a mediados de 1991 y luego, mediante la Ley del Banco de diciembre de 1992. El propósito de este documento es describir el papel del Banco Central (BC) en el proceso de formulación de la política económica durante los últimos tres años.

Comenzamos por destacar algunos de los rasgos sobresalientes que caracterizaron el proceso de ajuste en Colombia antes de 1991, dentro de los cuales comenzó a operar el nuevo BC. En segundo lugar discutimos algunos resultados que están a favor de la independencia del BC en el caso específico de Colombia. En tercer lugar presentamos la experiencia macroeconómica básica durante el período. Por último, ofrecemos algunos razonamientos sobre los desafíos futuros.

## **II. Algunas "Condiciones Iniciales"**

El Gráfico 1 presenta la tasa anual de inflación para Colombia durante el período 1951-1992, ambos en términos del movimiento observado y del promedio móvil de seis años.

Este gráfico presenta una fuerte peculiaridad. La inflación era "baja" -aunque inestable- antes de 1973. Posteriormente, creció de manera sistemática durante la segunda mitad de los años setenta y principios de los ochenta, hasta alcanzar un nivel estable de aproximadamente el 23% alrededor del cual ha fluctuado desde entonces. La política económica, reflejada en la evolución de variables nominales como la oferta monetaria (gráfico 1A), crecimiento nominal del gasto público (gráfico 1B) y la tasa de devaluación nominal, no pareció demasiado preocupada con este comportamiento de la inflación. Uno podría argüir que una "razón" por la cual se permitió que la inflación se elevara fue la de "comprar" una menor variabilidad de la inflación a costa de mayores niveles de la misma.



**Gráfico 1**

Quando se examina la experiencia inflacionaria de varios países en la era de la postguerra, dentro de la región y en la OCDE, se concluye que este tipo de experiencia es única <sup>1</sup>. En efecto, una descripción simplificada acerca de la inflación mundial de la postguerra es el siguiente: la mayoría de los países experimentaron una baja inflación

---

<sup>1</sup> Véase R. Flood y M. Mussa (1994) , para un recuento muy interesante de la inflación de la postguerra en relación con la inflación de la pre-guerra. Dichos autores argumentan que un patrón de bienes "amarran" el nivel de precios mientras que patrones monetarios de diversa variedad "amarran" la tasa de inflación.

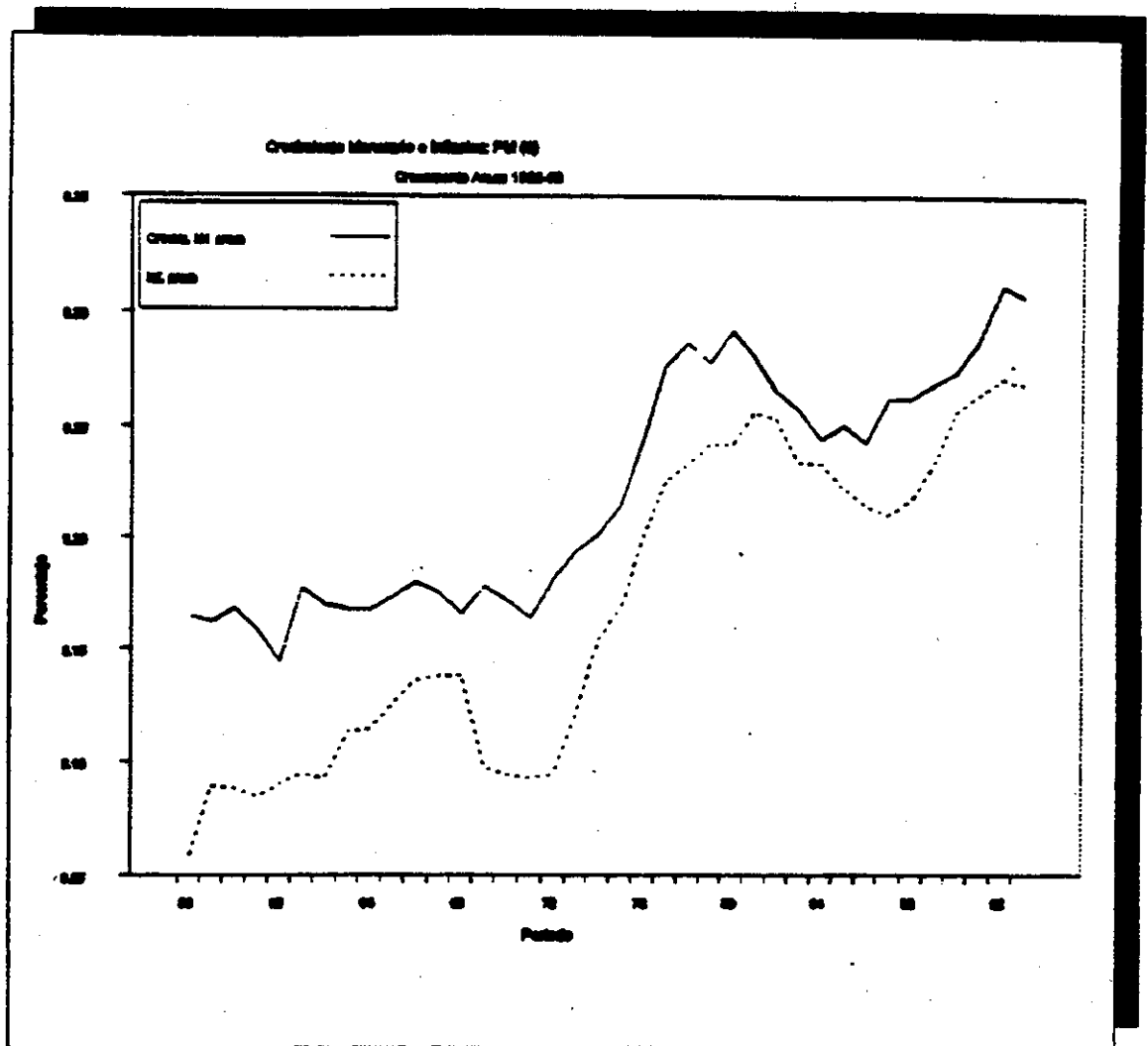
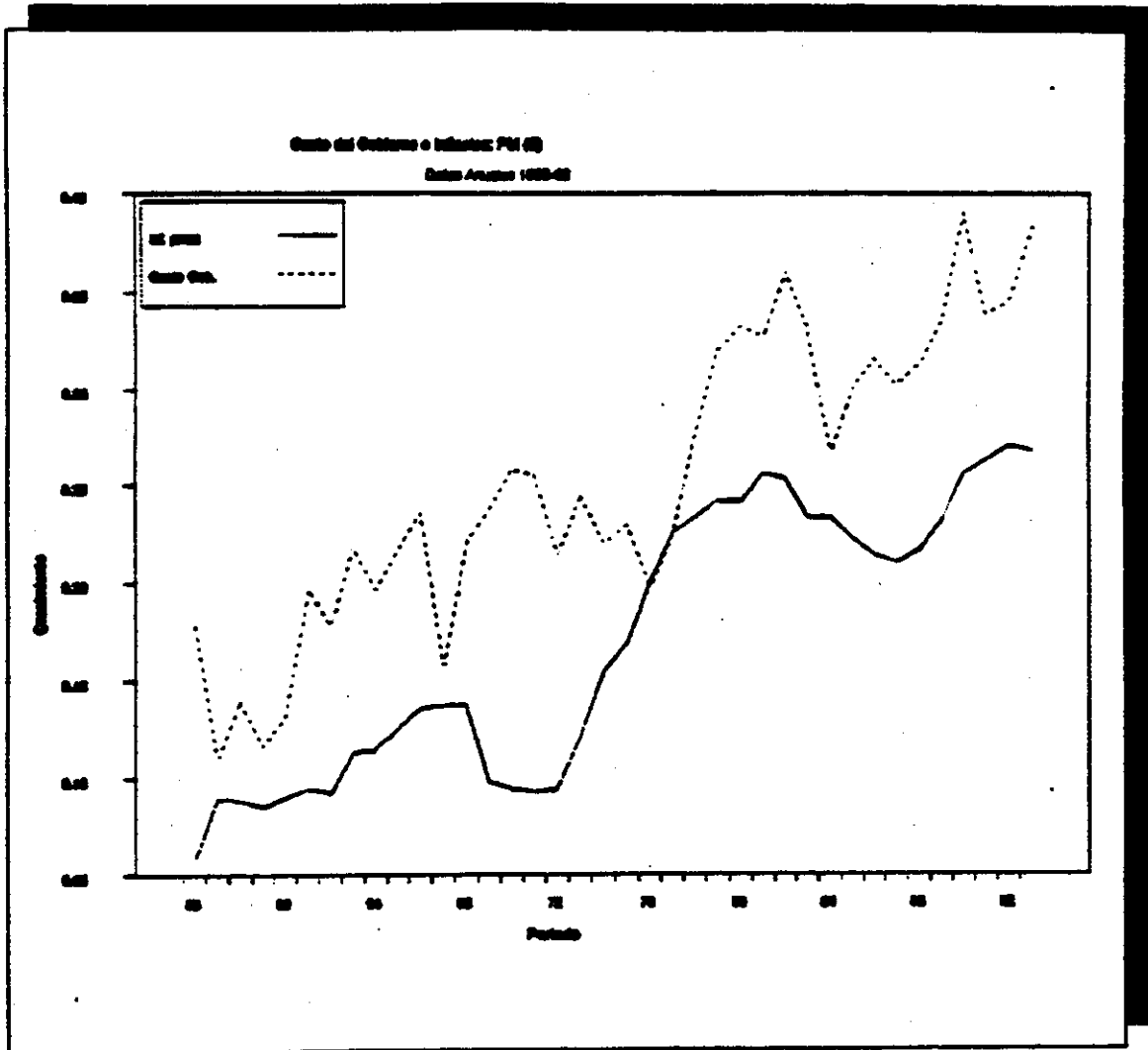


Gráfico 1A

entre 1950-1973<sup>2</sup>, luego la inflación aumentó -en promedio- en el período 1973-1984 y posteriormente se pueden distinguir tres patrones marcados. Un primer grupo de

<sup>2</sup> Aunque en los países industrializados la inflación fue más alta que en la época de pre-guerra, como se muestra en Backus, D.K. y P.J. Kehoe (1992).



**Gráfico 1B**

países (por ejemplo OCDE) pudo disminuir su inflación a los niveles anteriores a 1973; un segundo grupo vio elevar su nivel de inflación dramáticamente en por lo menos la primera mitad de los ochenta y sólo Colombia mantuvo su inflación alrededor de los niveles de 1982 <sup>3</sup>.

Las preguntas más interesantes que uno se puede formular al estudiar la inflación colombiana tienen que ver con su peculiaridad. En particular, surgen dos interrogantes: primero, qué puede explicar, o por lo menos justificar el "salto" experimentado en la primera mitad de los años setenta? segundo, qué explica el nivel moderado y la relativa estabilidad de la inflación desde los inicios de los ochenta?

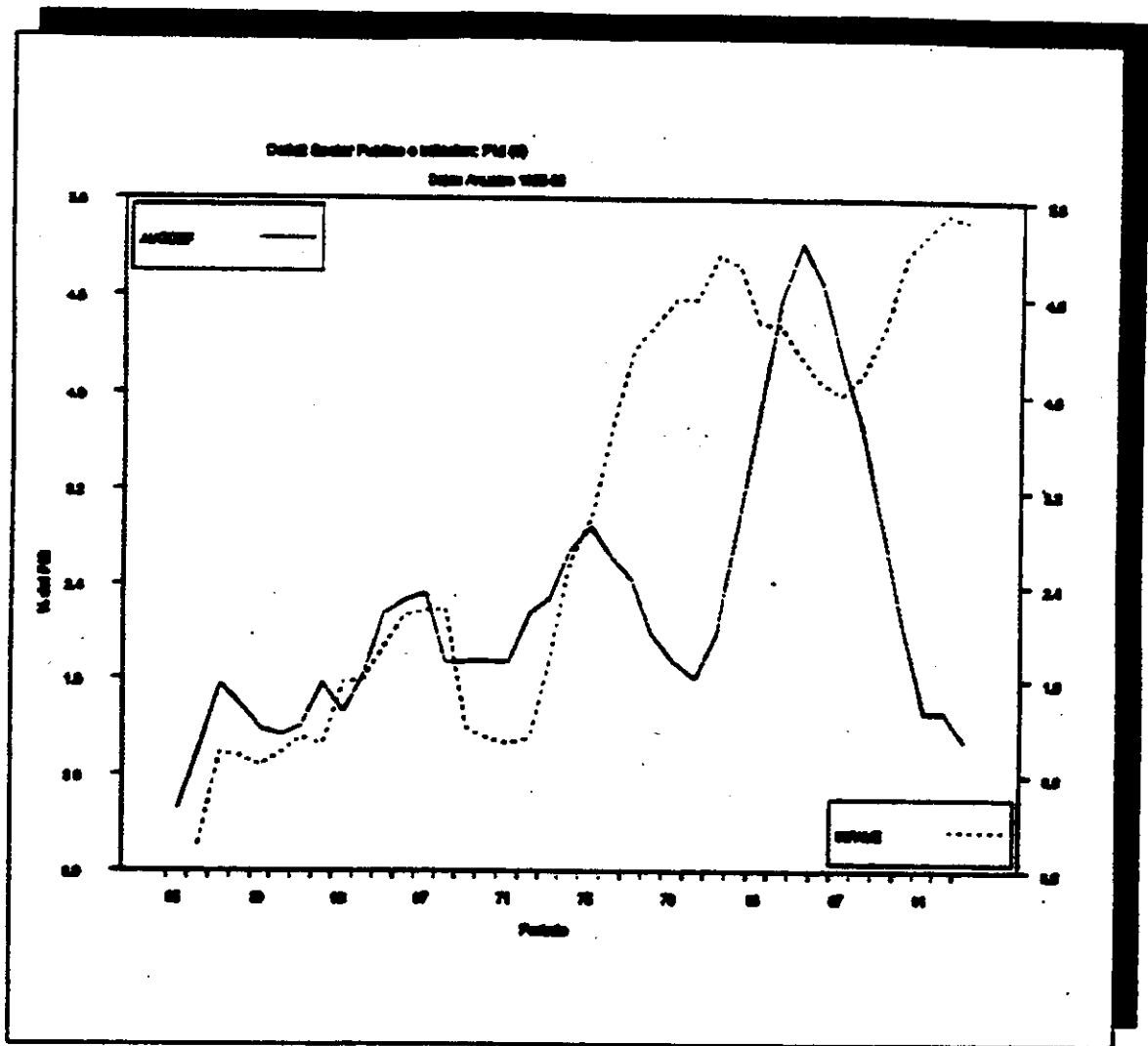
Estas son ciertamente preguntas relevantes cuando se persigue el objetivo de reducir la inflación. Por ejemplo, tal como es discutido por varios autores <sup>4</sup>, un choque puramente fiscal puede no ser respuesta suficiente para las dos preguntas arriba formuladas. Aunque el análisis de la inflación debe partir de reconocer el hecho que ella es en esencia un mecanismo distributivo, que canaliza recursos de unos grupos de la sociedad hacia otros, esto no será siempre un asunto entre los sectores "privado y público". En términos más formales, la relación entre los déficit fiscales y la inflación no es usualmente única en sentido teórico. Algunos países han experimentado menores tasas de inflación que Colombia a pesar de tener exactamente los mismos -o aun más altos- déficit fiscales.

La falta de una relación estrecha entre los déficit fiscales y la inflación (Gráfico 2) no es nueva ni particular a Colombia; de hecho, esta relación se basa en la idea que un déficit, en algún momento, debe ser monetizado o por lo menos se espera que lleve a una expansión monetaria. Los resultados econométricos obtenidos en contextos

---

<sup>3</sup> En Carrasquilla, A. (1993A), se examina este patrón internacional en relación con las variables fiscales y monetarias.

<sup>4</sup> Véase Kiguel, M. y N. Liviatan (1988) y Bruno, M. (1990).



**Gráfico 2**

específicos son claros al sugerir que ésta no es una regularidad empírica; King y Plosser, por ejemplo, no encuentran evidencia en el sentido que los déficit fiscales tengan un poder significativo al predecir expansiones monetarias presentes y futuras <sup>5</sup>. Resultados

<sup>5</sup> Véase King, R.G. y C.I., Plosser (1985).



similares más recientes son obtenidos por autores tales como Hafer y Hein y por De Haan y Zelhorst <sup>6</sup>.

Por supuesto, la monetización completa de los déficit corrientes es la manera más clara por medio de la cual un déficit fiscal va a generar inflación. Pero hay un papel "cuasifiscal" muy importante para la inflación, de hecho un factor que demuestra ser de mayor utilidad para entender la inflación moderada: la generación de ingresos por impuesto inflacionario. El Gráfico 3 muestra la definición estándar del impuesto inflacionario (base monetaria multiplicada por la tasa de inflación) para el caso específico de Colombia. Como puede observarse, el "salto" que ocurrió en la primera mitad de los años setenta estuvo acompañado de un "salto" paralelo en la cantidad de dinero de manera tal que los ingresos totales por señoreaje se incrementaron de manera importante. Formalmente, lo que ocurrió fue que la elasticidad de la demanda de dinero con respecto a la inflación esperada fue lo suficientemente baja para que el aumento en inflación fuera capaz de generar impuestos inflacionarios nuevos y sustanciales (un punto del PIB por año).

Uno puede simplificar el análisis y pensar en términos de la sociedad colombiana enfrentada en una negociación con las autoridades en la primera mitad de los años setenta; las autoridades económicas decidieron elevar la inflación con el fin de obtener financiamiento para proyectos considerados importantes. Los ciudadanos, entonces, estarían motivados a reducir sus tenencias de dinero a medida que la inflación deteriorara su valor real. El hecho de que esto no ocurrió en una escala importante implica que la estrategia fue exitosa y uno debe preguntarse por qué fue este el caso. En mi opinión, hubo una "zanahoria" que acompañó al "garrote" de una mayor inflación; las autoridades no sólo toleraron sino que motivaron la indexación de los contratos nominales. El salario mínimo que estuvo fijo desde 1969 hasta 1971 fue elevado en un 27% en

---

<sup>6</sup> Véase Hafer, R.W. y S.E. Hein (1988) y De Haan, J. y D. Zelhorst (1990). En este último trabajo se incluye a Colombia.

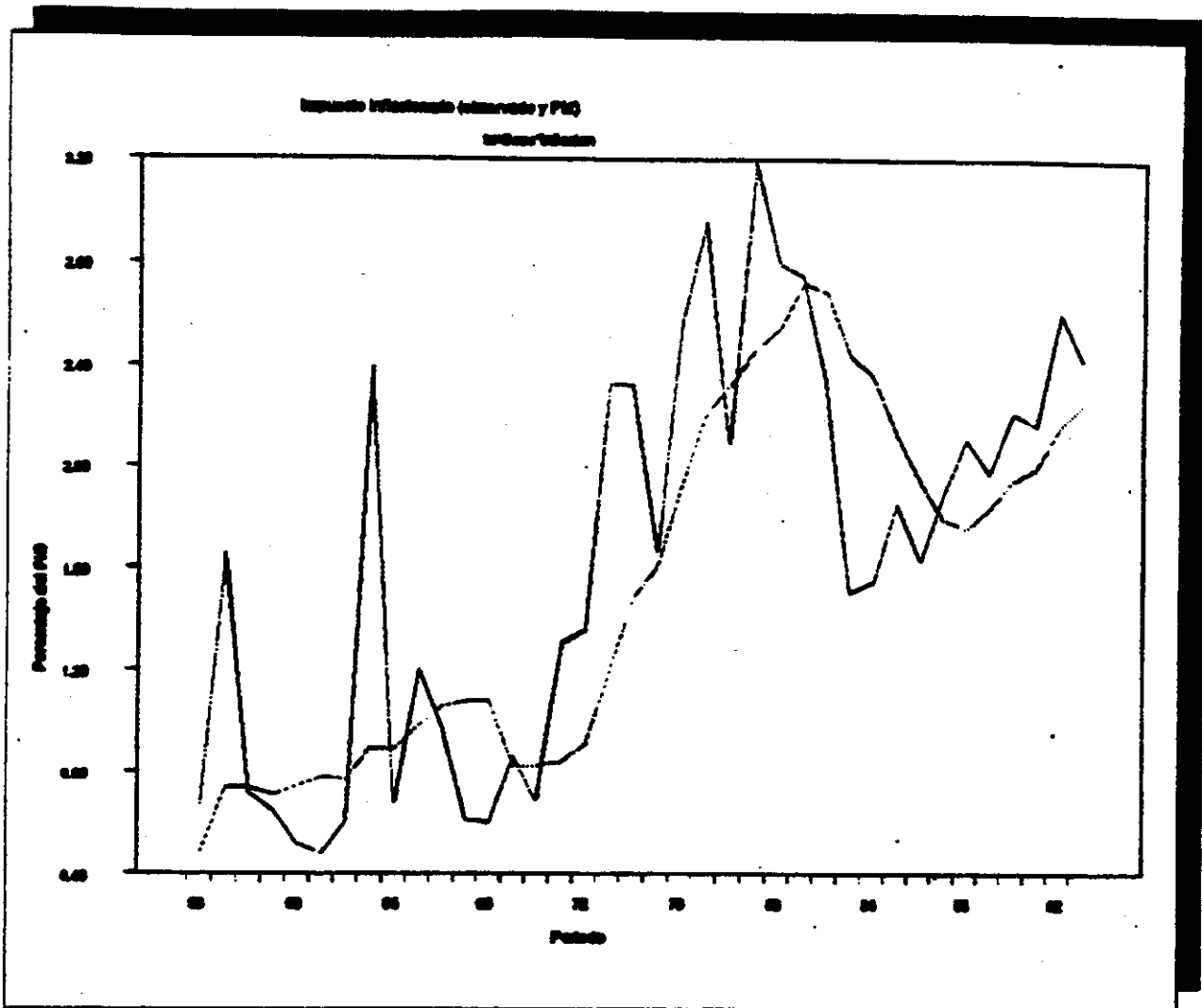


Gráfico 3

1972 y comenzó a incrementarse de manera anual a partir de 1975. Los salarios del sector oficial se comportaron básicamente de la misma manera. En 1972 se introdujo la indexación de tasa de interés a través del mecanismo de los UPAC. Por otro lado, y tal vez lo más importante, a partir de finales de los años sesenta se puso en efecto un mecanismo de minidevaluaciones que se convirtió en una parte central de la política

macroeconómica colombiana desde comienzos de los setenta. Frecuentemente, la tasa de devaluación estaba basada en metas explícitas para la tasa de cambio real.

Aunque esto fue exitoso en promover las exportaciones no tradicionales durante finales de los sesenta y hasta 1975, a partir de finales de los sesenta las autoridades comenzaron de facto un proceso de indexación de la tasa de cambio nominal con base en el comportamiento rezagado de los precios. Esta política fue reversada desde 1975 hasta 1983, debido a la presencia de presiones inflacionarias originadas en choques favorables a los términos de intercambio y a la disponibilidad de recursos externos. Aunque no se permitió que la tasa de cambio nominal flotara libremente, se redujo el ritmo de minidevaluación y se permitió una apreciación de la tasa de cambio real. Adicionalmente, Colombia enfrentó, por primera vez, un desequilibrio fiscal severo; esto fue en parte la contrapartida de la acumulación de deuda externa presente desde finales de los setenta. El desorden fiscal también llevó a una tasa de cambio drásticamente sobrevaluada una vez cesaron los flujos externos y decayó el auge cafetero. Con el fin de ayudar al proceso de ajuste se implementó una devaluación nominal significativa.

A partir de 1985 y hasta finales de 1991, se presentó de nuevo, una política de meta de tasa de cambio real. En 1985 se buscó eliminar la sobrevaluación real a través de una devaluación nominal de 50% <sup>7</sup>; desde 1986 hasta mediados de 1989 la política consistió en defender el valor alcanzado por la tasa de cambio real en 1986, y a partir de esta fecha hasta finales de 1990, de nuevo la política cambiaria buscó depreciar la tasa de cambio real hasta un nuevo nivel considerado de equilibrio.

Efectivamente, a mediados de 1989, ante la perspectiva de reformas estructurales que incluían una liberación comercial, las autoridades buscaron depreciar la tasa de cambio real aumentando el ritmo de las minidevaluaciones. Esto llevó a presiones inflacionarias sustanciales, incluyendo un nivel récord de 32.4% en 1990. Los agentes

---

<sup>7</sup> Por ejemplo, la prima en el mercado "negro" de divisas sobrepasó el 10%, a comienzos de 1984, a medida que los agentes percibieron el desequilibrio. De igual manera, las reservas internacionales cayeron en US\$4.1 miles de millones (72% de su nivel inicial) entre comienzos de 1982 y mediados de 1985.

consideraron que la combinación de una depreciación real con reformas cambiarias graduales eran un proceso dinámico insostenible y tomaron dos tipos de acciones: el retraso de las importaciones y la conversión de su portafolio a pesos. Las autoridades respondieron al superávit de cuenta corriente y de capital acelerando la reforma comercial, disminuyendo el ritmo de las minidevaluaciones e intentando esterilizar los flujos de capital a través de aumentos en la tasa de interés de la deuda del Banco Central y elevando el encaje de los bancos privados. Pero rápidamente, se hizo evidente la necesidad de permitir una apreciación nominal de la moneda y de reducir el ritmo de esterilización. Antes de concentrarse en las particularidades de la política monetaria, es conveniente analizar el caso en favor de un banco central independiente utilizando la experiencia colombiana.

### **III. El Caso en Favor de la Independencia**

En estos momentos existe una literatura bastante extensa acerca de la discusión sobre la independencia del BC <sup>8</sup>. Es una proposición bastante clara que el análisis de la independencia del BC tiene que ver con el tema de las expectativas y la credibilidad acerca de las declaraciones de las autoridades sobre la política antiinflacionaria. En pocas palabras, el argumento comienza por postular una curva de Phillips aumentada que incluye expectativas del tipo Friedman-Phelps y la crítica de Barro-Gordon sobre la política discrecional óptima. En otros términos, el argumento comienza con una defensa de las "reglas" en contraposición a la "discreción" en el manejo de la política monetaria.

De otro lado, el grado hasta el cual las reglas son aceptadas y creíbles contiene importantes elementos institucionales. Por ejemplo, un gobierno que emite deuda doméstica no-indexada es menos creíble como institución antiinflacionaria que un banco central independiente que no emite dicho tipo de deuda.

---

<sup>8</sup> Véase sobre todo el influyente tratado de A. Cukierman (1992), en el cual se incluyen elementos tanto teóricos como empíricos.

Segundo, el argumento en favor de un BC independiente depende, de manera crucial, de la idea de que la inflación disminuye el bienestar. Dos trabajos recientes son útiles para analizar este tema. El primero <sup>9</sup> analiza los costos de bienestar que se originan en diferentes niveles de inflación de estado estacionario. El segundo <sup>10</sup> estudia los efectos de la inflación sobre el crecimiento. En ambos casos, la teoría y los datos son bastante claros en establecer el hecho de que la inflación es costosa. El primer artículo, utilizando datos colombianos, por medio de una función de utilidad de tipo Sidrausky (CRRRA con dinero) y utilizando el método generalizado de los momentos para estimar los parámetros profundos, muestra que si la inflación de estado estacionario se reduce de un nivel de 25% al 5%, las ganancias en el bienestar del consumidor serán de aproximadamente 16%. Esto es, básicamente, equivalente, en términos de bienestar, a un incremento inmediato de 12% en el nivel de consumo.

En el segundo trabajo, Uribe muestra, primero, que hay una asociación negativa entre las series de tiempo de productividad factorial y la de inflación; y segundo demuestra, utilizando técnicas de filtros de Kalman, que el parámetro que relaciona las dos variables se ha incrementado desde mediados de los setenta, cuando la inflación experimentó el salto ilustrado en el Gráfico 1. En otras palabras, hay una relación estructural negativa entre la inflación y la productividad y su importancia empírica parece responder al nivel de inflación.

Finalizamos destacando que las ganancias en competitividad y en los niveles de bienestar serían ampliadas por una reducción en la inflación al menos, a los niveles internacionales. Si, como la literatura parece demostrar, el establecimiento de un BC independiente es conducente a este fin, entonces esa institución es una adición bienvenida en el proceso de reforma estructural en Colombia.

---

<sup>9</sup> Véase Carrasquilla, A., Galindo A. y H. Patrón (1994).

<sup>10</sup> Véase Uribe, J.D. (1994).

#### **IV. El Nuevo Banco Central: Aspectos Analíticos y Empíricos**

Las condiciones iniciales descritas anteriormente definen el contexto dentro del cual comenzó a operar el nuevo BC. Una síntesis apropiada de los desafíos que enfrenta el nuevo BC sería la siguiente: existe la necesidad de estabilizar la economía mientras que al mismo tiempo se consolida y de hecho se alcanzan progresos en el área de reformas estructurales. La tasa de cambio real se ubica en el centro de este objetivo dual; al menos así es percibido por una gran parte de la opinión pública, del gobierno y aun de la Junta Directiva del BC. La Junta Directiva, dentro de estas restricciones, ha optado por un proceso gradual de desinflación.

Podemos formalizar la problemática que enfrentaba el BC, en 1991, de la siguiente manera: la Junta Directiva –que es responsable de las políticas monetaria y cambiaria– tiene dos objetivos; el primero es la defensa de una "meta" de tasa de cambio real ( $e^*$ ) y el segundo es la inflación ( $\pi$ ). Su función de pérdidas simplificada puede escribirse así:

$$(1) \quad L(t) = \alpha(t) [e(t) - e^*]^2 + \pi(t)^2$$

donde,  $e = E/P$  es la tasa de cambio real (TCR),  $E$  la tasa de cambio nominal y  $P$  el nivel de precios. Con esta simple expresión capturamos la dualidad de objetivos que ha caracterizado las decisiones de política económica en Colombia durante muchos años<sup>11</sup>. Con unas pocas adiciones se puede demostrar que mientras la autoridad mantenga una meta de tasa de cambio real  $e^*$  que difiera del nivel inicialmente observado  $e$ , la solución será una política activa de variación de la tasa de cambio nominal. Más aún, si la inflación responde a los desequilibrios de la TCR (i.e. si se supone alguna forma de PPA en el mediano plazo), entonces la economía se caracterizará por una cadena de devaluación-inflación.

---

<sup>11</sup> Una presentación más amplia de este tema aplicado a Colombia se encuentra en Carrasquilla (1993) y una representación similar en otro contexto se presenta en Cukierman, Kiguel y Leiderman (1993).

El parámetro  $\alpha(t)$  captura el "peso" que las autoridades le asignan a la meta de TCR. Mientras mayor sea este parámetro, dada una desviación de TCR de su nivel "deseado", más inflacionario será el resultado.

La hipótesis crucial es la siguiente: el valor de  $\alpha(t)$  es "elevado" cuando el nuevo BC comienza a operar, pero una vez el nuevo BC está en funcionamiento  $\alpha(t)$  declina de una manera posiblemente gradual. Cómo podemos darle algún contenido empírico a esta hipótesis? Esa es una labor difícil por muchas razones, una de ellas, que la función de pérdidas no es observable.

Podemos postular que las autoridades resuelven el siguiente problema cuando determinan la política de tasa de cambio nominal.

$$\begin{aligned} & \underset{[\hat{E}(t)]}{\text{MIN}} \quad L(t) \\ & \text{s. a.} \quad e^* - \bar{e} \\ & e^*(t) - \hat{E}(t) - \pi(t) \\ & \pi(t) - \pi [\hat{E}(t) - \xi(t)] \end{aligned}$$

En este marco, las autoridades observan una TCR que puede diferir de su nivel "deseado"  $e^*$ , que se supone exógeno. Luego, utilizan la devaluación nominal (la variable de control) con el fin de minimizar sus pérdidas que a su turno se derivan de los efectos de la devaluación sobre la tasa de cambio real y de su efecto sobre la inflación, la cual es a su vez es una función de la diferencia entre la devaluación observada y el comportamiento de la TCR de "equilibrio" [la cual varía por un factor  $\xi(t)$ , que también es exógeno en este simple escenario].

En la solución, la inflación será mayor mientras mayor sea  $\alpha(t)$ , esto es entre mayor peso se le asigne a alcanzar la meta de TCR. En este simple marco no hay noción de "sostenibilidad" de la meta de TCR <sup>12</sup>. Las autoridades simplemente intentan alcanzar

---

<sup>12</sup> Una discusión más detallada se presenta en Carrasquilla, A. (1993B).

una meta y usan la devaluación nominal con ese fin, enfrentando una relación de compensación entre la meta misma y una mayor inflación. Por supuesto, la meta puede no ser plausible dadas las variables económicas fundamentales. En este caso, la literatura reciente ha demostrado que la inflación es un resultado necesario. De manera intuitiva, la devaluación real requiere que haya ahorro por parte de algunos o todos los sectores en la economía. Si no hay ajuste fiscal, en un sentido tradicional, cualquier devaluación real debe surgir del impuesto inflacionario y no tanto de la devaluación nominal.

De esta manera, la pregunta empírica crucial es la siguiente: ha cambiado  $\alpha(t)$  en el sentido esperado con la aparición del BC independiente? En otras palabras, la pregunta es si el BC independiente ha disminuido el peso asignado a la defensa de una meta de TCR?

Una primera implicación empírica es el comportamiento de la inflación misma y de los índices de inflación que reflejan, en un mayor grado que el IPC, la respuesta de los precios flexibles no-controlados de la economía. Esto trae una importante desventaja ocasionada por el hecho de que una disminución en la inflación no es un componente ni necesario ni suficiente para una caída en  $\alpha(t)$ . De hecho, ello puede seguirse de un menor valor  $e^*$  con exactamente el mismo  $\alpha(t)$ . El Gráfico 4 presenta datos para la inflación medida por el IPC y su componente "básico", esto es excluyendo alimentos y servicios públicos.

Una segunda manera de analizar la hipótesis es a través del comportamiento de la devaluación de la tasa de cambio nominal; no es difícil mostrar que, ceteris paribus, menores valores de  $\alpha$  están asociados con menores ritmos de devaluación. En efecto, en el caso extremo si  $\alpha(t) = 0$  debe ser cierto que la devaluación no será una solución factible del problema.



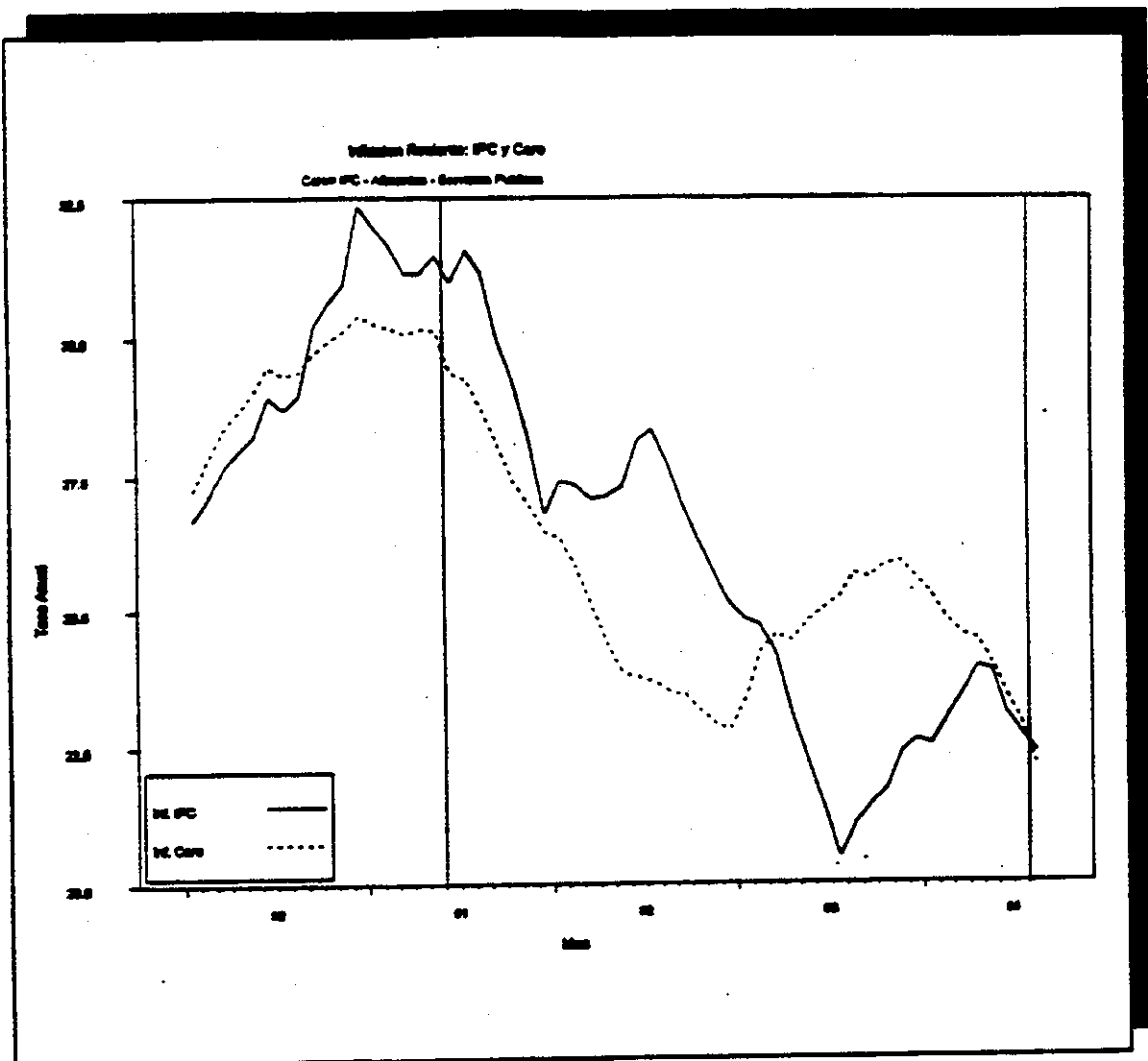
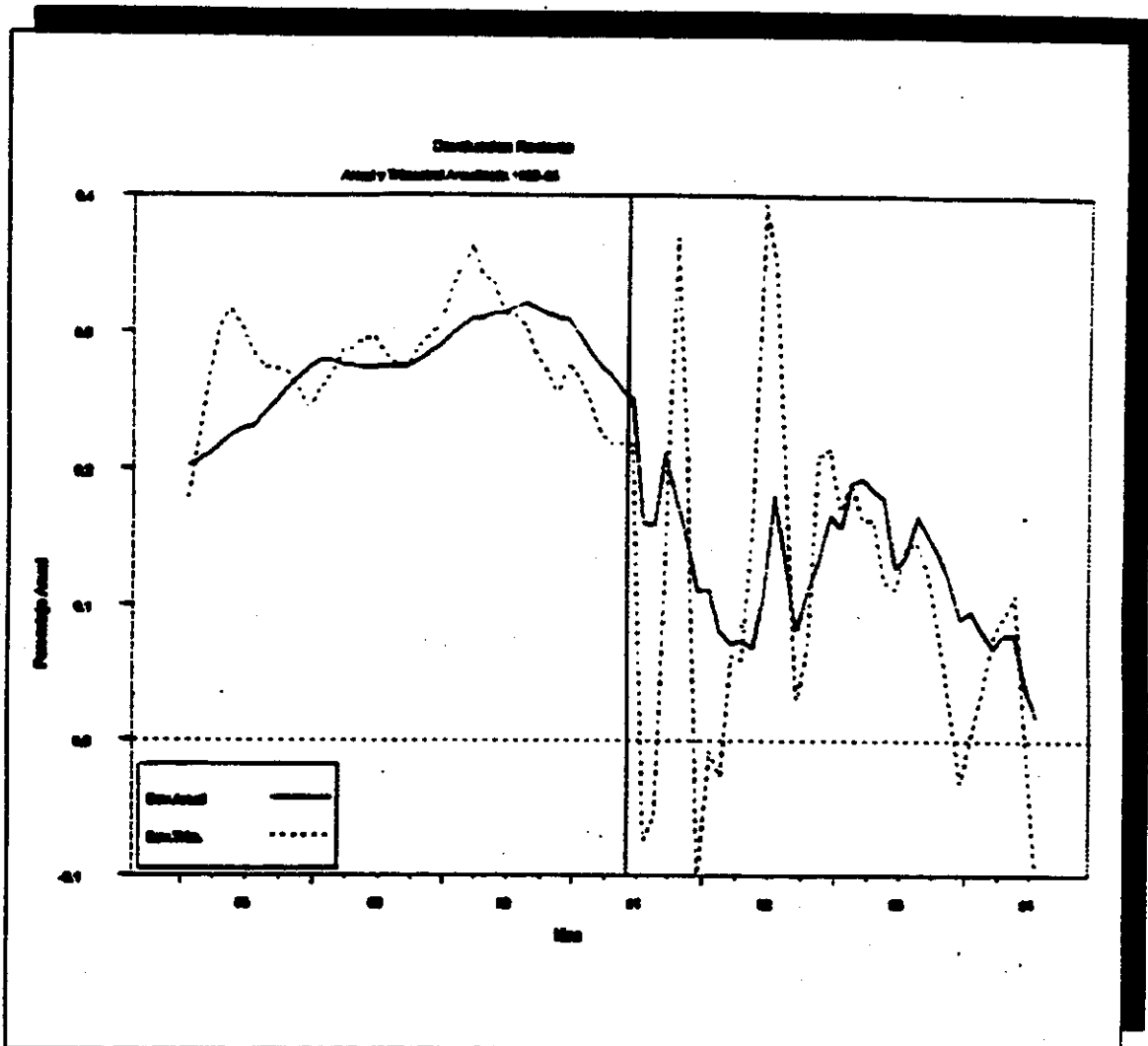


Gráfico 4

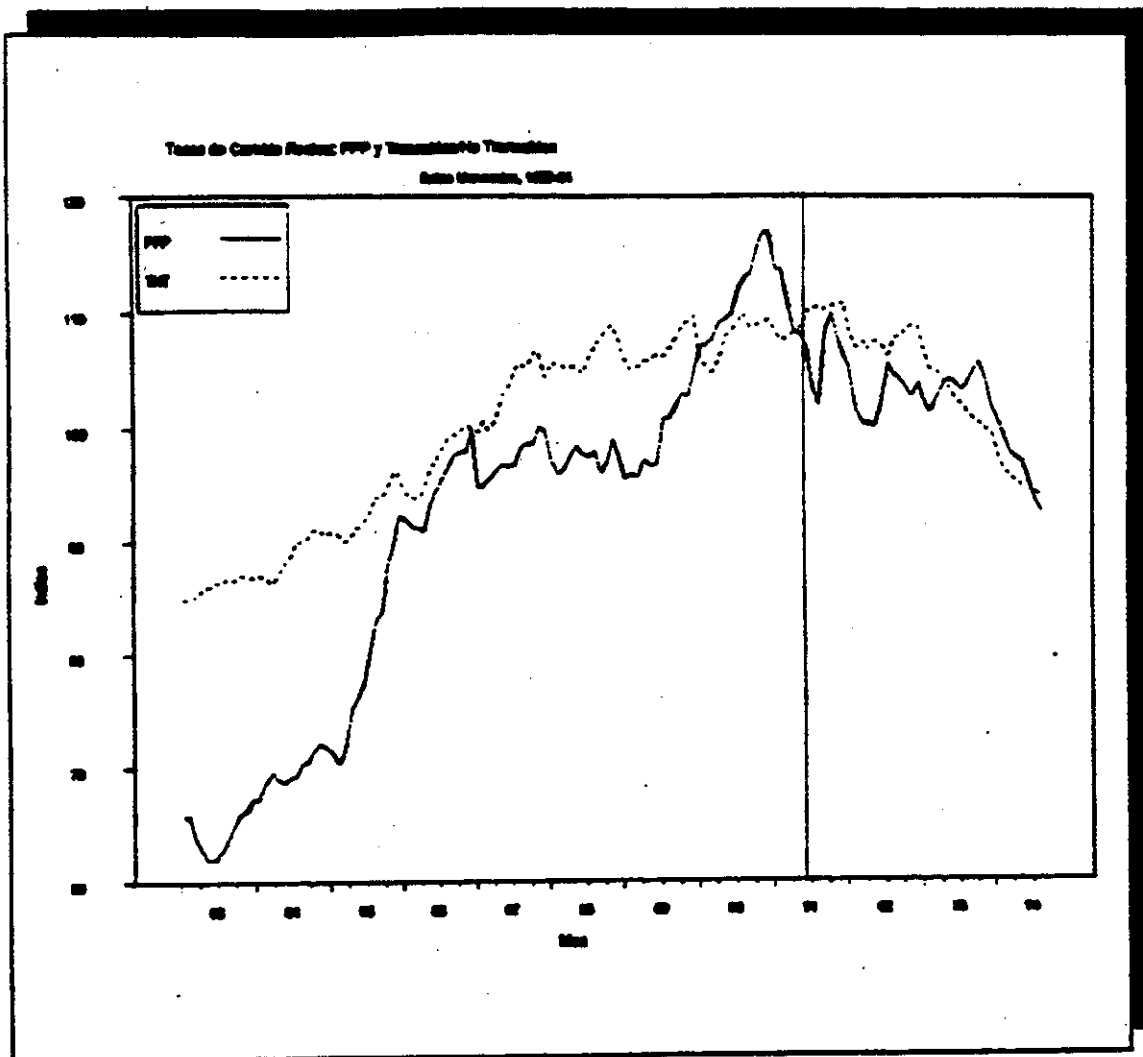
El Gráfico 5 muestra el comportamiento de la devaluación nominal. Después de observar tasas superiores al 30% entre 1989–1990 las tasas observadas ahora se ubican alrededor del 7% (más adelante nos referimos a las instituciones involucradas).

Tercero, si  $\alpha(t)$  ha declinado de verdad, el comportamiento de corto plazo de la TCR debe ser consistente con cambios en las variables fundamentales. De otra manera, la única explicación para el desequilibrio sería una combinación de precios no-flexibles



**Gráfico 5**

y un manejo de la tasa de cambio nominal. El Gráfico 6 muestra la evolución de una medida tipo PPA de la TCR y de un índice de precios relativos de transables/no-transables. La apreciación es consistente con algunos de los siguientes hechos fundamentales; un aumento en los inlfujos de capital y un incremento en el gasto público y privado con respecto al PIB. Reflejando lo anterior, la cuenta corriente pasó de un superávit de 5% del PIB en 1991 a un déficit estimado de 4% en 1994. Recientemente,



**Gráfico 6**

los términos de intercambio también han contribuido a apreciar la tasa de cambio fundamental. La combinación de estas fuerzas ha más que compensado los efectos de las menores barreras comerciales.

#### **V. La Evolución Reciente de la Política Económica**

La manera más simple de caracterizar el desempeño macroeconómico reciente de Colombia es recordar que la cuenta corriente de la balanza de pagos ha sufrido un cambio

dramático, pasando de un superávit de alrededor de 5% del PIB en 1991 a un déficit proyectado del 4% en 1994 y una cifra similar para 1995.

Esto significa que los agentes domésticos han cambiado sus balances globales, desde una posición de ahorro neta ( $Y > A$ ) hacia una posición de gasto neto ( $Y < A$ ) y que dicho cambio ha sido dramático en términos históricos. Debida a que el PIB creció a una tasa de alrededor del 4% durante este período, digamos de un nivel de 100 en 1990 a 117 en 1994, los gastos deben haberse elevado a un ritmo del 6.4% (de 95 a 121.7). Obviamente, una gran parte de la demanda se canalizó hacia bienes transables (por ejemplo, la propensión a importar –como proporción del PIB– fue mucho mayor en el margen que en el promedio). Sin embargo, a pesar de esto el mayor ritmo de gasto ciertamente implicó una apreciación de la TCR, a través de una gran presión sobre la dinámica de los precios de los bienes no transables.

En este contexto macroeconómico global, y a pesar del ajuste del parámetro  $\alpha(t)$  el cual creo que la evidencia indirecta demuestra que es diferente de 0, el único régimen consistente con este valor sería uno de flotación pura, y por lo tanto, considero que el BC ha continuado defendiendo la TCR. Buena parte de la explicación de esto, como se mencionó antes, es el hecho de que las metas desinflationarias apuntan hacia un proceso gradual por medio del cual la inflación colombiana va a convergir hacia niveles internacionales. El propósito de esta sección es el de mostrar los medios por los cuales el BC –al mismo tiempo– ha reducido  $\alpha(t)$  y defendido la TCR.

Como ya se mencionó,  $\alpha(t)$  tenía un valor elevado en 1990; prueba de esta afirmación es la velocidad de las minidevaluaciones y el hecho de que la inflación se estaba acelerando. La primera decisión importante tomada por la Junta Directiva fue la de apreciar la tasa nominal de cambio a través de la introducción del "Certificado de Cambio" (CCAMB), un instrumento de deuda negociable, denominado en dólares y con madurez de un año, el cual el BC podía redimir antes de su madurez con un descuento (fijo). En efecto, su introducción constituyó una apreciación nominal. El saldo vigente alcanzó un valor máximo de US\$1.8 miles de millones, aproximadamente el 3% del PIB.

El mercado del CCAMB determinaba de hecho la tasa de cambio nominal y en la práctica reflejaba un sistema de bandas, en la cual el descuento (12.5%) hacía las veces de cota inferior y la tasa de cambio "oficial" hacía las veces de techo.

Segundo, el BC redujo la tasa a la cual la banda efectiva se depreciaba "vis-a-vis" la tasa previa de minidevaluación.

En conjunto con esta decisión, el BC disminuyó las tasas de interés en sus emisiones de deuda denominada en pesos, cuyo saldo alcanzó un valor de alrededor del 6% del PIB. Las tasas para los títulos a 90 días fueron reducidas desde un valor de 47% a mediados de 1991 a 22% a finales de 1993. La disminución en el saldo vigente de la deuda implicó un aumento en los agregados monetarios (véase Gráfico 7) así como una reducción en el ritmo de inlfujos de capital y en la acumulación de reservas internacionales netas (Gráfico 8). Desde entonces, la expansión monetaria ha estado asociada fundamentalmente con la reducción en el saldo total de la deuda del BC desde un pico del 8% del PIB a su nivel corriente de 3.5%.

Tal como estaba la situación a finales de 1993, el régimen permitió una flexibilidad importante de la tasa de cambio nominal, al menos si lo comparamos con el régimen vigente antes de mediados de 1991. Sin embargo, las bajas tasas domésticas de interés (las tasas de captación eran cercanas a cero en términos reales) y el elevado crecimiento de los agregados monetarios y del crédito doméstico, dentro del contexto de un fuerte crecimiento en el gasto, como se mencionó antes, implicaron que esta mayor flexibilidad no fuera conducente a una desinflación.

En enero de 1994 se suprimió la emisión de CCAMB y desde entonces el BC ha emitido base monetaria en lugar de deuda doméstica a cambio del inlfujo de dólares. Al mismo tiempo se tomaron algunas decisiones relevantes; la primera fue colocar bandas cambiarias explícitas del 15%. Segunda, devaluar las bandas como un todo en una tasa menor que la que prevaleció en 1993 (11% en vez de 13%). Tercero, colocar las metas monetarias (M1) dentro de una banda del 4%.

De manera formal entonces, la decisión fue colocar metas de oferta monetaria más explícitas dentro del contexto de una tasa de cambio nominal más flexible. En otras palabras, se utiliza el dinero como un "ancla" para la estabilización y de esta manera se permite una mayor flexibilidad de la tasa de cambio nominal. La decisión de colocar una banda más bien amplia para los agregados monetarios (4 puntos) puede parecer

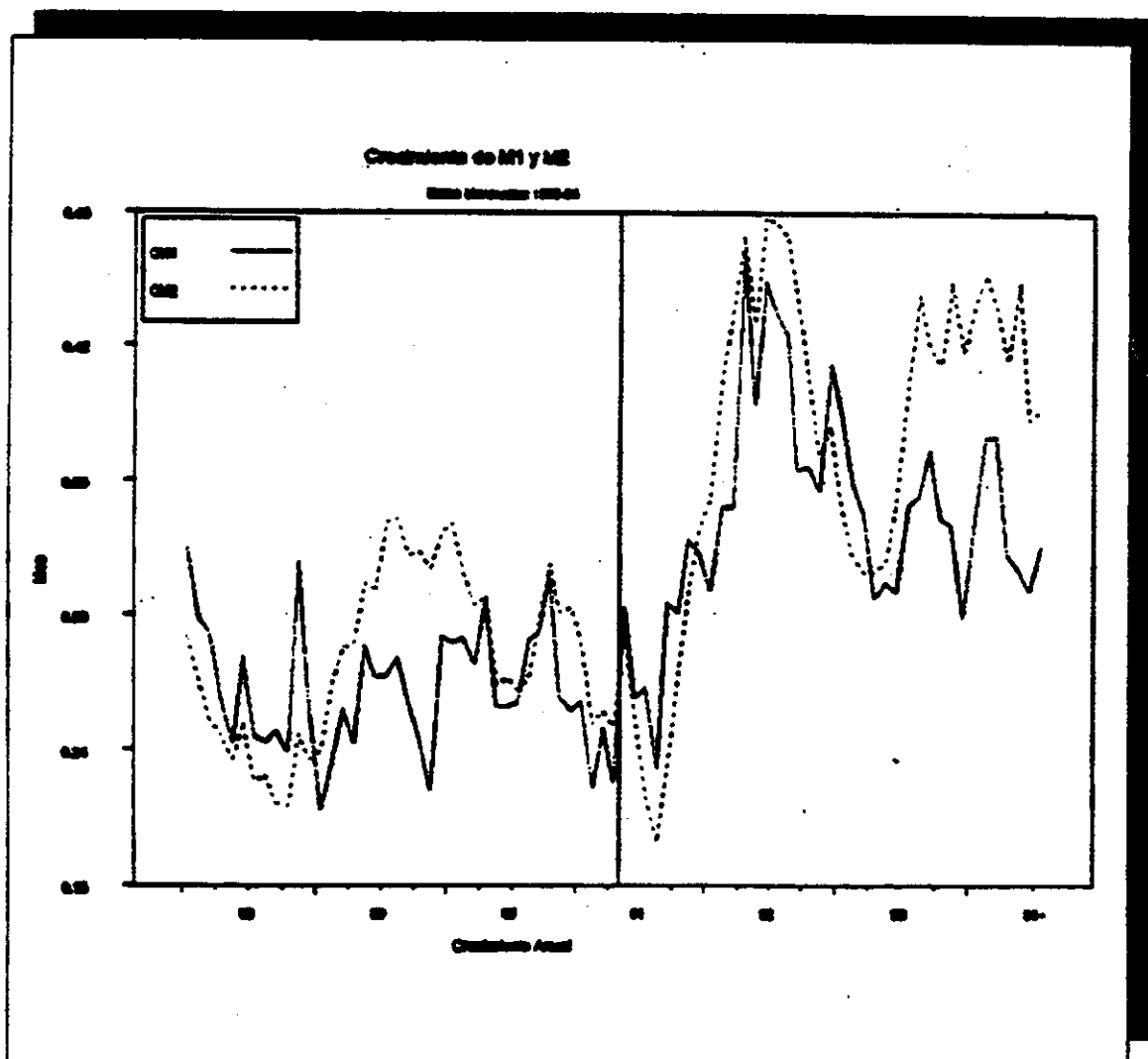
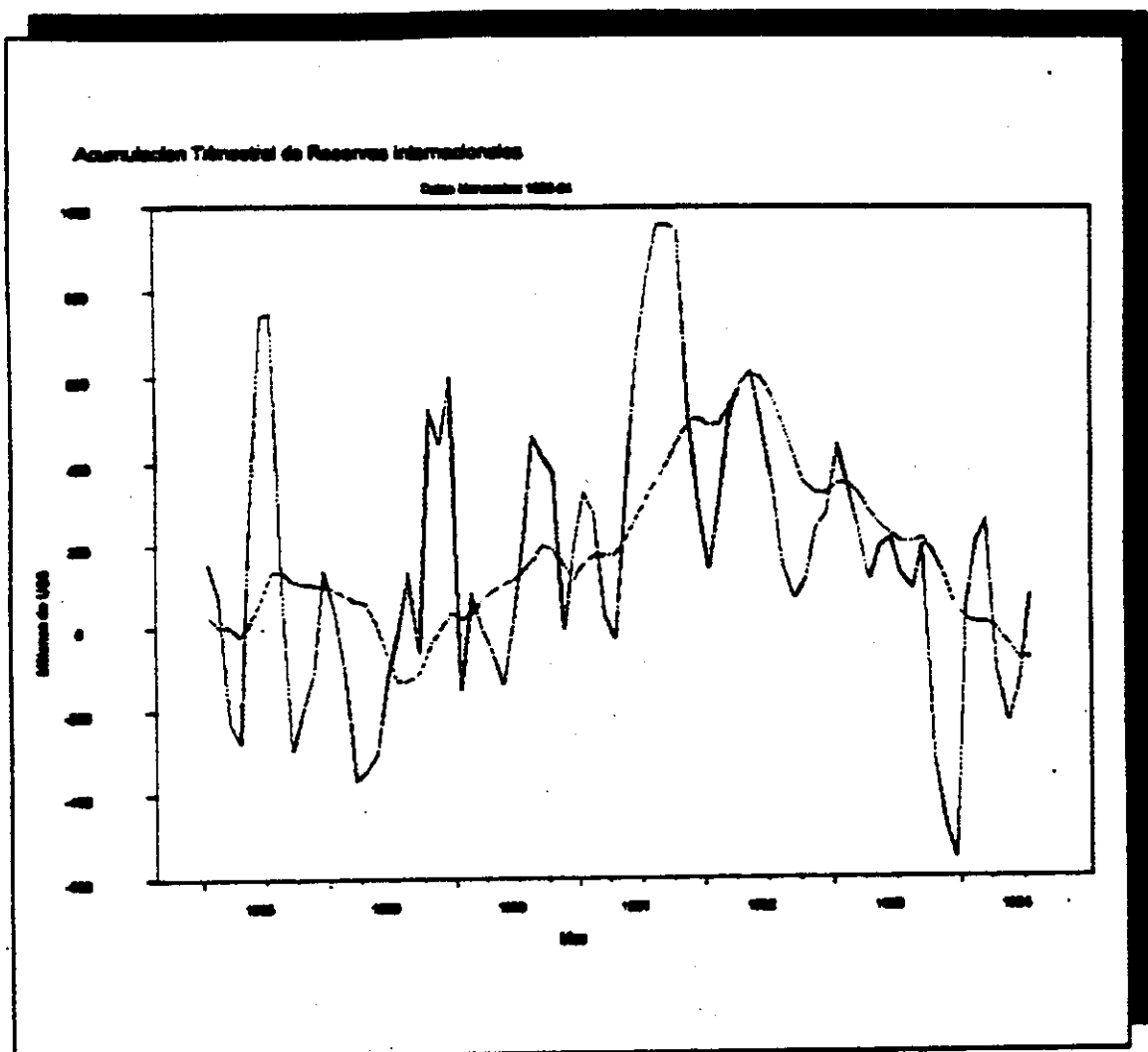


Gráfico 7



**Gráfico 8**

sorprendente –de hecho lo fue para muchos observadores en Colombia–. La Junta Directiva argumentó que esto obedecía al deseo de no desestimular variaciones "normales" de la demanda. En efecto, de haber existido una banda monetaria más estrecha, las fluctuaciones estacionales de las transacciones habrían implicado una mayor variabilidad de la velocidad (y por ende de las tasas nominales de interés), en exceso de las que las autoridades consideraban "normal".

El BC se reservó la posibilidad de intervenir dentro de la banda, y de hecho, el saldo de reservas internacionales ha caído desde enero en cerca de US\$100 millones. El comportamiento de la tasa de cambio nominal desde enero de 1994 se presenta en el Gráfico 9.

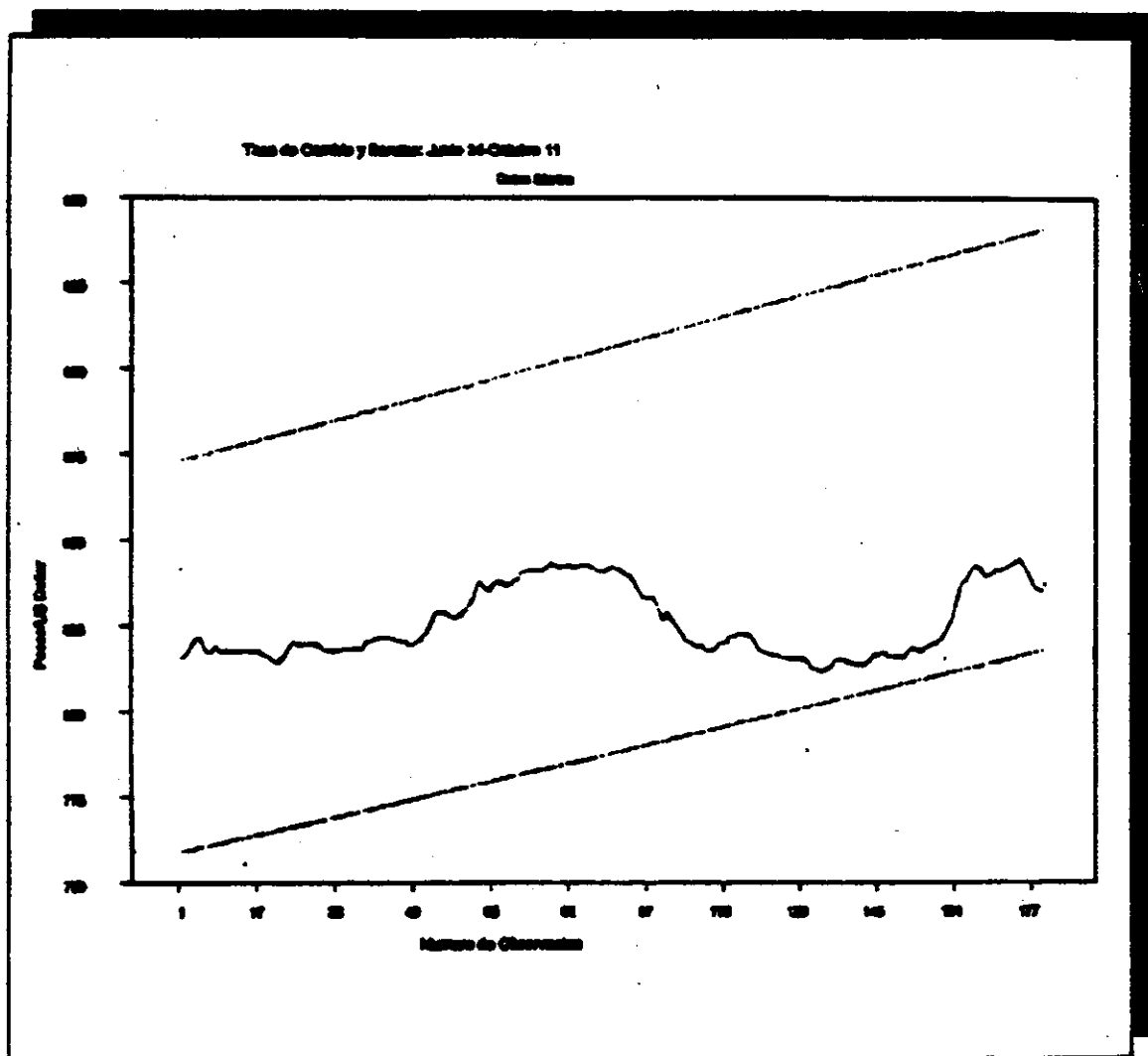


Gráfico 9



## **VI. Conclusiones: Algunos Desafíos**

En Colombia la inflación permanece en niveles elevados, de hecho mayores que los de la mayoría de los países de la región. Más aún, si se compara el comienzo de los noventa con el de los ochenta, el desempeño de Colombia (en términos de la disminución observada en la inflación) es deficiente si se compara con la región como un todo. Esto es problemático, dado el hecho que la inflación afecta el crecimiento y el bienestar. Sin embargo, durante los últimos tres años la institución de un banco central independiente se ha consolidado y ha definido un régimen en el cual la tasa de cambio nominal es mucho más flexible que antes y por lo tanto la posibilidad de perseguir metas monetarias se vuelve más factible en el contexto de una economía crecientemente abierta. El primer desafío es armonizar esta flexibilidad cambiaria y la desinflación con transformaciones estructurales. La política fiscal se vuelve crucial para obtener estas metas.

Existen varios desafíos específicos hacia adelante, algunos de los cuales me gustaría discutir. Primero, el sector financiero está todavía restringido por encajes excesivamente altos y por una posición propia obligatoria y la Junta Directiva del BC tendrá que reducir estas distorsiones a medida que la economía se vuelva más integrada. Por supuesto, los encajes son una forma de impuestos y por lo tanto constituyen -en esencia- un problema fiscal. Actualmente las reservas de encaje del sistema bancario representan alrededor de US\$2.5 miles de millones (4% del PIB). No es extraño, que se considere que el nivel de las reservas internacionales, en el lado activo del balance general del BC, está cerca de US\$ 3 mil millones por encima de los niveles "óptimos". Esto es costoso para la sociedad y es un problema que debe ser resuelto con el fin de mejorar el desempeño de la economía.

Segundo, se han colocado elevados impuestos a los flujos de capital como consecuencia de la oleada experimentada desde 1990, y esto es causa de distorsiones. Actualmente, los desembolsos -con la excepción de algunos recursos relacionados con el comercio- con madurez menor a 5 años están sujetos a un depósito en el BC cuyo porcentaje depende del plazo del endeudamiento. En otras palabras, si un agente

obtiene un préstamo a dos años por US\$1.000 debe depositar US\$864 (con un rendimiento de cero) durante dos años. Aunque el capital de corto plazo que es altamente volátil puede tener resultados muy negativos, es claro que este tipo de controles debe entenderse como una medida temporal y debe ser eliminado una vez se fortalezca la política fiscal. Más aún, el efecto de eliminar estas medidas, dada una meta monetaria, va a tender, sin duda alguna a apreciar la tasa de cambio en ausencia de un ajuste fiscal.

## Bibliografía

- BACKUS, D.K. y KEOHE, P.J. "International Evidence on the Historical Properties of Business Cycles" AER (Septiembre). 1992.
- BRUNO, M. "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy" NBER Working Paper Series. No. 3518. 1990.
- CARRASQUILLA, A. "La Inflación Colombiana en Perspectiva", (Mimeo, Banco de la República). 1993A.
- CARRASQUILLA, A. "What Sustains Moderate Inflation?". (Mimeo, Banco de la República). 1993B.
- CARRASQUILLA, A., GALINDO, A. y PATRON, H. "Costos en Bienestar de la Inflación: Teoría y Estimación para Colombia". Borradores Semanales de Economía No. 3. 1994.
- CUKIERMAN, A. Central Bank Strategy, Credibility and Independence. MIT Press. 1992.
- DE HAAN, H. y ZELHORST, D. "The Impact of Government Deficits on Money Growth in Developing Countries". Journal of International Money and Finance. Vol. 9, pp. 445-469. 1990.
- FLOOD, R. y MUSA, M. "Issues Concerning Nominal Anchors of Monetary Policy"(Mimeo). 1994.
- HAFER, R.W. y HEIN, S.E. "Further Evidence on the Relationship between Federal Government Debt and Inflation". Economic Inquiry. XXVI, pp. 239-251. 1988.
- KIGUEL, M. y LIVIATAN, N. "Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America", The World Bank Economic Review. Septiembre, 1988.
- KING, R.G. y PLOSSER, C.I. "Money, Deficits and Inflation", Carnegie Rochester Series on Public Policy. Vol. 2, pp. 147-196. 1985.
- URIBE, J.D. "Inflación y Crecimiento en Colombia". Borradores Semanales de Economía. No. 1. 1994.