

1-1-2005

Comparación del mecanismo de corredores monetarios el método de inflación objetivo

John Ricardo Vargas Baron
Universidad de La Salle, Bogotá

Follow this and additional works at: <https://ciencia.lasalle.edu.co/economia>

Citación recomendada

Vargas Baron, J. R. (2005). Comparación del mecanismo de corredores monetarios el método de inflación objetivo. Retrieved from <https://ciencia.lasalle.edu.co/economia/459>

This Trabajo de grado - Pregrado is brought to you for free and open access by the Facultad de Economía, Empresa y Desarrollo Sostenible - FEEDS at Ciencia Unisalle. It has been accepted for inclusion in Economía by an authorized administrator of Ciencia Unisalle. For more information, please contact ciencia@lasalle.edu.co.

Comparación del mecanismo de Corredores Monetarios con
el método de inflación objetivo: *Resultados desde la
implementación de este último en 1998 hasta el año 2003.*

JOHN RICARDO VARGAS BARÓN

UNIVERSIDAD DE LA SALLE
FACULTAD DE ECONOMÍA, BOGOTÁ D.C.
2005

Comparación del mecanismo de Corredores Monetarios con
el método de inflación objetivo: *Resultados desde la
implementación de este último en 1998 hasta el año 2003.*

Trabajo de Investigación para optar al título de Economista

JOHN RICARDO VARGAS BARÓN

DIRECTOR:
DOCTOR ALFONSO GARAVITO

UNIVERSIDAD DE LA SALLE
FACULTAD DE ECONOMÍA, BOGOTÁ D.C.
2005

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN

CAPITULO I

1.	CORREDORES MONETARIOS	4
1.1	QUE SON LOS CORREDORES MONETARIOS	5
1.2	COMO FUNCIONAN LOS CORREDORES MONETARIOS	6
1.3	SITUACIÓN ECONÓMICA DURANTE LOS CORREDORES MONETARIOS (1989 – 1995)	9

CAPITULO II

2.	INFLACIÓN OBJETIVO	13
2.1	QUE ES INFLACIÓN OBJETIVO	14
2.2	COMO FUNCIONA ESTE MECANISMO	15
2.3	ENTORNO MACROECONÓMICO	20

CAPÍTULO III

3.	COMPARACIÓN ENTRE CORREDORES MONETARIOS E INFLACIÓN OBJETIVO	24
3.1	DIFERENCIAS CUALITATIVAS ENTRE LOS CORREDORES MONETARIOS E INFLACIÓN OBJETIVO	24
3.2	DIFERENCIAS DE PROCEDIMIENTO ENTRE LOS CORREDORES MONETARIOS E INFLACIÓN OBJETIVO	30
3.3	IMPACTO SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y RESULTADOS MONETARIOS DE AMBOS MECANISMOS	45

CONCLUSIONES	61
---------------------	----

PERSPECTIVAS	65
---------------------	----

BIBLIOGRAFÍA	69
---------------------	----

NOTA DE ACEPTACIÓN:

JURADO:

JURADO:

ASESOR:

AGRADECIMIENTOS

Quiero expresar mi agradecimiento a todas las personas que me impulsaron para realizar y terminar este proyecto.

A mi profesor y amigo el Doctor Alfonso Garavito Montoya, quien con su dedicación y paciencia contribuyó en gran medida a la consecución de un buen trabajo final.

Y por último a mi familia que es mi pilar más importante y sin los cuales no alcanzaría el éxito.

Dedicada a

DIOS, pues fue él quien me dio la fuerza
para continuar con el trabajo fuerte, me abrió
las puertas del conocimiento y me sostuvo en los
momentos más difíciles de este trabajo.

A Flor A. Barón, Ximena Vargas, Juan C. Rivas
Mi Familia, quienes con su apoyo y paciencia
fueron la piedra angular de este trabajo.

John Ricardo Vargas Barón

INTRODUCCIÓN

El tema del manejo de la inflación ha sido factor de importantes investigaciones por parte de muchos economistas que ven en el manejo de la misma un mecanismo de estabilización, crecimiento y credibilidad. En la actualidad el manejo de la política monetaria por parte del Banco de la República se basa en la estabilización de la inflación con base en metas de inflación plurianuales (Inflación objetivo) y el control a ciertos agregados monetarios, teniendo en cuenta otras variables macroeconómicas que permiten un adecuado crecimiento económico y social como son el desempleo, la demanda agregada, el sistema financiero, etc.

Durante los años 1998 – 2003 se observó que la Economía Colombiana estuvo viviendo un proceso de Desinflación, ya que para los años anteriores se tenía una inflación promedio de 23.5% y para el año 2002 se llegó, a través de descensos sucesivos, a una inflación del 7% (Fuente: Banco de la República); para analizar lo siguiente es necesario subrayar que durante el año 1995 se adoptó un método para establecer la inflación a futuro, que se denominó Inflación Objetivo, manejado por el Banco de la República, este mecanismo es importante para explicar el comportamiento de la inflación en los últimos años.

Antes de su implementación, se manejaba la inflación mediante un mecanismo denominado Corredores Monetarios, que consistía en mantener la inflación anclada a un mínimo y un máximo establecido en los agregados monetarios, especialmente con la base monetaria. Para el control de los precios, el Banco recurrió inicialmente a un esquema de meta intermedia (Base Monetaria), además de un sistema de bandas cambiarias. Este mecanismo con el tiempo, al enfocar toda su atención al manejo del dinero,

como un ancla de inflación, arrojó resultados negativos debido a la inestabilidad de la demanda y a la poca neutralidad de la política monetaria en el corto plazo.

Por estos factores se dio el abandono de estas políticas y se adoptaron medidas que introdujeran en el control de la inflación todo el entorno macroeconómico del país, es decir, el manejo de la inflación mediante el mecanismo de inflación objetivo. Ataques sucesivos a la banda cambiaria, llevaron al abandono de esta estrategia y el Banco trascendió hacia la libre flotación cambiaria y hacia un esquema de inflación objetivo, siguiendo ejemplos de países donde esta ha funcionado con efectividad, como es el caso de Chile, Canadá, Gran Bretaña, entre otros.

Al realizar un análisis de estos mecanismos de control de la inflación, (Corredores Monetarios e Inflación Objetivo), se despeja el panorama que presentó la inflación durante el periodo comprendido entre 1998 - 2003 y el porqué de esta desinflación tan anómala en la historia económica del país.

La presente investigación se centra en el análisis de estos dos mecanismos, a la vez muestra con resultados conseguidos mediante el manejo de la inflación bajo el mecanismo de inflación objetivo, implementado en Colombia hacia el año 1995 y dado a conocer abiertamente en 1999. Adicionalmente se hace una comparación entre estos dos mecanismos a nivel de variables macroeconómicas y de resultados. La primera parte de este documento explica cada uno de estos mecanismos de control de la inflación y aporta algunos datos estadísticos del entorno macroeconómico que se tenía en el momento de implementar cada uno.

En la segunda parte se realiza una comparación macroeconómica entre Corredores Monetarios e Inflación objetivo, donde se muestran resultados en materia de inflación, desempleo, crecimiento del producto, entre otras.

Por último se dan unas conclusiones y se muestran las perspectivas de inflación para los próximos años y de algunas variables importantes para el crecimiento del producto en el país.

CAPÍTULO I

CORREDORES MONETARIOS

Desde el año de 1991 con la Nueva Constitución Colombiana, el principal objetivo del Banco de la República ha sido mantener el poder adquisitivo de la moneda, para tal fin dispone de mecanismos monetarios que permiten mantener baja y controlable la inflación. Un mecanismo utilizado para cumplir con su objetivo constitucional fue el de los corredores monetarios. Estos Corredores fueron utilizados desde los años 80 como un mecanismo efectivo de control, siguiendo la trayectoria de ciertos agregados monetarios como por ejemplo la base monetaria.

Para entender el crecimiento o disminución de la inflación, y por ende su control, es necesario entender como se generan estos efectos inflacionarios; para tal fin, es necesario entender los conceptos de Demanda Agregada Dinámica y Oferta Agregada Dinámica, ya que continuos desplazamientos de estas curvas generan el incremento general de los precios en una economía, entendiendo por Demanda Agregada Dinámica la trayectoria de los desplazamientos continuos de la demanda agregada, bien sea a la derecha o a la izquierda por variaciones en la oferta nominal del dinero (M) y la Oferta Agregada Dinámica desplazamientos de la curva de oferta agregada teniendo en cuenta la tasa real de inflación (π) y la tasa de crecimiento real del salario nominal (gW); esta curva se desplaza a la derecha al disminuir la inflación esperada (π_e) o a la izquierda cuando aumenta.

Teniendo en cuenta esta apreciación, el Banco de la República puede tener un control sobre ciertos agregados monetarios como son la cantidad de dinero en circulación o la base monetaria, creando para estos unos

corredores de comportamiento donde se brinda flexibilidad a la política monetaria de tal manera que permita asimilar los choques externos y sin causar problemas de manejo para otros agregados monetarios; pudiendo así controlar la inflación a futuro y crear unas expectativas inflacionarias creíbles.

1.1 QUE SON LOS CORREDORES MONETARIOS

La política monetaria cuenta con unos mecanismos de control como son los agregados monetarios, estos agregados son los medios de pago (M1), la base monetaria, el multiplicador monetario, los activos y pasivos del sistema financiero, y por último la oferta monetaria. Todas estas herramientas para el control de la inflación, permiten establecer una relación entre los agentes económicos y revelar posiciones en cuanto a crecimiento y estabilidad inflacionaria y evolución del crecimiento económico.

El Banco de la República a finales de los años 80 y durante la primera mitad de los 90, manejó la inflación mediante el control a estos agregados monetarios, otorgándoles un rango superior y uno inferior dentro del cual estos podían oscilar, de forma que no se observaran cambios muy bruscos en ninguno de estos agregados. Se dio especial énfasis a los medios de pago a finales de los años 80, como se puede observar en la siguiente nota editorial:

“El agregado monetario que tradicionalmente ha sido objeto de la mayor atención y control por parte de las autoridades, es el de los medios de pago (M1). Esto en razón de la gran liquidez de sus componentes (efectivo en poder del público y depósitos en cuenta corriente), cuyos cambios se reflejarán rápidamente sobre la evolución de la demanda agregada y los precios en la economía. Según sus

fuentes, los medios de pago están compuestos por la base monetaria y el multiplicador.”¹

Esto funcionaba a finales de los años 80 y para comienzos de los noventas; luego las innovaciones financieras, que dificultaron el control al crecimiento de los agregados monetarios, hicieron que se prestara mayor atención a la base monetaria para el control de estos.

1.2. COMO FUNCIONAN LOS CORREDORES MONETARIOS

El esquema de corredores monetarios plantea como base para el manejo de la inflación el seguimiento a los agregados monetarios ya mencionados, en un rango previamente establecido. Es importante anotar que la autoridad monetaria (Banco de la República), puede ejercer un importante grado de control sobre los agregados monetarios, pero no en forma absoluta, debido a que existen factores como por ejemplo las decisiones de los agentes que también influyen en la evolución de dichos agregados.

Como primera medida para establecer un corredor monetario se debe seleccionar la variable con la cual el Banco de la República pueda actuar para el control de la inflación, como por ejemplo en el caso de finales de los 80 los medios de pago (M1) y a finales de los 90 la base monetaria. Estas variables deben cumplir con unos parámetros mínimos como son en primera medida, que tengan una relación estable y predecible con la meta de inflación establecida para cada año, para así, al momento de observar fluctuaciones anómalas, se puedan tomar medidas de prevención y control

¹ NOTA EDITORIAL.1986. Instrumentos de control monetario: operaciones de Mercado abierto frente a una política de encaje. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 707, (Septiembre); p. 3.

de estas variables o agregados monetarios. En segundo lugar, la autoridad monetaria debe tener la facultad de controlar la variable en el corto y mediano plazo, para de esta forma tener un mayor grado de seguimiento sobre la variable, obtener menores rezagos entre las acciones del Banco y el nivel deseado de la variable para cumplir con la meta de inflación establecida con anterioridad. (Urrutia, 1999).

Después de establecer la variable que será objeto de máxima atención, se debe definir la coherencia entre la trayectoria de la meta de esta variable y la meta final de inflación, de forma que si la meta de la variable se ve comprometida en algún momento, se pueda modificar; todo, con el fin de cumplir con la meta primaria que es la de mantener la inflación estable. Luego se determina el instrumento que hará posible la consecución de dicha meta que en este caso es el corredor monetario. Por último se establece un vínculo entre este instrumento (Corredor Monetario) y la meta de inflación, para entrar a construir el corredor del agregado monetario que se va a analizar.

El cumplimiento de la meta está ligado a que el agregado se mantenga dentro de este corredor que se estableció y para eso el Banco de la República cuenta con las operaciones de mercado abierto (OMA), las cuales afectan directamente la liquidez del mercado, de forma que si el requerimiento es otorgar liquidez, el Banco adquiere títulos temporalmente en el mercado interbancario (a esto se denomina OMA de expansión) y si la necesidad es de recoger liquidez, vende estos títulos, a lo cual se denomina OMA de contracción. De esta forma y teniendo en cuenta que la tasa de interés interbancaria se determina en el mercado, esta tasa se convierte en la variable que el Banco manejará para cumplir la meta de inflación. De esta forma el Banco crea unas tasas de referencia para otorgar liquidez mediante

los OMAS, y una tasa extraordinaria, denominada lombarda, que es la que puede otorgar liquidez ilimitada al mercado y a su vez recoger el exceso de la misma.

Si el agregado se sitúa por encima o por debajo del corredor establecido, el Banco otorga o contrae liquidez en el mercado para que este tipo de desviaciones se corrijan en el mediano plazo. (Urrutia.1999).

Todo este proceso tiene su referencia teórica en el comportamiento de las curvas de Demanda Agregada Dinámica Y la curva de Oferta Agregada Dinámica (Diulio, Segunda Edición)², las cuales determinan el comportamiento de la inflación mediante mecanismos monetarios y fiscales y las expectativas futuras de inflación de tal manera que la curva de demanda agregada dinámica (DAD) tiene la siguiente forma:

$$y = y_{-1} + \Delta y$$

Donde y es la demanda agregada actual; y_{-1} es la demanda agregada con un rezago y Δy es el cambio de la demanda agregada entre periodos. Cuando existen cambios en la oferta de dinero y/o exista una expansión fiscal la ecuación cambia de la siguiente manera:

$$y = y_{-1} + \beta (M - \pi) + \alpha f$$

donde β y α son los multiplicadores monetario y fiscal, M es la tasa de crecimiento de la oferta nominal del dinero, π es la tasa de inflación actual,

² DIULIO, Eugene. 1991. Macroeconomía. 2a edición. México: McGraw Hill, Cap. 10.

($M - \pi$) es la tasa de expansión de la oferta real del dinero y f es el estímulo fiscal.

Así, disminuciones en la tasa de crecimiento de la oferta nominal del dinero (M) desplazan la curva de demanda agregada dinámica hacia la izquierda provocando disminuciones de la inflación, este es el caso que maneja el Banco de la República cuando realiza operaciones de OMAS de contracción o expansión de la política monetaria, con el fin de disminuir la cantidad de circulante en la economía y la base monetaria.

1.3. SITUACIÓN ECONÓMICA DURANTE LOS CORREDORES MONETARIOS (1989 – 1995)

El objetivo primordial del Banco de la República es mantener estable el nivel general de precios y para esto se basa en los agregados monetarios que permiten mantener una relación entre la política monetaria y la inflación, en un principio la inflación se manejó bajo el estricto control de agregados monetarios, con el tiempo se estableció manejar un rango de flexibilidad para con estos y así se dio origen a los corredores monetarios. Teniendo en cuenta que estos corredores se desarrollaron desde finales de los años 80, se realizará un análisis general del entorno macroeconómico que pueda afectar a estos agregados durante la década del 90.

En 1990 se realizaron reformas como por ejemplo reducciones de los aranceles a las importaciones, seguido de un aumento del impuesto del IVA. Para compensar esta reducción, se incrementó el gasto público en cuanto a las transferencias a las regiones del país, se dio luego en 1991 la independencia del Banco de la República y se reglamentó la forma de financiamiento del gobierno, donde todos los miembros de la Junta Directiva

del Banco deben estar de acuerdo para poder prestarle a este. El país venía en una senda de proteccionismo que se vino a bajo con el modelo de apertura económica en el cual, las emisiones monetarias que se tenían acostumbradas no se permitieron mas, y las política monetaria se tornó menos expansionista. En 1990 se tenía una inflación de 32.5% (Fuente: DANE) y un crecimiento del producto interno bruto muy moderado.

Con la reducción de los aranceles, las importaciones disminuyeron y se obtuvo un superávit en la cuenta corriente del país, creando con esto un ambiente de optimismo y cambios, que llamó la atención de la inversión extranjera y contribuyó a la entrada de capitales. El Banco de la república tomó medidas para enfrentar esta situación con operaciones de mercado abierto, que buscaban esterilizar parte de estas divisas; sin embargo, estas medidas no fueron muy exitosas. Además se dio un incremento en el ingreso de capitales, incluidos los capitales percibidos de actividades ilícitas como el narcotráfico y se aumentó el crédito privado y público con la apertura económica.

Bajo estas nuevas circunstancias el Banco de la República no participaba diariamente en la compra y venta de divisas, este intervenía solo en momentos en los que la tasa de cambio estaba en algún extremo de la banda cambiaria, creando confusión en los agentes y una nueva forma de interpretación de los mecanismos de política monetaria. En 1992 y 1994 se permitieron expansiones monetarias del orden de 44% anual y de crédito del 50%. En esos momentos se intervino el mercado mediante OMAS que restringían la liquidez de la economía, pero este mecanismo resultó muy costoso; por tanto, se decidió por la monetización de las divisas que entraran al mercado. Esto generó un ambiente de claridad y transparencia en la reglamentación de la política monetaria, ya que el Banco no intervenía de forma abrupta en el mercado cambiario del país y esto convino a los agentes

económicos, los cuales aprendieron a cubrirse de los riesgos implícitos en este tipo de mercado.

En 1994 se bajó la banda cambiaria en 7% generando incertidumbre en los agentes y pérdida de la confianza, pues estos se dieron cuenta que la banda era vulnerable y que podía tener estos mismos movimientos sin previo aviso. Esto sucedió poco antes de la crisis Mexicana. En 1995 una nueva estrategia monetaria se dio paso en la nueva economía y fue la introducción de metas de inflación, con el fin de bajarla gradualmente en los siguientes 5 años. En cuanto a la expansión del crédito externo, entre los años 1990 y 1998 este aumentó de US\$3,000 a US\$15,000 millones (Fuente: Banco de la República), lo cual financió la renovación en tecnología de las empresas, la compra de vivienda y el consumo de bienes durables.

La primera meta de inflación se dio en 1991 antes de constituida la Junta Monetaria del Banco de la República, la cual fijaba arbitrariamente la reducción de la inflación en un total de 10.5% para el año inmediatamente siguiente. Esta meta no se pudo conseguir sino después de 3 años de establecida. Anualmente la meta de inflación se reduciría y los corredores monetarios deberían crecer menos, generando un crecimiento bastante grande del producto, de alrededor de 4% y 5% por año. Esta meta se incumplió en 1994, casi se logra en 1995, para 1996 no estuvo cerca. En 1997 se sobre cumplió la meta y para 1998 alcanzó a cumplirse. Todo esto trajo un decrecimiento de la credibilidad de los agentes aumentando la incertidumbre en cuanto al pago de salarios y fijación de precios. (Kalmanovitz. 1999).

El estado Colombiano no estuvo exento de esta expansión del crédito, ya que si se analiza el tamaño de este, pasó de 1990 a 1997 de 11% a 18% del

PIB. Todo esto se financió con el auge económico de los años 1992 a 1995, un aumento de impuestos, de las cotizaciones del seguro social, privatizaciones y de 1996 en adelante por mayores créditos externos. Lo negativo de este aspecto es que el gobierno no se tecnificó ni tuvo mejoras importantes, lo cual hubiera sido lo mejor, sino por el contrario este se tecnificó hasta el año 1994 y desde allí en adelante lo que sucedió es que aumentaron los salarios de los empleados públicos como por ejemplo los magistrados, los jueces, congresistas, entre otros. (Kalmanovitz. 1999).

Durante 1995 y 1996 se observó un ajuste monetario interesante, el cual mostraba un crecimiento de los agregados monetarios de forma moderada, y el crédito también disminuyó. En agosto de 1996 el banco comenzó a disminuir las tasas de interés en rangos de 33% en agosto de 1996, hasta 25% a principios de 1997. En mayo de 1997 se movió el corredor de la base monetaria hacia arriba, permitiendo que la tasa de interés bajara a 22% en junio de ese año. A pesar de estas circunstancias la expansión económica se vio afectada gracias a que se recrudeció la crisis Asiática.

CAPÍTULO II

INFLACIÓN OBJETIVO

Durante la segunda mitad de la década de los noventa, la inflación en Colombia ha presentado disminuciones importantes a niveles de un solo dígito para 2002, esta disminución de la inflación se debe, entre otros, a problemas económicos tales como la disminución de la demanda agregada, el aumento del desempleo, las crisis internacionales, la situación social del país, pero en gran parte al nuevo manejo monetario que se está dando a la inflación con el mecanismo de inflación Objetivo. Este es un mecanismo que se ha venido estudiando desde 1995 y se ha implementado en Colombia hacia el año 1999, siguiendo la línea internacional que demuestra que el uso de los corredores monetarios ha cumplido con su ciclo y se está abriendo campo la nueva forma de política monetaria, que tiene en cuenta no solo los agregados monetarios sino en general todos los aspectos de crecimiento económico, el entorno internacional y las proyecciones de crecimiento del Gobierno Nacional.

Todo esto parte desde la idea que se tenía de la curva de Phillips, en la cual se destacaba que para disminuir el desempleo se debía permitir mayor nivel de inflación en la economía, pero recientes estudios han confirmado que esta teoría no se cumple en el largo plazo. Uno de los resultados obtenidos mediante la curva de Phillips, es que al incrementarse el crecimiento económico, con el tiempo coincidía con mayores aumentos en los salarios nominales y en el nivel general de precios. De esta curva parecía deducirse que para aumentar el crecimiento económico y disminuir el nivel del desempleo era necesario tener un poco más de Inflación. En versiones recientes de esta curva, se demuestra que la Inflación puede generar incrementos de productividad, sí es repentina; pero es perjudicial en el largo

plazo pues se torna contraproducente para la propia actividad económica y el empleo, por tanto cada vez es más claro que la Inflación de precios va en detrimento, y no en apoyo, de la actividad productiva (Villar Gómez 2000)³.

Al enfocar toda la atención de la política monetaria al comportamiento del dinero como ancla de la inflación, se dieron factores negativos en el manejo de la misma, debido a la inestabilidad de la demanda por dinero y la no neutralidad de la política monetaria en el corto plazo. Gracias a esto se dio el abandono de las políticas monetarias usadas en ese momento (como son los corredores monetarios), y se dio un espacio para el desarrollo de la teoría que uniera la estabilidad de precios con un cierto grado de activismo en la política monetaria (inflación objetivo).⁴

Dentro de este marco de política monetaria, de altas tasas de inflación, de cambios radicales en la mentalidad monetaria, de deseo de estabilización y reducción de la inflación, se da un marco perfecto para la implementación del mecanismo de Inflación objetivo en el país.

2.1. QUE ES INFLACIÓN OBJETIVO

Durante la década de los noventa algunos países han venido utilizando un modelo de metas de inflación que permite establecer parámetros inflacionarios para determinados periodos de tiempo, dentro de estos países

3 VILLAR Gómez, Leonardo. 2000. Estabilidad de precios, Crecimiento y Credibilidad. Comentarios al análisis y proyecciones de prospectiva. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. (Julio 2000)

4 ROSENDE Francisco. 2002. La Nueva Síntesis Keynesiana: Análisis E Implicancias De Política Monetaria. En: Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Agosto. Pág. 203-233.

se encuentran Gran Bretaña, Chile, Canadá, y últimamente Colombia, este mecanismo se denomina inflación objetivo.

Este es un esquema mediante el cual el Banco de la República establece unos objetivos de inflación para periodos de uno o dos años, en los cuales realiza un manejo flexible de todas las herramientas monetarias de que dispone, para la consecución de dicho objetivo. Para la obtención de esta flexibilidad es muy importante la credibilidad en las políticas monetarias que maneja el banco, sin dejar de lado todos los posibles factores macroeconómicos internos y externos que impliquen un alza de la inflación durante este periodo determinado.

Esta idea surge del análisis de varios mecanismos para el manejo de la inflación como fueron en su momento la esterilización de las divisas para evitar monetizaciones innecesarias en el Mercado o los corredores monetarios, mecanismos que fueron perdiendo su importancia y su credibilidad con el transcurrir del tiempo. Por tanto nace la idea de adoptar este mecanismo de inflación objetivo como una solución al manejo de la inflación, tomando la experiencia de países en donde esta ya se había implementado y había funcionado de forma correcta.

2.2. COMO FUNCIONA ESTE MECANISMO

El pilar más importante para el funcionamiento del mecanismo de inflación objetivo, es el manejo de las tasas de interés a las cuales se presta o se recibe dinero del sistema financiero por parte del Banco de la República. Sin dejar de lado otros factores como son:

- a. El anuncio de una meta de inflación para los próximos dos años, seguida de una meta específica para el mediano y largo plazo.
- b. Debe darse prioridad a la consecución de la meta de inflación establecida, por encima de cualquier otro factor que se pueda presentar.
- c. Manejar varias estrategias para el control de la inflación, sin que se descuide el entorno macroeconómico Nacional,
- d. Una comunicación transparente entre el Banco de la República y el público en general, del comportamiento monetario en el Mercado Colombiano.
- e. Una perfecta independencia del banco de la República del Gobierno, para realizar el manejo monetario en el país.

Con todos estos componentes y el seguimiento de unos corredores monetarios, como por ejemplo la base monetaria, sin que estos lleguen a ser definitivos en la toma de decisiones, se establecen parámetros en los cuales se toman medidas correctivas en cuanto a las tasas de interés de ser necesario o no, para la consecución de la meta de inflación establecida con anterioridad.

Para lograr el efecto esperado por las autoridades monetarias, es necesario que se tenga un gran nivel de confianza en la actuación del Banco de la República en el manejo previo de la inflación, ya que, de no tener una credibilidad establecida, los agentes tomarán estas alzas o disminuciones en las tasas de interés como poco efectivas y serán generadoras de una mayor inflación en el futuro.

El manejo que se da a la inflación en este mecanismo es de carácter flexible, debido a que si existen factores externos o internos que pongan en peligro la

meta de inflación, la autoridad monetaria evaluará el impacto que esté efecto tendrá en la economía y actuará de forma tal, que permita la corrección de esta desviación sin perjudicar la producción o el empleo en el país, a diferencia de los corredores monetarios que era necesario trazar unas bandas de comportamiento para determinadas variables y si por algún motivo se desviaban de la banda, era necesario tomar medidas de choque que devolvieran al lugar esperado dicha variables.

De esta forma es necesario verificar el control que se realiza al comportamiento de la inflación. Por tanto el control se realiza de la siguiente manera:

- a. Se evalúa la meta de inflación y si es posible alcanzarla al finalizar el año y en el largo plazo.
- b. Se evalúa el comportamiento general de la economía, como por ejemplo el crecimiento del producto, la capacidad instalada, el desempleo y perspectivas de inflación por parte de los agentes económicos.
- c. El seguimiento al corredor monetario establecido con anterioridad, en este caso la base monetaria, para establecer si en efecto es consecuente la meta de inflación, si no lo es, tomar medidas para su corrección. (Urrutia, octubre, 2001)

Para entender más de lleno el concepto de inflación objetivo (IT) se tiene en cuenta la formulación de John B. Taylor, mencionada por el Señor Kalmanovitz; que explica el comportamiento del mecanismo de IT, el cual se puede expresar de la siguiente manera:

$$i = p + gy + h(p - p^*) + rf$$

Donde:

y = PIB real como porcentaje de desviación del PIB potencial.

i = Tasa de interés de corto plazo.

p = Tasa de inflación

p^* = Meta de inflación

r_f = Tasa de interés real implícita en la función de reacción del banco central.

g , h y r_f son positivos.

“Cuando la inflación aumenta la tasa de interés del banco debe aumentar más que la tasa de inflación. Cuando el producto aumenta por encima del producto potencial, también debe aumentar más la tasa de interés. La variable (y) es una relación entre el PIB observado y el potencial. En la medida en que se acerque a uno, la autoridad monetaria debe aumentar las tasas de interés para evitar el sobrecalentamiento de la economía y el aumento de la inflación.

La inflación observada y el pronóstico de inflación contra la meta de la misma darán tranquilidad a la autoridad en cuanto la diferencia sea negativa, aunque se corre el riesgo de incumplir hacia abajo, incurriendo en costos sobre el empleo que pueda movilizar la economía. La política correcta será la que se insinúa cuando $p = p^$.*

La tasa de interés real implícita sería aquella que restringe el crecimiento y reduce la inflación o es neutra sobre estas variables o es suficientemente baja como para contribuir al crecimiento sin generar inflación, según el criterio de la autoridad monetaria.”⁵

Basados en este modelo se puede observar y confirmar que la variable más importante en el mecanismo de inflación objetivo es la tasa de interés, pero

5 KALMANOVITZ, Salomón.2002. “El Banco de la República y el Régimen de meta de Inflación”. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 891 (Enero) p. 22-41.

teniendo en cuenta todo el entorno macroeconómico reflejado en el crecimiento del producto y la inflación esperada junto con la meta de la misma; sin dejar de lado las condiciones de economías extranjeras que influyen en la nacional. Para esto se propone el mismo planteamiento pero para economías abiertas como la Colombiana y más ahora ad portas de firmar el tratado de libre comercio con Estados Unidos. El planteamiento según Kalmanovitz⁶ es el siguiente:

$$i = rf + p + gy + h(p - p^*) + k(e - e^*)$$

Donde r es la tasa de interés real, e y e^* son las tasas de cambio observada y la que puede hacer desviar a la inflación de su meta.

Esta nueva apreciación de la inflación objetivo para economías abiertas se diferencia de la otra en básicamente dos aspectos que según el autor son:

- *“La variable de política es una combinación de r (tasa de interés real) y e (tasa de cambio real).*
- *La inflación se presenta como $p + e^{-1}$, una combinación de la inflación y la tasa de cambio rezagada”⁷*

Bajo estos planteamientos el Banco de la República establece un manejo de la inflación manejando el entorno macroeconómico Nacional y teniendo en cuenta situaciones difíciles en el marco internacional, como son cambios en las tasas de interés de los principales socios comerciales y su influencia en el

⁶ Ibíd., p. 32.

⁷ TAYLOR, John B. 1996. How Should Monetary Policy Respond To Shocks While Maintaining Long Price Stability? – Conceptual Issues. Federal Reserve Bank Of Kansas City

mercado nacional, o posibles crisis en países vecinos o con influencia en nuestra economía.

2.3. ENTORNO MACROECONÓMICO

Para entender la transición que se realizó de los corredores monetarios al mecanismo de inflación objetivo, es necesario analizar el entorno macroeconómico del país durante la implementación de este último en 1998.

Para la década del 90 se observaron varias crisis internacionales a saber, la crisis Mexicana de 1995, y una de las mas importantes la crisis Asiática a comienzos de 1997, también es importante recordar la crisis financiera de finales de los 90's en el país, que trajo innumerables pérdidas a todos los sectores económicos nacionales.

Durante los años 90's, el país entró en una época de expansión del crédito muy amplia, y los niveles de gasto del gobierno crecieron de forma significativa en estos años, tanto así, que para el año 1991 la relación gasto/PIB era del 17.5% y para el año 2001 se situó en 47.7% del PIB. Esto nos muestra la acelerada explosión del gasto público para este periodo, además de encarecerse el servicio de la deuda en porcentaje del PIB, que se observaba de 2.6% en 1991 y llegó a 9.0% del PIB en 2000.

Este aumento se explica, en que el gasto del gobierno ha venido en franco crecimiento, y los ingresos percibidos no han presentado el mismo comportamiento, un ejemplo claro es que para 1991 los ingresos eran del orden del 10.3% del PIB y los gastos de 11.2% mostrando una relación sostenible y nada preocupante, en cambio, para el año 2000, esta relación era de ingresos por 18.3% del PIB y gastos de 24.6%, (Fuente Banco de la

República); abriendo una brecha importante entre los dos, en tan solo una década. Esto explica en gran medida el aumento del endeudamiento externo y el correspondiente incremento de los créditos externos de todos los agentes privados y públicos. Este incremento de créditos, permitió el crecimiento acelerado y poco normal de todos los sectores económicos y a la vez de muchos pequeños y medianos empresarios, que vieron en esta forma de financiación, un buen camino para respaldar el crecimiento de sus empresas. Todo este flujo de crédito del exterior se vino abajo con las crisis internacionales que se vivieron, siendo la mas importante la crisis asiática en el año 1998 (Fuente Banco de la República), afectando mercados como el de Rusia, el de Brasil y México, generando cambios en las políticas cambiaria y monetaria de América Latina.

Colombia se vio afectada en la medida en que se cerraron los créditos externos y la facilidad para conseguirlos se desvaneció, por esta razón la inversión en nuevos proyectos disminuyó de manera drástica, muchos nuevos empresarios quebraron y cerraron sus empresas, la producción Nacional disminuyó a niveles nunca antes vistos. Se generó una caída en las importaciones y en la demanda debido a la devaluación del peso. El Banco de la República trató de mantener estable el peso mediante la intervención del mercado cambiario a través las bandas cambiarias sin mayores resultados, tanto que en el año de 1999 se dio paso a la libre flotación cambiaria en el país, un paso importante para la consolidación de la inflación objetivo en Colombia. Este cambio se dio debido a presiones cambiarias y especulativas que se registraron en el año 1998 e inicios de 1999, siendo una de las más importantes la registrada en febrero de 1998 (Fuente Banco de la República), cuando el Banco movió el corredor de la tasa de interés hacia arriba, generando con esto que la tasa de interés del DTF se ubicara en 25%, y de febrero en adelante, esta siguió su ascenso debido a nuevas

presiones registradas en el interior del Mercado y por presiones externas como por ejemplo la crisis Asiática. Todo esto disminuyó la confianza de los agentes y las expectativas de devaluación.

En el primer semestre de 1998 las presiones fueron tantas, que el banco se vio en la obligación de vender muchas reservas, con lo cual se contrajo la oferta monetaria y la tasa de interés del DTF se ubicó en 35%. Agosto fue un mes muy importante ya que Rusia se declaró incapaz de cancelar su deuda, creando pánico en los mercados internacionales. En este momento, el Emisor aumentó de forma importante la liquidez en la economía para evitar nuevos ataques especulativos y cambiarios, teniendo como resultado problemas en los sistemas productivos y financieros.

En septiembre del mismo año la banda cambiaria se elevó en un 9%, generando en el Mercado expectativas de vulnerabilidad en la banda, por tanto el Mercado continuó su ataque especulativo. El Banco de la República no pudo mantener el nivel de liquidez que el Mercado exigía, así que mantuvo las restricciones en los repos y defendió la banda cambiaria permitiendo que la tasa de interés a noventa días se ubicara en 37%. Desde ese momento se otorgó liquidez en forma mas regulada a la economía, ubicando la tasa de interés interbancaria en 50% y 60%, con lo cual el sistema financiero se vio seriamente afectado.⁸ Gracias a todos estos factores la defensa de la banda cambiaria se vino abajo y se dio paso a la libre flotación cambiaria en el mes de septiembre de 1999.

Todos estos factores se vieron reflejados en el crecimiento del producto Nacional para el año 1998 de tan solo 0,6%, y una impensable contracción

⁸ KALMANOVITZ, Salomón. 1999. Los equilibrios macroeconómicos y el Banco Central: El caso Colombiano. En: Banco de la República. Bogotá. Febrero.

para el año 1999 de $-4,3\%$ (Fuente Banco de la República). Además se suma la recesión mundial para los años 2001 y 2002, con los agravantes de la crisis Argentina y los atentados terroristas del 11 de Septiembre; sin olvidar la fuerte contracción del crédito en el país, por la crisis financiera que se vivió al finalizar el año 1999 y la disminución en los precios de la finca raíz, generando una contracción de la demanda.

Esto explica en parte la disminución de la inflación en el periodo estudiado (1998-2003), debido a una contracción de la demanda, al aumento del desempleo, la contracción del crecimiento económico, la relación de la economía nacional con los mercados extranjeros, entre otros. Lo importante es mantener la inflación estable y baja sin descuidar el entorno macroeconómico, sin perjuicios para el crecimiento del producto y sin afectar al sector financiero.

CAPÍTULO III

COMPARACIÓN ENTRE CORREDORES MONETARIOS E INFLACIÓN OBJETIVO

Teniendo en cuenta parámetros internacionales y estudios realizados en cuanto a manejo de la inflación en países como Canadá, Chile, Nueva Zelanda, entre otros. Se muestra una tendencia al cambio de directrices para el manejo de la inflación en el mundo contemporáneo. Este cambio, en el caso particular de Colombia, se da en el año 1999 cuando oficialmente se realizó el cambio de método para el control de la inflación y se pasó del método de Corredores Monetarios al mecanismo reconocido mundialmente de Inflación Objetivo estableciendo metas de inflación para periodos anuales y plurianuales con el fin de alcanzar un inflación de niveles internacionales que rondan los 3% a 5% anual.

A continuación se realiza una comparación entre los mecanismos de Corredores Monetarios e Inflación Objetivo, en aspectos como diferencias cualitativas entre ambos, diferencias de procedimiento, resultados monetarios de ambos mecanismos, impacto sobre la actividad económica general de estos, y por supuesto los resultados en materia de inflación.

3.1. Diferencias Cualitativas entre los Corredores Monetarios e Inflación Objetivo.

El fin primordial de estos dos mecanismos es el de controlar la inflación, los dos tienen sus características y cualidades que los hace realmente diferentes el uno del otro. Una diferencia notable que se puede observar entre estos dos mecanismos es la relacionada con el régimen de flotación cambiaria que se manejaba en cada uno de ellos. Cuando se habla del manejo a la inflación bajo el mecanismo de corredores monetarios, el Banco de la República

manejaba un régimen de flotación cambiaria semifijo; en el cual, el peso debía fluctuar dentro de una banda que permitía un máximo y un mínimo para el valor de este con respecto a otras monedas extranjeras. Este manejo del tipo de cambio semifijo, traía consigo una serie de ventajas como por ejemplo la disminución de los costos asociados a la volatilidad de las tasas de cambio flotantes y en países donde el manejo cambiario no tiene mucha credibilidad, establecer un parámetro que el banco central debe seguir, permite aumentar la credibilidad de los agentes con respecto al régimen cambiario, entre otros.

Algunas desventajas de este régimen es que la autoridad monetaria pierde capacidad de usar la política monetaria para contrarrestar algún tipo de recesión económica que se pueda presentar, no puede combatir de forma muy específica la deflación de precios y salarios y como en el caso de Colombia, no puede servir de mucho apoyo cuando existe una crisis financiera fuerte.⁹

En el año de 1999, en Colombia, el Banco de la República decidió adoptar un régimen de flotación cambiaria libre, en el cual el peso podía oscilar libremente sin necesidad de establecer algún parámetro para su comportamiento, este fue uno de los pasos que se dio para finalizar la implementación del nuevo mecanismo de inflación objetivo en Colombia. La adopción de este régimen, al igual que el anterior, tiene ventajas y desventajas, las principales ventajas son la obtención de autonomía monetaria para emplearla en la estabilización de la economía cuando es posible desde el punto de vista monetario, luchar contra la recesión económica y los efectos negativos de una deflación de precios y salarios, sin olvidar el apoyo que se puede otorgar en dado caso que exista una crisis

⁹ URRUTIA M., Miguel. 2001. Nota Editorial, "Ventajas y desventajas de los regímenes de flotación de la tasa de cambio". En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 884 (Junio) p. 5-15.

financiera. Algunas desventajas de este régimen son los costos implicados en la excesiva volatilidad de la tasa de cambio, y la facilidad que tiene el Banco Central para inyectar dinero en la economía, teniendo como consecuencia mayores niveles de inflación y mayores niveles de tasas de interés.¹⁰ Por consiguiente, cuando se analizan los Corredores Monetarios se hace referencia a un régimen de flotación cambiaria semifijo, y cuando se menciona el mecanismo de Inflación Objetivo, el régimen cambiario para este, es el de libre flotación cambiaria.

Otra gran diferencia entre estos dos mecanismos se registra en cuanto a la visión general de la economía y del entorno macroeconómico para el correcto manejo de la inflación que tiene cada uno de ellos; así para el caso de los Corredores Monetarios, la visión que se tenía para el control de la inflación, era que debía existir una relación estable entre los precios y los agregados monetarios, además de afirmar que la política monetaria regida bajo el mandato de reglas establecidas con claridad y bien definidas permiten un mejor manejo de la inflación por parte del Banco de la República, de forma que fuera más fácil juzgar los resultados de la política monetaria en determinado periodo. Este pensamiento empezó a perder adeptos al momento en que problemas de correlación entre los precios y los agregados monetarios se agudizaron, mostrando que esta relación no era muy fuerte y, que por el contrario, el establecer metas intermedias para los agregados monetarios se tornó en una tarea muy difícil y poco efectiva para el manejo de la inflación.

Por el contrario, el mecanismo de Inflación Objetivo da la posibilidad de realizar un manejo más discrecional sobre todo el entorno macroeconómico,

¹⁰ Ibid, p.11.

teniendo en cuenta consideraciones de tipo Nacional o Extranjero que alteren el resultado de la meta de inflación preestablecida; este mecanismo, no requiere de una estabilidad tan fuerte entre precios y salarios, como si exige para los corredores monetarios, y es una política de fácil entendimiento para los agentes económicos y con mayor transparencia. Además, al contrario de lo sucedido con el mecanismo de los Corredores Monetarios, el régimen de Inflación Objetivo enfoca la atención del público sobre el manejo que da el Banco de la República a la inflación (que es el objetivo primordial del Banco) y no en las cosas que no se pueden hacer mediante medidas de carácter monetario como por ejemplo la reactivación económica, el aumento del crecimiento del PIB o la reducción de los niveles de desempleo en Colombia.

Otra diferencia que se puede observar al comparar estos dos mecanismos es la concerniente a la visión que tiene el Banco de la República en cuanto al manejo de sus políticas monetarias. Este manejo ha cambiado durante el paso de los años como consecuencia de mejoras estructurales en los modelos de predicción de la inflación y por la capitalización de experiencias de países que han adoptado el mecanismo de inflación objetivo para el manejo de la inflación.

Bajo el mecanismo de corredores monetarios la visión que se tenía era la de controlar la inflación y la tasa de cambio por sobre todas las otras variables, sin dar mayor importancia a lo sucedido con el entorno macroeconómico general, durante este periodo la economía Nacional se acostumbró a tener inflaciones dentro de un rango de 15% a 30%, donde los costos asociados con una inflación de esta magnitud eran aceptados por gran parte de los agentes de la economía, a la vez que se creía que los costos de reducir la inflación a niveles de un dígito era una tarea muy difícil y con unos costos mayores a los beneficios que se recibirían a futuro, además existía un factor

que hacía aún mas difícil la predicción de la inflación bajo este mecanismo y era la relacionada con las innovaciones financieras que volvían inestable los agregados monetarios, y hacían la predicción de la inflación aún más compleja e incierta, debido a que el ancla nominal seleccionada como regulador de la meta de inflación no respondía adecuadamente a las necesidades primordiales para bajar la inflación.

La visión del Banco de la República ha cambiado desde la implementación del nuevo mecanismo de Inflación Objetivo en Colombia; en cuanto a que las decisiones de política monetaria, tiene ahora dos directrices que son:

- a. Mantener la inflación en niveles bajos hasta lograr un rango de niveles internacionales (3% - 5% anual)
- b. Propiciar el crecimiento sostenido del sector real y una mayor generación de empleo.

La prioridad del Banco es, en primera medida, la reducción de la inflación pero sin desatender todo el entorno macroeconómico que pueda influenciar en el cambio de la meta de inflación establecida; esta meta de inflación en si misma, pasa a ser el ancla monetaria que los agentes tienen como directriz para hacer un seguimiento a la inflación a futuro. Por ende, bajo el mecanismo de Corredores Monetarios solo se daba prioridad a la reducción de la inflación sin tener en cuenta otra información macroeconómica; en cambio, bajo Inflación Objetivo se busca una mayor estabilidad económica a la vez que se procura establecer una inflación de niveles internacionales.

Otra de las cualidades que estos mecanismos tienen y que a su vez diferencian a uno del otro, es en la fijación de unas metas de inflación en el tiempo. Así para los Corredores Monetarios la meta de inflación se daba solo para el año siguiente y su herramienta operacional era la Base monetaria

como corredor principal para el manejo de la inflación; esta característica era importante, pero no permitía establecer una comunicación muy fluida entre el Banco de la República y los diferentes sectores económicos; por el contrario, pareciera que esta comunicación fuera poco entendida y algunas veces mal interpretada.

Bajo el mecanismo de Inflación Objetivo la meta se hace plurianual, mejorando las expectativas de los agentes y forzando al Banco de la República a su cumplimiento, siendo su instrumento más importante la tasa de interés para información general hacia los agentes económicos. Esto permite una mejor comunicación entre el Banco Central y los mercados en general, en cuanto a las intenciones de política del Banco.

De la comunicación entre el Banco de la República y los mercados en la economía se desprende otra diferencia entre el mecanismo de Corredores Monetarios e Inflación Objetivo, que es:

- Cuando el manejo de la inflación se daba bajo los Corredores Monetarios, se establecía una meta de inflación para el año siguiente con relación al agregado de la base monetaria, cuando existían cambios, bien sea por encima o por debajo de este corredor, el mercado malinterpretaba estos cambios y las expectativas de inflación crecían de manera rápida, debido a que no existía una comunicación lo suficientemente buena entre el Banco central y los Agentes en la Economía.
- Ahora bajo el mecanismo de Inflación Objetivo se establecen metas de inflación a mayor tiempo y las desviaciones temporales son explicadas al público en general, mediante informes de inflación, a la vez que las

expectativas de los agentes hacia la inflación no suben de igual manera que bajo el mecanismo anterior, gracias a que existe una mayor credibilidad de los agentes para con el Banco de la República, en cuanto al manejo de la inflación, es decir, que gracias a la mejor comunicación existente entre el Banco Central y los mercados, esta variación no afecta en gran medida los niveles de inflaciones futuras.

3.2. Diferencias de Procedimiento entre los Corredores Monetarios y la Inflación Objetivo

En la actualidad, el Banco de la República orienta su política monetaria con base al mecanismo denominado Inflación Objetivo, mediante el cual busca el logro de inflaciones muy bajas, en coordinación con un crecimiento económico general. Antes de implementar este mecanismo el utilizado era el de los corredores monetarios, donde el objetivo más importante era la consecución de tasas de inflación bajas, para esto se realizaban proyecciones de la inflación a un año mediante modelos econométricos no muy avanzados. A continuación se compararán los dos mecanismos con el fin de encontrar diferencias de procedimiento entre estos.

Como primera medida un punto importante a tener en cuenta es, que bajo el sistema de Corredores Monetarios se manejaba un ancla nominal para el control de la inflación, para esto el Banco seleccionaba el agregado monetario más acorde y que mejor relación tuviera con la inflación, para así poder controlarlo y establecer un corredor para su movimiento, con el fin de direccionar la senda de inflación. Este agregado era la base monetaria, el cual mostraba una relación muy estrecha con la inflación a futuro pero no con la inflación a corto plazo, para corregir este comportamiento a corto plazo, la junta del Banco establecía parámetros para el comportamiento del dinero,

coherentes con la meta de inflación establecida, la proyección del crecimiento del PIB y cambios previsibles en la velocidad del dinero.

En el caso del mecanismo de inflación objetivo, las decisiones de política monetaria se hacen con base en varios parámetros como por ejemplo:

- La meta de inflación para los dos periodos siguientes.
- La evaluación del estado general de la economía, es decir el comportamiento del desempleo, del crecimiento de PIB, entre otros.
- El seguimiento al comportamiento de la base monetaria frente a su valor de referencia.

En este caso, la diferencia se da en que bajo los corredores monetarios, no se tenía muy en cuenta el entorno macroeconómico en general, pero se seguía muy de cerca el comportamiento de los agregados monetarios, para conseguir controlar la inflación. Bajo Inflación Objetivo, se hace más importante la consecución de bajas tasas de inflación teniendo en cuenta el entorno económico general y se toma en cuenta el seguimiento a algunos corredores monetarios sin que estos sean su pilar más importante en la toma de decisiones por parte de la Junta, en este caso el pilar con el que cuenta el Banco de la República es la tasa de interés, con la cual otorga o recoge liquidez del mercado.

Otra gran diferencia entre estos dos mecanismos es la relacionada con la proyección que se le daba a la inflación a futuro, mediante modelos económicos. Bajo los corredores monetarios, los modelos que mejor

predecían la inflación eran los modelos de tipo Arima, pero una desventaja era que no involucraban variables de política. Otro tipo eran los modelos monetarios, pero estos modelos no predecían muy bien y todos tendían a aumentar la inflación a futuro. Por tanto no era muy importante decidir que la inflación del pasado determinaba de una forma muy precisa la inflación a futuro. En el auge de los corredores monetarios, la predicción de la inflación se hacía calculando modelos para la demanda de dinero, y con base en estos se elaboraban corredores monetarios de seguimiento semanal de la base monetaria.

Innovaciones financieras, nuevos impuestos y cambios en el comportamiento de los ahorradores, hacían aún más difícil la proyección de estos corredores y por ende el control a la inflación bajo este mecanismo.

Esto quiere decir que bajo los corredores monetarios la proyección de la inflación era una tarea completamente difícil y muy inexacta, debido a las continuas innovaciones financieras y a los problemas de la economía en general, por tanto se buscaron nuevas alternativas para el control de la misma, llegando así a implementar el mecanismo de inflación objetivo en el país.

Bajo el mecanismo de inflación objetivo, la proyección de la inflación no ha sido tarea fácil, los modelos utilizados han sido implementados en economías desarrolladas, y en economías emergentes, lo cual refleja indicadores de comportamiento positivos en estos casos, en Colombia esta tarea empezó desde el año 1995 y continúa hasta ahora. Uno de los modelos que se utilizaron fue uno que implementa la tasa de cambio y los salarios como

variables independientes,¹¹ este modelo fue interesante pero con el tiempo perdió su eficiencia. También se estimaron modelos con variaciones simples de la curva de Phillips que con el tiempo han tomado fuerza en la proyección de la inflación. En años recientes, se desarrollaron modelos que involucran variables monetarias y diferencian entre el PIB potencial y el esperado, otorgando mayor exactitud a este tipo de modelos. Complementario a estos modelos de proyección inflacionaria, se han desarrollado nuevas medidas de inflación básica y se añadieron variables climatológicas en esta predicción, con el fin de volver más real la meta de inflación¹².

Toda esta mejoría en las herramientas de predicción, se hizo indispensable para la adopción en forma definitiva de la inflación objetivo como directriz de política monetaria en Colombia, adicionando la creación de un informe sobre el comportamiento de la inflación, que empezó a circular trimestralmente desde 1998.

Por tanto, la diferencia en procedimientos entre estos dos mecanismos, se ve reflejada en el crecimiento de los modelos económicos empleados para la proyección de la inflación; en los corredores monetarios la inflación era proyectada con modelos no muy robustos y completos, a diferencia de los utilizados bajo el régimen de inflación objetivo que emplea modelos contemporáneos más eficientes y mejor desarrollados. Las diferencias en tiempo de proyección también se hicieron considerables, teniendo en cuenta que durante los corredores monetarios la predicción se establecía para un año y bajo inflación objetivo esta proyección se da para los dos años siguientes desde 1997.

¹¹ URRUTIA M., Miguel. 2002. Nota Editorial, "Una visión alternativa: La Política Monetaria y Cambiaria en la Última Década". En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 895 (Mayo) p. 5-27.

¹² GOMEZ, J. Y Julio, J.M. 2001. Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: the case of Colombia's disinflation. Banco de la República, Borradores de Economía, No. 168.

Otra diferencia operacional, esta basada en la meta de inflación utilizada bajo el régimen de inflación objetivo; esta meta, ofrece una meta puntual, el cual la inflación debe cumplir a futuro, ofreciendo una mejor referencia para todos los agentes de la economía, mostrando a su vez, un compromiso mayor al cumplimiento de la misma por parte del Banco de la República. Para lograr esta estabilización es indispensable que la credibilidad de los agentes en el manejo monetario del Banco Central sea muy grande y fuerte, por tanto la consecución de metas de inflación en el pasado permite incrementar o disminuir esta credibilidad. Durante los últimos años la meta se ha propuesto en rangos pero que no varían entre el piso y el techo en más de dos puntos porcentuales, manteniendo las ventajas de una meta puntual e incorporando algunas ventajas de los rangos de metas sin llegar a afectar drásticamente las expectativas de los agentes económicos.

Cuando se establecieron rangos para los agregados monetarios, era bien sabido que todos los agentes asumían que siempre estos agregados se ubicarían en el tope máximo del corredor, por lo que el manejo de la inflación se hacia mas difícil y la credibilidad de los agentes en general no era la adecuada, una ventaja del uso de estos corredores monetarios era que al tener un rango específico de movimiento, la política monetaria no era tan dinámica como lo es bajo una meta puntual, evitando así, excesivos movimientos de la tasa de interés , la tasa de cambio y el producto.

El control a la inflación es otra diferencia que se da en cuanto a procedimiento entre estos dos mecanismos, bajo los corredores monetarios el control a la inflación se daba bajo los siguientes parámetros:

- Delimitar los corredores monetarios que permitían controlar el avance de la inflación, mediante diversos procesos estadísticos que implementaban la cantidad de dinero en sus variables. Estos corredores también se establecían para periodos anuales pero con revisiones periódicas cuando existían variaciones considerables de la inflación respecto a la meta.
- Establecer una banda para la tasa de cambio, en la cual el peso podría fluctuar de forma tal, que permitiera darle a los agentes un punto de referencia para su endeudamiento y sus transacciones comerciales con países extranjeros. Esta banda se estimaba con base en la meta de inflación establecida para cada año.
- Establecer un corredor para la tasa de interés interbancaria, que es el principal mecanismo de acción que tiene el Banco de la República diariamente.

Para establecer la meta de inflación, bajo los corredores monetarios, se utilizaban modelos estadísticos simples que estudiaban el comportamiento de los alimentos, del crecimiento del producto entre otros, a la vez que se realizaban estimativos para cada agregado de la siguiente forma:

“El crecimiento de cada agregado monetario se establece mediante una ecuación simple que tiene en cuenta la inflación para el periodo de estudio más el crecimiento del PIB para ese año menos la velocidad del cambio del agregado, así:

$$C A = (inflación esperada + Crecimiento PIB - Velocidad del agregado)$$

C A = crecimiento esperado del agregado.

Por ejemplo:

Si la inflación esperada es de 25%, el crecimiento esperado del PIB de 4% y la velocidad de crecimiento del agregado es de 3%, entonces:

$$C M1 = (25 + 4 - 3)$$

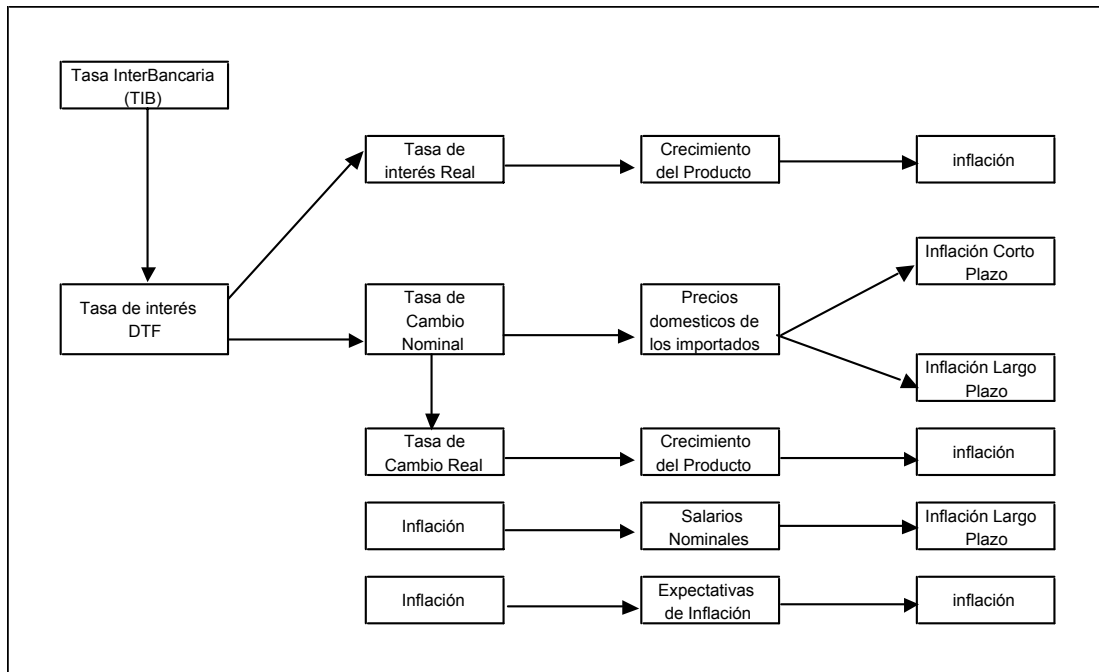
$$C M1 = 26\%$$

Por tanto el crecimiento del agregado de M1 para ese año será del orden del 26%, cambios por encima de este tope podrán incurrir en inflaciones más elevadas que la meta, una caída de las reservas internacionales o ambos sucesos”¹³.

Bajo el esquema de Inflación Objetivo la estrategia de política monetaria se ve reflejada en la creación de varios modelos econométricos que implican factores de carácter externo que puedan influenciar en el crecimiento de la inflación. Bajo este mecanismo la habilidad para predecir la inflación ha ido en franco crecimiento, con la utilización de no solo uno sino varios modelos a la vez, con el fin de ser mucho más exactos al momento de establecer las metas de inflación para cada año. Bajo este esquema los pronósticos de inflación se manejan de la siguiente manera:

¹³ Nota Editorial. 1990, “Profundización Financiera Y Política Monetaria”. Bogotá. No. 752 (junio) p. III-XV.

Cuadro No. 1 Flujos de mecanismos de transmisión de Política Monetaria¹⁴



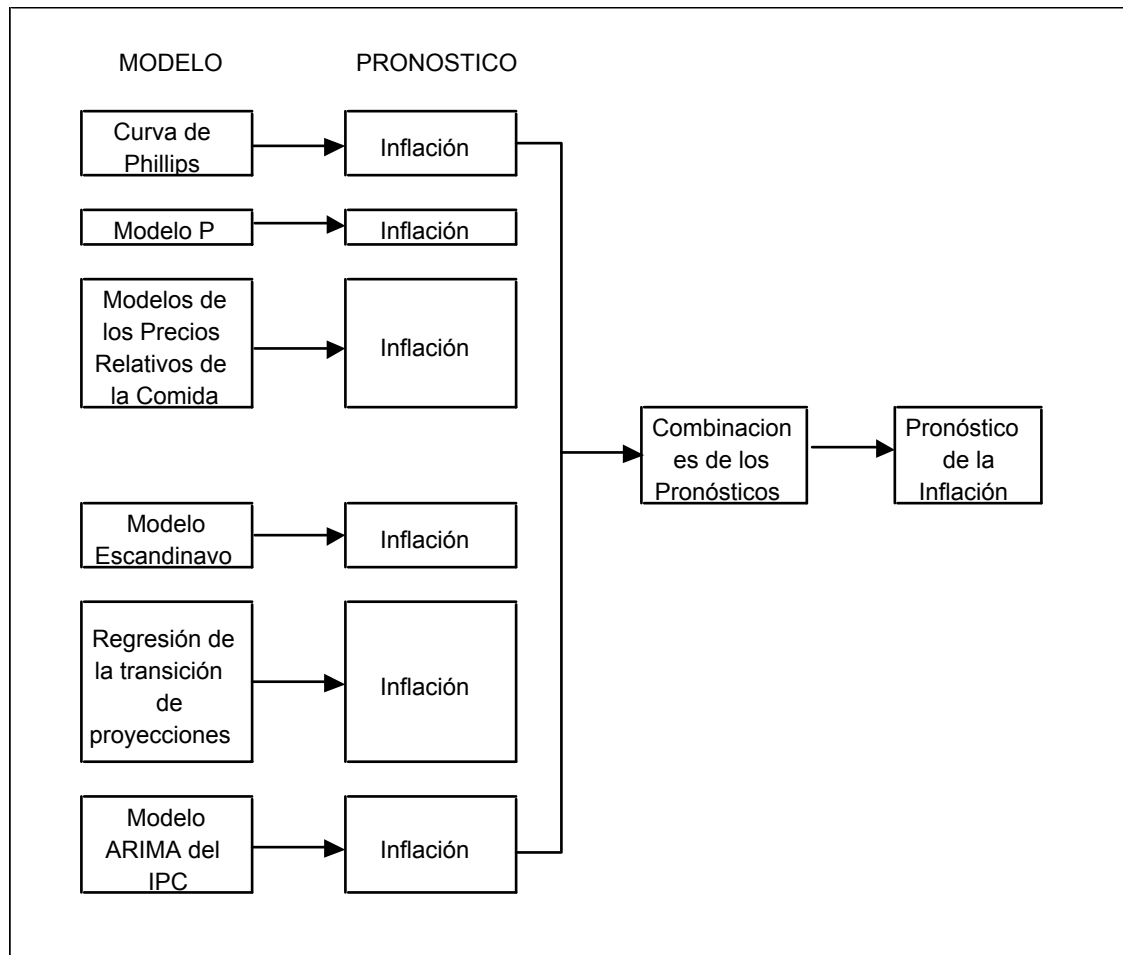
Fuente: Javier Gómez, Juan Manuel Julio (2000)

Como se puede apreciar, este cuadro muestra como las tasas de interés que maneja el Banco de la República para controlar la inflación, pueden pronosticar la inflación en el corto y en el largo plazo, se observa a su vez que se realizan estimativos para el crecimiento del producto, expectativas de los agentes, se tiene en cuenta los salarios en la economía, y las tasas de interés real, de cambio nominal y por supuesto la inflación de periodos anteriores. Bajo este esquema se establece en forma general el pronóstico de la inflación.

¹⁴ GOMEZ, J. Y Julio, J.M. 2001. Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: the case of Colombia's disinflation. Banco de la República, Borradores de Economía, No. 168. Gráfico 9.

Existen diferencias entre el pronóstico de la inflación bajo los dos mecanismos analizados, en el caso de los corredores monetarios el pronóstico de la inflación se obtenía estudiando el comportamiento de las siguientes variables:

Cuadro No. 2 Combinaciones de modelos estructurales (CSM)¹⁵



Fuente: Javier Gómez. José Darío Uribe.

¹⁵ GÓMEZ, Javier. URIBE, José Darío. VARGAS, Hernando. 2002. The implementation of inflation targeting in Colombia. En: Banco de la República and Bank of England. Bogotá. Marzo 5. Pág. 44.

Para el pronóstico de la inflación bajo los corredores monetarios, los modelos econométricos más utilizados eran los derivados de la curva de Phillips, especialmente un modelo triangular de la curva de Phillips aumentado, que incluye las expectativas de los agentes dentro del modelo, e incorpora una variable que predice la probabilidad de un cambio en el régimen o meta de inflación.

También, dentro de estas combinaciones de modelos se estudia el modelo P de inflación, el cual se basa en la teoría de la cantidad de dinero (M1) y el crecimiento del producto (PIB).

Otro aspecto a tener en cuenta es el modelo de los precios relativos de los alimentos, este modelo pretende analizar el comportamiento del producto y los choques repentinos en el sector agrícola, los cuales influyen de manera importante en el control y crecimiento de la inflación. En el modelo escandinavo, se tienen en cuenta los estudios realizados en Escandinava, los cuales dicen que la inflación para pequeñas economías abiertas se determina por la presión de los costos de los elementos como por ejemplo el crecimiento de los salarios y la depreciación de la tasa de cambio.

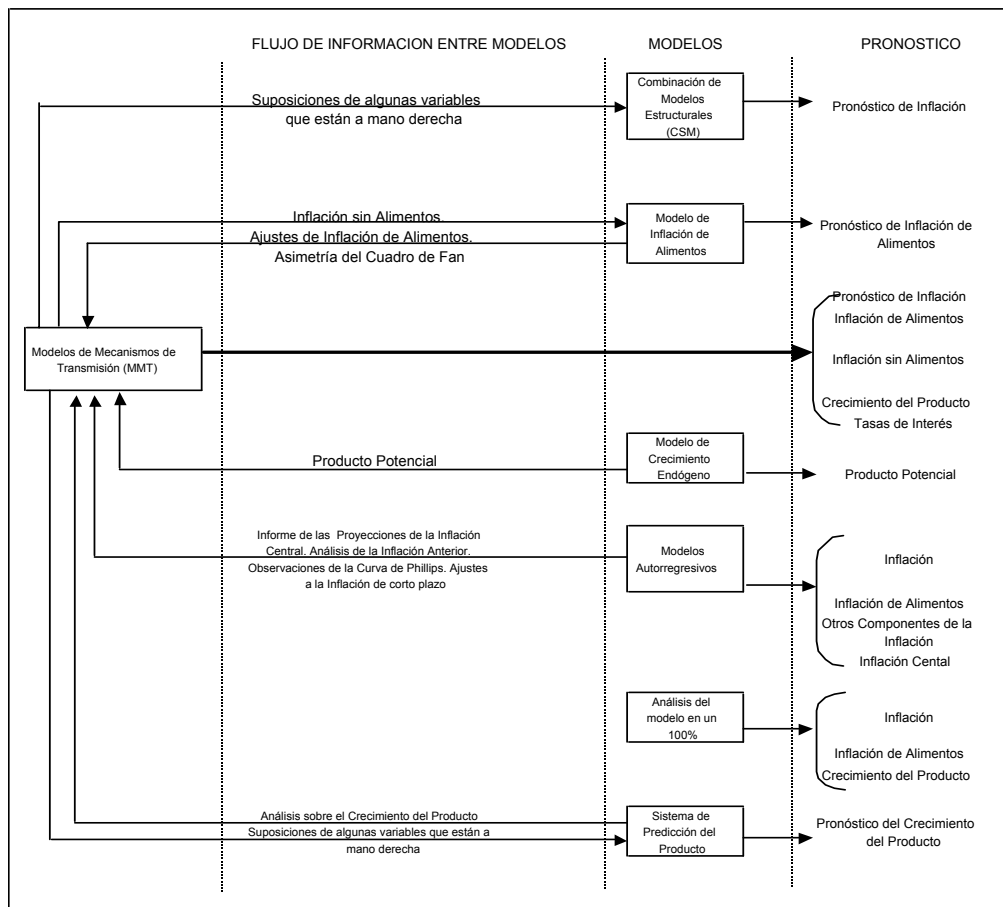
La regresión de la transición de proyecciones y los modelos ARIMA del IPC, son modelos utilizados por el Banco de la República para predecir la inflación, en los cuales se explican perspectivas de crecimiento del producto en el corto y largo plazo, proyecciones del crecimiento de los precios en los mismos periodos, entre otras variables que predicen la inflación y permiten al banco establecer parámetros para la obtención de la meta establecida para cada año.

Como se puede observar, el mecanismo de Corredores Monetarios traía consigo una gran base econométrica implícita en la proyección de la inflación, lo cual permitió al Banco de la República manejar la inflación durante los primeros años de la década del 90. Pero con las innovaciones financieras, las crisis internacionales y los deseos de los países por conseguir una integración económica mucho más amplia, el mecanismo dejó de predecir efectivamente la inflación y el control de esta se tornó cada vez más difícil.

Por esta razón se implementó el mecanismo de inflación Objetivo que tiene en cuenta este mismo procedimiento de las combinaciones de modelos estructurales (CSM) y otros más amplios que se verán a continuación.

Al implementar el mecanismo de Inflación Objetivo en Colombia, el pronóstico de la inflación se hizo cada vez más amplio y completo. La forma como es proyectada la inflación bajo este mecanismo, sigue los siguientes parámetros:

Cuadro No. 3 MODELOS DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN ¹⁶



Fuente: Javier Gómez. José Darío Uribe.

Establece ecuaciones como la de la curva de Phillips y la de los choques imprevistos, utiliza información de los salarios nominales, inflación de alimentos, inflación del IPC, Demanda Agregada, Reglas de Política, Pass Through, el Largo Plazo y efectúa algunos ajustes para completar el análisis, sin dejar de lado el estudio de la combinación de modelos estructurales (CSM) que se usaba bajo el mecanismo de Corredores Monetarios, con algunas modificaciones.

¹⁶ Ibid, p.16.

El modelo de choques, tiene implícito dentro de sus variables choques repentinos, como por ejemplo choques climáticos que afecten los precios en el corto plazo, sequías y la inflación de los alimentos. Además tiene en cuenta variables que observan movimientos en la meta de inflación y desviaciones de su objetivo, a la vez que incluye los diferentes términos de tratados o intercambios comerciales, como por ejemplo cambios en los tratados del café o del petróleo. Cambio en las tasas de interés también son tenidas en cuenta dentro de este tipo de cambios repentinos. Todo esto permite que el pronóstico de inflación se haga más completo y sea más confiable que en años anteriores, debido a que implica dentro del pronóstico de inflación, variables exógenas que influyen en el aumento de los precios en Colombia.

Otro estimativo dentro de este modelo se da cuando se analiza la curva de Phillips, el cual analiza las expectativas de los agentes en materia de inflación y ofrece una relación entre la disminución de la inflación y el PIB, es decir que entre mayor sea la recesión en el país, mayor la cantidad de puntos porcentuales del PIB que deben sacrificarse para la disminución de la inflación, por tanto el costo de la desinflación es mayor.¹⁷

Otro análisis realizado dentro de este mecanismo es el relacionado con los salarios nominales, los cuales pueden ser causantes de mayores inflaciones y generar una espiral inflacionaria mayor, por este motivo es indispensable tener en cuenta esta variable para hacer más exacto el pronóstico de inflación y lograr el cumplimiento de la meta establecida para cada periodo.

¹⁷ Ibid, p.27.

La inflación de alimentos también es aplicada al modelo de manera general, utilizando variables como déficit de lluvias en un año determinado y su relación con el incremento de los precios, esto otorga una información muy clara de cómo son afectados los precios de los alimentos en el corto plazo debido a déficit en lluvias o por sequías prolongadas. Esta variable se une con la observación de la inflación medida por el IPC de años anteriores y las proyecciones para los años siguientes, los cuales permiten tener un panorama más amplio en cuanto a la senda que la inflación va a tomar.

El análisis de la demanda agregada es una de las variables más importantes en el modelo, debido a que recopila una gran cantidad de información de todos los agentes implicados en la economía, el comportamiento del producto, títulos valores que afectan la economía, entre otros. Este parámetro permite establecer los picos que impulsan la economía y por ende actuar sobre ellos para evitar al máximo la prolongación de los ciclos económicos, este mecanismo se ha usado en Colombia desde 1980, con el fin de obtener un crecimiento del producto estable. Todas estas variables se ven afectadas por la tasa de interés real, la cual afecta la inflación en el corto plazo y la demanda agregada en el largo plazo.¹⁸

Para obtener un mayor control sobre la inflación se evalúa otra variable dentro del modelo que es la correspondiente a las reglas de política, las cuales incluyen todos los mecanismos que tiene el Banco de la República para el control de la inflación, tales como la tasa de interés nominal a 90 días, la tasa de interés de largo plazo, la inflación central, la meta de inflación, entre otras. Todo este análisis se realiza con el fin de aumentar la

¹⁸ Ibid, p.31.

credibilidad del Banco en cuanto al cumplimiento de la meta de inflación y dar unos lineamientos al comportamiento de lo que debe hacer la política monetaria.

Un determinante de la inflación lo es también el precio de los importados, el cual implica que estos precios pueden alterar la demanda de productos realizados en el país generando alzas desmedidas o bajas muy notorias que influyen en la meta de inflación establecida.

El modelo implica generalidades de largo plazo, que es una variable importante en la definición de la inflación a futuro, ya que si se tiene una idea del comportamiento de ciertas variables en el futuro es un poco más fácil predecir la inflación y cumplir la meta establecida aumentando la credibilidad de los agentes. Dentro de esta ecuación se tienen en cuenta variables como los salarios, los precios de los importados, la curva de Phillips, todos ellos analizados en el largo plazo.

Por último el modelo realiza unos ajustes que establecen parámetros rezagados en uno o dos años, que permiten dar un comportamiento continuado a la inflación con variables como por ejemplo la curva de Phillips rezagada, los precios anteriores de los alimentos, y la tasa de interés nominal rezagada, sin dejar de lado el estudio de la combinación de los modelos estructurales (CSM), que se usaban bajo los corredores monetarios y que ahora son adaptados al mecanismo de inflación objetivo.

Al realizar este análisis de las diferencias de procedimiento, se puede observar que cada mecanismo tiene sus ventajas y es correctamente usado en su tiempo, los corredores monetarios fueron importantes cuando existió una banda cambiaria, que el banco necesitaba controlar, a la par que la

inflación. Con las innovaciones financieras, nuevos impuestos y el establecimiento de una libre flotación cambiaria, este mecanismo fue perdiendo su validez económica y su exactitud al predecir y controlar la inflación, dando paso a lo que hoy en el mundo se reconoce como uno de los mejores mecanismos de predicción y control de la inflación. La inflación objetivo, basada en metas de inflación para periodos de 2 años, y teniendo como pilar la tasa de interés.

3.3. Impacto sobre la actividad económica y resultados monetarios de ambos mecanismos

Bajo el esquema de Corredores Monetarios, se dieron los primeros pasos para una liberación comercial en el país durante la segunda mitad de los años ochenta (Urrutia 2002), durante este periodo se observó que la economía no tenía el comportamiento deseado a niveles de crecimiento y productividad, por tanto la opción que se tenía era la de realizar una liberación comercial que permitiera aumentar los niveles de comercio internacional y por ende los socios comerciales del país, tomando el ejemplo de países desarrollados que mostraban un crecimiento importante en los niveles de sus economías cuando se realizaba este tipo de liberación. Esta idea surgió también de presiones de organismos tan importantes como el Fondo Monetario Internacional, y el BID, entre otros, los cuales condicionaban los créditos otorgados al país al establecimiento de reglas encaminadas a la liberación económica.

Otro punto importante que se observó durante la utilización de este mecanismo, fue el manejo que se dio a las bonanzas extranjeras observadas a finales de los años 70 y comienzos de los 80, que trajeron un crecimiento

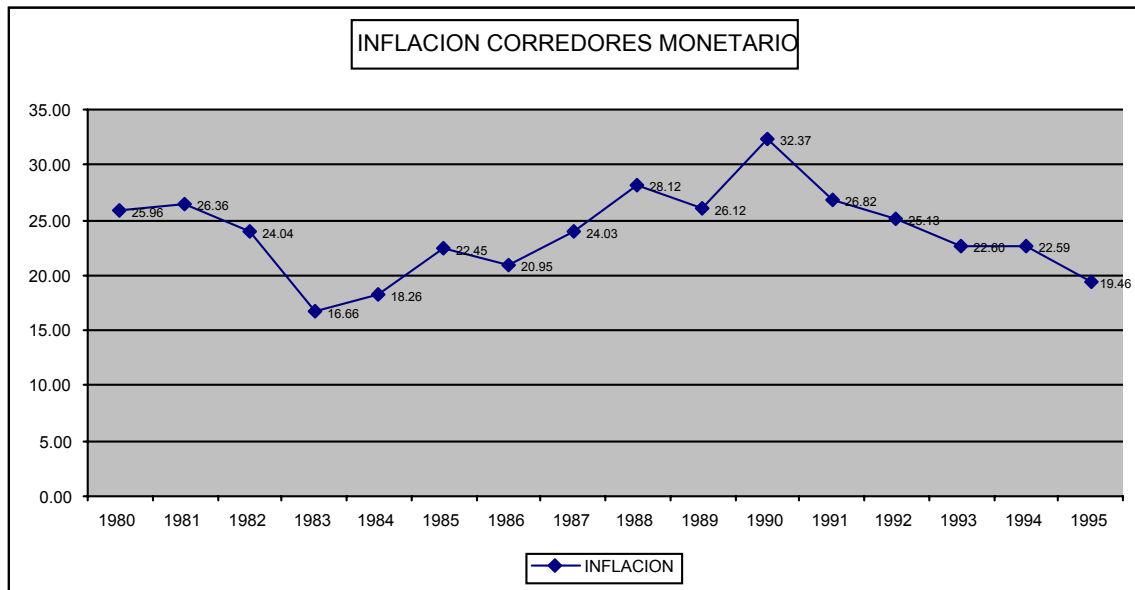
de los medios de pago y de la base monetaria. El manejo que se dio a estos crecimientos repentinos de estos agregados se trató de compensar con encajes bancarios de hasta el 100% en situaciones en donde se necesitó. Este mecanismo, permitió mantener la inflación estable, aunque en niveles muy altos, en cerca del 30% anual; nivel que podía llegar a ser peligroso ya que se corría el riesgo de desencadenar una espiral inflacionaria en cualquier momento. Se logró mantener la inflación, pero se vieron otros efectos colaterales como por ejemplo el escaso crecimiento del mercado de capitales, la disminución en la cantidad de ahorros y de ahorradores en el sistema bancario y el desestímulo de la intermediación financiera.

El objetivo de disminuir la inflación hacia los años 1991 y 1992, se dio aún bajo la influencia de los corredores monetarios pero se evidenciaron problemas de eficiencia y de precisión en este mecanismo, acompañado de un mercado de capitales muy poco desarrollado e ineficiente en la asignación de los créditos y la evidencia de que la política de tasas de interés del Banco de la República, en la economía en general, no era muy equitativa.

En 1994 se creó la banda cambiaria en el país, con el fin de controlar el comportamiento de la tasa de cambio y evitar fuertes revaluaciones o por el contrario devaluaciones importantes del peso. Esta creación de la banda cambiaria, flexibilizó la tasa de cambio y dio paso para que el Banco de la República dejara de fijar una tasa de cambio y dejara de comprar y vender divisas a un precio preestablecido, logrando así un mayor control sobre los agregados monetarios.

Durante este periodo de 1980 hasta 1995, el manejo principal para la inflación se centró en un seguimiento a los agregados monetarios, la inflación tuvo un comportamiento estable pero en niveles elevados, se generó en este periodo una inflación en promedio de 23,87%.

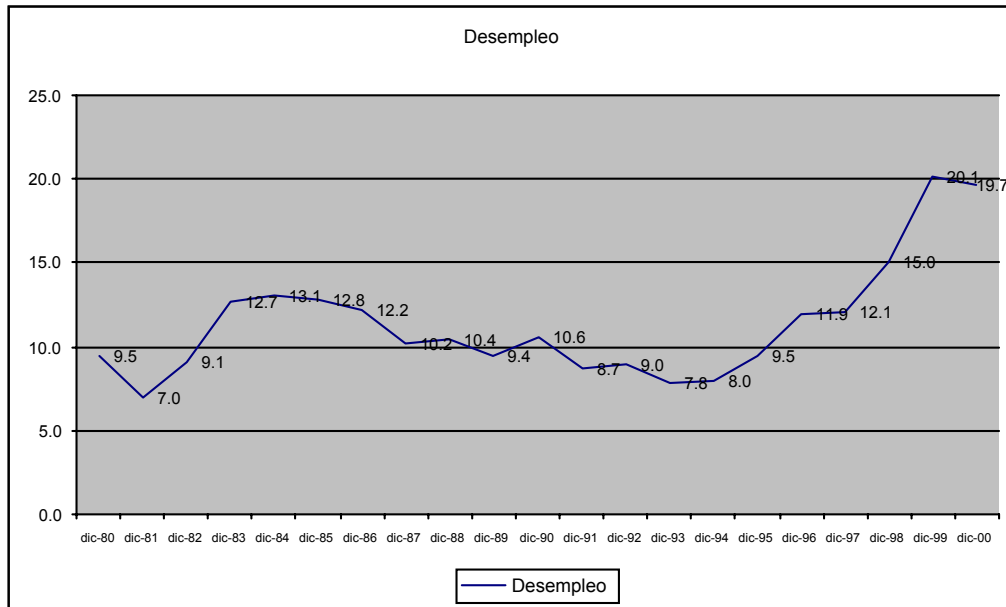
Gráfico No. 1 INFLACIÓN BAJO CORREDORES MONETARIOS



Fuente: DANE

Otro factor muy importante para analizar bajo este esquema, es el nivel de desempleo en el país durante estos años. Se puede observar que existe un aumento de este durante el año 1995 y que muestra una tendencia creciente en los años siguientes, pero hasta 1995 se mantenía estable en tasas promedio del 10% anual, una cifra conveniente y deseable, teniendo en cuenta el historial reciente del país.

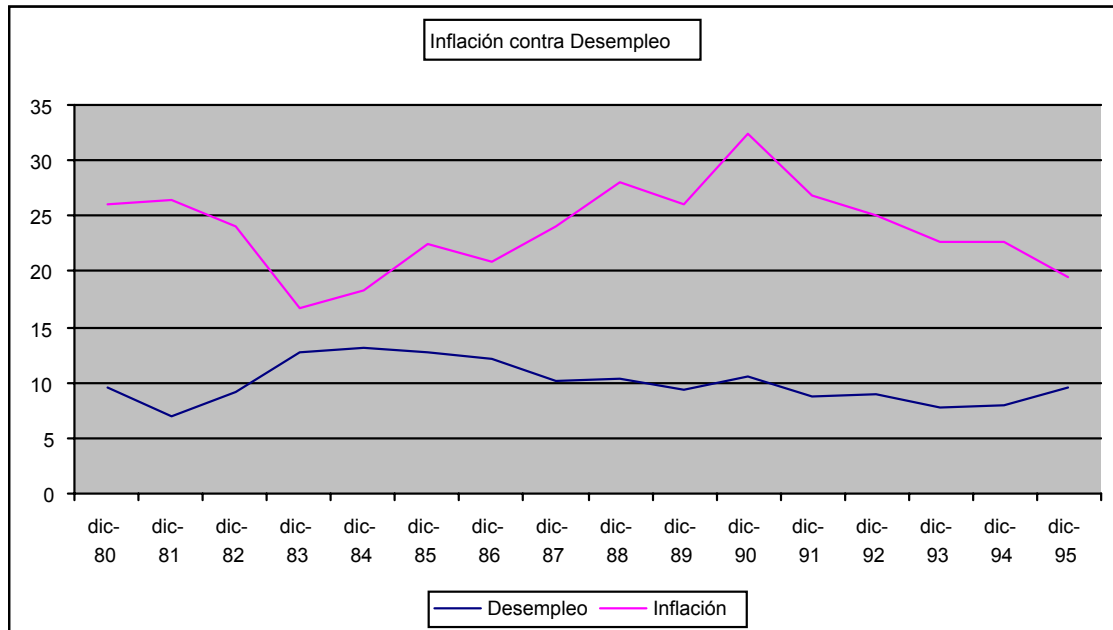
Gráfico No. 2 DESEMPLEO



Fuente: ANIF.

Durante este periodo, el estudio económico de la inflación se manejaba bajo el supuesto de la curva de Phillips, el cual nos muestra una relación inversa entre la inflación y el desempleo, es decir que a mayores niveles de inflación se obtienen menores tasas de desempleo, por tanto la conducta de la política monetaria era permisiva en tener elevadas tasas de inflación. Por tanto, la relación entre el desempleo y la tasa de inflación hasta el año 1995 muestra que durante los primeros años de la década del ochenta la relación se cumplía, a menor inflación, mayor desempleo, notándose muy marcada en los años 1981 a 1983. Durante los años siguientes se da un incremento de la inflación pero el descenso en el desempleo no es muy notorio.

Grafico No. 3 INFLACIÓN CONTRA DESEMPLEO



Fuente: DANE y Cálculos propios.

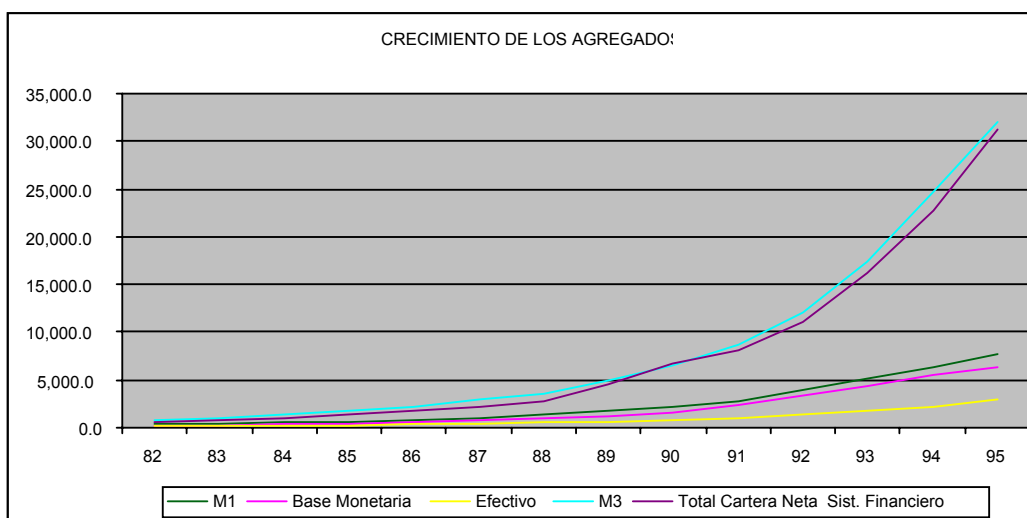
Los agregados monetarios son la columna vertebral de los corredores monetarios, para tal fin se muestra su evolución hasta el año de 1995 en cuanto a los agregados M1, Base monetaria, Efectivo, M3 y Total de la cartera neta del Sistema Financiero, haciendo la aclaración de que el principal agregado que se tenía como referencia era el M1 y después la Base Monetaria, pero con las innovaciones financieras cada vez se tornó mas complejo el seguimiento de estos agregados y por ende el cumplimiento de la meta de inflación.

Tabla No. 1 Evolución de los Agregados Monetarios

Año	M1	Base Monetaria	Efectivo	M3	Total Cartera Neta Sist. Financiero
82	321.5	258.5	129.2	818.2	597.4
83	405.1	289.1	166.1	1,059.0	818.1
84	499.7	335.3	208.8	1,311.0	1,018.5
85	640.4	429.3	263.7	1,750.0	1,299.8
86	784.5	549.8	310.5	2,249.8	1,700.0
87	1,044.6	715.8	411.7	2,923.3	2,250.2
88	1,314.5	914.9	520.9	3,641.4	2,863.1
89	1,694.7	1,171.7	642.7	4,892.5	4,455.3
90	2,122.5	1,493.5	817.3	6,483.0	6,637.8
91	2,795.4	2,290.0	1,032.5	8,623.0	8,116.0
92	3,941.8	3,312.5	1,406.5	12,039.1	11,043.8
93	5,124.8	4,419.0	1,748.5	17,309.3	16,188.6
94	6,419.0	5,634.4	2,270.0	24,729.3	22,716.8
95	7,717.8	6,267.1	2,873.3	32,034.4	31,215.6

Fuente: Banco de la República

Gráfico No. 4 CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS



Fuente: Banco de la República y Cálculos propios.

En la tabla anterior se muestra el comportamiento de los agregados monetarios, observando la existencia de un crecimiento sostenido en estos, destacándose el crecimiento de los agregados del M3 y de la Cartera del sistema financiero, que se desprendieron de los otros agregados a partir del año 1989, evidenciando la discrepancia entre el manejo de la inflación y los corredores monetarios, que cada vez se fue observando con mayor fuerza, hasta llegar a la implementación de la Inflación Objetivo como mecanismo de control.

La implementación de la inflación Objetivo como mecanismo de control, finalmente se dio en el año de 1999, año en el cual por las crisis internacionales, se optó por eliminar la banda cambiaria, previa aprobación del Presidente de la República y después de lograr un acuerdo de ajuste macroeconómico con el FMI. Con la adopción de este mecanismo, los agregados monetarios se han seguido como variables que permiten predecir la inflación, pero no son los pilares básicos de su funcionamiento. La inflación durante este periodo ha disminuido de 10% a 7% para marzo de 2002 (Fuente: Banco de la República).

Un punto muy importante dentro del control de la inflación bajo el mecanismo de inflación objetivo, fue la crisis Asiática desatada en el año 1999, motivo por el cual el mercado internacional no otorgó mas crédito para financiación del déficit Colombiano, generando una recesión y un decrecimiento del PIB en cerca de 4,3%, con sus respectivas consecuencias: caídas en las importaciones, en el nivel de empleo, en el crecimiento del PIB, una gran devaluación del peso, aumento de las tasas de interés, entre otros, sin dejar de lado la profunda crisis financiera vivida por el país en ese mismo año, que trajo consigo muchos más problemas como por ejemplo la quiebra de muchas pequeñas industrias que tenían créditos con el sistema financiero y

no pudieron obtener más crédito para sus negocios, el aumento de tasas de interés, disminuyó la demanda agregada y los créditos para la construcción, entre otros.

Como puede observarse, la implementación de este mecanismo se realizó bajo condiciones poco favorables a nivel de la economía interna y bajo condiciones de crisis externas importantes, el impacto de este mecanismo sobre la economía Colombiana se observa básicamente en la reducción de la inflación a niveles de un dígito y con miras a establecerla y nivelarla en rangos internacionales del 3% o 5% para el 2008. Poco a poco el ciclo recesivo de la economía Colombiana ha venido desapareciendo y la inflación se ha mantenido bajo la meta propuesta, el producto ha crecido lentamente pero en forma estable y el desempleo ha ido cediendo encontrándose en niveles del 12,5% para junio de 2005; otro aporte de la inflación objetivo a la economía nacional, son los criterios de toma de decisiones de la política monetaria, los cuales permiten establecer ahora un compromiso con el entorno económico general, con la inflación, con el desempleo y el crecimiento del producto; aumentando así la credibilidad de los agentes y de los mercados.

Por otra parte, el cambio de régimen cambiario en Colombia, resultó en una inestabilidad del peso con respecto al dólar, sumándole factores internos como por ejemplo la crisis de orden público, la fragilidad del entorno internacional, la reducción de tasas de interés, y el crecimiento de la deuda pública y privada, todos estos factores influenciaron al excesivo aumento que registró la divisa en años recientes y que ahora esta cediendo gracias a estabilizaciones realizadas en todos estos aspectos.

En materia de inflación este mecanismo ha obtenido muy buenas calificaciones, ya que esta ha bajado a niveles cercanos a los internacionales, rompiendo las espirales inflacionarias y aumentando las expectativas de los agentes en la economía en general.

Tabla No. 2 INFLACIÓN

AÑO	INFLACIÓN	VARIACIÓN
1995	19.47%	-16.07
1996	21.64%	10.03
1997	17.68%	-22.40
1998	16.70%	-5.87
1999	9.23%	-80.93
2000	8.75%	-5.49
2001	7.65%	-14.38
2002	7.00%	-9.29

Fuente: DANE

Como puede observarse, la inflación en la segunda mitad de los años 90, ha mostrado un comportamiento decreciente tanto así que para el año 2002 la inflación se ubicó en 7%, si tenemos en cuenta que la implementación de la inflación objetivo se dio para el año de 1998 y se hizo pública en el mes de octubre del año 2000 (Fuente: Banco de la República), esto concuerda con la disminución de la inflación que se presentó en dichos años, pero no se debe olvidar que lo sucedido en esos años permitió obtener el marco perfecto para la implementación de dicho mecanismo, como lo fue la libre flotación cambiaria en septiembre de 1999, la existencia de un banco Central independiente establecido con la constitución de 1991, la existencia de credibilidad de los agentes, el historial de cumplimiento de la inflación con respecto a la meta establecida, la cual se presenta a continuación:

Tabla No. 3 META DE INFLACIÓN

AÑO	META	VARIACIÓN
1995	18.00%	-5.56
1996	17.00%	-5.88
1997	17.70%	3.95
1998	16.00%	-10.63
1999	15.00%	-6.67

Fuente: Banco de La República

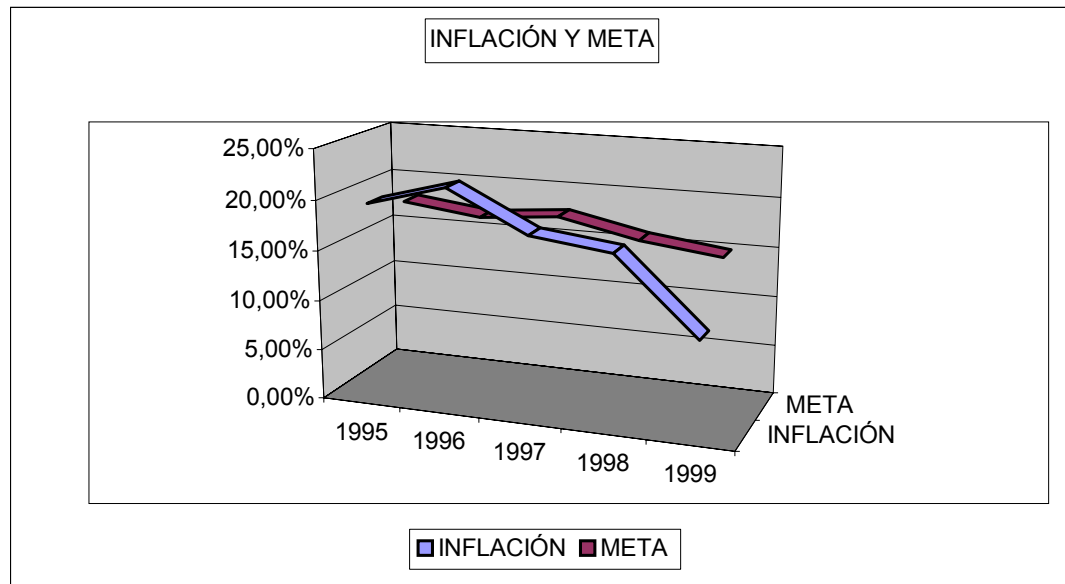
Como se puede observar la meta de inflación también ha tenido un comportamiento a la baja, debido a las expectativas de inflación para dichos años, si se realiza una comparación entre inflación y meta, el resultado es que se está generando un cumplimiento de dicha meta, que es uno de los pilares más importantes en el mecanismo de inflación objetivo como se puede ver a continuación:

Tabla No. 4 INFLACIÓN CONTRA META

AÑO	INFLACIÓN	META
1995	19.47%	18.00%
1996	21.64%	17.00%
1997	17.68%	17.70%
1998	16.70%	16.00%
1999	9.23%	15.00%

Fuente: Banco de la República

GRAFICO No. 5 INFLACIÓN Y META



Fuente: Banco de la República

A partir del año 1996, la inflación total no ha superado ampliamente la meta que se estableció para cada año; esto ha generado una credibilidad en todos los agentes de la economía que redundo en otro pilar importante del mecanismo de Inflación objetivo, la credibilidad de los agentes en las decisiones del Banco Central.

A diferencia de la inflación, los resultados obtenidos en materia de empleo bajo este nuevo sistema, no son muy alentadores, como se puede observar a continuación, el desempleo ha presentado un incremento desde el año 1996, el cual se ubicó en 11,3%, alcanzando resultados muy elevados para el año 2000, todo estos factores están relacionados con la crisis financiera, las crisis internacionales, la credibilidad de los agentes, la fuga de capitales, la guerra interna, entre otros aspectos. Para los años 2001, 2002, 2003 y 2004; las cifras han mejorado sustancialmente, hasta el punto de tener un desempleo de 12,8% al finalizar el 2004, y perspectivas para el año 2005 de 12,1%, todo

esto sin necesidad de afectar los indicadores de inflación que han permanecido estables con relación a la meta que ha propuesto el Banco de la Republica para dichos años.

Tabla No. 5 DESEMPLEO

AÑO	TOTAL
1990	10.6
1991	9.4
1992	9.8
1993	7.8
1994	8.0
1995	9.5
1996	11.3
1997	12.1
1998	15.0
1999	20.1
2000	20.5

Fuente: DANE

Otro indicador importante en este análisis es el crecimiento del producto, el cual ha tenido un comportamiento muy cercano al esperado, pero con tasas de crecimiento bajas en varios años y aún negativa en 1999 explicada en gran parte por los acontecimientos internos y externos sucedidos con anterioridad en el año 1999.

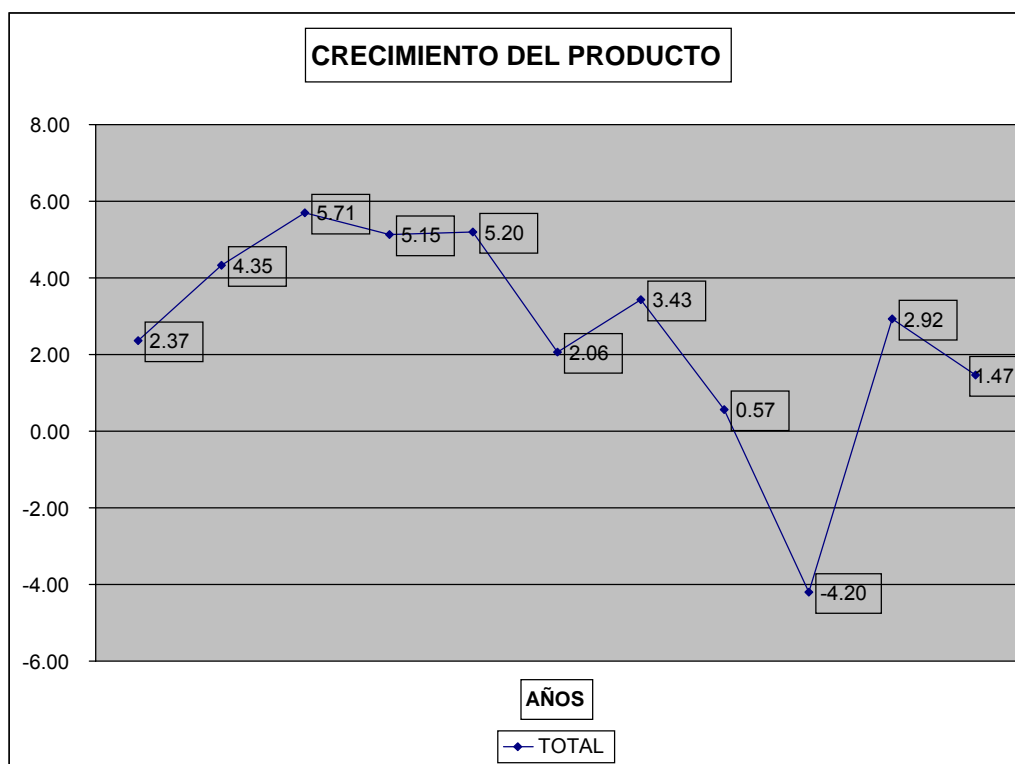
Tabla No. 6 PIB

AÑO	TOTAL
1991	2.37
1992	4.35
1993	5.71
1994	5.15
1995	5.20
1996	2.06
1997	3.43
1998	0.57
1999	-4.20
2000	2.92
2001	1.47
2002	1.93

Fuente: DANE

Como puede observarse, durante casi todos los años, dejando de lado el año 1999, periodo de crisis internacionales, y crisis financiera en el país, después de un duro golpe a la economía Nacional, la producción ha mostrado una mejora favorable, que se ve transformada en la reducción del desempleo, en los resultados favorables de las entidades financieras, en el menor auge del sector de la construcción, que ha impulsado la economía en su conjunto, en las expectativas de los agentes, en la misma inflación y en otras variables macroeconómicas importantes.

Gráfico No. 6 CRECIMIENTO DEL PIB (1991-2002)



Fuente: DANE

Para entender porqué el Banco de la República ha tenido la necesidad de luchar contra la inflación, bien sea mediante el mecanismo de Corredores Monetarios o el de Inflación Objetivo, es necesario tener en cuenta los costos económicos de la inflación. Por tanto se mencionan a continuación:

- *La inflación crea ineficiencias en el proceso de asignación de recursos, vía incertidumbre de compra o venta o prestar o invertir.*
- *Los inversionistas tienden a comprar bienes durables en vez de realizar otro tipo de inversiones más productivas.*
- *En economías con altos niveles de inflación es imposible contar con un sistema tributario que no castigue el ahorro y la inversión.*
- *Los precios no responden de la misma manera a presiones de exceso de demanda como lo harían en economías sin altos niveles de inflación.*
- *Cuando existe inflación, las personas destinan recursos productivos para defenderse de sus efectos.*
- *Los contratos en el mercado laboral disminuyen su duración y aumentan los costos de la negociación.*
- *Las labores de producción y distribución tienden a descuidarse a favor del manejo de la tesorería.*
- *El clima económico se deteriora, los gobiernos aparecen como incapaces de manejar la economía satisfactoriamente y surge la incertidumbre frente a futuras acciones de política¹⁹.*

Al observar estos costos, se entiende porqué el Banco de la República, por mandato constitucional, tiene el deber de velar por el mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda, ya que de no lograrlo, se crea un ambiente

¹⁹ URRUTIA, Miguel. "Costos sociales y económicos de la inflación". En: Ensayos sobre política económica. Bogotá. Diciembre 1999 junio 2000. Pág. 24.

de expectativas negativas, se pierden valores económicos dentro de la sociedad y se acarrea con muchos costos en materia social y económica.

Un buen medidor del comportamiento de estos dos mecanismos en cuanto al impacto de cada uno de ellos en la economía nacional, es el índice de sufrimiento macroeconómico (ISM)²⁰, donde se observa la inflación más el desempleo menos el crecimiento del producto así:

$$\text{ISM} = (\text{Inflación} + \text{Desempleo}) - (\text{Crecimiento del producto})$$

Cuando este índice se acerca a cero, quiere decir que el comportamiento de la economía es bueno, y mientras más se acerca a cien, quiere decir que la economía esta muy mal. Este indicador generalmente debe encontrarse no por encima de 10% ó 12% para economías desarrolladas y no mayor a 20% para economías en desarrollo, lo cual indica que la economía no debe estar en una senda tan complicada. En el caso de Colombia se tiene la siguiente relación:

Tabla No. 7 ÍNDICE DE SUFRIMIENTO MACROECONÓMICO

PERIODO	INFLACIÓN (Promedio)	Desempleo (7 ciudades)	CRECIMIENTO DEL PIB	ÍNDICE DE SUFRIMIENTO MACROE.
1982-1989	22,6	11,7	3,5	30,9
1990-1997	24,0	10,1	4,0	30,0
1998-2002	10,6	18,1	0,5	28,3

Fuente: DANE y Cálculos propios

Como se puede observar el índice siempre ha estado por encima del deseable. Bajo los corredores monetarios este indicador era de 30,9%,

20 CLAVIJO, Sergio. 1996. "Crecimiento inflación y desempleo: un balance de los logros del periodo Post-apertura 1990-96" Banca y Finanzas (ASOBANCARIA, Oct-Dic., No. 42).

originado en inflaciones muy elevadas del rango del 23% en promedio. Bajo el mecanismo de Inflación Objetivo este índice disminuyó en 1,7% llegando a ser de 28,3% hasta el año 2002, todo esto gracias a la disminución de la inflación, pero contrastando con periodos donde el crecimiento del producto fue nulo o aún negativo como en 1999 y con el agravante de un incremento en el desempleo de casi 7 puntos pasando de 11,7% a 18,1% para 2002. Este índice sigue disminuyendo a tal punto que para el año 2005 a junio el desempleo ha caído a niveles de 12,5%, la inflación se acerca al 5% y la tasa de crecimiento del PIB, bordea el 4%.

CONCLUSIONES

Al examinar los resultados de esta investigación, se concluye que el mecanismo de corredores monetarios empleado durante mediados de los años ochenta y la primera mitad de los noventa, fue un mecanismo oportuno en su momento, el cual permitía hacer seguimiento a unos agregados monetarios para conseguir la meta de inflación, bajo este mecanismo la inflación bajó de niveles cercanos al 26% en 1989 hasta niveles cercanos al 19% en 1995.

Con el transcurrir del tiempo, las innovaciones financieras y los nuevos enfoques del desarrollo económico, hacen que este mecanismo vaya perdiendo fuerza, dando paso al nuevo mecanismo utilizado en casi todas las economías desarrolladas en el mundo y que se ha venido implementando en economías en desarrollo como las de Chile y Brasil. Este nuevo mecanismo es el de inflación objetivo, el cual tiene un campo de visión económica mucho más amplio y no requiere el abandono de los corredores para los agregados monetarios como la base monetaria para el control de la inflación; esto quiere decir que los corredores monetarios no desaparecieron, sino que fueron implementados como un componente más del nuevo régimen para el control de la inflación, logrando disminuciones de la tasa de inflación desde el 19% en 1995 hasta niveles del 7% para 2002, aunque se debe reconocer que en estos logros inflacionarios la recesión observada en 1999, donde el PIB se redujo en un 4%, lo cual contribuyó notablemente a esta reducción.

Este nuevo mecanismo de inflación objetivo se podría decir que es más de tipo discrecional, pero condicionado a unas reglas y normas que debe cumplir para establecer la meta de inflación; es aquí, donde se utiliza el mecanismo de corredores monetarios. Esto otorga mayor credibilidad entre

los agentes de la economía y permite al Banco Central luchar mano a mano con el gobierno para conseguir las metas de crecimiento de la economía en general, pudiendo ser flexibles en el momento en que la meta no siga el curso esperado, pero teniendo la certeza, que en el largo plazo esta se va a cumplir.

El cambio de un mecanismo a otro, se dio por la necesidad de disminuir la incertidumbre en la predicción de la inflación, y por ende disminuir los costos asociados con la misma, utilizando los corredores monetarios como indicadores importantes de la meta de inflación, pero teniendo en cuenta otras variables importantes, que influyen en el crecimiento de la inflación, para el establecimiento de la misma. En un principio la meta de inflación establecida bajo el mecanismo de inflación objetivo, no fue respaldada por un programa macroeconómico consistente que permitiera su consecución, por esto, la credibilidad en el mecanismo no fue muy buena en sus orígenes pero con el tiempo y con los resultados obtenidos, este ha sido acogido tanto en Colombia como en muchos otros países del mundo.

El aumento en la credibilidad del Banco de la República, en cuanto a la meta de inflación, es una variable muy importante para la consecución de la misma, para esto el Banco ha realizado reportes trimestrales de conocimiento público, en los cuales hace referencia a todos los cambios originados en materia de inflación, explica cambios en los agregados monetarios y establece toques para la inflación a futuro; logrando con esto, una mayor transparencia en la información entre el Banco y los agentes en la economía, a diferencia del mecanismo de corredores monetarios que no tenía esta misma facultad, debido a que los reportes de los corredores de ciertos agregados monetarios no eran de muy buena aceptación por el público y no eran de muy fácil accesibilidad y entendimiento.

El punto más importante de este nuevo mecanismo está en que el compromiso del Banco de la República es el de bajar la inflación a niveles internacionales, anunciando una meta de inflación entre el 3% y el 5% para los años venideros; sin descuidar, otros factores, también muy importantes para el desarrollo económico, como por ejemplo el crecimiento de la economía en general. Por tanto, la contribución más importante que puede realizar el Banco es la de mantener la inflación controlada, creando reglas claras y específicas que permitan la consecución de la meta en un periodo prudencial.

En general para eliminar los inconvenientes que presentaban los Corredores Monetarios, se implementaron medidas de control de la inflación con los siguientes parámetros: primero poner la meta de inflación en rangos y no en un dígito, ya que esto mejora la credibilidad para lograr buenos resultados. Segundo, excluir impuestos indirectos, pago de intereses y precios de energía de la indexación de precios objetivos, es decir, de la meta que será establecida. Tercero, poner el objetivo de inflación para periodos suficientemente largos, de tal manera que un choque repentino, en la inflación de corto plazo, no afecte el compromiso monetario del banco en la inflación a futuro, es decir que no tenga que tomar medidas drásticas para corregir esta desviación de la meta, en el corto plazo.²¹

Sin desconocer otros factores, es importante mencionar que la disminución de la inflación no se debe tan solo a la política monetaria usada por el Banco de la República, sino también hay que tener en cuenta las causas externas como por ejemplo las originadas en la globalización de la economía,

²¹ Para mayor información puede observarse CORVO. Vittorio (2000).

incrementos de productividad, la competencia y las desregulaciones legislativas, entre otros.

Por todo esto es importante mantener la inflación estable, ya que al lograrlo se puede contribuir a una recuperación sostenible de la economía en general. Si se permitiera una inflación superior a la meta establecida, este valor por encima de la meta se convertirá en un impuesto oneroso para los asalariados que tienen ingresos muy bajos, ya que los ajustes salariales, se realizan con las expectativas de inflación anunciadas por el Banco. Aquí se ve la importancia de la credibilidad del Banco en la consecución de la meta como ancla monetaria para evitar estos tropiezos en el nivel general de precios y en los salarios de miles de personas en el país.

PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En el largo plazo la inflación debe ser controlada de manera eficiente por parte del Banco de la República, por tanto la interacción de estos dos mecanismos analizados con anterioridad se constituye en una eficiente forma de control, ya que por una parte la inflación objetivo al brindar una comunicación más directa con el público, genera un compromiso adicional al Banco de la República para cumplir con la meta de inflación de forma mas estricta, ya que los agentes en la economía al entender de forma más clara la meta y sus pormenores, hacen la política mas transparente y facilitan la monitoría por parte de nacionales y extranjeros interesados en la economía Colombiana.

Por otra parte, un valor de referencia para los agregados monetarios envía señales a los agentes sobre si la política monetaria es apropiada para la coyuntura, estas señales son muy importantes, debido a los resultados que tienen las medidas tomadas por el Banco en la economía en general y en el resultado de la inflación.

El régimen de Inflación Objetivo permite que la política monetaria actúe en la economía de forma anti-cíclica, la gran prueba se verá cuando existan crecimientos en la tasa de cambio, y sea necesario ser menos flexibles en cuanto al manejo de la política monetaria, con el fin de evitar una devaluación muy grande que puede amenazar la meta de inflación.

El mecanismo cobra más relevancia teniendo en cuenta que es importante que el Gobierno controle los niveles de endeudamiento y que sean manejables otras variables macroeconómicas, como por ejemplo la disminución del desempleo en el largo plazo, el crecimiento del producto

cerca del 4% anual, la tasa de interés, los tipos de cambios y la fijación de salarios, entre otros.

Los problemas que puede generar el excesivo aumento en el nivel de endeudamiento del gobierno y una creciente inestabilidad cambiaria pueden llegar a ser factores muy importantes que eviten la consecución de la meta de inflación y por ende disminuir la credibilidad en el nuevo mecanismo empleado actualmente. De la misma manera problemas con las finanzas públicas y en materia cambiaria pueden frenar el crecimiento económico que viene registrando la economía Colombiana.

Un punto importante, al revisar los indicadores macroeconómicos, es que estos son muy parecidos a los obtenidos por México y Argentina antes de sus respectivas crisis, por tanto es indispensable aprender de esos errores y controlar las variables económicas más importantes, procurar un crecimiento sostenible de la economía y adaptar la economía en general al nuevo régimen monetario, con el fin de enfrentar un muy cercano tratado de libre comercio, que pondrá a prueba toda la estabilidad económica, el manejo monetario y la estabilidad de muchas empresas Colombianas.

Las proyecciones para los años 2005 – 2009 esperan crecimientos anuales del producto del orden del 4%, inflaciones inferiores al 5%, tasas de colocación del 13%, déficits externos y del gobierno central por debajo del 3% y del 5% del PIB respectivamente, y deuda externa por debajo del 40% del PIB (Fuente: Fedesarrollo y Banco de la República). Es un trabajo difícil pero no imposible teniendo en cuenta las cifras de la década del 90, donde la economía creció en un 5% durante 1993 y 1995 contrastando con la contracción de 1999 de un 4%. En 1995 la inversión caía y el desempeño de sectores claves como el industrial, el comercio y la construcción crecían muy

por debajo del PIB, ya en 1998 las tasas de interés de los préstamos estaba completamente inalcanzable en 44%, el endeudamiento del gobierno se duplicó durante 1995 a 1998 y la deuda externa privada era siete veces mayor que en el año 1990. Por tanto esta visión al pasado debe servir como ejemplo para el futuro manejo de la economía y de la política monetaria que permite incentivar el crecimiento de la economía sin que esta se recaliente por exceso de liquidez o por falta de la misma.

Para que estos indicadores sean posibles, la economía necesita que la inversión privada aumente en cerca del 5% ó 10% anualmente, que los medios de pago (M3 más bonos) no se expandan en un rango no mayor al 11% ó 16% y que las tasas de interés de colocación y captación de los bancos no sean superiores al 3% y 9% respectivamente.²²

Organizaciones como el Banco Mundial, el Fondo monetario Internacional y la CEPAL, están de acuerdo en que el crecimiento de América Latina para los años venideros es muy bueno, que puede llegar a crecer en un 4% ó 5%. En el caso específico de Colombia el Banco Mundial y el FMI coinciden en que el crecimiento económico será de 4% anual para los años 2003, 2004, 2005 y 2006, la inflación de 7,1%, 5,9%, 5,2% y 4,8% para los mismos años. Sin embargo, estas organizaciones, afirman que existen presiones importantes, como por ejemplo el precio internacional del petróleo, que pueden llegar a causar traumatismos en el crecimiento económico mundial, efecto que tocará efectivamente a Colombia, por tanto se necesita de una estabilización de las políticas en su conjunto para amortiguar estos posibles efectos negativos.

²² SUESCÚN. Fernando. 2005. Profesor de la Universidad de los andes, "Entrevista otorgada al periódico la República." Marzo 17. Pág. 2.

En la última visita que realizó el director del FMI a Colombia se dejaron los siguientes mensajes que sirven como pautas para mejorar el rendimiento económico y por ende el manejo de las políticas monetaria, fiscal y crediticia. Estos mensajes fueron los siguientes:

- El modelo económico usado para la economía nacional debe ser propio y no copiado de afuera, pues toda economía tiene su particularidad, por tanto lo necesario es explotar nuestras fortalezas comerciales.
- El manejo de la economía se está realizando de forma correcta y con principios de equidad.
- El reto del crecimiento económico debe ser juzgado por una serie de tiempo prudencial, no por periodos de crecimiento negativo.
- El estímulo al crecimiento económico debe partir de políticas económicas coherentes con la apertura y debe por tanto estimular la confianza de todos los agentes económicos.
- El cambio de política cambiaria ha sido muy benéfico para el país, en cuanto al manejo de la inflación y el crecimiento económico.
- La política monetaria debe tener como meta principal el control de la inflación.
- Es prudente adelantar una nueva reforma tributaria dirigida a mejorar su estructura y elevar los recaudos, a la vez, que debe aumentarse la base del IVA y del impuesto de renta y eliminarse las exenciones a regímenes especiales.
- El gasto público debe focalizarse para favorecer los grupos de menores ingresos y debe primar ante todo la inversión pública.
- La meta debe ser lograr un endeudamiento público sostenible en el mediano plazo.

BIBLIOGRAFÍA

- CABALLERO Argáez, Carlos. 2001. Reflexiones para una evaluación de la política monetaria. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 887. (Septiembre); p.28-43.
- CARRASQUILLA, Alberto. 1996. Política monetaria: aspectos operativos.. Bogotá.
- CARRASQUILLA, Alberto. La economía es capaz de aguantar los ventarrones. La República, 6 de Abril de 2005. Bogotá.
- CÁRDENAS, Rosa. Un mundo que anda a ritmo más lento y que está amenazado por el petróleo. La República, 16-17 de Abril de 2005. Bogotá.
- CELIS, Teresita. Prevén desaceleración de la economía nacional. La República, 21 de Abril de 2005. Bogotá.
- CLAVIJO, Sergio. 1996. "Crecimiento inflación y desempleo: un balance de los logros del periodo Post-apertura 1990-96" Banca y Finanzas ASOBANCARIA, Oct-Dic.,No. 42.
- CLAVIJO, Sergio. 2000. Reflexiones sobre política monetaria e "Inflación objetivo" en Colombia. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. (Enero)
- CLAVIJO, Sergio. El Régimen de flotación cambiaria en Colombia. 2001. Comentarios expresados en el foro ANIF – FEDESARROLLO sobre "El futuro de la moneda". Bogotá. Colombia. Mayo 24.
- CLAVIJO, Sergio. 2003. Política Monetaria y Cambiaria en Colombia. Progresos y desafíos (1991-2002). En: Revista del Banco de la República. Bogotá. (Enero). Nota Editorial.
- CORREA, Patricia.1991.Teorías contemporáneas de la inflación. En: Coyuntura Económica. Bogotá. No.233; p. 13 -30.

- CORBO Vittorio; Schmidt-Hebbel Klaus. 2000. Inflation targeting in Latin America. Comentarios expresados en la conferencia sobre reformas fiscal y financiera, organizado por la Universidad de Standford. Santiago de Chile. Chile. Noviembre 9.
- Departamento de comunicación Institucional. 2002. Temas del emisor. Banco de la República. Bogotá. No 7. Diciembre.
- DIULIO, Eugene. 1991. Macroeconomía. 2a edición. México: McGraw Hill, Cap. 1-10.
- ECHAVARRÍA Hernan. 1986. El hueco negro. Editorial Andes. Abril 1986. Bogotá. Colombia.
- ECOS DE ECONOMÍA. 2004. ¿Una regla de política estándar?. Universidad de Antioquia. Medellín. Abril.
- EDITORIAL. FMI en Colombia. La República, 16 de Febrero de 2005. Bogotá.
- EDITORIAL. FMI define que flexibilidad cambiaria no es perjudicial. La República, 25 Septiembre de 2004. Bogotá.
- ENSAYOS SOBRE POLÍTICA ECONÓMICA. 1999-2000. Banco Mundial y Banco de la República. No. 36-37.
- FAJARDO BARRIOS, Jorge Enrique. Crecimiento económico fue bueno: analistas externos. La República, 1 de Abril de 2005.
- GÓMEZ, Javier. 2004. Inflation targeting and sudden stops. Banco de la República. Bogotá. Febrero.
- GÓMEZ, Javier; URIBE, José Darío; VARGAS, Hernando. 2002. La Implementación de la Inflación Objetivo en Colombia. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 895 (Mayo) p. 48-61.
- GÓMEZ, Javier; URIBE, José Darío; VARGAS, Hernando. 2002. The implementation of inflation targeting in Colombia. Bank of England. Bogotá. Enero.

- GÓMEZ, Javier; JULIO, Juan M. 2000. Transmission mechanisms and inflation targeting: the case of Colombia's disinflation. Bank of England. Bogotá. Octubre.
- HERNÁNDEZ, Antonio. 1997. "Política monetaria y cambiaria en 1997". Cuadernos de economía. Departamento de teoría y política económica. Bogotá. No. 27 Julio-Diciembre.
- Informe sobre inflación. 2000. Banco de la República. Bogotá. Junio.
- JUNGUITO, Roberto. Los mensajes del FMI. La República, 22 de Febrero de 2005. Bogotá.
- KALMANOVITZ, Salomón. 1999. "los equilibrios macroeconómicos y el banco central: el caso Colombiano". Banco de la República. Bogotá. Febrero.
- KALMANOVITZ, Salomón. 2002. "El Banco de la República y el Régimen de meta de Inflación". En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 891 (Enero) p. 22-41.
- LÓPEZ, Martha. Efficient policy rule for inflation targeting in Colombia. 2003. Banco de la República. Bogotá. Enero.
- MISAS, Martha, LÓPEZ, Enrique, Melo Luis. 1999. "la inflación desde una perspectiva monetaria: un modelo P^* para Colombia" Subgerencia de Estudios Económicos. Banco de la República. Bogotá. Octubre.
- MELO, Luis, NÚÑEZ, Héctor. 2004. "Combinación de pronósticos de la inflación en presencia de cambios estructurales" Subgerencia de Estudios Económicos. Banco de la República. Bogotá.
- NOTA EDITORIAL. Instrumentos de control monetario: operaciones de mercado abierto frente a una política de encaje. Banco de la República. 1986. Septiembre, No. 707. Bogotá.

- NOTA EDITORIAL. La estrategia actual de manejo monetario: operaciones de mercado abierto. Banco de la República. 1987. Agosto, No. 718. Bogotá.
- NOTA EDITORIAL. La coyuntura monetaria (resultados Enero-Abril de 1990). Banco de la República. 1990. Abril, No. 750. Bogotá.
- NOTA EDITORIAL. El Banco de la República y el mercado monetario. Banco de la República. 1990. Agosto, No. 754. Bogotá.
- NOTA EDITORIAL. La política económica en 1993. Banco de la República. 1993. Diciembre, No. 794. Bogotá.
- Perfil de coyuntura económica. Departamento De Economía, Centro De Investigaciones Económicas –CIE-, Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia. FEDESARROLLO. 2003. Febrero. Bogotá.
- Prospectiva, perspectivas económicas de corto y mediano plazo. 2004. FEDESARROLLO. Bogotá. Julio-Diciembre.
- Reportes del emisor. Encuesta de expectativas de octubre 2003. 2003. Banco de la República. Bogotá, Noviembre. No. 54.
- ROSENDE, Francisco. 2002. La Nueva Síntesis Keynesiana: Análisis E Implicancias De Política Monetaria. En: Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Agosto. Pag. 203-233.
- SUESCÚN, Fernando. Alertas tempranas. La República, 17 de Marzo de 2005. Bogotá.
- TAYLOR, John B. 1996. How Should Monetary Policy Respond To Shocks While Maintaining Long Price Stability? – Conceptual Issues. Federal Reserve Bank Of Kansas City.

- Unidad de programación e Inflación, Subgerencia de Estudios Económicos. 1999. Informe Sobre Inflación. Banco de la República. Bogotá, Septiembre.
- Unidad de programación e Inflación, Subgerencia de Estudios Económicos. 2000. Informe Sobre Inflación. Banco de la República. Bogotá, Septiembre.
- Unidad de programación e Inflación, Subgerencia de Estudios Económicos. 2001. Informe Sobre Inflación. Banco de la República. Bogotá, Septiembre.
- Unidad de programación e Inflación, Subgerencia de Estudios Económicos. 2002. Informe Sobre Inflación. Banco de la República. Bogotá, Septiembre.
- Unidad de programación e Inflación, Subgerencia de Estudios Económicos. 2003. Informe Sobre Inflación. Banco de la República. Bogotá, marzo.
- URIBE, José Darío. 2001. Inflación y Crecimiento Económico. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 887 (Septiembre) p. 44-49.
- URRUTIA, Montoya, Miguel. 1998. Corredores monetarios de 1999. Revista del Banco de la República. Bogotá. Nota Editorial.
- URRUTIA, M., Miguel. 2000. Nota Editorial, "La estrategia de política monetaria". En: Revista del Banco de la República. Bogotá. Octubre p. 5-15.
- URRUTIA, Montoya, Miguel. 2001. Ventajas y desventajas de los regímenes de flotación de la tasa de cambio. Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 884, (Junio); Nota Editorial.

- URRUTIA, M., Miguel. 2001. Nota Editorial, "Proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria". En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 888 (Octubre) p. 5-13.
- URRUTIA, M., Miguel. 2002. Nota Editorial, "el efecto de los choques de oferta sobre la inflación en Colombia". En: Revista del Banco de la República. Bogotá. Enero p. 5-19.
- URRUTIA, M., Miguel. 2002. Nota Editorial, "Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década". En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 895 (Mayo) p. 5-27.
- VILLAR Gómez, Leonardo. 2001. Seminario "*La Inflación y la Banca Central en Colombia*". Universidad Nacional de Colombia. Bogotá. Septiembre.
- VILLAR Gómez, Leonardo. 2000. Estabilidad de precios, Crecimiento y Credibilidad. Comentarios al análisis y proyecciones de prospectiva. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. (Julio 13)
- VILLAR Gómez, Leonardo. Reglas versus discrecionalidad en las políticas fiscal, monetaria y cambiaria. Un problema de economía política y credibilidad. En: Revista del Banco de la República. Bogotá.
- VILLAR Gómez, Leonardo. 2001. Reflexiones para una evaluación de la política monetaria. En: Revista del Banco de la República. Bogotá. No. 887. (Septiembre); p. 8- 27.