

**LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LOS  
PRIMEROS AÑOS DEL BANCO CENTRAL  
INDEPENDIENTE: 1992-1998**

Camila Gamba Tiusabá  
José E. Gómez González

---

Los autores agradecen los valiosos comentarios y sugerencias de los asistentes a los seminarios del libro sobre historia monetaria en Colombia, especialmente a Adolfo Meisel, Hernando Vargas, Miguel Urrutia, Roberto Junguito, Salomón Kalmanovitz, Antonio Hernández Gamarra, Juliana Jaramillo y Jorge Toro.

El período comprendido entre 1992 y 1998 marcó una transición importante en materia de política monetaria, de un régimen en el cual la política monetaria estaba supeditada a las metas de tasa de cambio real (1985-1991) a otro de inflación objetivo plena (finales de 1999 en adelante).

Este período de transición fue de grandes retos para el manejo de la política monetaria. Por una parte, se dieron importantes cambios estructurales en la economía colombiana, como la liberalización financiera, el inicio de la independencia del Banco de la República respecto del Gobierno nacional y la reforma del sistema cambiario.

Por otra parte, las fases expansiva y contractiva de los ciclos del crédito, de los precios de los activos –en particular la vivienda– y de los flujos de capitales fueron tan amplias y agudas (veáse, por ejemplo, Gómez-González *et al.*, 2014, y Gómez-González *et al.*, 2015a) que se gestaron las bases de la crisis financiera de 1998-1999, la más fuerte de las experimentadas en Colombia en los últimos cien años.

Durante el período considerado –en especial la segunda mitad de la década– se dio un progresivo deterioro del desequilibrio fiscal del Gobierno nacional central (GNC). Dicho déficit, que en 1991 era de 0,2% del PIB, fue aumentando año tras año hasta llegar a registrar 4,9% del PIB en 1998, y se reflejó en las cifras del sector público no financiero (SPNF), al pasar de una situación de equilibrio en 1995 a otra de déficit de 3,7% del PIB en 1998 (Lozano y Aristizábal, 2003). Dicho desbalance fiscal progresivo influyó sobre las presiones cambiarias que sucedieron a finales de la década y que, en buena medida, influyeron en el inicio de la crisis financiera a finales de los años noventa.

En esta década se libraron también importantes debates acerca del diseño de la política monetaria y cambiaria del país. Si bien era claro para las autoridades económicas y los investigadores en temas de banca central que el objetivo final debía ser la reducción sistemática de la inflación, en el Banco de la República se discutía si la meta intermedia de la política monetaria debía ser los agregados monetarios o la tasa de interés de intervención.

Si bien la visión dominante era la de los agregados monetarios, debido a la mayor relación que presentaban en ese entonces con la inflación, durante esta década se sentaron las bases que permitieron establecer más adelante una política de inflación objetivo plena con meta intermedia de tasas de interés.

Entre 1992 y 1998 la inflación bajó de 27% a 15%, lo que se explica por la confluencia de tres factores: primero, el proceso de apertura económica y financiera, que llevó a una mayor competencia tras la liberación de las importaciones y reducción de los aranceles; segundo, la independencia del Banco de la República respecto del Gobierno nacional, junto con el mandato constitucional de reducir la inflación y la prohibición al Banco de la República de financiar el déficit fiscal del Gobierno; tercero, durante el período se dio una disminución importante en el ritmo de la devaluación nominal del peso, lo que en buena parte se debió al sistema de bandas cambiarias prevaleciente en la década de los noventa.

Este capítulo presenta los principales cambios experimentados por la política monetaria en Colombia entre 1992 y 1998 y contextualiza el entorno macroeconómico en el cual se gestaron.

El documento cuenta con cinco secciones, además de la introducción: en la primera se presenta el contexto macroeconómico general del país durante el período 1992-1998 y se hace énfasis en el comportamiento de los flujos de capitales y las principales variables relacionadas con la estabilidad financiera en Colombia; en la segunda sección se aporta una visión general de los noventa, una década de fuerte interacción entre las políticas monetaria y cambiaria; la tercera se concentra en estudiar el período 1992-1994, para lo cual hace referencia a la relación entre el diseño de la política monetaria y los certificados de cambio; la cuarta sección estudia el período 1994-1998, con énfasis en la relación entre la política monetaria y el sistema de bandas cambiarias explícitas que imperó en esta época, y la quinta presenta las principales conclusiones del estudio.

## **1. CONTEXTO MACROECONÓMICO**

Entre 1992 y 1997 Colombia experimentó una entrada importante de capitales internacionales y vivió un auge del crédito sin precedentes; a finales de la década sufrió una reversión de capital similar a la que vivieron varias economías emergentes tras las crisis asiática, rusa y brasileña; y, entre 1998 y 2001 tuvo la mayor crisis financiera de su historia reciente. Por esa razón, el contexto macroeconómico del país durante el período 1992-1998 se entiende mejor a la luz del estudio sobre el comportamiento de los flujos de capitales y de las variables relacionadas con la estabilidad financiera.

## 1.1 COMPORTAMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAPITALES EN COLOMBIA ENTRE 1992 Y 1998

En este apartado se analiza el comportamiento general de los flujos de capitales en Colombia durante 1992-1998. Es importante resaltar dos medidas que determinaron en buena parte la dinámica de dichos flujos: la primera de ellas fue la apertura comercial y financiera que se dio al inicio de la década de los noventa, la cual eliminó la mayoría de las barreras al comercio y, prácticamente, todas las restricciones a los flujos de capital, en especial a la inversión extranjera y al endeudamiento externo; la segunda, el proceso de transición que se vivió durante esos años en el país, al pasar de un régimen cambiario centralizado y con control de cambios, a un sistema descentralizado con tasa de cambio flotante y reglas de intervención claras.

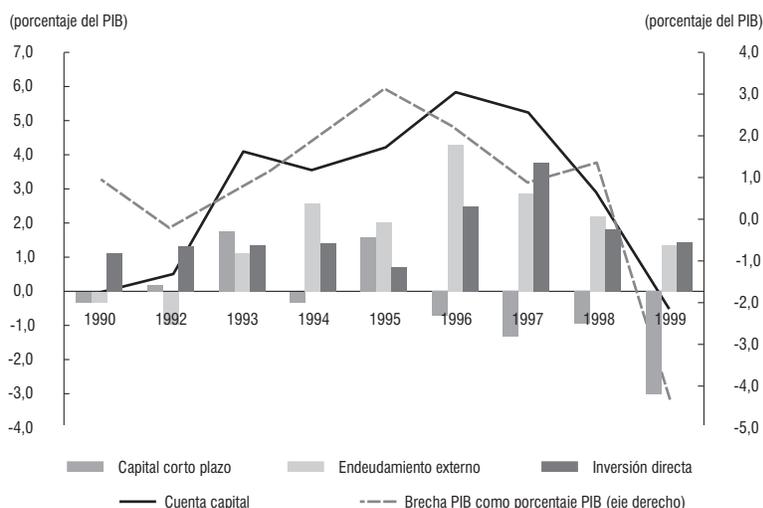
Al estudiar el comportamiento de los flujos de capitales en el país, Alonso *et al.* (2003) identifican la existencia de dos etapas con claridad demarcadas en los noventa. La primera de ellas, ocurrida entre 1991 y 1997, se caracterizó por ser una etapa en la cual se dieron grandes entradas de capital; en la segunda, sucedida entre 1997 y 1999, se llevaron a cabo, por el contrario, considerables salidas de capital, sobre todo de corto plazo.

En la primera etapa, con la flexibilización de las restricciones a la entrada de capitales, la mayor laxitud de los controles administrativos respecto al endeudamiento externo y la mayor actividad económica entre 1994 y 1997, los recursos de ahorro externo se constituyeron en una de las principales fuentes de financiación del crecimiento económico colombiano. Es interesante notar la gran relevancia de los aportes, durante este período, de los capitales de inversión extranjera directa y la utilización de recursos de endeudamiento externo en el ciclo económico, tal como se detalla en el Gráfico 1.

Como se observa en el Gráfico 1, los ingresos anuales netos de capital por inversiones directas aumentaron de 0,9% a 3,8% del PIB entre 1991 y 1997. Asimismo, los flujos de endeudamiento externo también crecieron de forma importante. Luego de contabilizar pagos netos promedio de 0,7% del PIB entre 1990 y 1992, entre 1993 y 1999 se presentaron ingresos netos promedio de 2,3% del PIB. El máximo de ingresos netos se dio en 1996, año en el cual estos contabilizaron 4,2% del PIB.

Como se nota en el gráfico, la brecha del PIB fue positiva entre 1992 y 1998. Sin embargo, esta fue creciente entre 1992 y 1995, año en el que fue de más de 3,0% del PIB. Entre 1995 y 1998 la brecha se redujo de forma abrupta, hasta ser casi nula en 1998.

**GRÁFICO 1. COMPOSICIÓN CUENTA DE CAPITAL**



Fuente: Banco de la República.

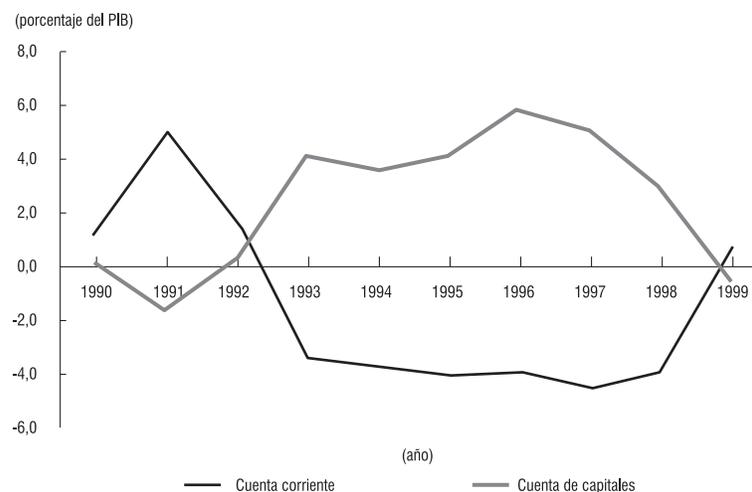
Los mayores ingresos de capital en Colombia entre 1991 y 1997 financiaron el mayor gasto de la economía colombiana, hecho que se reflejó en el comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la cual pasó de registrar un superávit de 4,9% del PIB en 1991, a presentar un déficit de 4,0% en promedio entre 1993 y 1998 (Gráfico 2). Es de notar que el comportamiento de la cuenta de capitales es muy similar al de la brecha del producto. Estas dos variables se movieron de forma positiva y mantuvieron una correlación muy cercana a 1 a lo largo de la década.

En 1998 comenzó a producirse el estancamiento de los mercados financieros internacionales como consecuencia de las crisis rusa, asiática y brasileña. Esto llevó a la reducción de la liquidez internacional, que afectó de forma considerable el comportamiento de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Los inversionistas internacionales de economías avanzadas realizaron repatriaciones de sus capitales y aumentaron sus inversiones en activos considerados seguros, dado el incremento de la aversión al riesgo.

Como resultado, en Colombia –y en muchas otras economías emergentes– se redujeron de manera considerable los flujos de endeudamiento externo del sector privado. Además, ante el deterioro de la situación fiscal y de los términos de intercambio se empezaron a constituir inversiones en el

exterior que condujeron a una reversión significativa de los flujos de capital (Gómez-González y Kiefer, 2009).

**GRÁFICO 2. CUENTA CORRIENTE Y CUENTA DE CAPITALES**



Fuente: Banco de la República.

Es importante tener en cuenta que la situación fiscal del país se deterioró bastante en el período estudiado y, en particular, durante el segundo lustro de la década de los noventa. Pese a que el PIB creció a un ritmo acelerado, el gasto del Gobierno creció más que proporcionalmente y generó un desbalance fiscal progresivo. El déficit del Gobierno nacional central (GNC), que en 1991 era de 0,2% del PIB, aumentó año tras año hasta llegar a registrar 4,9% del PIB en 1998, deterioro que se reflejó en las cifras del sector público no financiero (SPNF), al pasar de una situación de equilibrio en 1995 a un déficit de 3,7% del PIB en 1998 (Lozano y Aristizábal, 2003).

Asimismo, si bien el sector público continuó endeudándose en el exterior y los flujos de largo plazo por inversiones directas siguieron ingresando al país, estos no fueron de las magnitudes observadas en la primera parte de la década, situación que se reflejó en el déficit de la cuenta de capital y la cuenta financiera de 0,5% del PIB en 1999, lo que se tradujo en una fuerte corrección de la cuenta corriente que presentó un superávit de 0,7% del PIB en el mismo año.

Dada la reducción del gasto agregado en la economía, el PIB registró una importante caída en 1999, al tiempo que el país vivió la más fuerte recesión de los años recientes.

## **1.2 COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES RELACIONADAS CON LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN COLOMBIA**

Varios estudios han mostrado que el ciclo crediticio en Colombia se relaciona de forma importante con el de los flujos internacionales de capitales y con el económico (véanse, por ejemplo, Gómez-González *et al.*, 2014; Tenjo y López, 2002). Aumentos en el ritmo de entrada de capitales internacionales al país alimentan expansiones del crédito bancario, mientras que las reducciones abruptas suelen llevar a episodios de recortes importantes en la disponibilidad del crédito privado a la economía.

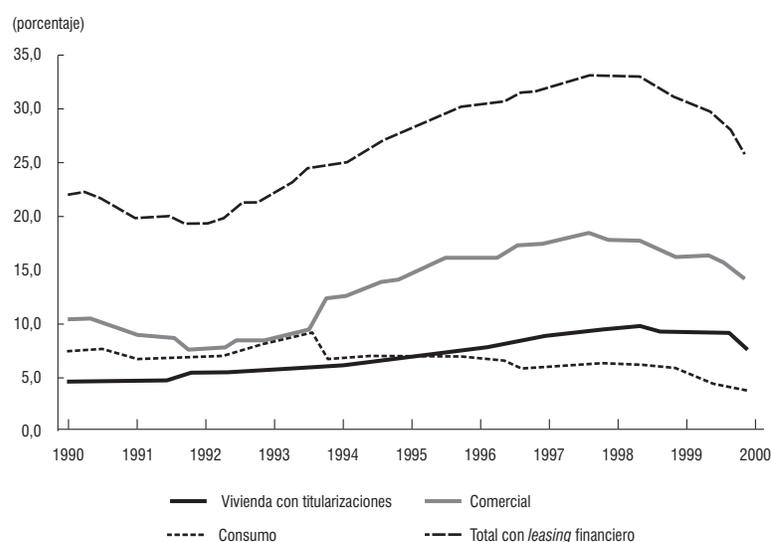
A su vez, expansiones del crédito se relacionan de forma positiva con aumentos en el precio de los activos, en particular los precios de la finca raíz, y con incrementos del producto observado por encima del potencial –brechas de producto positivas– (Gómez-González *et al.*, 2015b).

Asimismo, como lo muestran varios estudios, la percepción sobre el riesgo y la toma de riesgo por parte de los agentes varía a lo largo de los ciclos crediticios. Durante los períodos en los cuales el crédito doméstico aumenta de forma sostenida, ya sea por laxitud monetaria (Altunbas *et al.*, 2010; Tenjo *et al.*, 2002), o por grandes entradas de capitales internacionales, los agentes son más proclives a asumir más riesgos en sus balances y, de esta forma, incrementan la fragilidad de estos ante choques negativos que reducen la capacidad de pago. Por esa razón, procesos de expansión acelerada del crédito tienden a asociarse con períodos de mayor inestabilidad financiera para las economías (Minsky, 1982).

Tras el inicio de la liberalización financiera y económica a comienzos de los noventa, el sector financiero colombiano vivió un destacado proceso de transformación: se eliminaron varias de las restricciones sobre los niveles de las tasas de interés y se redujeron los coeficientes de encaje y los requisitos de inversiones forzosas impuestos a las entidades financieras. Entre 1991 y 1997 Colombia registró un auge del crédito sin precedentes, debido al crecimiento de la industria de intermediación financiera, el relajamiento de las restricciones al financiamiento externo y la expansión económica acelerada que ocurrió durante los primeros años de esa década. La relación de crédito a PIB y el precio de los activos –financieros y reales– aumentaron de forma notoria, al igual que el número de intermediarios financieros.

Como se observa en el Gráfico 3, la relación entre cartera de los establecimientos de crédito y PIB pasó de cerca del 20% en 1991 a cerca de 33% en 1997, tiempo en el cual la producción creció de forma dinámica. Es importante tener en cuenta que, durante esos años, la producción nacional creció a un ritmo acelerado. Así, el incremento de la razón de cartera a PIB se debe a un aumento muy grande en la cartera de crédito de las entidades financieras locales.

**GRÁFICO 3. PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA  
(CARTERA/PIB)**



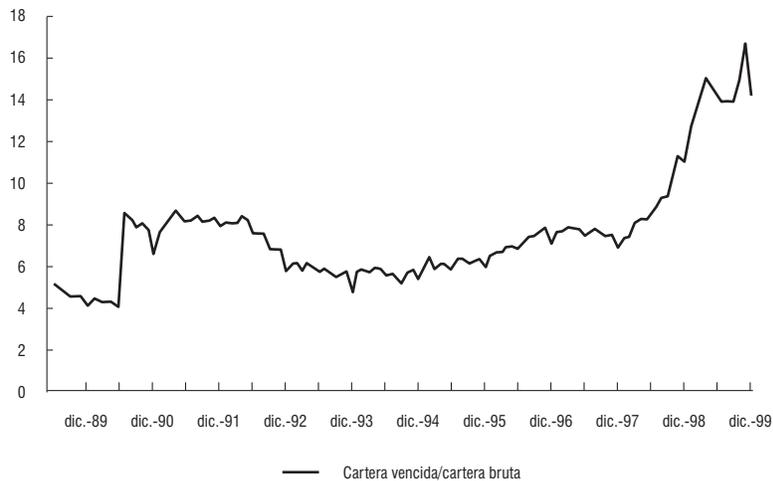
Fuente: Banco de la República.

Dada la mayor facilidad de acceso a mercados de crédito externo, tanto las empresas del sector real como el Gobierno se endeudaron de modo desmedido en moneda extranjera durante los primeros siete años de la década. Ante la inexistencia de un mercado profundo de coberturas cambiarias, los agentes públicos y privados incrementaron sus descalces cambiarios y se hicieron más vulnerables a choques cambiarios (Zárate *et al.*, 2012).

Tanto los hogares, como las firmas y el Gobierno, asumieron mayores riesgos en sus balances y los efectos se comenzaron a hacer evidentes hacia finales de 1997, con el incremento de la cartera vencida en un considerable número de entidades financieras; varias entidades cooperativas especializadas en crédito a los hogares comenzaron a presentar problemas de insolvencia.

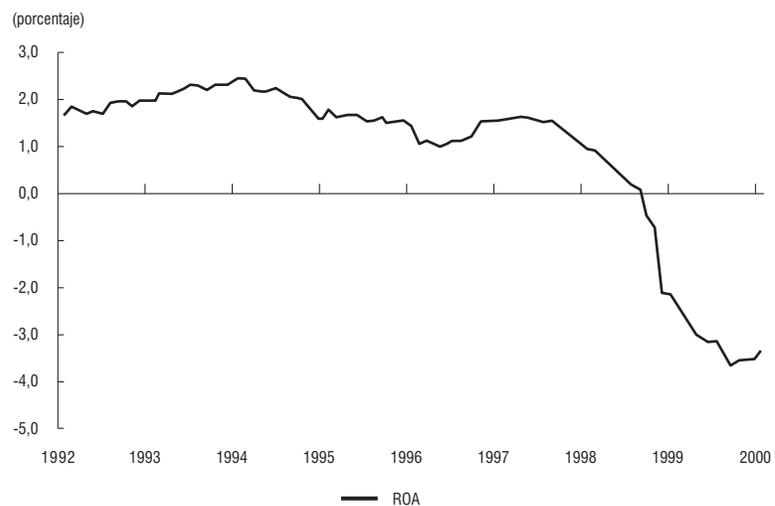
Entre 1998 y 1999 ocurrió una reversión intensa del flujo de capitales, motivada en especial por el incremento de la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales tras las crisis financieras de varias economías: la de Asia, la de Rusia y la de Brasil. Al entrar la economía en una profunda recesión, el desempeño de las principales contrapartes del sistema financiero se deterioró; a partir de mediados de 1998 se presentó un detrimento significativo de la salud del sistema financiero colombiano. La calidad de la cartera de los establecimientos financieros empeoró de forma notable (Gráfico 4) por el aumento de la cartera vencida de los establecimientos de crédito y el *crowding-out* que esta generó. A la vez, la rentabilidad del activo del sistema financiero se redujo hasta llegar a niveles negativos, como se observa en el Gráfico 5. Varias entidades experimentaron una marcada mengua de sus márgenes de solvencia (Gráfico 6), algunas quebraron (Gómez-González y Kiefer, 2009) y otras tuvieron que recurrir a procesos de integración para subsistir (García-Suaza y Gómez-González, 2010).

**GRÁFICO 4. CALIDAD DE LA CARTERA**  
(CARTERA VENCIDA/CARTERA BRUTA)



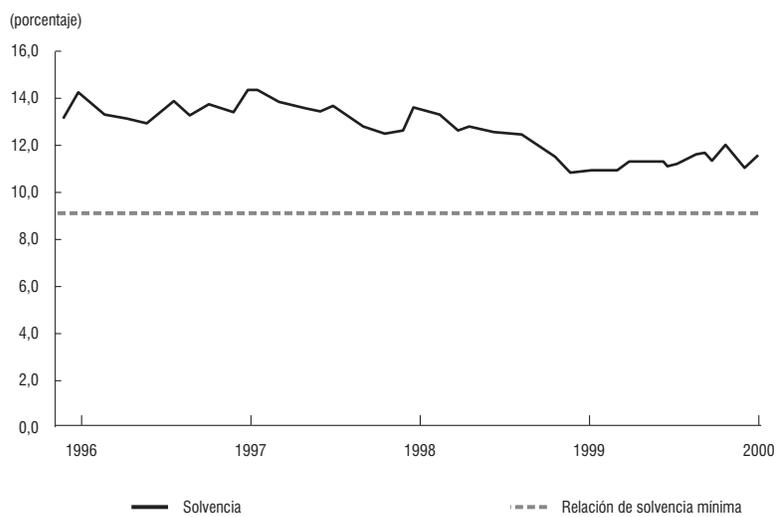
Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO 5. RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA)**



Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO 6. RELACIÓN DE SOLVENCIA**



Fuente: Banco de la República.

## **2. LOS AÑOS NOVENTA: UNA DÉCADA DE FUERTE INTERACCIÓN ENTRE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y CAMBIARIA**

Tras haber visto el panorama macroeconómico, en esta sección se presentan las principales generalidades y características del manejo monetario conducido por el Banco de la República durante 1992-1998.

Este período, que se puede considerar de transición, fue de grandes retos para el manejo de la política monetaria. Por una parte, se dieron importantes cambios estructurales en la economía colombiana, como la liberalización financiera, el inicio de la independencia del Banco de la República respecto del Gobierno nacional, y la reforma del sistema cambiario. Por otra, como se mencionó, las fases expansiva y contractiva en los ciclos del crédito, en los precios de los activos (en particular la vivienda) y en los flujos de capitales fueron agudas en la época, al punto que gestaron las bases de la crisis financiera de 1998-1999.

También, este período marcó la transición importante, en materia de política monetaria, de un régimen en el cual el Banco de la República prestaba especial atención al comportamiento de la tasa de cambio real (1985-1991), a otro de inflación objetivo (finales de 1999 en adelante).

En la administración de César Gaviria (1990-1994) se gestó un programa de liberalización financiera y apertura económica que buscaba mejorar la eficiencia en la asignación de recursos y aumentar la competitividad. Este proceso se desarrolló a través de políticas macroeconómicas diseñadas para alcanzar un crecimiento real anual del PIB de 5% y una reducción de la inflación. Las leyes 45 de 1990 y 35 de 1993 simplificaron las reglas de entrada y salida de capitales. El establecimiento de un esquema de banca universal ayudó a reducir la especialización y aumentar la competencia entre entidades financieras. Se diluyó el esquema de intermediarios financieros especializados y muchas entidades oficiales de carácter crediticio fueron privatizadas.

Entre 1992 y 1998, si bien la política monetaria tenía como principal objetivo el control de la inflación, su implementación y efectividad dependían en buena parte de las decisiones de política cambiaria. A lo largo de la década existió un sistema de bandas cambiarias, primero implícito (1991-1994) y luego explícito (1994-1999), que hacía que el manejo de política monetaria estuviera muy influenciado por el diseño de la política cambiaria; el ancho de la banda –implícito o explícito– y su pendiente ejercían gran influencia sobre el comportamiento de los agregados monetarios.

A partir de 1991 se empezaron a descentralizar las transacciones en divisas y se crearon condiciones propicias para el desarrollo del mercado cambiario. Urrutia (2002) plantea que durante ese período no se pensó en tener un sistema

cambiarlo totalmente flexible, ante todo por la presión de los exportadores, quienes temían que dicho sistema pudiera llevar a una fuerte revaluación del peso.

Por esa razón, durante los años noventa se tuvieron dos sistemas de bandas cambiarias, las que, junto con las presiones revaluacionistas generadas por el ingreso considerable de capitales al país, dificultaron el manejo monetario del Banco de la República.

El objetivo del Banco era reducir gradualmente la inflación. La discusión en esta institución era cuál debía ser la meta intermedia de la política monetaria, si los agregados monetarios o la tasa de interés de intervención. Se necesitaba que la variable escogida como meta intermedia tuviera relación directa con la inflación y que la autoridad monetaria fuera capaz de controlar su evolución (Gamarra y Buitrago, 2001).

Diferentes argumentos teóricos y prácticos llevaron a que, durante todo el período, se tuviera como meta intermedia la de los agregados monetarios (primero de manera implícita y luego explícita), bajo un sistema de corredores. Por una parte, estudios de la época sugerían que existía mayor relación estadística entre los agregados monetarios y la inflación (véase, por ejemplo, Carrasquilla y Suescún, 1999; Toro, 1993); además, varias investigaciones sugerían la existencia de una demanda transaccional de dinero estable, lo que facilitaba el manejo monetario vía agregados monetarios. Por otro lado, las tasas de interés de corto plazo eran muy volátiles y los mercados interbancarios bastante incipientes, lo cual dificultaba su uso como meta intermedia en un régimen que buscaba reducir la inflación.

El argumento teórico más sólido en contra del uso de las tasas de interés de referencia como meta intermedia para el manejo de la política monetaria durante la década lo presentaron Carrasquilla y Suescún (1999), quienes argumentaban que un nivel dado de tasa de interés podía ser coherente con diversos niveles de inflación esperada (indeterminación) y, por lo tanto, era difícil establecer el nivel de tasa de interés coherente con la meta de inflación.

Por las razones presentadas, no se usaron las tasas de interés como meta intermedia de política monetaria; estas empezaron a usarse luego, cuando se implementó plenamente el esquema de inflación objetivo en Colombia.

Entre 1992 y 1998 empezó el descenso de la inflación desde niveles cercanos al 30% que prevaleciera antes del período, hacia los de un dígito que se mantienen hoy día en el país; en concreto, durante el período estudiado en este capítulo la inflación se redujo de 27% a 15%.

Dicha reducción en la inflación se explica por varios factores. Por una parte, el proceso de apertura económica y financiera iniciado en el gobierno de César Gaviria llevó a la liberalización de importaciones y la reducción de

aranceles, que promovió más competencia de bienes y servicios. Por otra, la independencia del Banco de la República respecto del Gobierno nacional condujo a dos hechos importantes: primero, la Constitución de 1991 dio al Banco central independiente la tarea principal de mantener el poder adquisitivo de la moneda, lo cual implicaba que debía centrarse en reducir de manera sistemática la tasa de inflación hasta llevarla a niveles de un dígito; en este sentido, el Banco realizó un gran esfuerzo en el período para guiar la política monetaria hacia esa meta, se establecieron metas de inflación y se buscó aislar la política monetaria de la dominancia cambiaria que prevaleció en períodos anteriores; segundo, se prohibió la financiación del déficit fiscal del Gobierno por parte del Banco de la República, esto llevó a que se eliminara la dominancia fiscal de la política monetaria.

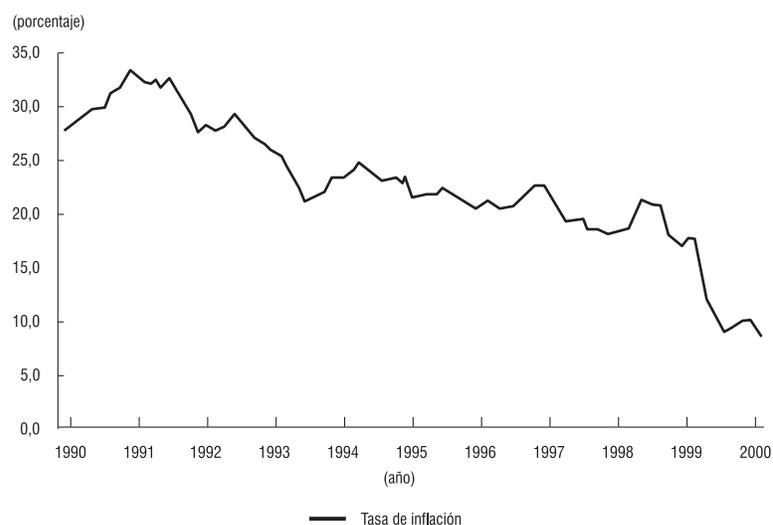
Asimismo, durante el período se dio una importante reducción en el ritmo de devaluación del peso, resultado, en buena medida, del sistema de bandas cambiarias, primero implícitas y luego explícitas, que se tuvo durante la época.

A la luz del actual sistema de inflación objetivo, que ha llevado a que la inflación se mantenga en niveles de un dígito, podría preguntarse si las decisiones de política monetaria y cambiaria que se tomaron en los noventa fueron las más acertadas. Es difícil saber qué hubiera pasado si el manejo monetario por parte del Banco de la República hubiese sido diferente al que realmente fue. No existe un contrafactual que permita evaluar si la reducción de la inflación pudo haber sido más rápida si durante el período considerado el régimen cambiario hubiera sido otro –flotación libre, por ejemplo– y/o si la meta intermedia de política monetaria hubiese sido la de tasas de interés a corto plazo en vez de agregados monetarios. Lo cierto es que este período fue uno de transición, en el cual la política monetaria se fue liberando de la dominancia fiscal y cambiaria que había prevalecido en períodos anteriores, y en el que la tasa de inflación efectivamente se redujo de forma apreciable (Gráfico 7).

En términos generales, el período se puede dividir en dos. En el primer subperíodo, comprendido entre 1992 y 1994, el manejo de política cambiaria se realizó mediante un sistema de certificados de cambio que eran entregados a los exportadores cuando reintegraban sus ingresos por exportaciones. Dichos certificados buscaban moderar el ritmo de entrada de divisas al país y, debido a la forma como se determinó su operación, actuaban como un sistema implícito de bandas cambiarias.

El segundo subperíodo, situado entre 1994 y 1998, fue de mayor flexibilidad en el manejo cambiario y ayudó a que el Banco de la República pudiera tener mayor manejo de los agregados monetarios en su búsqueda de mantener una inflación baja y estable en Colombia. Durante este subperíodo operó un sistema explícito de bandas cambiarias.

**GRÁFICO 7. TASA DE INFLACIÓN**



Fuente: Banco de la República.

### 3. PRIMEROS PASOS: POLÍTICA MONETARIA Y CERTIFICADOS DE CAMBIO, 1992-1994

A partir de 1985 y hasta finales de 1991 la política monetaria estaba supeditada a la existencia de metas de tasa de cambio real, que buscaban evitar su sobrevaluación. En la operatividad, se tenía un sistema de devaluaciones graduales, llamadas minidevaluaciones (*crawling-peg*), y existía fuerte control sobre las transacciones cambiarias. Desde 1989 se fue incrementando el ritmo de las minidevaluaciones para compensar la caída en los precios del café y evitar posibles efectos negativos de la apertura económica. El sistema de minidevaluaciones operó en Colombia hasta junio de 1991. Durante el tiempo en que se aplicó el *crawling-peg* la existencia de un objetivo cambiario implicó la pérdida parcial de la autonomía en el manejo monetario por parte del Banco de la República, lo que tuvo efectos nocivos sobre la inflación. Durante todo este período la inflación se mantuvo entre 22% y 30%.

El período 1992-1998 –en el que se estrenó la independencia del Banco de la República– marcó el inicio de la política monetaria centrada en reducir la inflación para llevarla a niveles considerados estables. El principal objetivo consistía en reducir la inflación de los niveles prevalecientes en el pasado

hasta llegar a niveles considerados adecuados en el contexto internacional (inflación de un dígito).

Durante los primeros años del período, sin embargo, la transición fue lenta. Carrasquilla (1994) plantea que pese a buscar el Banco la reducción de la inflación, mantuvo metas implícitas de tasa de cambio real. En particular, la Junta Directiva decidió no transitar de modo directo a un esquema de libre flotación cambiaria. Este hecho llevó a que el Banco no se pudiera dedicar de lleno a reducir la inflación de forma rápida.

Con el inicio de la apertura comercial y financiera, el ritmo de entrada de capitales al país –y a varias otras economías emergentes, en particular de Asia y América Latina– se incrementó considerablemente. El gran aumento de estos flujos se debió en parte a las altas tasas de rentabilidad que ofrecía el país, lo que hizo muy atractivo a los extranjeros invertir en el sector privado colombiano.

Los primeros flujos se asociaron con repatriación de capitales en 1991 y 1992. También hubo grandes entradas de capital para financiar los procesos de privatización, dar crédito a empresas privadas y realizar inversiones de portafolio en papeles de deuda públicos y privados. Colombia se empezaba a convertir en un país atractivo para la inversión extranjera. Además, los hallazgos de yacimientos petrolíferos en Cusiana y Cupiagua prometían mayor estabilidad cambiaria.

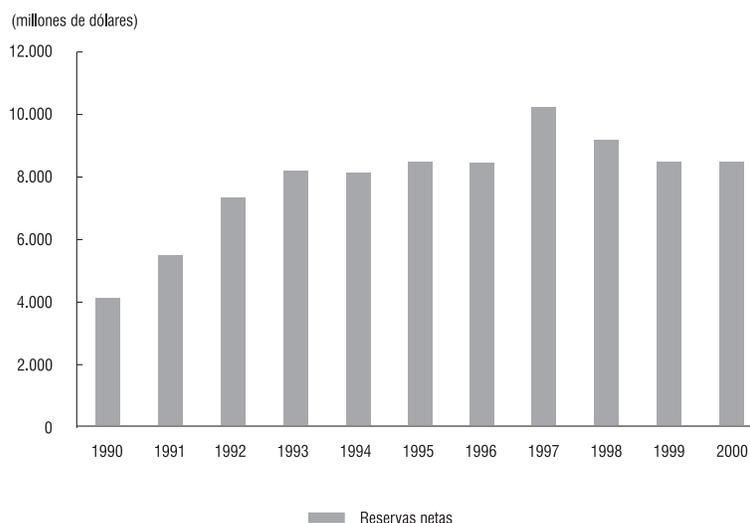
Dadas las metas cambiarias implícitas, el Banco de la República compró parte de las divisas que ingresaban al país, lo cual llevó a que el nivel de las reservas internacionales se fortaleciera; en 1991 estas aumentaron casi USD 2 billones (Steiner y Escobar, 1995), hecho que significó un incremento cercano al 50% en un solo año.

La intensa entrada de capitales y el proceso de acumulación de reservas internacionales (Gráfico 8), que derivaron por la preocupación cambiaria del Banco de la República, implicaron retos de política importantes.

A principios de la década el Banco de la República esterilizó la compra de reservas con operaciones de mercado abierto; sin embargo, la venta de grandes cantidades de títulos de participación para mantener el control de los agregados monetarios llevó a que las subastas fueran a tasas de interés altas y crecientes. El aumento en el interés de los títulos de participación ataría mayores flujos de capital al país, lo que restaba efectividad al mecanismo de esterilización cambiaria.

Para posponer la monetización de divisas, en 1991 la Junta Directiva del Banco de la República introdujo los certificados de cambio. Con estos se pretendía reducir el ritmo de crecimiento de la base monetaria, debido a recomposiciones del portafolio de dólares a pesos por parte de los agentes (Urrutia, 2002), y controlar el ingreso de divisas.

**GRÁFICO 8. RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**



Fuente: Banco de la República.

Esta no fue la primera vez en la que el Banco de la República hizo uso de certificados de cambio con fines monetarios y cambiarios, pues ya se habían utilizado con fines similares durante la bonanza cafetera de 1977, en una situación en la que las presiones hacia la apreciación de la tasa de cambio real eran relevantes.

Los certificados de cambio eran títulos negociables denominados en dólares, con madurez a un año, que entregaba el Banco de la República a cambio de divisas. Los usaron, en su mayoría, los exportadores, quienes reintegraban divisas al país en calidad de ingresos por ventas de productos y servicios en el exterior. Los certificados de cambio podían ser redimidos de forma anticipada, a una tasa de descuento fija del 12,5% de su valor facial.

La tasa de cambio oficial era el precio al cual los certificados podían ser redimidos a la fecha de vencimiento establecida. El certificado descontado era el precio fijado para las estadísticas de la tasa de cambio del mercado. El saldo de certificados de cambio emitidos alcanzó un valor máximo de USD 1,8 billones, correspondientes aproximadamente al 3% del PIB de 1993.

El mercado de certificados de cambio generaba un sistema implícito de bandas cambiarias, en el que el descuento constituía la banda inferior y la tasa de cambio oficial hacía las veces de techo.

Se conocía como un régimen de flotación controlado. Para alterar la tasa de cambio se debía cambiar el plazo de maduración de los certificados; en este escenario se relajó la política monetaria con el fin de reducir el exceso de oferta de divisas y moderar la acumulación de reservas internacionales, que llevaba a una apreciación del peso.

Si bien se ganó en flexibilidad cambiaria frente al régimen anterior de mini-devaluaciones, grandes ingresos de capital, en conjunto con el crecimiento de los agregados monetarios y del crédito doméstico en el contexto de un acelerado incremento del gasto, no permitieron que esta mayor flexibilidad condujera a una desinflación apreciable.

Asimismo, el flujo de capitales continuó y esto llevó a que la Junta Directiva del Banco de la República decidiera tomar medidas cambiarias adicionales que afectaron el manejo monetario. Por una parte, en 1993 se impusieron depósitos al endeudamiento externo, que se debían mantener en el Banco de la República sin remuneración durante un tiempo, por un porcentaje del valor de los desembolsos de créditos externos a corto plazo diferentes a los de financiación del comercio exterior; esta medida buscaba moderar la entrada de capitales al país para evitar la sobrevaloración del tipo de cambio, y modificar la estructura de plazos del endeudamiento externo desestimulando incrementos en el endeudamiento de corto plazo con el objetivo de contribuir a la solidez externa del país evitando salidas súbitas de capital.

Por otra parte, la Junta Directiva decidió flexibilizar aún más el régimen cambiario. En ese contexto, en enero de 1994 se suprimió la emisión de certificados de cambio y se implementó un sistema explícito de bandas cambiarias.

#### **4. ADOLESCENCIA: POLÍTICA MONETARIA Y BANDAS CAMBIARIAS, 1994-1998**

Urrutia y Fernández (2004) señalan que la implementación de la banda explícita fue duramente criticada por los exportadores, pues consideraban que este nuevo esquema cambiario implicaba una revaluación de la tasa de cambio real, ya que el centro de la banda se estableció al nivel de tasa descontada en el mercado de certificados de cambio.

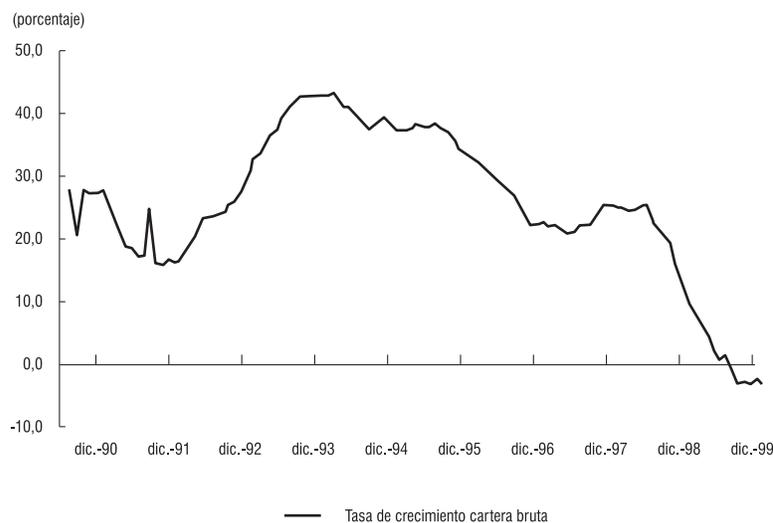
Pese a estas críticas, el sistema de bandas cambiarias se estableció en enero de 1994 como un mecanismo de flexibilización del sistema cambiario, imperante hasta el momento en el país. El sistema de bandas cambiarias consistía en un corredor establecido por el Banco de la República en el cual el piso marcaba la tasa de cambio bilateral peso-dólar mínima, mientras que el techo fijaba la tasa de cambio bilateral máxima.

El Banco no intervenía en el mercado cambiario mientras la tasa de cambio se mantuviera dentro del corredor establecido por las tasas mínima y máxima, solo lo haría ante presiones revaluacionistas que presionaran a la tasa de cambio de mercado a caer por debajo del piso del corredor, momento en que interveniría comprando dólares en el mercado para empujar la tasa a niveles dentro del corredor cambiario, y ante presiones devaluacionistas vendería dólares para mantener la tasa de mercado dentro del sistemas de bandas establecido.

El corredor de la banda cambiaria presentaba una pendiente positiva, al reconocer que la tendencia esperada del tipo de cambio era hacia la devaluación del peso colombiano frente al dólar estadounidense, a un ritmo moderado.

La creación de la banda marcó el inicio de un régimen cambiario en el que el Banco de la República no fijaba la tasa de cambio, ni compraba ni vendía divisas a un precio fijo. Esta flexibilización cambiaria fue clave para ganar mayor autonomía en el manejo de los agregados monetarios y del crédito, que venían creciendo a tasas muy elevadas (Gráfico 9).

**GRÁFICO 9. TASA DE CRECIMIENTO CARTERA BRUTA**



Fuente: Banco de la República.

Desde el momento en que se suprimió la emisión de certificados de cambio el Banco de la República emitió base monetaria en lugar de deuda doméstica a cambio del influjo de dólares. La decisión fue tener metas de oferta monetaria

más explícitas en el contexto de una tasa de cambio nominal más flexible. Se utilizó el dinero como ‘ancla’ para la estabilización y de esta manera se permitió mayor flexibilidad de la tasa de cambio nominal (Gráfico 10). La banda para los agregados monetarios fue de cuatro puntos, amplitud que se argumentó por el deseo de la Junta Directiva de no desestimular variaciones de la demanda consideradas normales. En el caso de una banda monetaria más estrecha, las fluctuaciones estacionales de las transacciones habrían implicado mayor variabilidad de la velocidad (y por ende de las tasas nominales de interés), en exceso de las que las autoridades consideraban normales (Carrasquilla, 1994).

El sistema de bandas que imperó entre 1994 y 1999 ha suscitado una serie de críticas en varios documentos, incluso algunos plantean que este sistema pudo tener alguna responsabilidad en la crisis financiera afrontada por el país en 1998 y 1999. No obstante, Urrutia (2002) plantea que la banda fue exitosa en evitar una fuerte revaluación en la época de las privatizaciones de 1996 y una gran devaluación durante la crisis política del gobierno de Ernesto Samper; en este sentido, la banda cambiaria pudo haber servido para reducir la volatilidad cambiaria que pudo haber ocurrido en Colombia en tiempos de poca profundidad financiera y alta volatilidad, tanto en los mercados como en el contexto político del país.

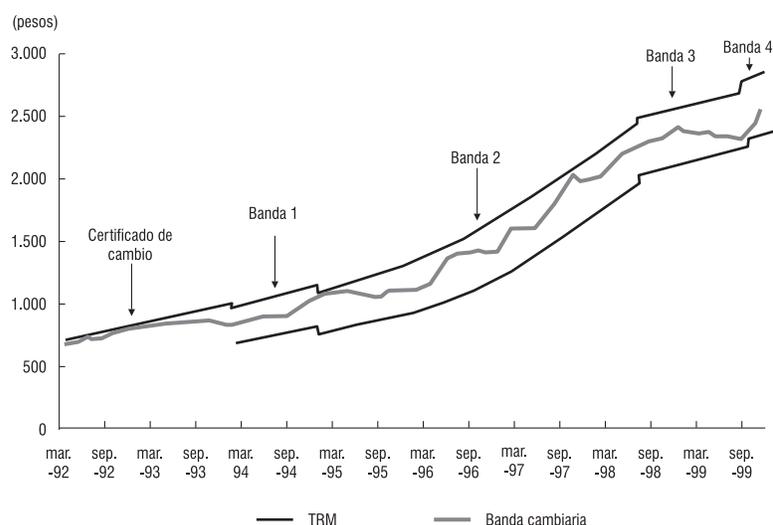
Durante su operación, la Junta Directiva del Banco de la República debió hacer algunos cambios a la banda, en cuanto a pendiente y desplazamiento. Cuantitativamente los parámetros evolucionaron de la siguiente manera: la pendiente del 24-ene-94 al 12-dic-94, 11%; del 13-dic-94 al 31-dic-96, 13,59%; en 1997, 15%; en 1998 y hasta el 26 de junio de 1999, 13%; y del 27-jun-99 hasta el 24-sep-99, 10%. Además, la banda registró tres desplazamientos, así: el primero, el 12-dic-94, al revaluarse 7%; luego, el 2-sep-98, al devaluarse 9%; y, por último, el 27-jun-99 al devaluarse 9%. En esta última fecha también se decidió variar la amplitud de la banda de 14% a 20% (Gamarra y Buitrago, 2001).

Como se observa, varios de estos cambios de pendiente y ancho de banda se dieron entre 1998 y el 24 de septiembre de 1999, día en que se eliminó el sistema de bandas cambiarias en Colombia.

La experiencia de 1998 y 1999 puso en evidencia las propiedades estabilizadoras de la banda cambiaria. Desde los últimos meses de 1997, después de la crisis asiática, la tasa de cambio se estaba depreciando y tocaba el límite superior de la banda, obligando al Banco a vender grandes cantidades de divisas. La preocupación era la de ocurrir una sobrerreacción de la tasa de cambio nominal que afectara la inflación y desestabilizara la economía. En ausencia de las bandas cambiarias se sugiere que el efecto pudo ser mayor,

no solo por los desbalances externos y fiscales, sino además por la incertidumbre política alrededor de las elecciones presidenciales de 1998. Por último se decidió subir el límite superior de la banda hacia finales de 1998, gracias a un programa de ajuste que se venía gestando y del compromiso de ajuste fiscal del gobierno entrante.

**GRÁFICO 10. TASA DE CAMBIO NOMINAL**



Fuente: Banco de la República.

El esquema de bandas ejerció influencia en el quehacer monetario del Banco de la República. En noviembre de 1996 la Junta Directiva del Banco de la República optó por el uso de un esquema de meta intermedia de agregados monetarios en forma explícita; no obstante, es relevante señalar que desde 1991 un esquema similar operaba de forma implícita.

En este período los estudios del Banco de la República favorecían la elección de la base monetaria y de M3 + bonos como meta intermedia, por su mayor correlación con la inflación (Carrasquilla y Suescún, 1999; Toro, 1993). En 1997 la Junta Directiva se decidió por la base monetaria, debido a ser de más control, por parte del Banco, que otros agregados monetarios.

Ahora bien, aunque durante este período la meta intermedia fue siempre los agregados monetarios, en el segundo lustro de él se sentaron las bases de una política de inflación objetivo con metas intermedias de tasas de interés.

En particular, desde comienzos de 1995 la Junta Directiva del Banco de la República estableció una franja de tasas de interés de intervención con la finalidad de reducir la tasa de interés de intervención, y con ella la de las tasas de interés a plazos mayores. La franja se estableció mediante un sistema de ventanillas de compra y venta automática que ponía límite a las fluctuaciones de la tasa, lo cual pudo favorecer las transacciones en el mercado interbancario y el crecimiento de él.

## 5. CONCLUSIONES

Durante el período comprendido entre 1992 y 1998 ocurrió una importante transición en materia de política monetaria, al marcar el fin de un régimen en el que la tasa de cambio real era muy importante y sentar las bases para implementar un régimen de inflación objetivo en Colombia.

Durante el período en cuestión, y dado el mandato constitucional de mantener el poder adquisitivo de la moneda como meta primaria, el Banco de la República dio pasos esenciales hacia la independización de la política monetaria respecto de la política cambiaria. De esta manera, se ganó maniobrabilidad para el control de la inflación mediante un sistema de meta intermedia.

Si bien en la década de los noventa la política monetaria no se independizó por completo de la política cambiaria, puesto que no se tuvo un sistema de libre flotación del tipo de cambio, se dieron cambios significativos en el régimen cambiario que llevaron a que el Banco de la República tuviera mayor libertad de maniobra en términos del manejo de agregados monetarios con el fin de reducir la inflación. En particular, la implementación de un sistema explícito de bandas cambiarias en enero de 1994 marcó el inicio de un régimen cambiario en el cual el Banco de la República no fijaba la tasa de cambio, ni compraba ni vendía divisas a un precio fijo. Esta flexibilización cambiaria fue clave para ganar mayor autonomía en el manejo de los agregados monetarios y del crédito, que venían creciendo a tasas muy elevadas.

Se pueden identificar dos subperíodos en la década: el primero, entre 1992 y 1994, fue de bandas cambiarias implícitas establecidas por los certificados de cambio; el segundo, entre 1994 y 1998, fue de mayor flexibilidad cambiaria a través de un sistema de bandas explícito que aumentó la capacidad del Banco de la República para enfocarse en el control de los agregados monetarios.

En el período se gestaron desbalances macroeconómicos tan significativos que desencadenaron en la crisis financiera más fuerte que ha vivido el país; en particular, la mayor toma de riesgos por parte de bancos, empresas y hogares,

junto con la dinámica de los flujos de capital y el aumento progresivo del déficit fiscal, llevaron a que la economía colombiana fuera muy vulnerable a cambios en las condiciones del financiamiento externo. La reversión súbita de los flujos de capitales internacionales ocurrida a finales de 1998 fue el detonante principal de la crisis financiera de 1998-2001.

Durante el período considerado en este capítulo la inflación se redujo de forma considerable, rompió la inercia que mantuvo en alrededor del 30% anual en períodos anteriores, hasta llegar a 15% en 1998. Esta reducción en la tasa de inflación se explica básicamente por tres factores: primero, el proceso de apertura económica y financiera, que llevó a una mayor competencia tras la liberación de las importaciones y la reducción de los aranceles; segundo, la independencia del Banco de la República respecto del Gobierno nacional, junto con el mandato constitucional de reducir la inflación y la prohibición al Banco de financiar el déficit fiscal del Gobierno; y tercero, durante el período se dio una reducción importante en el ritmo de la devaluación nominal del peso, lo que en buena parte se debió al sistema de bandas cambiarias prevaleciente en la década de los noventa.

A la luz del actual sistema de inflación objetivo, que ha llevado a que la inflación se mantenga en niveles de un dígito, podría preguntarse si las decisiones de política monetaria y cambiaria que se tomaron durante los noventa fueron las más acertadas. Es difícil saber qué habría pasado si el manejo monetario por parte del Banco de la República hubiese sido diferente al que realmente fue. No hay un contrafactual que permita evaluar si la reducción de la inflación pudo haber sido más rápida si durante el período considerado el régimen cambiario hubiese sido otro (flotación libre, por ejemplo) y/o si la meta intermedia de política monetaria hubiera sido de tasas de interés a corto plazo en vez de agregados monetarios. Lo cierto es que este período fue de transición, en el cual la política monetaria se fue liberando de la dominancia fiscal y cambiaria que había prevalecido en períodos anteriores, y la tasa de inflación efectivamente se redujo de forma destacada.

## REFERENCIAS

- Alonso, G. A.; Montes, E.; Varela, C. (2003). “Evolución de los flujos de capital y de la deuda externa del sector privado en Colombia, 1990-2003”, en Borradores de Economía, núm. 266, Banco de la República, Bogotá.
- Altunbas, Y.; Gambacorta, L.; Márquez-Ibáñez, D. (2010). “Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?”, *ECB Working Paper*, núm. 1166.

- Amador-Torres, J. S.; Gómez-González, J. E.; Ojeda-Joya, J.; Jaulin-Méndez, O.; Tenjo-Galarza, F. (2016). “Mind the Gap: Computing Finance-Neutral Output Gaps in Latin-American Economies”, en *Economic Systems*. vol. 40, núm. 3, pp. 444-452.
- Caballero, C.; Urrutia, M. (2006). “Las crisis financieras del siglo XX”, en C. Caballero y M. Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, pp. 61-161, Bogotá: Norma.
- Carrasquilla, A. (1994). “Desarrollo reciente de las políticas monetarias y cambiarias en Colombia”, en Borradores de Economía, núm. 8, Banco de la República, Bogotá.
- Carrasquilla A.; Suescún, R. (1999). “Sobre el objetivo intermedio de la política monetaria en Colombia”, en C. Carrasquilla, *Estabilidad y gradualismo*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Gamarra, A. H.; Buitrago, J. T. (2001). “La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa”, en Borradores de Economía, núm. 172, Banco de la República, Bogotá.
- García-Suaza, A. F.; Gómez-González, J. E. (2010). “The Competing Risks of Acquiring and Being Acquired: Evidence from Colombia’s Financial Sector”, en *Economic Systems*, vol. 34, núm. 4, pp. 437-449.
- Gómez, J. (2006). “La política monetaria en Colombia”, en Borradores de Economía, núm. 394, pp. 1-33, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez-González, J. E.; Kiefer, N. (2009). “Bank Failure: Evidence from the Colombian crisis”, en *The International Journal of Business and Finance Research*, vol. 3, núm. 2, pp. 15-31.
- Gómez-González, J. E.; Ojeda, J.; Franco, J. P.; Torres, J. E. (2015). “Asset Price Bubbles: Existence, Persistence and migration”, en *South African Journal of Economics*, vol. 85, núm. 1, pp. 52-67.
- Gómez-González, J. E.; Ojeda-Joya, J.; Zárate, H. M.; Tenjo-Galarza, F. (2014). “Testing for Causality Between Credit and Real Business Cycles in the Frequency Domain: An Illustration”, en *Applied Economics Letters*, vol. 21, núm. 10, pp. 697-701.
- González, C.; García, A. (2002). “El sistema de ahorro y vivienda y las CAV”, en C. González, *El sector financiero de cara al siglo XXI*, Bogotá: ANIF.
- González C.; García, A. (2002). “La evolución del sistema financiero entre 1985-2001”, en C. González, *El sector financiero de cara al siglo XXI*, t. I, Bogotá: ANIF.
- Gamarra, A. H.; Buitrago, J. T. (2001). “La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa”, en Borradores de Economía, núm. 172, Banco de la República, Bogotá.

- Lozano, L. I.; Aristizábal, C. (2003). “Déficit público y desempeño en los noventa: el caso colombiano”, en Borradores de Economía, núm. 261, Banco de la República, Bogotá.
- Minsky, H. P. (1982). *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, Nueva York: M. E. Sharpe.
- Ocampo, J. (2014). “La liberalización y el gran ciclo del auge y colapso financiero, 1990-2003”, en J. A. Ocampo, *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951-2014*, pp. 103-147, Bogotá: Asobancaria.
- Steiner, R.; Escobar, A. (1995). “Acumulación de reservas internacionales: sus causas y efectos en el caso de Colombia”, en *Serie Financiera del Desarrollo*, núm. 18, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), Santiago de Chile.
- Tenjo, F.; López, E.; Zárate, J. P. (2002). “Burbuja y estancamiento del crédito en Colombia”, en Borradores de Economía, núm. 215, Banco de la República, Bogotá.
- Toro, J. (1993). “Metas monetarias como instrumento de estabilización macroeconómica”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 24, Banco de la República, Bogotá.
- Uribe, J.; Vargas, H. (2002). “Financial Reform, Crisis and Consolidation in Colombia”, en Borradores de Economía, núm. 204, Banco de la República, Bogotá.
- Urrutia, M.; Fernández, C. (2004). “La opinión pública y la política cambiaria: el caso colombiano”, en *Coyuntura Económica*, vol. XXX, núm. 3, pp. 173-202.
- Urrutia, M. (2002). “Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década”, en Borradores de Economía, núm. 207, Banco de la República, Bogotá.
- Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes-Facultad de Economía.
- Villar, L.; Rincón, H. (2003). “Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los 90”, en *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 39, Banco de la República, Bogotá.
- Zárate, J. P.; Cobo, A.; Gómez-González, J. E. (2012). “Lecciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetarias y financieras en Colombia”, en *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 30, núm. 69, pp. 259-293.