
EN LA JUNTA DEL BANCO: ALGUNAS EXPERIENCIAS Y REFLEXIONES

Luis Bernardo Flórez Enciso

Codirector del Banco de la República.
Profesor de la facultad de Ciencias Económicas.

Charla pronunciada en el Foro sobre "Autonomía del Banco Central", organizado por la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia, 6 de noviembre de 1997. Las opiniones y comentarios son de mi exclusiva responsabilidad y no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.

Resumen

Luis B. Flórez E. "En la Junta del Banco: algunas experiencias y reflexiones", Cuadernos de Economía, v. XVI, n. 27, Bogotá, 1977, páginas 29-45.

En este artículo se presentan interesantes y polémicas reflexiones sobre la autonomía del Banco Central, el grado de credibilidad de sus políticas, la fijación de metas en materia de política monetaria y cambiaria, el uso de los instrumentos disponibles y el trade-off entre inflación y desempleo. Para el autor, la autonomía es una condición necesaria pero no suficiente para lograr una menor tasa de inflación. La lucha contra la inflación requiere de un gran respaldo social, de la coordinación entre todas las instituciones económicas del Estado y de la responsabilidad de las entidades privadas. El problema de la inconsistencia dinámica entre credibilidad y resultados se resolvería cuando se reconozca la superioridad de una regla ajustable en donde la credibilidad sea el resultado de un proceso dinámico de aprendizaje y enseñanza mutua entre los agentes económicos y el Banco Central, y donde los instrumentos de política económica logren una mayor estabilidad debido a que se trasciende la visión cortoplacista.

Abstract

Luis B. Flórez E. "From the Board of the Bank: some experiences and reflections", Cuadernos de Economía, v. XVI, n. 27, Bogotá, 1977, pages 29-45.

This article presents some interesting and polemical reflections about the Central Bank, the degree of credibility of its policies, the setting of goals in matters of monetary and exchange rate policy, the use of available instruments, and the trade-off between inflation and unemployment. For the author, autonomy is a necessary but not sufficient condition for achieving a lower rate of inflation. The struggle against inflation requires a large degree of social support, coordination between all the economic institutions of the State, and the responsibility of private institutions. The problem of dynamic inconsistency between credibility and results would be resolved when there is recognition of the superiority of an adjustable rule, in which credibility would be the result of a dynamic process of mutual teaching and learning between economic agents and the Central Bank, and in which economic policy instruments achieve a greater stability because a short term vision is transcended.

Quiero hacer pública y reconocer la cordial pero vehemente insistencia de Germán Umaña para atender esta obligante invitación que nos ha hecho a varios miembros de la Junta que, de una u otra forma, somos y nos sentimos "de la Nacional". En mi caso, aspiro dentro de poco tiempo a cumplir 3/5 partes de mi vida vinculado a esta casa de mis afectos, con algunas inconstancias y distanciamientos, desde aquel momento en que entré a estudiar economía. Aún así, ha pasado tanto tiempo que los sinsabores no dejan resentimientos sino sólo nostalgias.

Lo primero que quiero decirles es que antes de hacer parte de la Junta Directiva del Banco de la República me preguntaba por qué no se podía bajar en forma rápida y duradera la tasa de inflación en Colombia. Ahora, y tras diez meses de estar en la Junta, me sigo haciendo la misma pregunta. Que mis colegas me perdonen por esas preguntas que se hacen primíparos como yo.

Y, como ustedes, me hago también otras preguntas, igual de difíciles.

En décadas anteriores todos —o muchos— nos enorgullecíamos de la estabilidad macroeconómica de Colombia: un país con un récord de crecimiento moderado pero permanente, sin crisis profundas, cumplimiento como el que más de sus compromisos internacionales. En comparación con los insatisfactorios resultados del resto de América Latina nos jactábamos, por ejemplo, de no haber sufrido en los años ochenta las consecuencias de una "década perdida". Teníamos, además, una tasa de inflación bastante estable e inferior al promedio de la mayoría de economías latinoamericanas. Así que mirábamos con burla y desdén las hiperinflaciones de nuestros vecinos e incluso parecía que hubiésemos acordado una especie de pacto social que no dejaba que la inflación subiese de cierto rango... ni, claro, que tampoco bajase más allá de un cierto límite.

Por ello sentíamos que éramos los de mostrar en un vecindario malo y plagado de crisis. Y reiterábamos la calidad de los arreglos institucionales que habíamos forjado y de las decisiones técnicas que se habían producido para lograr esos resultados, aún en medio de las condiciones tan difíciles de violencia que secularmente nos han agobiado y que nos han hecho perder muchos años de crecimiento económico y progreso social.

Hoy estamos, como se dice con gracia, "de un cacho" de completar una década de reformas estructurales en todos los campos: no sólo las que los organismos y los consensos internacionales decían que debíamos hacer, sino muchas más adoptadas con la nueva Carta Política de 1991 y con otras reformas a muchas de nuestras instituciones básicas. Y, sin embargo, no parece que los resultados hayan sido comparables con ese inmenso esfuerzo reformador. Por el contrario, en nuestro crecimiento económico estamos avanzando en forma más irregular y espasmódica; muchos critican los pobres resultados de los cambios institucionales en materias tan profundas como la justicia, la descentralización y la apertura; para algunos, las tendencias de nuestras relaciones internacionales generan más pesimismo que optimismo. Y en términos de la inflación ahora nos encontramos muy por encima de las principales economías latinoamericanas y ya casi todos los vecinos nos han dejado totalmente rezagados.

¿Por qué? No faltan las más variadas explicaciones e interpretaciones para todo, dependiendo del espectro político y teórico en que nos movamos. Como habrán visto, por ejemplo, en el animado debate que recientemente se ha armado entre ilustres expresidentes. O como se aprecia en los comentarios de analistas económicos que según sus preferencias ideológicas o políticas navegan entre la explicación del vaso medio lleno-medio vacío y el *dictatum* de que las reformas o han sido insuficientes o se han llevado por mal camino. O como se observa en las dudas metódicas de quienes buscan hacernos descreer hasta de lo que dicen las cifras, cuando no son todo lo malas o buenas que cada cual tiene en su cabeza.

Pero no voy a meterme en todas esas honduras. Permítanme, más bien, en la tarde de hoy, dado el limitado tiempo de que dispongo, compartir con ustedes unas pocas reflexiones sobre uno de esos asuntos vitales para la estabilidad y el progreso económico: el control y la disminución de la inflación. Estas reflexiones se derivan de las experiencias iniciales y de las preocupaciones que le rondan a uno en la cabeza cuando está sentado en la Junta del Banco y se relacionarán con los siguientes temas: la independencia del banco central, su credibilidad y los objetivos, instrumentos y resultados.

Para ello me apoyaré en una pequeña parte de la muy abundante literatura más reciente que se ha producido al respecto. En Colombia, además, para cada uno de esos temas hay multiplicidad de hipótesis y modelos elaborados —entre otros— por el equipo técnico del Banco, que ha logrado sofisticar en forma apreciable su capacidad econométrica de análisis, como ustedes podrán apreciar en los “Borradores Semanales de Economía” que publica la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco.

Aspiro, pues, a contar con su complicidad y con la benevolencia de los que saben de estos temas para esta charla informal.

LA REFORMA DEL BANCO Y MUCHAS REFORMAS MÁS

El primer tema tiene que ver, naturalmente, con la autonomía e independencia de la banca central con el objetivo único o primordial de abatir la inflación.

Destacaría que los arreglos institucionales a nivel internacional han sido y son muy variados, pero buena parte de la literatura le ha dado relevancia en períodos recientes a la necesidad de contar con un banco central independiente con objetivos bien especificados, como requisito para lograr la estabilidad de precios. Inclusive se han construido índices para medir la independencia relativa, en términos legales y formales, y mostrar que a mayor independencia y objetivos más específicos mayor es la estabilidad de precios [Cukierman 1992]. Sin embargo, hay otra literatura que muestra que los resultados de esos modelos dependen —como siempre— de su especificación y que una vez ajustados por las variables adecuadas de control no se encuentran relaciones robustas entre independencia e inflación, ni entre independencia y variabilidad de la inflación; pero que sí hay correlación significativa entre independencia y crecimiento económico y entre independencia y desempleo, ¡aunque con los signos que no le gustan a nadie! [Fuhrer 1997].

También se debate sobre si la independencia debe estar en las metas o en los instrumentos o en ambos [Debelle y Fischer 1994]. Las preferencias son variadas: algunos consideran que una meta de inflación que comprometa no sólo al banco central sino también al gobierno incrementa la probabilidad de lograr esa meta. Otros estiman que esos compromisos debilitan la capacidad de alcanzar metas de inflación más bajas en cuanto se tienen que subordinar o “coordinar” con otros objetivos de política. Claro, esto supondría que una menor inflación es incompatible con un crecimiento más alto o con una tasa de cambio más estable o con un menor desempleo y que por ello hay un conjunto de preferencias en donde se les asignan mayor peso a ciertos logros en detrimento de otros.

Los modelos teóricos y econométricos sobre estos aspectos también son innumerables.

En fin, los análisis, en especial para las economías en desarrollo, indican que son diferentes los logros si la independencia del banco central resulta de una reforma única y aislada o hace parte de un paquete más amplio de reformas institucionales que, en su conjunto, promuevan la mayor eficiencia y liberalización de los mercados y la estabilidad en las finanzas públicas [Rosende 1997], de tal forma que las reformas se refuerzan mutuamente y generan economías de escala y economías externas.

El tema de la autonomía no es nuevo en Colombia, y su correlación con los resultados inflacionarios ha sido diversa a lo largo de la historia¹. De hecho, hasta 1950 el país había tenido un banco central autónomo —aunque privado— con el objetivo principal de lograr la estabilidad de precios y durante tres décadas la inflación promedio fue inferior al 6 por ciento anual (claro, el mundo era diferente y rigió en parte de esa época el patrón oro). En adelante, y hasta la creación en 1963 de la Junta Monetaria, el Banco siguió siendo privado y autónomo, pero el objetivo no sólo fue la estabilidad de precios sino también el “desarrollo acelerado de la economía”, o sea con cupos de fomento, créditos selectivos y subsidios. El nivel medio de inflación casi se duplicó, pero vistos desde hoy los resultados son satisfactorios y nos dan una enorme nostalgia. Después, uno no sabe que pensar: la nueva Junta Monetaria se concibió enteramente dependiente del gobierno, no se le asignaron objetivos explícitos contra la inflación y se desataron todas las posibilidades para crear cupos especiales de crédito y emisión a favor de los sectores público y privado. Aún así, es paradójico pero hay que recordarlo, el nivel medio de inflación hasta 1971 fue —asómbrense ustedes— inferior al del período precedente. A partir de 1972, la historia es más conocida: nos trepamos en promedios de inflación del 22 por ciento anual, por indizaciones, inercias, excesos monetarios y ¿baja autonomía de la autoridad monetaria?, que hoy siguen siendo asunto de análisis y modelos econométricos para ver cuáles fueron las causas de la nueva inflación más alta y persistente de las siguientes dos décadas, aunque moderada y estable [Dorbunsch y Fischer 1991]. Y apenas hoy, tras cinco años de autonomía e independencia formal, estamos empezando a despegarnos de ese guarismo.

1 Adolfo Meisel [1996] presenta para el caso colombiano un panorama general sobre la relación estadística entre la “autonomía del banco central” y el nivel medio de inflación entre 1923 y 1995, aunque los resultados y su relación con la periodización me parecen un poco forzados.

La autonomía del Banco de la República desde 1991 fue un componente de un conjunto amplio y profundo de reformas institucionales plasmadas en la nueva Constitución y por ello no podemos desligarla de este contexto. Quisiera dejarles un tema de reflexión: evaluar la importancia relativa que se le otorgó a la autonomía del Banco y a sus nuevos objetivos dentro del total de reformas constitucionales y, por tanto, la prioridad social que efectivamente se le asignó a la lucha contra la inflación. Roberto Steiner [1995], ha recogido en un libro varios de los documentos que inspiraron estos cambios, pero allí no se encuentran respuestas definitivas a estas reflexiones.

Primero, el Gobierno tenía una propuesta mucho más limitada y, por decirlo así, menos autónoma. Segundo, el Ministro de Hacienda de la época no estaba enterado del proyecto del Banco —que el Presidente al final acogió—, llegó a considerarlo como una carga de profundidad para acabar con el régimen cambiario que se había acabado de aprobar e indicó que sólo servía para que el Gerente del Banco pudiera tener una “junta de bolsillo”. Tercero, prestantes voceros del mundo académico estaban horrorizados con la propuesta de que el gobierno no se pudiera financiar con emisión monetaria y que se le entregara el manejo monetario, cambiario y crediticio de la nación a unos tecnócratas que no tenían ninguna responsabilidad política. Cuarto, a muchos les pareció extraño no sólo que el Ministro de Hacienda fuera miembro y Presidente de la Junta —aunque otros reivindicaron ese hecho como parte del proceso de consenso y coordinación— sino que el Gerente también lo fuera con voz y voto y criticaron la forma de nombramiento de los directores por llevar a una influencia decisiva e inconducente del Presidente de la República que desvirtuaba la autonomía que se buscaba. Quinto, a pesar de todo, fue notable la capacidad de persuasión del entonces Gerente para sacar adelante la reforma y paradójicamente, al final, los constituyentes inclusive avanzaron más frente a las propuestas iniciales. Por lo tanto, no es nada claro que hubiera un consenso fuerte para tener el banco central que tenemos hoy.

Aún así, la Constitución del 91 reconstituyó en forma decisiva la autonomía del banco central, le prohibió otorgar cupos de crédito a los particulares —excepto los apoyos ocasionales de liquidez— y restringió severamente la financiación al gobierno, condicionándola al voto unánime de todos los miembros de la Junta. Le confirió a esta última el carácter de autoridad monetaria, crediticia y cambiaria. Y estableció en cabeza del Estado y por intermedio del Banco el objetivo de velar “por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”. También señaló que las funciones del Banco deberían ejercerse en coordinación con “la política económica general”, pero no sé si se sabía con precisión

lo que eso quería decir. En todo caso, este conjunto teórico de funciones y objetivos es formidable y recoge gran parte de lo que ha sido la experiencia internacional y de lo que los análisis académicos reivindican como necesario. *Si antes se miraba la inflación como un resultado de muchas otras cosas, para muchos indeseable, ahora su control y disminución se volvió un objetivo explícito.*

Claro, hay que decirlo, luego la ley estatutaria del Banco definió que mantener la capacidad adquisitiva de la moneda equivalía a establecer *año tras año* una meta de inflación inferior al resultado del año anterior² y que había que coordinar ese objetivo con la política macroeconómica que decidiera el Conpes, de la cual —como es natural— también hacen parte las políticas cambiaria y monetaria, que son responsabilidad del banco central.

Con base en todo lo dicho, quisiera proponer unas reflexiones. Primera, mayores o menores grados de independencia del banco central pueden coincidir con períodos de más alta o más baja inflación. Por lo cual, la autonomía del banco central puede ser condición necesaria para alcanzar una menor tasa de inflación pero no es suficiente, en especial cuando la sociedad no le asigna un lugar preferente dentro de sus objetivos o considera que choca contra otros. Entiéndame, no busco ser escéptico con este tema. Lo que quiero enfatizar, como se muestra en la literatura y en la experiencia internacional, es que el comportamiento del banco central, más allá de los instrumentos que emplea, está condicionado por el grado de apoyo social al objetivo de lograr la estabilidad de precios, frente a otros que la sociedad valora también como meritorios. Y en la necesaria compatibilidad entre unos y otros. De pronto, esto no es nuevo para ustedes pero sí muestra el tamaño del reto para lograr reducir en forma sustancial la tasa de inflación que padecemos, y hacerlo en un ambiente de estabilidad macroeconómica y crecimiento sostenido.

Segunda, un conjunto amplio de reformas —como las de la Constitución del 91— genera resultados acumulativos positivos si van en la misma dirección. Pero habría que analizar a fondo si el objetivo asignado al Banco fue convergente con las tendencias de gasto público acelerado derivadas de la Constitución y de otras políticas simultáneas que se emprendieron. La pregunta por resolver aquí es la compatibilidad entre una propensión “institucional” a mayores desequilibrios fiscales y una política monetaria decidida a bajar la inflación. Este un problema no resuelto todavía pero, por lo pronto, y dada la forma como avanzó el

2 Que, en la práctica, resulta de un acuerdo en el seno de la Junta Directiva del Banco entre el Gobierno (por intermedio del Ministro de Hacienda) y el resto de integrantes de la Junta. Acuerdo que no siempre es unánime.

proceso de apertura económica, se ha manifestado en desempleo, revaluaciones, caída del ahorro y bajos ritmos de crecimiento económico.

Tercera, es importante discernir lo que significa el objetivo de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda. En su sentido más restringido puede entenderse como lograr la estabilidad en el nivel de precios domésticos. Pero en una economía abierta y expuesta a movimientos significativos en los flujos internacionales de capital no se puede excluir la interrelación entre el valor externo y el valor interno de la moneda y, por tanto, abstraerse de los factores que determinan la estabilidad en la tasa real de cambio. El tema importante de discusión en la literatura académica se relaciona con el conflicto entre los dos objetivos o con su complementaridad y se asocia con la respuesta de las autoridades monetarias frente a eventos exógenos [Guitian 1994]. Será, por ejemplo, como se indica en algunos estudios —que otros desvirtúan— que la defensa de la tasa de cambio es una muestra de un compromiso menor en la lucha contra la inflación?³

Para cerrar este tema de la independencia, que ya me deja poco espacio para plantear otros, algunos ensayos valoran igual de importante la autonomía para enfrentar las presiones políticas o las del gobierno, que la de resistir las presiones de mercado. Déjenme exponer este último punto, resaltado por Blinder [1997]: el banco central recibe información, evaluaciones y críticas continuas de los agentes privados a través de comunicados, simposios, foros y decisiones de tasas de interés que “recomiendan o predicen lo que el banco central hará o debería hacer y luego lo felicitan por hacer precisamente eso”. O lo critican cuando no actúa en esa dirección. Así que los banqueros centrales están tentados continuamente a hacer lo que esperan o quieren los mercados. El problema aquí, al igual que con las presiones políticas, es que esas presiones de mercado pueden expresar intereses particulares y enfatizar deseos de corto plazo —que, por lo demás, son legítimos— frente a los objetivos de largo plazo y a los propósitos más generales asignados al banco central. Así que responder en ese sentido también puede limitar su autonomía y su capacidad de decisión, llevándolo a un enfoque cortoplacista.

EL ASUNTO DE LA CREDIBILIDAD

Pasemos a un asunto menos escabroso pero más complejo, el de la credibilidad. Este es un tema que se ha explorado en detalle en la literatura

3 Ver para el caso colombiano, por ejemplo, el debate entre A. Carrasquilla y M. Cárdenas en Martínez [1992].

sobre bancos centrales, tanto por los académicos como por los propios banqueros centrales. La discusión que ha habido, y los innumerables modelos econométricos que se han hecho al respecto, se enfocan en las relaciones entre la credibilidad de las políticas y metas del banco central y opciones como las siguientes:⁴

– Las ventajas y desventajas de adoptar reglas fijas frente a la discrecionalidad, y si las reglas tienen que ver con los instrumentos, con las metas o con ambos.

– La capacidad, efectiva o no, del banco central de generar “sorpresas inflacionarias”, dadas las expectativas de los agentes económicos.

– El peso relativo que se le asigna al control de la inflación frente a otros objetivos como la producción, el empleo o la defensa de la tasa de cambio.

– El grado de flexibilidad para tomar en cuenta (aceptar o contrarrestar) choques producidos por eventos exógenos.

– La mayor o menor variabilidad de corto plazo en la política monetaria y sus efectos ante rigideces en precios y salarios.

– El ritmo o gradualidad de la disminución en las metas de inflación.

Quiero advertir, de entrada, que los debates sobre los temas anteriores no están zanjados en ninguna dirección. Excepto, claro, en los países que no tienen bancos centrales. Para algunos, se puede tener la mayor credibilidad si se postula y anuncia en forma explícita una determinada meta de inflación para lograr en un período especificado, aunque los instrumentos para alcanzarla pueden sean discrecionales, flexibles y cambiantes⁵. Para otros, dadas las incertidumbres asociadas al curso futuro de la inflación, lo importante para la credibilidad es definir unas reglas precisas y conocidas en cuanto a los instrumentos y variables operativas que adopta el banco central. Como sabemos, un caso extremo puede ser la adopción de una regla de crecimiento constante de x por ciento en la cantidad de dinero y olvidarse del resto de cosas.

4 Una discusión y evaluación sobre estos temas puede verse en King [1996]. En relación con la fijación de un objetivo de meta de inflación y su significado, ver Bernanke y Mishkin [1997]. Un análisis detallado de la experiencia de cuatro países representativos se encuentra en Mishkin y Posen [1997].

5 Las experiencias evaluadas en la literatura citada en la nota anterior indican que, de todas formas, la fijación de una meta de inflación no excluye la consideración de otros objetivos tales como los de estabilización en el corto plazo del producto, el empleo y la tasa de cambio.

Posiblemente, la adopción de uno u otro tipo de comportamiento por el banco central, entre las opciones antes establecidas, también está supe-
ditado a la credibilidad previa que haya conseguido como resultado del
logro continuo de la meta definida o de la perseverancia y consistencia
en el seguimiento de los instrumentos puestos en ejecución. En estos
casos, una mayor flexibilidad en algunas coyunturas para acomodar
acontecimientos transitorios e imprevistos no es percibida como un ale-
jamiento del objetivo central de largo plazo de mantener la estabilidad
de precios. Si esa no es la circunstancia, la opción más recomendable es
limitar la flexibilidad [King 1996].

Si pudiese hablarse de algunos principios que se derivan de la discusión
sobre credibilidad, y que se evalúan ampliamente en la literatura, resal-
taría los siguientes.

Primero, para la formación de las expectativas de los agentes y la dis-
minución de los costos de corto plazo de la desinflación es preferible
alguna regla fija que la discrecionalidad. Pero es superior una regla ajus-
table que incorpore la nueva información relevante (por ejemplo, en
términos de las reestimaciones de la demanda de dinero) a los instru-
mentos de política adoptados [Blinder 1997]. Sin embargo, recordarán
ustedes que cuando en la primera parte de este año la Junta Directiva
del Banco ajustó la pendiente de la base monetaria —usada como meta
intermedia de política— precisamente para reestimar con la nueva in-
formación disponible los estimativos previos, varios comentaristas (y
algunos técnicos del propio Banco) interpretaron esta decisión como un
relajamiento de las condiciones monetarias. En ese sentido, desde sus
trincheras críticas permanentes, no le concedieron credibilidad a la ra-
cionalidad del ajuste y contribuyeron a erosionarla.

Segunda, la ganancia en credibilidad es un proceso dinámico de apren-
dizaje por parte de los agentes económicos y de enseñanza y también
de aprendizaje por parte del banco central. Y para maximizar los frutos
de ese proceso es indispensable una gran transparencia del Banco en su
información, su rendición de cuentas y su comunicación con la sociedad
y la permanente explicación de la racionalidad y el sustento de sus po-
líticas [King 1996].

Tercera, la credibilidad depende de una serie de factores no observables
directamente, tales como los objetivos de los banqueros centrales cuan-
do no se definen reglas claras, las expectativas del público, el grado de
conocimiento de los procedimientos adoptados por el banco y las pro-
pias preferencias o sesgos antiinflacionarios de sus directores. Ante esos
factores, y en esa medida, la prueba ácida de la credibilidad está en
cumplir las metas postuladas [Meltzer 1996].

Cuarta, el grado de coherencia y coordinación entre las diferentes políticas afecta la probabilidad que los agentes le asignan al logro de una determinada meta de inflación. Si otras políticas, en especial la fiscal, no están alineadas con el mismo objetivo, los agentes económicos disminuyen su creencia en dicha meta y forjan sus expectativas de acuerdo con el poder relativo de una u otra de las políticas en conflicto. Al final, si la política monetaria busca ser más restrictiva para contrarrestar otros desequilibrios, entonces los costos de los resultados antiinflacionarios se multiplican.

Quinta, unas metas conducentes a disminuir gradualmente la inflación pueden generar mayor credibilidad y reforzarla a medida que se alcanzan, que unas metas más radicales pero que se perciben como difícilmente logrables. El problema con este principio es que la misma gradualidad puede llevar simplemente a reproducir las expectativas pasadas sobre el curso futuro de la inflación, manteniendo así un nivel inercial permanente que luego es difícil de quebrar o sólo a costa de fuertes impactos en la producción y en el empleo. Ello es así, en cuanto la fijación futura de precios y salarios se acomoda a los niveles observados de inflación. Recientemente en el Banco, José Darío Uribe ha ideado un modelo que toma en cuenta estos factores y, después de calibrarlo como dice él, lo aplica al caso colombiano post-banco central autónomo. Allí se muestra cómo el incumplimiento de las metas anuales y los rebotes inflacionarios han influido en forma destacada sobre el bajo y fluctuante grado de credibilidad.

LAS METAS Y LOS INSTRUMENTOS

El debate sobre instrumentos y metas está relacionado en parte con el tema anterior, cubre una muy vasta literatura y la experiencia internacional de nuevo es muy variada. Unos apoyan fuertemente la fijación explícita de una meta de inflación, otros consideran que es mejor establecer una meta intermedia, seleccionando el agregado monetario que pueda tener una relación estable y predecible para lograr la estabilidad de precios de largo plazo. Otros destacan que las metas de agregados monetarios han perdido relevancia y capacidad predictiva ante la alta inestabilidad en la demanda monetaria [Friedman 1996].

Así que parte del debate se centra en la estabilidad o no de las relaciones entre los agregados monetarios y los precios y en la adecuada identificación de los rezagos entre la adopción de un determinado escenario de política monetaria y sus efectos sobre la inflación⁶. Como se indica en muchos trabajos académicos y econométricos, la desregulación de los mercados financieros y de crédito y la mayor universalidad en las acti-

vidades de los diversos intermediarios han afectado la estabilidad de la demanda de dinero, han hecho más compleja su definición y le han dado menor capacidad predictiva a las variables monetarias [Guitian 1994]. Este es, en todo caso, un campo todavía muy fructífero para la investigación académica y práctica, de cuyos resultados se puede beneficiar el Banco.

En un artículo que recoge y confronta sus experiencias como académico y exbanquero central, Blinder [1997] señala unas rutas promisorias y necesarias de trabajo y aprendizaje mutuo entre banqueros y académicos. En particular, resalta la importancia de investigar más a fondo los efectos de la política monetaria, y de instrumentos como la tasa de interés de corto plazo, y de trabajar más en modelos predictivos desde una perspectiva de mediano plazo, en condiciones de rezagos e incertidumbres.

En la misma perspectiva, se requiere también evaluar, a través de más investigaciones teóricas y empíricas, los diversos instrumentos y canales de transmisión de la política monetaria. Dependiendo de la operación relativa de estos canales (tasa de interés, tasa de cambio, crediticios, precios de activos), los impactos de la política adoptada se manifiestan en horizontes diversos, pueden producir resultados contradictorios o pueden inducir efectos más amplios de los estimados inicialmente en una determinada decisión [Mishkin 1995]⁷.

Las metas e instrumentos puestos en marcha por distintos bancos centrales reflejan diversas posiciones y creencias (o las combinan). En Estados Unidos no parece existir una meta formal, los objetivos definidos para la Reserva Federal son los de "crecimiento macroeconómico máximo que sea sostenible y estabilidad financiera" [Madigan 1994], la tasa de interés de descuento es instrumento clave y parecen ser más contun-

6 Esto es sólo una parte del debate en la medida en que la eficacia de las políticas monetarias también se contraponen con otros factores que han estado en el centro de la discusión tales como la relevancia de los factores inerciales, la discusión de la inflación como instrumento de protección o modificación de una cierta distribución de ingresos, la cuantía y los mecanismos de asignación del impuesto inflacionario, el impacto de alteraciones sustanciales y permanentes —o transitorias— en los precios relativos. Su cabal entendimiento, sin duda, es vital para entender más a fondo la complejidad del tema y la insuficiencia de modelos que se la juegan al "todo o al nada" de un único factor determinante. En Dornbusch y Fischer [1997] se hace un análisis comparativo de Colombia, sobre algunos de los factores que han determinado la persistencia de una inflación moderada y estable.

7 Ver también los diversos artículos del Simposio sobre "The Monetary Transmission Mechanism" incluidos en *The Journal of Economic Perspectives*, en el que aparece el artículo introductorio de Mishkin antes referido.

dentes los anuncios del Sr. Greenspan para moldear expectativas sociales y decisiones económicas. En Alemania, el Bundesbank utiliza un agregado monetario como meta intermedia, primero fue la base monetaria y luego una versión de M3, dentro de un corredor predefinido. Es interesante anotar que en cerca de la mitad de los últimos 20 años no se ha logrado esa meta, a pesar de lo cual el récord de estabilidad de precios es notable, lo cual puede mostrar una amplia flexibilidad en la ejecución de la política. En Canadá y Nueva Zelanda se ha adoptado una meta explícita de inflación, no necesariamente año por año (como tampoco en otros bancos centrales); en el último caso, con gran flexibilidad en los instrumentos y mediante un contrato firmado entre el Gobernador del Banco y el Ministro de Hacienda. Sin embargo la meta no se refiere al Índice de Precios al Consumidor, como es usual en otros países, sino a un índice de “inflación básica” para excluir, entre otras cosas, los efectos de choques aleatorios exógenos a la política monetaria [Mishkin y Posen 1997].

Como ha sido señalado en la literatura [Debelle 1997], adoptar como objetivo único o fundamental una meta de inflación requiere varias condiciones, entre ellas: un horizonte adecuado de tiempo para el logro de la meta y para garantizar el pleno impacto de los instrumentos de política; un sistema financiero bien desarrollado; instituciones políticas que hagan viables los acuerdos y el cumplimiento de los objetivos; un sólido marco de modelos y estimativos para la predicción futura de la inflación; y un compromiso explícito del gobierno, así como la implementación de sus políticas en coherencia con dicha meta.

Probablemente al examinar el formidable listado de requisitos anteriores se entienden más adecuadamente las falencias en los instrumentos, objetivos y resultados hasta ahora logrados en este periodo de transición que vivimos en Colombia. Entre otras cosas, como se ha anotado antes, la ley le fija al Banco la obligación de establecer cada año una meta de inflación, que de alguna forma es acordada o “coordinada” con el Gobierno y que debe ser inferior al resultado del año anterior. Esto no precluye, por supuesto, la posibilidad de establecer metas de mediano plazo —en un marco de estabilidad macroeconómica— hacia cuyo logro se diseñen en forma coherente los diversos instrumentos de política económica.

También la Junta Directiva del Banco ha tomado en consideración la situación externa de la economía y los determinantes de sus desequilibrios al establecer —unas veces como objetivo, otras como instrumento— unos rangos para la variación de la tasa de cambio acordes con otros objetivos de política y con la meta misma de inflación. En los últimos años ha hecho explícita y cada vez más transparente la adopción de metas intermedias, aunque el agregado monetario seleccionado se ha

modificado a través del tiempo, con demasiada frecuencia diría yo. Se ha contado también con corredores para la tasa de interés de muy corto plazo y con otras tasas de intervención del Banco en distintos cortos plazos y con la utilización de operaciones de mercado abierto para mantener la meta intermedia dentro del rango fijado. Además, se le hace seguimiento a otros agregados monetarios y crediticios y a la evolución de la actividad económica y se dispone de diversos modelos de comportamiento y predicción sobre la trayectoria futura de la inflación. Aquí, como se mencionó antes, todavía hay un amplio espacio para el trabajo teórico y empírico.

En materia de coordinación, además de los canales institucionales establecidos (tanto en la Junta como en el Conpes), se han tenido en cuenta los resultados y proyecciones estimados en la Programación Financiera para buscar hacer consistentes los objetivos monetarios, cambiarios y fiscales en el contexto de la meta de inflación establecida y de unas perspectivas sobre el crecimiento estimado de la economía⁸. O que sirven para evaluar los efectos de los desajustes entre los distintos frentes de política. También se han incorporado compromisos en materia de crecimiento del gasto del gobierno y de endeudamiento externo neto del sector público.

Tenemos, pues, un sistema bastante amplio y complejo y que, en cierto sentido, ha combinado y adaptado experiencias de distintos bancos centrales en el mundo. Pero la relación entre costos y resultados todavía dista de ser satisfactoria. Por ello, de la discusión de las páginas anteriores, y a punto de agotarse el tiempo de esta charla, quisiera concluir con dos puntos que me parecen esenciales.

Primero, la frecuente variabilidad en los instrumentos de política que se seleccionan y, en ocasiones, la limitada información y rendición de cuentas a la sociedad sobre los fundamentos de la política y la lógica de las acciones emprendidas y sobre los beneficios sociales de lograr tasas cada vez menores de inflación, pueden haber hecho más arduo el camino de ganar y sostener una creciente credibilidad.

Por ello, mantener una estabilidad de mediano plazo en los instrumentos de política y perseverar en su cumplimiento o explicar claramente a

8 Habría que notar, sin embargo, que la elaboración del Programa Económico anual que sirve de sustento a la propuesta presupuestal y fiscal que el Gobierno somete a la consideración del Congreso (y sus supuestos explícitos o implícitos) es anterior a las definiciones de objetivos, instrumentos y metas de política que se realizan en la Junta del Banco. Esta "incoherencia temporal" crea, por supuesto, restricciones y limitaciones en los procesos de coordinación.

la sociedad, cuando sea del caso, los hechos imprevistos y exógenos que pueden afectarlos o modificarlos son elementos esenciales para afianzar la credibilidad y la autonomía y, ante todo, para obtener los resultados previstos en materia de inflación. Esta ganancia en credibilidad es indispensable, sin duda, en otras reformas esenciales adoptadas en esta década que requieren importantes esfuerzos, del gobierno y la sociedad, para consolidarse y hacerse mutuamente compatibles. Y complementarse con reformas políticas y económicas como las que han sido materia de amplia discusión en el último año.

Segundo, es necesario comprometer el apoyo efectivo de la sociedad—y claro, del gobierno— en la adopción de metas explícitas y cada vez más ambiciosas de inflación de mediano plazo. La seriedad de este compromiso debe reflejarse, por supuesto, en las decisiones que adopten los agentes económicos sobre sus precios y salarios y hará, sin duda, menos dolorosa y costosa la transición hacia niveles de inflación semejantes a los internacionales. En particular, la adopción de metas explícitas de mediano plazo garantiza que la trayectoria de la política monetaria, habida cuenta de los retrasos en sus efectos, sea plenamente discernible para todos. Ello requiere afinar la capacidad explicativa y predictiva de los modelos que trabajamos y darle cabal consideración a la compatibilidad entre instrumentos y objetivos fiscales, monetarios y cambiarios a fin de recuperar la estabilidad macroeconómica de mediano plazo.

Para reiterar, se trata, como la ha indicado King [1996], de actuar en todo momento con la máxima transparencia y con constancia para lograr un aprendizaje más rápido y consistente por parte de los agentes económicos, incluido el propio banco central. Se trata, pues, de lograr ampliar la base de apoyo pública a las políticas y minimizar los costos eventuales de las políticas antiinflacionarias en términos de producto, empleo y tasa de cambio.

Sólo en un ambiente de esta naturaleza será posible alcanzar una senda de crecimiento alto y sostenido en un marco de estabilidad de precios y completar con fortuna el actual período de transición.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bernanke, B. S. y Mishkin, F. 1997. "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives* 11, 2, primavera.
- Blinder, A. S. 1997. "What Central Bankers Could Learn from Academics— and ViceVersa", *Journal of Economic Perspectives* 11, 2.

- Cukierman, A. 1992. *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, The MIT Press, Cambridge.
- Debelle, G. 1997. "Inflation Targeting in Practice", *IMF Working Paper*, WP/97/35, Washington D.C., marzo.
- Debelle, G. y Fischer, S. 1994. "How Independent Should a Central Bank Be?", J. Fuhrer (ed.), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary PolicyMakers*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Dorbunsh, R. y Fischer S. 1991. "Moderate Inflation", *NBER Working Paper Series*, No. 3896, Cambridge, noviembre.
- Friedman, B. M. 1996. "The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for US Monetary Policy", *NBER Working Paper Series*, No. 5465, Cambridge, febrero.
- Fuhrer, J. C. 1997. "Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millenium?", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, enero-febrero.
- Guitian, M. 1994. "Rules or Discretion: A National and an International Perspective", *Central Banking Seminar on Frameworks for Monetary Stability*, IMF, Washington D.C., marzo.
- King, M. 1996. "How Should Central Banks Reduce Inflation?—Conceptual Issues", *Federal Reserve Bank of Kansas City*, cuarto trimestre.
- Madigan, B. F. 1994. "The Design of U.S. Monetary Policy", *Seminar on Central Banking*, IMF, marzo.
- Martínez, A., editora. 1992. *Apertura: Dos Años Después*, XIII Simposio sobre Mercado de Capitales, Asobancaria, Medellín.
- Meisel, A. 1996. "Autonomía de la Banca Central e Inflación: La Experiencia Colombiana, 1923-1995", *Borradores Semanales de Economía* 49, Banco de la República, Bogotá, marzo.
- Meltzer, A. H. 1996. "On Making Monetary Policy More Effective Domestically and Internationally", *IMES Discussion Paper* 96-E-11, marzo.
- Mishkin, F. S. 1995. "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", *The Journal of Economic Perspectives* 9, 4.
- Mishkin, F. S. y Posen, A. S. 1997. "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York 3, 3, agosto.
- Rosende, F. 1997. "La Autonomía del Banco Central una vez más", *Cuadernos de Economía* 101, Universidad Católica de Chile, abril.
- Steiner, R., editor. 1995. *La Autonomía del Banco de la República: Economía Política de la Reforma*, Tercer Mundo Editores, Bogotá.