

# La desinflación reciente en Colombia y los riesgos de la política monetaria

*Ramón Javier Mesa C.\**

*Remberto Rhenals M.\*\**

*Carlos Mario Londoño T.\*\*\**

*- Introducción. - I. Desinflación reciente y política monetaria: una interpretación.  
-II. Los riesgos de la política monetaria en el corto plazo. - Conclusiones. Bibliografía.*

## Resumen

Por mandato constitucional el Banco de la República debe mantener baja la inflación, para mantener el poder adquisitivo de la moneda, con tal fin usó el esquema de corredores monetarios hasta fin de la década, logrando reducir la inflación alrededor de diez puntos; pero al perder operatividad dicho esquema, en septiembre de 2000 el banco adopta el sistema de “Inflación Objetivo” para manejar la política monetaria, que aunque ha permitido consolidar la inflación en un dígito tiene riesgos potenciales como: crisis de la deuda pública e inestabilidad cambiaria, entre otros aspectos.

**Palabras claves:** inflación, corredores monetarios, inflación objetivo, deuda pública, inestabilidad cambiaria.

## Abstract

For constitutional order the Banco de la Republica should maintain low the inflation, to maintain the purchasing power of the currency, so the Bank used the outline of monetary corridors until the end of the decade, being able to reduce the inflation around ten points; but losing operability, the bank adopts, in September of 2000, the system of “Targeting Inflation” to manage the monetary policy, that although it has allowed to consolidate the inflation in a digit it has potential risks as: crisis of the public debt and exchange uncertainty, among other aspects.

**Key words:** inflation, monetary corridors, targeting inflation, public debt, exchange instability.

---

\* Jefe de Departamento de Economía, Centro de Investigaciones Económicas, Universidad de Antioquia.  
E-mail: rjmesa@agustinianos.udea.edu.co

\*\* Profesor, Departamento de Economía, Centro de Investigaciones Económicas, Universidad de Antioquia.  
E-mail: rrhenals@agustinianos.udea.edu.co

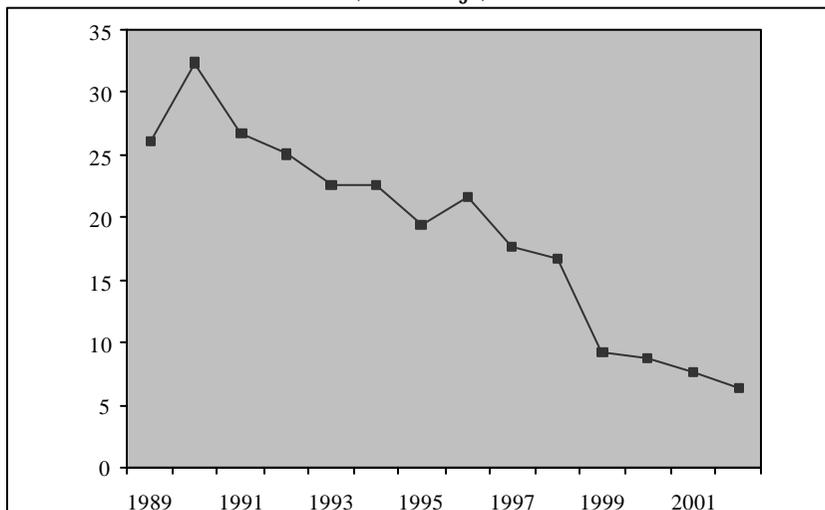
\*\*\* Economista, Centro de Investigaciones Económicas, Universidad de Antioquia.  
E-mail: cmlondono@agustinianos.udea.edu.co

## Introducción

Como resultado del arreglo constitucional de 1991, al Banco de la República se le encargó la función principal de mantener el poder adquisitivo de la moneda, lo que en términos prácticos implica mantener bajos los niveles de inflación. Esto ha significado que, desde inicios de la década de los noventa, las autoridades monetarias del país hayan venido implementando estrategias tendientes a lograr tasas de inflación de un dígito y cercanas a los niveles internacionales (3,0% anual aproximadamente). En este orden de ideas, a juzgar por el comportamiento de la tasa de inflación en los últimos diez años, especialmente desde 1999 (Gráfico 1), no cabe duda que los resultados en materia anti-inflacionaria han sido favorables al nuevo esquema de conducción de la política monetaria colombiana en los últimos años.

A manera de síntesis, el diseño de la política monetaria en una parte de los noventa estuvo caracterizado por un esquema de corredores monetarios. Uno de ellos, el de la base monetaria, permitía hacer un seguimiento directo a las metas de inflación que las autoridades implementaron en cada período. Digamos que, durante la vigencia de este esquema, la inflación se redujo en más de 10 puntos pasando de niveles del 22,0% en 1996 al 9,0% en el 2000. Para resaltar, la brusca caída de la inflación en 1999, situación que coincide con la drástica reducción de la actividad económica en dicho año. En septiembre de 2000, la Junta Directiva del Banco de la República decidió cambiar el marco operativo de la política monetaria, posiblemente como resultado de la pérdida de eficiencia del mecanismo de corredores monetarios.<sup>1</sup>

**Gráfico 1**  
**Colombia: evolución de la tasa de inflación 1989-2002**  
(Porcentaje)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística

1 Al respecto véase Clavijo (2000).

El nuevo esquema, denominado inflación objetivo, tendiente a consolidar tasas de inflación de un dígito, combina el seguimiento de un agregado monetario, como la base monetaria, con mecanismos de comunicación por parte de la Junta Directiva del Banco de la República con los mercados que explican los cambios en sus decisiones de política monetaria, propiciando una mayor credibilidad en las metas de inflación. Este esquema se puede definir como una estrategia de conducción de la política monetaria donde las decisiones son guiadas por las expectativas de inflación futura, relacionadas con el objetivo anunciado por las autoridades monetarias.<sup>2</sup>

El propósito de este ensayo es analizar el desarrollo de la política monetaria en Colombia desde el establecimiento del esquema de inflación objetivo. Su objetivo central es presentar algunas reflexiones alrededor de lo que hemos considerado los principales riesgos que enfrenta este esquema en el corto plazo, debido a la delicada situación fiscal y a la fuerte inestabilidad cambiaria. Con esta finalidad hemos dividido el informe en dos partes. En la primera parte se analiza la política monetaria en el marco del proceso de desinflación que se ha registrado en los últimos tres años y, en la segunda parte, se discuten algunos aspectos de la situación fiscal y cambiaria del país en el presente año, que pueden dificultar las metas de inflación en el futuro inmediato.

## I. Desinflación reciente y política monetaria: una interpretación

La coyuntura monetaria en los últimos tres años evidencia un conjunto de situaciones que demuestran la aparente paradoja que se viene presentando entre el manejo de la política monetaria, la evolución de la inflación y el comportamiento de la actividad económica. Un escenario típico de este tiempo, que contrasta con lo que ha sido la historia del manejo monetario en otras épocas, es la manera como se vienen alcanzando sin ningún problema las metas de inflación, en medio de una relativamente abundante liquidez en la economía y de una situación de estancamiento económico.

Para comenzar, puede afirmarse que la política monetaria desde 1999 viene mostrando un perfil marcadamente expansivo, según se desprende de la evolución de algunos de sus indicadores e instrumentos. Sobresale, la caída pronunciada de todas las tasas de interés de intervención, el volumen de las compras de divisas para acumular reservas internacionales y el traslado de utilidades del emisor (Cuadro 1). Los excesos de liquidez que se vienen registrando en el mercado financiero se han reflejado en la evolución de las tasas de interés interbancaria y en las de mercado.<sup>3</sup> Este comportamiento estaría mostrando un compromiso importante de las autoridades monetarias con la recuperación de la economía.

2 Sobre el mecanismo de inflación objetivo se pueden ver los siguientes trabajos: Clavijo (2000), Mesa y Ortiz (2000) y Londoño, Mesa y Rhenals (2002).

3 Al respecto véase el "Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República", julio de 2002, páginas 17- 25.

**Cuadro 1**  
**Colombia: fuentes de la base monetaria 1998-2002**  
 (Miles de Millones de Pesos)

	1998	1999	2000	2001	2002 a/
Gobierno	644	2.480	832	914	(1.033)
Traslado de utilidades	83	1.244	516	1.453	1.226
Compra neta de TES	384	1.092	400	(623)	(282)
Cajero	177	143	(84)	84	(1.976)
Repos y cupos de liquidez	899	1.730	(691)	(1.215)	(38)
Compra Neta de divisas	(2.761)	(1.437)	692	1.445	459
Recaudo de cartera b/			(112)	(225)	(4)
Otros	(148)	44	249 c/	18	(69)
Total	(1.365)	2.817	971	938	(548)
Saldo base	6.922	9.739	10.710	11.648	11.100

Fuente: Banco de la República, Informe de la Junta Directiva al Congreso, julio 2001.

Notas: a/Año corrido a junio de 2002.

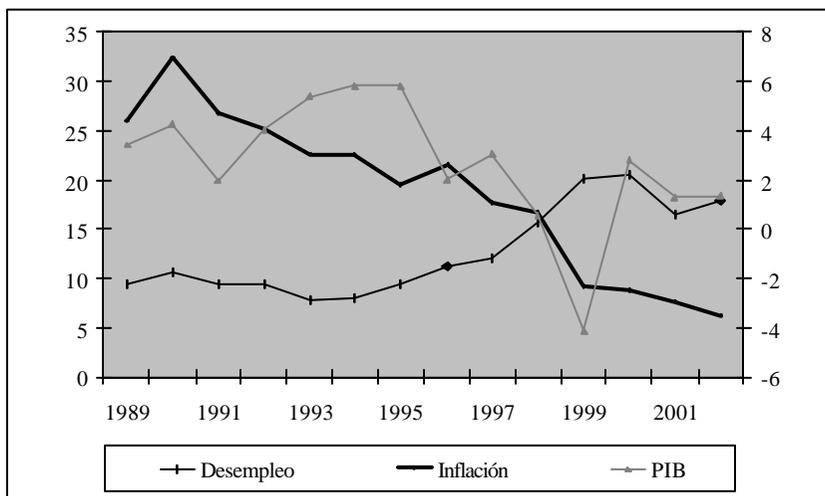
b/Principalmente de Granahorrar.

c/Incluye compra de divisas a entidades multilaterales por US\$55m, cuya expansión es de US\$ 126m.

Los resultados en materia de actividad económica y desempleo hasta ahora todavía no validan estos esfuerzos del Emisor. Antes, por el contrario, transitamos por niveles muy preocupantes de estos indicadores. Como consecuen-

cia de esta situación, parece claro que las bajas presiones de demanda estarían explicando parte del descenso de la inflación desde 1999, período caracterizado por un lento crecimiento de la economía (Gráfico 2).

**Gráfico 2**  
**Colombia: evolución del desempleo, PIB e inflación 1989-2002**



Fuente: Banco de la República y Departamento Administrativo Nacional de Estadística

Según este panorama y de acuerdo con el compromiso del Banco de la República con la estabilidad de precios, todo indicaría que éste se ha venido preocupando más por el tema del crecimiento económico que de la inflación, como parece desprenderse de la dinámica de los indicadores e instrumentos monetarios que, hoy en día, presentan un claro sesgo a favor de la expansión de la demanda agregada. A nuestro modo de ver, esta situación podría ser el reflejo del reconocimiento implícito –no manifiesto públicamente, porque el objetivo final es la estabilidad de precios– que están haciendo las autoridades monetarias de que el descenso de la inflación es el resultado de la misma dinámica de la actividad económica, lo que explicaría un claro interés en su recuperación. Por lo demás, esta postura resulta altamente benéfica cuando se privilegian, por encima de la inflación, los objetivos de actividad económica y empleo en la función bienestar social de un banco central.

En este orden de ideas, la evidencia internacional ha demostrado que, para la política monetaria, la coexistencia de un papel potencialmente estabilizador del Producto Interno Bruto –PIB– en el corto plazo –que suponemos nosotros es el objetivo final implícito, no reconocido por el Emisor públicamente– y de un objetivo de minimización de la inflación de largo plazo (objetivo final explícito del Banco de la República) es intrínsecamente contradictoria y problemática. Las decisiones tomadas en función de un objetivo final de control de la inflación tienen efectos de corto plazo en el PIB y en el empleo (Martner, 2000) o, viceversa, las decisiones tomadas en función de objetivos de crecimiento tienen efectos en la

inflación. En el caso colombiano actual, mientras se estén alcanzando las metas presupuestadas de inflación, el perfil de la política monetaria se mantendrá a favor del crecimiento. En caso contrario, la postura de la política monetaria cambiaría (perfil restrictivo) con efectos adversos sobre la demanda agregada, el producto y el empleo.

De acuerdo con lo anterior, surgen algunas inquietudes que se pueden expresar a través de las siguientes preguntas: ¿Cuál ha sido entonces el aporte de la política monetaria y, por ende, del esquema de inflación objetivo a la reducción de la inflación? ¿Por qué el perfil expansivo de la política monetaria no se ha traducido en un impulso importante de la demanda agregada?

En relación con la primera pregunta, creemos que los aportes del esquema de inflación objetivo están asociados con una parte de los criterios sobre los cuales se toman las decisiones de política monetaria, especialmente aquellos relacionados con los que permiten una evaluación de las condiciones de la economía y de las tendencias y perspectivas de la inflación, el desempleo y el producto. Esto garantiza la responsabilidad de las autoridades monetarias con la estabilidad macroeconómica, lo cual le permite aumentar los grados de credibilidad del público y de los mercados, situación que puede moderar las expectativas inflacionarias de los agentes. Para el logro de la credibilidad, el Banco tiene varias estrategias a nivel operativo como son los informes sobre inflación, los comunicados de prensa y la explicación pública de los cambios en la política monetaria.

En cuanto a los informes de inflación, estos, además de explicar el comportamiento de los principales determinantes de la inflación y de sus tendencias en el corto plazo, reseñan los pronósticos de inflación básica en el mediano plazo, lo que ha servido como una herramienta importante para la toma de decisiones sobre la política de tasas de interés a seguir. De otro lado, los comunicados de prensa le han permitido a la Junta Directiva del Banco de la República hacer un seguimiento a la evolución del Índice de Precios al Consumidor –IPC– y a las tendencias de la economía. Un ejemplo claro de transparencia fue el comunicado de prensa emitido el 22 de noviembre de 2001, en el cual la Junta Directiva del Banco le explicó al público y a los mercados el cambio de orientación en la estrategia de inflación objetivo en ese período.

Finalmente, en relación con la segunda inquietud, la aparente falta de eficiencia de la política monetaria en materia de crecimiento está asociada, en gran parte, con factores exógenos de índole coyuntural que no dependen de las autoridades monetarias, entre otros, la difícil situación financiera de empresas y hogares y la insuficiente recuperación del sistema fi-

nanciero, lo cual impide una mayor movilidad del crédito y un repunte importante del consumo y la inversión.<sup>4</sup> Adicionalmente, existen factores del lado de la oferta de la economía, donde la contribución de la política monetaria opera en forma indirecta.

## II. Los riesgos de la política monetaria en el corto plazo

A pesar del aparente éxito que ha alcanzando el Banco de la República en materia inflacionaria en el 2002 y el buen comportamiento de algunos de los determinantes de corto plazo de la inflación en Colombia,<sup>5</sup> existen algunos fenómenos en el corto y mediano plazo que podrían comprometer el logro de las metas de inflación para los próximos dos años.<sup>6</sup> Lo anterior implica que los principales riesgos que puede enfrentar la política monetaria y su compromiso con la estabilidad de precios radica en los hechos de coyuntura que se vienen presentando, especialmente en los frentes fiscal y cambiario.

Los problemas asociados con el crecimiento excesivo del endeudamiento público y la preocupante inestabilidad cambiaria que se viene observando en el

---

4 A pesar de las bajas tasas de interés que se vienen registrando hace largo rato, el crédito continúa estancado. Según cifras del Banco de la República a septiembre 6 del 2002, el saldo del crédito total, que incluye la cartera en moneda nacional y moneda extranjera con los sectores público y privado, mostraba una caída anual del 0,9%.

5 Entre ellos, los agregados monetarios y las tasas de interés. Igualmente, la evolución favorable de los precios de los alimentos durante 2002.

6 El 22 de noviembre de 2001, el Banco de la República expidió un comunicado donde definía las metas de inflación para los dos próximos años: 6,0% en el 2002 y un rango entre el 4,0% y 6,0% para el año 2003. Igualmente, expresa el comunicado, la preocupación del Banco por alcanzar una inflación de largo plazo representada en una meta puntual del 3,0% más allá del año 2003.

2002, pueden convertirse en obstáculos al logro de los objetivos de inflación y limitar las posibilidades del esquema de inflación objetivo. Es de anotar que, desde que comenzó a operar esta estrategia de política monetaria en el país, las metas de inflación se han venido alcanzando sin mayores inconvenientes, tal como se desprende de los resultados alcanzados en los dos o tres últimos años (Cuadro 2).

Los acontecimientos de coyuntura mencionados tienen repercusiones importantes por las señales que pueden representar para el futuro de la economía colombiana en los próximos años, sobre todo en

lo que tiene que ver con el comportamiento de variables claves como las tasas de interés, el tipo de cambio, el nivel general de precios y la fijación de los salarios. De la misma manera, las dificultades en materia fiscal y cambiaria, a la vez que pueden comprometer las metas de inflación, también podrían frenar o limitar la insuficiente recuperación económica que viene registrando la economía colombiana. De acuerdo con lo anterior, a continuación se presentan algunas reflexiones en torno al déficit fiscal, la sostenibilidad de la deuda pública, el problema del *pass through*<sup>7</sup> y la inestabilidad cambiaria.

**Cuadro 2**  
**Metas de inflación e inflación observada en Colombia 2000-2004**  
(Porcentajes)

<u>Inflación</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>
Meta	10,0	8,0	6,0	4,0 - 6,0	3,0
Observada	8,8	7,65	6,37a/		

Fuente: Banco de la República y Departamento Administrativo Nacional de Estadística- DANE.

Nota: a/ Inflación anual a octubre de 2002.

### Los problemas del déficit fiscal y la sostenibilidad de la deuda pública<sup>8</sup>

En cuanto al déficit fiscal, la preocupación surge por el crecimiento explosivo que puede generar la elevada carga de la deuda pública, tanto interna como externa, que el país viene acumulando en los últimos años. Los riesgos de una deuda

elevada están por el lado de los círculos viciosos que generan sobre el comportamiento de variables macroeconómicas importantes como las tasas de interés, el tipo de cambio y los precios. Así mismo, estos riesgos en grado sumo pueden comprometer la gestión de la política fiscal a través del tiempo.

7 Este término está referido en la literatura al efecto que produce el tipo de cambio sobre el nivel de precios doméstico, tal como lo definen: Hausmann, Panizza y Stein (2000).

8 Esta sección es tomada textualmente de: Londoño, Mesa y Rhenals (2002).

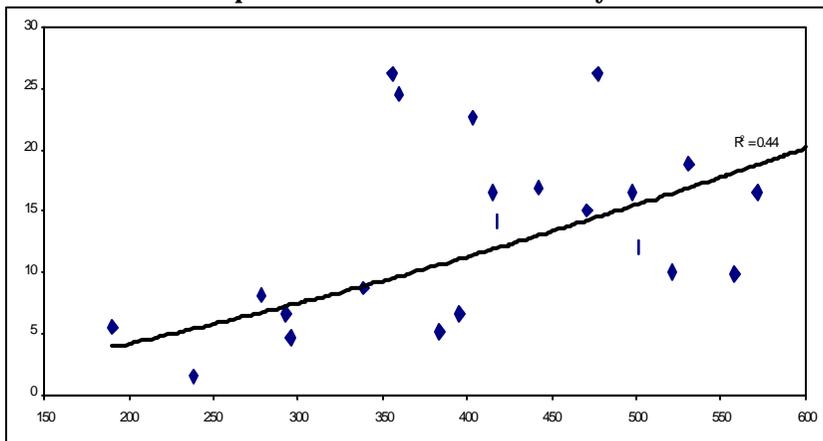
En efecto, en la medida en que se mantenga una fuerte alza en la relación deuda pública/PIB aumentan las posibilidades de que desemboque en una dinámica explosiva de la deuda, debido a las dudas que surgen de si el gobierno es capaz de servirla adecuada y oportunamente. Esto produce malas señales, especialmente en los mercados financieros internacionales que comienzan a exigir primas de riesgo país más altas por la compra de la deuda pública colombiana –aumento del *spread*–, provocando alzas en el tipo de cambio (Gráfico 3), déficit aún mayores y un aumento más rápido del endeudamiento externo. De otra parte, un déficit presupuestario persistente puede generar problemas de balanza de pagos y mayor inflación.

Las presiones inflacionarias se producen por los aumentos de costos que pueden generar los desequilibrios fiscales y las alzas en el tipo de cambio. Las expectativas de devaluación que resultan se

originan por la incertidumbre que se desprende no sólo de la falta de responsabilidad fiscal del gobierno para contener su déficit, sino también de la fuga de capitales que se presenta ante las expectativas de dificultades económicas en el futuro. Como se sabe, una crisis fiscal puede ser resultado de expectativas de insostenibilidad de la deuda pública, produciéndose lo que, en la literatura económica, se denomina “expectativas autocumplidas”; es decir, expectativas que llevan aparejado su propio cumplimiento: la creencia de que puede surgir un problema provoca la aparición de ese problema, validando las expectativas iniciales (Blanchard, 2000).

La experiencia reciente de Brasil es muy relevante. Según Blanchard (2000), “en la crisis brasileña de 1998, el temor a que se devaluara el *real* obligó a Brasil a subir enormemente los tipos de interés. Estos tipos de interés aumentaron extraordinariamente los déficit públicos, llevando a

**Gráfico 3**  
**Colombia: Spread vencimiento en el 2003 y devaluación**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Superintendencia Bancaria de Colombia.

preguntarse si el Estado brasileño podría devolver su deuda y elevando aún más los tipos de interés. Finalmente, Brasil no tuvo más remedio que devaluar a principios de 1999”.

El caso argentino reciente también es un ejemplo de los problemas que originan los desequilibrios fiscales. La incapacidad de pago del gobierno argentino frente al tema de la deuda pública durante el año 2001, elevó la percepción de riesgo sobre esa economía, que condujo a la eliminación del esquema de convertibilidad y a una fuerte devaluación del peso argentino. Esto trajo consigo el aumento de la inflación en un escenario de caída de la actividad económica. En resumen, a juzgar por los acontecimientos, la inflación en Argentina viene siendo el resultado de la incapacidad de pago de un gobierno que no ha podido ajustar sus finanzas públicas, ni cumplir con los pagos programados. Lo anterior se ha visto alimentado por políticas financieras impopulares “el corralito”.

En general, las mayores dificultades y riesgos que enfrenta la economía colombiana en el futuro con el tema del déficit fiscal se viene alimentando cada vez con los siguientes aspectos<sup>9</sup>: (i) El creciente servicio de la deuda pública que para el año 2001 pudo representar más del 90,0%

del recaudo del impuesto de renta. (ii) El escaso ritmo de crecimiento del PIB en el primer semestre de 2002 (1,4%). (iii) Los problemas de orden público. (iv) La fragilidad del sistema bancario<sup>10</sup> y las dificultades que enfrentan, por ejemplo, las reformas tributaria, pensional y del Estado. Estos aspectos constituyen un riesgo potencial para las metas de inflación en Colombia, no sólo por lo que representan para el futuro de las finanzas públicas del país, sino también por sus efectos sobre nuestra imagen financiera internacional.

Finalmente, según los anuncios del nuevo gobierno, se requiere aumentar los gastos en materia de seguridad e inversión social para enfrentar dos de los problemas más delicados que tiene el país en la actualidad: la violencia y la pobreza. En esta perspectiva, dado el comportamiento previsto de los recaudos, esto podría comprometer las metas fiscales, a no ser que se produzca un fuerte recorte del gasto público en otros frentes. De todas maneras, es probable que el gasto público en el corto plazo aumente en forma importante debido a las políticas de indemnizaciones que el ajuste del Estado implica. En estas condiciones, la deuda pública podría mantener su sendero preocupante.

9 En línea con Arango y Posada (2000), retomamos algunos de los aspectos que ellos citan, pero adaptados a la coyuntura registrada en 2002.

10 En relación con este punto, vale la pena referenciar que durante julio y agosto de 2002 las utilidades del sistema financiero bajaron, en parte, debido a las pérdidas por \$160.000 millones ocasionados por las caídas de rentabilidad de los portafolios de inversión representados en títulos de deuda pública TES. El incremento de 12,5% a 16,5% de las tasas de los TES, especialmente en agosto, implicó una depreciación de 15,0% en esos papeles, lo cual se convirtió en la causa de la mencionada pérdida.

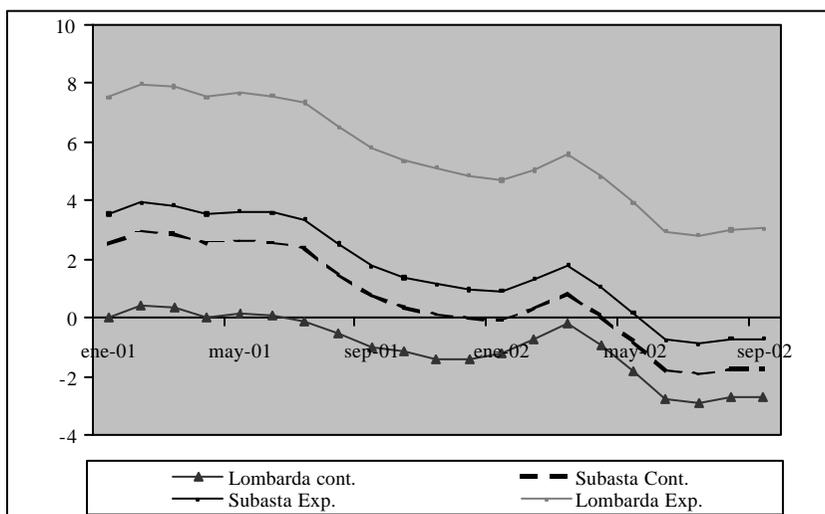
### El problema del *pass through* y la inestabilidad cambiaria

El nuevo régimen cambiario colombiano, establecido a finales de septiembre de 1999, derivó, como resultado lógico característico de este esquema, en una mayor inestabilidad en el precio del dólar. En los últimos años, factores asociados con los problemas de orden público, la fragilidad del entorno internacional, la política de fuerte reducción de tasas de interés (actualmente 3 de las 4 tasas de intervención son negativas en términos reales, Gráfico 4) y el excesivo crecimiento de la deuda pública han influenciado activamente la evolución reciente del precio de la divisa en Colombia. Si bien estos factores se vienen convirtiendo en los determinantes fundamentales de la tasa de cambio, hasta el momento sus niveles no han desatado una fuerte especulación desestabilizadora

contra la moneda nacional, que termine por aumentar el precio del dólar más de lo normal, incidiendo fuertemente en el precio de los bienes importados y en las expectativas de inflación.

En este orden de ideas, vale la pena reseñar la coyuntura cambiaria en lo corrido de 2002, especialmente por las bruscas alzas que se presentaron recientemente. A manera de resumen, el comportamiento del precio del dólar ha tenido dos fases claramente definidas (Gráfico 5): una apreciación en los primeros meses del año –hasta finales abril–, y una alza sostenida o depreciación, desde mayo hasta mediados de octubre. Algunos factores que explicaron el desempeño de la divisa norteamericana en el país durante la primera parte del año –fase de apreciación– estuvieron asociados básicamente con<sup>11</sup>: (i) el dinamismo de las remesas de colombianos en

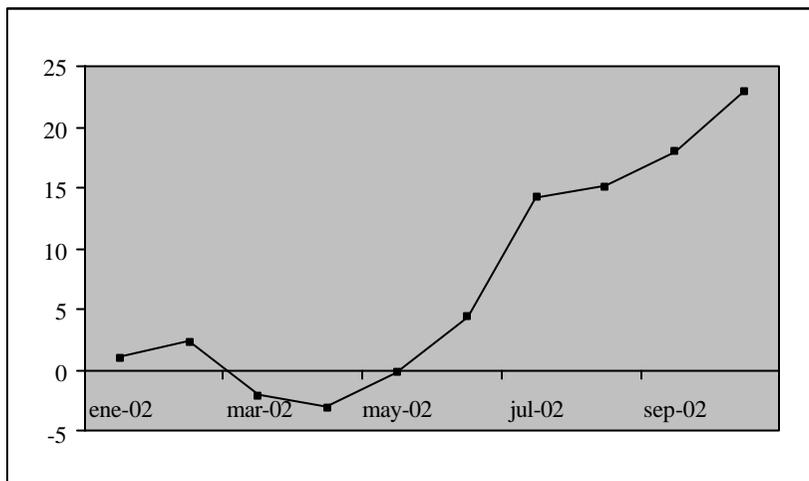
**Gráfico 4**  
Colombia: tasas de intervención en términos reales 2001-2002 (%)



Fuente: Banco de la República

11 Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Banco de la Republica, 2002, página 26.

**Gráfico 5**  
**Colombia: tasa de devaluación promedio anual, 2002**  
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República

el exterior; (ii) la participación activa de las casas de cambio en el mercado interbancario, que implicó que divisas que anteriormente se negociaban en el mercado libre comenzaran a formar parte de este mercado; (iii) las operaciones de cobertura de los fondos de pensiones obligatorias realizadas con el fin de reducir el riesgo cambiario de sus portafolios en moneda extranjera; (iv) la política de reducción de las tasas de interés en los Estados Unidos y (v) la disminución de la posición propia del sistema financiero inducida por las expectativas de apreciación a la fecha. El resultado de este proceso de apreciación permitió una acumulación de reservas interna-

cionales netas de US\$625,2 millones, de los cuales US\$201,5 millones fue el monto que el Banco de la República compró a través del mecanismo de subastas de opciones tipo *put* para acumulación de reservas internacionales.

Contrario a este desempeño, desde mayo las alzas en el precio del dólar comienzan a ser estimuladas por factores de diversa índole, destacándose muy activamente, de un lado, la difícil situación económica y política de algunos países de la región, particularmente, Venezuela, Brasil y Argentina<sup>12</sup>. Y, de otro lado, las preocupaciones del mercado financiero interna-

12 La inestabilidad política en Venezuela, resultado de la polarización entre gobierno y opositores que buscan la salida del Presidente Chávez –hasta ahora–, entre los factores más importantes, se ha desatado una profunda devaluación del Bolívar, que en octubre de este año superaba el 80,0%. Brasil con una débil economía y la desconfianza que se generó en los mercados internacionales por las elecciones presidenciales. Y el caso de Argentina, por la demora del FMI para concretar su ayuda al igual que la inestabilidad política del Presidente Eduardo Duhalde, han sumido la economía del país en una profunda crisis de confianza.

cional sobre la economía colombiana originadas en el tema del ajuste en las finanzas públicas y en el futuro del financiamiento del déficit fiscal. Otras causas que han venido impulsando la depreciación en el segundo semestre del año con mayor intensidad son: (i) los canjes de deuda externa anunciados por el gobierno a finales de mayo y realizados el 25 de junio, cuyo objetivo fue reestructurar los plazos de vencimiento de la deuda colombiana, lo cual se tradujo en un exceso de demanda de divisas para la compra de los nuevos bonos que serían emitidos<sup>13</sup>; (ii) la caída en las tasas de intervención motivada por el intento del Banco de la República de incentivar el crédito y contribuir a la reactivación de la economía, que generó en los inversionistas un gran interés por demandar títulos de deuda emitidos por el gobierno en dólares. Este hecho, junto con la expansión monetaria y el aumento en el diferencial de rentabilidades a favor del exterior, contribuyó a aumentar la demanda por dólares en el mercado cambiario; (iii) la especulación financiera originada en la caída de la rentabilidad de algunos intermediarios financieros por la disminución de sus ganancias en títulos de tesorería, especialmente en julio y agosto, a raíz del incremento en las tasas de interés de estos papeles, y la escasa reactivación del crédito; (iv) la demanda permanente de divisas por parte del sector real para protegerse de eventuales y bruscas devaluaciones, al mismo tiempo en que se realizan giros de utilidades a sus casas matrices en el exterior; (v) algunas medidas de índole

política y económica implementadas por el nuevo gobierno como la declaración de conmoción interior el pasado 11 de agosto y el pago del impuesto del 1,2% sobre el patrimonio, que incrementó la incertidumbre sobre la economía.

Esta situación de inestabilidad, caracterizada por la depreciación generalizada del peso, originó que en este periodo se activara, por primera vez, el mecanismo de subastas para “control de volatilidad” creado por el Banco de la República con el fin de moderar las variaciones fuertes del tipo de cambio. Éstas son subastas de opciones para vender o comprar divisas al Banco de la República, siempre que el Tipo de cambio Representativo del Mercado –TRM– este 4,0% por encima o por debajo de su promedio móvil de los últimos 20 días, disponiendo el Emisor de un cupo de US\$180 millones con vigencia de un mes para realizar tales intervenciones. En efecto, entre julio y octubre del presente año, el Banco de la República efectuó tres intervenciones de tipo *call* para controlar el alza en el precio de la divisa, al superar la TRM, en un 4,0% por encima, su promedio móvil de los últimos 20 días (Cuadro 3). De un monto establecido de US\$540 millones para las tres subasta, el Banco de la República vendió divisas por este mecanismo por un valor de US\$414 millones.

En resumen, hasta el momento los hechos estilizados registrados en el país en el último tiempo, no validan una evidencia fuerte de los impactos de la devaluación sobre la inflación medida a través del IPC.

13 En cuanto a esta reestructuración de deuda es importante resaltar que cerca del 70,0% de los US\$600 millones en bonos que fueron colocados fue demandado por intermediarios nacionales, especialmente los fondos de pensiones quienes incrementaron su demanda de divisas para la adquisición de estos papeles.

**Cuadro 3**  
**Subastas de opciones *Call***

Fecha	Monto presentado (US\$ Millones)	Monto aprobado (US\$ Millones)	Cupo (US\$ Millones)	Prima de corte (\$/US\$1000) <sup>a/</sup>	Monto ejercido (US\$ Millones)
29-jul-02	354	180	180	3.800	180
01-ago-02	453	180	180	4.220	109,5
02-oct-02	599	180	180	5.157	124,5

Fuente: Banco de la República

<sup>a/</sup> son pesos por cada mil dólares.

Los efectos de la depreciación al parecer son más fuertes en el Índice de Precios al Productor –IPP–, lo cual tiende a inducir a costos de producción más altos y con ello generar inflación. En esta dirección, todo parece indicar que los efectos de la rápida devaluación registrada durante el segundo semestre de 2002, han comenzado a sentirse en términos de las metas de inflación presupuestadas para tal año. En efecto, la tasa de inflación anual registrada en el mes de octubre equivalente al 6,37%, superó ampliamente el objetivo del 6,0% que se tiene establecido para 2002.

## Conclusiones

A juzgar por los resultados hasta ahora logrados en materia de inflación, todo indica que el esquema de conducción de la política monetaria en función de metas plurianuales de inflación viene operando eficientemente en el país. Lo anterior ha permitido que en los últimos tres años el Banco de la República haya podido estabilizar la inflación en niveles de un dígito, sin la necesidad extrema de haber recurrido a aumentos excesivos en las tasas de interés; antes, por el contrario, la coyuntura en esos años ha mostrado un perfil claramente expansivo de la política mo-

netaria, lo cual ha facilitado la caída de todas las tasas de interés en la economía colombiana. Esto último resulta demasiado relevante en las actuales circunstancias del país, especialmente por la necesidad urgente que existe de impulsar el crecimiento económico y frenar la alta tasa de desempleo que se viene registrando. Lamentablemente, a pesar de tener estos índices tan bajos de tasas de interés y de haber consolidado la inflación en un dígito, la actividad productiva no despega y el panorama económico continúa bastante oscuro.

En este sentido, se convierte en un reto para el manejo monetario de los próximos periodos, continuar manteniendo este perfil bajo de tasas de interés, en un ambiente donde existen riesgos constantes para las metas de inflación presupuestadas. El problema de la sostenibilidad de la deuda pública y los probables efectos adversos de la inestabilidad cambiaria que se observa, ponen en un alto riesgo la posibilidad de que las autoridades monetarias no logren los resultados inflacionarios deseados. Estos factores negativos para la estabilidad macroeconómica, podrían modificar el perfil actual de la política monetaria, lo cual sería contraproducente para las perspectivas de cre-

cimiento económico en los próximos años. No olvidemos que en el caso de que la inflación observada se desvíe del presupuesto de las autoridades monetarias, el ajuste inmediato se produce vía alza en las tasas de interés.

Con respecto a este último aspecto y dados los riesgos que enfrenta la política

monetaria en el corto plazo, consideramos que las metas de inflación en un futuro deberían tornarse más prudentes y ajustadas a la realidad colombiana actual. Por ejemplo, puede resultar innecesario fijar una meta de inflación para el próximo año inferior al 5,0% anual de continuar la economía colombiana transitando por una senda de bajo crecimiento.

## Bibliografía

- ARANGO y Posada (2000). "¿Podremos sostener la deuda pública?", *Borradores de Economía*, No 165, Banco de la República, Bogotá, pág 1.
- BANCO de la Republica (2002). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio, Banco de la República.
- BLANCHARD (2000). *Macroeconomía*, segunda edición, Prentice Hall
- CLAVIO (2000). "Reflexiones sobre política monetaria e inflación objetivo en Colombia", *Borradores de Economía*, No 141, Banco de la República, enero.
- HAUSMANN, Panizza y Stein (2000). "Why do countries float the way they float?", *Revista Venezolana de Analisis de Coyuntura*, Volumen V, No 2, julio-diciembre.
- LONDOÑO, Mesa y Rhenals (2002). "Teoría y realidad de los esquemas de inflación objetivo: aproximaciones al caso colombiano", *Revista Ensayos de Economía*, No 20. Universidad Nacional de Colombia, Medellín, diciembre.
- MARTNER (2000). "Estrategias de política económica en un mundo incierto", *Cuadernos del ILPES*, No 45, ILPES, Chile.
- MESA y Ortiz (2000). "Notas sobre el nuevo esquema de Política monetaria en Colombia", *Revista Perfil de Coyuntura Económica*, Universidad de Antioquia, diciembre.