

Apuntes del CENES

ISSN 0120-3053

Vol. XXIX - No. 49

Págs. 75 - 94

Junio 2010

# La estrategia de inflación objetivo en Colombia

JOHANNA CÁRDENAS PINZÓN\*

Fecha de recepción: 29 de marzo de 2010

Fecha de aprobación: 30 de abril de 2010

Clasificación JEL: E61, E63

---

\* Economista, Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia, el presente artículo hace parte de la monografía de grado con la cual la autora obtuvo el título de Economista. Correo: [joha273@hotmail.com](mailto:joha273@hotmail.com)

## RESUMEN:

El artículo examina las principales características que debe tener una economía para adoptar este tipo de régimen (Esquema de Inflación Objetivo); además hace énfasis en el manejo de la política monetaria en Colombia en la década de los noventa, en 1991 la Constitución Política de Colombia le otorga independencia al Banco de la República y le adjudica como principal objetivo velar por el poder adquisitivo de la moneda, de esta forma se da inicio al cambio de régimen monetario, se empiezan a adoptar algunos de los elementos del esquema de inflación objetivo. En 1994 se cambia de régimen cambiario, se pasa del esquema de minidevaluaciones diarias (crawling peg) al sistema de bandas cambiarias, en 1999 se deja flotar del todo la tasa de cambio y a principios del nuevo milenio se adopta completamente el esquema de inflación objetivo utilizando como principal instrumento las Operaciones de Mercado Abierto (OMAs).

Palabras clave: Política Monetaria, Inflación Objetivo, Régimen monetario, Meta operativa, Meta intermedia, Meta final.

## ABSTRACT:

The article examines the most important characteristic that should have an economy to adopt this régime type (Inflation Targeting); also makes emphasis in the monetary politics's handling in Colombia in the decade of the ninety, in 1991 the Political Constitution of Colombia grants independence to the Bank of the Republic and it awards as main objective to look after the purchasing power of the currency, this way it is given it began to the change of monetary régime, they are begun to adopt some of the elements of the objective inflation. In 1994 it is changed exchange régime, spends of the outline of daily crawling peg, in 1999 it is allowed to float the rate of change completely and at the beginning of the new millennium it is adopted the inflation Targeting outline completely using as main instrument the Operations of Open Market (OMAs).

Key words: Monetary politics, Inflation Objective, monetary Régime, Put operative, Put intermediate, Put final.

## 1. Introducción

El principal objetivo de la política monetaria es alcanzar niveles de inflación bajos y estables, y además lograr que la producción nacional crezca con tendencia a largo plazo. Mantener la tasa de inflación en niveles bajos y estables es muy importante porque mejora el bienestar de la población, si la inflación es baja los recursos productivos son usados eficientemente, hay mayores incentivos para invertir y evita que el ingreso y la riqueza sean distribuidos arbitrariamente (Banco de la República).

Empezando la década de los noventa, algunos países aplicaron un régimen de política monetaria basado en un objetivo de inflación, la estrategia para controlar la inflación, en Colombia, y en varios países como: Australia, Canadá y Nueva

Zelanda, es llamado Esquema de Inflación Objetivo, esta estrategia es usada por la mayoría de Bancos Centrales independientes y ha generado resultados positivos en la reducción de la inflación (Cárdenas, 2009).

La estrategia de Inflación Objetivo (Inflation Targeting) es un esquema por el cual las autoridades monetarias se comprometen al logro de una meta de inflación, generalmente dentro de un rango y plazo definidos. "Bajo este esquema, la meta de bajar la inflación es a la vez la meta operativa de la política monetaria, dejando a discreción del banco central el uso de sus instrumentos monetarios" (Díaz y Enríquez, 2000:1).

El funcionamiento del esquema de inflación objetivo, también llamado *Inflation Targeting*, requiere el anuncio de una meta final de inflación por parte

del Banco de la República. “El establecimiento de esta meta obedece a la velocidad de desinflación considerada aceptable y factible por parte de la autoridad monetaria, tomando en cuenta el grado de inercia inflacionaria, la credibilidad y los rezagos de la política monetaria” (Informe Banco de la República, 2000). El anuncio de la meta de inflación se convierte en el mecanismo por el cual el Banco de la República (autoridad monetaria en Colombia), le comunica al público su principal objetivo.

Para que el esquema de inflación objetivo sea exitoso, se requiere que la conducción de la política monetaria sea altamente independiente, la autoridad monetaria no debe subordinar el cumplimiento de las metas de inflación al logro de otros objetivos (empleo, producción, tasa de cambio, etc.), pero si debe tener en cuenta estas variables al diseñar la política monetaria (Banco de la República, 2000).

En Colombia, desde 1991, la Junta Directiva del Banco de la República<sup>1</sup> fue instituida como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia (Constitución Política de Colombia, 1991). Esto implicó para la Junta Directiva del Banco que debía establecer, desde entonces, metas de inflación anual, dado que antes de los noventa no se fijaban metas de inflación, solo se sabía que el nivel de

inflación deseado era de 22 a 30%, pero en 1990, la inflación llega a su tope máximo 32.6%, es entonces cuando por mandato constitucional se empiezan a fijar metas anuales de inflación y empieza Colombia su proceso de desinflación, adoptando algunos de los elementos que se requieren bajo un esquema de inflación objetivo.

## 2. La Política Monetaria en Colombia antes de 1991

Antes de 1991, el Gobierno era el encargado de manejar la política monetaria y fiscal; el Banco de la República ejecutaba las órdenes de la Junta Monetaria<sup>2</sup>, la Junta estaba conformada por el gerente del Banco de la República, todos los ministros y los representantes de los diferentes gremios.

Muchos países de América Latina, durante gran parte de los años setenta y ochenta funcionaban bajo esquemas de tasas de cambio fijas. En el caso colombiano el esquema era de tasa de cambio fija pero deslizante, este esquema tuvo lugar en el periodo 1967 – 1991. Bajo esta estrategia, el valor del dólar se ajustaba diariamente con el fin de acomodar las diferencias existentes entre la inflación interna y externa.

Hacia 1970 la inflación era de 6.8%, en 1971 alcanzó un 13.63% y hacia 1973

<sup>1</sup> El objetivo fundamental del Banco de la República desde 1991 es velar por el poder adquisitivo de la moneda (Constitución Política de Colombia 1991, Título XII, Capítulo 6).

<sup>2</sup> La Junta Monetaria estaba encabezada por el ministro de Hacienda.

este nivel se había aumentado a 23.54%. Las principales razones por las que hubo aumentos tan marcados en los niveles de inflación en esa época se debieron básicamente a que el régimen de tasa de cambio existente en 1967 (crawling peg) llevó a que los precios se indexaran<sup>3</sup> con el período pasado, haciendo que la inflación aumentara permanentemente. Para estos años, la inflación se basó en las perspectivas de la inflación pasada lo que hizo que las expectativas para bajar la inflación en el futuro fueran menores. Bajo este régimen de tasa de cambio, el aumento de la inflación afectó el valor de los ahorros y el sector de la construcción, además de aumentar la tasa de desempleo; para dar solución a estos problemas se crea el sistema UPAC (Unidad de Poder Adquisitivo Constante) en 1972, con el fin de ajustar los activos monetarios afectados por la inflación (Ochoa, Martínez, 2005).

Los niveles de inflación durante parte de la década de los setenta aumentaron en gran medida debido a los shocks en los precios relativos del petróleo en 1973, el incremento de las reservas internacionales para el periodo 1976 – 1978 y la adopción de una política fiscal expansiva que aumentó el gasto público generando así un déficit fiscal que básicamente era financiado con emisión.

Para los años setenta y ochenta, con la bonanza cafetera, la compra de reservas internacionales hizo que aumentaran los medios de pago, al ver este resultado, la Junta Monetaria decide aumentar el encaje bancario, el encaje marginal llegó a ser del 100%, para tratar de compensar el crecimiento monetario presentado. Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), también eran utilizadas como instrumento para compensar la emisión para la compra de reservas internacionales (Urrutia, 2002).

La estrategia que se utilizó fue la de mantener el crecimiento de la oferta monetaria dentro de cierto rango, estrategia que evitó que la inflación se disparara a niveles no deseados. El objetivo de la política monetaria era mantener la inflación en niveles que no superaran el 30% anual, más exactamente el rango de inflación deseado era de 22 y 30% y el instrumento utilizado para mantenerla en esos niveles era el control de los medios de pago.

El esquema del control de los medios de pago, fue efectiva, dado que logró mantener la inflación dentro del rango aceptado en esa época. Aunque niveles de inflación entre el 22 y 30% limitaron el desarrollo del mercado de capitales. “ Los créditos subsidiados de largo plazo

<sup>3</sup> “Mecanismo mediante el cual se atan las variaciones de los precios de hoy a las variaciones de los precios del pasado y se generan condiciones inflacionarias permanentes, por lo que la inflación pasada tiende a reproducirse” (Ochoa, Martínez, 2005,78).

del banco central, unidos a altas inflaciones, desestimularon la captación de ahorros de largo plazo y la profundización del mercado de capitales. Los altos encajes bancarios también desestimularon la intermediación financiera y estos más las inversiones forzadas evitaron que las tasas de interés sirvieran para la asignación eficiente de recursos” (Urrutia, 2002:8).

La tasa de cambio se devaluó un 51% en 1985, causando así un aumento de los precios de los productos; en cuanto a la política agraria, hacia 1987 esta promovió una estrategia de regulación a las importaciones y aumento de las compras del Gobierno para acumular las existencias del Idema, con el fin de incrementar los precios pagados a los productores (Ochoa, Martínez, 2005), estas estrategias lograron llevar la inflación a un nivel de 32.6% en 1990, cifra que llevó al Gobierno a cambiar de esquema para controlar la inflación.

El objetivo de la política monetaria antes de los noventa fue desarrollada con el fin de controlar la tasa de cambio y el control de la liquidez del sistema, el manejo de la inflación era por medio del control de la oferta de dinero a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, para este periodo el sector externo tuvo gran influencia en la evolución de la inflación en el país.

### 3. Aspectos generales de un esquema de inflación objetivo

Según adaptación hecha por Díaz y Enríquez (2000) y en los Informes del Banco de la República (en general en la literatura existente a cerca de este tema) en el esquema de Inflación Objetivo o Inflation Targeting se deben definir los siguientes aspectos:

- a. Índice de precios: en muchas naciones las metas de inflación son fijadas respecto a índices que excluyen algunos productos si sus precios son muy volátiles para que dichos índices reflejen más exactamente la inflación de demanda<sup>4</sup>, denominado inflación subyacente<sup>5</sup>, la intención de medir la inflación sin este tipo de bienes es tener una medida que a mediano plazo refleje la tendencia general de la inflación. En Colombia las metas de inflación son fijadas en términos del Índice de Precios al Consumidor IPC.
- b. Horizonte de la meta de inflación: en este aspecto se debe tener en cuenta el rezago con el cual la política monetaria afecta la inflación; si el tiempo es muy corto, el logro de la meta se hace más difícil si dicha meta es muy ambiciosa. La primera meta de inflación en Colombia se fijó en 1991, la ley establece que el Banco de la República debe anunciar dichas metas anualmente.

<sup>4</sup> La inflación de demanda es aquella que está relacionada más estrechamente con la política monetaria.

<sup>5</sup> La inflación subyacente es el aumento continuo de los precios de un subconjunto de bienes y servicios que conforman el Índice de Precios al Consumidor IPC (wikipedia.org). Ejemplos de este tipo de bienes y servicios excluidos son: gasolina, electricidad, gas domiciliario, alimentos, transporte.

- c. Tipo de meta: las metas pueden ser fijadas en términos puntuales o de intervalos. En Colombia desde 1991 se fijaron metas puntuales, pero a partir de 2003 se fijaron por intervalos.
- d. Velocidad de desinflación y definición de la meta: para definir la velocidad de desinflación se debe tener en cuenta el grado de inercia inflacionaria, la credibilidad y los rezagos de la política monetaria. En Colombia, la definición de la meta de inflación se hace evaluando las presiones inflacionarias en el corto y largo plazo, proyectando la inflación usando modelos econométricos y teniendo en cuenta la programación financiera de acuerdo al Fondo Monetario Internacional FMI, para evaluar si las políticas monetaria y fiscal están coordinadas para el logro de la meta de inflación.
- Este aspecto hace referencia a la operatividad del Banco Central orientada hacia el futuro (Gómez, 2006), dado que existe un rezago en el efecto de las decisiones de la política monetaria sobre la inflación, es decir, las decisiones que toma el Banco de la República en un determinado momento tienen efecto sobre la inflación un tiempo después. Debido a esto, el esquema de inflación objetivo cuenta con un procedimiento operativo que consiste en proyectar la inflación a futuro y compararla con la meta (Gómez 2006). Los mecanismos de transmisión<sup>6</sup> de la política monetaria y los efectos de los choques que tienen consecuencias sobre la inflación, generalmente están formalizados en algún modelo de los mecanismos de transmisión (MMT) de la política monetaria.

<sup>6</sup> Los principales canales o mecanismos de transmisión de la política monetaria son (Banco de la República, Banco de México):

- El canal de tasas de interés: si se produce un aumento en la tasa de interés de corto plazo, se repercute en las todas las tasas de interés. Ante un aumento en las tasas de interés reales disminuye el gasto en la economía, disminuye la inversión, por tanto disminuye la demanda agregada y por ende la inflación.
- El canal de tasa de cambio: si hay un aumento en la tasa de interés se aprecia la tasa de cambio, el precio de los bienes importados disminuye y debido a esto disminuye la inflación; al apreciarse la tasa de cambio también se activa el canal de demanda agregada.
- El canal de crédito: si aumentan las tasas de interés, el costo de adquirir un crédito aumenta lo que disminuye las posibilidades de inversión y de consumo. La oferta de crédito también disminuye, dado que una tasa de interés real mayor, implica un mayor riesgo de la recuperación del préstamo, por este motivo los bancos comerciales prefieren reducir el crédito. La disminución del consumo, la inversión y el racionamiento del crédito producen una disminución de la demanda agregada y posteriormente de la inflación.
- Canal de precio de otros activos: dado un aumento en el tipo de interés la inversión en bonos se hace más atractiva y la demanda de acciones disminuye, lo cual genera una reducción del precio de los mismos. Las empresas al perder el valor de mercado, tienen menores posibilidades de acceder a fuentes de financiamiento y por tanto las posibilidades de inversión son menores, y como resultado la demanda agregada y la inflación disminuyen.
- El canal de expectativas: un aumento en la tasa de interés disminuye las expectativas de inflación y al disminuirse las expectativas de inflación, disminuye la inflación debido a que con expectativas racionales a través de todos los canales disminuye la inflación.

Estos modelos son establecidos en los modelos de pronóstico llamados Fan Chart el cual "...representa la función de probabilidades de los valores futuros de una variable, condicional a la información conocida en el presente" (Julio, 2006: 110). El Banco de la República, realiza esfuerzos importantes para entender cómo funcionan los mecanismos a través de los cuales varía la inflación (Julio, 2006). Britton (1998)<sup>7</sup> explica que el Fan Chart básicamente cumple dos objetivos: comunicar al público las previsiones de la autoridad monetaria sobre la evolución de la inflación y organizar la forma como la autoridad monetaria, el Banco de la República en Colombia, produce el pronóstico de inflación.

- e. Metas intermedias: la meta de inflación en Colombia estaba acompañada de una meta intermedia que era el agregado monetario M1, a partir de 1996 la base monetaria pasó a ser dicha meta, este objetivo intermedio debe tener una relación estable con la inflación y debe ser controlable por la autoridad monetaria; desde 2001 la meta intermedia es el pronóstico de inflación momento en el cual se adopta por completo el régimen de Inflación Objetivo.
- f. Monitoreo, transparencia y señales: la explicación de la política monetaria

a los agentes económicos es importante y crucial, debido a que la efectividad o no de la estrategia depende en gran parte del impacto sobre las expectativas de inflación. Los Bancos Centrales generalmente utilizan diferentes medios de comunicación como los comunicados de prensa, ruedas de prensa e informes de inflación. Estos informes muestran los resultados de la inflación, sus proyecciones, si la inflación se desvió de su meta señalan porqué este fenómeno y las decisiones que en el mediano plazo harán que este desvío se dirija a su meta (Gómez, 2006).

#### **4. El esquema de Inflación Objetivo: sus inicios en Colombia**

Una de las materias de carácter económico que han sido sometidas a estudio en todos los países y todas las economías es el estudio de la inflación. "El modelo de Inflación Objetivo plantea que las autoridades no deben centrar su atención en el control de los agregados y la oferta monetaria, sino que deben ponerse una meta de inflación" (Cárdenas, 2009: 273).

El Banco de la República es establecido como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia desde 1991 por mandato Constitucional; y se le adjudicó como principal objetivo velar por el poder adquisitivo de la moneda. "Dentro de

<sup>7</sup> Citado por Julio (2006).

esta nueva estructura, el Banco fija de acuerdo con el Gobierno Nacional los objetivos de la política monetaria y es independiente en la implementación de las políticas” (Urrutia, 2005:168).

Desde 1991, la Política Monetaria en Colombia adoptó algunos de los elementos del esquema conocido como Inflación Objetivo, la Constitución Política de 1991 estableció la independencia del Banco Central y le adjudicó como objetivo principal velar por el poder adquisitivo de la moneda, se empezaron a fijar metas anuales de inflación y en 1992 se desarrollaron modelos de pronóstico para predecir la inflación.

Este nuevo marco constitucional trajo consigo grandes cambios para el país, a comienzos de la década de los noventa la economía colombiana se vio enfrentada a una mayor competencia de productos del exterior y el control de cambios empezó a ser desmantelado. Las transacciones en moneda extranjera, para ese entonces eran fuertemente controladas, con el proceso de internacionalización de la economía estos controles fueron eliminados, lo que daba por supuesto la eliminación del control de la tasa de cambio, que hasta ese año era ajustada por medio de devaluaciones diarias, este régimen ya llevaba 25 años en el país.

El régimen para controlar la inflación antes de la independencia del Banco de la República, era por medio del control de los medios de pago; esta política fue efectiva en la medida que logró mantener la inflación dentro del rango aceptado en esa época, aunque niveles entre el 22 y 30% limitaron el desarrollo del mercado de capitales. “Los créditos subsidiados de largo plazo del banco central, unidos a altas inflaciones, desestimularon la captación de ahorros de largo plazo y la profundización del mercado de capitales. Los altos encajes bancarios también desestimularon la intermediación financiera y estos más las inversiones forzosas evitaron que las tasas de interés sirvieran para la asignación eficiente de recursos” (Urrutia, 2002:8).

La tasa de cambio era manejada por un esquema de devaluación gradual o crawling peg, el Banco de la República se enfrentó con el problema de cómo manejar el constante incremento en los flujos de capital bajo este esquema de tasa de cambio (Urrutia, 2005) debido a que este régimen implicaba grandes emisiones para comprar reservas internacionales que cada vez estaban creciendo más, y de acuerdo al principal objetivo asignado a la autoridad monetaria de mantener la inflación en niveles bajos y estables, se intentaron esterilizar<sup>8</sup> a través de grandes intervenciones en el mercado por medio

<sup>8</sup> La esterilización se produce cuando el Banco Central realiza operaciones en la misma magnitud, pero en sentido contrario en el mercado de divisas y en el mercado nacional para neutralizar el impacto de sus transacciones exteriores sobre la oferta monetaria del país (Lunissi, 2003).

de la venta de títulos de participación del Banco Emisor; estas acciones produjeron un aumento en las tasas de interés, lo cual hacía que ingresaran más capitales al país.

La inflación, para ese entonces, superaba el 30%, la única solución era disminuir el crecimiento de los agregados monetarios, pero con este régimen de tasa de cambio y con la constante entrada de capitales era muy complejo controlar la base monetaria aun habiendo aumentado de tres meses a un año los plazos de los certificados de cambio a partir de octubre de 1991. Se seguían presentando grandes emisiones debido a la entrada de capitales, que se suponía eran temporales.

Al mismo tiempo la base monetaria venía creciendo en gran medida y la demanda de dinero también crecía, los colombianos trasladaron parte de su dinero en dólares a pesos. Este crecimiento de los agregados monetarios no causaba aumento en el nivel de precios si seguía dando demanda por dinero; el crecimiento de la base monetaria llevó la tasa de interés real a niveles muy bajos, pero para este momento esto era una estrategia para controlar la entrada de capitales al país (Urrutia, 2002).

En enero de 1994, se reformó el régimen cambiario, la Junta Directiva del Banco

de la República tomó la decisión de eliminar los certificados de cambio y pasó a un sistema de bandas cambiarias, con el fin de retomar el control de los agregados monetarios (Urrutia, 1995).

En 1992, la Junta Directiva del Banco de la República retó al Departamento de Investigaciones Económicas a desarrollar modelos para predecir la inflación. En los primeros años de la década de los noventa, los modelos calculados eran de demanda de dinero, y basado en ello se elaboraban corredores que permitían hacerles seguimientos semanales a la base monetaria.

Teniendo en cuenta la experiencia de países que adoptaron este tipo de régimen (Inflation Targeting) a mitad de la década los modelos se fueron perfeccionando, dado que esta era una condición necesaria para adoptar formalmente la meta de inflación (Uribe, 2002). Así mismo, se empezaron a elaborar los informes de inflación para uso interno, y en 1998 empezaron a ser de uso público dichos informes.

En 1991 la meta intermedia era el agregado monetario M1 y la meta operativa la tasa de interés, pero el agregado monetario M1 (efectivo más cuentas corrientes) dejó de ser un buen estimativo y desde junio de 1997 se adoptó como meta intermedia<sup>9</sup> la base

<sup>9</sup> La meta intermedia además de tener una relación estadística estable con la inflación, debe ser controlable por medio de la tasa de interés.

monetaria, la cual cumple con el objetivo de tener una relación estable y predecible con la inflación y además que la autoridad monetaria, en este caso, el Banco de la República pueda controlar su evolución en el pequeño y mediano plazo (Zuluaga, 2004).

Teniendo determinada la meta intermedia se debe elegir el instrumento de política monetaria que lleve la base monetaria al nivel deseado la meta final (meta de inflación); el instrumento utilizado en este caso fueron las Operaciones de Mercado Abierto OMAS, las cuales influyen sobre la liquidez del mercado primario<sup>10</sup>. La tasa de interés interbancaria es determinada en el mercado de liquidez primaria, el cual se encuentra muy relacionado con el comportamiento de la base monetaria, entonces, la tasa de interés se constituyó como la variable operativa que ayuda a garantizar el cumplimiento de la meta intermedia.

La Política Monetaria en Colombia se seguía dirigiendo en esta misma senda, la Junta Directiva del Banco fijaba la base monetaria y su corredor monetario; en cuanto a la banda cambiaria, esta era movida periódicamente tomando en cuenta la inflación interna y la externa, con el fin de evitar la revaluación del peso.

## 5. Adopción del Esquema de Inflación Objetivo

En septiembre de 1998 la Junta decide devaluar la banda cambiaria porque había perdido la tasa de cambio de equilibrio, esta decisión es tomada por el choque en el intercambio y la disminución de los flujos de capital que se originó debido a la crisis asiática. La crisis rusa hizo mayor el retiro de capitales a los países emergentes, la banda cambiaria se volvió a ver presionada y se empezaron a vender reservas, en junio de 1999 la Junta devalúa nuevamente la banda, se inician negociaciones con el Fondo Monetario Internacional de un paquete de ajuste macroeconómico; cuando el FMI aprobó el paquete de ajuste, se dejó flotar la tasa de cambio sin que está se disparará como ocurrió en otros países (Urrutia, 2002). A finales de septiembre de 1999, la Junta Directiva del Banco decide cambiar el sistema cambiario nuevamente, se pasó del sistema de bandas cambiarias a la libre flotación de la tasa de cambio.

En septiembre de 1999, la Junta Directiva del Banco de la República decide dejar flotar la tasa de cambio, el Banco ya había anunciado el posible cambio de Régimen Monetario, aunque el esquema ya estaba siendo usado a

<sup>10</sup> Si se requiere suministrar liquidez al sistema, el Banco compra títulos de deuda pública, llamados OMAS de expansión; y si se requiere retirar liquidez el Banco opera en sentido contrario, es decir, vende los títulos, en este caso, OMAS de contracción.

partir de la mitad de la década de los noventa y a principios de la misma ya se fijaban metas de inflación, se elaboraban modelos de pronóstico de la inflación y se producían informes mensuales para uso interno del Banco; en 1998 se publica el primer informe trimestral al público.

El Banco de la República utiliza como procedimiento operativo orientado hacia el futuro modelos de pronósticos de la inflación. Los modelos de pronóstico llamados Fan Chart están basados en los modelos de mecanismos de transmisión MMT y sus gráficas son representadas por medio de diagramas de abanico, para la construcción de los modelos de pronóstico el Banco de la República se ha esforzado por entender los mecanismos a través de los cuales: a) Se producen cambios en el nivel de inflación, b) la política monetaria afecta a todas las variables de la economía (en especial la inflación) y c) los mecanismos a través de los cuales se propagan las innovaciones a la inflación y en general a todas las variables de la economía (Julio, 2006).

De acuerdo a el aspecto de la estrategia que se basa en el monitoreo, transparencia y señales, el Banco de la República publica comunicados de prensa, informes al Congreso de la República dos veces al año, informes de inflación trimestrales y además sus ejecutivos hacen presentaciones al público en general.

Colombia adopta completamente la

estrategia de inflación objetivo en octubre de 2000, desde principios del nuevo milenio, más exactamente desde 2003, las metas de inflación empezaron a ser fijadas por rangos, la Junta Directiva del Banco estableció una meta de inflación de largo plazo que oscila entre 2 y 4%, siendo la meta puntual 3%.

Las metas de inflación, en Colombia, son definidas sobre el Índice de precios al consumidor IPC, como este índice de precios es muy volátil se podría pensar que las metas de inflación no se pueden cumplir; pero el Banco anuncia con claridad si existen cambios por ejemplo en el precio de los alimentos debido a factores climáticos que pueden afectar la agricultura de alimentos, pero no afecta el objetivo de alcanzar las metas de inflación en el mediano y largo plazo.

Los agregados monetarios dejaron de ser utilizados como meta intermedia porque empezaron a presentar dificultades debido a factores que originaron la variación de la base monetaria (efectivo y las reservas bancarias). Uno de esos factores fue la imposición del dos por mil implantado con el fin de salvar el sistema financiero. Las crisis internacionales de esa época que también contribuyeron a dejar de usar la base monetaria como objetivo intermedio, debido a que estas influyen en la preferencia por liquidez de los agentes económicos por lo que se hace difícil predecir la capacidad de tenencias de efectivo del público y las reservas por

parte de los bancos (Zuluaga, 2004).

La tasa de interés pasó a ser la meta intermedia y los agregados monetarios empezaron a ser usados como líneas de referencia, los agregados dejaron de ser herramienta primaria de la política monetaria y empezaron a ser herramienta secundaria; en cuanto a la tasa de interés, en la tercera semana de cada mes la Junta Directiva del Banco de la República anuncia los cambios posibles o corrobora la postura del tipo de interés (Clavijo, 2003).

La estrategia de Inflación Objetivo utiliza la tasa de interés como variable operativa, si los pronósticos de inflación dicen que el nivel de inflación estará por encima de la meta fijada por la Junta, se debe subir la tasa de interés, para reducir la demanda de la economía; en otras palabras bajo la estrategia de inflación objetivo el Banco de la República estará dispuesto a ofrecer toda la liquidez que soliciten los bancos comerciales a una tasa de interés determinada, así mismo, está dispuesto a recoger toda la liquidez a una tasa de interés también determinada por la Junta Directiva. Los mecanismos de transmisión se activan debido a que si el Banco aumenta la tasa de intervención, se reduce la tasa de cambio, las tasas de interés del mercado suben, el costo del crédito sube y las expectativas de inflación disminuyen, al activarse estos canales disminuye la demanda agregada, por ejemplo, si el costo de adquirir un préstamo en una entidad financiera es más alto, la

demanda de dinero va ser menor, la inversión y el consumo disminuyen, haciendo que la demanda agregada y por ende el crecimiento económico también disminuyan, y después de un tiempo la tasa de inflación.

La estrategia de Inflación Objetivo empezó a ser aplicada completamente con lo cual "el mecanismo de operación de la política monetaria dejó de concentrarse en fijar la trayectoria de los agregados monetarios en unos "estrechos corredores" para orientarse más bien hacia la fijación de las tasas de interés de referencia, nuevo instrumento primario de la política" (Zuluaga, 2004). Para fijar las tasas de interés el Banco de la República evalúa el entorno macroeconómico y las metas de inflación; los agregados monetarios se han ido convirtiendo en herramienta de uso interno del Banco de la República y las tasas de interés en señales para el mercado. Esto quiere decir que hubo un cambio de esquema de señales vía cantidades por medio de los agregados monetarios, a un esquema de precios vía las tasas de interés.

El Banco de la República anuncia mensualmente las tasas de interés de referencia, el sistema funciona por medio de las tasas repo de expansión o contracción, por medio de las Operaciones de Mercado Abierto. "Las Operaciones de Mercado Abierto se han constituido con el paso del tiempo en el principal instrumento de la política monetaria" (Hernández y Tolosa, 2001: 6).

Las OMAs de expansión son empleadas por el Banco de la República para aumentar la cantidad de dinero comprando títulos para inyectar la liquidez necesaria. Y las OMAs de contracción que son utilizadas por el Banco para disminuir la cantidad de dinero vendiendo títulos al público. Así

se logra contraer la base monetaria, la cual, dada la demanda afecta la tasa de interés del mercado que es la variable operativa de la estrategia de inflación objetivo.

## 6. La inflación registrada en Colombia (1991–2005)

**Cuadro 1.** Metas y resultados de la Inflación en Colombia (1991-2005)

Año	Esperada %	Registrada %
1991	22	26.82
1992	22	25.13
1993	22	22.6
1994	19	22.59
1995	18	19.50
1996	17	21.63
1997	18	17.7
1998	16	16.7
1999	15	9.23
2000	10	8.75
2001	8	7.65
2002	6	6.99
2003	5.0 – 6.0	6.49
2004	5.0 – 6.0	5.5
2005	4.5 – 5.5	4.85

Fuente: Banco de la República

La lucha contra la inflación fue uno de los principales objetivos del Gobierno del presidente Cesar Gaviria, la primera meta fue fijada en 1991. En los tres primeros años la meta era alcanzar una tasa de inflación de 22%, sin embargo la inflación registrada no fue la esperada, para 1991 fue de 26.82%, en 1992 de 25.13% y en 1993 de 22.6 %; en vista de que en 1993 la registrada ya se estaba acercando a la meta en 1994 el objetivo de inflación fue fijado en 19%, y la

registrada para ese año fue 22.59%; aunque las metas fijadas no se cumplieron totalmente la inflación disminuyó en relación a 1990 cuando la tasa de inflación fue de 32.6%.

La tasa de cambio seguía siendo manejada por un esquema de minidevaluaciones diarias. La nueva Junta intentó seguir manejando la tasa de cambio por este esquema, pero dado el flujo de divisas, no era posible

sostener las tasa de cambio nominal vigente; la Junta Directiva del Banco de la República decide en octubre de 1991 aumentar el plazo de los certificados de cambio a un año (los plazos de los certificados de cambio eran de tres meses), considerando que aumentando el plazo de los certificados se podía detener la emisión generada por la compra de divisas.

Las sequías hicieron que la inflación de alimentos aumentara, pero luego volvió a caer precipitadamente y la inflación de los no alimentos reaccionó de manera contraria (Urrutia, 2002). La inflación es muy sensible a estos fenómenos dado que en Colombia el IPC está compuesto casi en un 30% de alimentos y su oferta es susceptible a cambios en el clima.

En enero de 1994, la Junta Directiva del Banco decide adoptar un régimen cambiario de bandas cambiarias (Urrutia, 1995), este esquema deja flotar la tasa de cambio dentro de cierto rango. La Junta, después de hacer muchos análisis y debates, concluye que este sistema es el mejor para poder recuperar el control de los agregados monetarios. La flotación dentro de la banda permitió recuperar el control sobre los agregados monetarios. Sin embargo, temiendo que el aumento de las tasas de interés apreciaran el tipo de cambio, no las aumentaron de manera inmediata.

Las bajas tasas de interés no estaban evitando la revaluación de la tasa de cambio, estaban logrando aumentar el

gasto, aumentaba la llegada de capital extranjero y aumentaban los precios de los bienes no transables (Urrutia, 1995). La Junta decide aumentar las tasas de interés en mayo y agosto de ese mismo año haciendo más fuertes los controles a la entrada de capital extranjero, para evitar la revaluación de la tasa de cambio. Pero a final de año la inflación no logró su objetivo, quedó en 22.59% frente a una meta de 19%.

La disminución de la inflación para los primeros años, se debió básicamente a las nuevas políticas que se dieron con el proceso de apertura en 1991, la liberación de importaciones, la reducción de aranceles, la disminución del ritmo de devaluación (Ochoa y Martínez, 2005) y el hecho de tener una Banca Central y una Política Monetaria independiente, y que además, esta no pudiera financiar el déficit fiscal del Gobierno Nacional. Estas medidas tuvieron gran impacto sobre el precio de las importaciones al disminuir sus costos y por tanto el impacto también se vio reflejado sobre el nivel general de precios.

Para el periodo 1995 – 1998 las metas de inflación fueron 18, 17, 18 y 18% respectivamente; y la inflación registrada fue 19.50% en 1995, 21.63% en 1996, 17.7% en 1997 y en 1998 la tasa registrada fue 16.7%. Las sequías estuvieron presentes durante casi todo el periodo, la mayoría asociadas al fenómeno del niño, en 1995 se presentó un aumento de los precios en los

alimentos, fenómeno que no permitió que la inflación llegara a la meta fijada que era de 18%. En 1997, el objetivo era alcanzar una inflación de 18%, la inflación registrada fue de 17.7%, casi cuatro puntos porcentuales menos a la inflación registrada en 1996. En 1998 la inflación registrada quedó en 16.7%, la disminución del nivel de precios en Colombia ya se estaba haciendo más notorio. En 1998, también se presentaron presiones de oferta que hicieron que los precios aumentaran marcadamente, las sequías que en 1998 presentaron casi el mismo comportamiento que en 1992 en donde hicieron que la inflación de alimentos aumentara, pero luego volvió a caer precipitadamente y la inflación de los no alimentos reaccionó de manera contraria.

El proceso de apertura, la disminución de aranceles, la liberación de importaciones y la determinación del sistema de bandas cambiarias reptantes, permitieron que se recuperara el control de los agregados monetarios y la política monetaria se iba cada día perfeccionando.

La disminución de la tasa de inflación en 1998, se debió también a la crisis que empezó a presentar la economía colombiana, por la caída de la demanda agregada; desde el primer trimestre de 1998, existía un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos 8.0% del producto, y debido a las crisis de Rusia y Asia, el mercado internacional dejó de financiar el déficit; ya para el segundo trimestre de 1999 la cuenta corriente se encontraba

en equilibrio, el gasto en la economía cayó 8.0% del PIB, la demanda agregada disminuyó en gran parte y se generó una recesión profunda (Urrutia, 2002). Las importaciones disminuyeron, debido a la devaluación y la caída en la demanda agregada, la devaluación fue producto de la disminución de los flujos de capital y al encarecimiento del endeudamiento externo.

En los años 1999 a 2002 se presentaron tasas de inflación de un solo dígito, las metas de inflación para este periodo fueron 15, 10, 8 y 6%, respectivamente. Las tasas registradas fueron: 9.23% en 1999, 8.75% en el 2000, 7.65 en 2001 y 6.99% en 2002.

La contracción de 1999 fue producto de un periodo largo, en el cual el país gastó más de los ingresos que percibía (Caballero, 2001). La respuesta de la política monetaria fue la de intentar mantenerse en el régimen de bandas cambiarias reptantes, interviniendo en el mercado cambiario con las reservas internacionales y aumentando las tasas de interés (Gómez, 2006). Pero dadas las mayores tasas de interés, el crédito doméstico colapsó y se hizo evidente la fragilidad del sistema financiero y se reflejó la caída en la producción que en ese momento era internacional. En 1999 el PIB descendió 4.2%, aunque también provocado por la caída del precio del café en un 27% en 1998, las razones de la crisis fueron básicamente financieras.

En septiembre de 1999, el Banco decide

dejar flotar la tasa de cambio, empezando la flotación del tipo de cambio, se redujeron las tasas de interés y siguieron reduciéndolas hasta el 2000, y se han seguido manteniendo en niveles bajos (Urrutia, 2005). La flotación del tipo de cambio tuvo como marco de referencia el programa de ajuste hecho con el Fondo Monetario Internacional FMI, el cual tenía muchos elementos que permitirían la adopción del esquema de inflación objetivo en su totalidad. A partir de 2001 y hasta 2002 las metas de inflación ya estaban fijadas (10, 8 y 6% respectivamente), se rompe la dependencia fiscal que experimentó el mercado de capitales y le otorga preferencia a la política monetaria y al mismo tiempo la libera de la política cambiaria al dejar flotar la tasa de cambio.

En octubre de 2000, Colombia aplica completamente la estrategia de inflación objetivo, desde principios del nuevo milenio, más exactamente desde 2003, las metas de inflación empezaron a ser fijadas por rangos y no por metas puntuales, como se hacía inicialmente, la Junta Directiva del Banco estableció una meta de inflación de largo plazo que oscila entre 2 y 4%, totalmente diferente a la década de los ochenta donde las metas de inflación estaban en un rango de 22 a 30%.

El informe de inflación en diciembre de 2004, señala que la meta de inflación se cumplió, y la inflación de los no alimentos se redujo en gran medida, la disminución de la inflación estuvo relacionada con la

revaluación de la tasa de cambio y el efecto que tiene sobre los precios de los bienes transables, la reducción de las expectativas de inflación y la ausencia de presiones importantes de demanda, lo cual detuvo el aumento de los precios de los bienes y servicios no transables en 2004.

En 2005 la inflación al consumidor se situó en 4,85%, dentro del rango meta de inflación para el año (entre 4,5 y 5,5%) y 0.65% por debajo de la inflación registrada en 2004. La reducción de la inflación con respecto a 2004 se explica por la caída en la inflación sin alimentos que compensó el aumento en la inflación de alimentos. Los otros indicadores de inflación básica también disminuyeron. Dentro del índice de precios al consumidor IPC sin alimentos se redujo la inflación, tanto de transables como de no transables (Informe sobre inflación, 2005).

### **Conclusiones**

El desarrollo de la política monetaria, antes de los noventa, estuvo enfocada al control de la tasa de cambio y el control de la liquidez del sistema, por tanto el manejo de la inflación era por medio del control de la cantidad de dinero a través de los mecanismos de transmisión, de esta forma, se puede observar, que para las décadas de los setenta y ochenta, el sector externo tuvo gran influencia en la evolución de la inflación en Colombia.

La Política Monetaria en Colombia adoptó algunos de los elementos del

Esquema de Inflación Objetivo; desde 1991 la Constitución Política estableció la independencia del Banco de la República y le adjudicó como objetivo principal velar por el poder adquisitivo de la moneda<sup>11</sup>, desde ese momento se empezaron a fijar metas anuales de inflación y se elaboraban modelos de pronóstico de la misma.

Un esquema de inflación objetivo debe definir los siguientes aspectos: un índice de precios; monitoreo, transparencia y señales que permitan informar al público a cerca del comportamiento de la inflación; debe tener un horizonte para la meta de inflación; se debe definir el tipo de meta, es decir, si son metas puntuales o por rangos; establecer el objetivo intermedio; y la velocidad de desinflación y definición de la meta.

Las Operaciones de Mercado Abierto se han constituido en el principal instrumento

de la política monetaria en Colombia. Con este instrumento, Las OMAS de expansión son empleadas por el Banco de la República para aumentar la cantidad de dinero comprando títulos para inyectar la liquidez necesaria. Y las OMAS de contracción que son utilizadas por el Banco para disminuir la cantidad de dinero vendiendo títulos al público. Así se logra contraer la base monetaria, la cual, dada la demanda afecta la tasa de interés del mercado que es la variable operativa de la estrategia de inflación objetivo.

Antes de que la Junta Directiva del Banco iniciara labores como Junta independiente, en el periodo 1982 - 1991 la inflación aumentó de 21.82 a 32.6%, mientras que dándosele independencia al Banco Central la inflación se redujo constantemente de 32.0% en julio de 1991 a 9.23 % en 1999 y en 2005 llegó a ser de 4.85%.

## Bibliografía

ARGANDOÑA A., GÁMEZ C. y MOCHÓN F. (1999) *Macroeconomía Avanzada II*. Mc Graw Hill. España. Banco de la República. Informe al congreso. Marzo de 2001.

AVELLA, Rodrigo. (2001). "Efectos de las sequías sobre la inflación en Colombia". Banco de la República. Subgerencia de estudios económicos. Julio.

Banco de la República, Revistas de junio de 1995, enero 1997, febrero de 2001.

Banco de la República. (1991) "La Banca Central en la Reforma Constitucional: explicación de la presencia del gobierno. Diciembre.

BLANCHARD, O. (2001). *Macroeconomía*. Prentice Hall, Segunda edición.

<sup>11</sup> Constitución Política de Colombia 1991, Título XII, capítulo 6.

- CABALLERO ARGÁEZ, Carlos. (2001). Economía y política monetaria. Banco de la República. Agosto.
- CÁRDENAS, Mauricio (2009). "Dinero, Precios y Tasa de Cambio". Introducción a la economía colombiana. Capítulo 7.
- CLAVIJO, Sergio. (2000). "Reflexiones sobre Política Monetaria e "Inflación Objetivo" en Colombia". Enero.
- CLAVIJO, Sergio. (2003). "Política monetaria y cambiaria en Colombia: Progresos y Desafíos". Enero.
- Constitución Política de la República de Colombia (1991). Textos Integrados. Ediciones Emfasar.
- DIÉGUEZ DÍAZ, Fernando. Enríquez de León, Raúl. (2000). "El esquema de objetivo inflación explícito (Inflation Targeting)". Tomado del trabajo del mismo nombre, de Consuelo Soto, del Banco Central de Reserva del Perú. Adaptado para Notas Monetarias. Banco de Guatemala.
- GÓMEZ PINEDA, Javier. JULIO ROMÁN, Juan Manuel (2000). "Transmission mechanisms and inflation targeting: the case of Colombia's disinflation". Borradores de Economía. Octubre.
- GÓMEZ, Javier (2004). "Inflation Targeting, Sudden Stop and the Cost of Fear of Floating". Borradores de Economía. Febrero.
- GÓMEZ, Javier Guillermo. (2006). "La política Monetaria en Colombia". Banco de la República. Septiembre.
- GÓMEZ, Javier. URRUTIA, Miguel. VARGAS, Hernando (2002). "The implementation of Inflation Targeting in Colombia". Borradores de Economía. Marzo.
- HAMANN, Franz. JULIO, Juan Manuel. RESTREPO, Paulina. RIASCOS, Alvaro (2004). "Inflation Targeting in a Small Open Economy: The Colombian Case". Borradores de Economía. Agosto.
- HERNÁNDEZ GAMARRA, Antonio. TOLOSA BUITRAGO, José. (2001) La Política Monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa. Banco de la República.
- JULIO, Juan Manuel (2006). "Implementación, uso e interpretación del Fan Chart". Revista Colombiana de Estadística. Volumen 29 N° 1 pp.109 a 131. Junio.
- KALMANOVITZ, Salomón. (2001). "El Banco de la República y el régimen de meta de inflación". Banco de la República.
- KALMANOVITZ, Salomón. "El Banco de la República como institución independiente". Banco de la República.
- KALMANOVITZ, Salomón. AVELLA, Mauricio. (1998) "Barreras del desarrollo financiero: las instituciones monetarias colombianas". Revista del Banco de la República. Septiembre.
- LUNISSI, Cristian S (2003). "El Banco Central y la política de esterilización: una introducción teórica". Universidad del Centro Educativo Latinoamericano. Invenio, Volumen 6, N° 010. Junio.
- MELO, Luis. RIASCOS, Álvaro (2004). "Sobre los efectos de la Política Monetaria en Colombia". Septiembre.
- Notas editoriales (1992). "Inflación". Revista del Banco de la República. Octubre.
- OCHOA DÍAZ, Héctor. MARTÍNEZ MONTEALEGRE, Ángela. (2005) "El comportamiento de la Inflación en Colombia durante el periodo 1955 – 2004". Universidad ICESI. Estudios Gerenciales. N° 95. Abril – Junio.

- POSADA, Esteban. GARCÍA, Andrés Felipe. "¿No importa la cantidad de dinero?: "Inflation Targeting" y la Teoría Cuantitativa". Borradores de Economía.
- RESTREPO, Paulina (2005). "Disinflation Costs Under Inflation Targeting in Small Open Economy". Borradores de Economía. Febrero.
- TORRES, José Luis (2008). "El esquema de Inflación Objetivo en Colombia". Banco de la República. Departamento de Inflación. Mayo.
- URRUTIA MONTOYA, Miguel. (1995). "La estrategia de estabilización de la Junta del Banco de la República: 1991 - 1994". Revista del Banco de la República.
- \_\_\_\_\_, Miguel. (1998). "¿Porqué es necesario reducir la inflación en Colombia y cómo lograrlo? Nota Editorial.
- \_\_\_\_\_, Miguel. (2002) "Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década". Nota editorial. Mayo.
- \_\_\_\_\_, Miguel. (2002). "El efecto de los choques de oferta sobre la inflación en Colombia". Nota Editorial. Enero.
- \_\_\_\_\_, Miguel. (2005). "La tasa de cambio y la política de inflación objetivo". Nota Editorial.
- \_\_\_\_\_, Miguel. (2005). "Política Monetaria y Cambiaria del Banco Central Independiente". Revista FLAR N° 1. Marzo.
- \_\_\_\_\_, Miguel. Fernández, Cristina. "Política monetaria expansiva en épocas de crisis: el caso colombiano en el siglo XX. ¿No se quiso o no se pudo ser contracíclico?". Banco de la República.
- ZULUAGA, Blanca. (2004). "La política Monetaria: Teoría y caso colombiano". Apuntes de Economía. Universidad ICESI. Marzo.
- [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)
- [www.dane.gov.co](http://www.dane.gov.co)