
LA IMPLEMENTACIÓN DE LA INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

Hasta 2002, las metas de inflación en Colombia se habían formulado siempre como metas puntuales. En los años recientes, la credibilidad de la política monetaria en el país se ha incrementado, como consecuencia de niveles de inflación generalmente por debajo de las metas anunciadas. Adicionalmente, se han alcanzado niveles de inflación de un dígito y la inflación se aproximará a su nivel de estado estacionario en pocos años. Considerando estos hechos, a finales de 2001 la Junta Directiva del Banco de la República decidió anunciar un rango entre 4% y 6% para la definición posterior de la meta puntual de inflación del año 2003. A finales de 2002 ésta se definirá dentro del rango anunciado.

*Por: Javier Gómez,
José Darío Uribe y Hernando Vargas**

I. ANTECEDENTES

Colombia ha tenido metas explícitas de inflación desde los primeros años de la década de los 90¹. Las autoridades monetarias colombianas anunciaron una meta cuantitativa de inflación por primera vez en 1991. El anun-

cio fue hecho por el ministro de Hacienda, en un momento en el que no existía una clara distinción entre las responsabilidades del banco central y las del gobierno en lo que respecta a la política macroeconómica, ni existía autonomía del banco central en el diseño y ejecución de la política monetaria.

* Los autores son, en su orden, Director del Departamento de Programación e Inflación, Gerente Técnico y Subgerente de Estudios Económicos. Este documento corresponde a las tres primeras secciones de un trabajo presentado en las conferencias "Inflation Targeting, Macroeconomic Modelling and Forecasting", Banco de la República y Banco de Inglaterra, Bogotá, enero 14 y 15 de 2002, y "La política de metas de inflación en América Latina: teoría y práctica", Banco de México, marzo 4 y 5 de 2002. Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Los autores agradecen los comentarios de Lavan Mahadeva, Pablo García y Hugo Perea, y la asistencia en la investigación de Jesús Bejarano.

¹ Esta sección está basada en Uribe et al., 1999.

En 1991, una nueva Constitución asignó el diseño y conducción de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia exclusivamente a la Junta Directiva del Banco de la República, e hizo al banco central independiente del Gobierno central. De acuerdo con la Constitución "el Estado, a través del Banco de la República, debe preservar el poder adquisitivo de la moneda". Adicional al mandato constitucional, en 1992 la ley del banco central² estableció que la Junta Directiva deberá anunciar cada año una meta cuantitativa de inflación.

La reducción de la inflación en Colombia ha enfrentado varios obstáculos. Para empezar, la introducción de metas explícitas de inflación en Colombia tuvo dos características especiales.

Primera, y a diferencia de otros países, la meta de inflación no fue anunciada inicialmente como parte de un esquema de política para alcanzar la estabilidad de precios. Segunda, existía una marcada desviación entre la inflación observada y la meta anunciada inicialmente por el ministro de Hacienda. De esta manera, el proceso de inflación objetivo en el país comenzó con baja credibilidad y confusión acerca de su naturaleza y operatividad.

En segundo lugar, a lo largo del período de metas de inflación la política fiscal ha sido fuertemente expansiva. El gasto del sector

público no financiero (SPNF) aumentó de 24,4% del producto interno bruto (PIB) en 1990 a 34,8% del PIB en 2000. Este incremento ha sido financiado a través de aumentos en los impuestos, ingresos por privatizaciones y una gran expansión de la deuda pública tanto interna como externa. Aun cuando el banco central no ha otorgado créditos directos para financiar el déficit público, la postura de la política fiscal ha condicionado la ejecución, credibilidad y resultados de la política monetaria. Por ejemplo, cuando los capitales extranjeros eran abundantes, la política fiscal presionó implícitamente hacia una apreciación real de la moneda, en un país caracterizado por un fuerte *lobby* por la devaluación. Por otra parte, cuando los capitales extranjeros escasearon, la postura expansiva de la política fiscal forzó el ajuste del déficit externo en el sector privado.

Adicionalmente, es necesario recordar que Colombia comenzó a establecer metas de inflación después de más de 20 años de enfrentar una inflación moderada. Entre 1972 y 1992, la tasa de inflación fluctuó entre niveles de 18,0% y 32,0% y los colombianos fueron capaces de vivir con estas tasas de inflación mediante la indexación formal e informal de los salarios, los impuestos, las hipotecas y los precios de algunos activos financieros.

En un contexto de indexación general y una larga historia de inflación moderada, la sociedad ha sido particularmente reticente a aceptar los costos de corto plazo de la desinflación. Por lo tanto, no ha existido apoyo político ni público a la reducción de la inflación en Colombia.

² Ley 31 de 1992.

La baja credibilidad y la ampliamente usada indexación con base en la inflación causada, fueron factores que incrementaron los costos de corto plazo del proceso desinflacionario. Además, en un contexto de indexación general y una larga historia de inflación moderada, la sociedad ha sido particularmente reticente a aceptar los costos de corto plazo de la desinflación. Por lo tanto, no ha existido apoyo político ni público a la reducción de la inflación en Colombia.

De hecho, la inflación cayó gradualmente en la mayor parte de la década de los 90, y sólo después de 1997 fue igual o inferior a la meta anunciada. El proceso de desinflación ha tenido lugar durante un ciclo económico completo, como lo indica el gráfico, empezando en 1990 cuando el índice de precios al consumidor (IPC) se situó en 32,0% y continuando hasta los primeros años del siglo XXI, con niveles de inflación cercanos a la meta de 8,0% establecida para 2001. Este proceso se ha llevado a cabo en medio de una lenta recuperación económica después de la primera contracción del producto en décadas. En los primeros años de este período, la reducción de la inflación estuvo acompañada de una apreciación real de la moneda (ver gráfico). Por su parte, el abrupto descenso de la inflación ocurrió entre 1998 y 1999, cuando pasó de 16,7% a 9,3%, y al mismo tiempo, el producto cayó en 4,2%.

II. LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA

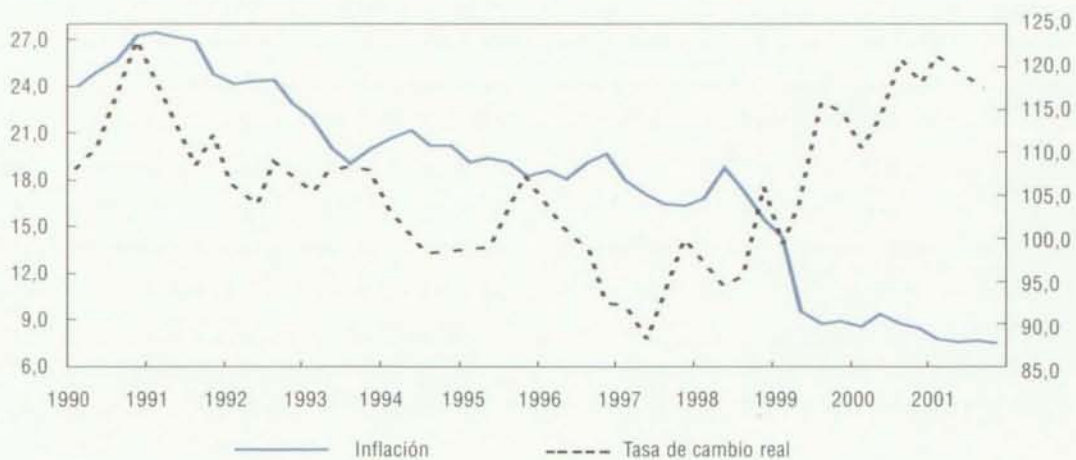
Entre 1992 y 1999, la política monetaria se condujo a través de una meta monetaria in-

termedia y una banda para la tasa de cambio. La meta de inflación se usó para calcular la pendiente de la banda cambiaria y la tasa de crecimiento del comportamiento esperado del M1 o de la base monetaria. Este marco fue establecido teniendo en cuenta una demanda de dinero relativamente estable en Colombia y luego de varias décadas de un *crawling peg* como régimen cambiario. Se estimó que la amplitud de la banda cambiaria (+/- 7,0% para la mayor parte del período) permitiría que la tasa de cambio absorbiera buena parte de los choques al mercado cambiario y minimizaría el conflicto entre metas monetarias y cambiarias. En caso de conflicto, se anunció que se daría mayor prioridad a las metas monetarias. En realidad, las metas de los agregados monetarios fueron incumplidas o modificadas en varias ocasiones, mientras que la banda cambiaria se apreció una vez hacia finales de 1994 y se devaluó dos veces entre 1998 y 1999, luego de la crisis rusa y la pérdida de credibilidad de las políticas fiscal y monetaria.

Los primeros elementos de una estrategia de inflación objetivo, además de las metas mismas, se introdujeron en 1995 cuando se desarrollaron varios modelos de pronóstico de inflación y comenzó a producirse un informe sobre inflación mensual de circulación interna. Con el tiempo, el informe adquirió una creciente importancia en el proceso de toma de decisiones de la Junta Directiva. En diciembre de 1998, el Informe sobre Inflación empezó a publicarse trimestralmente.

En septiembre de 1999 se dejó flotar la moneda, luego de una depreciación real signifi-

Inflación, metas de inflación, actividad económica y tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República y DANE.

cativa dentro del sistema de bandas. En ese momento, el desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos se había corregido, el sistema financiero se estaba fortaleciendo y Colombia había entrado en un programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que le facilitaba el acceso a los mercados internacionales y daba prioridad a la corrección de los problemas estructurales de las finanzas públicas. Poco tiempo después de que este cambio fue introducido, se estableció y anunció un conjunto de reglas claras para la intervención del banco central en el mercado cambiario, de tal manera que el régimen de flotación pudiera ser lo más "limpio" posible. La instauración de un régimen de flotación del tipo de cambio simplificó la estrategia de política monetaria, permitiendo que el banco central se concentrara en la inflación objetivo.

Así, en ese momento estaban presentes en Colombia tres de los cuatro requisitos básicos del esquema de inflación objetivo (Masson, Savastano y Sharma (1997)): el primero, una meta de inflación explícita; el segundo, la prioridad de la meta de inflación sobre cualquier otro objetivo de la política monetaria, y el tercero, la existencia de -por lo menos- independencia del instrumento por parte del banco central. Un cuarto requisito, denominado habilidad técnica para predecir la inflación razonablemente bien y entender los mecanismos de transmisión de

la política monetaria, tenía todavía mucho margen de mejoramiento en ese entonces. De hecho, la brecha entre la meta de inflación en 1999 (15,0%) y la cifra observada para ese año (9,3%) es muy diciente acerca de las dificultades que enfrentaban aquellos a cargo del pronóstico de la inflación y del conocimiento de los canales de transmisión. En el caso de Colombia, la larga historia de una inflación moderada y la experiencia reciente con el cambio estructural en la inflación hacen que cualquier modelo estadístico de estos canales sea una tarea difícil.

En 1999, la Junta Directiva del Banco de la República decidió seguir una estrategia de "transición" hacia la inflación objetivo pura. De acuerdo con esta estrategia, se producirán cambios en la postura de política monetaria si existen señales claras acerca de una alta probabilidad de que la meta de inflación se incumpla.

Al mismo tiempo, la evidencia señaló el hecho de que los agregados monetarios (particularmente los agregados estrechos) exhibían relaciones de largo plazo estables con los precios y el producto. Por ejemplo, como fue documentado por Julio (2001), existe una relación de

cointegración entre precios, producto y base monetaria en un sistema VEC. En esta relación ninguna variable se excluye, y se encontró que los precios son endógenamente débiles y la base monetaria exógenamente débil. Sin embargo, la base monetaria sólo explica una pequeña fracción de la variabilidad de los precios, como se reflejó en la función impulso-respuesta y en el ejercicio de descomposición de la varianza. Otro estudio de Otero y Ramírez (2001) sigue la metodología empleada por Surrey (1989) y Joselius (1992), con el objeto de determinar la importancia de los factores de los mercados monetario,

externo y del trabajo en la explicación de la inflación en Colombia. Los autores encontraron que las variables de desequilibrio monetario y exceso de demanda son las variables explicativas más importantes (después de los términos auto-regresivos) en las ecuaciones de la inflación para el período 1980-2000.

De esta forma, en 1999, cuando la tasa de cambio empezó a flotar, el equipo técnico del banco central y su Junta Directiva se encontraron en una situación en la que la habilidad para el pronóstico de la inflación y el conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria no eran muy confiables, mientras que parecía persistir una relación estable entre dinero, producto y precios. Así, la Junta Directiva del Banco de la República decidió seguir una estrategia de "transición" hacia la inflación objetivo pura. De acuerdo con esta estrategia, se producirán cambios en la postura de política monetaria si existen señales claras acerca de una alta probabilidad de que la meta de inflación se incumpla, provenientes de lo establecido en el Informe sobre Inflación (particularmente de sus modelos de pronóstico), o por desviaciones significativas de la base monetaria con respecto a su "línea de referencia". Esta línea es una trayectoria para la base monetaria, construida con base en la meta de inflación y que, se estima, es compatible con el logro de esa meta, una vez se tienen en cuenta los efectos rezagados del comportamiento monetario pasado. Igualmente, se anunció que si la base monetaria se desvía de su línea de referencia y la Junta Directiva no toma ninguna decisión al respecto, las razones se explicarán claramente al público, sobre las

bases de la información proveniente del Informe sobre Inflación.

Así, la base monetaria fue en efecto abandonada como la meta intermedia oficial, aunque continuó teniendo un papel importante en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria, mientras que la habilidad de pronóstico y el conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria mejoraron hasta el punto de percibirlos como confiables por el equipo técnico del Banco y su Junta Directiva. Este sistema ha funcionado bien hasta el momento. En febrero de 2000, por ejemplo, la política monetaria fue correctamente menos expansiva después de que la base monetaria excediera su "línea de referencia", por una razón que no podía estar relacionada con un cambio en la demanda de dinero. En esa ocasión, la información presentada en el Informe sobre Inflación no indicó la necesidad de dicho cambio. Por otra parte, la base monetaria ha excedido su "línea de referencia" como consecuencia de los efectos del impuesto a las transacciones financieras introducido hacia finales de 1998. La postura de la política monetaria, sin embargo, no se modificó, teniendo en cuenta las conclusiones extraídas del citado informe, y las razones para no actuar en el campo monetario siempre se explicaron claramente al público.

Al mismo tiempo, un pequeño modelo macro que describe los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria (el modelo de mecanismos de transmisión (MMT)) se desarrolló y perfeccionó en los dos últimos años. Recientemente, este mo-

delo comenzó a utilizarse en la preparación del Informe sobre Inflación como fuente de pronósticos de la inflación y el crecimiento, y también para el análisis de política. Se están implementando otros modelos de mecanismos de transmisión de la política monetaria, como el de canal del crédito. Por otra parte, ha habido un esfuerzo considerable por perfeccionar la habilidad de pronóstico del equipo técnico del Banco.

Operacionalmente, la adopción de la nueva estrategia después de la flotación del tipo de cambio ha sido compatible con una política de reducción de la volatilidad de la tasa de interés interbancaria a través de un gradual estrechamiento del rango de las tasas de intervención del Banco. Esta medida probablemente mejorará la transmisión de los cambios en la postura de la política monetaria a las tasas de interés de largo plazo y, por último, a la inflación y la actividad económica.

III. ASPECTOS OPERACIONALES

A. La naturaleza de las metas

1. El índice de precios

Las autoridades monetarias colombianas escogieron el índice de precios al consumidor

(IPC) en la definición de la meta de inflación³. Los precios de los rubros volátiles o los de la energía no están excluidos de este índice. La razón de su escogimiento está en que el IPC es el índice más conocido y mejor entendido por el público. Así, el IPC faci-

lita la comunicación entre el banco central y los mercados. Adicionalmente, en Colombia los precios, los salarios y los contratos financieros han estado ligados tradicionalmente del IPC total. Por lo tanto, se reconoce que cualquier otra medición de la inflación diferente al IPC total no recibirá apoyo

público, ni servirá como guía para las decisiones económicas.

En la práctica, la Junta Directiva con frecuencia ha basado sus decisiones de política en el comportamiento y pronósticos de medidas de inflación básica. Éste ha sido el caso cuando ciertos choques de oferta temporales golpean el IPC (v. gr. choques a los precios de los alimentos). En estas ocasiones, la Junta ha optado por explicar sus acciones al público, y los resultados han sido satisfactorios. Una vez la credibilidad en la política monetaria ha mejorado, esta práctica puede llevarse a cabo más fácilmente. Sin embargo, aún existen dudas acerca del uso apropiado de las medidas de inflación subyacente. Aunque el Banco ha identificado un pequeño grupo de indicadores para la inflación bá-

La adopción de la nueva estrategia después de la flotación del tipo de cambio ha sido compatible con una política de reducción de la volatilidad de la tasa de interés interbancaria a través de un gradual estrechamiento del rango de las tasas de intervención del Banco.

³ Esta sección está basada en Uribe et al. (1999).

sica que parecen filtrar adecuadamente los choques de oferta de corto plazo, la Junta y el equipo técnico no tienen una opinión clara acerca de si uno de estos indicadores puede (o debe) adoptarse como la meta de la política monetaria. Si se toma una decisión, no es claro cuál de las medidas de inflación subyacente debe escogerse.

2. El horizonte de la meta

De acuerdo con la ley, cada año la Junta Directiva tiene que anunciar su meta cuantitativa de inflación para el siguiente año. Hasta 1997, los anuncios se hicieron en diciembre de cada año. Desde entonces, las metas de inflación se han informado con mayor anticipación. Por ejemplo, la meta para 2002 fue anunciada en noviembre de 2000. Esto ha representado una clara mejoría con respecto a la práctica del pasado, ya que existe evidencia de que las acciones de política del Banco de la República afectan la inflación con amplios rezagos, y los principales efectos ocurren después de seis u ocho trimestres. Si esta evidencia es correcta, las metas de inflación de corto plazo en Colombia no podrían alcanzarse por la política monetaria y, por consiguiente, pueden ser interpretadas por los mercados como simples pronósticos de la inflación, en lugar de compromisos de política.

3. Meta puntual

Hasta 2002, las metas de inflación en Colombia se habían formulado siempre como metas puntuales. Se consideraba que una sola cifra ofrece una mejor guía para la formación de expectativas de inflación que un rango, y

expresa un mayor compromiso por parte del banco central de alcanzar su objetivo de inflación. Así mismo, las autoridades monetarias son conscientes de que en el corto plazo su control sobre la inflación es limitado y, dada una meta puntual de inflación, un horizonte corto de tiempo hace que la política monetaria sea activa en exceso, lo cual genera más variabilidad de la necesaria en las tasas de interés, la tasa de cambio y el producto.

Por otra parte, es conocido que, bajo credibilidad imperfecta, el uso de rangos como meta de inflación incita al público y a los mercados financieros a enfocarse en el límite superior de la banda. Adicionalmente, se ha creído que desviarse de un rango establecido como meta reduce la credibilidad de las autoridades monetarias, más que incumplir una meta específica. Así, los problemas que surgen de la credibilidad de la meta de inflación en Colombia no apoyaron en el pasado el cambio hacia un rango para las metas de inflación.

En los años recientes, sin embargo, la credibilidad de la política monetaria en el país se ha incrementado, como consecuencia de niveles de inflación generalmente por debajo de las metas anunciadas. Adicionalmente, se han alcanzado niveles de inflación de un dígito y la inflación se aproximará a su nivel de estado estacionario en pocos años. Considerando estos hechos, a finales de 2001 la Junta Directiva del Banco de la República decidió anunciar un rango entre 4% y 6% para la definición posterior de la meta *puntual* de inflación del año 2003. A finales de 2002 ésta se definirá dentro del rango anunciado. El punto medio del rango se ha utili-

zado operativamente para decisiones de política. Al mismo tiempo, fue anunciada una meta de inflación de largo plazo de 3%.

4. La velocidad de desinflación y la definición de la meta

La primera meta de inflación de 22% para 1992 fue seguida por una de 22% para 1993, 19% para 1994, 18% para 1995, 18% para 1997, 16% para 1998, 15% para 1999, 10% para 2000, 8% para 2001 y 6% para 2002. Esto muestra el gradualismo en la velocidad de la desinflación colombiana. Debido a la extensa historia de inflación moderada con fuertes mecanismos de indexación informal, se ha pensado que la reducción de la inflación debe ser gradual con el fin de mantener el apoyo de la sociedad y evitar costos de desinflación extremadamente altos.

En la definición de la meta de inflación, el equipo técnico del Banco de la República lleva a cabo tres tipos de labores:

1. Evaluación detallada de las presiones inflacionarias existentes en el corto y mediano plazo.
2. Proyecciones de la inflación usando modelos econométricos.
3. Programación financiera en la tradición del FMI.

La evaluación de las presiones inflacionarias está basada en un análisis de la evolución reciente de los precios al consumidor y al productor, el comportamiento de los diferentes indicadores de inflación básica, las

tendencias de los agregados monetarios y su desviación con respecto a sus puntos de referencia, la evaluación de la actividad económica en relación con las diferentes estimaciones del PIB potencial, las encuestas de expectativas inflacionarias, el comportamiento de la tasa de cambio nominal, entre otros. Esta evaluación de las perspectivas de la inflación se complementa con:

1. El pronóstico de inflación y el balance de riesgo derivado del MMT. Tal estimación incluye una evaluación del impacto de choques de oferta predecibles.
2. Pronósticos de inflación que resultan de los modelos auto-regresivos mensuales.
3. Unos pronósticos de inflación producidos mediante una combinación de modelos estructurales uniecuacionales (CME) reducidos a partir de modelos econométricos trimestrales y en los que se incluyen dentro de sus variables explicativas la cantidad de dinero, la tasa de cambio nominal, los salarios y la brecha del producto.

La meta de inflación también se establece con base en el ejercicio de programación financiera al estilo FMI. La proyección del crecimiento del PIB implícito en el presupuesto del Gobierno Nacional y una meta preliminar de inflación, producen una estimación del crecimiento del gasto nominal por financiar mediante la creación de liquidez. Este dato, junto con los pronósticos de la cuenta de capital de la balanza de pagos y los requerimientos del gobierno de crédito externo e interno, permiten la evaluación de: i) la coherencia de los flujos financieros entre los

diferentes sectores de la economía y ii) los efectos sobre los precios, la tasa de cambio y la tasa de interés, de las políticas monetarias y fiscales implícitas en el ejercicio.

Si los resultados muestran una falta de coherencia entre los objetivos monetarios y fiscales, cada alternativa de ajuste del gasto se analiza, o se lleva a cabo el ejercicio nuevamente, con diferentes supuestos sobre la inflación, el crecimiento del producto, y las tasas de cambio e interés. La versión final del ejercicio de programación financiera -realizada por los equipos técnicos del Banco de la República y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público- y sus conclusiones, se envían para estudio y aprobación de la Junta Directiva del Banco. La Junta examina toda la información disponible y anuncia la meta cuantitativa de inflación.

B. Monitoreo

Las variables monetarias se monitorean continuamente: las Subgerencias de Estudios Económicos y Monetaria y de Reservas producen, semanalmente, dos reportes que incluyen el comportamiento reciente de los agregados monetarios y crediticios, nuevos datos sobre las transacciones de la Dirección Nacional del Tesoro (DNT), los últimos datos sobre tasas de interés, el comportamiento de las operaciones de mercado abierto

(OMA), y las proyecciones mensuales de los agregados monetarios, entre otros⁴. Estos documentos se presentan en una reunión semanal de los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República, representantes de la DNT y de Crédito Público, y miembros del equipo técnico del Banco. Se estudian las características de cualquier desviación de los agregados monetarios con respecto a sus "líneas de referencia".

De igual forma, como parte del proceso de implementación del esquema de inflación

Los primeros elementos de una estrategia de inflación objetivo, además de las metas mismas, se introdujeron en 1995 cuando se desarrollaron varios modelos de pronóstico de inflación y comenzó a producirse un informe sobre inflación mensual de circulación interna.

objetivo, desde 1993 el equipo técnico del Banco ha producido mensualmente un completo Informe de Inflación. Desde el primer informe, el formato ha sufrido varios cambios. En su forma actual, el Informe sobre Inflación está dividido en cinco secciones.

La primera revisa la última información disponible sobre precios al consumidor y al productor. La segunda presenta los últimos cambios de las variables claves en la determinación de la inflación, incluyendo variables monetarias, producción, salarios y utilización de la capacidad instalada. La tercera parte muestra los resultados de la encuesta trimestral de expectativas. La cuarta contiene una revisión de los últimos acontecimientos en los principales socios comerciales de Colombia. La quinta sección presenta los pronósticos de la inflación para los próximos 18 meses.

⁴ Esta sección está basada en Uribe et al. (1999).

Tres secciones del informe trimestral sobre inflación merecen una alusión especial. Primera, las medidas de la inflación subyacente (básica). El Banco de la República ha dedicado parte de su esfuerzo de investigación a la aplicación de varios métodos estadísticos, con el fin de distinguir entre choques permanentes y temporales al nivel de precios y a la tasa de inflación (Jaramillo et al. 1999 y actualizaciones). Esta investigación resalta el uso de varios indicadores alternativos de inflación básica que se han utilizado en las discusiones de política monetaria por varios años. Estos indicadores son evaluados periódicamente, utilizando diferentes criterios económicos y estadísticos.

Segunda, la sección tres del informe trimestral sobre inflación presenta los resultados de la encuesta de expectativas llevada a cabo por el Banco de la República. La encuesta se envía a una amplia muestra de empresas del sector privado (incluyendo al sector financiero), asociaciones gremiales y centros académicos, y pregunta a los encuestados acerca de sus expectativas de inflación al final del actual y del próximo año, y sobre los cambios en la tasa de cambio, la tasa de interés y la producción. La encuesta también incluye preguntas acerca de la percepción actual y futura de la cantidad de liquidez en la economía, y sobre los incrementos salariales y el comportamiento de los precios y de la inversión de la empresa (o sector). El Banco de la República también usa estimaciones del comportamiento futuro de la inflación, basados en los precios del mercado secundario de los Títulos de Tesorería (TES) tanto

indexados como no indexados, y de similar maduración.

Tercera, la sección final discute la tendencia general de los resultados de los modelos de pronóstico del Banco. Éstos incluyen el MMT, modelos auto-regresivos y una combinación de modelos estructurales uniecuacionales.

Con la introducción del MMT en la preparación del Informe sobre Inflación, existen ahora estimaciones cualitativas y cuantitativas acerca de los esfuerzos que se requerirán para cumplir con la meta de inflación. También existe una estimación del rezago en el efecto de la política monetaria sobre la inflación y una detallada discusión de los riesgos al alza y a la baja de las perspectivas de inflación. El análisis de riesgo también se lleva a cabo mediante el análisis de diferentes escenarios. No existen pronósticos del producto o de la economía real diferentes de aquellos producidos por el MMT como un insumo en la producción del pronóstico de inflación.

C. Transparencia y estrategia de comunicación

La respuesta de los mercados financieros a las expectativas se ha incrementado en Colombia en los últimos años⁵. Con el propósito de guiar las expectativas del mercado, el Banco de la República divulga cada año la meta cuantitativa de inflación y la línea de referencia de la base monetaria. Con un rezago de dos semanas, el banco central pone a disposición del público los resultados de

⁵ Esta sección está basada en Uribe et al. (1999) y Tarkka y Mayes (1999).

los agregados monetarios y de las reservas internacionales. Por otra parte, los agentes cuentan con información diaria del comportamiento de la tasa de cambio.

Cada mes, después de analizar el comportamiento de los precios, la Junta Directiva emite un comunicado acerca del nuevo dato de inflación mensual. Como se mencionó anteriormente, desde diciembre de 1998 se ha publicado el Informe sobre Inflación, similar a los elaborados por varios bancos centrales que han adoptado la inflación objetivo como su estrategia de política monetaria. El informe publicado incluye el pronóstico de inflación del Banco y está acompañado de un comunicado en donde la Junta Directiva explica las decisiones de política monetaria tomadas después de la revisión del informe y de examinar el comportamiento de la base monetaria con respecto a su línea de referencia. En el comunicado, no se hacen anuncios acerca de políticas futuras. En particular, el Banco no publica el comportamiento futuro de las tasas de interés que considera compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación. La publicación de la senda futura esperada de las tasas de interés, utilizada en la construcción del pronóstico de inflación, sería una posibilidad interesante, ya que, como lo muestran Tarkka y Mayes (1999), la volatilidad del producto podría verse reducida como consecuencia de la revelación de las estimaciones que tiene el banco central acerca de las expectativas del sector privado. Esto también podría ayudar a explicar la racionalidad del pronóstico de inflación y de las acciones de política. Con el objeto de mostrar la incertidumbre de los pronósticos del Banco, en el Informe sobre

Inflación se publican gráficos que presentan el escenario central y el balance de riesgos para la inflación y el producto con base en el MMT. Tanto el MMT como el pronóstico de otros modelos, principalmente el CME, se explican más adelante.

La Junta Directiva presenta al Congreso de la República, dos veces al año, un informe en el que evalúa la evolución reciente de la política económica y de la economía. Algunas veces, los miembros de la Junta participan en eventos académicos en los que exponen sus opiniones personales con respecto al comportamiento de la economía y sus perspectivas.

Las medidas adoptadas por la Junta Directiva se hacen públicas a través de resoluciones, informes, comunicados y ruedas de prensa. Las modificaciones en las tasas de interés de intervención del Banco en el mercado monetario se informan a través de comunicados de prensa y los resultados netos de las operaciones de mercado abierto (OMA) se publican semanalmente. La intervención del Banco en el mercado cambiario está basada en reglas anunciadas. De esta manera, el tamaño de la intervención se anuncia al público inmediatamente antes de que la misma tenga lugar.

D. Instrumentos de política

El principal instrumento de política del Banco de la República es la tasa de interés de sus operaciones de Repos y Repos en reversa. El Banco ofrece y retira liquidez del sistema financiero a través de sus operaciones de Repos y Repos en reversa entre 1 y 15 días. Estas

operaciones se realizan a través de subastas. La Junta Directiva establece las tasas de interés mínima y máxima para las subastas de Repos y Repos en reversa, respectivamente, mientras que los montos de las operaciones por subastar se definen mensualmente, con base en las estimaciones de la demanda de base monetaria (aproximada por su línea de referencia) y las proyecciones de la oferta de base monetaria construidas mediante las compras o ventas esperadas de reservas internacionales, las compras o ventas esperadas de TES, las operaciones de apoyos de liquidez y el efecto monetario de las pérdidas y ganancias del Banco de la República. Igualmente, el Banco otorga (recoge) liquidez del sistema financiero en montos ilimitados a tasas de interés lombardas o punitivas.

De esta forma, existe un rango para las tasas de intervención del Banco en el mercado monetario, cuyo límite inferior es la tasa lombarda de contracción, y el límite superior es la tasa lombarda de expansión. La tasa mínima para la subasta de Repos está por debajo de la lombarda de expansión, pero es mayor que la tasa máxima de la subasta de Repos en reversa, la cual a su vez, es superior a la tasa lombarda de contracción. Las tasas lombardas establecen un rango en donde la tasa interbancaria puede fluctuar, aun cuando dicho rango puede ser más estrecho cuando los montos de las subastas de Repos y Repos en reversa son lo suficientemente grandes para ofrecer (absorber) toda la liquidez a esas tasas.

En los últimos tres años, se ha presentado un gradual estrechamiento del rango de tasas de interés de intervención. En diciembre

de 1999, la distancia entre las tasas lombardas era de 1.200 puntos básicos, mientras que la diferencia entre las tasas de subasta mínima y máxima era de 600 puntos básicos. En septiembre de 2001, la distancia se redujo a 650 y 100 puntos básicos, respectivamente. Dicho estrechamiento del rango de tasas de intervención ha sido posible en la medida en que la estrategia de política monetaria se ha vuelto mucho más clara, y ha contribuido a fortalecer el vínculo entre las tasas de interés de intervención, la tasa interbancaria y las tasas de largo plazo. Sin embargo, esta transmisión continúa siendo afectada por eventos en el sector externo, esto es, el comportamiento de las tasas de interés externas y las primas de riesgo país y de devaluación. Por ejemplo, cuando existe una clara tendencia hacia una caída en la prima de riesgo, los mercados pueden considerar que una reducción de las tasas de interés domésticas de corto plazo por parte del Banco de la República puede ser sostenible, lo que permite una transmisión más rápida del cambio de la postura de política monetaria a las tasas de interés de largo plazo.

Además de las operaciones de Repos y Repos en reversa, el Banco de la República ofrece (recoge) liquidez a través de las compras (ventas) de reservas internacionales, de acuerdo con las reglas anunciadas para la intervención en el mercado cambiario, y las compras (ventas) de TES en el mercado secundario. Se considera que estas operaciones afectan la oferta permanente de base monetaria y usualmente se realizan hacia finales de año, cuando tiene lugar la mayor parte del crecimiento de la demanda de base monetaria.

REFERENCIAS

- Avella, Rodrigo (2001). "Efecto de las lluvias sobre la inflación en Colombia", Mimeo, Banco de la República.
- Banco de la República (2001a). "Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: The March 2001 Inflation Forecast", Mimeo, Banco de la República.
- _____ (2001b). "Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: The July 2001 Inflation Forecast", Mimeo, Banco de la República.
- _____ (2002). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia". Presented in the Conference "Inflation Targeting, Macroeconomic Modelling and Forecasting", Banco de la República and Bank of England, January 14-15, 2002.
- Gómez, Javier (1999). "El costo de la inflación en Colombia", *Monetaria*, Vol. 22, No. 4, Oct-Dic, 1999.
- _____; Julio, Juan Manuel (2000). "Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: The Case of Colombia's Disinflation", *Borradores de Economía*, No. 168, Banco de la República.
- _____ (2002). "Wage Indexation, Inflation Inertia, and the Cost of Disinflation", *Borradores de Economía*, No. 198, Banco de la República.
- Joselius, K. (1992). "Domestic and Foreign Effects on Prices in an Open Economy: The Case of Denmark", *Journal of Policy Modelling*, No. 14.
- Jaramillo, C. (1998). "La inflación básica en Colombia: evaluación de indicadores alternativos", *Ensayos sobre Política Económica*, No. 34, pp. 5-38.
- Julio, J. M. (2001). "Relación entre agregados monetarios y precios", Mimeo, Banco de la República.
- Masson, Paul R.; Miguel A. Savastano, and Sunil Sharma (1997). "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF, *Working Paper*, 97/130.
- Otero, Jesús; Ramírez, Manuel (2001). "On the Determinants of the Inflation Rate in Colombia: A Disequilibrium Market Approach", Mimeo, Universidad del Rosario.
- Surrey, M. (1989). "Money, Commodity Prices and Inflation: Some Simple Tests", Oxford, *Bulletin of Economics and Statistics*, No. 51.
- Tarkka, Juha and David Mayes (1999). "The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts", Bank of Finland, *Discussion Papers*, 22/99.
- Uribe, J. D.; Gómez, Javier; Vargas Hernando (1999). "Strategic and Operational Issues in Adopting IT in Colombia", Mimeo, Banco de la República.
- Uribe, José Darío (1994). "Inflación y crecimiento económico en Colombia: 1951-1992", *Borradores de Economía*, No. 1, Banco de la República.