

---

# LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN 1997

---

Antonio Hernández Gamarra

Codirector, Miembro Junta Directiva del Banco de la República.

Presentación en la Universidad Nacional de Colombia, con ocasión del Foro sobre "Autonomía de la Banca Central". Santafé de Bogotá, 6 de noviembre de 1997. Las opiniones aquí expresadas solamente comprometen a su autor.

## **Resumen**

**Antonio Hernández G. "La política monetaria y cambiaria en 1997", Cuadernos de Economía, v. XVI, n. 27, Bogotá, 1977, páginas 47-65.**

*En este artículo se hace una breve revisión del programa monetario y cambiario del Banco de la República para 1997, describe las metas y la forma en que utilizó los instrumentos a su disposición y repasa los aspectos más relevantes en la evolución de las variables de control y de las metas intermedias. Como conclusión de ese repaso, se concluye que la política monetaria y cambiaria anunciada por la Junta Directiva del Banco de la República desde finales de noviembre de 1996 se ha cumplido plenamente y que todo hace pensar que al final del año se alcanzará la meta de inflación prevista.*

## **Abstract**

**Antonio Hernández G. "Monetary and exchange rate policy in 1997", Cuadernos de Economía, v. XVI, n. 27, Bogotá, 1977, pages 47-65.**

*This article presents a brief review of the monetary and exchange rate program of the Banco de la República for 1997; describes its goals and the forms in which the instruments available to it were used; and looks at the most relevant factors in the evolution of the control variables and intermediate goals. The conclusion of this review is that the monetary and exchange rate policy announced by the Board of Directors of the Banco de la República since 1996 has been fully carried out, and that all indications are that at the end of the year the predicted inflation goal will be met.*

## INTRODUCCIÓN

Quisiera iniciar mi exposición expresándole al Doctor Darío Germán Umaña, y a los demás directivos de la facultad de Ciencias Económicas, mis sinceros agradecimientos por su amable invitación a participar como conferencista en este foro.

Para mí siempre es grato volver a la Universidad Nacional en donde tuve la oportunidad de iniciar mi formación como economista y de forjar mi vocación de servidor público. Tal como lo señalé recientemente en comunicación dirigida a los doctores Víctor Manuel Moncayo, Rector de la Universidad, y a Oswaldo Pérez de Los Ríos, Presidente de la Asociación de Exalumnos, "en la Universidad Nacional durante los años sesenta yo viví el idealismo por una mejor Colombia con todo ímpetu y con toda generosidad. Allí aprendí que nuestra nación sólo estará en paz consigo misma y con su destino, cuando construyamos un orden social justo y próspero. Para mi bien esos ideales hacen parte de mi sello espiritual".

A diferencia de quienes me han antecedido en el uso de la palabra, voluntariamente he seleccionado como tópico de esta presentación una temática mucho más concreta. Específicamente me propongo referirme a los lineamientos generales de la política monetaria y cambiaria durante 1997 y a la manera cómo ellos se han cumplido, para terminar con unas muy breves reflexiones sobre cuáles son las perspectivas de la economía nacional a mediano plazo.

Esa decisión sobre el contenido de la exposición da por sentado que reducir la inflación es positivo desde el punto de vista de la distribución de los ingresos, la asignación de los recursos económicos y el logro de un mayor crecimiento económico. También supone que la existencia de

una autoridad independiente, de los poderes legislativo y ejecutivo y ajena a particulares intereses privados, es sana para el logro del propósito antiinflacionario.

Por lo demás yo presupongo la independencia de carácter de quienes desde 1991 han sido miembros de la Junta Directiva del Banco de la República, porque mi corta experiencia personal me ha permitido constatar el profesionalismo y la responsabilidad de todos aquellos ciudadanos que desde septiembre de 1996 han sido mis colegas de Junta.

### **EL PROGRAMA MONETARIO Y CAMBIARIO DE 1997**

En su reunión del 29 de noviembre de 1996 la Junta Directiva del Banco de la República adoptó el siguiente programa monetario y cambiario para 1997:

1. Meta de inflación anual del 18 por ciento, medida por el índice de precios al consumidor (IPC).
2. Utilizar como principal instrumento de control monetario la base monetaria. Para tal fin su crecimiento anual se estimó en 16 por ciento, dentro de un corredor de más o menos 4 por ciento.
3. Definir como parámetros de la banda cambiaria un crecimiento del 15 por ciento anual, dentro de un corredor de más o menos 7 por ciento.
4. Recomendar alzas salariales no superiores al 19.5 por ciento para 1997.

Además, la Junta se comprometió a revisar el corredor de la base monetaria tomando en cuenta:

- Las proyecciones de la inflación (observada y futura).
- Los cambios en la velocidad de circulación de la base.
- Los cambios en los componentes de M3 más bonos.
- El comportamiento de las tasas de interés; y

La evolución de la demanda por efectivo.

Este programa reconoce y acepta implícitamente que si bien, en últimas, la inflación es un fenómeno monetario existen elementos inerciales y cambios en los precios relativos que pueden alterar el ritmo de crecimiento del nivel general de precios.

La inercia inflacionaria se ve influida por el natural interés de los agentes económicos de protegerse contra los adversos efectos que sobre sus rentas nominales produce la inflación, y por el deseo manifiesto de algunos sectores sociales de apropiarse el impuesto inflacionario.

Los cambios en los precios relativos, provocados por fenómenos no asociados con cambios en la demanda agregada, pueden afectar el proceso inflacionario en la medida en que las autoridades los validen a través de incrementos en la cantidad de dinero.

La escogencia de la base monetaria como principal instrumento de control monetario se basa en dos consideraciones a las que es conveniente referirse con cierto detalle.

En primer término dado que la base monetaria tiene su origen en la expansión de pasivos del Banco Central, no cabe duda de que en principio es el agregado de más relativo fácil control por parte de la autoridad monetaria. Cualquier otro agregado, como los medios de pago o aquellos que incluyen un conjunto más amplio de pasivos del sistema financiero sujetos a encaje, dependerá de la demanda de agentes económicos cuyas motivaciones escapen al control de la autoridad monetaria.

En segundo lugar, en la medida en que el crecimiento del efectivo en poder del público sea predecible y en que los coeficientes de encaje se mantengan constantes se establece una relación muy estable entre la base monetaria y los demás agregados. De esa manera el control de la primera conlleva implícitamente un control sobre estos últimos.

Formuladas esas precisiones sobre la escogencia de la base como la meta intermedia de la política antiinflacionaria, debe señalarse que la manera más simple, y más clara, de ver la inflación como fenómeno monetario es a través de la identidad implícita en la teoría cuantitativa.

Sean:

$V_B$ , la velocidad de circulación de la base monetaria en el período de referencia.

$B$ , el promedio de la base monetaria en ese mismo período.

$P$ , el nivel general de precios por unidad de producto.

$Y$ , el producto interno bruto.

$V_3$ , la velocidad de circulación de  $M_3$  más bonos en el período de referencia.

$M_3$ , el valor promedio de  $M_3$  más bonos en ese mismo período.

Por definición,

$$V_B B = PY$$

$$B_3 M_3 = PY$$

expresado en términos de tasas de crecimiento:

$$V_B^* + B^* = P^* + Y^*$$

$$V_3^* + M_3^* = P^* + Y^*$$

Dado que la Junta estimó que su meta de crecimiento del nivel de precios ( $P^*$ ) sería el 18 por ciento, que el crecimiento económico medido como porcentaje del producto interno bruto ( $Y^*$ ) sería del 4 por ciento, y que la tasa de crecimiento de la base ( $B^*$ ) sería del 16 por ciento, implícitamente se estimó que la velocidad de circulación de la base ( $V_B^*$ ) aumentaría en un 6 por ciento a lo largo del año.

Además se supuso que el  $M_3$  más bonos crecería al mismo ritmo que el PIB nominal ( $P^* + Y^*$ ). Dado este último supuesto es fácil demostrar que implícitamente la política monetaria suponía que el multiplicador de  $M_3$  más bonos respecto de la base monetaria debería crecer también al 6 por ciento.

Esto último, en presencia de un régimen de encajes estable, como el implícito en la programación, se basaba en una predicción sobre el cambio en la composición de los componentes del agregado monetario ampliado ( $M_3$  más bonos) en favor de aquellos sujetos a menores encajes.

Para que la base monetaria creciese al 16 por ciento anual, inicialmente se proyectó que el efectivo lo haría al 10 por ciento y la reserva bancaria crecería al 21 por ciento. No obstante, hacia el mes de mayo se observó que la demanda por efectivo venía creciendo a un ritmo muy superior (23.9 por ciento anual), con lo cual, de no revisarse el corredor de la base, las reservas bancarias serían menores a las proyectadas y con ello podría presentarse una oferta de  $M_3$  más bonos inferior a la programada.

Por lo tanto, a finales de mayo se decidió cambiar la meta de crecimiento del corredor de la base monetaria elevándola al 20 por ciento.

Por lo que hace a la política cambiaria, debe señalarse que ella no ha tenido modificación alguna en lo corrido del año en la medida en que la determinación de la tasa de cambio nominal se sigue dando dentro de la franja inicialmente definida.

La existencia de este tipo de franja supone que la autoridad monetaria no está dispuesta a sacrificar el control de la política monetaria en aras de la existencia de un tipo de cambio nominal, o por el contrario a tener

total control sobre la cantidad de dinero dejando que el tipo de cambio flote completamente.

Como ha señalado el profesor John Williamson, implícitamente, el sistema de franjas o bandas cambiarias conlleva un compromiso entre el control de la inflación y la búsqueda de una tasa de cambio "apropiada" en términos de la competitividad internacional del país y supone que la movilidad de capitales pone límites a la capacidad de la autoridad cambiaria para fijar una meta específica de tasa de cambio nominal.

Los parámetros fundamentales de un régimen cambiario basado en un sistema de banda son la moneda de referencia sobre la cual se fija el tipo de cambio, el nivel inicial de la tasa en el centro de la banda, el ancho de esta última y su pendiente.

La moneda o canasta de monedas sobre las cuales se determina la referencia depende de la diversificación del comercio del país. En nuestro caso la moneda de referencia es el dólar de los Estados Unidos.

Para fijar el nivel central de la banda es necesario estimar el grado hasta el cual la tasa vigente con anterioridad difiere de los niveles de equilibrio de mediano plazo. Dicho nivel fue fijado a fines de 1993, tomando en consideración lo observado en el período 1986-1989, el cual se consideró como un nivel adecuado.

En lo que se refiere a la amplitud de la banda cambiaria, ella está influida por el grado de incertidumbre respecto de los choques que tienden a afectar la tasa de cambio real y por el grado de control que se desee tener sobre la cantidad de dinero. Entre más ancha la banda mayor control sobre la cantidad de dinero en circulación. El ancho establecido a finales de 1994 y preservado en 1995 (más o menos 7 por ciento) se considera apropiado para efectos del control monetario.

La tasa de crecimiento de la banda, o sea la pendiente, está determinada por la inflación interna esperada, la inflación internacional y las variaciones en la productividad nacional en relación con el resto del mundo.

Vale la pena anotar que en adición a estos criterios se ha establecido que el Banco de la República intervendrá al interior de la banda con el fin de suavizar volatilidades extremas de la tasa de cambio en el muy corto plazo.

Explicados así los fundamentos de la política monetaria y cambiaria establecidos por la Junta, veamos cómo han evolucionado estas variables durante 1997.

Por lo que hace a la base monetaria ella ha venido variando dentro del corredor establecido, con fluctuaciones marcadas en su evolución diaria

como puede observarse en la gráfica 1. Sin embargo, lo relevante para estos propósitos no es el control de las variaciones diarias de la base sino la manera cómo ésta se comporta durante períodos más prolongados. Para dicho fin la variable de referencia es un promedio móvil diario de orden 20. Cuando las fluctuaciones diarias se suavizan se observa, como lo muestra la gráfica 2, que las variaciones han sido poco significativas respecto del centro del corredor de la base. Este hecho también se corrobora al conocer que respecto a su promedio diario la base monetaria se situó el 26 de octubre, en promedio, 46 mil millones por debajo del punto medio, cifra que equivale a menos del 1 por ciento de desviación respecto al valor promedio diario observado a lo largo del año.

Dada la estabilidad en los encajes durante todo el año y corregida la subestimación inicial de la demanda por efectivo era de esperarse que M3 más bonos se mantuviese en el centro del corredor inicialmente estimado para esta variable. Tal fenómeno puede observarse en la gráfica 3.

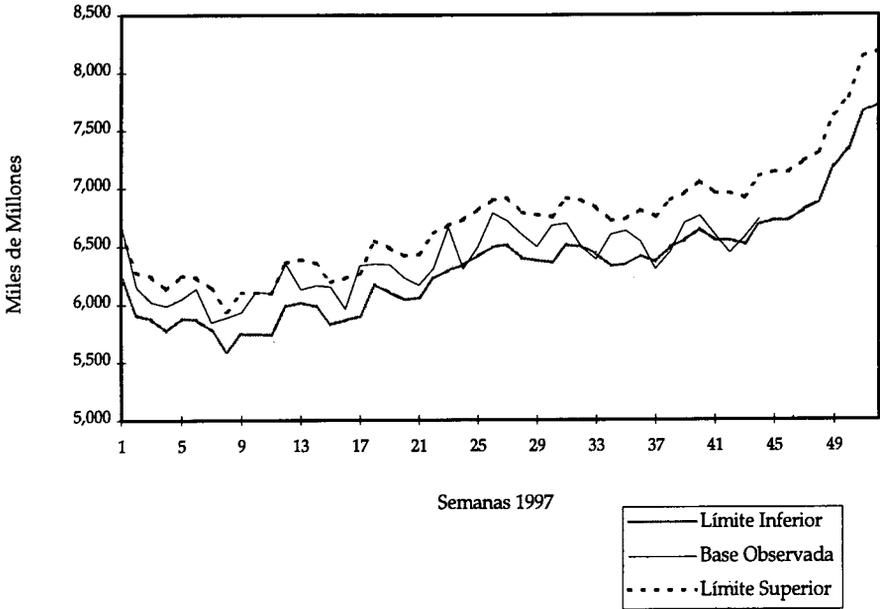
La variable operativa para estabilizar la base monetaria de acuerdo a la política establecida es el saldo de las operaciones de mercado abierto (OMAS); para tal propósito se han diseñado a lo largo del año metas de captación a 30 y 90 días que buscan que la base se sitúe hacia el centro del corredor, dejando que las OMAS a un día posibiliten las fluctuaciones a su interior. El cumplimiento de este propósito puede observarse en la gráfica 4.

La mencionada programación de las OMAS como variable operativa ha dado lugar a fluctuaciones de la tasa interbancaria, como se observa en la gráfica 5. Desde luego dicha variabilidad ha sido muchísimo menor que la que se dio en el período 1992-1996 como también puede observarse en dicho gráfico.

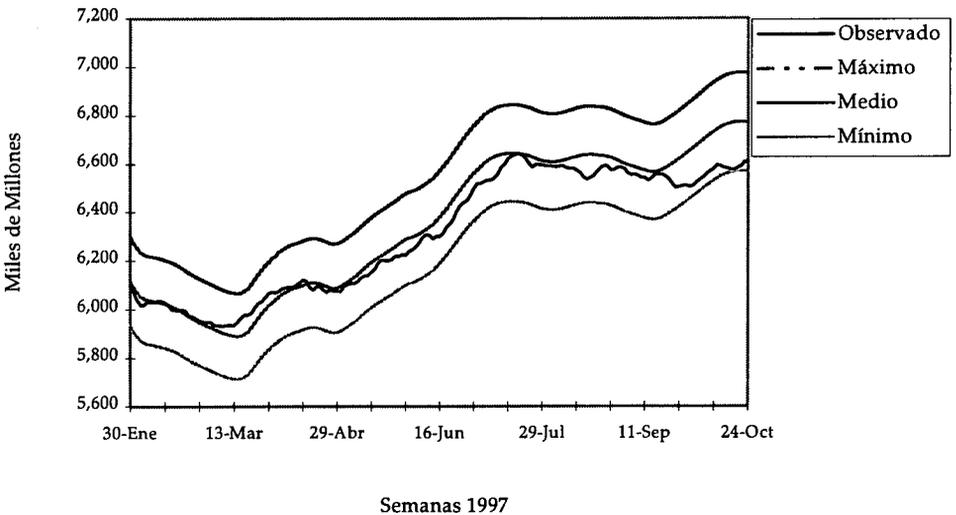
En el contexto de política señalado, el Banco de la República no controla ni la cantidad ni la composición del crédito bancario y éste tiende a comportarse más de acuerdo con el nivel de la actividad económica que por las restricciones cuantitativas de la liquidez. De hecho, el Banco ha mantenido una actitud de permanente vigilancia sobre la evolución del crecimiento de la cartera bancaria pero no ha sido propósito de la política mantener un control de dicha variable (gráfica 6).

Por lo demás, la autoridad monetaria tampoco se ha visto obligada a cambiar abruptamente las tasas de captación para obtener el cumplimiento de la meta de la base monetaria. Así se corrobora al observar la gráfica 7, que muestra el corredor de intervención en la tasa de interés por parte del Banco de la República y nuevamente la variabilidad de la tasa de interés interbancaria.

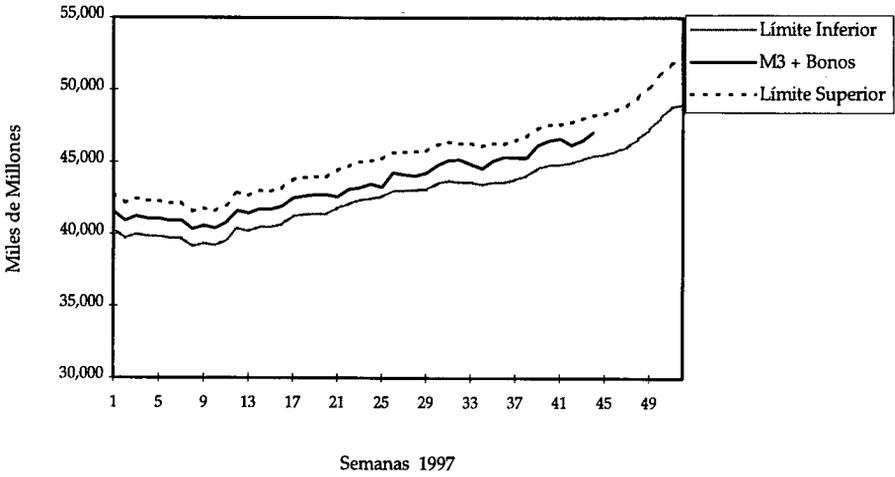
**GRÁFICA 1**  
**CORREDOR DE LA BASE MONETARIA**



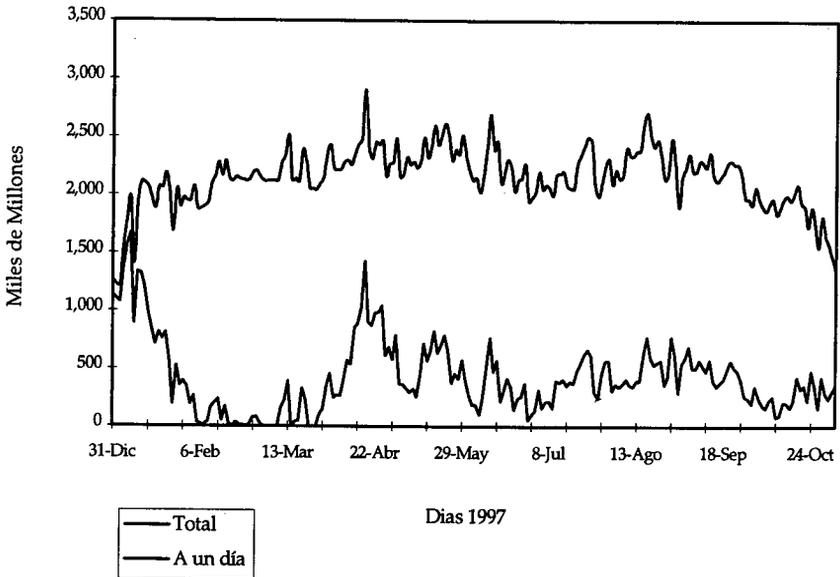
**GRÁFICA 2**  
**BASE MONETARIA**  
**Promedio móvil diario de orden 20**



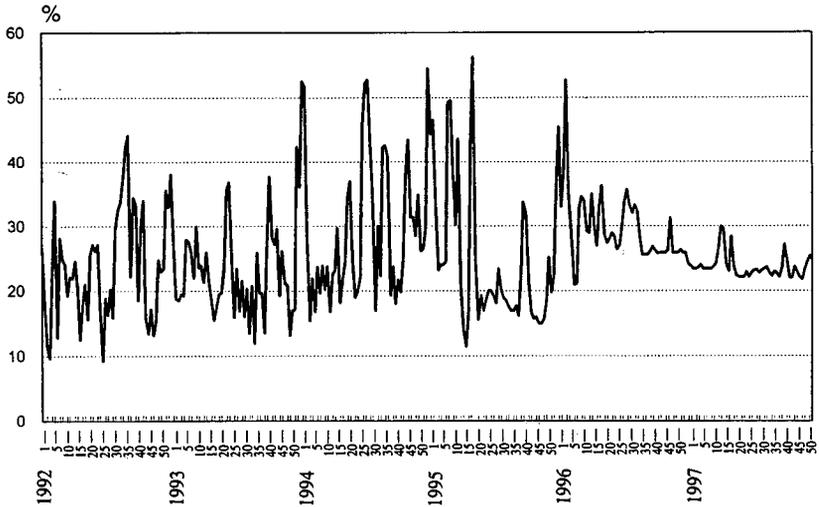
GRÁFICA 3  
CORREDOR M3 + BONOS



GRÁFICA 4  
SALDO DE OMAS



GRÁFICA 5  
TASA DE INTERÉS MODAL INTERBANCARIA<sup>1</sup>  
Efectiva anual



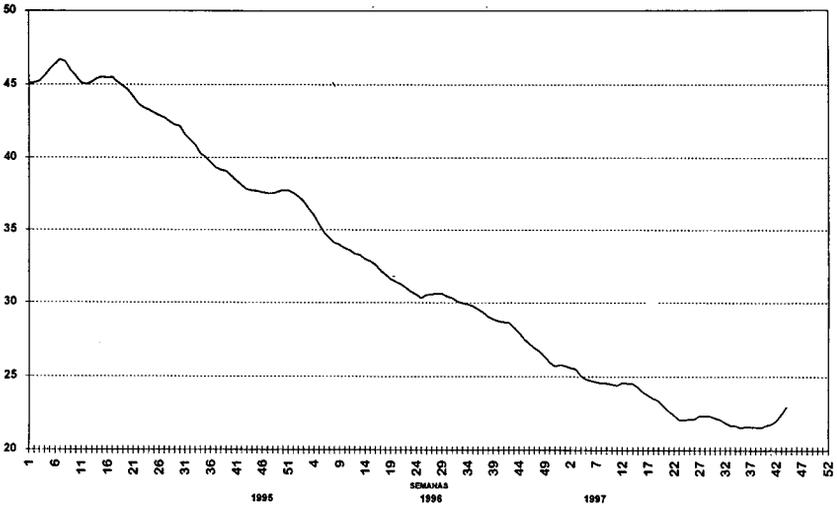
1. Promedios semanales simples.
2. Fuente: Banco de la República.

De esta última gráfica es fácil concluir de manera inequívoca que la Junta Directiva del Banco de la República ha mantenido el principio de que sus tasas de captación no sean negativas en términos reales, como en algún momento ocurrió en el pasado. De esa decisión se ha derivado una curva de rendimiento que tiende a remunerar el ahorro a 90 días con tasas cercanas al 6 por ciento real. No tiene, por tanto, ningún sentido hablar de que durante este año la autoridad monetaria ha seguido una política de tasas reales negativas.

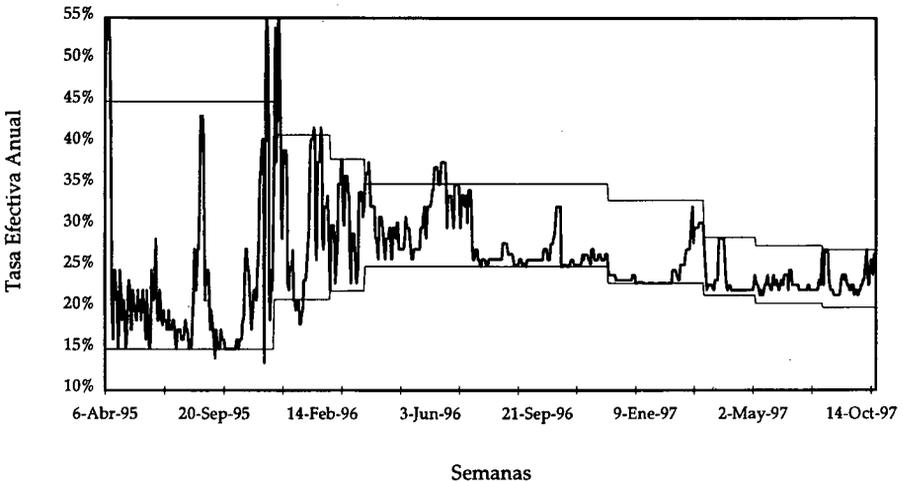
La gráfica 8 muestra las tasas de interés de captación y colocación del sistema financiero desde 1991 y señala el pronunciado descenso que la tasa nominal ha tenido a lo largo de 1997.

En cuanto a la política cambiaria, la gráfica 9 muestra la evolución de la tasa representativa del mercado desde enero de 1994. Como puede observarse el único cambio de significación en la política es la revaluación a finales de 1994. Desde entonces (hace 3 años) la política ha sido totalmente estable.

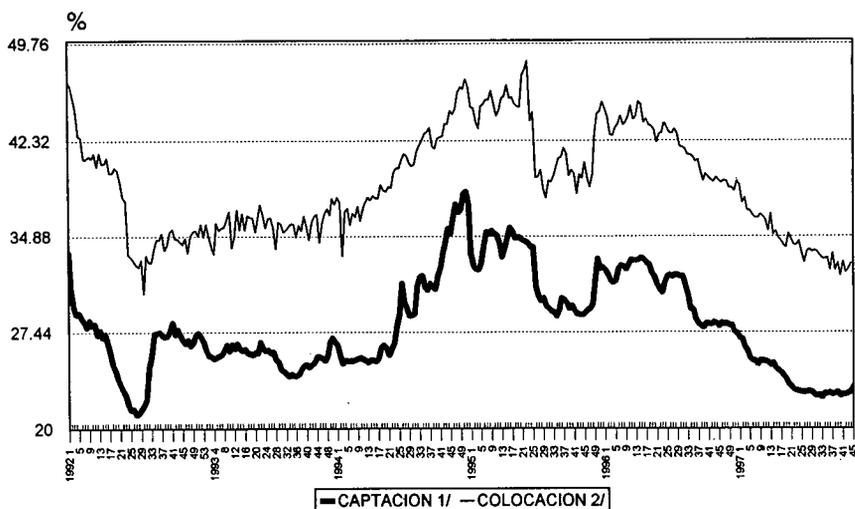
**GRÁFICA 6**  
**CARTERA TOTAL 1995 - 1997**  
 Promedios móviles de orden 4  
 Variaciones anuales



**GRÁFICA 7**  
**CORREDOR DE INTERACCIÓN Y TIB**  
 Abril 95 - noviembre 5/97



**GRÁFICA 8**  
**TASAS DE INTERÉS DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN**  
**Total sistema, información semanal**



1. Se refiere a la encuesta diaria del Banco de la República hasta marzo 3/95; en adelante, Encuesta Diaria Superintendencia Bancaria. Promedio ponderado de los CDT a 90 días de Bancos y Corporaciones. La última tasa corresponde a la semana del 4 al 7 de noviembre, con un valor de 23.25%.

2. Incluye Bancos, Corporaciones Financieras, Compañías de Financiamiento Comercial y Corporaciones de ahorro y Vivienda. La última tasa corresponde a la semana del 27 al 31 de octubre, con un valor de 32.78%.

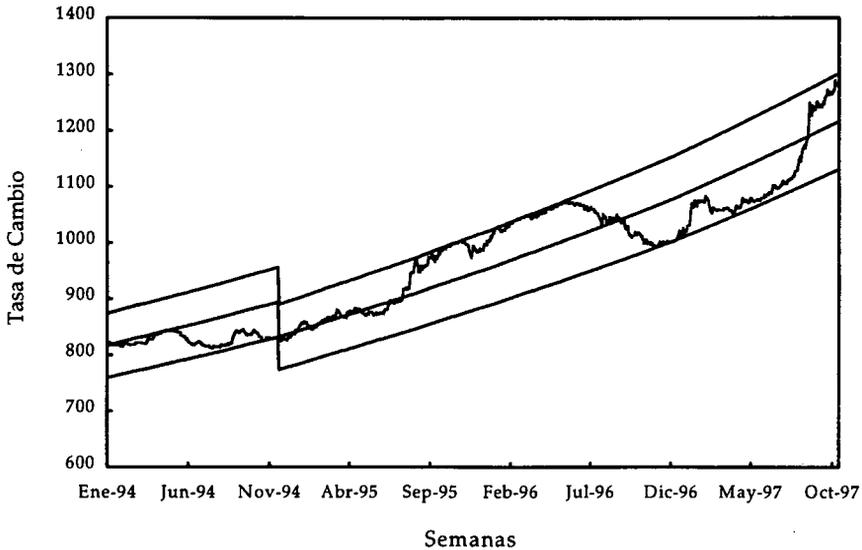
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Un hecho importante es que la tasa fluctúa al interior de la banda con bastante suavidad debido a las intervenciones que efectúa el Banco.

Como puede verse en la gráfica 10 las fluctuaciones más puntuales de la tasa representativa del mercado han estado asociadas a anuncios de política económica que determinan variaciones en el régimen de endeudamiento externo.

Como al finalizar 1996 la tasa de cambio representativa del mercado se encontraba en el piso de la banda, las definiciones adoptadas desde finales de noviembre de dicho año aseguraron una devaluación nominal del 15 por ciento y una máxima del 32.3 por ciento al finalizar este año.

GRÁFICA 9  
CORREDOR CAMBIARIO Y TRM  
Enero 94 – noviembre 5/97

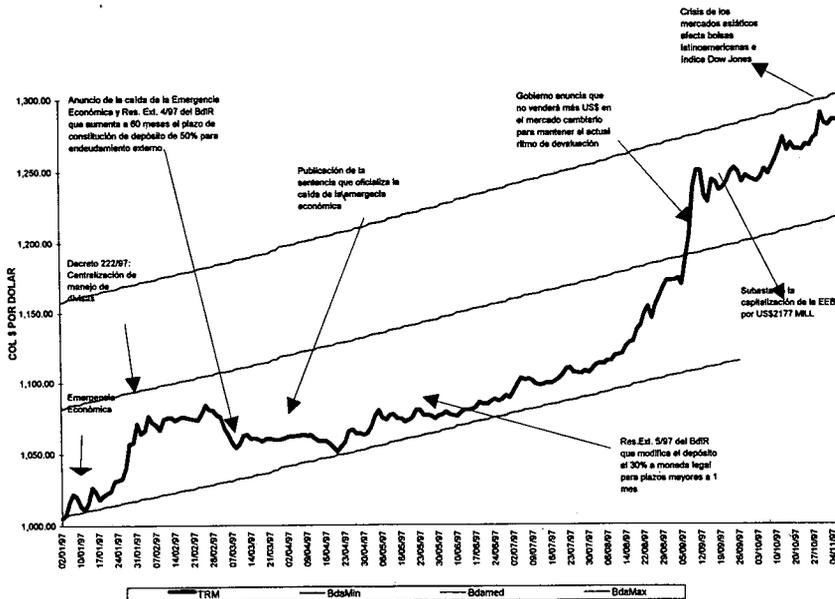


Finalmente, los resultados en materia de inflación hasta el mes de octubre son satisfactorios y razonablemente se debe esperar que se alcance la meta del 18 por ciento inicialmente programada (gráficas 11 y 12).

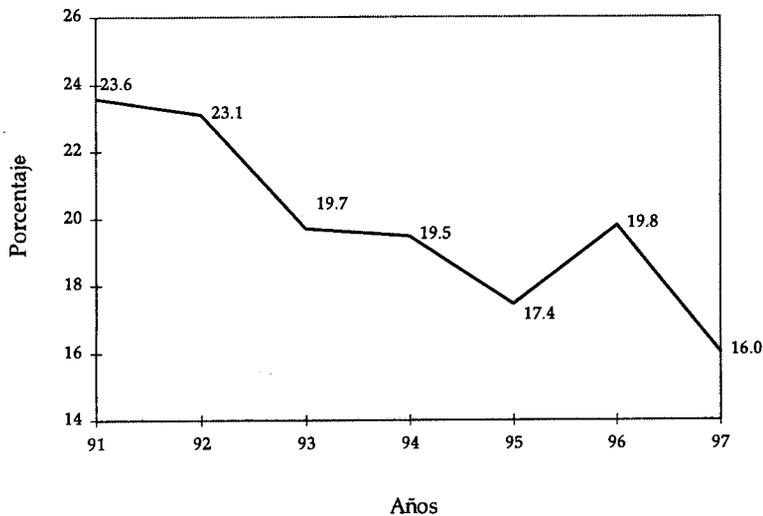
Esto es un gran logro. Este año le vamos a bajar el piso histórico a la inflación y a partir de allí estaremos en capacidad de iniciar un descenso continuo y más pronunciado. Para ese propósito es necesario no dejarnos obnubilar por cambios en los precios relativos que, como la subida transitoria en los precios de los alimentos pueden presionar a muy corto plazo el índice de precios al consumidor. También será importante la voluntad que el país demuestre para reducir la inercia, en especial en la determinación de los salarios nominales.

Como conclusión de este repaso, por demás esquemático en las circunstancias propias de esta exposición, puede decirse que la política monetaria y cambiaria anunciada por la Junta Directiva del Banco de la República desde finales de noviembre de 1996 se viene cumpliendo plenamente y todo hace pensar que es factible el logro de la meta de inflación.

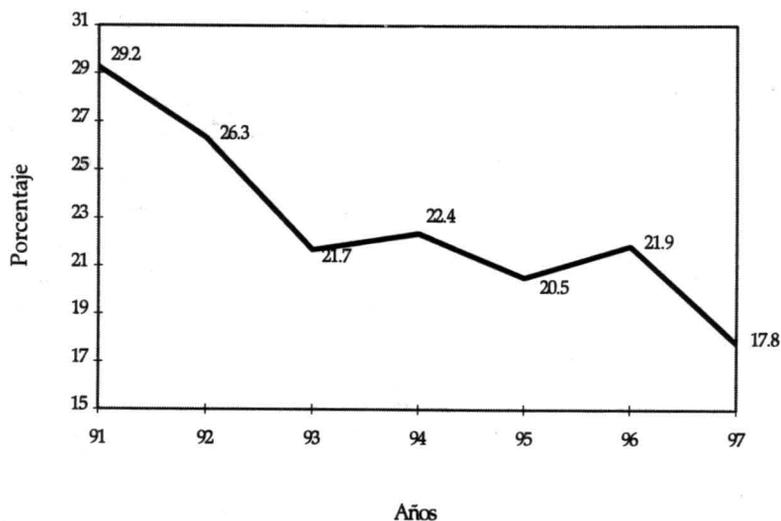
**GRÁFICA 10**  
**EVOLUCIÓN DE LA TRM DENTRO DE LAS BANDAS CAMBIARIAS**  
 Enero–octubre 1997



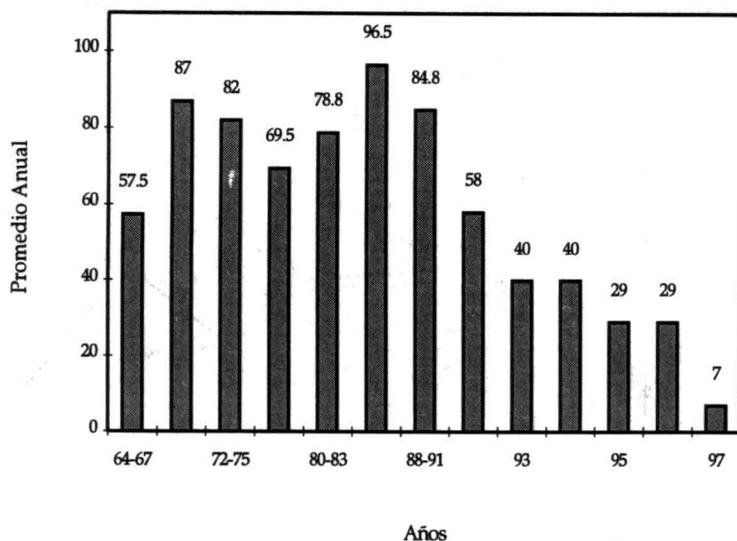
**GRÁFICA 11**  
**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR**  
 Variaciones año corrido a octubre



GRÁFICA 12  
 ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR  
 Variaciones año completo a octubre



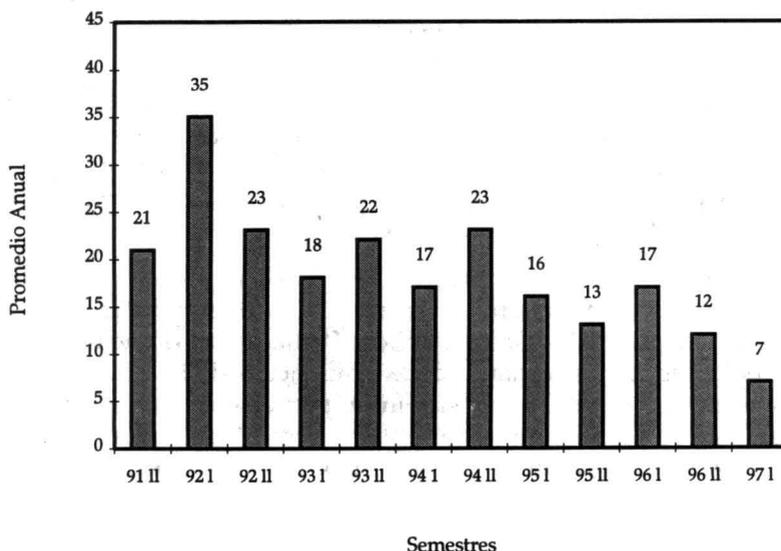
GRÁFICA 13  
 NÚMERO DE RESOLUCIONES EXPEDIDAS DESDE 1964  
 HASTA EL PRIMER SEMESTRE DE 1997  
 Promedio anual<sup>1</sup>



1. Entre 1964 y 1991 se tomó el promedio anual de cada cuatrienio.

La buena noticia adicional es que a estos resultados se ha llegado dentro de una gran estabilidad en las reglas del juego. La gráfica 13 señala que durante la existencia de la Junta Monetaria lo usual era que se dictara un promedio de 80 resoluciones al año con el propósito de regular la actividad monetaria, cambiaria y crediticia. A partir de 1992 ese número se ha disminuido a menos de la mitad, habiéndose producido descensos adicionales importantes en 1995 y 1996. Pues bien el número de resoluciones expedidas por la Junta durante el primer semestre de este año (7), es sólo una cuarta parte de las expedidas en los primeros semestres de 1995 y 1996. Esta estabilidad en las reglas del juego también se corrobora al examinar el número de resoluciones expedida por la nueva Junta Directiva en cada uno de los semestres desde 1991 hasta junio del presente año (gráfica 14).

GRÁFICO 14  
NÚMERO DE RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR LA NUEVA JUNTA DIRECTIVA DESDE EL SEGUNDO SEMESTRE DE 1991



Desde el punto de vista cualitativo 1997 será el primer año en que no se produzca cambio significativo alguno en el régimen de encajes o en la manera como ellos afectan la composición del balance bancario. En vista de que los encajes determinan el reparto del impuesto por inflación entre el emisor de la base monetaria y los intermediarios financieros que administran las cuentas corrientes, esta estabilidad es muy significativa pues conlleva menores pujas por la distribución de ese impuesto.

Además, un menor número de resoluciones de parte de la Junta significa que ella, como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, ha estado dispuesta a aceptar menores presiones de parte de los sectores interesados lo cual es una muestra de su independencia. Después de todo no se puede juzgar dicha independencia solamente frente a los poderes legislativo o ejecutivo, sino también respecto a los intereses del sector privado y en especial del sector financiero.

## PERSPECTIVAS DE MEDIANO PLAZO

Como resultado de los logros de la política económica durante este año, y en la medida en que ellos se consoliden, es posible señalar que a mediano plazo la economía colombiana puede crecer a niveles cercanos al 5 por ciento anual, dentro de sendas inflacionarias inferiores a las que hemos tenido en los últimos años.

Dos parecen ser las preocupaciones fundamentales para el logro de esta meta de más crecimiento y más estabilidad. De un lado, el persistente déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos y de otro el déficit estructural en las finanzas públicas.

Esta última dificultad es muy grande porque se ha llegado a un estado de cosas en el cual los ingresos corrientes del gobierno central no alcanzan para cubrir los gastos que por ley debe ejecutar. Dicho de otra manera, el esquema institucional existente hace que el gobierno central no sea viable desde el punto de vista financiero.

Por lo tanto se requiere un acuerdo nacional para hacer una reforma estructural de las finanzas públicas como la propuesta por la Comisión de Racionalización del Gasto Público. Dicha reforma incluye, como principales puntos, el examen de la liquidación de las transferencias regionales puesto que el actual sistema es perverso, en la medida en que las regiones son indiferentes al problema fiscal de la nación, no les garantiza estabilidad frente a las fluctuaciones del ciclo económico y le resta autonomía fiscal al gobierno central. Se precisa, además, reducir el gasto del gobierno nacional en las regiones; racionalizar los gastos en seguridad y justicia; modificar el régimen para la distribución de las regalías; y reordenar los fondos de cofinanciación.

Como tuve oportunidad de señalar con ocasión de la respuesta enviada a la Corte Constitucional en referencia a la emergencia económica, decretada por el gobierno nacional a principios de año, "la salud macroeconómica de la nación requiere que la sociedad colombiana, en todos sus estamentos, entienda que el déficit en las finanzas públicas es insostenible, que cuanto se haga para evitarlo es saludable, y que más temprano que tarde será

necesario adoptar reformas estructurales que recuperen para el poder ejecutivo flexibilidad en la asignación del gasto público, y con ello moderación y austeridad a la hora de señalar su crecimiento”.

Por lo demás, si se logra el ajuste estructural en las finanzas públicas y si a su vez la inflación en los años futuros sigue descendiendo, con lo cual la elevación de la tasa de cambio nominal del segundo semestre de este año se convertirá en un incremento en la tasa real, estaremos en posibilidad de reducir y poder financiar sin grandes traumatismos un menor déficit del que hemos tenido en la cuenta corriente de la balanza de pagos.