

MIGUEL URRUTIA COMO BANQUERO CENTRAL

Salomón Kalmanovitz*

Quiero agradecer la invitación de Adolfo Meisel y María Teresa Ramírez a participar en este coloquio sobre la historia reciente de Banco de la República y de sus gerentes. Agradezco también las oportunas observaciones de Enrique López Enciso, que ayudaron a mejorar el ensayo, y las de Juan José Echavarría.

* Profesor emérito, Universidad Jorge Tadeo Lozano.



Miguel Urrutia

INTRODUCCIÓN

No es fácil para un colega y amigo hacer un balance adecuado del desempeño de Miguel Urrutia como banquero central, en una fase de cambio institucional y económico que dio instrumentos nuevos y la independencia necesaria para que el Banco de la República pudiera enfrentar grandes desafíos. El haber sido testigo de primera línea de su labor, frecuentemente apoyada por el autor, puede sesgar el análisis, por lo cual queda avisado el lector de escrudiñar las líneas que siguen con una buena dosis de escepticismo.

El ensayo está dividido en una primera sección biográfica que lista sus estudios, inclinaciones e influencias, además de su paso por varios cargos públicos que revelan la tardía formación de una tecnocracia dentro del Estado colombiano. He listado sus obras que me parecen más importantes o que dieron lugar a deliberaciones argumentadas, en un medio que favorece poco el debate público. Más adelante, hago un recuento de su paso por el Banco de la República, al que introdujo cambios organizativos importantes en materia de análisis, estudios económicos e historia económica, en la democratización de la Biblioteca Luis Ángel Arango y sus preocupaciones por mejorar las funciones culturales del banco central colombiano. Luego enumero los cimientos del banco independiente, que fueron la banda cambiaria y el régimen de inflación objetivo, en medio del inicio de la enfermedad holandesa propiciada por las exportaciones de petróleo y carbón. Dedico una breve sección a la crisis inmobiliaria de 1997, que concentró buena parte de los esfuerzos del Banco al intentar resolverla contra la intervención de los magistrados de la Corte Constitucional en la regulación financiera. La crisis de 1998 y su superación, cuatro años después, ocupa el penúltimo acápite, en el que se presentan los resultados de las políticas del banco central en materia

de inflación y cómo su reducción permitió hacer más previsible el futuro y con ello profundizar el mercado de capital y de crédito. Al mismo tiempo, se redujo la dependencia del gobierno y de empresas privadas del financiamiento externo, pues se contó con la alternativa de un mercado de capital doméstico. Las tasas de interés activas y pasivas disminuyeron al poder calcular el ingrediente de la inflación en su composición y al aumentar la oferta de fondos prestables. Por último, y este fue uno de los grandes logros del nuevo Banco de la República, se pudo propiciar aumentos reales del salario mínimo, con lo cual se aminoró la conflictividad social.

I. ESTUDIOS E INFLUENCIAS

Miguel Urrutia estudió en un colegio de los hermanos benedictinos, en los Estados Unidos. Esta orden monacal se destaca por su actitud abierta frente a las artes, las ciencias y el deporte. La autonomía académica que concede a sus colegios combina disciplina con el cultivo de la curiosidad, desarrolla en sus estudiantes valores espirituales, intelectuales y estéticos, y admite jóvenes de diverso origen étnico, credos y extracción social, como reza en su prospecto. Sus egresados logran acceder a las universidades de élite de los Estados Unidos y entre ellos Miguel Urrutia fue aceptado por la Universidad de Harvard para hacer su pregrado en Artes Liberales, en 1956.

En Harvard, Urrutia pudo explorar los campos de la Antropología, la Historia, la Filosofía, la economía y la literatura. Este sistema liberal norteamericano también introdujo al estudiante a las ciencias, con un curso de biología de dos semestres que le pareció fundamental para entender cómo opera la ciencia y en particular la teoría de la evolución como lógica fundamental del análisis científico. Pero el sistema también permite que los estudiantes se especialicen en algunos temas, si despiertan su curiosidad. Urrutia decidió estudiar Derecho Internacional y Filosofía del Derecho con el profesor Stanley Hoffman, y tomó cursos sobre la historia del Japón que le desarrollaron el deseo de conocer más la cultura de ese país. Alcanzó a leer a Keynes en un seminario, lo que lo interesó en teoría macroeconómica, pero nunca tomó un curso de política monetaria. Simón Kuznetz le abrió el apetito para estudiar el desarrollo económico, según cuenta en su corta autobiografía:

La otra decisión que me marcó bastante es que en un curso de Desarrollo Económico que daba John Kenneth Galbraith, conjuntamente con el profesor David Bell, resolví ahondar sobre el tema de reforma agraria y desarrollo económico. El profesor Bell me dio unos manuscritos mimeografiados

sobre el desarrollo agrícola en Japón, que mostraban cómo el sistema de impuestos a la tierra en Japón había sido fundamental en el comienzo de la aceleración del desarrollo económico de ese país en el siglo XIX. A raíz de esto y con otras lecturas que había hecho sobre la reforma agraria en México y sobre el desarrollo económico en la Unión Soviética, resolví hacer mi tesis de grado sobre Desarrollo Agrícola y Desarrollo Económico en la Unión Soviética, México y Japón. (Delgado, 2006, p. 254).

Después de completar su pregrado, Urrutia escogió la Universidad de California, en Berkeley, para hacer su doctorado, caracterizada en ese momento por un intenso activismo político y formas de vida y música alternativas. Allí fue influido por David Landes, quien había trabajado los temas del imperialismo en Egipto, el papel desempeñado por los relojes en la historia industrial y, sobre todo, el rol del cambio técnico en la historia económica con su destacado libro *Prometeo desencadenado* (*Unbound Prometheus*, Cambridge, 1969). Al terminar su ciclo de cursos decidió que escribiría su tesis doctoral sobre temas laborales, influido por Lloyd Ulman, quien fuera uno de los pioneros en el estudio de las relaciones entre patronos y sindicatos en los Estados Unidos, y de las instituciones que rodeaban la negociación colectiva. Se había concentrado tanto en sus estudios que en solo dos años finalizó los cursos; tenía claro lo que quería hacer con la tesis doctoral y pudo regresar al país. Como estaba recién casado, no tuvo ocasión de disfrutar del amor libre y las drogas que campeaban a su alrededor, pero sí mantuvo una actitud tolerante frente a la diversidad de las personas. Terminó de escribir su tesis en el Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE) de la Universidad de los Andes. En 1969 logró obtener el doctorado y su tesis ya contaba con una versión en español, que publicó Italgraf como *Historia del sindicalismo colombiano*; en ese mismo año salió la original, en inglés, editada por Yale University Press. El libro se acaba de reeditar, ampliado para alcanzar hasta 2013, cubre un tema que solo había recibido atención hasta ese momento por parte de militantes de izquierda en Colombia, y ha sido reconocido como una contribución fundamental incluso por algunas personas de esa inclinación.

II. LAS EXPERIENCIAS EN EL SECTOR PÚBLICO COLOMBIANO

Finalizados sus estudios en Harvard, Urrutia volvió al país y se vinculó al CEDE de la Universidad de los Andes y a la Corporación Autónoma Regional (CAR). Cuando todavía no había terminado su tesis, en 1968, Urrutia fue llamado por Abdón Espinosa, ministro de Hacienda de Carlos Lleras Restrepo, para que ocupara el cargo de secretario general de este ministerio, donde aprendió

de impuestos y administración pública. Le correspondió coordinar la Misión Musgrave (que llegó al país para hacer recomendaciones de política tributaria), en la que participaron destacados economistas de varios países y estudiantes de doctorado. Urrutia tradujo y editó los trabajos técnicos de la Misión (Musgrave y Gillis, 1974), los cuales se han constituido en un modelo y base para los estudios fiscales en Colombia, quedándole clara la necesidad de contar con un estatuto tributario que combinara eficiencia, suficiencia y equidad, algo que nunca se logró en la práctica.

En 1969 Urrutia alcanzó a ser asesor de la Junta Monetaria y en 1970 gerente técnico del Banco de la República. En la Junta Monetaria debía preparar informes bajo la gran presión, que surgía de los ministros del gasto por cupos de emisión y que fue propiciando una situación de inflación crónica. En el Banco de la República inició los simposios sobre mercado de capitales, que dieron impulso a las investigaciones para liberar un sistema financiero reprimido y concentrado. Esta experiencia fue útil al ejercer como gerente general del nuevo Banco de la República, en 1992, pues estaba empapado de la economía política que rodeaba sus antiguas funciones.

La misión Musgrave hizo visible la carencia de estudios sobre la distribución del ingreso, algo que se tornaría en uno de los temas más trabajados por Urrutia en los años setenta, junto con Clara Elsa Villalba y Albert Berry. Con este último publicó *La distribución del ingreso en Colombia* (La Carreta, 1972), obra en la que unió sus estudios sobre los trabajadores, el artesanado y el sector informal, y los de Berry sobre la distribución del ingreso rural. El libro contaba con una carátula cruzada por un billete de un peso (el peso había sufrido una devaluación tan marcada que era más económico adherirlo que mandar a imprimir la carátula a varias tintas). En 1970 Urrutia cuestionó el plan de desarrollo elaborado por Lauchlin Currie, “Las Cuatro Estrategias”, porque no creía en las bondades de privilegiar un sector no transable, como la construcción, para impulsar la economía, frente a la insuficiencia de exportaciones, que había sido una traba protuberante para el desarrollo del país y podía agravarse con esta orientación.

El tema de la distribución continuó adquiriendo importancia en sus trabajos y cargos posteriores. Para él:

[...] El Plan de Desarrollo Para Cerrar la Brecha, cuando fui director de Planeación Nacional en el Gobierno del Presidente Alfonso López Michelsen, como bien lo dice el título, era un programa para mejorar la distribución del ingreso, reducir la pobreza y el desempleo. Las políticas propuestas concordaban con las recomendaciones que se derivaban de los estudios académicos antes mencionados. (Delgado, 2006, p. 258).

En el campo se desarrolló el Programa “Desarrollo Rural Integrado” (DRI) que buscó proveer al campesino asesoría técnica, financiamiento de insumos y organización de sus cooperativas y mercados. Dos años antes, en Chicoral, las élites colombianas habían enterrado el proyecto de reforma agraria que se había avanzado desde 1960 y en especial durante la administración Lleras Restrepo. Durante el gobierno de López, Urrutia ocupó la cartera de Minas, cuando el país comenzó a abrirse a la inversión extranjera y a la exploración petrolera en su desconocida geografía.

En *La distribución del ingreso en Colombia*, Urrutia y Berry identificaban la mejora en la cobertura de educación como la política más efectiva contra la distribución desigual de la riqueza, y el plan “Para Cerrar la Brecha” proponía ampliar la primaria, cosa que se logró parcialmente en los cuatro años del mandato de López Michelsen. El libro también identificaba el apoyo al campesino con poca tierra como la estrategia más efectiva para disminuir la pobreza rural, y afirmaba que la distribución de la riqueza en Colombia había mejorado, algo que fue descreído por la opinión académica. Más adelante, Juan Luis Londoño encontró una mejora similar de la distribución en los años sesenta, después de haberse dado una fuerte concentración en las décadas anteriores, explicada en parte por el Frente Nacional, que democratizó relativamente al país, legalizó al Partido Comunista y permitió la negociación colectiva entre sindicatos y patronos, reprimida con dureza desde 1946 hasta 1957.

En 1978 regresó Urrutia a Bogotá como director de Fedesarrollo e hizo un estudio sobre el transporte en Bogotá, para el que recurrió a un experimento económico: se adquirió un bus que recorrió varias rutas a fin de entender la estructura del negocio y sus balances. De allí surgió la publicación *Buses y busetas*, en la que se sostiene de manera contraevidente que se trata de una organización eficiente del transporte porque la abundancia de rutas permite a los usuarios no tener que hacer conexiones y les evita pagar pasajes múltiples. En esta institución Urrutia había retomado el tema de la historia económica colombiana, que había perseguido con la edición, junto con Mario Arrubla, del libro *Estadísticas históricas de Colombia* (Bogotá, Universidad Nacional, 1970), el cual contiene información estadística censal, de precios y salarios, y comercio exterior, constituyéndose en una de las publicaciones pioneras sobre esos temas en el país. En 1978 Fedesarrollo organiza el primer Seminario sobre historia económica cuantitativa, con la participación de Carlos Díaz-Alejandro, Germán Colmenares, Jorge Orlando Melo, Malcom Deas, José Antonio Ocampo y Urrutia; dos años más tarde publica *Ensayos sobre historia económica de Colombia*, que anuncia la conformación de una masa crítica de investigadores en esta importante especialización de la historia pero que solo despega en la década siguiente.

En los años ochenta Urrutia continuó profundizando en temas que afectaban la distribución del ingreso. En 1981 publica *Gremios, política económica y democracia*, donde ponderaba el efecto de las corporaciones de empresarios en las decisiones de políticas públicas, y en 1984 *Los de arriba y los de abajo*, en el cual estudiaba el tema de la informalidad y el de la contraparte, los dueños de la economía formal.

En 1982 Urrutia fue nombrado vicerrector de la Universidad de las Naciones Unidas en Japón, donde pudo continuar el estudio de economía e instituciones y apreciar esta cultura oriental, en particular sus escuelas de pintura. En torno a la historia económica de ambos países, estudió el proceso de reforma iniciado por la dinastía Meiji en 1868, forzada a construir una economía y un Estado fuertes frente al asedio imperial de Occidente, e hizo una comparación, por medio de un video, entre el proceso de industrialización de Japón y el más modesto de Colombia, en *55 años de industrialización Japón-Colombia*¹. En torno al arte japonés, refiere:

Uno de los temas que siempre me interesó fue el del grabado japonés, una forma popular de arte de los siglos XVIII y XIX, que se ha denominado el Ukiyo-e. Compré mi primer grabado en San Francisco, siendo un estudiante pobre en los años sesenta... En septiembre de 2001 resolví curar una exposición de Ukiyo-e en las salas de arte del Banco de la República. La exposición se hizo con obras de colecciones privadas de Bogotá. (Delgado, 2006, p. 265).

En 1985 fue nombrado gerente del Departamento Económico y Social del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en Washington. Ese cargo le dio la posibilidad de estudiar el desarrollo en varios países de América Latina y hacer comparaciones con Colombia. En esa época escribió “Ausencia de populismo en Colombia”, probablemente uno de sus artículos más citados, en el cual plan-

¹ Otras contribuciones en su paso por Japón son: (1984). “Development Strategies in Latin America”, en M. Nagai y M. Urrutia, *Development in the Non-Western World*, Tokyo: University of Tokyo Press; (1985). *Meiji Ishin: Restoration and Revolution*, editor con Nagai Michio, Tokyo: United Nations University; (1988). *Financial Liberalization and the Internal Structure of Capital Markets in Asia and Latin America*, editor, Tokyo: United Nations University; (1988). *Developing Planning in Mixed Economies*, con S. Yukawa, Tokyo: United Nations University; (1988). *Economic Development Policies in Resource-Rich Countries*, con S. Yukawa, Tokyo: United Nations University; (1989). “Asia and Latin America: Main Issues”, en S. Naya, M. Urrutia, S. Mark y A. Fuentes, *Lessons in Development: A Comparative Study of Asia and Latin America*, San Francisco: International Center for Economic Growth; (1989). “The Politics of Fiscal Policy in Colombia”, en M. Urrutia, S. Ichimura y S. Yukawa, *The Political Economy of Fiscal Policy*, Tokyo: United Nations University; (1989). “Economic Growth, Fiscal Policy and Democracy”, con M. Urrutia, S. Ichimura y S. Yukawa, en *The Political Economy of Fiscal Policy*, Tokyo: United Nations University.

teaba que la salvaguarda de los equilibrios macroeconómicos que había hecho posible el recurso a las tecnocracias por los gobiernos del Frente Nacional justificaba la poca oportunidad que tuvo el populismo en la historia del país. Esta tesis fue controvertida por varios autores, quienes advirtieron que Colombia no había escapado a inflaciones altas y déficits fiscales apreciables, mientras que el sistema político se había basado en el clientelismo para obtener legitimidad. Claro que, según Urrutia, Colombia no había entrado en una crisis de la envergadura que produjo el populismo en los países del Cono Sur, con hiperinflaciones y colapsos cambiarios. En el libro que coeditara con James Robinson, *La economía colombiana en el siglo XX: un enfoque cuantitativo*, argumentó este último que el desarrollo económico de Colombia había sido trabado por las instituciones políticas clientelistas y la escasa autonomía del Estado frente a las élites. El tema ha revivido recientemente en torno al proceso de paz para dar fin al largo conflicto armado en Colombia; según Daniel Pécaut, “lo que más asusta en Colombia no son las FARC, sino el populismo”, en el sentido de que el conflicto ha servido para evitar hacer reformas en el campo y llevar a cabo políticas que reduzcan la desigualdad en la distribución del ingreso, aun sin cuestionar el principio de la propiedad privada.

En 1990 publicó *Cuarenta años de desarrollo: su impacto social*, en el que al dar cuenta del rápido desarrollo del país, observaba que la economía colombiana funcionaba bastante bien al evitar la ruptura de sus equilibrios macroeconómicos, y que las reformas de mercado ensayadas hacían prever que en los noventa se iba a acelerar su crecimiento. Aunque las reformas económicas se profundizaron después de la Constitución de 1991, los problemas acechaban: se encontró petróleo en los yacimientos de Cusiana y Cupiagua que afectaron la tasa de cambio y propiciaron el estancamiento de las actividades económicas transables, el narcotráfico afectaba de modo negativo las expectativas de la gente y elevaba la criminalidad, la insurgencia se fortalecía y las políticas macroeconómicas no fueron siempre las mejores.

Durante varios años, Urrutia fue columnista de *El Tiempo*, donde cumplió el papel de intelectual público con un estilo directo y sintético. En los años noventa surgió la idea de vincularlo al Departamento de Economía de la Universidad Nacional y él aceptó gustoso, pero comenzaron a surgir problemas con su contrato, debido a que no había estudiado en una universidad colombiana, su diploma doctoral no estaba autenticado, ni se había vinculado a la Sociedad Colombiana de Economistas, que eran los requisitos legales para poder ejercer la profesión. Él argumentó en su columna de prensa que el gobernador de California en la época de su grado era Ronald Reagan y que su firma en el diploma era reconocible. El rector de ese entonces, Antanas Mockus, tuvo que vencer muchos obstáculos, hasta que logró contratar a Urrutia, quien dictó un curso de Desarrollo Económico. Lo

primero que hizo Urrutia fue llevarse a los mejores estudiantes del programa de Economía de la Nacional al Banco de la República, que les concedió becas para hacer estudios de doctorado en el exterior, lo cual era uno de los sentidos que tenía el contar con profesores que facilitaran el perfeccionamiento de estudiantes muy talentosos en las universidades públicas.

En 1991 la Constitución le dio independencia al Banco de la República y el Gobierno nombró a Urrutia en su nueva Junta, la que lo distinguió como gerente general en 1992. Allí comenzó a estudiar política monetaria y a concentrar a los economistas del Emisor en cómo hacer para reducir la inflación; profundizó en las virtudes de la independencia del banco central y encaró el manejo de la bonanza petrolera de los años noventa, que socavaba el resto de exportaciones. Le correspondió, sobre todo, combatir la inflación inercial que tenía como fundamentos la emisión excesiva, reforzada por la indización de los precios básicos de la economía: tasa de cambio, tasa de interés y salarios.

Urrutia terminó sus tres períodos como gerente del Emisor en diciembre de 2004, pero ahí no acabó su labor investigativa y académica. En 2005 pasó a ser profesor de la Universidad de los Andes; allí se concentró de nuevo en los temas de historia económica, en el análisis de la crisis en el período 1998-2002, y en la actualización de sus trabajos previos ².

III. URRUTIA EN EL BANCO DE LA REPÚBLICA

La economía colombiana durante la década de 1980 estaba fuertemente intervenida por las autoridades: la tasa de interés no reflejaba la oferta y demanda de fondos prestables ni la postura de la política monetaria, sino que había muchas tasas, de acuerdo con las preferencias que recibían algunos sectores considerados prioritarios; los flujos financieros formales estaban muy regulados, mas no el llamado mercado extrabancario, que era bastante grande y difícil de medir; la política monetaria tenía como meta mantener la inflación entre 22 y 28% anual y cada vez que sobrepasaba el límite superior se hacía un ajuste de los encajes que disparaba las tasas de interés. En palabras de Urrutia, la Junta emitía a favor de

² Sus publicaciones más notorias durante esta fase fueron: “Precios y salarios urbanos en el siglo XIX”, *Documentos CEDE*, núm. 25 (2008); “Los eslabonamientos y la historia económica de Colombia”, *Desarrollo y Sociedad* (2009); *50 años de Planeación Nacional*, Bogotá: DNP (2009); *La viabilidad de una política de salarios en Colombia*, Bogotá: Universidad de los Andes. Con Rodríguez, D.; Rodríguez, C.; Sánchez, J. (2010); *Reforma de derechos sindicales y desarrollo*, Bogotá: Universidad de los Andes, colección CEDE (2010); “La enfermedad que no fue”, *BP Colombia: 20 años de alianza en Cusiana y Cupiagua*. Con J. Llano (2012); *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá, Uniandes (2012).

los sectores que contaban con influencia política y solo se preocupaba de que no hubiera hiperinflación (“Editorial”, *Revista del Banco de la República*, mayo de 2002); el régimen cambiario era de tipo deslizante, con demasiada intervención por parte del banco central, el cual mantenía el monopolio del mercado de divisas y las asignaba a veces como favor político; había unos aranceles elevados que protegían a los sectores productivos y los aislaban de las señales del mercado internacional, lo que reducía su exposición al cambio tecnológico y afectaba su productividad.

Tanto la administración Barco como la de César Gaviria encontraron justificación para proceder a liberar a la economía de tantas trabas que dificultaban su desarrollo bajo condiciones regulatorias, cambiarias y monetarias estables. Los aranceles fueron reducidos bruscamente en medio de una bonanza petrolera para que aumentaran las importaciones, pues se estaba creando un superávit comercial enorme que al monetizarse aumentaba la inflación y con ella se revaluaba la tasa de cambio real.

El banco central independiente tenía como mandato constitucional la estabilidad de precios y para ello había que equilibrar los precios fundamentales de la economía. Urrutia fue el encargado de liderar la transformación de la estructura del Banco de la República para que pudiera adelantar su nueva misión. El Banco había sido una institución cercana al gremio cafetero, a la que se le había superpuesto una Junta Monetaria con el propósito de adelantar la política cambiaria, monetaria y de crédito. A la institución le faltaba un mayor desarrollo de sus instrumentos técnicos y era evidente su sesgo inflacionario.

La Junta Monetaria instaurada en 1963 estaba constituida por el ministro de Hacienda, quien la presidía, los ministros de Desarrollo y Agricultura, el jefe del Departamento Nacional de Planeación, el gerente del Banco de la República y el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incomex). El componente técnico de ella se reducía a dos asesores permanentes, por lo general con estudios de posgrado.

La emisión primaria que hacía el Banco adquiriendo divisas internacionales la intentaba contrarrestar con el aumento al encaje de los bancos, lo que restringía el crédito, a veces de manera radical, como cuando imponía encajes marginales del 100%. Era, pues, un sistema de regulación monetaria bastante brusco, lo cual se expresaba en la gran volatilidad de las tasas de interés y en cambios súbitos de los agregados monetarios que afectaban el crecimiento económico.

A Urrutia le correspondió fortalecer el Departamento de Investigaciones, que comenzó a producir un *Informe de Inflación* detallado el cual servía de base a las decisiones de política monetaria que tomara la Junta. Una medida rigurosa implantada por él fue la de no permitir decisión alguna sin un estudio escrito previo, a pesar de las urgencias con las que llegaba frecuentemente el ministro de

Hacienda a la Junta. Con esto buscaba enfriar las decisiones hasta que se tomaran las mejores. Los cambios en los doce años en que Urrutia dirigió la institución fueron sustanciales: se pasó del control de la oferta monetaria, bajo una orientación de Milton Friedman, al régimen de inflación objetivo, propuesto por John Taylor y Ben Bernanke; de la devaluación gradual, a la banda cambiaria, que derrotó las expectativas de devaluación permanente creada por la tasa de cambio deslizando; más adelante, estabilizada la economía después de la crisis de 1998, se hizo el tránsito a la libre flotación de la tasa de cambio; por último, se comenzó a hacer un examen continuo de la exposición al riesgo y la evolución de la cartera del sistema financiero, mediante los *Reportes de Estabilidad Financiera*.

En términos de la administración del Emisor, se eliminaron los privilegios laborales, se acató la legislación nacional en salud y pensiones para todos los funcionarios del Banco, se redujo gradualmente la planta de personal y se aumentó la productividad de los trabajadores. Los sueldos de los técnicos y los codirectores estaban por debajo de los de sus similares en el sector privado, lo que había reducido la atracción por los altos cargos del Emisor, pero eran lo suficientemente altos como para vincular a personas con inclinación académica y que compartían un espíritu altruista en la toma de decisiones sobre políticas públicas. Las sucursales abandonaron su papel de repartidores de liquidez y se tornaron en centros de cultura, dotados de bibliotecas y museos. El Museo del Oro fue ampliado hasta alcanzar un alto nivel de calidad, sin parangón en otros países latinoamericanos con relación a la conservación del legado de las culturas indígenas, no solo en orfebrería, sino también en cerámica. El Banco magnificó su papel como patrón de las artes con la construcción de varias edificaciones en Bogotá, incluidas la casa Botero y el Museo de Arte Moderno, y se ampliaron sus colecciones de arte colombiano y latinoamericano, inversiones que han probado además ser bastante rentables; la Biblioteca Luis Ángel Arango, liderada por Jorge Orlando Melo, dio un salto cualitativo al democratizar su acceso con estanterías abiertas y sirvió de modelo para un plan nacional de bibliotecas, en la medida que ciudades como Bogotá y Medellín construían sus propios espacios y los colegios de todo el país se unían en red para acceder a los fondos de todas las bibliotecas.

Un capítulo aparte merece la política de fomentar la investigación aplicada, no solo a los problemas monetarios y de políticas antiinflacionarias que desarrollaron los técnicos del banco central, sino también a la historia económica del país. Con una frase lacónica Urrutia nos dijo un día que en una visita al Banco de España había quedado impresionado por el fomento que había recibido la historia económica de ese país y que en Colombia se debía hacer lo mismo, pero con mayor urgencia. De esta manera, se invitaron investigadores de las universidades a participar en esta magna empresa y se permitió que muchos de los investigadores del Banco dedicaran parte de sus esfuerzos a

entender el crecimiento económico de largo plazo, a estudiar el desarrollo de la agricultura, a ponderar el impacto de la infraestructura del transporte en el desarrollo económico, a investigar la historia fiscal tanto del siglo XIX como del siglo XX; a estudiar la demografía, el comercio exterior y la historia monetaria y bancaria del país. Urrutia mismo es coautor de *El crecimiento de Colombia en el siglo XX* (Fondo de Cultura Económica, 2002), junto con Carlos Esteban Posada y Adriana Pontón. James Robinson, de la Universidad de Harvard, fue instrumental en el inicio de una serie de libros que eran colecciones de ensayos sobre historia económica. El primero, *Economía colombiana del siglo XX: un enfoque cuantitativo* (Fondo de Cultura Económica, 2007), como ya se mencionó, fue coeditado por Robinson y Urrutia y cubrió los temas más importantes de la economía colombiana: agricultura, moneda y banca, comercio internacional, historia fiscal, historia del transporte y la educación; faltó la industria, quizás porque venía perdiendo participación en el producto nacional, revelando un sesgo de todas maneras; le siguió *Economía colombiana del siglo XIX*, bajo la edición de Adolfo Meisel y María Teresa Ramírez, en 2010; la serie continúa con *La economía colonial de la Nueva Granada* en 2015 y se prepara *La economía precolombina*. En ciertos momentos, la Junta Directiva del Banco de la República, que contaba con siete miembros (cinco codirectores, el gerente y el ministro de Hacienda), llegó a tener una mayoría de economistas que habíamos dedicado esfuerzos a elaborar la historia económica de Colombia, lo que resultó en su apoyo entusiasta a la iniciativa de Urrutia de avanzar en el desarrollo de este campo de las ciencias sociales.

Urrutia también logró descentralizar la investigación del Banco de la República, al crear el Centro de Estudios Económicos y Regionales (CEER) en la sede de Cartagena, bajo la dirección de Adolfo Meisel. Sin mayores recursos, el CEER ha sido prolífico y ha tenido un profundo impacto en la percepción de los problemas económicos, tanto de la región Caribe como de las demás regiones del país, basada en la conciencia histórica de su surgimiento; contribuyendo con ello a elevar el nivel del debate político en multitud de temas que incumben a poblaciones muy dispares (Otero, 2013). En la sucursal de Medellín se ha conformado un grupo de estudios laborales, y así, en cada región, se generan estadísticas que ayudan a la toma de mejores decisiones de los sectores público y privado.

Las otras publicaciones del banco central se volvieron más pertinentes para el análisis de la coyuntura, como fue el caso de la *Revista del Banco de la República*, y para los estudios más analíticos y teóricos se mejoraron los *Ensayos sobre Política Económica*. Entre los editoriales de la revista del Banco que Urrutia escribió y que destaca en su autobiografía, están: “Historia del Banco de la República y la inflación” (agosto, 1995); “Políticas para evitar burbujas especulativas en finca raíz” (enero, 2000); “Proceso de toma de decisiones para

las políticas monetaria y cambiaria” (octubre, 2001); “La coordinación de la política económica” (diciembre, 2002); “Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década” (mayo, 2002). Buena parte de los editoriales eran resultado de las investigaciones de los técnicos del Banco, así que se trataba de difusión de conocimiento antes que de opiniones del gerente.

IV. LOS CIMIENTOS DEL BANCO INDEPENDIENTE

La Asamblea Constituyente de 1991 deliberó sobre la necesidad de que Colombia contara con un banco central independiente del ejecutivo y de la política en general, para poder concentrarse en la tarea fundamental de estabilizar el nivel de precios y que este se redujera a niveles internacionales. Francisco Ortega, el último gerente del Banco previo a su reforma, fue importante al plantear las bases de la independencia del Emisor, tras el estudio de los bancos centrales en varios países del mundo avanzado y de América Latina. Esta independencia era crucial frente al ejecutivo, siempre tentado a utilizar la emisión para financiar al sector privado sin tener que luchar para obtener los impuestos que debía decidir el legislativo con su consecuente costo político. El esquema escogido fue de independencia limitada en un país de larga tradición centralista, algo que a Urrutia le parecía políticamente realista.

La Junta Directiva del Emisor estaría presidida por el ministro de Hacienda³ y los cinco codirectores eran nombrados por el presidente, pero no podían ser removidos de sus cargos sino vencidos sus períodos, ni podían cambiarse más de dos por cada mandatario. Se estableció la condición de que los codirectores tuvieran bagaje académico y se hubieran distinguido mediante sus publicaciones. La Junta elegía al gerente del Banco, quien contaba con un poder considerable, más aún cuando el primer gerente elegido fue Miguel Urrutia, quien disfrutaba de amplia autoridad intelectual y carisma.

La Junta estaba impedida para prestarle dinero de manera directa al Gobierno, pero podía hacerlo por medio de una decisión unánime, dejando así la puerta abierta para que actuara de manera decidida en momentos de crisis profundas. De todas maneras, el banco central podía y debía adquirir bonos del Gobierno para tomar medidas de expansión o contracción de la oferta monetaria y aceptaba del sistema bancario títulos de tesoro como colateral de los préstamos que concedía en el mercado interbancario, al igual que sucede en la mayor parte de

³ Esto era inadmisibles en los bancos centrales de los países desarrollados, en especial en la Reserva Federal y el Bundesbank, pero no lo era en el caso del Banco de Inglaterra.

los países europeos, Japón, Estados Unidos y Canadá, lo cual aumenta considerablemente la capacidad de endeudamiento de sus estados.

Esto solo podía ser cierto en la medida en que se redujera la inflación y los bonos emitidos por el Gobierno en pesos no tuvieran involucrado el riesgo de no pago, pero la medida sirvió para comenzar a profundizar el mercado de capital en el país, cuya tasa de menor riesgo es la que paga el Gobierno por sus bonos. De allí en adelante, los bonos de otras entidades públicas y del sector privado reciben sus valorizaciones de acuerdo con sus balances y la percepción de riesgo a la que son valorados. Se pone de relieve así que la inflación alta y la falta de independencia del banco central habían impedido la conformación de un mercado profundo de capitales, que se consolida en el país solo después de 2002.

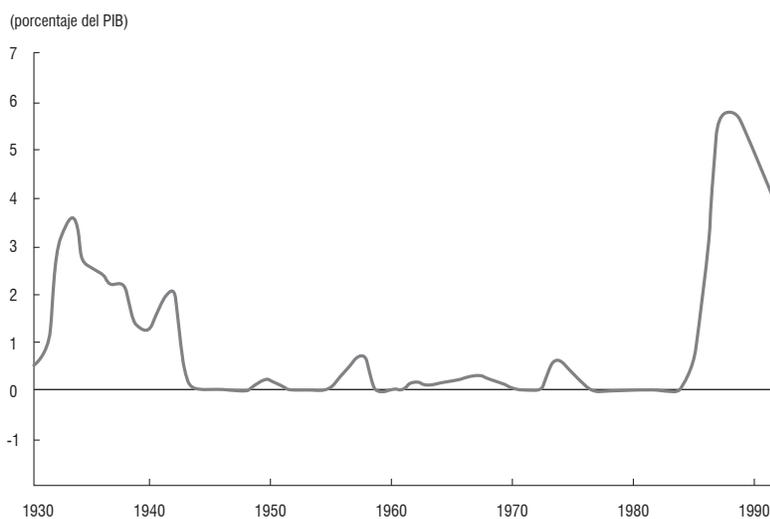
El recurso de la emisión primaria para financiar al Gobierno no había sido muy frecuente, pues había que tener una aprobación expresa del Congreso de la República. En los años treinta, fue decisivo para sacar al país de la crisis, y volvió a hacerse durante la Segunda Guerra Mundial. Luego se volvió a recurrir a él con la crisis cafetera de 1956, en la dictadura de Rojas Pinilla, y al principio de los años setenta fue utilizado por Misael Pastrana. Se abusaba a menudo de las utilidades infladas por la devaluación de la llamada cuenta especial de cambios y eso entregaba al Gobierno una emisión primaria considerable, que fue uno de los causales de la inflación mayor del 20% anual que se mantuvo durante más de dos décadas, como lo expresó Urrutia en su editorial de agosto de 1995. Con la crisis de la deuda latinoamericana se abusó del financiamiento directo al Gobierno por el Banco de la República (Gráfico 1), hasta alcanzar casi 6% del PIB en 1985, lo cual fue determinante para recaer en una inflación creciente de allí en adelante⁴. A partir de 1991 el Banco de la República no volvió a prestarle al Gobierno y se abolió la cuenta especial de cambios, eliminando así dos de las fuentes de la inflación que había padecido el país en varias fases de su historia.

Las primeras labores de la Junta y del gerente fueron las de sentar las bases del banco independiente, que debía contar con capacidad de investigación y análisis respecto de la inflación y las variables monetarias y macroeconómicas, para tomar mejores decisiones de política. Con tal fin, se estableció la Gerencia Técnica y la Subgerencia de Investigaciones Económicas, lo cual amplió considerablemente el número de técnicos doctorados o con amplia experiencia en los campos de la macroeconomía y la política monetaria y cambiaria. Asimismo, era imprescindible tener personal calificado con inclinación financiera para intervenir los mercados monetario, cambiario y de renta fija, al igual que negociar los bonos públicos que

⁴ Casualmente, en 1986 se eliminó la tributación sobre los dividendos; se adujo que había doble pago de impuestos, lo cual es corriente en todos los países del mundo que cuentan con sistemas impositivos progresivos.

debían respaldar los préstamos que otorgaba el Emisor en el mercado interbancario. El mercado de bonos se fue ampliando en la medida en que se reducía la inflación, o por lo menos se hacía más previsible. Además, el Banco de la República comenzó a preocuparse por la suerte del sistema financiero, después de que muchas instituciones quebraron por el impacto de la crisis ocasionada por la deuda en América Latina en los años ochenta y que en Colombia también se sintió, aunque sin las características desastrosas que tuvo en el resto países latinoamericanos. Hubo, pues, un grupo de economistas especializados en analizar los indicadores del sector financiero para activar alertas tempranas cuando estos se deterioraran.

GRÁFICO 1
PRÉSTAMOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL GOBIERNO



Fuente: Kalmanovitz, Avella, 1998.

La inflación colombiana, como se comentó, era de carácter inercial y tenía que ver también con la indización de los principales precios de la economía: la tasa de cambio deslizando hacía que los precios de las importaciones aumentaran casi todo el tiempo y los exportadores disfrutaban de ingresos nominales crecientes, mientras que la fuente externa de expansión monetaria acicateaba la inflación; la tasa de interés estaba atada a la inflación con la unidad de poder adquisitivo constante (UPAC) introducida en 1972 y en todos los contratos de crédito de 1975 en adelante, cuando se hicieron corrientes los depósitos a término de los bancos; por último, los salarios habían quedado atados a la inflación pasada luego del

paro cívico de 1977, que evidenció cómo los cambios de los precios devastaban los ingresos de los trabajadores y podían provocar reacciones sociales violentas.

Era fundamental, por lo tanto, desligar los precios fundamentales de la economía de la inflación pasada comenzando por introducir alguna flexibilidad en el mercado cambiario mediante una banda que se defendía en sus extremos con intervención del Emisor al comprar o vender divisas, algo que abanderó decisivamente Urrutia para cambiar el régimen de devaluación gradual que imperaba desde 1968. El esquema teórico fue diseñado por Paul Krugman (1991) como un régimen mixto, entre tipo de cambio fijo y flexible, y cumplió su cometido durante un buen tiempo, al sustituir un sistema de devaluación persistente por otro que permitía que la divisa variara según las condiciones de mercado cuando estaba dentro de los bordes de la banda.

El hallazgo de petróleo condujo a que el país recibiera mayor afluencia de divisas, no solo por sus exportaciones, sino también por las entradas de capital asociadas a un recurso natural valioso que operaba como colateral del crédito, tanto para el sector privado como el público, además de los flujos de portafolio permitidos por la apertura de capital que se hizo como parte de las reformas de mercado introducidas durante la administración Gaviria. Urrutia advirtió que el superávit cambiario estaba conduciendo al aumento de los agregados monetarios, lo cual facilitaba la expansión del crédito, lo que presionaba la inflación e incrementaba el riesgo de una crisis financiera. El mismo superávit llevó a que la tasa de cambio presionara con frecuencia el borde inferior de la demanda y a que en dos ocasiones se revaluara el esquema, lo que comenzó a socavar su credibilidad. Al mismo tiempo, los exportadores exponían sus puntos de vista en los medios de comunicación y hacían cabildeo ante el Congreso contra el banco central para que mantuviera una política devaluatoria de la tasa de cambio⁵. Los industriales, por su parte, insistían en que no se les redujera la protección arancelaria y se mantuviera la devaluación, lo cual resultaría en un menor gasto en importaciones, se aumentaba así la oferta de divisas y por lo tanto la presión a revaluar la tasa de cambio. Los agricultores continuaron protegidos de la competencia externa y sus negocios fueron apalancados por la intervención pública decidida por la dirigencia de los gremios de producción.

La bonanza petrolera dio lugar a la llamada ‘enfermedad holandesa’, en la cual la renta de un recurso natural hace que las actividades transables se deterioren frente a las de los sectores no transables, excepto la exportación del recurso

⁵ Una política de este tipo difícilmente podía contrarrestar la revaluación de la moneda que obedecía a cambios en los fundamentos de la economía; si se insistía en emitir dinero para adquirir reservas internacionales, bien podía aumentar la inflación que revaloraría de todos modos la tasa real de cambio y oscurecería las señales de mercado surgidas de la balanza comercial y la balanza de capitales.

natural. De esta manera comenzó un proceso de desindustrialización relativa, al paso que la agricultura también resultaba afectada, además de contar con serios problemas estructurales que frenaban su desarrollo, como el monopolio de la tierra y la reticencia de sus propietarios a pagar impuestos, que mantenía altos sus precios y sus arriendos. Los ideólogos de la izquierda culparon a la apertura de la desindustrialización que vivió el país, sin considerar que era la revaluación causada por las exportaciones petroleras y mineras las que de manera sistemática socavaban la competitividad de la producción de bienes transables, afectando tanto a la industria como a la agricultura.

Las empresas formales fueron obligadas a asumir la mayor parte de las contribuciones a la seguridad social que aprobó el legislativo en 1993, por fuera de las cargas parafiscales que las agobiaban de tiempo atrás. Como se argumentó, mantener la protección y las trabas a las importaciones en medio de una bonanza externa hubiera creado un exceso de reservas internacionales que, al ser adquiridas por el banco central, fortalecerían en exceso la demanda agregada y se produciría una inflación que habría revaluado de todas maneras la tasa de cambio. La única forma de contrarrestar la ‘enfermedad holandesa’ era aumentar el ahorro de la sociedad: el Gobierno, con la generación de un superávit estructural e inversiones en fondos externos; el sector privado, con inversiones fuera del país; y el banco central, con la acumulación de reservas internacionales, algo que hicieron países como Chile y Perú, mientras que en Colombia las cuentas del Gobierno registraban déficits crecientes.

Los aumentos de inversión extranjera y de portafolio dieron lugar a una burbuja inmobiliaria que se reventó en 1997, cuando el banco central aumentó sus tasas ante el recrudecimiento de la inflación. A la crisis financiera de los bancos especializados en crédito hipotecario le siguió una corrida de capital de los países emergentes en 1997, originada en Asia y que se propagó a Rusia y a la América Latina en 1998. La plétora de divisas se tornó en una aguda escasez. Ante esta situación, la Junta Directiva del Banco de la República decidió devaluar y ampliar la banda en dos ocasiones, lo cual terminó por socavar su credibilidad. Superada la crisis, el régimen cambiario se basó en la libre flotación, permitiendo ahora sí la implementación plena del régimen inflación objetivo que se perturba si se emite o se contrae por la venta o compra de reservas internacionales.

Entre 1990 y 1995 se puede hablar de una fase de expansión económica ralentizada en 1991, pero que volvió a tomar fuerza y alcanzar promedios de crecimiento del 5,0% anual. Los mayores problemas económicos tuvieron que ver con los prominentes cambios de política que incluyeron la reducción de los aranceles de niveles del 40% promedio al 12%, lo que dio lugar a una represión de las importaciones que causó un superávit externo sustancial y terminó siendo bastante inflacionario, con 32% en 1992, pues el Banco adquiría las divisas que se le traían

al precio del piso de la banda cambiaria. A partir de 1995 la economía comienza a ralentizarse, la política fiscal se torna expansionista y se va creando una burbuja inmobiliaria que revienta por una política monetaria que trata de contrarrestar la política fiscal, pues se considera que esta contribuye a elevar la inflación y a incumplir la meta del banco central. Urrutia señaló en diferentes ocasiones que las políticas expansionistas del Gobierno iban en contravía a la necesidad de reducir la presión inflacionaria, al tiempo que el aumento del endeudamiento público contribuía a la revaluación del peso. El déficit fiscal saltó del 2% del PIB en 1997 al 5,3% el año siguiente, pero esto no se manifestó en el crecimiento de la economía, la cual continuó desacelerándose. A pesar de haber hecho aprobar una reforma tributaria en 1997, no se reprimió el gasto, que se desbordaba por las decisiones tomadas por la Asamblea Constituyente, en especial las transferencias crecientes que debía hacer el Gobierno central a las administraciones territoriales (Urrutia y Llano, 2012).

V. LA CRISIS DEL MERCADO INMOBILIARIO

Las condiciones crediticias propiciadas por la apertura de capital y la revaluación condujeron a un aumento considerable de los fondos destinados al crédito interno y en particular el de vivienda. La expansión provocada por las compras de reservas internacionales también hizo crecer los agregados monetarios y crediticios de forma inmoderada. Hacia 1997 el auge inmobiliario se reflejaba en un aumento de los precios de la vivienda, del orden de 50% anual. El Gobierno se empeñaba en aumentar su gasto financiado con nueva deuda externa y la actividad económica no solo no creció con fuerza, sino que la inflación se recrudeció, lo cual llevó a que la Junta apretara la política monetaria utilizando tanto una contracción cuantitativa como un alza de la tasa de interés de referencia.

Urrutia escribió un editorial en la *Revista del Banco de la República*, “Política para evitar burbujas especulativas en la finca raíz”, en enero de 2000, en el que presentaba la teoría de las crisis asociadas con el sector inmobiliario y cómo era un fenómeno recurrente en muchos países. Lo peculiar de este tipo de crisis consistía en que la construcción era un proceso demorado que distanciaba el ajuste de la oferta a la demanda, exacerbada por un financiamiento generoso de la actividad. Los bancos, que generalmente no deben financiar más del 65% de la inversión inmobiliaria, alcanzaban el 90% en la fase eufórica del ciclo. Los precios de la finca raíz se multiplicaban y los bancos ofrecían créditos hipotecarios con base en esos precios: “La bonanza de la construcción ocurre si el sector financiero aumenta la financiación de la finca raíz, suponiendo que los precios van a seguir subiendo, y si acepta como garantía para los nuevos préstamos tierra o finca raíz valorada a los nuevos precios”. Cuando por fin aparece la oferta ampliada, su precio se reduce, se

desvaloriza el colateral y los deudores se encuentran con que sus hipotecas superan el valor del inmueble.

Al igual que en Tailandia, Suecia, Japón o Estados Unidos, en Colombia un auge general había conducido al aumento del crédito y la demanda por vivienda y oficinas. Pero además, la liberación financiera había ampliado las fuentes de crédito externo a las grandes empresas, lo cual hizo que los bancos dispusieran de mayores volúmenes y los indujera a buscar clientes en el negocio inmobiliario, tanto de vivienda como de oficinas. Era atractivo en especial aumentar las operaciones con depósitos a término que no tenían encaje y cuya colocación en finca raíz era más rentable que en otros sectores. Los bancos y corporaciones idearon nuevos planes de financiación que comenzaban con cuotas muy bajas e iban aumentando en el tiempo, esto precipitó las decisiones de hogares que no contaban con los ingresos para servir los costos crecientes de sus hipotecas. También existían especuladores que adquirirían apartamentos y oficinas y los vendían a precios más elevados pasados seis meses o un año. El sector financiero se metió en proyectos cada vez más riesgosos en medio de la euforia inicial que no dieron los resultados esperados y acusaron pérdidas de cartera.

El sistema UPAC, que había sido privilegiado por la administración Pastrana Borrero para succionar la mayor parte del ahorro financiero y dirigirlo a la construcción, fue balanceado por la política de López Michelsen al colocar en igualdad de condiciones el resto del sistema, permitiéndole ofrecer asimismo tasas de interés reales a los ahorristas, mientras que las corporaciones de ahorro y vivienda solo podían introducir la inflación para determinar la tasa de interés tanto pasiva como activa. Las corporaciones presionaron entonces a la Junta del Emisor con la intención de que las pusiera en igualdad de condiciones frente al resto del sistema, permitiéndoles introducir una proporción mayor de la tasa de interés correspondiente a los depósitos de término fijo dentro de su propio cálculo de la UPAC.

El valor real de la vivienda nueva alcanzó su cúspide en noviembre de 1994, al alcanzar un aumento del 68% frente a su nivel de marzo de 1990; en marzo de 1997 los precios habían caído un 20% y en julio de 1999 estaban al mismo nivel que al inicio del auge. Los metros cuadrados construidos comenzaron a reducirse en 1995; sin embargo, siguió aumentando la cartera para la adquisición de los inventarios existentes. La cartera vencida era de solo el 2% del total en 1995 y se remontó al 15% en 1999.

La cartera de todo el sistema financiero crecía aceleradamente, y mucho más la contraída por el sector inmobiliario. Algunos bancos canalizaban créditos en dólares que eran adquiridos para la compra de finca raíz, lo cual parecía excelente negocio en medio de la revaluación del peso, pero se tornó en pesadilla una vez se devaluara la tasa de cambio en 1998 y 1999. El Banco de la República advirtió del peligro que enfrentaba el sistema financiero y de que debía reducir su financiamiento, lo cual no

fue escuchado y obligó al Emisor a tomar medidas cuantitativas que fueron evadidas y después a un aumento de la tasa de interés que comenzó a partir de mayo de 1994. Aunque la medida fue criticada, según Urrutia debió haberse tomado antes para ponerle freno al financiamiento de un auge que era insostenible.

El impacto se sintió con un rezago en el mercado inmobiliario, cuyos precios comenzaron a desinflarse en 1995. La burbuja había sido perforada. Los deudores y sobre todos los especuladores se vieron ante un aumento de sus cuotas y del capital que debían amortizar, a la vez que el valor del colateral con que contaban se contraía. Muchos deudores se veían ante la situación de que la deuda hipotecaria superaba el valor del inmueble adquirido y resolvieron dejar de abonarla.

Las recomendaciones que hizo Urrutia en su editorial para evitar burbujas futuras fueron las de impedir grandes aumentos de los agregados monetarios y crediticios como los que había creado la adquisición de reservas internacionales a fin de defender la banda cambiaria, y que sí era función de un banco central impedir la formación de burbujas especulativas⁶; imponer un límite al financiamiento de la vivienda, inferior al 70% de su valor, y prohibir los esquemas de financiación engañosos que implicaban cuotas crecientes reñidas con la capacidad de pago de los deudores. La crisis inmobiliaria fue agravada por una serie de decisiones de la Corte Constitucional, que salió en defensa de los deudores. Las decisiones judiciales contribuyeron a que la crisis disparara el déficit fiscal al obligar al Gobierno a compensar a los afectados, lo cual, de manera tortuosa, constituyó un elemento de política contracíclica.

En 1999, en medio de la crisis hipotecaria, financiera y económica, el déficit del Gobierno central supera el 7% del PIB y obliga a un recorte draconiano del gasto público, que fue obviamente contracíclico. En 2001 una reforma constitucional le pone un freno a las transferencias territoriales, medida que contribuye a que el Gobierno central encuentre una senda de retorno a la sostenibilidad del gasto, aunque nunca volvió a equilibrar sus cuentas. En otras palabras: el país no ahorró mucho de su larga bonanza externa e incluso quedó empeñado una vez desaparecieron las condiciones favorables externas.

El exceso de gasto público y privado en 1994 y 1998, ambos financiados en parte con crédito externo, también explican en parte la ampliación del déficit en cuenta corriente, que alcanza 5,3% del PIB en 1998, cuando se había producido la crisis financiera inmobiliaria y estallara en agosto la crisis de los mercados emergentes con la moratoria del pago de la deuda externa rusa. Es evidente que esta crisis encuentra profundos desequilibrios macroeconómicos

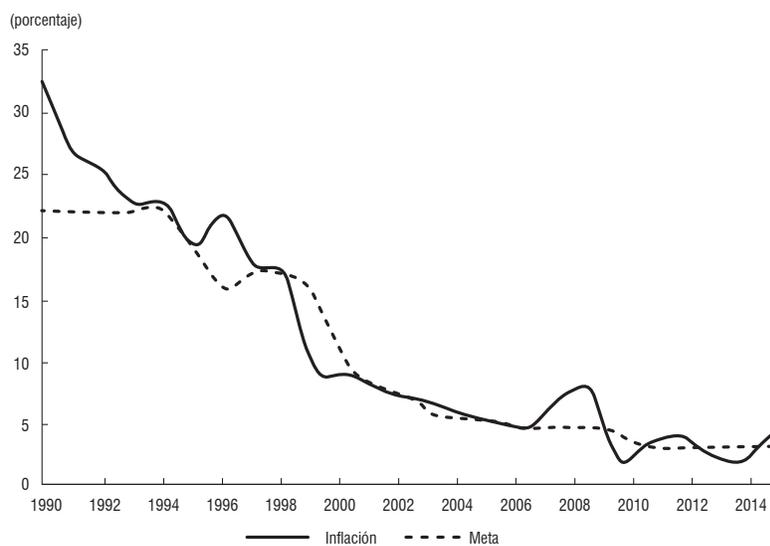
⁶ Contra la visión de Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, quien no creía que la política monetaria debía atacar la inflación de los activos, sino reducirse a cuidar la inflación de bienes y servicios.

que la profundizan y hacen más costosa que en el caso de haberse obtenido un relativo equilibrio fiscal y restringido el endeudamiento interno y externo por parte de la administración Samper.

VI. EL RÉGIMEN DE INFLACIÓN OBJETIVO

Cumplir el mandato constitucional de reducir la inflación fue el mayor logro que obtuviera el Emisor a lo largo de la compleja fase que atravesó la economía colombiana entre 1990 y 2005. Al inicio del período se mantuvo una política monetaria que tenía una meta de inflación combinada con una meta intermedia de agregado monetario, algo que no era del todo compatible puesto que si se modificaba el agregado introducía una gran volatilidad a las tasas de interés, cuya estabilización es precisamente el fin primordial del régimen de inflación objetivo (Gráfico 2). Urrutia tenía inclinaciones keynesianas, pero también creía que la inflación era un fenómeno monetario y se debía hacer un seguimiento a los agregados de dinero e inducir su disminución gradual para reducir la inflación de manera permanente (“Editorial”, *Revista del Banco de la República*, mayo de 2002).

GRÁFICO 2
INFLACIÓN Y METAS



Fuente: Banco de la República.

De todas maneras se fue haciendo evidente que los agregados monetarios no predecían la inflación, en particular el que había servido para hacer la política antes de la creación del banco independiente, el M1, o sea las cuentas corrientes, más la base monetaria. Se encontró que la base monetaria se comportaba mejor y ese fue el agregado escogido por la Junta para hacer ajustes de la cantidad de dinero, aunque se pretendía hacer la política con ajustes suaves de la tasa de interés, como lo hacían la Reserva Federal de Estados Unidos y los bancos centrales europeos. Sin embargo, para poder llevar a cabo la intervención de la tasa de interés era necesario primero crear prácticamente de la nada el mercado interbancario. Según Bario, del Banco de Pagos Internacional (BIS), “el mercado a un día es la esquina oscura y relativamente la menos elegante, pero en donde reside el poder mayor del banco central para afectar la actividad económica”⁷. En la decisión de adoptar un régimen de inflación objetivo, Urrutia volvió a mostrar que no se casaba con las tradiciones monetaristas y que estaba dispuesto a dar el salto hacia un régimen basado en la tasa de interés del mercado interbancario.

En septiembre de 1999 el banco invitó a Ben Bernanke a que hablara del régimen de inflación objetivo, pues él fue uno de sus creadores, después de haber concentrado mucho esfuerzo en el estudio de la Gran Depresión en los Estados Unidos y otros países desarrollados (Bernanke, 2004). La propuesta tras la experiencia de la crisis de 1930 consistió en que la política monetaria adquiriera un carácter contracíclico: que se hiciera laxa cuando era bajo el nivel de actividad y, por el contrario, se apretara cuando la economía se recalentara al registrar excesos de demanda. De esta manera se podía suavizar el ciclo económico y, al evitar contracciones violentas del producto, aumentar el crecimiento a largo plazo de la economía. Claro que el sentido de la política contracíclica debe incluir la política fiscal además de la monetaria, pues la primera cuenta con un efecto multiplicador más potente al afectar directamente la inversión, aunque en Colombia el gasto público es bastante inflexible y no se puede graduar adecuadamente frente a la coyuntura. Una vez se abandonó la banda cambiaria en septiembre de 1999, se pudo aplicar a fondo el nuevo régimen, que fue exitoso en reducir gradualmente la inflación a niveles internacionales de 2005 en adelante y al mismo tiempo contar con crecimientos muy elevados para la experiencia colombiana.

En el editorial de la *Revista del Banco de la República* de octubre de 2001, el gerente escribe lo siguiente:

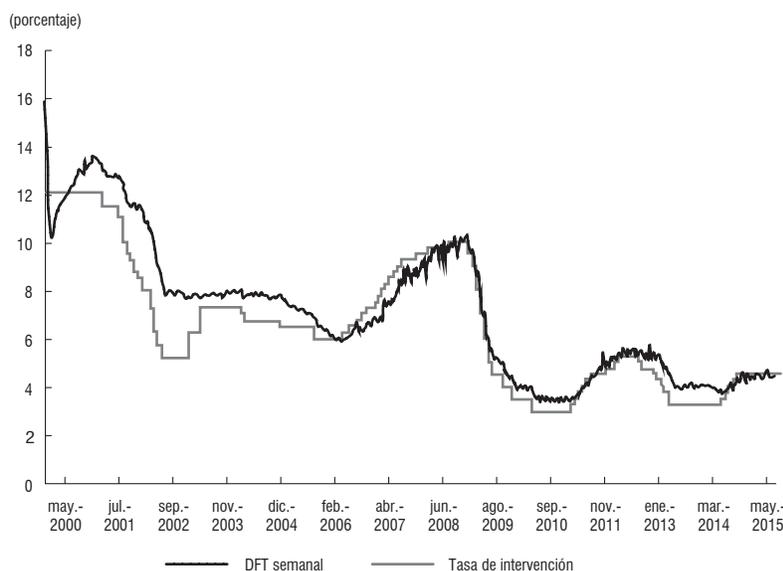
Las decisiones de política se toman con base en la meta de inflación, la evaluación del estado general de la economía, de las tendencias y perspectivas

⁷ Bario, C. (1997), p. 14.

de la inflación y de la situación de desempleo. (También) del seguimiento al comportamiento de la cantidad de dinero respecto a valores de referencia previamente definidos para ser conducentes al logro de la meta de inflación [...] la Junta realiza mensualmente una evaluación detallada de las presiones inflacionarias y de las perspectivas de inflación [...] para modificar (o no) la postura de su política. (p. 9, citado libremente).

El mercado de muy corto plazo está integrado por los bancos y otras instituciones financieras que colocan sus excesos de liquidez o llenan sus faltantes y en el que el banco central interviene masivamente para fijar una tasa llamada de referencia al mercado monetario. Esta tasa termina afectando a todas las demás por un proceso de arbitraje al incentivar o no el financiamiento de corto plazo frente a hacerlo con depósitos a términos de mediano plazo, pero además porque los agentes reciben información sobre la postura de la autoridad monetaria que, por sí misma, influye sobre sus decisiones futuras de ahorro y crédito y más lo hace mientras mayor sea la credibilidad que tiene la corporación frente a los mercados, como lo muestra el margen decreciente entre la DTF y la tasa de referencia del Banco de la República, en especial de 2004 en adelante (Gráfico 3).

GRÁFICO 3
TASA DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN Y DTF SEMANAL



Fuente: Banco de la República.

El mercado interbancario colombiano era muy llano y por lo tanto volátil, por tanto tomó un buen tiempo para que los operadores del banco central lograran profundizarlo, hasta que todo el sistema financiero se acostumbró a utilizarlo de manera provechosa a fin de mantener equilibrados sus balances diarios. A partir de ese momento, el Emisor contaba con la herramienta fundamental para hacer una política de ajuste fino de su tasa de interés de referencia y guiar al mercado por la postura de la Junta frente a la coyuntura: si estaba por apretar la política monetaria para frenar la inflación, o hacerla más laxa porque no había riesgo inflacionario. Faltaba todavía evitar choques sobre la oferta monetaria que provocaban las intervenciones en torno a la banda cambiaria y perturbaban el nivel de las tasas de interés.

Las ventajas del régimen inflación eran muchas y contaba en especial el carácter gradual que le introducía a los ajustes de política monetaria pues podían obtener sus objetivos sin causar choques que pudieran afectar negativamente a los agentes del sistema económico. Los principios del régimen fueron expuestos de la siguiente manera:

La política de fijar metas de inflación es un marco de toma de decisiones para una política monetaria caracterizada por el anuncio público de metas cuantitativas oficiales (o metas rango) para la tasa de inflación sobre uno o más horizontes de tiempo. Se deja conocer explícitamente que una inflación baja y estable es la meta fundamental y de largo plazo de la política monetaria. Se hacen ingentes esfuerzos para comunicarle al público los planes y objetivos de las autoridades monetarias y, en muchos casos, los mecanismos que refuerzan la responsabilidad del banco central por obtener sus objetivos (Bernanke *et al.*, 1999, p. 4).

La autoridad monetaria seguía la llamada regla de Taylor, en la que la meta de inflación se comparaba con la inflación observada y existía un índice de capacidad utilizada o del máximo crecimiento —no inflacionario— que podía tener el PIB potencial de la economía (Taylor, 1996). El régimen de inflación objetivo contaba además con la tasa de cambio como una variable importante que entraba en las determinaciones de la autoridad monetaria, pues tenía consecuencias sobre el nivel de precios, ya fueran deflacionistas con las revaluaciones e inflacionarias con las devaluaciones (Svensson, 2000), lo cual obligaba a cierto nivel de activismo en el mercado cambiario adquiriendo o vendiendo reservas internacionales.

No fue fácil convencer a los técnicos del Banco, muchos de ellos aferrados a la ortodoxia monetarista, de que el régimen de inflación objetivo era adecuado a las condiciones locales, e insistieron por un tiempo en que el nuevo esquema

era inefectivo y estaba condenado al fracaso, algo que la experiencia les probó estar equivocados.

VII. LA CRISIS DE 1998 Y LA RECUPERACIÓN POSTERIOR

Como se ha visto, la economía colombiana ralentizó su crecimiento en 1998, en medio de una crisis hipotecaria que se contagiaría al resto del sistema con la crisis de los llamados mercados emergentes detonada con la moratoria de la deuda externa rusa en agosto de ese año. La crisis internacional se había originado en las devaluaciones masivas iniciadas en Tailandia en 1997, que contagiaron a Indonesia y Malasia y tocaron tanto a Corea como a Taiwán.

La fuga de capital se dio asimismo en Colombia por parte de los fondos de inversión de portafolio, se frenó la inversión extranjera directa ante la perspectiva de la devaluación que se venía venir y sacaron capital los agentes colombianos que conocían bien el comportamiento de los mercados locales en crisis. La frenada súbita del flujo de capital, por sí sola, hizo reducir los agregados monetarios y crediticios e impuso una presión alcista sobre las tasas de interés de todos los sectores y plazos, algo que varios comentaristas interesados no quisieron entender para culpar al banco central del encarecimiento del dinero y de la crisis.

La tasa de cambio se pegó al techo de la banda, mientras que la Junta tomó una decisión precipitada al proveer de manera limitada, por medio de cuotas diarias, las necesidades de liquidez del sistema financiero con el propósito de impedir el financiar la compra de divisas por el sector privado, defendiendo la banda frente a los ataques de los agentes. Eso hizo que la tasa de interés se disparara a niveles superiores al 50% y agravó la situación. Según Urrutia, “para la junta era claro que las alternativas de política eran desastrosas, no defender la banda en junio de 1998 habría llevado a una crisis cambiaria antes de elecciones, y esa crisis habría disparado las tasas de interés aún más de lo que ocurrió” (Urrutia y Llano, 2012, p. 89). Urrutia atendía una reunión en Washington en agosto de 1998 cuando la presión sobre el mercado cambiario se magnificó, y llegó de urgencia para enfrentar la situación. En la Junta se había discutido proveer la liquidez con una tasa de interés elevada, la llamada lombarda, sin restricciones cuantitativas, pero tal posición, defendida por este autor, fue derrotada por la mayoría de la corporación. A su llegada, Urrutia conminó a los miembros a que proveyeran toda la liquidez demandada a la tasa más alta, lo que se hizo de inmediato y permitió que la situación se normalizara relativamente. Se pasó a devaluar la banda cambiaria, se aumentó su pendiente y se amplió su rango a comienzos de septiembre de 1998, lo cual le dio un respiro adicional a la posición de reservas internacionales. De haberse dado la restricción a una tasa de interés más elevada y no de cantidad

en la liquidez provista, se hubieran perdido más reservas internacionales, pero el daño al aparato productivo y al sistema financiero hubiera sido menor. Al año siguiente, el PIB se contrajo 4,2%, el más alto en la historia económica moderna del país.

El choque recesivo que sufrió la economía hizo que la inflación en 1999 fuera del 9,2%, frente a una meta del 15%. El salario mínimo había sido ajustado con la inflación de 1998, que fue de 17%, y aumentó su monto real en 6,2%, lo que agravó el problema del desempleo, el cual alcanzó al 18% de la fuerza de trabajo. Por contraste, en Ecuador, que no hizo control monetario y agotó sus reservas internacionales, la devaluación fue de tres dígitos, al igual que la inflación que desbastó los salarios y acabó con las pensiones, pero la tasa de desempleo fue de 13%. Lo cierto es que la crisis en el caso colombiano fue enfrentada salvaguardando los equilibrios macroeconómicos, y se pudo salir ordenadamente de ella, mientras que en Ecuador se optó por dolarizar su economía para poder salir de la hiperinflación, pero perdiendo autonomía monetaria, sujetándose a una política que no tenía en cuenta sus condiciones nacionales. En ambos casos, los costos humanos fueron inconmensurables y hubiera sido prácticamente imposible evitarlos, aunque como se insinuó atrás, políticas prudentes de equilibrio fiscal y bajo endeudamiento externo previas hubieran reducido el impacto negativo de la crisis sobre la actividad económica, el empleo y la tasa de cambio.

Una vez vencido el umbral de los dos dígitos en Colombia, la inflación siguió disminuyendo gradualmente hasta alcanzar niveles internacionales más adelante. El nuevo auge que se presentó con la mejora en los términos de intercambio de 2003 en adelante dio lugar a tasas de crecimiento elevadas que combinadas con inflaciones bajas mejoraron el bienestar de la población. El salario mínimo real siguió aumentando en la medida en que su ajuste se hacía con una inflación anterior mayor a la del año de vigencia, algo que solo se incumplió en 2008 por la combinación del auge económico y una expansión fiscal significativa que fue neutralizada al endurecer la política monetaria. El poder adquisitivo en bienes importados se amplió, aunque comenzaron a sufrir de nuevo los sectores de bienes transables con la reaparición de la ‘enfermedad holandesa’, más intensa aún que en el pasado, por intensificarse la revaluación del peso. Se venció un arraigado prejuicio de los economistas locales seguidores del estructuralismo, el cual informaba que el crecimiento de las naciones en desarrollo requería de inflaciones que mantuvieran excesos permanentes de demanda agregada.

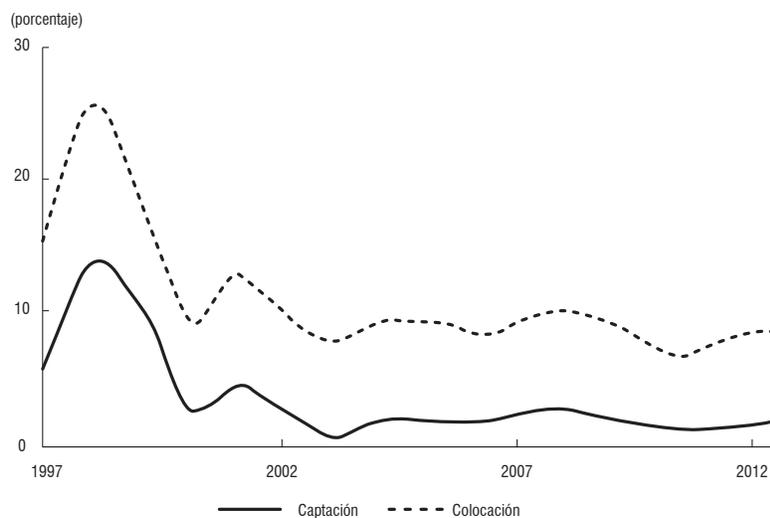
La baja inflación también contribuyó a profundizar el mercado de capital. El Gobierno nacional pudo emitir bonos denominados en pesos a tasas de interés moderadas que lo hicieron menos dependiente del financiamiento externo, y alcanzó a cubrir más del 60% de sus necesidades crediticias mediante esta herramienta hacia 2012, lo que no fue del todo beneficioso porque lo eximió

de vivir dentro de los límites que le debía permitir la tributación. Las grandes empresas del país, por su parte, pudieron depender menos del sistema financiero para obtener financiamiento de largo plazo a tasas de interés más razonables por medio de la colocación de bonos en el mercado de capital. En términos generales, cayeron tanto las tasas de interés activas y pasivas como el margen de intermediación de los bancos.

Una serie de las tasas de captación y colocación en términos reales también muestra reducción sistemática, o sea que los agentes no podían calcular con exactitud cuál iba a ser la inflación ni la tasa de interés hacia el futuro y se encaramaban en la estimación más alta posible; por ejemplo, en 1997 la tasa real activa era de 15,7% y en 2012 de 8,7%, mientras que la pasiva fue de 5,6% y terminó en 1,9% (Gráfico 4).

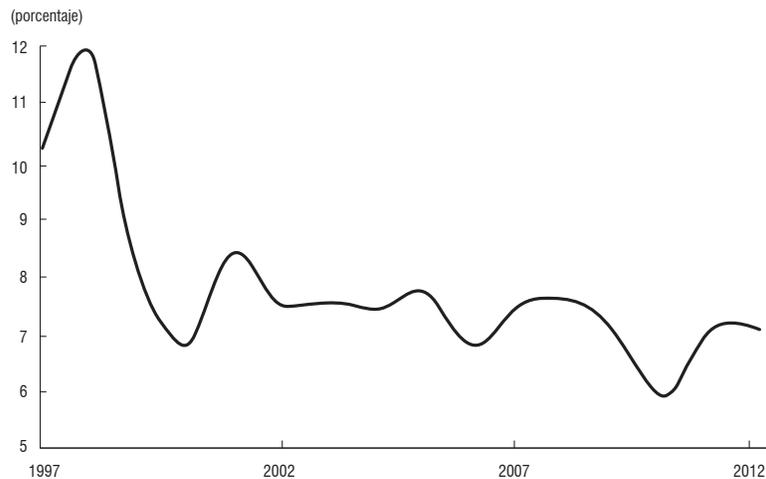
El margen de intermediación (Gráfico 5) fue muy elevado durante los años de crisis financiera (de 10 a 12 puntos), pero también cayó durante el período subsiguiente: se mantuvo oscilando alrededor de 7 puntos después de la normalización de la inflación a partir de 2006, lo que refleja un sistema financiero sin mucha competencia y pobremente regulado.

GRÁFICO 4
TASAS REALES DE INTERÉS



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 5
MARGEN DE INTERMEDIACIÓN



Fuente: Banco de la República.

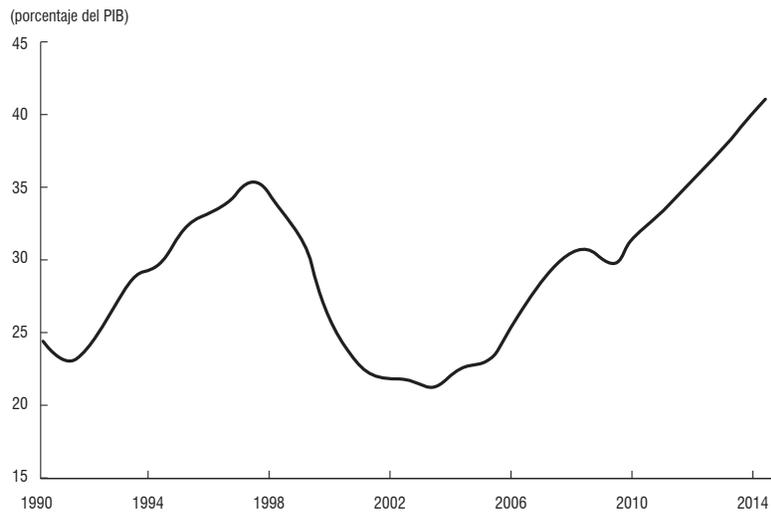
Lo cierto es que la acción del Banco de la República de reducir sistemáticamente la inflación trajo previsibilidad al mercado de dinero y disminuyó los riesgos percibidos por los prestamistas, de tal modo que cayeron las tasas de interés tanto de captación como de colocación de los bancos y, aunque en menor medida, el margen de intermediación entre tasas de interés activas y pasivas.

Todo lo anterior se refleja en el aumento de la profundidad financiera de la economía, a pesar del retroceso que significó tanto la crisis del sistema hipotecario como la crisis general que despeñó la economía entre 1998 y 2002. Con todo eso, la cartera duplicó su participación en el producto entre 1990 y 2014, para alcanzar 41% del PIB (Gráfico 6), aunque está todavía lejos de economías más apalancadas en el crédito como Chile, con un 80% del PIB.

La desinflación también fue benéfica para los trabajadores, lo cual se reflejó en el salario mínimo, que obtuvo un aumento sostenido desde 1996, a excepción del año 2008, cuando la inflación se acercó al 8%, y se estancó algo en 2010. Quizás esa sea parte de la explicación de por qué no se volvieron a dar movilizaciones para luchar por la integridad de los ingresos de los trabajadores, que en un ambiente de inflación baja y previsible pudieron ajustarse gradualmente en medio de la puja anual entre sindicatos, patronales y Gobierno en torno al reajuste del salario mínimo (Gráfico 7).

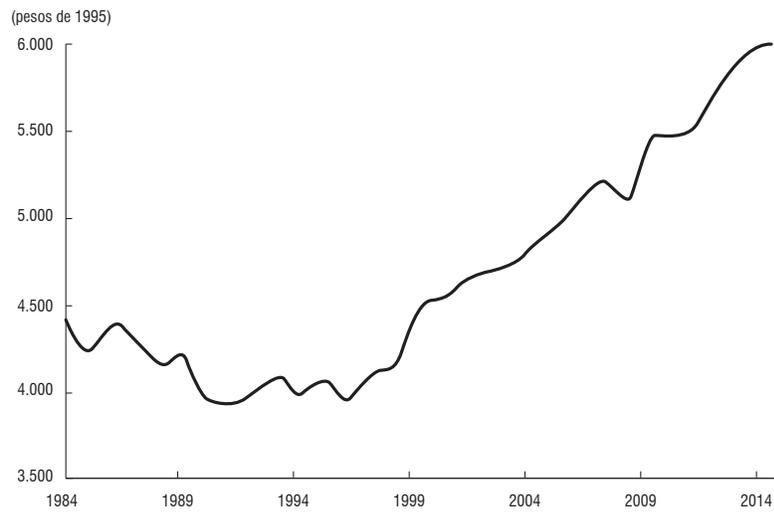
Tres banqueros centrales

GRÁFICO 6
CARTERA NETA DEL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 7
SALARIO MÍNIMO REAL DIARIO



Fuentes: Ministerio de Trabajo y DANE.

CONCLUSIONES

No es usual que un intelectual y servidor público logre en el transcurso de su vida llevar a la realidad muchas de sus ideas y que obtenga además reconocimiento por sus logros. Los escritos de Urrutia sobre la distribución del ingreso y las instituciones que organizaban a trabajadores, empresarios y agricultores, sus aportes a la historia económica moderna del país, su impulso personal e institucional al desarrollo de la investigación, contribuyeron a conocernos mejor. La racionalización del sistema tributario que defendió en tantas ocasiones no fue posible implementarla por la debilidad del Estado para aplicar la tributación sobre terratenientes y propietarios de empresas y bancos. Su enfoque liberal, puesto en práctica en la planificación, y en especial lo que le correspondió en la reforma del banco central colombiano para lograr la estabilización del nivel de precios y mantener los equilibrios macroeconómicos, son todos aportes importantes. En el caso de Miguel Urrutia es evidente que tuvo influencia en la modernización de la sociedad colombiana, en la liberalización de su sistema financiero, en las políticas públicas que destinaron mayores recursos a la educación y a la asistencia de la economía campesina.

El régimen de inflación objetivo logró estabilizar el nivel de precios y reducirlo a niveles internacionales de manera gradual, con lo cual se estabilizó también la tasa de cambio, que no tuvo que perseguir un siempre esquivo nivel de inflación, como la serpiente que se muerde la cola. La tasa de cambio flexible se tornó en un estabilizador automático de la economía sin provocar expansiones o contracciones monetarias, muy inconvenientes las dos, aunque no deja de tener problemas cuando el desequilibrio externo es muy grande. El salario mínimo real fue creciente a lo largo de la fase de desinflación porque su ajuste siguió dependiendo de la inflación pasada más un hipotético aumento de la productividad del trabajo. Aunque tal política de por sí no mejoró de modo ostensible la distribución entre ingresos del trabajo y del capital, sí impidió que se deteriorara más la distribución y contribuyó a elevar gradualmente el nivel de los salarios de los trabajadores del sector formal, algo que jalona de alguna manera los ingresos de los asalariados del sector informal de la economía.

REFERENCIAS

- Banco de la República (1995). “Historia del Banco de la República y la inflación”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, agosto.
- Banco de la República (2000), “Política para evitar burbujas especulativas en la finca raíz”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, enero.

- Banco de la República (2001). “Proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria”, *Revista del Banco de la República*, Bogotá, octubre.
- Bario, C. E. V. (1997). “The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey”, BIS Economic Paper, núm. 47, Basilea.
- Bernanke, B. (2004). *Essays of the Great Depression*, Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B.; Laubach, T.; Mishkin, F.; Posen, A. (1999). *Inflation Targeting*, Princeton: Princeton University Press.
- Delgado, C. A. (2006). Una autobiografía profesional, entrevista con Miguel Urrutia Montoya, Tunja: *Apuntes del Cenes*, vol. 26, núm. 42.
- Fedesarrollo (1980). *Ensayos sobre historia económica de Colombia*, Bogotá: Editorial Presencia.
- Kalmanvitz, S.; Avella, M. (1998). “Barreras al desarrollo: las instituciones monetarias colombianas”, *Revista del Banco de la República*, núm. 851, septiembre.
- Krugman, P. (1991). “Target Zones and Exchange Rates Dynamics”, *Quarterly Journal of Economics*.
- Landes, D. (1969). *Unbound Prometheus*, Cambridge: Harvard University Press.
- Musgrave, R.; Gillis, M. (1974). *Propuesta de una reforma fiscal para Colombia*, Bogotá: Banco de la República.
- Otero, A. (2013). *Centro de Estudios Regionales, 15 años de historia, 1997-2012*, Bogotá, Banco de la República.
- Svensson, L. (2000). “Open Economy Inflation Targeting”, *Journal of International Economics*, núm. 50.
- Taylor, J. B. (1996). “How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long Price Stability? Conceptual Issues”, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Urrutia, M.; Arrubla, M. (1970). *Compendio de estadísticas históricas de Colombia*, Bogotá: Universidad Nacional.
- Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Universidad de los Andes.

REFERENCIAS DE MIGUEL URRUTIA

DÉCADA DE 1960

1962. *Estudio socioeconómico de Bogotá*, con Luis Castellanos, CAR.
1963. “Cálculo del desempleo”, *Revista del Banco de la República*, núm. 428, junio.

1966. “La viabilidad de una política de salarios en Colombia”, en *La nueva economía*, IV, mayo.
1967. “Rasgos históricos del sindicalismo colombiano”, *Boletín Cultural y Bibliográfico*, vol. 10, núm. 10, octubre.
1968. *Empleo y desempleo en Colombia*, con Rafael Isaza, Bogotá: Italgraf.
1969. “El sector artesanal en el desarrollo colombiano”, con C. E. Villalba, *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. 1, núm. 3, octubre.
1969. *Historia del sindicalismo en Colombia*, Bogotá: Ediciones Universidad de los Andes.
1969. *The Development of the Colombian Labor Movement*, New Haven: Yale University Press.

DÉCADA DE 1970

1970. *Compendio de estadísticas históricas de Colombia*, M. Arrubla y M. Urrutia (eds.), Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
1971. “Distribución de la educación y distribución del ingreso”, con Sandoval C. E. de, *Revista del Banco de la República*, enero.
1971. “Problemas de oferta de factores de producción en la nueva estrategia de desarrollo”, en M. Urrutia (ed.), *Controversia sobre el Plan de Desarrollo*, Bogotá: Corp., Ed. Oveja Negra.
1972. “El sector externo y la distribución del ingreso en Colombia en el siglo XX”, *Revista del Banco de la República*, noviembre.
1973. *Employment and Unemployment in Ethiopia*, con Blaug, M., Metcalf, D. y Richter, L., Génova: ILO.
1974. “La distribución del ingreso en Colombia”, en Gómez, H. y Wiesner, E., *Lecturas sobre desarrollo económico colombiano*, Bogotá: Fedesarrollo.
1974. *La educación como factor de movilidad social*, Bogotá: Uniandes - CEDE.
1974. “La elaboración de las bases de una política industrial”, *Economía Colombiana*, núms. 107-108, septiembre-diciembre.
1974. Traductor de Musgrave y Gillis, *Propuesta de una reforma fiscal para Colombia*, Bogotá: Ediciones Banco de la República, tres volúmenes.
1975. *Determinantes de la inflación en Colombia en ANIF, dinero, precios, salarios*, Bogotá: ANIF; Tercer Mundo.
1975. “Impacto de las reformas financiera y tributaria sobre la distribución del ingreso”, en *ANIF. Respuesta a la miseria*, Bogotá: ANIF; Tercer Mundo.
1976. *Income Distribution in Colombia*, con Berry, A., New Haven: Yale University Press.
1975. *La distribución del ingreso en Colombia*, con Berry, A., Medellín: La Carreta.

1976. "Distribución del ingreso en Colombia", *Revista Internacional del Trabajo*, vol. 93, núm. 2, marzo-abril.
1976. "Política de empleo", en *ANIF. Empleo y desarrollo*, Bogotá: Tercer Mundo.
1977. "Comparación entre la reforma agraria de la Revolución francesa y la de las Cortes de Cádiz", *Revista del Banco de la República*, núm. 592, febrero.
1979. *Cincuenta años de desarrollo económico*, Medellín: La Carreta. Incluye el ensayo del título y nueve más.
1979. "Controles democráticos a la política macroeconómica del Gobierno de la República Federal Alemana", *Coyuntura Económica*, vol. 9, núm. 1, abril.
1979. "Cuatro propuestas para mejorar el transporte masivo en Bogotá", *Coyuntura Económica*, vol. 9, núm. 3, octubre.
1979. *El sector comercio en Colombia*, con Castro, Y. y Echavarría, J. J., Bogotá: Fedesarrollo; Editorial Presencia.
1979. "Tendencias de la distribución del ingreso en la próxima década y perspectivas energéticas en Fedesarrollo", *La economía colombiana en la década de los ochenta*, Bogotá: Editorial Presencia.

DÉCADA DE 1980

1980. "Diversidad ideológica e integración andina", *Coyuntura Económica*, vol. 10, núm. 2, julio.
1980. (ed.). *Ensayos sobre historia económica colombiana*. Bogotá: Fedesarrollo; Editorial Presencia.
1980. "El desarrollo del movimiento sindical y la situación de la clase obrera", en Jaramillo, J., *Manual de Historia de Colombia*, vol. III, Bogotá: Biblioteca Colombiana de Cultura.
1981. "Anatomy of a Metropolis", *Coyuntura Económica*, vol. 11, núm. 1, abril.
1981. "Colombia and the Andean Group: Economic and Political Determinants of Regional Integration Policy", en W. Bear y M. Gillis, *Export Diversification and the New Protectionism*, Champaign: Bureau of Economic and Business Research.
1981. (ed.). *Buses y busetas, una evaluación del transporte urbano de Bogotá*, Bogotá: Fedesarrollo; Editorial Presencia.
1981. "El financiamiento de la seguridad social en Colombia", con Gómez, H. y Sandoval, C. E. de, en M. Cabrera, *El Estado y la actividad económica*, Bogotá: Asociación Bancaria.
1981. "En defensa del salario integral y las prestaciones sociales", *Coyuntura Económica*, vol. 11, núm. 2, julio.

1981. *Estimativos de costos para cinco alternativas de metro para Bogotá*, Bogotá: Fedesarrollo.
1981. “Experience with the Crawling Peg in Colombia”, en J. Williamson, *Exchange Rate Rules*. London: Macmillan Press.
1982. “El precio de la carne en Tokyo”, *Estrategia Económica y Financiera*, núm. 61, noviembre.
1982. “Una política nueva para combatir el contrabando”, *Coyuntura Económica*, vol. 12, núm. 1, mayo.
1983. *Gremios, política económica y democracia*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero.
1983. “La decisión de construir un metro en Singapur”, *Estrategia Económica y Financiera*, núm. 64, marzo.
1983. *South American Economic Strategy for the Next Decade*, Nagoya: Centro de Estudios de América Latina - Universidad de Nanzan.
1984. “Democracia y derecho de huelga en un servicio público esencial”, *Coyuntura Económica*, vol. 14, núm. 2, junio.
1984. “Development Strategies in Latin America”, en M. Nagai y M. Urrutia, *Development in the Non-Western World*, Tokyo: University of Tokyo Press.
1984. *Los de arriba y los de abajo*, Bogotá: Fondo Editorial Cerec.
1984. *Winners and Losers in Colombia's Economic Growth of the 1970's*, The World Bank: Oxford University Press.
1984. “55 años de industrialización Japón-Colombia”, video, Tokyo: Universidad de Naciones Unidas.
1985. “Las exportaciones en tiempos turbulentos”, en *Incolda, la gerencia en tiempos turbulentos*, Bogotá: Editorial Andes.
1985. *Meiji Ishin: Restoration and Revolution*, ed. con Nagai, M., Tokyo: United Nations University.
1987. “Latin America and the Crisis of the 1980s”, en Emmerij, L., *Development Policies and the Crisis of the Eighties*, París: OECD.
1988. *Developing Planning in Mixed Economies*, con Yukawa, S., Tokyo: United Nations University.
1988. *Economic Development Policies in Resource-Rich Countries*, con Yukawa, S., Tokyo: United Nations University.
1988. (Ed.). *Financial Liberalization and the Internal Structure of Capital Markets in Asia and Latin America*, Tokyo: United Nations University.
1988. *The Changing Nature of Economic Planning in Colombia*, Washington: Interamerican Development Bank.
1989. “Asia and Latin America: Main Issues”, en Naya, S., Urrutia, M., Shelley, M. y Fuentes, A., *Lessons in Development: A Comparative Study of Asia and Latin America*, San Francisco: International Center for Economic Growth.

1989. Comentarios al ensayo de Sutton, F. X. "Development Ideology: Its Emergence and Decline", *Daedalus*, vol. 118, núm. 1, winter.
1989. "Economic Growth, Fiscal Policy and Democracy", con Yukawa, S., en Urrutia, M. Ichimura, S. y Yukawa, S., *The Political Economy of Fiscal Policy*, Tokyo: United Nations University.
1989. "The Politics of Fiscal Policy in Colombia", en Urrutia, M. Ichimura, S. y Yukawa, S., *The Political Economy of Fiscal Policy*, Tokyo, United Nations University.

DÉCADA DE 1990

1990. "Análisis costo-beneficio del tráfico de drogas para la economía colombiana", *Coyuntura Económica*, vol. 20, núm. 3, octubre.
1990. (ed.). *Cuarenta años de desarrollo: su impacto social*, Bogotá: Banco Popular; Fedesarrollo.
1990. "El ahorro y los seguros", *Fasecolda*, núm. 50.
1990. "El Estado: ni más grande, ni más chico, simplemente mejor", *El BID*, vol. 17, núm. 6, junio.
1990. "Estrategia para generar más empleo y mejores salarios", en *Comisión Presidencial para la Reforma de la Administración Pública del Estado Colombiano*, Bogotá: SENA.
1990. "La agenda de América Latina frente a la década de los noventa", *Estrategia Económica y Financiera*, núm. 144, junio.
1990. "Población y gasto social", en *Población y desarrollo*, Bogotá: CEDE.
1990. "Responsabilidad social del administrador público", con Molina, C. Comisión Presidencial para la Reforma de la Administración Pública del Estado Colombiano, *Cómo democratizar el Estado colombiano*, Bogotá: Ministerio de Gobierno.
1990. "Trends in Latin American Development", en Fukuchi, T. y Kagami, M., *Perspectives on the Pacific Basin Economy: A Comparison of Asia and Latin America*, Tokyo: Institute of Developing Economies.
1991. (Coautor y ed.). *Long-Term Trends in Latin American Economic Development*, Washington: BID.
1991. "La financiación de la Educación Superior", en *Magíster en Dirección Universitaria, Finanzas de la Educación Superior*, Bogotá: Universidad de los Andes; FES.
1991. "Necesidad de privatización del sector eléctrico", en *Comisión Nacional de Energía, evaluación del sector eléctrico colombiano: 1970-1990*, Bogotá: CNE; Editorial Presencia.

1991. “Política macroeconómica y seguridad social”, en *La seguridad social: una reforma pendiente*, Bogotá: Fedesarrollo; Fasecolda.
1991. “Política social: prioridad de la década de los noventa”, en J. O. Melo (ed.), *Colombia hoy: perspectivas hacia el siglo XXI*, 14.^a edición, Bogotá: Siglo XXI Editores.
1991. “On the Absence of populism in Colombia”, en Dornbusch, R. y Edwards, S., *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, Washington: National Bureau of Economic Research.
1992. “Comparación de la inversión en el metro y gasto social en Bogotá”, en Guhl, E. y Pachón, A., *Transporte masivo en Bogotá*, Bogotá: Fonade.
1992. “Teoría de la privatización en Colombia”, en: *Privatización y reprivatización en Colombia: teoría y práctica*, Bogotá, ANIF.
1992. “Un plan de desarrollo humano de largo plazo para Colombia”, con Lora, E. y Molina, C., *Coyuntura Social*, núm. 6.
1993. *Colombia ante la economía mundial*, Bogotá: Tercer Mundo Editores; Fedesarrollo.
1993. “Competencia y desarrollo económico”, *Revista Planeación y Desarrollo*, vol. 24, núm. 2, mayo-agosto.
1993. “El Consejo Nacional de Política Económica y Social y la planeación en Colombia”, *Revista Planeación y Desarrollo*, vol. 24, núm. 1, enero.
1993. “Entrada de capitales, diferenciales de interés y narcotráfico”, en M. Cárdenas y L. J. Garay (eds.), *Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina*, Bogotá: Tercer Mundo Editores; Fescol.
1993. “Inestabilidad macroeconómica y progreso social”, con Cárdenas, M., *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 23, junio.
1993. *Tendencias a largo plazo en el desarrollo económico de América Latina*, Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.
1994. “Autonomía del Banco de la República”, en O. L. Acosta e I. Fainboim (eds.), *Las reformas económicas del gobierno del presidente Gaviria: una visión desde adentro*, Bogotá: Minhacienda.
1994. *Economic and Political Transitions in Latin America: The Interplay Between Democratisation and Market Reforms*, con Cavarozzi, M. y Nelson, J. M., San Francisco: ICS Press.
1994. “La brecha tecnológica y las universidades”, *Externadista*, núm. 2.
1995. “Educación y crecimiento económico”, en *Misión Ciencia, Educación y Desarrollo*, tomo 7, Bogotá: Imprenta Nacional.
1995. “Macroeconomic Instability and Social Progress”, con Cárdenas, M., en R. Dornbusch y S. Edwards, *Reform, Recovery and Growth*, Chicago: The University of Chicago Press.

1996. "Historia de la planeación en Colombia", *Revista Planeación y Desarrollo*, vol. 18, núms. 3-4, septiembre-diciembre.
1996. "La cuenta de capitales durante un proceso de liberación económica", en *Cemla, septuagésimo aniversario del Banco Central de Chile*, México: Cemla.
1996. *La importancia del desarrollo rural en el desarrollo económico colombiano en los últimos veinte años*, Bogotá: Fondo DRI.
1996. "Política económica e instituciones", en *Institute of Latin American Studies, The Colombian Economic Model: Institutions Performance and Prospects*, London University.
1997. "Banco central independiente y democracia", *Cuadernos de Economía*, semestre II.
1997. Comentario a un artículo de Amartya Sen, "Development Thinking at the Beginning of the XXI Century", en Emmerij, L., *Economic and Social Development into the XXI Century*, Washington: IDB.
1997. "El valor del poeta", *Revista Casa Silva*.
1997. "Instituciones políticas y desarrollo económico", en *Conservatismo colombiano, economía social de mercado y lucha contra la pobreza*, Medellín: Partido Conservador Colombiano.
1998. "Comparaciones entre la política educativa en Asia y América Latina", *Desarrollo y Sociedad*, núm. 41, marzo.
1999. ¿Para dónde va Colombia? Coloquio con Alfonso López Michelsen, Belisario Betancur, Fernando Chaparro, Bogotá: Tercer Mundo Editores; Colciencias.

PRIMERA DÉCADA DEL SIGLO XXI

2000. "Estrategia para cerrar la brecha fiscal", *Borradores de Economía*, núm. 162.
2000. "La opinión pública y la política cambiaria: el caso colombiano", con Fernández, C., *Coyuntura Económica*, vol. XXX, núm. 3, septiembre.
2000. "Política económica en internacionalización de la economía colombiana", en Tangarife, A. E., *Globalización en la economía colombiana*, Bogotá: Ecoandinos.
2001. *Empleo y economía*, Bogotá: Banco de la República.
2001. *Ukiyo-E y el legado del grabado japonés*, Bogotá: Banco de la República.
2002. "Debates on the Effects of Macroeconomic Policy on Poverty", en Abel, C. y Lewis, C. M., *Exclusion and Engagement*, London: Institute of Latin American Studies.
2002. (Dir.) *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Banco de la República; Fondo de Cultura Económica.
2007. "Precios y salarios urbanos en el siglo XIX", *Documentos CEDE*, núm. 25.

2008. “Los eslabonamientos y la historia económica de Colombia”, *Desarrollo y Sociedad*.
2008. *50 años de Planeación Nacional*, Bogotá: DNP.
2009. *La viabilidad de una política de salarios en Colombia*, con Rodríguez, M., Rodríguez, C. y Sánchez, J., Bogotá: Universidad de los Andes.
- 2010 “La enfermedad que no fue”, en *BP Colombia: 20 años de alianza en Cusiana y Cupiagua*.
2012. *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, con Llano, J., Bogotá: Universidad de los Andes.
2010. *Reforma de derechos sindicales y desarrollo*, Colección CEDE, Bogotá: Universidad de los Andes.

ARTÍCULOS

En la *Revista del Banco de la República*, de 1993 en adelante:

- 1993, octubre. “Conocimiento y crecimiento económico”, núm. 792, Nota Editorial.
- 1993, noviembre. “La relación entre salarios y precios en Colombia”, núm. 805, Nota Editorial.
- 1995, marzo. “La estrategia de estabilización de la Junta del Banco de la República 1990-94”, núm. 809, Nota Editorial.
- 1996, junio. “Origen y vigencia de los programas de desarrollo rural integrado”, vol. 69, núm. 824.
- 1996, agosto. “Hacia la aceleración del crecimiento económico”, núm. 826, Nota Editorial.
- 1998, agosto. “Historia del Banco de la República y la inflación”, con Pontón, A., vol. LXXXI, núm. 850.
- 1999, febrero. “Avances en el proceso de integración andina”, vol. 72, núm. 856.
- 1999, mayo. “Antecedentes de la recesión y estrategia de reactivación”, núm. 859.
- 2000, enero. “Políticas para evitar burbujas especulativas en finca raíz”, núm. 867.
- 2001, agosto. “El impacto de los programas de intervención para la niñez sobre el crecimiento económico y la igualdad”, núm. 886.
- 2001, octubre. “Proceso de toma de decisiones para las políticas monetarias y cambiarias”, núm. 888.
- 2002, mayo. “Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década”, núm. 895.
- 2002, septiembre. “Las instituciones y el desarrollo económico”, núm. 899.
- 2002, diciembre. “La coordinación de la política económica”, núm. 902.
- 2003, junio. “Lecciones del siglo XX en el manejo monetario de las crisis”, núm. 908.