



Tres banqueros centrales



Adolfo Meisel Roca
María Teresa Ramírez G.
(editores)

Tres banqueros centrales



Banco de la República

Adolfo Meisel R.
María Teresa Ramírez G.
(Editores)

Tres banqueros centrales

Roberto Steiner
Salomón Kalmanovitz
Leonardo Villar



Banco de la República

Tres banqueros centrales / Roberto Steiner, Salomón Kalmanovitz, Leonardo Villar, Francisco José Ortega Acosta, Miguel Urrutia Montoya, José Darío Uribe Escobar ; prólogo María Teresa Ramírez Giraldo, Adolfo Meisel Roca. -- Bogotá : Banco de la República, 2017. 420 páginas ; 22 cm.

ISBN 978-958-664-367-2

1. Banco de la República (Bogotá) - Historia 2. Banco de la República (Bogotá) - Actividades 3. Bancos de emisión - Historia - Colombia I. Uribe Escobar, José Darío, 1958- , autor II. Urrutia Montoya, Miguel, 1939- , autor III. Steiner, Roberto, autor IV. Ortega Acosta, Francisco José, 1938-1994 V. Villar Gómez, Leonardo, autor VI. Kalmanovitz Krauter, Salomón, 1943- , VII. Ramírez Giraldo, María Teresa, prologuista VIII. Meisel Roca, Adolfo, 1954- , prologuista IX. Tit. 332.1109861 cd 21 ed. A1583543

CEP-Banco de la República-Biblioteca Luis Ángel Arango

Octubre de 2017

ISBN 978-958-664-367-2

Carátula:

Diseño de cubierta

Asesores Culturales S. A. S.

Fotografía Francisco Ortega: Banco de la República.

Fotografías Miguel Urrutia y José Darío Uribe: Banco de la República, Guillermo Restrepo Cervantes.

Corrección de estilo

Asesores Culturales S. A. S.

Armada electrónica y finalización de arte

Asesores Culturales S. A. S.

Impresión

La Imprenta Editores S. A.

Las opiniones expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

CONTENIDO

ix	Prólogo Adolfo Meisel Roca y María Teresa Ramírez G.
1	Francisco José Ortega: destacado académico, visionario banquero central Roberto Steiner
71	Artículos seleccionados
71	Evolución reciente del sector financiero
101	Explicaciones y comentarios a la reforma del Estatuto Cambiario
117	El Banco de la República en el nuevo régimen monetario
135	Evolución y políticas de administración de las líneas de crédito externo para el sector privado
153	Miguel Urrutia como banquero central Salomón Kalmanovitz
195	Artículos seleccionados
195	Historia del Banco de la República y la inflación
227	Antecedentes de la recesión y estrategia de reactivación
241	Políticas para evitar burbujas especulativas en finca raíz
261	Lecciones del siglo XX en el manejo monetario de las crisis
271	Jota Uribe: Artífice de la estrategia de inflación objetivo y la política monetaria contracíclica en Colombia Leonardo Villar
309	Artículos seleccionados
309	Inflación y crecimiento económico en Colombia: 1951-1992
327	La implementación del régimen de meta de inflación en Colombia Javier Gómez, José Darío Uribe, Hernando Vargas
391	Manejo de los flujos de capital en los mercados emergentes: el caso de Colombia

PRÓLOGO

Adolfo Meisel Roca
María Teresa Ramírez G.

En los últimos años los aportes de los economistas que siguen la orientación institucionalista, iniciada por autores como el premio nobel Douglas C. North, han ejercido una gran influencia en la academia. Esa orientación señala que a largo plazo lo que determina el comportamiento económico de los países es la calidad de las instituciones, entendidas no como las organizaciones, sino como las reglas de juego y los incentivos para las acciones de los individuos en la sociedad.

Sin embargo, a menudo ese énfasis estructuralista nos hace olvidar que las instituciones son solo una especie de senderos que orientan, limitan o incentivan la ruta que siguen los agentes económicos, pero son siempre y en todas partes los individuos, con mayores o menores márgenes, los que actúan. Por esa razón, la calidad y las características del liderazgo son dimensiones sociales relevantes en el desempeño de los países y las organizaciones.

En este libro presentamos los perfiles profesionales, y algo sobre sus características personales, de los tres últimos gerentes generales del Banco de la República, una de las entidades económicas más influyentes en Colombia en el último siglo. Nos referimos a Francisco Ortega, Miguel Urrutia y José Darío Uribe. Estos perfiles fueron analizados por los economistas Roberto Steiner, Salomón Kalmanovitz y Leonardo Villar. Los tres gerentes mencionados se caracterizan por su larga trayectoria en la institución, el prestigio profesional y su reconocimiento en la sociedad colombiana e incluso en el exterior. La solidez del liderazgo de los gerentes ha sido parte importante del prestigio que ha tenido el Banco de la República desde su fundación en 1923.

La razón para haber escogido los personajes que se incluyen en este libro es la de haber tenido ellos que ver con una nueva etapa en la historia del Banco, la autonomía que le concedió la Constitución Política de 1991. También se tuvo en cuenta una de orden práctico: los tres tuvieron una trayectoria laboral muy larga, pero reciente, en el Banco de la República, razón por la cual muchas personas están familiarizadas con sus actuaciones y manera de pensar y por lo tanto había información abundante de primera mano para hacer esos ensayos. Por eso mismo, se dificultaría hacer hoy en día algo equivalente para los primeros gerentes; sin embargo, al analizar la información general con la cual se cuenta para los once gerentes generales anteriores a los tres tratados en profundidad en este libro, se observa que como grupo comparten características comunes que vale la pena resaltar y discutir con más detalle: su larga vinculación a la institución, su prestigio

profesional y personal, la gran experiencia que tenían cuando llegaron al cargo y su extensa permanencia en él.

Lo primero que llama la atención al analizar el grupo de personas que han ocupado la gerencia general del Banco de la República desde 1923 es el tratarse de un conjunto muy reducido: trece en propiedad y uno que estuvo encargado durante once meses; ello implica una duración promedio de 6,7 años por gerente general, hecho no tan común en otros bancos centrales latinoamericanos. Como se observa en el Cuadro 1, en el otro extremo del caso colombiano se encuentra Argentina, con 59 presidentes desde su fundación en 1935, lo cual arroja un promedio de duración de 1,37 años en el cargo.

CUADRO 1
DIRECTORES DE BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA, Y SU DURACIÓN

NOMBRE DEL BANCO	PAÍS	FECHA DE FUNDACIÓN	NÚMERO DE GERENTES/ PRESIDENTES/GOBERNADORES	DURACIÓN PROMEDIO (AÑOS)
Banco Central de la República de Argentina	Argentina	1938	59	1,37
Banco Central de Bolivia	Bolivia	1928	53	1,4
Banco Central de Chile	Chile	1926	31	2,8
Banco de la República de Colombia	Colombia	1923	14	6,7
Banco de México	México	1925	14	6,5
Banco Central de Reserva del Perú	Perú	1922	28	3,4
Promedio			33,17	3,7

Nota: Argentina, Bolivia, Chile y Perú utilizan la figura de presidente como autoridad máxima; México la de director general de 1925 a 1994 para luego pasar a la de gobernador, y finalmente, Colombia utiliza la de gerente general.

Fuentes: Argentina: presidentes anteriores del BCRA, Banco Central de la República de Argentina; Bolivia: presidentes del Banco Central de Bolivia, Banco Central de Bolivia; Chile: nómina de autoridades desde su fundación, Banco Central de Chile; Colombia: Banco de la República de Colombia; México: Fernando Chávez G. (2004). "El Banco de México, 1994-2004 (seis notas para entender su historia reciente)", *El Cotidiano*, vol. 20, núm. 126, julio-agosto, Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco, Distrito Federal, México; Perú: *Historia de las autoridades del Banco Central de Reserva del Perú desde 1922*, Banco Central de Reserva del Perú.

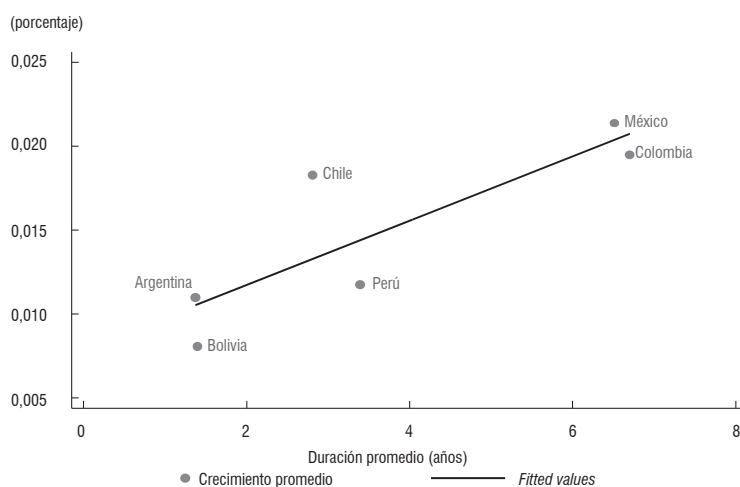
En el Gráfico 1 se aprecia la correlación entre los años de duración promedio de la cabeza del banco central y el crecimiento anual promedio del PIB per cápita real desde su respectiva fundación, la cual es claramente positiva. Aunque se trata de solo seis observaciones y por tanto el resultado no es estadísticamente robusto, lo presentamos por ser llamativo.

En el Cuadro 2 se resumen los datos principales de los catorce gerentes generales que ha tenido el Banco de la República desde su fundación. Varias características merecen un comentario. La primera es el origen regional; el mayor número (cinco), proviene de Bogotá; le siguen Manizales (tres) y Medellín (dos). Pero llama la atención que de Antioquia y la zona de colonización antioqueña ha habido un total de ocho gerentes (Medellín, Envigado, Manizales, Armenia,

Cartago); ello es un reflejo del enorme poder económico y político que adquirió esa región del país con el ascenso de la economía cafetera después de 1910. La hegemonía durante el siglo XX —sobre todo hasta mediados de él— de personas oriundas de esa zona, coloquialmente conocidas como paisas, en el manejo de la política económica colombiana, se vio también en la gran cantidad de ministros de Hacienda y en la dirección de instituciones como la Federación Nacional de Cafeteros y la Asociación Nacional de Industriales (ANDI)¹.

GRÁFICO 1

CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PIB PER CÁPITA DESDE LA FUNDACIÓN DEL BANCO CENTRAL HASTA 2010 Y DURACIÓN PROMEDIO DE LOS GERENTES DEL BANCO CENTRAL



Fuente: The Maddison Project (2013); cálculos de los autores.

Nota: el proyecto Maddison no cuenta con el PIB per cápita de Bolivia para 1927, por lo cual se toman los datos disponibles desde 1945.

¹ En el siglo XX un total de 29 ministros de Hacienda fueron de Antioquia o la zona de colonización antioqueña, lo cual equivale al 36,3% de los ministros de Hacienda que tuvo el país en el siglo XX; véase Adolfo Meisel Roca (2012), “¿Quién manda aquí? Poder regional y participación de la costa Caribe en los gabinetes ministeriales, 1900-2000”, *Cuadernos de Historia Económica y Empresarial*, núm. 31, CEER, Banco de la República, Cartagena, abril. En el caso de la ANDI, desde su fundación en 1944 hasta 2013 todos sus presidentes habían sido de Antioquia y la zona de colonización antioqueña.

CUADRO 2

LISTA DE GERENTES GENERALES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, 1923-2016

NOMBRE	LUGAR DE NACIMIENTO	FECHA DE NACIMIENTO	FECHA DE DEFUNCIÓN	AÑO EN EL QUE ENTRÓ AL BANCO	PROFESIÓN	UNIVERSIDAD DONDE CURSÓ PREGRADO	TIEMPO EN LA GERENCIA
José Joaquín Pérez	Bogotá	1860	1937	21 de julio de 1923			21 de julio de 1923 a 1924
Félix Salazar Jaramillo	Manizales	1870	1950	7 de enero de 1924			7 de enero de 1924 a 1927
Julio Caro	Bogotá	1880	1947	5 de marzo de 1924			1927 a 20 de septiembre de 1947
Luis Ángel Arango	Medellín	1903	1957	27 de noviembre de 1939	Abogado	Universidad del Rosario	11 junio de 1947 a 13 de enero de 1957
Carlos Mario Londoño	Envigado	1918	1991	22 de enero de 1957	Abogado	Universidad Pontificia Bolivariana	22 de enero de 1957 a 12 de junio de 1957
Ignacio Copete Lizarralde	Cartago	1916	1988	12 de febrero de 1947	Abogado	Universidad Nacional	18 de noviembre de 1957 a 29 de febrero de 1960
Jorge Cortés Boshell	Bogotá	1926	2012	5 de julio de 1946			Gerente encargado, 17 de febrero de 1960 a 15 de diciembre de 1960
Eduardo Arias Robledo	Manizales	1918	1983	23 de julio de 1951	Economista y abogado	Universidad Católica Bolivariana	2 de enero de 1961 a 31 de enero de 1970
Germán Botero de los Ríos	Manizales	1919	1996	1 de octubre de 1950	Abogado	Universidad Nacional	1 de febrero de 1970 a 1 de septiembre de 1978
Rafael Gama Quijano	Viotá	1925	2008	22 de noviembre de 1948	Contador público		31 de agosto de 1978 a 29 de agosto 1982
Hugo Palacios Mejía	Armenia	1942		27 de agosto de 1975	Economista	Universidad Javeriana	30 de agosto de 1982 a 27 de septiembre de 1985
Francisco Ortega	Bogotá	1938	1993	octubre de 1976	Economista	Universidad de los Andes	septiembre de 1985 a febrero de 1993
Miguel Urrutia	Bogotá	1939		enero de 1969 y julio de 1991	Economista	Universidad de Harvard	febrero de 1993 a diciembre de 2004
José Darío Uribe	Medellín	1958		septiembre de 1993	Economista y administrador	Universidad de Antioquia, Eafit, Universidad de los Andes	enero de 2005 a diciembre de 2016

Fuente:

Excepto los dos primeros gerentes, que no podían tener una carrera laboral en el Banco anterior a su nombramiento como gerentes pues la institución era nueva, la mayoría de ellos han tenido un desempeño previo en la entidad. Sin embargo, habría que decir que el segundo gerente, Félix Salazar Jaramillo, tenía experiencia bancaria, pues había sido gerente del Banco Central durante el gobierno de Rafael Reyes y además estaba muy al tanto de lo que era el Banco de la República, ya que fue ministro de Hacienda en 1922-1923. Los otros dos gerentes sin experiencia previa y directa en el Banco de la República al ser nombrados gerentes generales fueron Carlos Mario Londoño y Hugo Palacios Mejía. Ambos llegaron al banco emisor en circunstancias un tanto singulares: el primero fue nombrado por muerte de Luis Ángel Arango, durante la dictadura de Rojas Pinilla; asumió como gerente el 22 de enero de 1957, pero el 10 de mayo de ese año derrocaron a Rojas Pinilla, así que el 13 de junio Londoño renunció al cargo².

También Hugo Palacios Mejía llegó a la Gerencia General del Banco de la República sin una vinculación laboral previa y, al igual que Londoño, su nombramiento tuvo unas condiciones especiales. Palacios era un abogado-economista que había sido viceministro de Hacienda y tenía una maestría en Economía por la Universidad de Vanderbilt, en los Estados Unidos; además, contaba con amplios conocimientos sobre el tema fiscal. Sin embargo, el cargo al cual aspiraba Palacios en 1982 no era la Gerencia del Banco, sino el Ministerio de Hacienda; había sido jefe del equipo económico del recién elegido presidente de la república, Belisario Betancur, y tanto él como sus allegados esperaban que fuera el ministro de Hacienda. Por razones políticas, el presidente Betancur quiso nombrar en ese cargo a un miembro del Partido Liberal y se lo ofreció a Fabio Echeverri Mejía, en ese entonces presidente de la ANDI; como este no aceptó, Betancur nombró a Édgar Gutiérrez Castro y le ofreció la Gerencia del Banco de la República a Hugo Palacios. Finalmente, en septiembre de 1985 Belisario Betancur designó a Palacios como su segundo ministro de Hacienda, en remplazo de Édgar Gutiérrez.

El gerente del Banco de la República que más tiempo estuvo en el cargo fue Julio Caro de Narváez; hijo del presidente de Colombia y autor de la Constitución de 1886, Miguel Antonio Caro, antes de ingresar al Banco de la República, en 1924, había sido funcionario del Banco de Colombia durante veintitrés años y al retirarse ocupaba el cargo de segundo secretario. Caro fue gerente del Banco desde 1927 hasta 1947.

² Debe señalarse que quien designaba formalmente al gerente en esa época era la Junta Directiva del Banco de la República, presumiblemente con el consentimiento o por solicitud del presidente de la república. También; que Carlos Mario Londoño tenía una trayectoria profesional idónea; era abogado especialista en Derecho Mercantil, había sido secretario económico de la Presidencia de la República y al momento de la designación era gerente del Banco Central Hipotecario.

Entre todos los gerentes el que tuvo una vinculación laboral durante más tiempo en el Banco fue Rafael Gama Quijano, quien entró en 1948 y trabajó hasta 1982, es decir, 33 años y 9 meses. Gama es ejemplo sobresaliente de una persona que se formó profesionalmente en la institución; ingresó al Banco a los 22 años de edad y realizó sus estudios de contaduría siendo funcionario; los primeros cargos que ocupó fueron en los primeros niveles de la parte operativa y poco a poco su capacidad de trabajo, inteligencia y carácter hicieron que fuera ascendiendo hasta llegar a la primera posición en 1978³.

Después de los tres primeros gerentes, personas con bastante experiencia en los temas bancarios y financieros pero aparentemente sin títulos universitarios, casi todos los demás han sido profesionales. A partir de Luis Ángel Arango predominan los abogados con tendencia en conocimientos sobre temas económicos y bancarios, por ejemplo: Luis Ángel Arango escribió su tesis de derecho acerca de los bancos de emisión⁴.

A partir de Francisco Ortega los gerentes han sido economistas, con estudios de posgrado en el exterior; en el caso de Ortega, maestría; y en los de Urrutia y Uribe, con Ph. D.

El grupo de quienes han ocupado la Gerencia del Banco de la República a lo largo de su historia se destaca por el grado de preparación y experiencia con la cual llegaron al cargo. Son ejemplo de funcionarios públicos con altísimos estándares profesionales y personales; representan, por tanto, una parte esencial de los factores que llevaron a los logros de este banco central, que fue el segundo creado en América Latina y que ya se acerca a los cien años.

³ En enero de 1949 el sueldo de Rafael Gama era de COP 258, mientras que el del gerente general de la época, Luis Ángel Arango, era de COP 4.200 (hojas de vida de Rafael Gama y Luis Ángel Arango, Banco de la República).

⁴ Luis Ángel Arango (1924). *Bancos de emisión. Su establecimiento en Colombia*, Bogotá: Minerva. Estudio presentado a la Universidad Nacional de Colombia para optar al título de doctor en Derecho y Ciencias Políticas. El presidente de la tesis fue Miguel Abadía Méndez, quien sería presidente de Colombia entre 1926 y 1930.

FRANCISCO JOSÉ ORTEGA: DESTACADO ACADÉMICO, VISIONARIO BANQUERO CENTRAL

Roberto Steiner*

* Agradezco la excelente colaboración de Juan Camilo Medellín y los comentarios y sugerencias de Juan Carlos Jaramillo, Néstor Humberto Martínez, Adolfo Meisel y Sergio Clavijo. En la elaboración de este trabajo sostuve conversaciones, que agradezco profundamente, con Beatriz de Ortega, César Gaviria, Juan Carlos Jaramillo, Miguel Urrutia, Armando Montenegro, Cecilia López, Rafael Prieto, Rafael Isaza, Ivonne Hatty y Harry Child.

Investigador Asociado de Fedesarrollo.



Francisco José Ortega

INTRODUCCIÓN

La Constitución Política de 1991 dio vida al Banco de la República (BdR) que conocemos hoy día. Como la mayor parte de bancos centrales modernos, el Banco goza de independencia política y de autonomía patrimonial y técnica; es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, y tiene el mandato de mantener estable la capacidad adquisitiva del dinero. Reemplazó a un banco altamente dependiente del Gobierno, que de oficio financiaba al sector privado no financiero, con frecuencia también al sector público, y que además administraba un rígido control de cambios.

Los cambios efectuados en 1991 y los logros alcanzados por el nuevo BdR han sido discutidos por varios autores¹. Un aspecto particularmente interesante, y que a nuestro juicio no ha recibido la suficiente atención, tiene que ver con el hecho de que este profundo cambio institucional no emanó de una situación de crisis, no fue producto de la imposición de algún organismo internacional, tampoco fue el resultado de promesas hechas en una campaña electoral². Como discutimos más adelante, la reforma de 1991 fue concebida en el Banco, bajo el liderazgo de Francisco Ortega. Fue Ortega quien hizo el ‘trabajo político’ con los miembros de la Asamblea Constituyente; fue él el encargado de conducir el Banco durante

¹ El proceso de reforma se describe, entre otros, en Lora (1991), Perry (1991), Steiner (1995) y Edwards y Steiner (2008). Evaluaciones del desempeño del Banco post-1991 incluyen a Kalmanovitz (1997), Alesina, Carrasquilla y Steiner (2002), y Urrutia (2005).

² Sobre la economía política de las reformas estructurales, ver Williamson (1994). Para una aplicación a Colombia del enfoque propuesto por Williamson, ver Edwards y Steiner (2008).

la transición³; y, de no haber sido por su precaria salud, estaba destinado a ser el primer gerente del nuevo banco emisor⁴.

Resulta llamativo, por no decir paradójico, que quien lideró con éxito el ‘viejo’ Banco tuviese un papel tan significativo en la concepción del ‘nuevo’. Evidentemente, hubo una evolución en el pensamiento de Ortega y en su manera de interpretar la economía. Pasó de ser un economista de perfil intervencionista a convertirse en uno más cercano al libre mercado, a la ortodoxia monetaria. Es esta evolución de pensamiento la que se tratará de interpretar a partir de un repaso de su carrera académica, su trabajo investigativo, sus conductas gerenciales y su decidido apoyo a la formación de toda una generación de economistas.

Mostraremos cómo algunas de las características del nuevo Banco —por ejemplo, la prohibición a extender crédito de emisión al Gobierno y la de excluir a los “ministros del gasto” del diseño de la política monetaria— rondaban la mente de Ortega y de otros desde antes de 1991. Otras dimensiones del nuevo Banco —a saber, su independencia política, patrimonial y técnica— tuvieron que ver con la intención de poner al BdR a tono con lo que estaba sucediendo en varias democracias occidentales y con evitar interferencias indebidas del Gobierno en los asuntos monetarios, como había sucedido en 1984. Por supuesto, lo visionario tiene límites: mostraremos a un Ortega cauteloso en lo referente a la ‘apertura económica’, a la remoción del control de cambios, a la libre flotación de la tasa de cambio y a la posibilidad de que el banco central se abstuviese por completo de otorgar crédito de fomento.

Ortega será por siempre recordado como la figura central en la reforma al BdR en 1991. Siendo ese su mayor logro como *policy-maker*, es importante dejar constancia de que, antes de vincularse a la Junta Monetaria (JM) y al BdR, desarrolló una destacada actividad académica en el Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE) y en la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes. En este trabajo reseñaremos las principales investigaciones de Ortega, el académico. También mencionaremos brevemente el preponderante papel que a su paso por el BdR desempeñó en la formación de la tecnocracia colombiana.

Dejaremos a otros narrar aspectos más íntimos de la vida de Ortega, incluidos su gusto por el motociclismo y su inquebrantable pasión por Millonarios. Este

³ La nueva Constitución se promulgó el 7 de julio de 1991. El Gobierno designó, con carácter temporal, la nueva Junta Directiva del BdR para suceder a la Junta Monetaria el 25 de julio de 1991. La Ley 31 se aprobó el 29 de diciembre de 1992. Miguel Urrutia fue elegido como gerente general, en reemplazo de Francisco J. Ortega, el 19 de febrero de 1993, mes en el cual se ratificó al resto de los miembros de la Junta Directiva (a excepción de Néstor Humberto Martínez, quien se marcharía al BID; lo reemplazó Óscar Marulanda).

⁴ Ver *El Tiempo* (21 de febrero de 1993, “Creía en la apertura gradual”).

último defecto lo comparte quien esto escribe y explica en gran medida por qué, además de haber sido mi jefe y mentor, también fue mi amigo. Así las cosas, este trabajo no pretende dar una visión plenamente objetiva de la vida de Pacho Ortega, recordado por quienes tuvimos el privilegio de trabajar a su lado no solo por sus capacidades profesionales, sino, sobre todo, como ejemplo de integridad y calidad humana.

A. DÍAS TEMPRANOS (1955-1964)

Francisco José Ortega nació en Bogotá el 2 de julio de 1938. Hijo de Francisco Ortega y de Elvira Acosta, fue el mayor de cinco hermanos. Luego de graduarse de Bachiller en el Liceo de Cervantes en 1955⁵, ingresó a la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes. En dicha facultad, cuyo decano era Hernán Echavarría Olózaga, tomó, entre otros, cursos de Comercio Internacional, Legislación Comercial, Ingreso Nacional, Finanzas Públicas, Moneda y Bancos, Economía Agrícola y Teoría del Crecimiento.

En 1959 tiene su primera experiencia laboral, como estadígrafo, en el BdR, cuya Gerencia la ocupaba Jorge Cortés Boshell. El trabajo en el que Ortega participa fue la publicación en 1960 de las cuentas nacionales 1950-1959. En este esfuerzo se contó con la asistencia técnica de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) y se adoptaron la metodología y las definiciones propuestas por las Naciones Unidas.

Ortega se gradúa en la universidad el 10 de diciembre de 1960, con un destacado promedio de 3,4 sobre 4⁶, y junto con él, siete personas más, entre ellas Rafael Isaza Botero, amigo y colaborador por el resto de su vida⁷. Una vez obtenido el título de economista, se vincula como agregado de investigación al CEDE⁸. En 1962, con una beca otorgada por la Fundación Rockefeller, viaja a Nashville, Tennessee, para adelantar una maestría en Economía, en la

⁵ Uno de sus compañeros en el Cervantes, el reputado arquitecto Harry Child Williamson, recuerda a Ortega como “una persona sencilla, tímida y muy seria”.

⁶ Tiempo después, en el prólogo al libro *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Jorge Ruiz Lara, uno de sus mentores, recordará a Ortega como su alumno distinguido.

⁷ Sus demás compañeros fueron Antonio González, Santiago Madriñán, Rodolfo Liscano, Joaquín Serge Funck, Fernán Villegas y Jaime Zuleta.

⁸ Los agregados hacían parte de un programa de la Facultad de Economía que constaba de tres etapas: realizaban labores de investigación en el CEDE; luego iban al exterior a hacer posgrados, financiados primero por la Fundación Rockefeller y luego por la Fundación Ford; finalmente, volvían al país y se vinculaban a la planta docente de la Facultad.

Universidad de Vanderbilt, donde cursó un programa que se concentraba en temas de desarrollo⁹.

Finalizando su maestría, decide elaborar su tesis sobre asuntos de distribución regional del ingreso, bajo la asesoría de Jorge Ruiz Lara¹⁰. La fuente de información utilizada fue el total de cheques pagados en las principales ciudades. Para Ruiz Lara el tema de tesis resultaba tan interesante y novedoso que ofreció financiarla con fondos del CEDE e incluso publicarla. En una elogiosa carta a Ortega, Ruiz Lara le manifestaba:

[...] para un proyecto de investigación de este tipo sería imposible lograr la perfección, ya que el Banco de la República, con todos los recursos que tiene dedicados a esta labor, no ha hecho, hasta la fecha, estimaciones del ingreso regional de Colombia. Creo que usted podría hacer una contribución original de mucha utilidad en este campo. Si es así, el Centro publicaría los resultados de su trabajo. (22 de octubre de 1962)

Ortega regresa de Nashville en 1964 y se vincula al CEDE. En octubre de dicho año contrae matrimonio con Beatriz López, en Maracaibo. Venezolana de nacimiento, Beatriz inició su maestría en Vanderbilt junto con Max Rodríguez, quien había sido alumno de Ortega en los Andes. Los compañeros de curso se hacen amigos y Max y su esposa Cecilia López la presentan con Ortega, quien ya terminaba su maestría. Beatriz se vincula al CEDE y dicta la cátedra de Estadística. En 1972 es una de los profesionales que se retiraron de los Andes a raíz de una prolongada huelga. Luego de estudiar Matemáticas en la Universidad Nacional, tuvo una distinguida carrera docente en varias universidades de Bogotá.

B. FRANCISCO JOSÉ ORTEGA COMO PROFESIONAL EN LA UNIVERSIDAD DE LOS ANDES

El común denominador de las investigaciones de Ortega en el CEDE fue el de haber contribuido a entender mejor el comportamiento económico de las familias colombianas. Constituyeron insumo importante para generar una política pública más estructurada y para la expansión de áreas de estudio por parte de otros

⁹ Ortega además fue admitido en la Universidad de Indiana, en Bloomington.

¹⁰ Ruiz Lara dirigió el CEDE entre 1962 y 1964. En 1964 se convirtió en el primer colombiano en obtener un Ph. D. en Economía, en su caso, en la Universidad de Illinois.

investigadores. Su primer trabajo en el CEDE, elaborado con Rafael Prieto¹¹ antes de terminar su maestría, fue “Colombia: proyecciones de población y métodos empleados”, publicado en 1962. Este estudio consistió en el cálculo de proyecciones de población por quinquenios, desde 1951 hasta 1975. La descomposición de la población se hizo por género, grupos de edad y urbana/rural, además de cálculos sobre la población económicamente activa. Las predicciones estaban basadas en el censo de 1951 y complementadas con datos sobre mortalidad y natalidad del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). La metodología implementada se conoce como el ‘método de los componentes’, técnica que en aquel tiempo recomendaba la Organización de las Naciones Unidas (ONU).

En 1966 Ortega es nombrado director del CEDE en reemplazo de Miguel Urrutia, quien había asumido el cargo de secretario general del Ministerio de Hacienda¹². Sus responsabilidades administrativas no lo distrajeron de su pasión por la investigación. El siguiente estudio que adelantaría en el CEDE sería *Investigación sobre el ingreso y distribución del gasto familiar urbano en Colombia: Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla*, publicado en 1967, una vez más en coautoría con Rafael Prieto. Este trabajo, que formó parte del Programa de Estudios Conjuntos de Integración Económica Latinoamericana (Eciel)¹³, consistió en el diseño de la muestra, la encuesta piloto y la evaluación del trabajo de campo. Para destacar, la vinculación al proyecto de las universidades del Valle, Antioquia y Atlántico. La financiación estuvo a cargo del Departamento Administrativo de Planeación (hoy DNP), el BdR y el Instituto Colombiano de la Reforma Agraria (Incora). El estudio fue pionero en tres dimensiones: i) arrojó las primeras estimaciones para Colombia de las funciones de consumo y

¹¹ Rafael Prieto se graduó como economista en la Universidad del Atlántico e hizo su máster en los Andes. Se vinculó al BdR en 1972; en 1979 fue nombrado subgerente de Investigaciones Económicas y en 1986 asumió como auditor.

¹² Mientras Ortega fue director el promedio de investigadores vinculados al CEDE fue de diecinueve. Fajardo *et al.* (2008) documentan que a lo largo del período 1963-1977 hubo un cambio estructural en la distribución de los investigadores por nivel máximo de educación. Mientras en años anteriores a este período los investigadores con maestría tan solo representaban el 20% de la planta, a lo largo del período 1963-1977 alcanzaron a ser el 60%. De igual forma, durante la directriz de Ortega el número de investigaciones anuales pasó de cinco a once.

¹³ La coordinación del Programa Eciel estaba a cargo de la Brookings Institution, con sede en Washington. Además del CEDE, participaron en el programa, entre otros, el Instituto Torcuato DiTella, la Fundación Getulio Vargas, El Colegio de México y el Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile.

cálculos de elasticidades al ingreso¹⁴; ii) produjo información sobre la distribución de ingresos urbanos, y iii) determinó la estructura de gastos para distintas categorías de bienes.

Ortega es nombrado decano de la Facultad de Economía en 1968, en reemplazo de Eduardo Wiesner, quien en 1965 había fundado la maestría en Economía (PEG)¹⁵. En el CEDE y la Facultad laboraban reconocidos economistas, entre otros: Roberto Junguito, Rafael Prieto, Álvaro López, Rodolfo Heredia, Roberto Villaveces, Rafael Isaza, Manuel Ramírez, Bernardo Kugler, Álvaro Reyes, Roberto Cuca, Enrique Pérez, Víctor Contreras y José Manuel Hernández. Más allá de la formación de capital humano y la producción académica, Ortega tenía claro el papel de la investigación en función del desarrollo y, en consecuencia, las obligaciones del CEDE y la Universidad con respecto a la sociedad:

La universidad y sus investigadores deberán en líneas generales, acogerse a las prioridades dadas por la urgencia de desarrollo, las cuales se reflejan en parte en la asignación de fondos. Si se logra una conciliación de las dos tendencias se llegará a tener un uso adecuado de los recursos y con seguridad se tendrá una investigación altamente productiva orientada hacia los problemas más graves del país. Además, y como consecuencia de lo anterior, *se tendrá a la Universidad de los Andes mucha más vinculada al país y a su problemática, e irremediablemente comprometida en la formulación de soluciones.* (Ortega, 1969, énfasis añadido)

En 1969, en coautoría con Rafael Isaza¹⁶, Ortega publica el estudio *Encuestas urbanas de empleo y desempleo: análisis y resultados*, quizás el primero a escala nacional urbana sobre ocupación y desocupación, constituyéndose en precursor de la sección de empleo y desempleo en la *Encuesta de hogares* del DANE. Este informe caracteriza los rasgos más importantes de la población económicamente activa y cuantifica por primera vez las tasas de desempleo urbano. El proyecto fue financiado por el BdR, el DNP, la Fundación Rockefeller y la Universidad de los Andes. Las encuestas urbanas de empleo y desempleo se realizaron también

¹⁴ Para estimar las funciones de consumo fue necesario que Roberto Villaveces llevara a Brookings las más de 120.000 tarjetas IBM.

¹⁵ Rafael Isaza asumió como director del CEDE tras el paso de Ortega a la decanatura.

¹⁶ Rafael Isaza Botero, al igual que Rafael Prieto, habría de acompañar a Ortega durante prácticamente toda su vida profesional. Cuando Ortega viajó a Vanderbilt, Isaza fue a la Universidad de Oregon. Luego de su paso por el CEDE, se vinculó al BdR, donde habría de ocupar diversos cargos, incluido el de asesor de la Gerencia, siendo Ortega el gerente.

en Ibagué, Manizales, Popayán y Bucaramanga. Además de las universidades de Antioquia, Valle y Atlántico, se articularon al estudio el Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA) y las universidades de Caldas, Cauca e Industrial de Santander.

En 1970, junto con Rafael Prieto Durán y Roberto Villaveces¹⁷, Ortega recibe el prestigioso Premio Alejandro Ángel Escobar por el trabajo *Encuesta de presupuestos familiares en Barranquilla, Bogotá, Cali y Medellín*, elaborado en el CEDE y publicado en 1969 (fotos 1 y 2)¹⁸. Se trata de un estudio sobre la estructura del gasto urbano y la distribución del ingreso, tomando como unidad de muestra la ‘unidad familiar’. Este esfuerzo por cuantificar, desde la perspectiva de la demanda, las variables fundamentales de la economía —el ingreso, el gasto y el ahorro— era vanguardista en Colombia. Fueron encuestadas 1.720 unidades familiares en Bogotá, Barranquilla, Cali y Medellín. Un trabajo descomunal en términos de coordinación y administración, que contó con apoyo del Programa Eciel, que suministró asesoría técnica¹⁹ y financiación²⁰. La información recopilada se concentra en cuatro ejes temáticos: i) demografía; ii) distribución del gasto; iii) ocupación y distribución de los ingresos; iv) vivienda y sus características. Con esta nueva fuente de datos se abrió un área de estudio inexplorada en Colombia, que trascendió de manera decisiva en el campo investigativo y académico. A su vez, este proyecto tuvo repercusión inmediata en el ciudadano al proveer información detallada que permitió evaluar la incidencia de la pobreza y estimar la carga relativa de los impuestos a distintos niveles de ingreso.

A comienzos de 1970 Ortega publica *Índice de precios al consumidor: estacionalidad y tendencia*, en coautoría con Rafael Prieto y Hernando Guerra, trabajo elaborado en convenio con el DANE. Se estimaron los efectos sobre el índice de precios al consumidor (IPC) de los nuevos ponderadores de gastos, tomados de la encuesta de presupuestos familiares del CEDE. Las nuevas ponderaciones arrojaron diferencias crecientes entre el índice DANE y el estimado por el CEDE para el período 1961-1969. En carta dirigida al director del DANE, Ernesto Rojas, Ortega señalaría que

¹⁷ Roberto Villaveces estudió Economía en Harvard. Sufrió una profunda transformación profesional y durante muchos años ocupó la Subgerencia de Sistemas del BdR.

¹⁸ Este galardón, que se entrega desde 1955, premia investigaciones científicas de alta calidad. Entre otros, lo han recibido los economistas José Antonio Ocampo (1988), Juan Luis Londoño (1996) y Juan Camilo Cárdenas (2009).

¹⁹ En cabeza del profesor Robert Ferber, de la Universidad de Illinois.

²⁰ Además del Programa Eciel, la encuesta también recibió financiación del DNP y del Incora.

esta investigación ha tenido consecuencias muy valiosas para el CEDE, al permitir a sus investigadores familiarizarse con un problema muy práctico y de implicación diaria en la vida nacional como es este de precios. Pero no obstante las ventajas de orden propiamente investigativo que han sido muchas, tal vez el hecho que más vale la pena resaltar es que el estudio sea el fruto de los intereses comunes de dos instituciones, el DANE y la Universidad de los Andes a través del CEDE, donde la comunidad de ideas frente a los problemas nacionales ha permitido dar un paso que con seguridad tendrá repercusiones benéficas para la investigación y para el país. (13 de marzo de 1970)

C. ORTEGA EN LA JUNTA MONETARIA (1970-1975)

La JM se creó con la Ley 21 de 1963 y sus funciones fueron señaladas por el Gobierno mediante el Decreto Ley 2206 del mismo año. El motivo más importante para su creación fue la necesidad de estatizar el manejo monetario, para asegurarse de que prevaleciera el interés público sobre el privado. Desde 1951 las decisiones monetarias eran adoptadas por la Junta del Banco de la República, en su mayoría compuesta por representantes del sector privado. A partir de 1963 la Junta Directiva continuaría con sus funciones administrativas, mientras que la JM estaría encargada de las políticas monetarias, cambiarias y crediticias. De esta forma, la JM sería el organismo programador; el BdR, la entidad ejecutora²¹. Los miembros de la JM con voz y voto serían los ministros de Hacienda, de Desarrollo Económico y de Agricultura, el jefe del DNP y el gerente del BdR²². Tendría dos asesores, funcionarios permanentes de la Junta, de libre nombramiento y remoción por parte de esta. Su función consistiría en dar dictámenes técnicos e independientes. Desde la creación de la JM, el puesto de asesor sería ocupado por expertos de alto perfil técnico, con reconocida preparación académica.

El 15 de octubre de 1970 Ortega asumió como asesor de la JM en reemplazo de Miguel Urrutia, quien pasó a ser subgerente técnico del Banco²³. Ortega permanecería en dicho cargo hasta el 5 de octubre de 1975. El otro asesor de la JM era Leonel Torres, quien en 1974 sería reemplazado por Eduardo Sarmiento. Al

²¹ Ver Ibáñez (1990) y Gómez (1990).

²² Con voz, pero sin voto, también asistían el secretario económico de la Presidencia y el superintendente bancario. En 1976 se incorporó como miembro con voz y voto al director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incomex).

²³ En reemplazo de Germán Botero, quien asumiría la Gerencia General tras el retiro de Eduardo Arias Robledo.

FOTO 1

ORTEGA Y COLEGAS RECIBIENDO EL PREMIO ALEJANDRO ÁNGEL ESCOBAR (1970).



Cortesía de Rafael Prieto y Universidad de los Andes.

FOTO 2

ORTEGA Y COLEGAS PRESENTANDO EL GALARDÓN AL RECTOR EDUARDO WIESNER



Cortesía de Rafael Prieto y Universidad de los Andes.

momento del nombramiento de Ortega como asesor la JM estaba compuesta por Alfonso Patiño Roselli, ministro de Hacienda; Germán Botero, gerente del BdR; Jorge Valencia Jaramillo, ministro de Desarrollo; J. Emilio Valderrama, ministro de Agricultura, y Jorge Ruiz Lara, director del DNP.

Temas relativos al desarrollo financiero habrían de ocupar parte importante de la atención de la JM. Concluidos los sesenta, la economía ofrecía un desarrollo apreciable del aparato exportador, el cual permitía prever que las ventas no tradicionales pudieran alcanzar una posición mayoritaria en el total de exportaciones. Los signos del comercio exterior presagiaban el cierre de la brecha externa. Disipadas en gran medida las preocupaciones por el sector externo, durante la primera mitad de los setenta el plan de desarrollo de la administración Pastrana asignó a la construcción el papel de sector líder, lo cual requería de importantes reformas al sector financiero. Ello, en un contexto de permanente amenaza de inflación²⁴, no en poca medida ocasionada por la política de crédito de fomento, financiada en gran parte con emisión²⁵.

La estructura financiera requería de una flexibilización acorde al nuevo contexto económico. El esquema desarrollado en 1950 centraba en el BdR la irrigación de crédito al sector privado a través de las entidades de fomento y mediante los recursos subsidiados, canalizados por la banca comercial. La aplicación de este marco de distribución del crédito había perjudicado el desarrollo del mercado de capitales y le había cerrado al Estado la posibilidad de financiación en el mercado de valores (Abella y Caballero, 1985). El proceso de transformación comenzaría con la creación de la unidad de poder adquisitivo constante (UPAC) en 1972 y continuaría con la reforma de 1974. La UPAC se introduce en el *plan de desarrollo Las Cuatro Estrategias*. La financiación del sector de la construcción se lograría mediante un novedoso método de captación y colocación de recursos financieros: la creación en 1972 de la UPAC en cabeza de las corporaciones de ahorro y vivienda garantizaría el valor real del ahorro y los créditos. Palacios (1997) señala cómo las relaciones de Germán Botero con el gobierno de Pastrana y con su ministro de Hacienda, Rodrigo Llorente, no eran fáciles, lo cual se evidenciaría cuando Botero y personas vinculadas al Banco y a la asesoría de la JM se opusieron a la creación de la UPAC. Años después Ortega señalaría que la de la UPAC “era una política que en lugar de buscar un funcionamiento más eficiente del sector financiero como un todo, le introducía aún más distorsiones, al hacer que el ahorro se concentrara en el financiamiento de un solo sector” (Ortega, 1982).

²⁴ Entre 1970 y 1975 la inflación promedio fue de 16,8%, en un rango entre 6,9% (1970) y 24,6% (1974).

²⁵ El porcentaje del dinero base atribuible a entidades de fomento fue de 43% entre 1971 y 1972, de 29% entre 1972 y 1973, y finalmente de 39% entre 1973 y 1974.

En 1974 la administración López pondría en marcha una reforma financiera integral, la cual rompería el hechizo institucional que impedía que las tasas de interés activas²⁶ desempeñaran sus funciones clásicas. La reforma propiciaría su funcionamiento flexible y reduciría la dispersión prevaleciente. Hasta aquel momento, las tasas de interés se establecían por medio de decretos y regulaciones, tantos que el rango en el cual se encontraban era bien amplio. Con la flexibilización se buscaba que estas se determinaran por mecanismos más propios del mercado y, en consecuencia, convergieran a un intervalo más estrecho. Las tasas de interés del emisor se empezarían a manejar dentro del ámbito de la política monetaria, sustrayéndolas del campo del crédito dirigido. En cuanto al crédito del BdR, se suspendieron algunas líneas y fondos con el propósito de facilitar el control monetario. Además, se eliminaron algunas inversiones forzosas y se redujeron los encajes²⁷.

El común denominador de los trabajos de Ortega durante su etapa como asesor de la JM²⁸ fue la continua referencia al sistema financiero y su relación con la política monetaria. Los documentos más relevantes fueron sus presentaciones en los simposios sobre el mercado de capitales en 1973, 1974 y 1975²⁹, ³⁰. En esta seguidilla de presentaciones Ortega se refirió recurrentemente a tres temas, relacionados entre sí: i) la inflación; ii) las tasas de interés y el desarrollo del sistema financiero; iii) las operaciones de mercado abierto.

En 1973 anticiparía varios temas que serían incluidos en la reforma del año siguiente. Menciona que la política monetaria se había llevado a buen término a pesar de que sus instrumentos no operaran correctamente debido a los problemas que emanaban del limitado desarrollo del sistema financiero. Entre ellos, destacaba la inoperante estructura de tasas de interés —distorsivas, heterogéneas e intervenidas—. Finaliza la presentación abogando por un ánimo reformista en las autoridades y una nueva actitud por parte de las instituciones financieras, convencido

²⁶ En cuanto a las tasas de interés pasivas, se buscó reducir su dispersión por medio de decretos, pero no se liberaron.

²⁷ La reforma de 1974 en gran medida se reversaría poco después a causa de la cuantiosa acumulación de divisas producto del alza de los precios del café a partir de 1976.

²⁸ Nos referimos a trabajos de investigación, en el dominio público. No referenciamos los documentos confidenciales de los asesores de la JM.

²⁹ Unos años después, dos de estos discursos harían parte de *Lecturas de moneda y banca en Colombia*, libro compilado por Ortega junto a Hernando Gómez Otálora y Patricia Sanclemente.

³⁰ El Simposio del mercado de capitales, organizado por la Asociación Bancaria (Asobancaria) y el BdR, se realizaba anualmente en Medellín. En las décadas de los setenta y ochenta era considerado quizás el evento más importante en el ámbito económico. Su primera versión se llevó a cabo en marzo de 1971. En el presente año, el simposio se celebró por vigesimoséptima vez.

de que mayor competencia y liberalización le permitirían al BdR marginarse de la distribución de recursos, para concentrarse en el control de la inflación.

En su ponencia de 1974 empezaría por contextualizar a la audiencia sobre las principales preocupaciones económicas del momento. Sobresalía el aumento acelerado de precios, cuya tasa media para el cuatrienio (1970-1973) había sido de 13%, en tanto que en la segunda mitad de la década de los sesenta había sido del 9,3%. Presentó sus ideas acerca de la incidencia de la política monetaria en el proceso inflacionario, además de comentar sobre las tesis monetaristas y su aplicación al caso colombiano. Concluía que, debido a la falta de instrumentos monetarios eficaces (haciendo clara referencia a las operaciones de mercado abierto, OMA), los medios de pago no se podían determinar de manera exógena, precepto básico de la teoría monetarista.

Finalmente, en 1975 Ortega se referiría a los logros obtenidos con la reforma de 1974, destacando que se habían creado las condiciones para la ejecución autónoma de una política monetaria de largo plazo, adscrita a la estrategia de estabilidad de precios. En particular, mencionó cómo la liberalización de tasas de interés coadyuvaba a la generación y eficiente intermediación del ahorro y al control de los agregados monetarios. Señaló que con un mejor funcionamiento del sector financiero, la política monetaria —que hasta ese momento otorgaba igual o mayor importancia al suministro de financiación que al control monetario— podía ahora darle mayor preponderancia a la evolución de los agregados monetarios. Mencionó cómo el BdR había limitado su crédito, otorgando préstamos únicamente al sistema bancario, al Gobierno nacional y, en menor grado, a la Federación de Cafeteros, evitando al máximo la creación de cupos con destinación específica. Resaltó el hecho de que los fondos de fomento (como el de Desarrollo Urbano) que no tenían suficientes recursos propios habían sido separados del Banco³¹.

D. FRANCISCO J. ORTEGA EN EL BANCO DE LA REPÚBLICA (1975-1993)

Es importante contextualizar lo que se discute a continuación. Por una parte, el BdR no era autónomo, ejecutaba las políticas que trazaba la JM. Segundo,

³¹ Al finalizar este repaso del trasegar de Ortega por la JM resulta importante registrar que a él se debe en gran medida la aparición (el 14 de julio de 1971) del documento semanal del Departamento de Investigaciones Económicas en la Junta Monetaria, una compilación de estadísticas monetarias, cambiarias y financieras, insumo esencial para la toma de decisiones por parte de las autoridades.

la nuestra era una economía de ‘inflación moderada’³². Tercero, estaba bastante arraigado un esquema de control de cambios y minidevaluaciones.

Hasta finales de 1999, cuando de la mano de un programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el BdR adoptó el esquema de inflación objetivo con tasa de cambio flotante, el Banco, al igual que un sinnúmero de bancos centrales en el mundo, guiaba su accionar con un enfoque eminentemente monetarista. A saber, buscaba que la oferta monetaria creciera a un ritmo similar a la suma de la tasa esperada —o tolerada— de inflación y la tasa de crecimiento potencial de la economía.

Un banco central suele ser un gran negocio. Emite un pasivo —la base monetaria— sobre el cual no paga intereses, a cambio de activos productivos (reservas internacionales y crédito)³³. Usualmente, las utilidades del Banco revierten al Gobierno. Por otra parte, puede ser el caso que el Banco emita dinero primario otorgando crédito subsidiado. En ese caso, le traslada —parte de— sus utilidades al beneficiario del crédito. El impuesto inflacionario no es otra cosa que la desvalorización, en términos reales, del pasivo monetario del banco central³⁴. En Colombia, durante los años ochenta, la base monetaria representó, en promedio, 6,5% del PIB. Con una inflación promedio de 23,5%, el recaudo de impuesto inflacionario fue del orden de 1,5% del PIB por año³⁵.

Con el beneficio que otorga analizar estos asuntos de manera retrospectiva, es importante entender la enorme diferencia que existe entre un banco central como el que tenemos hoy en día, concentrado en alcanzar una meta de inflación entre 2% y 4%, y un banco central al que se le consideraba exitoso por lograr mantener una inflación “moderada” del orden de 25%. Una inflación de este estilo requiere mucha emisión monetaria y las autoridades tendrán que decidir cómo llevarla

³² En la década de los ochenta la inflación promedio se situó en 23,5%, fluctuando entre 16% y 28%. Estas cifras contrastan con las de países como Argentina (promedio de 750%, en un rango de 82% a 4.923%), Bolivia (1.114%) y Perú (643%). Hoy día una inflación promedio de 24% ubicaría a Colombia como uno de los países de mayor inflación en el mundo.

³³ Como veremos más adelante, si el Banco opera bajo un esquema de tasa de cambio fija, pueden presentarse casos en que, ante una entrada masiva de reservas, sea necesario emitir costosos pasivos monetarios para esterilizar el efecto monetario de la misma. En esa circunstancia, se puede originar en el Banco un déficit ‘cuasifiscal’.

³⁴ En un esquema de encaje fraccionario, los bancos comerciales se apropian del impuesto inflacionario sobre aquella parte de sus pasivos respecto de los cuales no pagan intereses.

³⁵ Rincón, Saavedra y Steiner (1992) calcularon el monto y el uso del impuesto inflacionario durante el período 1980-91. Dicho estudio muestra que durante 1980-84 el impuesto inflacionario se utilizó fundamentalmente para financiar al Gobierno y, en menor medida, al sector privado. Por el contrario, en 1990-91 dicho impuesto se destinó a financiar la acumulación de reservas internacionales (valga decir, a financiar una tasa de cambio a todas luces subvaluada).

a cabo: ¿Comprando reservas internacionales para mantener un tipo de cambio competitivo? ¿Otogando crédito de emisión al sector público? ¿Extendiendo crédito de fomento al sector privado? Naturalmente, siendo un actor principalísimo en estos asuntos, tanto la JM como el BdR ejercían un poder discrecional enorme, totalmente ajeno a la realidad en que hoy día se desenvuelve un banco central moderno, incluido el nuestro.

I. SUBGERENTE TÉCNICO (1975-1984)

Ortega deja la JM en octubre de 1975 para ocupar el cargo de subgerente técnico del Banco. En ese momento los miembros de la JM eran Rodrigo Botero, ministro de Hacienda; Germán Botero, gerente del BdR; Jorge Ramírez Ocampo, ministro de Desarrollo; Rafael Pardo Buelvas, ministro de Agricultura, y Miguel Urrutia, director del DNP. Ortega reemplazó en la Subgerencia Técnica a Urrutia, y Juan Camilo Restrepo a Ortega como asesor de la JM. Como subgerente técnico Ortega escribió varios artículos sobre el sistema financiero y la política monetaria. A su vez, consolidó el programa de becas para que economistas del Banco realizaran sus maestrías y doctorados en el exterior. Además, tuvo mucho que ver con la consolidación del Grupo de Estudios Especiales (GEE) y la creación de la revista *Ensayos sobre Política Económica (ESPE)*. Por supuesto, no sería ajeno a las controversias que rodearon al BdR en dichos años.

A. PUBLICACIONES MÁS RELEVANTES COMO SUBGERENTE TÉCNICO

En 1976, junto a Hernando Gómez Otálora y Patricia Sanclemente, Ortega compiló *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*. Este libro llenó un vacío en la literatura sobre temas bancarios y monetarios, con aplicación al caso colombiano. Desde la célebre obra *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*, de Óscar Alviar³⁶ en 1967, no se veía una edición de tal envergadura y con tan claro propósito pedagógico, que comienza con la definición del dinero, pasa por la demanda de este en Colombia, y concluye con la problemática de la inflación con relación a la producción y el empleo. Entre los artículos compilados hay tres de Ortega, dos de ellos presentados en los simposios sobre el mercado de capitales de 1974 y 1975³⁷. El tercero, “Moneda y crédito”, presenta cifras de la ‘masa monetaria’ y hace una

³⁶ Alviar fue secretario general del Ministerio de Fomento (1962-1963) y subgerente internacional del BdR hasta 1981.

³⁷ También hay contribuciones de Miguel Urrutia, Luis Eduardo Rosas y Eduardo Sarmiento.

juiciosa descomposición de los diversos elementos que conforman el multiplicador monetario y la base monetaria. Además, analiza las políticas implementadas por la JM; encuentra que fueron acertadas pero condicionadas a la falta de instrumentos ágiles y eficaces. En el prólogo al libro, Jorge Ruiz Lara resumiría la trayectoria profesional de Ortega, recordándolo como un alumno sobresaliente:

El doctor Francisco Ortega fue mi alumno distinguido en la Universidad de los Andes, mi colega y sucesor en la Dirección del Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico; luego ocupó también la posición de asesor de la Junta Monetaria y recientemente se vinculó al Banco de la República como subgerente técnico. (1976)

Otro trabajo de su autoría fue *La acumulación de reservas internacionales y la política monetaria - El caso de Colombia 1976-1978*, publicado en mayo de 1979 en el ámbito de la XXVIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales Latinoamericanos, que se llevó a cabo en Caraballeda, Venezuela. En este describe cómo las políticas cambiaria y monetaria habían enfrentado grandes retos durante 1976-1978 debido a la acumulación de reservas, primordialmente causada por el alza en los precios del café. Según Ortega, las alternativas de políticas eran claras. Por un lado, permitir que el efecto monetario de mayores reservas se manifestara principalmente sobre los precios, con la consecuente apreciación de la tasa de cambio real. Ello significaría que el superávit cambiario sería absorbido por el sector privado, con un aumento de las importaciones que eliminaría el excedente de divisas. No obstante, en Colombia existía un objetivo de política que buscaba un equilibrio en la tasa de cambio real de largo plazo, que hiciera competitivas las exportaciones no tradicionales. Siendo ello así, esta alternativa no resultaba viable.

Por otro lado, estaba la posibilidad de utilizar la política monetaria contractionista a toda su capacidad, junto con la generación de un superávit fiscal y una apertura moderada de las importaciones. Esta alternativa, acompañada de un manejo discrecional en la tasa de cambio, dirigida a revaluar el peso solo para los renglones de exportaciones causantes del excesivo aumento de reservas, fue la escogida por las autoridades. Las razones que da Ortega —y con las que estaba de acuerdo— para optar por este accionar fueron: i) los mayores ingresos cafeteros se fundamentaban en causas externas, un fenómeno transitorio que no ameritaba un ajuste de las principales variables económicas; ii) existían cuellos de botella en la infraestructura que no permitían aumentar las importaciones; iii) el aparato productivo aún no estaba suficientemente diversificado y se podía poner en peligro su desarrollo; iv) ya se tenían altos niveles de inflación. A Ortega

ciertamente le preocupaba la inflación, sobre todo el hecho de que la misma se tradujera en una apreciación de la tasa de cambio real.

En marzo de 1982 Ortega publicaría en la primera edición de *ESPE*, “Notas sobre la reciente evolución económica e institucional del sector financiero”³⁸, donde describe los dilemas que en la década de los setenta afrontaron las autoridades para controlar la inflación. La entrada de divisas y el crédito de fomento financiado con emisión eran, en su opinión, las causas fundamentales para el aumento de precios. Acorde a la situación, describe los instrumentos que utilizó el BdR para regular los medios de pago, incluida la introducción de un encaje marginal del 100% sobre los depósitos en cuentas corrientes y aumentos en varios encajes ordinarios. Destaca la colocación forzosa de certificados de cambio, aprovechando el desarrollo del mercado financiero. También recuerda que, para evitar que la política excesivamente contraccionista impulsara las tasas de interés al alza, se impusieron límites a las de ahorro. Ortega veía con gran preocupación cómo esta última estrategia reversaba desarrollos recientes del sistema financiero, induciendo prácticas de las entidades financieras para atenuar el efecto de los instrumentos monetarios³⁹.

Finalmente, Ortega hace una vehemente defensa del esquema de banca especializada imperante hasta ese momento. Ante la normalización de la política monetaria, había voces que sugerían que Colombia siguiera los pasos hacia la multibanca tomados por México. Ortega disientía. Para él aún no era claro cómo se había ajustado el sector financiero a las nuevas condiciones de política monetaria. Además, pensaba que las prioridades sectoriales en busca de un mayor crecimiento económico debían estar acompañadas de mayor especialización financiera. Para cerrar su argumento, comparó la situación colombiana con la mexicana. En primer lugar, en México se había llegado a una excesiva especialización de los intermediarios, particularmente en el mercado de ahorro, donde cada tipo de intermediario solo podía actuar con una forma específica de captación de recursos, lo que los enfrentaba a una seria limitación de fondos. Segundo, el número de instituciones financieras en México era mucho mayor al de Colombia. Tercero, en México ya operaba un mercado cambiario libre, el cual

³⁸ El *leading article* del primer número de *ESPE* fue escrito por Juan Carlos Jaramillo, subalterno de Ortega.

³⁹ Estas innovaciones, según Ortega, no surgían por las razones correctas (las de satisfacer la demanda del público por nuevos instrumentos para el manejo de la liquidez o por la competencia entre bancos), sino para esquivar las imposiciones de las autoridades. Las innovaciones más conocidas fueron las cuentas convenio, las ventas de cartera y el mandato comercial. Su objetivo era sustituir las formas tradicionales de liquidez por otras sujetas a menor encaje; ello generaba un aumento en los cuasidíneros, con evidente repercusión monetaria.

permitía el endeudamiento externo. En conclusión, para Ortega, el modelo de banca especializada todavía no se había agotado para Colombia.

B. PROGRAMA DE BECAS

En 1970, siendo gerente Germán Botero de los Ríos y subgerente técnico Miguel Urrutia, se creó un programa de becas para que economistas del Banco pudiesen realizar maestrías y doctorados en el exterior. Ese programa tenía como propósito formalizar el manejo de solicitudes *ad hoc* que hasta ese momento se le presentaban a la Junta Directiva. Una vez Ortega llega a la Subgerencia, mantiene el esquema y lo amplía a profesionales no vinculados al Banco. Con el pasar del tiempo, el programa se extendió a otras áreas del Banco y creció en tamaño. A la fecha, entre becas de doctorado (93), maestría (229) y posdoctorado (1), un total de 323 profesionales se han capacitado en el exterior.

C. GRUPO DE ESTUDIOS, REVISTA ENSAYOS SOBRE POLÍTICA ECONÓMICA

El Grupo de Estudios Especiales (GEE) fue una unidad peculiar, adscrita al Departamento de Investigaciones Económicas (DIE) pero que operaba con bastante independencia, en línea directa con la Subgerencia Técnica. Mientras la mayor parte del DIE tenía como función la elaboración y descripción de estadísticas en diversos frentes, el GEE tenía responsabilidades más analíticas, siempre en referencia a temas de política pública de actualidad⁴⁰. Aunque el GEE existía desde los años sesenta, adquirió espíritu de cuerpo a partir de 1980, bajo la dirección de Juan Carlos Jaramillo⁴¹, el economista más cercano a Ortega durante los últimos quince años de su vida. Posteriormente el GEE se transformaría en una unidad más académica, relativamente alejada de las discusiones prácticas de política económica (Montenegro, 2010).

⁴⁰ Un sinnúmero de economistas se formaron en el GEE. Varios de ellos habrían de ocupar los más importantes cargos públicos en el área económica: Armando Montenegro (asesor de la Junta Monetaria, 1986-1989 y director del DNP, 1990-1994); Alberto Carrasquilla (ministro de Hacienda, 2003-2007); Hernando José Gómez (asesor de la JM, 1990-1991 y director del DNP, 2010-2012); Sergio Clavijo (Junta Directiva del BdR, 1999-2005); Juan Carlos Echeverry (director del DNP, 2000-2002 y ministro de Hacienda, 2010-2012); Patricia Correa (superintendente bancaria, 2000-2002).

⁴¹ Juan Carlos Jaramillo se graduó como Economista en la Universidad de los Andes. Luego adelantó estudios doctorales en Yale. Fue director del Grupo de Estudios Especiales del BdR (1978-1981), asesor de la JM (1982-1984), subgerente técnico del BdR (1984-1991) y director alterno del FMI por Colombia (1991-1994).

Uno de los principales logros del GEE fue la creación de la revista *Ensayos sobre Política Económica*. Cuenta Clavijo (2003) que en mayo de 1981 Jaramillo convocó a una reunión con el propósito de materializar una propuesta concreta para Ortega sobre la creación de una revista de análisis económico. Ortega, Prieto —subgerente del DIE— y Jaramillo consideraban que el BdR necesitaba un vehículo de comunicación técnica con el Gobierno, la academia y el sector financiero. Para ellos era claro que la información estadística y los pocos artículos que se publicaban en la revista mensual resultaban insuficientes al momento de comunicar los análisis técnicos del Banco. El objetivo de *ESPE* no era el de exhibir trabajos de modelaje teórico o de presentar las últimas técnicas de estimación econométrica; su propósito era difundir el pensamiento del Banco y generar debate acerca del manejo de la política económica. La primera edición de *ESPE*, publicada en marzo de 1982, trató asuntos referentes al control monetario y a las innovaciones financieras típicas de un sistema financiero todavía bastante reprimido⁴².

D. CISMA EN LA JUNTA MONETARIA

En su edición del 26 de noviembre de 1983, *El Tiempo* revela un conflicto no menor al interior de la JM⁴³. Todavía desconocida la razón, se publica información sobre cómo, por presiones políticas, los asesores de la Junta —Juan Carlos Jaramillo y Fernando Montes-Negret—⁴⁴ presentaron renuncia de su cargo⁴⁵. El mismo periódico, en su editorial del 27 de noviembre, plantea la pregunta: ¿Qué había sucedido en la JM para que sus dos asesores hubiesen renunciado? Días

⁴² Hoy día *ESPE* es una de las revistas económicas más prestigiosas del país. Se encuentra indexada en Colciencias, Scientific Electronic Library Online, International Bibliography of the Social Sciences, Clase (UNAM), International Periodicals Directory y CSA Social Sciences Collection. Está incluida en la base Worldwide Political Science Abstracts, Sociological Abstracts, Social Services Abstracts y en los índices electrónicos de la American Economic Association.

⁴³ Ciertamente no se trata ni de la primera ni de la única ocasión en que hubo un choque entre los asesores de la Junta y el Gobierno, pero casi con absoluta seguridad fue el enfrentamiento más visible de todos.

⁴⁴ Este último, economista por la Universidad de los Andes, con maestría en la Universidad de Wisconsin-Madison y estudios doctorales en Rice University. Tras su paso por la JM, fue economista senior del Banco Mundial (1984-1986) y subgerente de Investigaciones Económicas del BdR (1986-1988).

⁴⁵ Ambos asesores eran quizás los dos más reconocidos y apreciados discípulos de Ortega. Según De Brigard (1995), para evitar que la selección de los asesores fuera empañada por consideraciones políticas, en varias ocasiones Ortega promovió para el cargo candidaturas de integrantes del equipo de investigaciones económicas del BdR. Por supuesto, siendo el nombramiento de los asesores una decisión de la JM, no es de sorprender que varios ministros de Hacienda viesen con preocupación la posibilidad de que estos fuesen ‘capturados’ por el Banco.

después (30 de noviembre), la primera plana rotuló: “Sí hubo crisis en la Junta Monetaria”.

La disputa se originó en razón a un concepto negativo emitido por los asesores acerca de la solicitud a la JM por parte de la gerente del Instituto de Crédito Territorial (ICT), María Eugenia Rojas, para aumentar el cupo de endeudamiento del ICT con el fin de sufragar el costo de 58.000 viviendas sin cuota inicial. El contexto dentro del cual se hizo esta petición se remonta a los cupos especiales de redescuento que habían sido creados al comienzo del gobierno del presidente Betancur. Habían sido muchos los sectores que, en ese momento de deprimida actividad económica, acudían a la JM para solicitar un nuevo cupo de emisión o la ampliación de alguno ya existente. Considerando que ello implicaba un riesgo inflacionario, en esta ocasión los asesores de la JM rindieron concepto desfavorable. La Junta aceptó la recomendación y negó la solicitud.

Ante esta negativa, la gerente del ICT escribió un documento en términos bastante fuertes en contra de la JM. Además, habría de quejarse con el presidente, cuya reacción sería la de transmitir su preocupación ante la postura demasiado monetarista de los asesores, vía Hugo Palacios, gerente del BdR⁴⁶. Fue entonces cuando los asesores presentaron su renuncia. En ella habrían de manifestar que, al tener voz pero no voto en la JM, quedaban marginados de la controversia y que, teniendo en cuenta la ‘llamada al orden’ presidencial, debían renunciar. Hacían especial énfasis en el hecho de que, por tradición, los asesores de la JM habían podido emitir conceptos técnicos con toda libertad. Los miembros de la JM no aceptaron la renuncia.

Los asesores recibieron un vehemente apoyo desde el editorial de *El Tiempo*:

Por esto es preocupante la renuncia de sus dos asesores, en cuanto indica que en alguna forma se está tratando de presionar. No de otra manera se entiende que hayan presentado su dimisión. En el pasado se ha dado el caso que los asesores de la Junta Monetaria han emitido conceptos adversos, sin que su actitud haya tenido trascendencia alguna. ¿Por qué entonces se vieron obligados a renunciar en esta ocasión? ¿Cuál fue la reacción de los miembros de la Junta frente al concepto negativo de los asesores sobre el cupo de endeudamiento con destino al Instituto de Crédito Territorial? Preguntamos esto porque si en algún momento la Junta estuvo de

⁴⁶ Cuenta Palacios (1997) que en esa época el poder del Banco emanaba más que nada del hecho de que en la JM participaban el gerente y el subgerente técnico, además de los dos asesores, que recibían el apoyo operativo del Banco. Recuerda cómo el presidente Betancur montó en cólera porque al momento de nombrar como asesores a Jaramillo y Montes, el ministro Gutiérrez no tomó la precaución de consultarlo. Según Palacios, “más que objetar los nombres de los candidatos, el Presidente tenía cierto reparo a que los asesores de la junta tuviesen vínculos estrechos con el banco”.

acuerdo con sus asesores, sería de veras grave que, por presiones políticas de otros sectores que quieren realizar sus programas, se esté tratando de minar la sana e indispensable independencia de la Junta Monetaria. (27 de noviembre de 1983)

Muy ilustrativo el hostil intercambio entre el editorial de *El Tiempo* y el ministro de Hacienda Édgar Gutiérrez⁴⁷, quien en un principio había negado la renuncia de los asesores, controversia que había intentado camuflar por un debate técnico entre monetaristas y estructuralistas, y no por lo que realmente fue, una intromisión política en la esfera técnica de la Junta. Otro respaldo importante a la JM provino del exministro Abdón Espinosa:

¿Conviene acentuar el carácter de magistratura de la Junta o al contrario eliminar hasta sus más leves vestigios? No parece haber ninguna duda. Hay que preservar su independencia de criterio mientras se llega a fórmulas que concilien la agilidad y flexibilidad del trabajo con garantías estructurales más rígidas que las fórmulas propuestas de tiempo atrás [...]. (*El Tiempo*, 1 de diciembre de 1983)

En su paso por la JM y por la Subgerencia Técnica, Ortega había pensado poco en el tema de reformar la estructura de la Junta. Su interés a este respecto se había visto mitigado por la confianza que tenía en la institución de los asesores. El carácter técnico de sus conceptos y su independencia frente a los ministros eran, para él, fundamento de las bondades del esquema. Sus preocupaciones estaban más bien ligadas a fortalecer la autonomía de los asesores mediante el establecimiento de condiciones de calificación para su nombramiento y designaciones por período fijo. Episodios como el aquí narrado probablemente minaron esta confianza y quizás jugaron algún papel en el cambio de actitud que lo llevó a proponer y llevar a feliz término el radical cambio institucional de 1991 (De Brigard, 1995).

El 30 de abril de 1984, cinco meses después de estos acontecimientos, Ortega se retiraría de la Subgerencia Técnica para asumir el cargo de asesor en la Gerencia General de la Federación de Cafeteros. En su reemplazo sería nombrado uno de sus más cercanos colaboradores, Juan Carlos Jaramillo. El anuncio de su retiro fue considerado por muchos como un evento más trascendental que el simple relevo de un subgerente. Para varios fue un acto de protesta en contra de cómo se venía manejando la política económica y cómo se estaba perdiendo la autonomía

⁴⁷ *El Tiempo*, 1 de diciembre de 1983. Ver también “El cupo de la discordia”, en revista *Semana* del 2 de enero de 1984.

técnica de las instituciones rectoras de los temas económicos (*Semana*, 26 de marzo de 1984)⁴⁸. Años después, en una entrevista para *El Tiempo* (21 de febrero de 1993), Ortega, en su tradicional espíritu diplomático y conciliador, desmentiría la versión de que su salida de la Subgerencia tuvo que ver con el cisma en la JM al que nos acabamos de referir; afirmó que “Si uno quiere llegar al techo, tiene que salir de la casa”, lo que en efecto sucedería en septiembre de 1985, cuando regresaría al BdR como gerente general en remplazo de Hugo Palacios, a quien el presidente Betancur había nombrado ministro de Hacienda en remplazo de Roberto Junguito.

E. ORTEGA SALE DE LA CASA

En su breve ausencia del BdR —entre abril de 1984 y septiembre de 1985— Ortega prestaría servicios como asesor en la Gerencia General de la Federación de Cafeteros. Además, publicaría en coautoría con Rudolf Hommes un importante artículo en la revista *Banca y Finanzas*, titulado “Estado y evolución de las capitalizaciones de bancos y corporaciones financieras”, trabajo que además fue presentado en la Convención Bancaria (Cartagena, noviembre de 1984). En este interludio, Ortega además colaboraría en la revista *Estrategia Económica y Financiera*⁴⁹.

El artículo con Hommes tuvo como objetivo analizar la estructura del patrimonio de los bancos y las corporaciones financieras durante 1975-1984, para determinar la dinámica de sus diferentes componentes, con el fin de plantear algunas explicaciones sobre su comportamiento. Los autores concluyen que la cuantía de la cartera de dudoso recaudo había llegado a constituir un serio obstáculo al funcionamiento de los bancos y, en menor grado, de las corporaciones financieras. A causa de los costos crecientes y la caída en su productividad, las entidades financieras habían perdido su capacidad de generar utilidades operacionales. Así las cosas, en caso de tener que asumir esta cartera de dudoso recaudo solamente lo podrían hacer por medio de nuevas capitalizaciones, algo poco probable en una situación de baja generación de utilidades. Los autores propusieron como solución una reforma financiera mediante la cual las deudas de dudoso recaudo fueran asumidas por una entidad *ad hoc*, que actuara como aseguradora de estos riesgos⁵⁰.

⁴⁸ Juan Carlos Jaramillo (mensaje del 16 de octubre de 2015) me manifestó que la decisión de Ortega de retirarse del Banco había sido tomada con anterioridad a la disputa del Gobierno con los asesores y se fundamentaba en el hecho de que él consideraba que “se había cerrado un ciclo”.

⁴⁹ Fundada por Rodrigo Botero, María Mercedes Cuéllar y Rudolf Hommes en agosto de 1977.

⁵⁰ Propuesta evidentemente no exenta de generar problemas de riesgo moral.

Además de su publicación con *Hombres*, Ortega escribió un artículo para *Estrategia Económica y Financiera* en mayo de 1985, “Los proyectos de repatriación de capitales”. En aquella época se debatían en el Congreso dos proyectos para retornar los capitales colombianos del exterior: por un lado, estaba la propuesta de otorgar licencias no reembolsables para la importación de bienes e insumos financiados con recursos de los capitales fugados; por el otro, existía la idea de emitir bonos en moneda extranjera llamados de ‘repatriación de capitales’.

Para Ortega las licencias no reembolsables iban en contravía del Estatuto Cambiario, pues aceptaban que parte de las divisas de propiedad de nacionales pudieran quedar por fuera del sistema de distribución centralizado imperante hasta el momento. Su temor radicaba en que, en una situación de escasez de divisas para atender la demanda de importaciones, era deseable la aplicación de instrumentos que permitieran la distribución centralizada de estas. De acuerdo con esa lógica, pensaba que los bonos de repatriación eran el mejor instrumento, dado que encauzaban a través de mecanismos cambiarios institucionales los recursos externos disponibles. Así, se emitía el bono, se obtenían las divisas, se financiaba el déficit, el presupuesto distribuía los recursos en moneda legal y la política monetaria absorbía el efecto de la reconstitución de las reservas.

II. GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (1985-1993)

Hasta acá, este escrito se ha ordenado cronológicamente. Lo que sigue tiene un enfoque temático el cual, en ocasiones, inevitablemente nos remonta a situaciones que precedieron la llegada de Ortega a la Gerencia del Banco.

A. MONETARISTA

En la década de los ochenta Colombia pertenecía a un reducido grupo de países que se caracterizaban por tener inflación ‘moderada’⁵¹. Las inflaciones en rango moderado se caracterizaban por ser demasiado altas como para poder acomodar una tasa de cambio fija, pero no lo suficientemente elevadas como para justificar asumir los costos —en términos de crecimiento— de un ataque frontal en busca de su disminución. Entre 1980 y 1987 la inflación promedio había sido de 22%, en un rango de 18% a 26%, mientras que en 1988 alcanzó 28%. Dicho incremento había

⁵¹ Dornbusch y Fisher (1991) se referían a Colombia como *the moderate inflation country par excellence*. Otros países en este grupo eran Bolivia, Chile, Costa Rica, Egipto, El Salvador, Ghana, Hungría, Islandia, Israel, México y Sudáfrica.

sido propulsado por el aumento en el renglón de alimentos. Esta dinámica inflacionaria se convirtió en fuente de gran preocupación para las autoridades económicas.

Ante este panorama, Ortega consideró importante discutir conceptualmente el tema de la inflación. En sus notas editoriales⁵² de enero de 1988 y 1989 expone tres teorías, en boga en aquellos años entre académicos y hacedores de política. El primer conjunto de explicaciones lo denominaba ‘excesos de demanda’, en donde se atribuye la inflación a bajas en la oferta ocasionadas por *shocks* exógenos. Al segundo grupo lo llama ‘inflación de costos’, teoría apoyada en factores institucionales e imperfecciones de mercado (monopolios y/o poderosos sindicatos). La tercera explicación, y con la que Ortega está de acuerdo, es el ‘enfoque monetario’, el cual se fundamenta en la teoría cuantitativa del dinero. La postura de Ortega frente a las dos primeras teorías es que estas solamente logran explicar alzas *transitorias* en la inflación. Para que tengan efectos sostenidos, necesariamente requieren de validación monetaria⁵³.

Según Ortega, la política monetaria debía entenderse en dos dimensiones. A mediano y largo plazo la oferta monetaria debía evolucionar de acuerdo con la demanda por dinero y los requerimientos del aparato productivo. Esto, a lo que llamó ‘políticas dinámicas’, iba de la mano con los planteamientos extremos de Friedman según los cuales se debería establecer mediante ley la tasa a la que debería crecer la oferta monetaria para acomodar un crecimiento de largo plazo igual al potencial y una tasa de inflación estable^{54, 55}. Para Ortega, dado el tamaño de la economía colombiana, existía alta vulnerabilidad a factores que afectaban tanto la oferta como la demanda de dinero (entre otros, las necesidades del público por efectivo, los patrones de ingreso y pago de la Tesorería y los resultados cambiarios). En consecuencia, existía una segunda dimensión de la política

⁵² Es imposible exagerar la importancia que por esa época tenían las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República*. Eran, por mucho, el principal mecanismo de difusión de la opinión del gerente. Puesto que la revista de periodicidad mensual se editaba con cierto retraso, las notas editoriales se publicaban previamente, en folletos de amplia circulación.

⁵³ Fernández (1994) nos recordaba que “el criterio básico orientador de la política monetaria durante la administración Barco fue muy simple: mantener un crecimiento monetario compatible con un crecimiento real del PIB alrededor del 5% anual y una inflación del orden de 22-25%... Mi impresión personal, respaldada por mi experiencia directa como asesor de la JM en el período 1988-1990, y confirmada por la ‘preferencia revelada’ en las cifras monetarias, es que nunca se intentó hacer un esfuerzo significativo por reducir la inflación por debajo de ese nivel”.

⁵⁴ Por supuesto, el dilema entre reglas y discreción habría de desempeñar un papel fundamental en los importantes cambios que sufriría la institucionalidad de la banca central en Colombia y en muchos otros países una década después.

⁵⁵ En los Estados Unidos el crecimiento del *stock* de dinero que cumplía estos objetivos se encontraba entre 3% y 5% (Friedman y Schwartz, 1963).

monetaria, que él llamaba ‘compensatoria’, dentro de la cual desempeñaban un papel preponderante las OMA.

B. MODERADAMENTE INTERVENCIONISTA

Si bien el anterior aparte permite visualizar a un Ortega ortodoxo, no fue para nada dogmático. Por ejemplo, en enero de 1986 no vio problema en darle ‘una ayudita’ al mercado vía controles administrativos a la tasa de interés. En Colombia, economía pequeña y en esa época quizás no muy integrada al mercado financiero internacional, las tasas de interés estaban determinadas por las tasas externas, la devaluación, el déficit fiscal, las expectativas de inflación, la liquidez y el ahorro. Durante la época de severos desbalances fiscal y externo, entre 1980 y 1984, la devaluación y los cuantiosos déficits fiscales presionaron al alza las tasas de interés.

Una vez el plan de ajuste macroeconómico comenzó a arrojar sus frutos⁵⁶, el Gobierno decidió adelantar una intervención sobre las tasas de interés, cuyo objetivo final era halarlas hacia abajo vía actos administrativos. El propósito de ‘darle un empujón al mercado’ era propiciar lo antes posible una reactivación de la inversión privada, que desde 1979 venía siendo desplazada por la inversión pública. Las medidas no pretendían reducir la rentabilidad de los intermediarios financieros, pues se impusieron controles tanto a las tasas pasivas como a las activas⁵⁷. Ante esta política intervencionista, sin duda en contravía del libre mercado, en sus notas editoriales de enero de 1986 Ortega opinó que “la intervención del Gobierno está dirigida en forma exclusiva a acelerar un proceso que el mercado habría adelantado por sí solo, pero en un plazo más largo”⁵⁸.

⁵⁶ El plan de ajuste adelantado por el ministro Junguito tenía cuatro pilares: i) menor gasto público, congelando la contratación y disminuyendo los incrementos salariales; ii) mayor recaudo tributario por medio de una ampliación de las bases gravables y la eliminación de exenciones; iii) financiamiento externo apoyado en un innovador relacionamiento con el FMI; iv) devaluación para hacer más competitivas las exportaciones.

⁵⁷ Varios decretos y resoluciones de la JM establecieron topes a las tasas de captación y colocación de bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y corporaciones de ahorro y vivienda. Para los bancos comerciales la tasa de certificados de depósito a término (CDT) entre tres y seis meses pasó de 29,3% a 26% y la de colocación de crédito ordinario de 36% a 33%.

⁵⁸ En esto Ortega estaba sintonizado con el entonces ministro de Hacienda: “Para acelerar un fenómeno que de todas maneras habría producido el mercado, acordé con el Presidente hacer una reducción de las tasas de interés por medio de decisiones administrativas, y con vigencia temporal. Contra la opinión expresa de los asesores de la JM, el gobierno y la junta misma expidieron los actos administrativos pertinentes... Los actos de control fueron muy bien recibidos por aquellos periodistas en cuya capacidad de análisis confío menos” (Palacios, 1997).

C. ¿UN INSTRUMENTO PARA CADA OBJETIVO? A VECES SÍ, A VECES NO

A lo largo de 1986 la coyuntura económica había mejorado notablemente. El plan de ajuste se había seguido de manera juiciosa, lo cual repercutía en una posición externa mucho más favorable. Además, los precios del café se incrementaron bastante, lo cual hizo que este sector se convirtiera en un importante generador de divisas. La acumulación de reservas naturalmente tenía importantes repercusiones monetarias, lo cual hizo necesario encontrar un adecuado instrumento de esterilización monetaria. En sus notas de septiembre de 1986 Ortega evalúa los méritos relativos de las OMA y los encajes como opciones de esterilización; destaca que se trata de instrumentos que operan en forma diferente tanto en su incidencia sobre las distintas variables, como por la velocidad con que actúan y los efectos secundarios que generan.

Para Ortega las OMA tenían ventajas sobre los encajes, dadas las circunstancias que se presentaban en aquel período, a saber: i) eran menos costosas para el sector financiero; ii) su acción se producía sobre el conjunto del mercado financiero, captando así los excesos de liquidez de la economía como un todo y estimulando la movilización de ahorro doméstico; iii) tenían mayor flexibilidad, permitiendo modificar las condiciones de los títulos para controlar rápidamente cambios en la liquidez; iv) estimulaban el ahorro y el desarrollo del mercado de valores; v) trataban homogéneamente a las instituciones financieras, no según el tipo de servicio o producto que proveían. Por otro lado, presentaban algunas desventajas frente a los encajes: la primera era que su transmisión dependía de la existencia de un mercado de valores eficiente, algo que quizás carecía la Colombia de aquella época; la segunda, que el costo de utilizarlas se cargaba a la cuenta especial de cambios (ver más adelante).

En su análisis respecto a qué instrumento privilegiar para la coyuntura de acumulación de reservas, es evidente la influencia de Tinbergen (1952) en el raciocinio de Ortega. El gerente del Banco enfatiza en la necesidad de contar con *un instrumento por objetivo* y es muy claro al señalar que si la finalidad de afectar los agregados monetarios se quería obtener vía afectación a la expansión primaria, la herramienta a utilizar deberían ser las OMA.

Esta lógica impecable no siempre guió el raciocinio de Ortega. En particular, en 1991 apoyó con entusiasmo la reintroducción de los certificados de cambio con descuento, un instrumento que buscaba al mismo tiempo producir una revaluación controlada —y muy poco transparente— y esterilizar el efecto monetario de la acumulación de reservas. Desde 1990 el avance experimentado por las exportaciones, unido al hecho de que las importaciones no aumentaron como estaba previsto en el contexto de una ‘apertura económica’ que inicialmente se hizo de manera gradual, llevó a que la balanza comercial registrara importantes

superávits, situación que coincidía con un diferencial positivo entre la tasa de interés interna y la externa. Esto último favoreció la entrada de capital especulativo a través de varios rubros de la balanza de pagos. Todo ello llevaría a una importante acumulación de reservas y, en consecuencia, a serias dificultades en el manejo monetario, que potencialmente desembocarían en una inflación mayor a la anhelada.

En 1991 las autoridades enfrentaron el reto de armonizar las metas de inflación y crecimiento con mantener una tasa de cambio real competitiva. Considerando la acumulación de reservas y las presiones revaluacionistas que ella conlleva, permitir plena flexibilidad en la tasa de cambio se consideraba muy peligroso. Otra opción, perfectamente viable en ese momento, era la de revaluar vía administrativa, en un porcentaje aceptable, la tasa de cambio; no obstante, dicha opción era mal vista en un país apegado a las minidevaluaciones. Fue de esta forma como, a mediados de 1991, se recurrió al certificado de cambio (CdC) como mecanismo de esterilización monetaria, herramienta que había sido utilizada por primera vez en 1977.

Los CdC eran un título representativo de moneda extranjera denominado en dólares que emitía el BdR contra la entrega de divisas y cuyo propósito era diferir la monetización de los reintegros⁵⁹. Se podían utilizar para efectuar pagos al exterior en cualquier fecha dentro del término de su vigencia, por el 100% de la obligación o compromiso externo, operación que se realizaba mediante el canje de divisas en el BdR a través de los intermediarios bancarios. Por otra parte, quien hubiese recibido un CdC a cambio de un reintegro y requiriese pesos, podía descontar el CdC en el mercado de valores, donde el descuento era, por supuesto, igual o inferior al establecido por el BdR. Así pues, los CdC permitían una revaluación controlada, ya que el BdR le ponía piso al descuento, al tiempo que esterilizaba la entrada de divisas.

Ortega apoyó la reintroducción de CdeC, no obstante las objeciones de varios de sus técnicos, que abogaban por una —transparente— apreciación nominal de la tasa de cambio. Si bien en 1985, año en que la tasa de cambio se depreció más de 50%, se había dejado de lado el apego casi que reverencial a las ‘minideva-

⁵⁹ Al principio, el plazo de maduración fue de tres meses, que luego se elevó a doce. Los certificados que no fueran canjeados a lo largo de su vigencia podían cambiarse por moneda legal en el BdR y liquidados a la tasa de compra fijada diariamente por el Banco. El descuento fue de 10% hasta el 28 de octubre de 1991, fecha en que se incrementó a 12,5%.

luaciones' del esquema del *crawling peg*⁶⁰, evidentemente no se había logrado superar la muy cuestionable noción de que la tasa de cambio nominal nunca se podía apreciar, restricción que de ninguna manera estaba consagrada en el Estatuto Cambiario de 1967.

A este mecanismo se refiere Ortega en las notas editoriales:

Por medio del certificado de cambio se ha logrado esterilizar una buena parte de la acumulación de reservas internacionales, contribuyendo este instrumento a evitar que las crecientes reservas den lugar a la revaluación de la tasa de cambio real⁶¹. Por otra parte, se comprobó la capacidad de las herramientas monetarias que maneja el Banco de la República para efectuar importantes esfuerzos de esterilización monetaria sin una exagerada elevación de tasas de interés. (Junio de 1992)

Ortega era consciente de los inconvenientes asociados al instrumento, como lo reconoce en sus notas:

[...] se debe mencionar que su uso conlleva algunas limitaciones asociadas al hecho de que con este instrumento se crea un vínculo directo, quizás más allá del deseado por las autoridades, entre la tasa de interés y la tasa de cambio. (Junio de 1992)

El problema en referencia era evidente: aumentos en la tasa de interés se traducían en un mayor descuento del CdC para que su rentabilidad se mantuviera acorde con la de otros papeles del mercado. De esa manera, se terminaba vinculando la tasa de interés doméstica a la devaluación.

⁶⁰ Montenegro (1997) señala que uno de los más graves problemas al inicio de la administración Betancur en 1982 fue la reverencia de las autoridades por el *crawling peg*, pues además de la laxitud monetaria, también fue equivocada la falta de decisión en lo referente a la tasa de cambio. “En defensa del gradualismo, dos razones se aducen para esta demora. Una conservadora, de carácter ideológico, que buscaba respetar la institución de las minidevaluaciones [...] La otra razón, más importante que las demás, en nuestra opinión, era el temor de que esta medida agravara la crisis financiera, a través del efecto que tendrá sobre la calidad de su cartera en moneda extranjera”. Montenegro cuenta cómo a partir de la crisis de 1982 los economistas se replantean esa devoción hacia el *crawling peg*: “Otra institución que comenzó a morir en el gobierno Betancur fue el *crawling peg*, en esa época en los altares del consenso del control de cambios [...] Los economistas comprendieron que cuando dichos ajustes (en precios relativos) eran necesarios, el respeto reverencial al *crawling peg*, entendido como el ajuste gradual entre los precios internos y externos, era una camisa de fuerza que incluso llevó al país al borde de una gran crisis”.

⁶¹ Esta aseveración no se cumplió. La tasa de cambio real se revaluó 9% en 1992 y 5% en 1993.

D. GRADUALISTA: REFORMA DEL ESTATUTO CAMBIARIO Y APERTURA ECONÓMICA

I. MODIFICACIÓN AL ESTATUTO CAMBIARIO

En junio de 1990 los asesores del presidente electo César Gaviria, le hacen llegar, sin firma, un proyecto de reforma del Estatuto Cambiario (Foto 3), que buscaba flexibilizar el régimen cambiario para adecuarlo a una economía más compleja, abierta y diversificada que la de 1967, cuando se expidió el Decreto 444. Específicamente, buscaba un control de cambios limitado y realista, descentralizado y técnico, no uno legalista y formalista como el que imperaba en ese momento⁶². El proyecto pretendía ordenar y encauzar una serie de comportamientos prohibidos por el Estatuto, pero tolerados en la realidad⁶³. También buscaba que el sector financiero participara más activamente en el control de cambios, pues su función primordial había sido canalizar documentación hacia las autoridades competentes, restándole eficiencia al mercado de divisas. Por último, se deseaba adecuar las herramientas cambiarias para facilitar el proceso de apertura comercial por el cual estaba transitando el país y corregir varias deficiencias del Estatuto, en particular la figura del *crawling peg*, que según algunos era la clave del manejo cambiario desde 1967 y que, sin embargo, no hacía parte del Estatuto. Para ello, el proyecto proponía la supresión de la licencia de cambio, la autorización de tenencia de divisas para situaciones diferentes a las estrictamente ligadas a la condición de exportador, la posibilidad de descentralizar el control de cambios desde el BdR hacia el sistema financiero, y la liberalización de la tasa de cambio, con un BdR facultado para comprar y vender divisas en el mercado.

Este proyecto de reforma era, sin duda, bien ambicioso. No sobra mencionar que en aquel momento existía amplio consenso entre los economistas respecto de las bondades del Decreto Ley 444 de 1967. No es sino recordar que con ocasión de los veinte años del Estatuto Cambiario, apenas tres años antes, en junio de 1987, el BdR había organizado un concurrido seminario internacional en el cual el común denominador fue asociar el éxito relativo de la economía colombiana en gran medida al

⁶² La administración del régimen cambiario se encontraba centralizada en la Oficina de Cambios del BdR. Ante ella se presentaban los intermediarios financieros para recibir aprobación en las operaciones de reintegro y giro a nombre de sus clientes. Toda operación de pago en el exterior necesitaba una licencia de cambio, que se expedía una vez se contara con el registro de importación y el depósito previo al giro.

⁶³ Por ejemplo, la compraventa de divisas en el seno de instituciones vinculadas al mercado de capitales, las ventas libres en los alrededores del BdR y la tenencia de activos en dólares.

control de cambios y las minidevaluaciones prevalecientes desde 1967⁶⁴. También se debatieron costos y posibles modificaciones. En su discurso en el simposio, Ortega se unió a las voces que defendían el régimen cambiario y señaló:

Nada más justificado que recordar, con motivo de cumplirse sus 20 años, la importancia que ha tenido para la vida económica colombiana el Estatuto Cambiario. Los resultados positivos de su aplicación son bien conocidos, pues gracias a él el país ha evitado caer en nuevas crisis cambiarias y fenómenos como el de la deuda externa se han regulado [...]

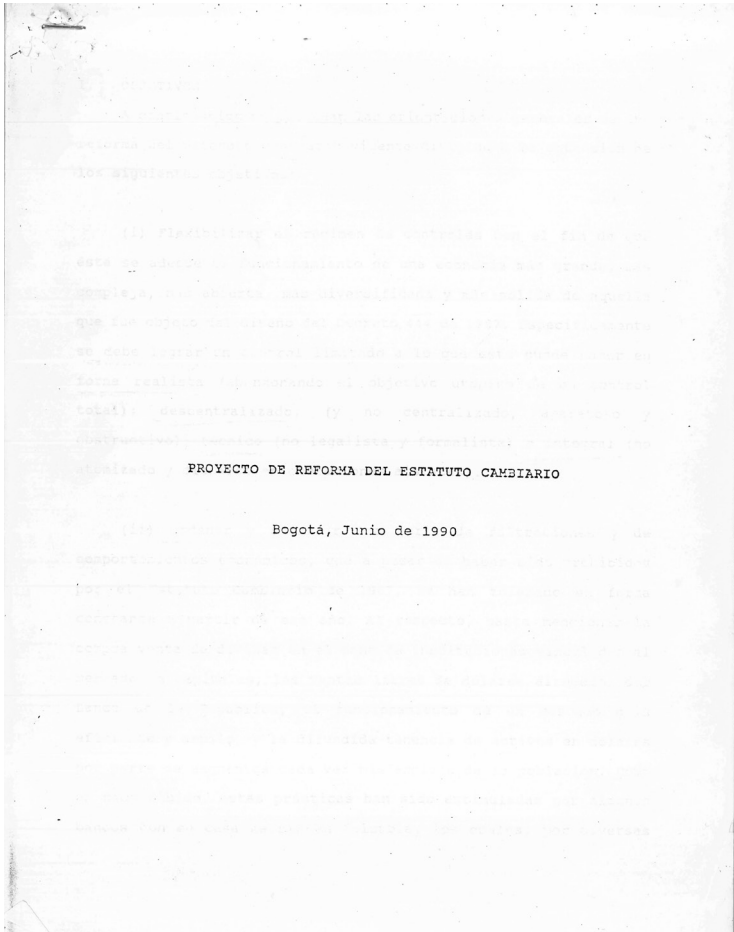
No obstante, dadas nuevas realidades en Colombia y en el mundo, Ortega era consciente de la necesidad de actualizar dicho esquema. Era claro que el tamaño adquirido por el sector externo, junto con el funcionamiento más amplio y competitivo de los mercados de bienes y factores, hacían necesaria la revisión y flexibilización de la concepción operativa del control de cambios y su énfasis en la asignación de divisas escasas. En consecuencia, Ortega apoyaba el ánimo reformador, pero también tenía varias prevenciones. Una vez el presidente Gaviria envía para escrutinio del BdR el proyecto de reforma elaborado por sus asesores, este es presentado al Congreso en septiembre 21 de 1990. En octubre de ese año —cuando aún se debatía el proyecto en el Congreso— Ortega publica una de sus más importantes notas editoriales, “Explicaciones y comentarios a la reforma del Estatuto Cambiario”. En ella expresa sus prevenciones contra algunos apartes del proyecto. La primera estaba relacionada con las nuevas fuentes de divisas para los pagos de transacciones de menor valor por parte de los ciudadanos y las empresas. En el proyecto se creaban para ello mecanismos expeditos a través de las instituciones financieras⁶⁵. El temor de Ortega era que estos mecanismos propiciasen la dolarización de la economía, lo cual conllevaría al completo sacrificio de la política monetaria.

⁶⁴ Entre otros, en dicho seminario participó Paul Krugman, quien presentó un análisis teórico en que justificaba, bajo determinadas circunstancias, el control a la movilidad internacional de capitales.

⁶⁵ Un mecanismo era ordenar al Banco el pago de una determinada factura con la simple adquisición de las divisas y una orden de giro. También se podían obtener divisas en efectivo para el pago de gastos de viaje. Otra forma era a través de cuentas corrientes en moneda extranjera, en establecimientos bancarios del exterior. Eso sí, el proyecto prohibía cualquier tipo de cuentas en moneda extranjera en el sistema financiero.

FOTO 3

PORTADA DEL PROYECTO DE REFORMA DEL ESTATUTO CAMBIARIO



Fuente: Archivo personal de Roberto Steiner.

La segunda y más profunda inconformidad de Ortega con el proyecto era la dualidad que podía surgir en el mercado cambiario, dado que se tendría un mercado controlado por el BdR (ahora mucho más flexible con respecto al del Estatuto), y uno regido por las dinámicas de la oferta y la demanda (el que hasta ese momento había sido el mercado paralelo de divisas). Según el proyecto de reforma, ambos mercados —tras un proceso de apertura, crecimiento y diversificación de la economía— se fundirían en uno solo. Para Ortega, por el contrario, existía el peligro de que con la liberación de una parte del mercado cambiario se estuviera rompiendo la unidad en cuanto al control de los movimientos de capital, perdiéndose la capacidad de manejo de la tasa de cambio.

Paradójicamente, y a pesar de ser el miembro del ‘equipo económico’ a quien menos le apasionaba la reforma del Estatuto Cambiario, a Ortega le correspondió adelantar una tarea indispensable para poder llevar a feliz término el proceso reformista. Fue a él a quien el presidente Gaviria encargó la no muy agradable tarea de comunicarle al expresidente Lleras Restrepo que el Gobierno pretendía presentar a consideración del Congreso un proyecto que, en últimas, ponía fin a un cuarto de siglo de control de cambios. El presidente Lleras le dio ‘luz verde’ a la iniciativa y el resto es historia.

2. LA APERTURA ECONÓMICA

Recordando el contexto colombiano de la época, encontramos que el narcotráfico había pasado de considerarse una incomodidad a un problema de gran calado. La violencia se difundía rápidamente y, pese a algunos éxitos en fraguar un acuerdo de paz, el movimiento guerrillero continuaba operando casi impunemente en vastas regiones del país. El sistema político también había entrado en profunda crisis. Al Congreso se le dificultaba cada vez más aprobar importantes proyectos legislativos, la relación entre los departamentos y el Gobierno central no era la mejor y el electorado manifestaba profunda apatía (Edwards y Steiner, 2008). Esa tensión y pesimismo que se vivía en el país se sintetizaría en las elecciones más sangrientas y turbulentas de la historia colombiana. Tras varios desafortunados sucesos⁶⁶, el 7 de agosto de 1990 César Gaviria asumiría como presidente, elegido en un proceso electoral en el cual se había presentado como candidato reformista en los frentes político, de lucha contra el narcotráfico y económico.

⁶⁶ Al terminar las elecciones presidenciales habían sido asesinados tres candidatos: Luis Carlos Galán, del Nuevo Liberalismo; Bernardo Jaramillo, de la Unión Patriótica, y Carlos Pizarro, del desmovilizado movimiento guerrillero M-19.

El presidente Gaviria introduce su plan de transformación económica con el Conpes de 1990, “Programa de Modernización de la Economía”. Se comienza de esta forma un proceso mediante el que se trata de disminuir la intervención estatal en los mercados con el propósito de propender por un mejor funcionamiento de estos. En lo que sigue observaremos cuál fue la posición de Ortega con respecto a la agenda reformista en el frente comercial. Mostraremos que, si bien no se oponía de manera vehemente a cambio alguno, abogó de modo consistente por un enfoque gradualista.

En un principio, la estrategia contemplada se dividía en dos etapas⁶⁷. La primera sustituía mecanismos como la licencia de importación, por protección vía precios: el conjunto de los aranceles y la tasa de cambio. Esta última, como en el gobierno de Barco, se manejaría con criterio de mejorar la competitividad. La segunda etapa consistía en racionalizar los aranceles, minimizando su dispersión y reduciendo su nivel, con la finalidad de reducir el sesgo antiexportador. Ortega apoyaba esta implementación gradual. En sus notas editoriales explica el concepto de continuidad:

Es un criterio que tiene en cuenta el hecho de que la disponibilidad en materia de reservas internacionales y crédito externo son limitados, lo que hace necesario que el programa deba irse desarrollando no sólo con la gradualidad que requiere la readecuación industrial, sino también con sujeción a las posibilidades macroeconómicas. Por lo tanto, la velocidad del proceso estará acorde con las proyecciones de reservas internacionales y de financiamiento externo de bancos privados y de agencias multilaterales. (Marzo de 1990)

Es evidente que apoyaba una apertura gradual, y sus reservas a acelerar el proceso de desgravación parecieran asociarse más al —razonable— temor del banquero central por proteger las reservas internacionales que a posiciones proteccionistas en el frente comercial.

Las prevenciones de Ortega no se materializaron. De hecho, en un contexto de desgravación gradual, muchos empresarios postergaron sus compras al exterior y las importaciones apenas crecieron 12% el primer año de la liberalización comercial. En consecuencia, en septiembre de 1991 se aprueba el Decreto 2095, con el cual se aceleró la reducción de aranceles. Con la liberación de la cuenta de capitales, la amnistía para la repatriación de capitales, la lenta reacción de las importaciones y la afluencia de inversión extranjera al sector financiero, la entrada de

⁶⁷ Proceso que había arrancado, tímidamente, durante el último año de la administración Barco. Para mayores detalles, ver Hommes, Montenegro y Roda (1994).

divisas y la consecuente presión inflacionaria se volvieron la mayor preocupación de Ortega y lo llevaron a cuestionar el gran número de objetivos pretendidos. Por supuesto, en la afluencia de capitales influía de manera determinante el que la tasa de cambio estuviese sobrevaluada (propósito explícito de las autoridades como manera de compensar la baja en aranceles) y el que, consecuentemente, muchos agentes tuviesen expectativas de apreciación cambiaria. En la Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano que se llevó a cabo en San Salvador, Ortega señaló que

este período también ha mostrado la dificultad que resulta al tratar de mantener una defensa a la tasa de cambio real, en un contexto como el actual... Surge nuevamente un conflicto con los objetivos de control monetario y cambiario, que resulta de la dificultad de tratar de mantener tanto metas monetarias como de niveles de tasa de cambio real, en un entorno de apertura económica, cambiaria y financiera. (Mayo de 1992)

E. PERMANENTE PREOCUPACIÓN POR LA ‘DOMINANCIA FISCAL’

En este crucial tema es imperativo familiarizarse con la coyuntura económica del país un par de años antes de que Ortega asumiera la Gerencia del Banco. A lo largo del período 1980-1984 la economía transitaba por un sendero en esencia insostenible, con un recurrente desequilibrio externo⁶⁸ y una expansión acelerada del déficit fiscal⁶⁹, financiado en gran medida con emisión monetaria. A comienzo de los ochenta la crisis de la deuda latinoamericana mermó la demanda por nuestras exportaciones; a su vez, la sobrevaluación del peso generó presiones especulativas y se dificultó encontrar fuentes de financiación para el déficit de balanza de pagos. A raíz de ello, hubo una pronunciada pérdida de reservas internacionales, las cuales se redujeron de USD 5.600 millones en 1981 a USD 1.800 millones en 1984. En cuanto al mercado monetario, operaban dos fuerzas contrapuestas. Mientras que la pérdida de reservas tenía un efecto contraccionista importante, el incremento del crédito interno, sobre todo dirigido a financiar el déficit público, originaba emisión monetaria. En condiciones en que esta última excedía la demanda de dinero de los agentes económicos, profundizaba aún más la pérdida de reservas internacionales.

A la anterior situación se refiere Ortega en una de sus primeras notas editoriales como gerente, en diciembre de 1985. En ella critica con fuerza que sobre la política

⁶⁸ La cuenta corriente pasó de un superávit de 2,3% del PIB en 1977 a uno de 0,3% en 1980 y a un déficit de 5,4% en 1984.

⁶⁹ El déficit del Gobierno nacional central (GNC) pasó de 2,5% del PIB en 1981 a 4,4% en 1984.

monetaria se recargue el ajuste, sin sopesar las posibles presiones inflacionarias que ello conlleva⁷⁰. Ortega es enfático en cuanto a que la política monetaria no puede estar supeditada a otras dimensiones de la política económica, como por ejemplo la fiscal. Este pensamiento se volvería recurrente en el gerente. Así, por ejemplo, en las notas señalaría:

[...] a su vez, la formación de expectativas en cuanto a crecimiento de los precios está relacionada con la credibilidad que se le asigne a la política monetaria y a la programación financiera en general, ya que esta última determina el grado de desequilibrio “ex-ante” entre la inversión y el ahorro (público y privado) y por ello, el nivel de inflación inevitable que tendrá que equilibrar, a posteriori, los balances macroeconómicos. En especial, son elementos cruciales el control del déficit fiscal y la compensación de su impacto monetario. (Enero de 1988)

Como respuesta a la complicada situación vivida entre 1980 y 1984, el gobierno de Belisario Betancur, con Roberto Junguito a la cabeza del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), lanza el plan de ajuste en 1985⁷¹. En dicho plan el Gobierno se comprometía a disminuir el gasto público congelando la contratación y disminuyendo los aumentos salariales. Además, se incrementarían el recaudo tributario por medio de una ampliación de las bases gravables y la eliminación de exenciones, y se buscaría financiamiento externo apoyado en un innovador relacionamiento con el FMI⁷², que habría de servir como catalizador para que los bancos comerciales internacionales mantuviesen su apoyo

⁷⁰ La inflación se incrementó de 18,3% en 1984 a 22,5% en 1985.

⁷¹ En septiembre de 1984 Junguito, quien venía de ser ministro de Agricultura, reemplazó en la cartera de Hacienda a Édgar Gutiérrez, quien había ocupado el cargo desde agosto de 1982.

⁷² El sistema de monitoreo que aplicó el FMI para Colombia fue bastante particular. La novedad consistía en que el Fondo certificaría que el programa de ajuste estipulado por Colombia era lo suficientemente sólido como para hacerse acreedor a financiación por parte del FMI, a pesar de que nuestro país no accedería a ella. El propósito de este proceder era el de mitigar el estigma inherente a programas que sí conllevan el uso de recursos del Fondo. Los directores del Fondo, no muy convencidos, aprobaron la solicitud puesto que los bancos internacionales que financiaban al Gobierno colombiano lo pidieron como garantía para reprogramar sus acreencias. Este arreglo fue tan particular que en el recuento histórico de las facilidades crediticias del FMI se conoce como “The Colombia Program” (FMI, 2004). Este tipo de arreglo nunca volvió a ser utilizado. A juicio de su directorio ejecutivo, generaba para el FMI profundas responsabilidades morales y políticas con los prestamistas y, al no estar comprometidos sus propios recursos, el Fondo tenía pocos incentivos para ser estricto en las evaluaciones del plan de ajuste. Según Palacios (1997), “el cumplimiento de las metas que incluía el programa debía observarse cada tres meses. Mucho más eficaz ese programa que todos los ‘planes de desarrollo’ que he conocido”.

a Colombia⁷³. Finalmente, las autoridades devaluaron la tasa de cambio para hacer más competitivas las exportaciones, en un contexto de ajuste macroeconómico que hacía prever que la mayor devaluación nominal se traduciría en una importante devaluación real⁷⁴.

Si bien el programa de ajuste de 1985 permitió disminuir la presión monetaria proveniente de la financiación al Gobierno central⁷⁵, Ortega vio con preocupación la financiación a otras instancias de la Administración Pública. Años después, en sus notas editoriales de noviembre de 1989, señalaría que el hecho de que el crédito bruto otorgado por el BdR al sector público hubiera aumentado de COP 6.828 millones en 1979 a COP 494.352 millones en 1989 merecía una explicación⁷⁶, sobre todo considerando la posibilidad de que dicha financiación se volviese permanente. En un contexto de disciplina fiscal a nivel central a partir de 1985, ¿de dónde provenía la presión a los créditos del BdR para el sector público? De las empresas estatales en situaciones de iliquidez o insolvencia⁷⁷. Sobre esto Ortega opinaba que “[...] todo desequilibrio serio en las finanzas de las entidades descentralizadas del sector público termina afectando al Gobierno central (así sea con algún rezago) y puede originar indeseables desequilibrios en el manejo monetario”.

Ante dicha situación, en 1989 el Gobierno pone a consideración del Congreso una norma constitucional para sustituir el artículo 49 de la Carta con un artículo sustitutivo que expresamente prohibía el cubrimiento de la brecha fiscal por vía de emisión primaria. Lamentablemente, la iniciativa no fue aprobada en el Parlamento.

A Ortega le preocupaba supeditar la política monetaria al acontecer fiscal. Además, un curioso arreglo institucional lo llevó a hacer planteamientos

⁷³ Se contrató con la banca comercial un crédito por USD 1.000 millones, el primero otorgado a América Latina desde 1982.

⁷⁴ Entre 1975 y 1983 la tasa de cambio había tenido una apreciación real de 36%.

⁷⁵ El flujo del crédito neto ajustado con relación al incremento en M1 pasó de 156% en 1984 a 26% en 1989.

⁷⁶ Esta cifra era equivalente al 50% de la base monetaria de Colombia en 1989.

⁷⁷ Se concedían créditos a favor de empresas estatales que presentaban problemas de iliquidez e insolvencia; créditos resultantes de cuentas contingentes como las garantías de los títulos de ahorro nacional y la emisión de títulos rentables negociables (TREN) con el fin de financiar el Fondo para el Servicio de la Deuda Externa (Fodex), fondo que canalizaba recursos hacia el sector eléctrico. Según Palacios (1997), “Ortega y los funcionarios del BdR tuvieron recelo frente a este contrato: y para evitar su resistencia, accedí a incluir cláusulas que dieran al Banco mucha certidumbre en el sentido de que no implicaría emisiones, y de que el gobierno, si fuera el caso, honraría la garantía que había dado a las empresas eléctricas”.

muy certeros sobre los inconvenientes vínculos entre lo monetario, lo fiscal y lo cambiario. La Cuenta Especial de Cambios (CEC) era una cuenta en el balance del BdR. En palabras de Montenegro (1997), “un mecanismo disfrazado de emisión monetaria para financiar el déficit, que ocultaba la verdadera magnitud del desequilibrio y que no se reflejaba en las deficientes cifras fiscales disponibles”. Sus componentes se podían calificar en dos categorías: uno fiscal —p. ej., un porcentaje del impuesto a las exportaciones de café— y otro contable, relacionado con la contabilización de las operaciones cambiarias (las utilidades por compra y venta de divisas, UCVD)⁷⁸.

Las UCVD surgían de que en un sistema de continua devaluación de la tasa de cambio como el que en esa época imperaba, la tasa de cambio a la que se vendía una divisa por definición era superior al costo promedio de adquisición del *stock* de reservas de donde dicha divisa provenía. Estas utilidades contables eran incorporadas por el Gobierno como ingresos corrientes en virtud a lo estipulado por el artículo 45 de la Ley 444 de 1967. A principios de la década de los ochenta la participación de los ingresos no tributarios de la CEC dentro de los ingresos corrientes del Gobierno central alcanzaba un escandaloso 27%, valga decir, un porcentaje similar al que representaba el impuesto de renta (29%) y mucho mayor al del impuesto sobre las ventas (16%).

El Decreto 73 de 1983 buscó independizar los ingresos tributarios del Gobierno de las utilidades de la cuenta y restituir a la CEC la función primordial de mecanismo estabilizador y facilitador del manejo cambiario. Para ello, se excluyeron de la CEC los impuestos al café y a las remesas. Además, se reglamentaron los otros rubros de manera que no se convirtieran automáticamente en ingresos ordinarios de la nación. Por último, se determinó que las utilidades de la nueva CEC se distribuyeran en dos fondos administrados por el BdR, uno para servir de reserva en el evento de pérdidas en el manejo cambiario y el otro para apoyar financieramente al Gobierno, pero bajo el concepto de deuda y no de ingreso corriente.

Lamentablemente, con la Ley 38 en 1989 (Estatuto Orgánico del Presupuesto) se dio marcha atrás a varios de los avances logrados mediante el Decreto 73, siendo el retroceso más importante que las utilidades de la CEC se incorporarían de nuevo a los ingresos de capital del Gobierno en una proporción acordada por la JM. En las notas editoriales, Ortega se refirió así a dicha ley:

⁷⁸ El documento clave a este respecto es de Jaramillo y Montenegro (1982).

[...] significa un cambio en el carácter de dichos recursos, los cuales pasarían a ser ingresos de capital del Gobierno Nacional, en lugar de recursos de endeudamiento como en el anterior régimen; ello imprimirá de nuevo un elevado grado de volatilidad a los ingresos por la naturaleza inestable de dichos recursos, y porque estos generalmente muestran un comportamiento procíclico, que crea perturbaciones al manejo fiscal y monetario. (Noviembre de 1989)

Ortega concluye diciendo que es necesario que el gasto público financiado con utilidades de la CEC tenga muy en cuenta la independencia de la política cambiaria frente a la política fiscal y esté acorde a las metas de la programación macroeconómica y financiera y, en particular, al cumplimiento del presupuesto monetario. Como veremos adelante, con la reforma al BdR en 1991 y con la Ley 31 de 1992, enhorabuena la CEC se liquidó y eliminó.

F. PROGRESIVAMENTE ESCÉPTICO DEL CRÉDITO DE EMISIÓN AL SECTOR PRIVADO

Una manera de plasmar la ortodoxia monetaria, la independencia del BdR del Gobierno, y de lograr que la política monetaria no quedara supeditada a otro tipo de política pública, era prohibir los créditos de fomento que el BdR otorgaba al sector privado no financiero. En esta sección se verá el proceso dado por Ortega y el BdR para posicionar la lucha contra la inflación por parte del Banco por encima de los intereses particulares detrás de los mencionados créditos. Este proceso consta de tres etapas claramente demarcadas.

La primera consistió en tres resoluciones de la JM expedidas siendo gerente del BdR Rafael Gama y subgerente Francisco Ortega⁷⁹; la segunda se asocia a la Resolución 56 de 1989 durante la gerencia de Ortega, y la tercera a la reforma al BdR de 1991, con la que se restringió al máximo el otorgamiento de crédito al sector privado, limitándolo a la intermediación de líneas externas y, desde luego, a los casos en los que el BdR deba actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero. A través de estas etapas también se ve una evolución en el pensamiento de Ortega, desde una posición en la cual aceptaba que entre las funciones del BdR estuviera la de asignar recursos crediticios, hasta su posición final, que consistía en delegar al máximo esta labor al sector financiero privado.

En sus orígenes, el crédito de fomento que el BdR otorgaba a través de sus fondos financieros provenía exclusivamente de emisión monetaria. Ello suscitaba obvias

⁷⁹ Resoluciones 39 de 1978, 12 de 1979 y 109 de 1983.

inquietudes en torno a su efecto sobre la inflación. Para subsanar parcialmente esta preocupación, en 1978 y 1979 se establecen dos nuevas fuentes de recursos: i) los títulos nominativos de crédito correspondientes a la inversión del encaje de las captaciones a término de los bancos, las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial; ii) se autorizó la emisión, por parte del BdR, de títulos agroindustriales, de libre colocación en el mercado. Otro cambio importante se dio en 1983 cuando mediante la Resolución 109 de la JM se adoptó la DTF como tasa de interés de referencia del crédito de fomento. Con ello se procuraba que los recursos se orientaran hacia donde fuesen más productivos⁸⁰.

Una vez Ortega llega a la Gerencia y se refiere al tema, expresa cómo la asignación de recursos por parte del BdR no constituía un problema, siempre y cuando no se financiara con emisión. En sus notas editoriales señalaba:

[...] en los últimos tiempos se ha cuestionado la relación entre el BdR y los fondos financieros. Sobre todo se ha manifestado preocupación por la posible incompatibilidad que pudiera existir entre las funciones de la Banca Central y la del crédito dirigido. En estas notas explicamos por qué no consideramos que esta sea una preocupación válida, y señalaremos cómo, por el contrario, se ha logrado una armonización casi completa entre estas dos funciones del emisor. (Noviembre de 1988)

Ilustrativo mencionar que las inversiones forzosas representaban el 40% de los recursos de los fondos financieros a mediados de los ochenta.

Mientras Ortega tenía esta visión amigable hacia el crédito de fomento, otros economistas veían las cosas de manera muy diferente. En particular, a lo largo de su carrera como editor de *Estrategia Económica y Financiera* (1977-1988), Hommes objetó dicho mecanismo. En la sección de debates indicaba:

[...] debe ser claro que los ministros de Agricultura y Desarrollo (y su subalterno, el director del Incomex), no tienen otra cosa que hacer en la JM que presionar para que los gremios que posan de representantes de la opinión pública en sus respectivos sectores adquieran una tajada creciente de la base monetaria y del crédito de fomento. Esta es la razón para sacarlos de la Junta y, con ellos, el crédito de fomento. (Septiembre de 1988)

⁸⁰ Vallejo (1994) resume los logros del conjunto de políticas introducidas en el gobierno Betancur describiendo la trayectoria de la diferencia entre las tasas de mercado y las de fomento. Dicha diferencia, que llegó a ser de 25,4 puntos en 1982, pasó a 22,7 en 1985, a 18,6 en 1986 y a 10,0 en 1987.

La segunda etapa del proceso, donde Ortega participó de manera directa como gerente, se discute en sus notas de julio de 1989; en ellas justifica la Resolución 56 de agosto de 1989 por medio de la cual “se reduce sustancialmente la intervención por parte del BdR en la evaluación de los proyectos y en la determinación de los montos de financiación, así como en los plazos máximos necesarios para las distintas modalidades de crédito [...]”. Aquí se observa un Ortega convencido de que estas tareas no competían a la autoridad monetaria. Otros objetivos que perseguía la resolución eran: a) la adopción de una política homogénea en materia de intereses sobre la base de aplicar tasas flexibles (DTF); b) vincular los plazos de los créditos con la tasa de interés y unificar criterios para determinar su nivel; c) los intermediarios financieros recibirían mayores incentivos para prestar a mediano y largo plazo y; d) establecer la posibilidad de capitalizar los intereses para hacer viables distintas alternativas de amortización. Ortega (1989) concluye que la Resolución 56 de 1989 había dado un vuelco profundo al crédito de fomento, adecuándolo a las orientaciones generales de un manejo económico que sigue de cerca el funcionamiento del mercado.

Las dos etapas del proceso hasta aquí descritas quedan ejemplificadas en la evolución del Fondo Financiero Agropecuario (FFAP), el cual fue autorizado por el gobierno Barco para otorgar créditos a los pequeños productores, algo hasta ese momento completamente inusual. Ello derivó en la creación del Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro). Se eliminaron las inversiones forzosas, se ordenaron los encajes y se pasó de una línea de financiamiento dirigida por el BdR a un sistema propio de financiamiento, sin la interferencia, indebida en muchos casos, de la JM en la asignación de cupos y presupuestos por cultivos y actividades (Ossa, 1994).

Por último, aprobada la reforma constitucional de 1991, el fondeo del crédito de fomento por parte del BdR debe provenir exclusivamente de la banca multilateral. En consecuencia, la única función que ejerce el BdR sobre estos dineros es su intermediación desde los órganos externos a las instituciones financieras domésticas; en ese caso, son estas y no el BdR quienes deben evaluar a qué proyecto dar o no crédito. Ortega justificaría esta intermediación en sus notas editoriales:

[...] considerando las ventajas prácticas derivadas de la experiencia del BdR en la negociación y manejo de tales líneas con los organismos multilaterales de crédito, el artículo 373 de la Constitución Nacional permitió utilizar el mecanismo del redescuento para distribuir estos recursos entre los agentes interesados en intermediarlos. (Noviembre de 1991)

En resumen, podemos ver cómo el pensamiento de Ortega hacia el crédito de fomento fue ambiguo. Lo objetaba si era financiado con emisión primaria, no así cuando se fondeaba con inversiones forzosas. Y en caso de que los recursos provinieran de la intermediación de líneas externas, lo apoyaba. Todo esto se vería plasmado en la Constitución de 1991 al permitir que el BdR fuera el que intermediara el crédito externo multilateral hacia las instituciones financieras, disposición que, si bien no estaba incluida en las propuestas originales de reforma preparadas por el BdR ni el Gobierno, no fue objetada ni por uno ni por otro tras su inclusión durante el trámite del proyecto por la Comisión Quinta de la Asamblea Nacional Constituyente⁸¹.

G. EN APOYO DE SUS TÉCNICOS

No fue fácil la relación del BdR con el equipo económico del presidente Gaviria. Desconozco si hubo o no consideraciones personales para ello, pero doy fe de importantes y legítimas discrepancias profesionales entre los equipos técnicos del Gobierno y del BdR. Quiero referirme a dos episodios que se sucedieron por la época de la reforma del Banco en 1991.

La primera controversia surge durante el primer semestre de 1991. Como se menciona en otros apartes de este documento, un elemento central de apoyo a la liberalización comercial que se inicia en 1989 y se profundiza en 1990 fue mantener una tasa de cambio competitiva. Así, entre fin de 1988 y fin de 1990 la tasa de cambio nominal se depreció 69% y el índice de tasa de cambio real calculado por el BdR se devaluó 19%. El diagnóstico técnico del BdR era que el peso se encontraba subvaluado y que dicha subvaluación estaba generando expectativas de apreciación y, por consiguiente, estimulando la entrada de capitales especulativos⁸².

⁸¹ Por consideraciones eminentemente prácticas, la posición de que el BdR fuese intermediario de las líneas de crédito externo fue respaldada por el ministro Hommes en la plenaria de la Asamblea del 17 de mayo de 1991. Dice Hommes en una grabación de dicha plenaria: “Es una consideración ante todo práctica; para que el Banco Mundial le preste a particulares no se puede, entonces hay que hacer alguna intermediación a través del Gobierno, así pues se quiso mantener esa posibilidad [...]”. Lleras de la Fuente (1995) señala que la introducción de la disposición que autorizaba al BdR a intermediar líneas de crédito externas solamente fue objetada por el constituyente Espinosa, del Partido Liberal.

⁸² Ver Steiner *et al.* (1992).

Durante 1990 entró al país capital privado (en neto)⁸³ por USD 577 millones; a lo largo de 1991 la cifra ascendió a USD 1.450 millones⁸⁴. La JM —que sesionó hasta junio 26 de 1991, cuando fue reemplazada por la Junta Directiva— determinó que era conveniente esterilizar dicha entrada de divisas, para lo cual intensificó de manera importante las OMA. Entre febrero de 1990 y julio de 1991 el saldo de títulos de participación aumentó en COP 885.829 millones⁸⁵ y la tasa de interés a noventa días de dicho instrumento se incrementó desde 27,9% hasta 46,9%, con una inflación anual de 31,6% en julio de ese año.

En opinión de los técnicos del Banco, este era un caso ‘del perro mordiendo la cola’: para compensar el efecto monetario de la entrada de reservas, se subían las tasas de interés de las OMA, movimiento que en un contexto de subvaluación cambiaria no hacía más que propiciar mayor entrada de capitales⁸⁶. Esta postura del banco incomodó mucho al ministro de Hacienda, quien en carta al gerente del Banco expresó:

Estimado Pacho: Te adjunto un memorando de los Asesores que expresan una preocupación que comparto: No creo que corresponda al Banco unilateralmente cambiar decisiones de la Junta Monetaria solamente porque a algunos técnicos del Banco no les parece que la[s] OMA sean efectivas. Te ruego adoptar los correctivos necesarios para que se cumplan las metas de las OMA en forma eficiente y solicitarle a dichos técnicos que presenten alternativas para nuestra consideración, pero que no se tomen atribuciones que no les corresponden. (Mayo 20 de 1991)

Perfectamente legítimo el cuestionamiento del ministro respecto al Banco reinterpretando decisiones de la JM, sólidos los argumentos del Banco con relación a la ineficacia de las OMA en un contexto de sobrevaluación cambiaria, con tasas de interés en niveles elevadísimos. Por cierto, la política en que insistía la

⁸³ Transferencias y endeudamiento externo a corto y largo plazo del sector privado no financiero.

⁸⁴ A manera de referencia, al finalizar 1991 las reservas internacionales ascendían a USD 6.420 millones.

⁸⁵ A manera de referencia, el saldo de TP al finalizar abril de 1991 equivalía al 53% de la base monetaria.

⁸⁶ Otro ejemplo ‘del perro mordiendo la cola’ lo relata con tino Montenegro (1997), remontándonos al gobierno Betancur, cuando el tema no era la entrada, sino la salida de capitales. El centro de la narración de Montenegro es el dudoso concepto de ‘margen monetario’, el espacio de emisión que *supuestamente* dejaba el déficit externo y que justificaba emisiones a favor del Gobierno y los particulares. Cuenta Montenegro que la revista *Estrategia* lo tenía claro: ¿para qué emitir cuando cae la demanda de dinero? Señala, además, que “para los economistas monetarios era claro que la demanda de dinero había caído a causa de una mayor preferencia por los dólares, especialmente a medida que se hacía evidente que no era sostenible el régimen cambiario”.

JM no solo era ineficaz. Además, resultaba muy costosa. No es sino comparar el rendimiento del activo que se estaba comprando (reservas), con el costo del pasivo que se estaba emitiendo (OMA) para compensar el efecto monetario.

La segunda controversia entre los técnicos del Banco y los del Gobierno se relacionaba con aspectos contables. Con fundamento en la Ley 6 de 1992, el Gobierno expidió el Decreto 1132 de junio 6 de 1992 ordenando la emisión de los bonos para el desarrollo y la seguridad interna (BDSI). Se trataba de COP 270.000 millones en títulos de deuda pública interna⁸⁷ a ser redimidos en 1998 (para pago de impuestos si el tenedor tuviese obligaciones tributarias, en efectivo en caso contrario). No generaban intereses, eran negociables en el mercado de valores y deberían ser suscritos *obligatoriamente* por las personas jurídicas y por las personas naturales a partir de cierto nivel de renta. Esta figura, para muchos el antecedente del impuesto al patrimonio que se introdujo en 2003, fue posteriormente recortada en su alcance, en virtud de una sentencia del Consejo de Estado.

La polémica entre el Gobierno y el Banco tuvo que ver con el tratamiento contable de la operación. De acuerdo con el Gobierno, el carácter obligatorio de los bonos les daba el carácter de impuesto y, por consiguiente, los recursos así obtenidos disminuían el déficit fiscal. En opinión del Banco, por tratarse de un bono que habría de redimirse seis años luego de emitido, se trataba de una operación de financiamiento que, yendo ‘por debajo de la línea’, no alteraba el déficit. La imposibilidad de conciliar posiciones llevó al Gobierno a proponerle al Banco que la controversia la dirimiese el Departamento de Asuntos Fiscales del FMI. Vito Tanzi, director de dicho organismo, le habría de comunicar a Ortega que

[...] de acuerdo al Manual de Estadísticas Fiscales del FMI, lo recibido por el gobierno mediante la colocación forzosa de bonos en 1992 debe tratarse como financiamiento, y la redención de dichos bonos mediante su aceptación como pago de impuestos en 1998 como un impuesto, por encima de la línea, con una equivalente amortización de financiamiento, por debajo de la línea (traducción nuestra). (Comunicación del 28 de julio de 1992)

En estos dos episodios los técnicos del Banco siempre recibimos pleno apoyo de la Gerencia y la Subgerencia Técnica⁸⁸. Por supuesto, y como menciono en otros apartes de este documento, en varias ocasiones Ortega se distanció de la opinión de sus técnicos. Recuerdo dos casos en particular: i) su insistencia en utilizar los certificados de cambio para revaluar el tipo de cambio nominal dentro del

⁸⁷ Cifra nada despreciable, equivalente a algo más del 13% del recaudo por impuesto a la renta en 1992.

⁸⁸ Cargo que entre 1991 y 1992 fue ocupado por Leonor Montoya.

esquema de *crawling peg*, en contra de quienes considerábamos que el esquema podía acomodar una apreciación nominal más transparente y convencional; ii) su muy afortunado y enfático rechazo en 1991 a la propuesta que hicimos varios técnicos en el sentido de que, como era el caso en muchos países desarrollados, los miembros independientes de la Junta Directiva del ‘nuevo’ Banco deberían ser ratificados por el Congreso.

III. ORTEGA Y LA REFORMA DE 1991

El BdR post-1991 se parece poco al Banco que, durante años, desempeñó un papel preponderante en el diseño e implementación de la política económica en virtud, entre otras razones, de tener en ese entonces mayor estabilidad institucional y capacidad técnica *vis à vis* el MHCP. Como nos recuerda Palacios (1997), el Banco no dependía del MHCP ni del presupuesto nacional. Ello favorecía su ‘independencia’ y, gracias a su prestigio en materias económicas y a su régimen especial de contratación, podía conseguir los mejores profesionales y hacer estudios de manera bastante ágil. El Banco también se involucraba en el campo de la planeación, su gerente asistía al Conpes y hacía parte de otras instancias del Gobierno, en particular aquellas vinculadas al comercio exterior. Mención aparte merece la compilación de información para el empalme en cada cambio de gobierno. Según el expresidente Gaviria (conversación sostenida el 5 de agosto de 2015), el papel del Banco en los procesos de empalme era crucial; se relacionaba con su capacidad técnica y, sobre todo, con la credibilidad y reputación de Ortega.

A manera de ilustración, algo que hoy día resultaría impensable: en la década de los ochenta, en el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco se elaboraban, entre otros, los borradores de las memorias del MHCP y los folletos para los *road shows* con los que el equipo económico, encabezado por el ministro de Hacienda y la Dirección de Crédito Público, buscaban recursos financieros en el exterior (Foto 4)⁸⁹.

⁸⁹ Otro ejemplo ilustrativo tiene que ver con el apoyo que los técnicos del Banco prestaban a la Gerencia y, por su conducto, al ministro de Hacienda en temas de política cafetera. Previo a la creación de la Oficina de Asesores Cafeteros —que se sucede en diciembre de 1988 cuando el Gobierno y la Federación Nacional de Cafeteros renegociaron el contrato de administración del Fondo Nacional del Café— técnicos del BdR —entre otros, Mónica Aparicio y el suscrito, entre 1981 y 1983— dedicábamos la mayor parte de nuestro tiempo a preparar los informes que el Gobierno utilizaba como insumo para la fijación de importantes variables relevantes al negocio cafetero. En esa labor contábamos con una poderosa herramienta de trabajo, novedosa en esa época. A saber, el programa computacional FIFI, una hoja de cálculo desarrollada en el Banco por Roberto Villaveces, subgerente de Sistemas. Interesante recordar que en noviembre de 2015 se cumplieron treinta años del lanzamiento de la hoja de cálculo Excel por parte de Microsoft.

Poco hay que agregar a lo expresado por Hugo Palacios en el artículo de De Brigard:

Me ha impresionado siempre que Ortega impulsó este proyecto (el de la reforma constitucional de 1991), a pesar de que en él la figura del gerente del Banco de la República habría de tener menos poder de influjo y decisión que el que tenía en el esquema Junta Monetaria-Banco de la República. Era evidente que él trabajaba con patriotismo y desinterés por un esquema institucional que creía conveniente para el país, así debilitara su propia posición dentro del reparto de competencias en el equipo económico. (1995)

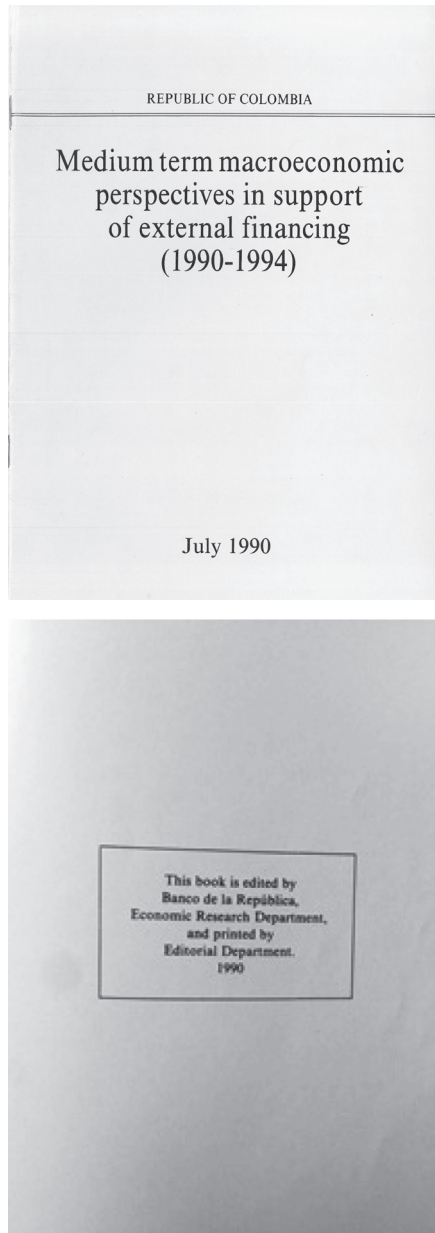
Según Jaramillo (correspondencia del 16 de octubre de 2015), pocas veces trató el tema de la independencia del Banco con Ortega. Señala Jaramillo que hacia finales de 1989 tocaron el asunto en dos oportunidades. Ortega acababa de regresar de la Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España realizada en Madrid, donde un tema que recibió particular atención fue el de los bancos centrales independientes. Jaramillo recuerda que si bien de dichas conversaciones resultaba evidente que Ortega compartía plenamente los beneficios de este nuevo esquema institucional, su posición práctica era extremadamente cautelosa: a saber, “uno sabe lo que lleva al Congreso, pero no tiene ningún control sobre lo que de allí sale”. Con notable olfato político, Ortega esperaba a que llegara la ocasión propicia para procurar convertir esta innovadora idea en ley.

Dicho momento llegaría relativamente pronto, paradójicamente por motivos completamente ajenos a consideraciones de tipo económico y mucho menos de carácter monetario. La gran mayoría de las reformas económicas del presidente Gaviria (elegido el 27 de mayo y posesionado el 7 de agosto de 1990) se habían aprobado por el Congreso durante el último trimestre de 1990 y no estaba dentro de los planes del presidente impulsar reformas adicionales en el corto plazo. En octubre de 1990 se convoca a una Asamblea Nacional Constituyente (ANC)⁹⁰. Si bien el propósito del Gobierno era que la ANC se ocupara de fortalecer la democracia para así consolidar el proceso de desmovilización del M-19 (Vargas, 1993), la Corte Suprema determinó que la ANC tendría competencia plena para reformar sin límite temático alguno la Constitución de 1886. Ello abrió la posibilidad de reformar el régimen monetario y, por supuesto, la función de la banca central.

⁹⁰ La ANC se instala el 5 de febrero de 1991 y cesa funciones el 4 de julio del mismo año.

FOTO 4

FOLLETO ELABORADO EN EL BANCO DE LA REPÚBLICA PARA EL MINISTERIO DE HACIENDA



Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República (1990).

El presidente estableció varias comisiones preparatorias que se encargarían de elaborar el temario de reforma. Entre estas se encontraba la Comisión Novena sobre temas económicos y, en ella, la Subcomisión 9.2 sobre “Régimen de Hacienda pública”, la cual tendría a su cargo la revisión, entre otros, del artículo 49 de la Constitución entonces vigente, que trataba el tema del régimen monetario. En este propicio entorno, Ortega toma la iniciativa de procurar la reforma del BdR no mediante una ley, sino a través de la Constitución misma, casi que blindándola a perpetuidad. Para ello ordena que en el banco se trabaje en un anteproyecto de propuesta sobre el régimen monetario y le pide al exgerente Hugo Palacios que adelante una iniciativa paralela. La propuesta final del BdR sería la combinación de ambas (De Brigard, 1995).

Por supuesto, Ortega no fue la única persona que consideraba importante una reforma del banco. Urrutia (1975) cuenta que el gobierno del presidente López Michelsen tuvo en consideración hacer una enmienda al Banco:

El gobierno tiene la idea de devolverle al Banco de la República su papel de banco central y autoridad monetaria, desligándolo poco a poco de sus funciones como entidad de fomento adquiridas en el pasado reciente, al convertirse a través de la política de redescuento en un instrumento para asignar recursos de la economía.

A su vez, Hernández (1979) propuso la creación de una Junta de Emisión y Control Monetario que estuviera compuesta por representantes designados por el presidente de la república para períodos fijos, con amplia autonomía. Con las mismas condiciones jerárquicas que las de los otros miembros, también harían parte de la Junta el gerente del BdR y el ministro de Hacienda. De manera similar, en 1982 Hernando Gómez Otálora había impulsado un proyecto de ley para modificar a la Junta Monetaria:

No es aconsejable que los Ministros de Agricultura y Desarrollo formen parte hoy de la Junta Monetaria. Su área de competencia no es la política monetaria, como sí lo es del Ministro de Hacienda. Desde luego, aquellos ministros están interesados en el mayor encauzamiento y mejor utilización de los recursos financieros para sus respectivas áreas, básicamente la agropecuaria y la industrial. Pero este mismo interés pone en peligro la política monetaria, pues es de suponer que cada uno aspire a crecientes recursos de crédito para las áreas bajo su jurisdicción. Esas mismas razones son aplicables al Jefe de Planeación [...] (Avella, 2000).

César Gaviria (video grabado el 6 de octubre de 2015) señala que en el gobierno del presidente Barco, siendo él ministro de Hacienda, también contempló introducirle reformas al banco central. Otros planteamientos reformistas habían sido hechos por Hommes (1988) antes de ocupar la cartera de Hacienda, para quien era altamente inconveniente que, con cargo al impuesto inflacionario, el BdR se dedicara a extender crédito de fomento —lo cual desestimulaba la consolidación de un mercado de capitales de largo plazo— o a financiar actividades culturales —labor que debería llevar a cabo el Gobierno, con cargo al presupuesto— sin que existiesen mecanismos claros para evaluar el cumplimiento de sus responsabilidades. Otro antecedente lo relata Montenegro (1997):

Se puede afirmar que de las críticas a la JM y a sus actuaciones en esos años, surgieron las propuestas que terminaron en la Asamblea Constituyente de 1991 que derivaron en la figura del banco central autónomo. De los excesos de creación de cupos de liquidez se formó un consenso sobre la necesidad de administrar bien la oferta monetaria... En el curso de los proyectos de reforma constitucional que inició el gobierno Barco, se incluyeron propuestas para prohibir que el banco central le prestara al sector privado, e inclusive al público⁹¹.

Por otro lado, lo que estaba sucediendo en otras partes del mundo, incluido Chile en el contexto latinoamericano, evidentemente desempeñó un importante papel en persuadir a muchos en Colombia de las bondades de otorgar independencia al banco central. En la Foto 5 reproducimos un artículo de *The Economist* (febrero de 1991), en el cual se cita un estudio de Alberto Alesina de la Universidad de Harvard, aportando evidencia empírica a favor de la noción de que la inflación era más baja en países con bancos centrales independientes. Por instrucciones de Ortega, Fernando Montes-Negret, subgerente de Investigaciones Económicas en 1991, circuló dicho artículo entre los técnicos del Banco.

Evidentemente, la reforma propuesta tenía varios opositores, no solo en el campo político, sino también dentro de la tecnocracia. Fernández (1991a) afirmó que se corría el riesgo de que la Junta Directiva del Banco se convirtiera en “un cuerpo de tecnócratas sin responsabilidad política o gremial”. Respetados economistas señalaron que el país se vería abocado a “vivir en emergencia económica” (Perry, 1991); que “el financiamiento primario era necesario tanto por razones de conveniencia operativa como para asegurar la estabilidad monetaria y económica del país” (Lora 1991); que el país “podría quedar limitado, nada menos que por

⁹¹ Planteamientos reformistas adicionales a los acá reseñados aparecen en Currie (1973), Hernández (1973) y Rosas (1973).

FOTO 5

REVISTA *THE ECONOMIST*: "WISE MEN FROM THE SOUTH"

Wise men from the south

New Zealand's government set its central bank free a year ago. What lessons are there for other governments that dare do likewise?

THE Reserve Bank of New Zealand celebrated its first anniversary as an independent central bank on February 1st. Its nicest birthday present? The inflation rate, down to 4.9% in the year to December, from 7.2% a year earlier, and an average of 1.3% in the 15 previous years. This year New Zealand's annual inflation rate could be lower than the OECD average, for the first time in 17 years. The one-year-old Reserve Bank Act is intended to help push it lower still.

The act has three main ingredients. They are:

Independence. The bank has full independence in the operation of monetary policy, free from political interference. **Price stability.** The bank has a single goal: price stability. And—unlike any other central bank in the world—it has been set a specific target: 0.2% inflation, by the end of 1993. That target can be renegotiated if, say, the terms of trade alter dramatically; otherwise it can be overturned only by a vote in parliament.

Accountability. The bank's governor, Donald Brash, has a big incentive to meet that target: if he fails, he loses his job. In practice, New Zealand's monetary policy has been directed primarily against inflation for several years already. What the new law did was to give that policy greater credibility. Governments can rarely be trusted not to print money—and so to boost inflation—if they are entitled to a truly independent central bank can stop them.

This is not just theory. Our chart, based on a study by Alberto Alesina of Harvard University, ranks central banks according to an index of independence (for the period of the study, 1973-86, New Zealand's was one of the least independent, West Germany's Bundesbank the most so). By and large, the freer the central bank, the lower the inflation rate. Nor was this achieved simply at the cost of higher unemployment: the countries with freer central banks also had lower average unemployment. Why? Perhaps because the policy credibility provided by independence speeds up the adjustment of prices and wages to the monetary climate, and thus minimises job losses.

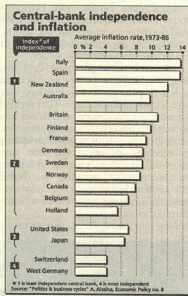
Another way for a government to win the same credibility is to peg its currency to a low-inflation currency, just as European Community currencies are more or less pegged to the D-mark. But New Zealand has no obvious candidate to peg to.

ECONOMICS FOCUS

Australia, its only big trading partner with a similar economic structure, has a dismal record on inflation.

Mr Brash now has at least as much independence in monetary policy as Karl Otto Pöhl, the head of Germany's Bundesbank. But to concentrate only on independence misses a still more important part of New Zealand's Reserve Bank Act, the explicit target for inflation.

Under the old legislation, monetary policy had several, potentially conflicting



objectives—growth and full employment as well as inflation. People therefore always suspected that the government would be tempted to ease monetary policy if unemployment rose. So they expected higher inflation, reacted accordingly—and thereby helped to produce it. America's Fed, though one of the most independent central banks, also faces this dilemma of multiple objectives. The New Zealand bank's single and explicit target, in contrast, should help to convince workers and companies that it will stick to its low-inflation commitment.

The bank has done a good job in its first year of freedom. But it has run into fierce criticism. Some think it should aim merely at "price stability", like the

FINANCE

Bundesbank, rather than the precise figure of 0.2%. But the Bundesbank's anti-inflationary resolve was established over many years; in New Zealand, after years of high inflation, many think stability means rises of 10% a year. Others complain that high interest rates may indeed bring inflation out of the economy, but at the cost of wringing out growth too: the economy has grown by a pitiful annual average of 0.3% in the past five years, and forecasters expect little better than an average of 1½% in 1991, 1992 and 1993.

Yet the blame for high interest rates lies mainly with the government's budget deficit, which the previous (Labour) government failed to control, and with the country's large foreign debt and its current-account deficit (4½% of GDP last year, maybe 6% this), which attract a hefty risk premium. Without an independent central bank, foreign investors might demand even higher yields.

The Reserve Bank has also been criticised for the way it has implemented policy. Some (including the Treasury) say it has put too much weight on the exchange rate. Last year the bank seemed to be trying to keep the kiwi dollar's trade-weighted index within a 3% band, preventing interest rates from falling. The Treasury would prefer the bank to monitor monetary aggregates more closely and allow the exchange rate to adjust freely—ie, to fall. The snag is that, since financial deregulation, measures of money do not mean much.

Behind all three complaints lies the charge that interest rates and the exchange rate are too high for economic recovery. Industry complains that the currency is overvalued, by maybe 10-15%. The Reserve Bank agrees. The difference is that it (correctly) thinks a big devaluation would be quickly eroded by rising prices, and that the only way to ensure real depreciation is to keep wage rises lower than abroad. That is starting to happen, with pay settlements of 2-3%.

In response to wage moderation and the new National government's tough spending cuts in December, the Reserve Bank has eased up. It has reduced short-term interest rates by three percentage points since October, to around 12%, and allowed the currency to slip slightly.

Long-term bonds still yield 11.9%. This suggests that the financial markets are not yet entirely convinced of the bank's 0.2% target. But then even the Bundesbank did not gain its reputation overnight. Mr Brash's determination is not in doubt; the real problem is whether the government will stand firm as unemployment goes on up, or will be tempted to tamper with the Reserve Bank Act itself.

su Constitución, a recurrir a métodos indirectos —prácticamente subrepticios— para financiar con emisión su déficit fiscal” (Fernández, 1991b). Por no mencionar serios cuestionamientos a que el banco fuese la autoridad cambiaria:

[i]... cómo le vamos a dar en este país la decisión diaria del manejo de la tasa de cambio a una junta cuya responsabilidad es la moneda sana! Ahí sí que ningún criterio de exportaciones prevalecería [...] Ninguno de los bancos centrales que tienen autonomía para definir la política monetaria la tiene para la cambiaria. (Perry, 1991)

En busca de mayor agilidad y facilidad en el trámite del proyecto en la ANC, Ortega explora la receptividad del ministro Hommes a una reforma al BdR. Inicialmente, la reacción de Hommes fue negativa. Por una parte, consideraba que se despojaba al Ministerio de atribuciones que poseía y de su preeminencia en materia cambiaria y crediticia. Por otra parte, sospechaba que

la Junta que tenía en mente la administración del Banco era una de bolsillo del gerente, como lo había sido hasta entonces la Junta del Banco... Sin embargo, el presidente estaba convencido de que este cambio institucional tenía que darse inexorablemente. Señaló (el presidente), en primer lugar, que lo que estaba pasando en el mundo era precisamente que se le otorgaba autonomía a los bancos centrales, y que incluso había evidencia estadística de que dicha autonomía coincidía con menores tasas de inflación, cuando se llevaban a cabo comparaciones entre varios países desarrollados. Finalmente, el presidente dio otro argumento contundente en favor de la independencia del Banco: “Imáginese que salga electo Navarro o Samper”. (Hommes, 1995, p. 34)⁹²

Una vez la propuesta del BdR estuvo lista, Ortega se la entregó al presidente Gaviria el 29 de noviembre de 1990. El presidente consultaría a expertos independientes ajenos al MHCP y a la JM sobre el proyecto de reforma. Eventualmente, decide acogerlo como suyo, pero no como una de sus prioridades —dado todo lo que estaba en juego en ese momento— y se lo entrega al ministro Hommes para que lo acompañe en su trámite en la ANC. El ministro accede bajo la condición de que se le permitiera realizar las modificaciones que le parecieran

⁹² Afortunadamente, los temores de Hommes nunca se materializaron. La primera Junta del Banco nombrada por el presidente Gaviria era de lujo (véase nota 94), con verdaderos pesos pesados que de ninguna manera operarían bajo el control de Ortega. Cosa bien distinta ha resultado el hecho histórico de que el Banco ha logrado ‘capturar’ como ortodoxos a varios economistas que, cuando llegaron a la Junta, tenían visiones más bien heterodoxas respecto al rol del banco central, particularmente en los frentes monetario y cambiario.

pertinentes (De Brigard, 1995). Finalmente, los constituyentes tendrán en consideración dos textos de reforma al banco, el del Gobierno y el del BdR.

En los meses subsiguientes, Ortega impulsaría activamente el trámite y la aprobación del proyecto, primero en la Comisión Quinta y luego en la Plenaria de la ANC. Para ello, saca a relucir sus dotes políticas⁹³. En primera instancia, se reúne con más de la mitad de los miembros de la ANC, a quienes explica las bondades de la propuesta, además de proporcionarles material sobre el tratamiento legal a nivel internacional del régimen monetario. Asimismo, el BdR organiza desayunos de trabajo con los constituyentes de las distintas vertientes políticas, donde se expone el proyecto de reforma. Gracias a su capacidad de persuasión y a su prestigio personal, respaldado en un trabajo serio y riguroso, Ortega logra el apoyo de grupos ideológicamente tan disímiles como el Partido Social Conservador, el Partido Liberal, el Movimiento de Salvación Nacional, la Unión Patriótica y el M-19 (De Brigard, 1995). Años después, Palacios (1997) destacaría las cualidades de Ortega para llevar a feliz término tan ambiciosa reforma:

Ortega había estado muchos años en el banco: los presidentes, los Ministros de Hacienda y otras personas de ambos partidos que habían trabajado con él, lo respetaban como profesional y por sus condiciones de hombre honesto, leal, caballero y perseverante en la amistad. Tenía un fino talento para exponer sus ideas sobre política económica y para conseguirles respaldo entre quienes podían adoptarlas.

Como se mencionó, la ANC tuvo en consideración dos proyectos de reforma. Lleras (1995) señala que gracias al tesón de Ortega el proyecto finalmente aprobado se parece más al presentado por el Banco que al del Gobierno. Ahora bien, si se miran con detenimiento y con el beneficio de analizar estos asuntos un cuarto de siglo después de que sucedieron, la realidad, a mi juicio, es que los proyectos no eran muy diferentes. El del BdR tenía el gran mérito de darle al banco central un mandato en términos de estabilidad de precios, mientras que la propuesta del Gobierno no le asignaba mandato alguno. Por el contrario, mientras el proyecto del BdR contemplaba la posibilidad de que el Banco otorgara financiación monetaria al Gobierno “cuando se haya declarado el estado de emergencia económica y social”, el del Gobierno limitaba la financiación del Banco al Gobierno a “operaciones de tesorería dentro de la misma vigencia fiscal”.

⁹³ Poco después del fallecimiento de Ortega, Hommes señalaría que “(Ortega) luchó por la autonomía de la Junta del Banco y la dejó plasmada en la Constitución, ante cuyos redactores hizo un ‘lobby’ paciente y hábil” (*Semana*, 2 de enero de 1995).

Ambos proyectos convertían al Banco en la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia y delegaban en el Congreso la expedición de una ley para determinar la composición de la Junta Directiva. En cuanto a la forma, no deja de sorprender que en lo concerniente a la composición de la Junta Directiva la propuesta del BdR señalara:

La Ley, a iniciativa del Gobierno, determinará la composición de la JDBR y el período y las calidades de sus integrantes, quienes serán designados por el Presidente de la República y entre los que debe haber siempre *un ministro del despacho*. Los demás miembros de la Junta desempeñarán el cargo con dedicación exclusiva y por períodos fijos (énfasis añadido).

¿Un ministro? ¿Cualquier ministro? No es de sorprender que el proyecto del Gobierno estipulara que “La Ley, por iniciativa del Gobierno, determinará la composición de la JDBR, las calidades y períodos de sus miembros quienes serán designados por el Presidente de la República. *La Junta Directiva será presidida por el Ministro del ramo*” (énfasis añadido).

Tuve la oportunidad de formar parte del equipo técnico del Banco que, junto con destacados juristas, trabajó a órdenes de Ortega durante el proceso de reforma. Muy influenciados por lo que considerábamos las mejores prácticas en banca central en ese momento, le sugerimos a Ortega que: i) para darle legitimidad política a la Junta Directiva, sus miembros deberían ser ratificados por el Congreso; y ii) para darle mayor credibilidad al Banco como autoridad monetaria con un mandato de estabilidad de precios, en la JDBR no debería estar presente el Gobierno⁹⁴. Afortunadamente, Ortega descartó de plano la primera sugerencia. Curiosamente, aceptó a medias la segunda, y consideró apropiado proponer que de la JDBR hiciera parte “algún Ministro del despacho”.

Una vez promulgada la Constitución, el 7 de julio de 1991, en sus notas editoriales de julio Ortega resume los principales logros institucionales alcanzados con la reforma: i) le otorgaba un claro mandato al BdR de velar por la estabilidad de los precios, convirtiendo el control de la inflación en el objetivo rector del BdR, por encima de cualquier otro; ii) la conversión del BdR de banco de emisión a banco central, con la cual se elevó la condición del Banco a la categoría de órgano del Estado de rango constitucional; iii) restringió severamente

⁹⁴ De la misma opinión era el respetado profesor Currie (1991). De hecho, el mismo Hommes (1995) señalaba que “[...] hubo voces muy respetables dentro del Gobierno, como la del director de Planeación Nacional, Armando Montenegro, que consideraban que el manejo económico sería mucho más claro si el ministro de Hacienda no fuera siquiera miembro de la Junta y no asistiera a ella. De esta manera, la Junta tendría que responder por sus actos y no esconderse detrás del Gobierno”.

el otorgamiento de crédito al Gobierno —a menos que por unanimidad de la Junta Directiva se apruebe lo contrario— y lo prohibió para el sector privado no financiero; iv) consagró al BdR como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia: en este aspecto se unificaban en un solo organismo las atribuciones de emitir moneda legal y las de trazar, dirigir y ejecutar las políticas monetarias, cambiarias y crediticias, con sujeción a un régimen legal propio; v) le dio autonomía administrativa, patrimonial y técnica y lo hizo bastante independiente del Gobierno.

Para terminar esta sección vale la pena reproducir apartes de una carta que Ortega dirigió al presidente de la república el 8 de julio de 1991. En esa fecha, lo único que faltaba era el nombramiento por parte del presidente de la Junta Directiva (JD) interina que entraría a reemplazar a la JM hasta tanto se aprobara la ley que desarrollaría el articulado transitorio constitucional 51 (lo cual sucedió con la expedición de la Ley 31 del 29 de diciembre de 1992)⁹⁵. En su misiva al presidente, Ortega manifiesta su intención de dar un paso al costado y ceder la Gerencia General del Banco a una persona elegida por los nuevos miembros de la Junta:

[...] me permito presentar renuncia del cargo de Gerente General del Banco, que he venido desempeñando por espacio de seis años. Al dejar en libertad a la Junta del Banco para escoger el nombre de quien deba regir los destinos de la institución, no estoy manifestando una simple posición protocolaria, sino la creencia sincera de las ventajas que derivará el Banco de una dirección renovada.

Ortega continuó a cargo de la Gerencia hasta el 19 de febrero de 1993, cuando Gaviria nombró la primera JD en propiedad⁹⁶, Junta a la que Ortega solicitó no considerar su nombre para el cargo de gerente general.

⁹⁵ La Carta Política, en su artículo transitorio 51, delegó en una ley la expedición de las normas a las que debe sujetarse el Banco para el ejercicio de sus funciones, los mecanismos para la expedición de sus estatutos y las normas respecto a las funciones de inspección, vigilancia y control. La JD interina fue nombrada el 25 de julio de 1991 y estaba integrada por Miguel Urrutia, Roberto Junguito, Néstor Humberto Martínez, María Mercedes Cuéllar, Carlos Ossa, como miembros independientes, y Hommes y Ortega en calidad de ministro de Hacienda y gerente del Banco, respectivamente.

⁹⁶ Se dio un relevo con relación a la JD interina. Néstor Humberto Martínez continuó su carrera en el BID y Gaviria nombró a Óscar Marulanda en su reemplazo.

A. LEY 31 DE 1992

Para completar el proceso de reforma consignado en la Constitución, el artículo transitorio 51 ordenaba que, al mes siguiente de su instalación, el Gobierno presentara al Congreso que se elegiría una vez terminara de sesionar la ANC, el proyecto de ley relativo al ejercicio de las funciones del Banco y las normas con sujeción a las cuales el Gobierno expediría los estatutos de aquel. En consecuencia, el 14 de enero de 1992 el ministro de Hacienda presentó a consideración del recién elegido Congreso un proyecto de ley por medio del cual se dictaban las normas a las cuales se debería sujetar el BdR para el ejercicio de sus funciones; el Gobierno, para señalar el régimen de cambio internacional, los estatutos del Banco y las funciones de inspección, vigilancia y control de este; y se determinaban las entidades a las cuales pasarían los fondos de fomento que administraba el Banco. Dicho proyecto no fue tramitado en esa legislatura, razón por la cual se volvió a presentar el 23 de septiembre del mismo año. Del trámite del proyecto de ley por el Congreso destacamos cuatro temas: i) metas específicas de inflación; ii) intervención del BdR en la asignación de recursos del sistema financiero; iii) liquidación de la Cuenta Especial de Cambios; y iv) composición de la Junta Directiva.

B. ¿INFLACIÓN ETERNAMENTE DECRECIENTE?

La Ley 31 de 1992 ratificó el mandato para el Banco previsto por el artículo 373 de la Carta Política de velar, a nombre del Estado, por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. En desarrollo de él, en el párrafo del artículo 2.º la ley impuso a la Junta la obligación de adoptar metas específicas de inflación por debajo de las registradas en los últimos resultados. Dicha obligación no podía ser más absurda: de cumplirse a cabalidad, ¡la inflación tendería a menos infinito! Este insólito párrafo, que no venía incluido en el proyecto de ley del Ministerio de Hacienda, fue introducido en el primer debate del Senado por los ponentes de la Comisión Tercera Fuad Char Abdala, Jorge Alberto Hernández y Armando Echeverry Jiménez. Si bien el párrafo pasó incólume por los cuatro debates en el Congreso, eventualmente habría de ser declarado inexecutable por la Corte Constitucional. Esta, mediante sentencia C-481 de 1999, conceptuó:

Obligar a la Junta a tratar de reducir a toda costa la inflación, y por ende imponerle como deber señalar metas de inflación menores a las registradas anteriormente, resulta no sólo irrazonable sino contrario a la coordinación que la Constitución prevé entre la actividad del Banco y la política económica general [...] La Corte encuentra que la expresión “que deberán

ser siempre menores a los últimos resultados registrados” es inconstitucional y será retirada del ordenamiento.

C. ¿UN BDR INTERVENCIONISTA ANTE “FALLAS DE MERCADO” EN EL SECTOR FINANCIERO?

En el artículo 15 (numeral d) del proyecto de ley original presentado por el MHCP al Congreso, es de suponer que con la aquiescencia de la administración del Banco, una de las atribuciones que se le daba a la Junta Directiva era la de determinar temporalmente la cuantía mínima de recursos que los establecimientos de crédito debían destinar a un sector o actividad económica, siempre que existieran fallas de mercado que llevaran a que el sistema financiero no destinara suficientes recursos a dichos sectores o actividades. Este numeral sería aprobado sin modificación en los dos debates en el Senado, pero sería excluido de la ley en el primer debate en Cámara⁹⁷. Desconocemos las razones que, enhorabuena, llevaron al Congreso a excluir de la ley una norma (patrocinada por el Gobierno y probablemente avalada por el BdR) que no hacía más que abrirle el camino a las inversiones forzosas y al crédito dirigido.

D. LIQUIDACIÓN DE LA CEC⁹⁸

El artículo 60 del proyecto de ley originalmente presentado por el MHCP se refiere a la liquidación de la CEC:

Dentro de los 30 días siguientes a la vigencia de la presente ley, se liquidará la Cuenta Especial de Cambios y el contrato de administración de ésta celebrado entre el Gobierno y el Banco. Si el saldo de la Cuenta fuera negativo una vez causados todos los ingresos y egresos a su cargo, la diferencia será cubierta con los recursos del Fondo de Estabilización Cambiaria y del Fondo de Inversiones Públicas y en caso de que éstos sean insuficientes, con recursos del Presupuesto General de la Nación. Si la diferencia entre ingresos y egresos de la Cuenta fuera positiva, ésta junto con los recursos del Fondo de Estabilización Cambiaria del Fondo de Inversiones Públicas

⁹⁷ Congresistas ponentes de la Comisión Tercera Constitucional Permanente César Tulio Vergara (coordinador), Helí Cala López y José Gentil Palacios Urquiza.

⁹⁸ Para una descripción del funcionamiento de la CEC remitimos al lector a la sección sobre “permanente preocupación por la dominancia fiscal” unas páginas atrás.

y del Fondo de Estabilización para operaciones de Mercado Abierto, se destinarán a formar la reserva de estabilización monetaria.

Dicho artículo fue aprobado sin cambios a lo largo de los cuatro debates en el Congreso, sin mayor controversia. Este ágil trámite de tan importante artículo se dio gracias a que previamente se había suscitado y dilucidado un interesante debate entre técnicos del Banco y del Gobierno. Para los del Gobierno era incorrecto señalar (como lo hacían los del Banco) que las utilidades por compra y venta de divisas no eran más que una valoración contable, sin entidad económica real. Consideraban en el Gobierno que dichas utilidades eran idénticas a las obtenidas por los agentes privados⁹⁹. Los técnicos del Banco se apartaban del símil con la contabilidad privada. A fin de cuentas, el BdR era quien fijaba la tasa de cambio y en un régimen de minidevaluaciones como el que imperaba en ese momento, cada vez que el Banco vendía una divisa necesariamente lo hacía a una tasa de cambio más depreciada que aquella a la cual valoraba el saldo de sus reservas internacionales. Si dicha diferencia en cambio fuese considerada una utilidad del Banco eventualmente trasladable al Gobierno, se creaba una situación en la que el Banco podría envilecer la moneda doméstica con el propósito de generar ingresos fiscales.

Después de aprobada la Ley 31 de 1992 se estableció una comisión tripartita integrada por funcionarios del MHCP, el BdR y la Superintendencia Bancaria, para estudiar la metodología a seguir a fin de liquidar la CEC, cuya recomendación final en lo referente a las utilidades por compra y venta de divisas llevó a adoptar una práctica no muy alejada de lo que habían propuesto los técnicos del Banco.

E. JUNTA DIRECTIVA: COMPOSICIÓN, INHABILIDADES Y ROTACIÓN

De conformidad con el artículo 372 de la Constitución, el artículo 28 de la Ley 31 estableció que la Junta Directiva (JD) estaría integrada por siete miembros: el ministro de Hacienda y Crédito Público, quien la presidiría; el gerente general del Banco, y cinco miembros de dedicación exclusiva, nombrados por el presidente de la república. De acuerdo con el artículo 34 de la ley, los miembros de la JD distintos del ministro de Hacienda y el gerente general, serán nombrados por el presidente para períodos de cuatro años, que empezarán a contarse a partir de

⁹⁹ En esas firmas, cuando ocurre el proceso devaluatorio los activos en dólares se revalúan y en pesos se produce una ganancia por valoración, una causación que se registra en el patrimonio. Cuando uno de esos activos se vende, se obtiene en caja la valoración causada por la devaluación. Según el Gobierno, en el BdR debería ocurrir lo mismo con las utilidades por compra y venta de divisas.

la fecha de designación de la primera junta en propiedad. Para hacer efectiva la renovación parcial prevista en la CP, una vez vencido el primer período el presidente deberá remplazar dos de los miembros de la Junta. Ninguno de los miembros podrá permanecer más de tres períodos consecutivos a partir de la vigencia de la ley. Este artículo no se modificó en su trámite por el Congreso.

En adición, el artículo 37 de la ley dictó el período y funciones del gerente general, quien sería elegido por la JD para un período de cuatro años y podría ser reelegido hasta por dos períodos adicionales. Sin perjuicio de las funciones que ejerza en su calidad de miembro de la JD, el gerente será el representante legal del Banco. Dicho artículo tan solo tuvo un cambio en su trámite por el Congreso. En el primer debate en Cámara se adicionó el siguiente párrafo:

Al Gerente General se le exigirán las mismas calidades para ser miembro de dedicación exclusiva de la Junta y se le aplicarán las mismas inhabilidades e incompatibilidades previstas para éstos, con las salvedades previstas en el párrafo del artículo 30 y en el párrafo 2 del artículo 31.

El artículo 30 determina las inhabilidades para ser miembro de la JD. Además de las usuales (p. ej., haber sido condenado por sentencia judicial), en el primer debate en Cámara se introdujo una cuestionable inhabilidad que quedaría en la versión final de la ley: haber sido representante legal de un banco. Para muchos fue un error negarse la posibilidad de tener un banquero en la JD del BdR. De hecho, a la JD no puede llegar el presidente de un banco, pero sí un vicepresidente, lo cual no parece razonable. Se entiende la inhabilidad que surge al pasar de la JD del BdR a dirigir un banco comercial, pero parece debatible el cerrarle la llegada a la JD del BdR a un banquero. Sorprendentemente, la inhabilidad mencionada cobija a todos los miembros de la Junta, mas no a su gerente general.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIÓN

Hoy día Colombia cuenta con un banco central independiente, institución que ha logrado gran reconocimiento tanto en el país como en el exterior. Como todo banco central moderno, el BdR es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia; tiene un mandato referido al control de la inflación, y goza de autonomía patrimonial y técnica. Sin estar supeditado a imposiciones del Gobierno, tiene la obligación y los mecanismos para coordinar sus actuaciones con el órgano ejecutivo. Este banco central dista mucho del que operó entre 1963 y 1991, cuando la autoridad monetaria era la Junta Monetaria, instancia plenamente controlada por el Gobierno.

El monumental cambio institucional que se dio en 1991 se venía gestando de tiempo atrás. Fueron muchos los hacedores de política y los analistas que desde mediados de la década de 1970 cuestionaron, de una forma u otra, la institucionalidad establecida en 1963. Esta había conllevado a un banco central que se acostumbró a vivir en un ambiente de elevada inflación, con permanente financiación tanto al fisco como al sector privado no financiero. No obstante las diversas voces que durante años abogaron por una reforma al banco, hasta 1991 nunca hubo un esfuerzo estructurado por brindarle al país un banco central independiente, consagrado al mantenimiento de una inflación baja y estable.

En 1991 se alinearon los astros. Por una parte, gobernaba el país un presidente joven y visionario, quien en el último trimestre de 1990 había logrado que el Congreso le aprobara el más ambicioso programa de reformas estructurales en el frente económico que el país jamás había visto. Por otro lado, en el ámbito externo el mundo se admiraba con las reformas a la banca central de países como Nueva Zelanda y Chile. Finalmente, en Colombia estaba por sesionar una Asamblea Constituyente que si bien había sido concebida para que tratara temas políticos y de orden público, recibió el aval de la Corte Suprema de Justicia para tratar cualquier tema que deseara.

Con un equipo económico ocupado en poner en práctica las múltiples reformas estructurales aprobadas a finales de 1990 y con un público y una clase política que concentraban su atención en espinosos temas como la reinserción del M-19 y el tratado de extradición con los Estados Unidos, desde la Gerencia General del Banco de la República Francisco J. Ortega se percató de que se presentaba una oportunidad histórica para llevar a cabo una ambiciosa reforma al BdR, reforma que, en gran medida, quedaría “escrita en piedra” para la posteridad. Ortega no fue el primero ni el único a quien se le había pasado por la mente la conveniencia de reformar el banco, pero, como lo hemos mostrado a lo largo de este trabajo, fue él quien identificó la ocasión de la ANC como el momento propicio para llevar a cabo los cambios requeridos. En consecuencia, desempeñó un papel principalísimo en diseñar la reforma y en sacarla adelante en 1991.

La reforma al BdR de 1991 es, sin duda, el legado por el cual Ortega siempre será recordado como uno de los más grandes banqueros centrales de nuestro país. En este repaso de su vida profesional hemos mostrado que si bien la reforma de 1991 fue el cénit de su carrera, esta fue prolífica en diversas dimensiones. En particular, durante su largo paso por la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes, Ortega se labró una merecida reputación como uno de los principales investigadores del país. Lideró estudios pioneros sobre distribución del ingreso y sobre el gasto de las familias colombianas, y en 1970 se hizo acreedor al prestigioso Premio Alejandro Ángel Escobar. En el BdR tuvo un papel central al fortalecer el programa de becas, del cual se han beneficiado centenares de

profesionales colombianos. Además, fue instrumental en la creación y el desarrollo del influyente Grupo de Estudios en el Departamento de Investigaciones Económicas y brindó apoyo invaluable a la creación de la revista *Ensayos sobre Política Económica*, hoy día probablemente la más reputada publicación académica en el área económica de nuestro país.

Como el banco mismo, cuya reforma en gran medida se fue madurando en el tiempo, los conceptos de Ortega como banquero central también evolucionaron con el paso de los años. En este trabajo hemos repasado el desarrollo de su visión respecto a temas tan diversos como el control de cambios, el crédito de fomento, el grado de especialización de los intermediarios financieros y las herramientas más idóneas para afectar la oferta monetaria. En todos estos asuntos, la evolución de Ortega fue gradual y pragmática. Sin jamás dejar de escuchar a sus técnicos, a la hora de diseñar y ejecutar la política pública siempre tuvo en cuenta el contexto político e institucional y se movió con comodidad en un país con gran apego al gradualismo en el manejo de su política económica. Paradójica y admirablemente, su nombre perdurará para siempre en la memoria de los colombianos como el principal responsable del más ambicioso cambio a la institucionalidad monetaria en la historia de nuestro país.

REFERENCIAS

- Abella, M.; Caballero, C. (1985). La economía política de la reforma financiera, en J. A. Bejarano (ed.), *Lecturas sobre economía colombiana, siglo XX*, Bogotá: Procultura.
- Avella, M. (2000) *Hacienda pública, moneda y café: el papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, Bogotá: Común Presencia Editores.
- Alesina, A.; Carrasquilla, A.; Steiner, R. (2002). “El banco central en Colombia”, en A. Alesina (ed.), *Reformas institucionales en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo; Alfa Omega.
- Clavijo, S. (2003). “Investigaciones económicas y las preferencias reveladas: reflexiones con ocasión de los 20 años de la revista *Ensayos sobre Política Económica*”, mimeo.
- Currie, L. (1973). “La política monetaria y el nivel de precios”, *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2.
- Currie, L. (1991). “Un marco para la formulación de políticas monetarias”, *Economía Colombiana*, abril.
- De Brigard, A. (1995). “El papel de Francisco Ortega en la independencia de la banca central colombiana”, en R. Steiner (ed.), *La autonomía del Banco*

- de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: TM Editores; Fedesarrollo.
- Dornbusch, R.; Fischer, S. (1991). “Moderate Inflation”, *NBER Working Paper Series*, núm. 3896.
- Edwards, S.; Steiner, R. (2008). *La revolución incompleta: las reformas de Gaviria*, Bogotá: Grupo Editorial Norma.
- Fajardo, M.; Bonilla, J. A.; Ospina, M. J.; Sánchez, F. (2008). *Historia del CEDE. 50 años de investigación en economía, 1958-2008*, Bogotá: Universidad de los Andes.
- Fernández, J. (1991a). “¿El fin de la Junta Monetaria?”, *Carta Financiera*.
- Fernández, J. (1991b). “La broma monetaria”, *Estrategia Económica y Financiera*.
- Fernández, J. (1994). “La política macroeconómica en el gobierno de Virgilio Barco”, en M. Deas y C. Ossa (eds.), *El gobierno Barco: política, economía y desarrollo social en Colombia, 1986-1990*, Bogotá: Fedesarrollo; Fondo Cultural Cafetero.
- FMI (2004). *Signaling by the Fund - A Historical Review*. (PDR).
- Friedman, M.; Schwartz, A. J. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, National Bureau of Economic Research.
- Fuente, C. L. (1995). “El régimen de banca central en la Constitución de 1991: la búsqueda del consenso”, en R. Steiner (ed.), *La autonomía del Banco de la República: la economía política de la reforma*, Bogotá: TM Editores; Fedesarrollo.
- Gómez Otálora, H.; Ortega, F. J.; Sanclemente, P. (1976). *Lecturas sobre moneda y banca*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero.
- Gómez, H. J. (1990). “Principales funciones de la Junta Monetaria”, en A. Meisel (ed.), *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Hernández, A. (1973). “Política de redescuento 1950-1970”, *Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2.
- Hernández, A. (1979). “La crisis financiera de los setenta: un plan para conjurarla”, *Carta Financiera*, vol. VI, núm. 2.
- Hommes, R. (1988). “La insoportable oscuridad del Emisor”, *Estrategia Económica y Financiera*, núm. 125.
- Hommes, R. (1995). “El proyecto del Gobierno y su evolución durante la constituyente”, en R. Steiner (ed.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: TM Editores; Fedesarrollo.
- Hommes, R.; Montenegro, A.; Roda, P. (1994). *Una apertura hacia el futuro*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.

- Ibáñez, J. E. (1990). “La Junta Monetaria y el Banco de la República como órganos de la banca central”, en A. Meisel (ed.), *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Isaza, R.; Ortega, F. J. (1969). *Encuestas urbanas de empleo y desempleo: análisis y resultados*, Bogotá: Publicaciones CEDE.
- Jaramillo, J. C.; Montenegro, A. (1982). “Cuenta especial de cambios: Descripción y análisis de su evolución reciente”, *Ensayos Sobre Política Económica*, núm. 2, pp. 109-186.
- Kalmanovitz, S. (1997). “Realidades de la independencia del Banco de la República”, *Cuadernos de Economía*, núm. 27, pp. 15-27.
- Lara, J. R. (1976). “Prólogo”, en *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero.
- Lleras de la Fuente, C. (1995). “El régimen de banca central en la Constitución de 1991: la búsqueda del consenso”, en R. Steiner (ed.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: TM Editores; Fedesarrollo.
- Lora, E. (1991). “Las normas constitucionales sobre la moneda y la actividad financiera”, *Economía Colombiana*, abril.
- Montenegro, A. (1997). “Lecciones de la crisis y el ajuste macroeconómico de la administración Betancur”, en C. Caballero (ed.), *La pasión de gobernar: la administración Betancur 10 años después*, Bogotá: ANIF; Tercer Mundo.
- Montenegro, A. (2010). “El Grupo de Estudios”, *El Espectador*, 25 de septiembre.
- Ortega, F. J. (1969). *Algunas ideas sobre la labor de investigación en la Universidad de los Andes*, Bogotá: Editorial Universidad de los Andes.
- Ortega, F. J. (1974). “Notas sobre políticas recientes en materia de moneda y crédito”, en *El mercado de capitales en Colombia, ahorro y crédito, 1973*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Ortega, F. J. (1975). “Política monetaria y precios”, en *El mercado de capitales en Colombia, 1974*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Ortega, F. J. (1976). “Comentarios a la reforma financiera”, en *El mercado de capitales en Colombia, 1975*, Bogotá: Stella.
- Ortega, F. J. (1979). *La acumulación de reservas internacionales y la política monetaria - El caso de Colombia, 1976-1978*, Caraballeda, Venezuela: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.
- Ortega, F. J. (1982). “Evolución reciente del sector financiero”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 1, pp. 21-42.
- Ortega, F. J. (1985). “Los proyectos de repatriación de capitales”, *Estrategia Económica y Financiera*, pp. 38-39.

- Ortega, F. J.; Hommes, R. (1984). “Estado y evolución de las capitalizaciones de bancos y corporaciones financieras”, *Banca y Finanzas*, pp. 41-104.
- Ossa, C. (1994). “Introducción”, en M. Deas y C. Ossa (eds.), *El gobierno Barco: política, economía y desarrollo social en Colombia, 1986-1990*, Bogotá: Fedesarrollo; Fondo Cultural Cafetero.
- Palacios, H. (1997). “Estabilización económica con un banco central intervenido: la experiencia del gobierno Betancur”, en C. Caballero (ed.), *La pasión de gobernar: la administración Betancur 10 años después*, Bogotá: ANIF; Tercer Mundo.
- Perry, G. (1991). “La economía en la reforma constitucional”, en *Subsiste el futuro: Constitución y política económica*, Bogotá: ANIF.
- Prieto, R.; Guerra, H.; Ortega, F. J. (1970). *Índice de precios al consumidor: estacionalidad y tendencia*, Bogotá: Publicaciones CEDE.
- Prieto, R.; Ortega, F. J. (1962). *Colombia: proyecciones de población y métodos empleados*, Bogotá: Publicaciones CEDE.
- Prieto, R.; Ortega, F. J. (1967). *Investigación sobre el ingreso y distribución del gasto familiar urbano en Colombia: Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla*, Bogotá: Publicaciones CEDE.
- Prieto, R.; Villaveces, R.; Ortega, F. J. (1969). *Encuesta de presupuestos familiares en Barranquilla, Bogotá, Cali y Medellín*, Bogotá: Publicaciones CEDE.
- Rincón, H.; Saavedra, L. A.; Steiner, R. (1992). “Utilización del impuesto inflacionario en Colombia”, *Monetaria*, Cemla.
- Rosas, L. E. (1973). “La política monetaria”, *Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2.
- Steiner, R. (1995). *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: Tercer Mundo Editores; Fedesarrollo.
- Tinbergen, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*, Amsterdam: Books (Jan Tiberger), North-Holland Publishing Company.
- Urrutia, M. (1975). “Discurso de clausura del III Simposio sobre mercado de capitales”, en *El mercado de capitales en Colombia, 1974*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Urrutia, M. (2005). “Política monetaria y cambiaria del banco central independiente”, *Revista FLAR*, núm.1, pp. 168-189.
- Vallejo, C. (1994). “El legado económico del gobierno de Virgilio Barco”, en M. Deas y C. Ossa (eds.), *El gobierno de Barco: política, economía y desarrollo social en Colombia, 1986-1990*, Bogotá: Fedesarrollo; Fondo Cultural Cafetero.
- Vargas, M. (1993). *Memorias secretas del revolcón*, Bogotá: TM Editores.
- Williamson, J. (1994). *The Political Economy of Policy Reform*, Washington: Institute for International Economics.

NOTAS SOBRE LA RECIENTE EVOLUCIÓN ECONÓMICA E INSTITUCIONAL DEL SECTOR FINANCIERO

Artículo publicado en la revista *ESPE*, núm. 1, marzo, 1982, pp. 21-43.

Francisco J. Ortega*

* El autor agradece muy sinceramente los valiosos comentarios recibidos de los doctores Juan Carlos Jaramillo y Rafael Isaza B.

Estas notas tienen por objeto analizar lo ocurrido en el campo institucional del sector financiero privado durante la década pasada, en relación con algunas políticas, particularmente la monetaria y de crédito. En la parte final se presentan unas breves reflexiones acerca de la situación institucional reciente. El documento aspira no tanto a abarcar con profundidad toda la materia como a despertar interés sobre el estudio de un tema poco conocido pero de mucha significación.

INTRODUCCIÓN

El sector financiero progresó notoriamente en la década pasada. En términos de valor agregado fue uno de los de mayor crecimiento con una tasa media anual del 12 por ciento. La mayoría de sus indicadores presentan tendencias similares. Pero donde se destaca más su evolución es en materia de ahorro.

La forma más conocida de medir el desarrollo financiero de una economía es comparando el **stock** de ahorro institucional transferible con el ingreso global, medido a través del PIB. En general este coeficiente mostró poca variación desde mediados de los años cincuenta hasta finales de los sesenta, habiendo fluctuado esta relación solamente entre 0,039 y 0,046. Este fue un periodo de marcado estancamiento en el frente financiero. La década siguiente, en cambio, presentó variaciones importantes y la relación creció sostenidamente hasta doblarse hacia 1977 y llegar el año siguiente al nivel de 0,120¹. Prácticamente la misma evolución muestra la relación de ahorro y dinero a PIB, con dos fases de expansión bien claras de 1965 a 1970 y de 1975 a 1978. El detalle de esta información aparece en el cuadro 1 gráfica 1.

¹ El promedio del primer trienio de los setenta fue 0.062; en el segundo 0.075; en el tercero 0.110 y en los dos últimos años 0.114.

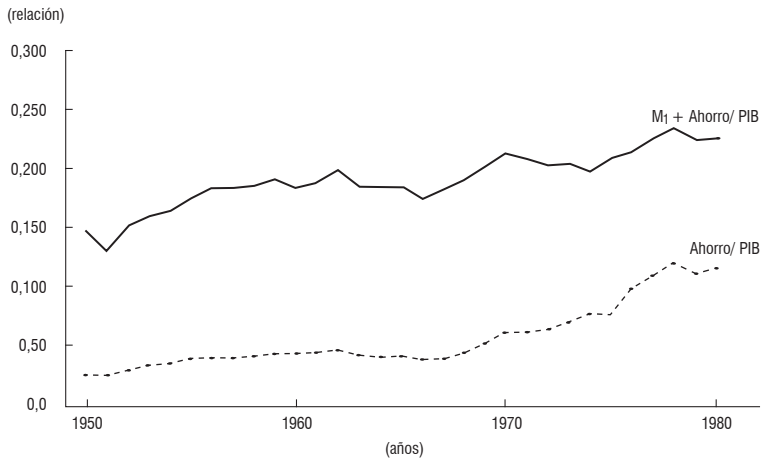
CUADRO 1
RELACIÓN ENTRE MEDIOS DE PAGO Y AHORRO FINANCIERO CON EL PIB, 1950-1980

PROMEDIO AÑO	RELACIÓN AHORRO / PIB	RELACIÓN M1 + AHORRO / PIB
1950	0,025	0,149
1951	0,025	0,132
1952	0,029	0,153
1953	0,033	0,161
1954	0,035	0,165
1955	0,039	0,176
1956	0,040	0,184
1957	0,040	0,185
1958	0,041	0,187
1959	0,043	0,192
1960	0,044	0,185
1961	0,044	0,189
1962	0,046	0,200
1963	0,042	0,186
1964	0,041	0,185
1965	0,041	0,185
1966	0,039	0,176
1967	0,039	0,183
1968		0,183
1969	0,044	0,191
	0,052	0,202
1970	0,061	0,212
1971	0,062	0,209
1972	0,064	0,204
1973	0,070	0,205
1974	0,077	0,199
1975	0,077	0,210
1976	0,099	0,215
1977	0,110	0,227
1978	0,120	0,236
1979	0,112	0,225
1980	0,116	0,227

^{1/} M1 Medios de pago (depósitos de cuenta corriente + efectivo).

^{2/} Ahorro = Depósitos de ahorro + UPAC, CDT, Bancos y Corporaciones Financieras + Cédulas Hipotecarias + Bonos Cafeteros y TAC.

GRÁFICO 1
RELACIÓN ENTRE MEDIOS DE PAGO Y AHORRO CON EL PIB, 1950 -1980



La descripción se completa un poco más viendo lo que ocurrió con el ahorro financiero real (Cuadro 2, Gráfico 2). Se observa una expansión muy lenta hasta 1968, con períodos de total estancamiento como el que va de 1962 a 1967. Luego se aprecia un crecimiento sostenido que se hace más acentuado de 1975 a 1979, años en los que crece a una tasa media de 14,6 por ciento anual. Con la excepción de 1979, cuando tuvo una caída, la expansión de esta variable ha sido notoria e incuestionable.

Ciertamente lo ocurrido en el sistema financiero durante la década pasada ha sido algo importante para la economía colombiana, desde cualquier ángulo que se le mire. La manifestación principal del cambio fue sin duda la capacidad de las instituciones y los mecanismos del sector para movilizar el ahorro, en particular el de las familias, hacia su empleo en fines útiles².

² Para un análisis muy completo del fenómeno, ver Jaramillo Juan Carlos, “El Proceso de Liberación del Mercado Financiero Colombiano”, *Revista del Banco de la República*, No. 642, abril 1981, página 33.

CUADRO 2
AHORROS TRANSFERIBLES A PRECIOS REALES DE MERCADO¹

AÑO (A DIC. 31)	VALOR (MILLONES DE PESOS)	ÍNDICE (1950 = 100)
1950	1.142	100,0
1951	1.397	122,3
1952	1.683	147,4
1953	1.984	173,7
1954	2.313	202,5
1955	2.655	232,5
1956	2.843	248,9
1957	2.676	234,3
1958	2.758	241,5
1959	2.989	261,7
1960	3.282	287,4
1961	3.641	318,8
1962	4.091	358,2
1963	3.866	338,5
1964	3.962	346,9
1965	4.054	355,0
1966	3.996	349,9
1967	4.331	379,2
1968	5.715	500,4
1969	6.915	605,5
1970	8.617	754,6
1971	9.427	825,5
1972	9.976	873,6
1973	11.072	969,5
1974	12.358	1.082,1
1975	13.083	1.145,6
1976	15.901	1.392,4
1977	18.049	1.580,5
1978	20.781	1.819,7
1979	19.540	1.711,0
1980	25.160	2.203,2
1981 primer semestre	27.738	2.428,9

^{1/} Comprende depósitos de ahorro, a término de bancos y corporaciones financieras.
 Deflactado por el índice de precios al por mayor. Base 1970 = 100.

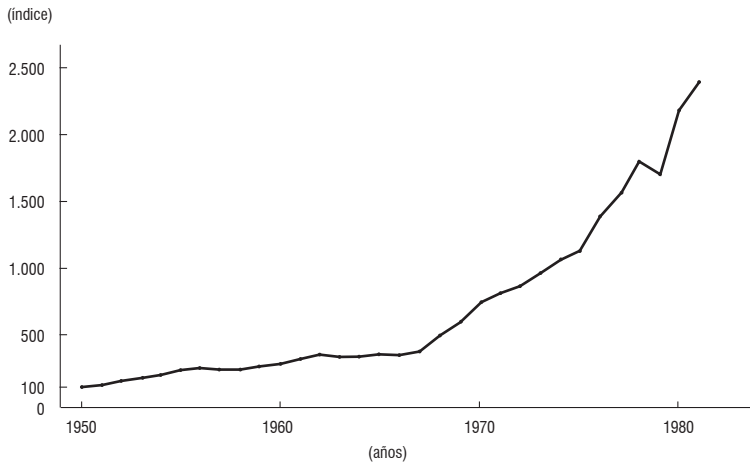
Desde luego la generación del ahorro depende sólo parcialmente de la actividad financiera misma. Pero ello no desconoce que el sector está en capacidad de crear las condiciones para que haya estímulos a quienes sacrifican consumo por ahorro y para que **el ahorro existente se movilice** poniéndose a la disposición del inversionista. De ahí que desde comienzos de la década se hubiera visto que una de las acciones al alcance de la política económica, para hacer compatible el crecimiento económico con el requisito de estabilidad de precios,

consistía en el fortalecimiento de esta actividad financiera y en la creación de un mercado de capitales amplio y eficiente³.

GRÁFICO 2

AHORRO TRASFERIBLE A PRECIOS REALES, 1950-1981*

(Índice 1950=100)



* El año 1981 corresponde al primer semestre.

La importancia del ahorro y de la actividad financiera ha sido reconsiderada por los economistas en los últimos tiempos. La posición tradicional Keynesiana que le asignaba toda la trascendencia al análisis de la inversión y de la tasa de interés vinculada a ésta, y concentraba su preocupación en los efectos de los frecuentes excedentes de ahorro que generaban los ciclos depresivos, ha ido perdiendo vigencia. En cambio han surgido, desde los años cincuenta, teorías bastante más acordes con los problemas del desarrollo, que ponen el énfasis en la necesidad del ahorro para la financiación del crecimiento y en el papel que juegan las tasas de interés para la obtención de este objetivo. Se afirma hoy en día que la insuficiencia de recursos para la capitalización de la economía se puede resolver en buena medida con el ordenamiento del sistema financiero y la creación de un mercado de capitales eficiente. Ello debido a que en esta forma

³ Ver por ejemplo, los trabajos a nivel técnico del Primer Simposio sobre Mercado de Capitales, en particular el del profesor Edward S. Shaw, ("La Moda y la Economía en el mercado de Capitales", Primer Simposio sobre Mercado de Capitales, Bogotá, 1971.

se eleva la cuantía de financiamiento a disposición del inversionista, o sea que así se consigue movilizar, para usos productivos, el ahorro que normalmente se pierde en atesoramiento debido a la falta de canales adecuados de utilización. De manera que, según este pensamiento, las economías en desarrollo cuentan con un ahorro superior al que se pensaba disponían. La insuficiencia del recurso es menor siempre y cuando se consiga descongelarlo, por así decirlo, para lo cual es necesario contar con un sistema de intermediación eficaz.

El funcionamiento práctico de estas tesis tiene ya a su favor casos comprobados en países como Corea, Taiwán y Singapur. En el primero de estos, por ejemplo, la relación de dinero más cuasi-dineros a PIB aumentó de 0.091 en 1964, año anterior a la reforma financiera, a 0.349 en 1970. Las repercusiones sobre la economía fueron muy favorables no solamente por lo ocurrido en el área monetaria sino porque la inflación se redujo y el crecimiento económico fue mayor⁴.

La situación colombiana a finales de los setenta después de un notorio avance, sigue siendo más atrasada que la de países como Argentina, Brasil y Venezuela y solamente supera a Chile y Perú. Respecto a las naciones industrializadas los indicadores de desarrollo financiero están entre tres y cuatro veces por debajo de los Estados Unidos o Francia (ver cuadro en el anexo 1). Nuestro interés se concentrará entonces en analizar algunos aspectos del cambio que se ha presentado en el sistema financiero, especialmente en las implicaciones sobre la estructura institucional del mismo, para tratar de entender desde este ángulo la razón parcial de tales diferencias.

SITUACIÓN A COMIENZOS DE LA DÉCADA DE LOS 70

A comienzos de la década, las instituciones financieras se componían de 23 bancos y 9 corporaciones financieras, más dos bancos oficiales especializados: la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario. Su capital y reserva total ascendía a \$5.619 millones y en conjunto manejaban prácticamente la totalidad del ahorro financiero, el cual era apenas el 0.61 por ciento del PIB. Los bancos prestaban a corto plazo el crédito ordinario y a mediano y largo plazo el llamado crédito de fomento, utilizando para este último el redescuento en el banco emisor. Captaban ahorro solamente a través de depósitos de ahorro de libreta y en el caso del BCH utilizando la cédula. Su principal recurso eran las cuentas corrientes, sobre las

⁴ Para el caso de Corea ver S. Kanasa-Thanan "Stabilizing an Economy. A study of the Republic of Korea", en IMF Staff Papers, marzo 1969, Vol. XVI, No. 1.

cuales encajaban proporciones de 35 por ciento⁵. Las corporaciones, o bancos de fomento, prestaban principalmente a mediano y largo plazo, y se abastecían de líneas externas o de los fondos del Banco de la República, con muy bajo contenido de captación directa en el mercado.

La política monetaria propiamente dicha no era causa de mayores preocupaciones en comparación con la cambiaria o la fiscal, aunque el nivel de encaje en 1970 sugiera lo contrario⁶. Los medios de pago crecían al 17 por ciento anual, más que todo a consecuencia del objetivo de asignación del crédito de fomento entre sectores. Los instrumentos de control que se empleaban eran el encaje, las inversiones forzosas y la regulación del crédito del banco emisor. Las principales variables financieras: intereses, crédito, redescuento, etc., estaban reguladas.

La importancia del sector era pequeña. Las ideas sobre la conveniencia de asignar el ahorro y en general el crédito tenían plena aceptación desde varias décadas atrás. Había confianza en la capacidad del Estado para orientar recursos a la agricultura y a la industria. Pero la importancia de obtener ahorro para el sistema era casi inexistente. Por lo tanto, el mercado estaba muy limitado y no ofrecía mayores oportunidades, debido a la falta de mecanismos y acciones dirigidas a formar y desarrollar un mercado de capitales.

El anterior panorama comenzó a cambiar, tanto económica como institucionalmente, cuando se le dio la máxima prioridad a la construcción de vivienda bajo el Plan de las Cuatro Estrategias. Lo primero que se hizo en esa época fue ejecutar la iniciativa tomando una parte importante de los recursos financieros para encauzarlos a este propósito, buscando fomentar el ahorro para que hubiera más fondos prestables. De ahí surgió el sistema UPAC y sus nuevas instituciones, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Entre las varias innovaciones que significó el UPAC, tal vez la más sobresaliente fue la de llevar a cabo, por primera vez, **la tarea de asignación del crédito creando nuevas instituciones especializadas**⁷, en vez de repetir la fórmula tradicional de canalizar parte del ahorro al sector deseado por medio de nuevas entidades oficiales o empleando el mecanismo del Banco Central. Contrasta aún más el cambio que en ese momento representó el

⁵ Resolución 44 de 1969 de la Junta Monetaria.

⁶ El encaje era del 35 por ciento, elevado si se tienen en cuenta las bajas fuentes de expansión que debía contrarrestar.

⁷ Desde el punto de vista legal el UPAC representó un paso trascendental porque su creación se basó en las facultades propias del presidente de la República, emanadas de la reforma constitucional de 1968, que le permitían regular el ahorro privado. Estas facultades que no existían antes de 1968 facilitaron luego la adopción por decreto de múltiples decisiones concernientes al ahorro.

UPAC⁸, si se tiene en cuenta que unos pocos años antes, cuando se decidió que las exportaciones constituían máxima prioridad económica, se creó PROEXPO bajo el esquema tradicional como un fondo vinculado al Emisor. En segundo término, vale destacar que, por primera vez, el elemento escogido para llevar a la práctica una prioridad global del Plan se dejaba en manos del sector privado (las Corporaciones de Ahorro y Vivienda todas han sido privadas, excepto la del BCH) en vez de crear la correspondiente entidad financiera estatal; piénsese en ejemplos desde el BCH, la Caja Agraria, el IFI, etc., que pertenecían al modelo de compartimentalización estatal para la distribución del crédito. Sin embargo, el UPAC, como todos los cambios institucionales realizados hasta entonces, le debía su existencia a una determinada prioridad del sector real, en el marco de la ideología sobre asignación del crédito; poca o ninguna paternidad tuvo en su creación la política monetaria y financiera del Estado. Su propósito no fue en ese momento la necesidad de reorganizar la actividad financiera, sino el de emplear la tasa de interés en un mercado controlado administrativamente, para estimular el ahorro y orientarlo hacia la construcción de vivienda.

La política empleada para promover el ahorro, en un momento en que la inflación saltaba del 13 por ciento al 22 por ciento anual, de 1972 a 1973, fue la de ofrecer un rendimiento atractivo, superior desde luego a la inflación, para lo cual se contaba con el esquema de la corrección monetaria más los intereses. Pero la existencia de tasas de interés reales positivas para el ahorro no era una práctica del todo reciente. Hubo múltiples experiencias en el pasado. Para ilustrar el punto basta señalar el caso de la cédula del BCH y la forma como a partir de 1968 su colocación registró un acentuado crecimiento real⁹. En ese año y los que siguieron la relación de medios de pago más ahorro respecto a PIB subió a 0.19 y 0.20.

De manera que al finalizar la primera parte de la década la situación se podía resumir así: El mercado de capitales continuaba atrasado y restringido, con una cuantía de crédito de libre asignación pequeña y un ahorro que comenzaba apenas a responder a los incentivos que le ofrece el UPAC, mientras las otras formas de captación se debilitaban debido a la permanencia de intereses fijos. La política monetaria enfrentaba con preocupación el aumento de los medios de pago y para su control se apelaba a distintos instrumentos como el límite al crecimiento de las colocaciones bancarias, el encaje y los depósitos obligatorios al sector privado.

⁸ Parte del cambio desafortunadamente se perdió con la creación del FAVI como mecanismo de contacto entre el Emisor y las CAV. Más tarde este fondo quedó abastecido para sus necesidades con un impuesto especial y desde entonces no emplea recursos financieros.

⁹ El aumento del interés nominal al 12,5% anual y la baja inflación de la época significaron rendimientos reales entre 3% y 5% anual.

Del lado institucional, fuera de las corporaciones de ahorro y vivienda no se observaban cambios de significación¹⁰. Se puede decir entonces que al tiempo que la economía estaba enfrentando nuevos problemas y necesidades el sector financiero permanecía relativamente estático.

LA REFORMA FINANCIERA DE 1974

Ha sido característica de nuestra economía la insuficiencia de ahorro respecto de las necesidades de inversión deseada. Este ha constituido uno de los cuellos de botella más reconocidos para lograr tasas de crecimiento elevadas. Cuando la tradicional restricción en materia de divisas comenzó a resolverse, a principios de la década pasada, apareció con más claridad y en todo su significado el faltante de ahorro, el cual se solucionaba parcialmente por la transferencia de fondos externos. La llamada brecha interna, o de ahorro, adquirió entonces toda su significación y el problema de balanza de pagos pasó a un segundo plano. Desde ese momento deja de ser posible financiar la inversión con crédito externo sin ocasionar desajustes inflacionarios.

La evaluación de los problemas existentes, en particular los de inflación y ahorro, mostraban en forma inequívoca las graves consecuencias de mantener atrasado y restringido el mercado de capitales y sus instituciones. Hasta fines de 1974 el sector se caracterizaba por multitud de normas y controles sobre distribución del crédito, inversiones forzosas, y una gama inmensa de tasas de interés administradas, totalmente heterogéneas. El crédito se abastecía de los depósitos en cuenta corriente, del redescuento en el Emisor, y del ahorro de libreta que era la única fuente libre que tenían los bancos, más las cédulas del BCH y el UPAC.

De esta coyuntura surgió la reforma financiera de 1974 y su característica de liberación ordenada del sector. Por liberación financiera se ha entendido la orientación implantada a partir de la reforma de 1974, con el propósito de reconocer la importancia que tiene el funcionamiento del mercado en la generación del ahorro y la asignación de crédito. Para conseguir este propósito se vio que era necesario suprimir algunas de las regulaciones que impedían la operación de las instituciones y ordenar otras para hacerlas armónicas.

La orientación de los cambios institucionales ocurridos hasta antes de la reforma, y que ésta no alteró, tuvo dos características: primero, en todos los casos fueron producto de una acción directa explícita de la política, como fue el caso de la creación de los bancos especializados de fomento, o de las corporaciones

¹⁰ Desde luego hacia varios años se hablaba con preocupación del mercado extrabancario.

financieras o finalmente de las corporaciones de ahorro y vivienda. En segundo lugar, las modificaciones introducidas al régimen institucional siempre fueron consecuencia de las prioridades o necesidades del sector real de la economía. Así por ejemplo, cuando la prioridad estaba más localizada en la industria se pusieron en funcionamiento los fondos financieros para este sector y se crearon las corporaciones financieras, y cuando se trataba de la agricultura se hizo lo propio en cuanto a crédito dirigido creándose el Fondo Financiero Agrario que luego vino a ser el Fondo Financiero Agropecuario y que siguió el primer paso en esta dirección representado por la fundación de la Caja Agraria, varias décadas atrás; y si se trataba de la construcción se estableció el UPAC y las corporaciones respectivas.

Desde el punto de vista institucional, la reforma de 1974 no tuvo objetivos explícitos. Su característica fue la de no crear instituciones, y más bien propiciar la evolución y fortalecimiento de las existentes¹¹. Esto parecería a primera vista extraño. Pero resulta lógico porque su enfoque era el de desarrollar el sector, liberándolo de sus múltiples limitaciones, para hacer posible el fortalecimiento de los tres tipos de intermediarios que había en ese entonces: bancos, corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda. No intervino en aspectos concretos de las funciones de cada tipo de intermediario. Los bancos siguieron desarrollando las mismas labores, pero ahora con mayores atractivos por la elevación del interés a las cuentas de ahorro y la reestructuración de los CDT que por primera vez los inducía a obtener recursos pagando intereses de mercado¹² y a pensar en la fijación de márgenes. Igual tratamiento tuvieron las corporaciones financieras, a las cuales se les permitió en 1975 efectuar operaciones activas a corto plazo¹³. Las corporaciones de ahorro y vivienda tuvieron una expansión menos rápida por la competencia que debieron enfrentar. Se consideró, por lo tanto, que los fines económicos que se buscaban podían conseguirse con una política definida de desarrollo del sector y con las instituciones existentes, las cuales estaban en capacidad de cumplir la función que la Ley les otorgaba y el papel que la nueva orientación les asignaba sobre la formación de un mercado de capitales amplio y dinámico. Además se esperaba que la reforma le quitara importancia al mercado extrabancario canalizándolo al institucional. De manera que las instituciones del sector financiero se vieron estimuladas por estas políticas

¹¹ En el caso particular de los bancos se forzó su capitalización manteniendo fija la relación de endeudamiento, al tiempo que los pasivos crecían rápidamente (ver cuadro 3).

¹² La resolución 51 de 1974 reestructuró los CDT fijándoles un límite amplio para el pago de intereses y un encaje del 10%.

¹³ Decisiones como el Decreto 399 de 1975 que autorizó a las corporaciones financieras para captar y colocar a corto plazo le creó competencia a las instituciones del mercado extrabancario.

generales (reforma 1974) y no tuvieron dificultades mayores para adaptarse a ellas, habiendo conservado su misma estructura, con excepción de los bancos extranjeros que debieron convertirse a mixtos por decisión de la Ley 55 de 1975.

Instrumento esencial de la reforma fue la política de tasas de interés, iniciada a mediados de la década. Los varios pasos hacia la formación de un mercado, obligaban a que la tasa de interés, como manifestación económica que es del costo del crédito, fuera flexible para que reflejara las condiciones cambiantes de la economía. Su liberación no era un capricho sino una etapa forzosa de la ejecución de la política monetaria, con más justificación que nunca si se tiene en cuenta el período inflacionario que se vivía y la imposibilidad de mantener las tasas nominales por debajo del ritmo de inflación. Los efectos iniciales fueron muy importantes en especial del lado del ahorro, según se demostró. En cuanto al uso del crédito trajo los cambios deseados en materia de racionalización de inventarios, regulación de demanda de fondos prestables, y mejor manejo de la tesorería y de los fondos líquidos.

Entre las razones de fondo que respaldaron la orientación seguida en materia de tasas de interés, la principal tiene que ver con la situación del ahorrador. La necesidad que la economía colombiana ha tenido de una más elevada tasa de capitalización es plenamente reconocida. De ella depende la posibilidad de aumentar el crecimiento y la generación de empleo dentro de condiciones de estabilidad. Esto no se logra de manera distinta que estimulando a las empresas, a las familias y al gobierno a ahorrar. El crecimiento del ahorro constituye la mejor terapia contra la inflación. Pero nada de esto se logra si al ahorrador no se le retribuye por su decisión de economizar a expensas de consumir. Cuando se ahorra se busca que el poder adquisitivo del capital no se vea erosionado por la inflación. De lo contrario, se prefiere gastar en cualquier tipo de bienes.

La flexibilidad de tasas de interés se justifica plenamente por el objetivo de equidad que cumple al evitar el efecto de distribución regresiva que ocasiona la inflación en favor de los deudores. De ahí que quienes defienden las tasas reales negativas son siempre los prestatarios, porque la mejor y más fácil manera de enriquecerse en situaciones de inflación es endeudándose al máximo posible. Naturalmente, perder esta posición de privilegio ha sido algo poco grato para aquellos que creían tener el derecho adquirido al crédito subsidiado. Los deudores, a quienes tanto molesta la tasa de interés flexible, debieran reflexionar y preguntarse si en el caso de actuar como ahorradores estarían dispuestos a colocar su propio patrimonio a un interés apreciablemente inferior a la inflación y a la tasa que defiende el ahorro; si no lo estuvieran, querría decir que los intereses sí reflejan las condiciones del mercado y, que, por lo tanto, lo que les aflige es haber dejado de recibir parte del ingreso que por conducto de las bajas tasas se les escamoteaba a los ahorradores.

CUADRO 3
RESUMEN DEL SECTOR FINANCIERO

	1970		1975		1976	
	VALOR	DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL	VALOR	DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL	VALOR	DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL
Total activos						
Bancos ^{1/}	46.424	83,9	140.678	78,4	179.241	76,3
Corporaciones financieras	8.892	16,1	24.481	13,6	31.908	13,6
Corporaciones ahorro y vivienda			14.319	8,0	19.710	8,4
Compañías de financiamiento comercial					4.154	1,7
Total	55.316	100,0	179.478	100,0	235.013	100,0
Capital y reserva legal						
Bancos ^{1/}	3.862	68,7	8.812	66,6	12.989	68,0
Corporaciones Financieras	1.757	31,3	4.029	30,4	4.833	25,3
Corporaciones Ahorro y Vivienda			401	3,0	829	4,3
Compañías de financiamiento comercial					448	2,4
Total	5.619	100,0	13.242	100,0	19.099	100,0

^{1/} Incluye bancos comerciales, Caja Agraria, Banco Central Hipotecario y Caja Social de Ahorros.

Si bien durante la reforma se liberaron las principales tasas de interés, ésta no ha sido la única responsable del fenómeno que se conoce hoy en día como de “altas tasas de interés”. Desafortunadamente no hay datos para cuantificar su efecto, pero lo cierto es que en esa época las tasas de crédito no subieron sensiblemente¹⁴. La inexplicable confusión que ha habido se fundamenta en la creencia errónea de que los controles administrativos se cumplían en su integridad, hasta el punto de que eran capaces de conseguir que la tasa fijada fuera equivalente a la tasa del mercado. Esta era una idea equivocada porque las tasas fijadas por la autoridad monetaria no se estaban cumpliendo y su nivel real era muy superior al que establecían las normas y, por lo tanto, muy cercano al 28 por ciento que comenzó a mostrar el mercado después de la liberación.

Por último, a la política monetaria le correspondió, dentro de un marco de control estricto de los medios de pago (éstos aumentaron 19.6 por ciento ese año

¹⁴ Según Mauricio Carrizosa en el estudio “Dinero, Política Monetaria, y Tasas de Interés”, calcula la tasa de interés interna en 27,7% para 1974, 25,4% para 1975 y 28,1% para 1976. Carrizosa, Mauricio “Dinero, Política Monetaria, y Tasas de Interés”, mimeo.

1977		1978		1979		1980	
VALOR	DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL	VALOR	DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL	VALOR	DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL	VALOR	DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL
227.116	73,8	256.575	69,0	366.070	71,5	523.210	69,8
44.997	14,6	63.104	17,0	78.561	15,4	116.044	115,5
28.377	9,2	41.527	11,2	53.400	10,4	80.555	10,8
7.408	2,4	10.576	2,8	13.864	2,7	29.560	3,9
307.898	100,0	371.782	100,0	511.895	100,0	749.369	100,0
16.053	67,6	18.504	64,6	21.561	63,3	31.759	66,0
5.671	23,9	7.458	26,0	8.852	26,0	11.311	23,5
1.258	5,3	1.504	5,2	1.932	5,7	2.272	4,7
773	3,2	1.195	4,2	1.707	5,0	2.790	5,8
23.755	100,0	28.661	100,0	34.052	100,0	48.132	100,0

frente a 29 por ciento en 1973), reducir ligeramente el encaje¹⁵; reestructurar el crédito del Emisor a los bancos; y autorizarlos para captar depósitos a término. Estos fueron los primeros pasos dados para ordenar y estimular el sector financiero, guiados por el propósito básico de fomentar el ahorro, más que por el de asignar el crédito. Los resultados comenzaron a ser favorables desde un principio, habiéndose avanzado bastante en materia de ahorro a partir de 1975, según lo indica la relación del cuadro 1, la cual pasa de 0,199 en 1974 a 0,210 y 0,215 en los años siguientes.

PERÍODO DE DIFICULTADES EN EL CONTROL MONETARIO

En la segunda mitad de la década la armonización de las políticas macroeconómicas hizo que recayera sobre el manejo monetario un peso muy grande. Al decirse que habría una acumulación importante de reservas, como consecuencia

¹⁵ La Resolución 68 de 1974 lo redujo de 39% a 36,5% y posteriormente la Resolución 78 del mismo año la fijó en 35%.

de no haber permitido que el fenómeno de elevados pero transitorios ingresos cafeteros generara una revaluación nominal del peso y en parte por las demoras e incapacidad para aumentar las importaciones, quedó determinado el esfuerzo que le correspondería a la política monetaria para evitar el desencadenamiento de una mayor inflación.

A partir de 1976 se acentuó entonces el punto de quiebre, debiendo la política monetaria cambiar su atención de los problemas de generación de ahorro, a concentrarse en los de control de los medios de pago. La economía enfrentaba un aumento de la inflación sin precedentes, ocasionada por presiones de demanda. Monetariamente las causas se localizaron en el comienzo de la acelerada acumulación de reservas y en el impacto del crédito de fomento del Banco de la República financiado con emisión.

Básicamente se actuó con tres tipos de instrumentos para regular los medios de pago: el de los encajes, hasta llegar al marginal del 100% sobre los depósitos en cuenta corriente, el cual se mantuvo desde enero de 1977 hasta enero de 1980; el de las medidas para congelar ahorro¹⁶, empleando también encajes hasta del 25% para los CDT¹⁷ y 15% en el caso del UPAC¹⁸; el de esterilizar depósitos de particulares (depósitos de importación); el de generar superávit de caja por parte del Gobierno; y el más novedoso que fue el de la colocación forzosa de certificados de cambio, con lo cual se aprovechó el avance logrado en la formación del mercado financiero. Además, para tratar de impedir que la intensidad de las medidas contraccionistas, y en particular los certificados de cambio, elevaran excesivamente todo el conjunto de tasas de interés, la política monetaria se vio obligada en 1978 a establecer toques a los intereses del ahorro¹⁹. De esta manera se alteraron las tasas relativas de intereses²⁰ y comenzaron a dificultarse los desarrollos que se estaban produciendo en el frente financiero.

El período de aplicación de fuertes y prolongados controles dio lugar a intensos cambios, unos de orden propiamente monetario y otros de carácter institucional. Los primeros resultaron de las prácticas inventadas para atenuar el efecto de los

¹⁶ Ver al respecto Eduardo Sarmiento, “Estabilización de la Economía Colombiana diciembre 1976-junio 1978”, Revista *Banco de la República*, agosto 1978, página 1108.

¹⁷ Fue aumentando paulatinamente desde agosto de 1977 (Res. 53 de 1977) en que se elevó al 13% (estaba en 10% desde la reforma) hasta agosto de 1979 en que llegó al 25% (Res. 20 de 1979).

¹⁸ En octubre de 1977 se inició el proceso con el 2% (Decreto 1728) hasta llegar al 15% en abril de 1978.

¹⁹ Ver Resolución 23 de 1978 en cuanto a tasas de ahorro. Las del crédito permanecieron sin regulación por la dificultad práctica de vigilar su cumplimiento.

²⁰ Ver Sarmiento, *Op. cit.* página 1112.

instrumentos monetarios, y los segundos representaron variaciones en la naturaleza y número de las entidades financieras.

A. MONETARIOS

El primer grupo de cambios se ha conocido con el nombre de “innovaciones financieras”. El término tiene un significado totalmente diferente al que le dio origen en los Estados Unidos donde se usa para denominar las nuevas formas de manejo de la liquidez, que se presentan por razón de la demanda del público y de la competencia entre bancos²¹. En Colombia se emplea para referirse a la reacción del sistema financiero frente al impacto de los instrumentos de control monetario, cuando éstos se aplican por períodos muy prolongados, y a la fijación administrativa de las tasas de interés. Las formas de “innovación” más conocidas han sido las cuentas convenio, las ventas de cartera y el mandato comercial²². Su objetivo consiste en sustituir las formas tradicionales de mantener liquidez por otras cuya redistribución reduzca la carga del encaje improductivo. Los efectos han sido varios. Al producirse la sustitución se ve alterada la demanda por los distintos tipos de activos financieros, reduciéndose aquella donde los encajes son relativamente más fuertes y aumentando los de los depósitos que reciben una menor carga de encaje. O sea que tiene importantes repercusiones monetarias, por el cambio en la composición de activos, el cual se refleja en un rápido aumento de los cuasi-dineros, por su mayor rendimiento y menor requisito de reserva. Este fenómeno se debiera haber atenuado por la estructura de tasas de interés, como podría haber sido el caso de los depósitos en cuenta corriente, sobre los cuales no se reconoce rendimiento y por lo tanto el intermediario no tiene deseo de cambiarlos por otros que impliquen costo. Sin embargo, el impacto del encaje sobre la sustitución fue tan fuerte que excedió en muchos casos el efecto compensatorio de la tasa de interés, con mayor intensidad desde luego cuando el depósito tenía costo financiero y su congelación en el Banco de la República no producía ingreso alguno. En 1979 el fenómeno se acentuó hasta tal punto que la tasa de crecimiento de los depósitos en cuenta corriente se redujo estabilizándose alrededor del 22%, por debajo de la de los medios de pago, y se

²¹ Montes Fernando, “Los Indicadores Monetarios Tradicionales y la Liquidez de la Economía”, Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, documento de trabajo, No. 25, Mimeo. 1980.

²² Para un análisis detallado de este fenómeno ver: Grupo de Estudios, Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, “Controles Monetarios y Distorsiones Estadísticas”, documento presentado a la XVIII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, Mimeo. Nov. 1980, páginas. 12 a 16.

comenzó presentar el pago de intereses sobre formas de liquidez muy cercanas al depósito en cuenta corriente, como fue el caso de la “venta de cartera”, todo lo cual hizo retroceder el funcionamiento del mercado en su proceso de buscar formas estables de ahorro a término.

Problema similar al anterior ocurrió también con los depósitos a término. En 1977 el encaje sobre CDT de los bancos se elevó a 20%²³ mientras que las corporaciones financieras carecían de este requisito. Naturalmente estas últimas comenzaron a captar CDT más rápidamente que los bancos; las cifras muestran que el saldo de CDT de las corporaciones financieras pasó de \$8.771 millones en diciembre de 1977 a \$15.645 millones un año más tarde, o sea, cerca del 80% de aumento, mientras que los de los bancos sólo se elevaron en 27%. Más tarde, en septiembre de 1978²⁴ el encaje sobre CDT de las corporaciones financieras se modificó elevándose a 20%, y el resultado fue que en 1979 los CDT de ambos, bancos y corporaciones financieras, se redujeron en términos nominales, bajando de \$32.000 millones a \$27.000 millones; parte de esta suma pasó a las corporaciones de ahorro y vivienda y a las compañías de financiamiento comercial. Las implicaciones del empleo de otros instrumentos, como las inversiones forzosas o los límites de cartera en forma tan desigual, fueron parecidas a las analizadas respecto del encaje.

Estos cambios se reflejaron también en los agregados monetarios, habiéndose producido una subestimación de los indicadores tradicionales, que se ha estimado entre \$15.000 millones²⁵ y \$24.000 millones²⁶, por el solo concepto del traslado de los depósitos en cuenta corriente a otras formas de liquidez. Al finalizar 1979 la sola venta de cartera ascendía a \$16.149 millones²⁷, calculándose entre 4 y 6 puntos porcentuales la diferencia en el crecimiento de medios de pago.

B. INSTITUCIONALES

Los depósitos en cuenta corriente solamente pueden ser expedidos por los bancos comerciales mientras que los demás intermediarios operan con otros tipos de ahorro. De manera que ciertos instrumentos como los encajes promedio y

²³ Resolución 53 de 1977.

²⁴ La Resolución 39 lo fijó para ser requerido gradualmente a partir de octubre 1°.

²⁵ Ver, Bernal Olver, “Medios de Pago y Crédito Bancario”, Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, Documento de Trabajo No. 3, enero 1980, Mimeo.

²⁶ Banco de la República. *op. cit.*, página 22, según la metodología de Montes Fernando.

²⁷ Ver Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, *op. cit.* página 26.

marginal sobre depósitos en cuenta corriente se aplican sólo a los bancos. Al producirse un cambio en la composición de depósitos, se puede, por lo tanto, ver modificada la estructura institucional, siendo los bancos los más afectados, frente al resto de intermediarios, y las corporaciones financieras más que las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial porque tenían encajes más elevados. La magnitud del traslado depende también de la posibilidad de modificar la composición de pasivos dentro de cada banco, alternativa que estaba limitada por ciertos toques a los CDT que podían colocar.

Cómo cuantificar el cambio institucional ocurrido por esta causa es algo bastante complejo que demanda la elaboración de una metodología especial. Siendo imposible profundizar en ese grado, pensamos que una forma de sustentar el punto que estamos tratando consiste en analizar las cifras sobre creación de instituciones financieras y la distribución del activo total y del capital y reserva. No obstante las obvias limitaciones de método, porque es sabido que la constitución de intermediarios depende de la autorización de la Superintendencia Bancaria y no de factores económicos, el procedimiento puede darnos alguna luz, excluyendo desde luego los bancos porque su número no ha cambiado mayormente. Veamos primero lo que ocurrió con las corporaciones financieras. Entre 1975 y 1977 sólo se creó una corporación financiera y el capital y reserva de las 18 que componían el subsector creció en los dos años el 68%, indicando la capacidad que tenían de expandirse. En 1978, en cambio, aparecen seis corporaciones adicionales, que corresponden a solicitudes seguramente hechas en periodos anteriores cuando el encaje sobre los CDT era inferior al de los bancos y el tope de tasas de interés las favorecía. En los últimos años del período no se crearon nuevas corporaciones financieras, porque no había este tipo de alicientes dado que los encajes estuvieron nivelados por igual en 1979²⁸ y en parte también porque la Superintendencia hizo más rigurosos los requisitos para creación de nuevas corporaciones financieras.

Caso similar sucedió con las compañías de financiamiento comercial. Estas comenzaron en 1974 con la expedición del Decreto 971²⁹ cuyo propósito fue la institucionalización del llamado mercado extrabancario. En los años siguientes su número aumentó así: 2 nuevas en 1975; 4 en 1976; y en 1977 y 1978 hubo 18 adicionales que duplicaron las existentes. Este auge coincidió con las restricciones, primero a bancos y luego a corporaciones financieras y el resultado ha sido que las compañías de financiamiento comercial han pasado de tener el 2,4% del capital y reserva del sistema y el 1,7% de los activos totales en 1976 al 5,8%

²⁸ Resoluciones 20 y 21 Junta Monetaria.

²⁹ Antes, el Decreto 1773 de 1973 había iniciado su regulación.

y 3,9% respectivamente en 1980. Variaciones en la dirección opuesta experimentaron los bancos que del 78,4% del activo total en 1975 pasaron a 69,8% en 1980, con el hecho adicional que mantuvieron inalterada su proporción con el capital y reserva del sistema lo que acentúa aún más el tamaño del cambio institucional.

El campo de acción de la política monetaria es naturalmente el mercado monetario y dentro de él las instituciones que lo integran. El supuesto implícito en toda acción o medida de política consiste en que el medio en el cual se aplica la herramienta monetaria tiene el mínimo de estabilidad necesaria para poder conseguir el efecto que se busca. No se prevé que dicho ambiente pueda ser fácilmente mutable. O, dicho de otra manera, no se espera que la intensidad de la medida de control tenga la capacidad de modificar, en corto tiempo, el campo dentro del cual debe actuar; pero si ello ocurre el resultado es simplemente el debilitamiento de los instrumentos de control, en este caso los de la política monetaria.

Las políticas vinculadas a la actividad financiera, tales como la monetaria, de tasas de interés y de liberación o controles, no obstante las normales vicisitudes, han tenido resultados relativamente favorables. Empero, en el frente institucional, como hemos visto, han inducido cambios en la organización de las entidades financieras, que inclusive han configurado un marco diferente para la aplicación de la política monetaria³⁰.

Naturalmente las alteraciones ocurridas han sido analizadas de múltiples formas, y se han sacado variadas interpretaciones, sobre todo cuando se piensa en la evolución institucional futura. El esquema que ordenaba el régimen institucional, basado en los objetivos tradicionales del crédito de fomento se vio desbordado por primera vez como consecuencia indirecta de la política monetaria. El principio sano de ir actualizando las instituciones financieras según las necesidades del sector real (crédito de fomento, creación corporaciones de ahorro y vivienda, creación corporaciones financieras), o dependiendo de la conveniencia de una reorganización del sector financiero como ocurrió en 1974 no explica lo ocurrido en los últimos años. Como veremos más adelante parece poco adecuado que las modificaciones del sistema institucional provengan de efectos secundarios de la aplicación de otras políticas, más aún cuando estas últimas tienen carácter transitorio y producen efectos tanto cuando se implantan como cuando se suprimen.

Precisamente la preocupación sobre los problemas que se estaban creando y la urgencia de contar con herramientas adicionales de manejo monetario para

³⁰ Cabe preguntarse si, como lo indican varias investigaciones, también se hayan podido presentar modificaciones sobre la manera como la política monetaria afecta los agregados económicos, en especial el ingreso nominal. Al variar la estructura institucional con ella pueden haberse alterado las relaciones entre estas variables.

regular la elevada expansión de 1979, condujeron a que finalmente se diera el importante paso de realizar operaciones de mercado. En vista de que la capacidad adicional de contracción del encaje era muy pequeña y que las distorsiones hablan llegado a un punto extremo, se vio que las OMA servían para resolver las dificultades en ambos frentes. De un lado reducían la base monetaria contribuyendo a regular los medios de pago en el año en que más aumentaron las reservas (US\$1.600 millones), y, de otro, establecían una esencial neutralidad sobre el funcionamiento de las instituciones, porque su acción se produce sobre el conjunto del mercado financiero, sin afectar unos intermediarios más que otros. El empleo de las operaciones de mercado abierto ha significado un avance de particular trascendencia para la política monetaria, hasta el punto que fue sobre la base de sus buenos resultados que se pudo iniciar la normalización de las actividades financieras en 1980, con las medidas de congelamiento del encaje marginal y la reducción al 10% del encaje promedio sobre los CDT el cual, al aplicarse por igual a todos los intermediarios, significó otro paso importante en la regularización del mercado por el retorno de los flujos financieros a sus canales naturales, habiendo también estimulado la captación directa de ahorro hasta el punto que en pocos meses se obtuvieron cuantías crecientes de recursos que han sido la base del incremento espectacular del crédito bancario y de las corporaciones financieras en el último año³¹.

Por último, cabe comentar sobre lo sucedido a los indicadores del ahorro durante este período de drásticos controles. Según se recuerda éstos habían reaccionado favorablemente a las medidas que pusieron en funcionamiento la reforma financiera de 1974. Era de suponerse que con las decisiones de 1977 y 1978 el proceso iniciado al menos se detendría si no se había revertido ya. Pues nada de eso ocurrió. El ahorro financiero siguió creciendo rápidamente en términos reales. La relación de ahorro y medios de pago a PIB subió en 1977 a 0,227 y en 1978 a su nivel máximo 0,236 (ver cuadro 1). De manera que la “represión financiera” que se debería haber presentado no se manifestó, por lo menos en toda su intensidad y en el conjunto del sistema. Aparentemente la economía y su sector monetario estaban ya maduros para el cambio que comenzó a gestarse desde comienzos de la década y las bases que se echaron antes de la bonanza cafetera lograron consolidarse. Sin duda esto demuestra que la economía necesitaba la expansión del sistema financiero y por eso fue posible que éste evolucionara favorablemente dejando de ser solamente un hecho aislado de alcance sectorial.

Pero, sin duda, los resultados habrían sido mejores si no se hubieran presentado distintos fenómenos de naturaleza contraria a los objetivos de organización

³¹ En 1980 las colocaciones bancarias crecieron 48.7% y en 1981 hasta septiembre 30 su tasa anual era del 52.3%.

del mercado de capitales. La inflación fue la fuente de mayor perturbación. Esta hace casi imposible que el mercado acepte títulos siquiera a mediano término (entre 1 y 3 años) y contribuye a que éste siga siendo imperfecto y las tasas reales de interés sean altas. También produjo dificultades parecidas la forma como se fue generalizando la evasión tributaria, tema que daría para un capítulo especial, por su fundamental impacto sobre las formas de ahorro, al hacer más atractivos los papeles no sujetos a comprobación tributaria e introducir distorsiones a la demanda de crédito, la cual se vio aumentada por la ventaja impositiva de poder deducir todos los gastos de intereses.

SITUACIÓN INSTITUCIONAL RECIENTE

A lo largo del documento se ha visto que el sistema financiero tuvo un desarrollo importante en los últimos años, como consecuencia de políticas específicas tendientes a fomentar el ahorro y estructurar un mercado de capitales. Las instituciones del sector (públicas y privadas) han respondido favorablemente a esta orientación y a su labor se deben en alguna medida los resultados que se comentan. Sin embargo, el proceso de cambio hacia la formación de un mercado de capitales y los efectos de los controles monetarios que necesariamente hubo que aplicar durante el trienio 1977-1979, ocasionaron desajustes en el funcionamiento de las instituciones que es necesario estudiar.

Para una mejor claridad en el análisis clasificaremos los intermediarios según sus funciones en los mercados de ahorro y de crédito. Respecto al primero, encontramos que las fuentes de recursos y el mercado de ahorro se han ampliado considerablemente y presentan pocas diferencias según tipo de intermediario, hallándose bastante unificado. Los bancos continúan siendo los únicos autorizados para funcionar con cuentas corrientes sin intereses mientras que el gran conjunto del mercado de ahorro lo trabajan en igualdad de condiciones todos los intermediarios, incluyendo bancos, corporaciones financieras, CAV y compañías de financiamiento comercial. A excepción de las cuentas de ahorro de los bancos, todos tienen desde el año pasado similares niveles de encaje, y el conjunto usa parecidos instrumentos de captación a término, empleando CDT o pagarés. Los intereses son variables y libremente determinados por cada entidad. El ahorro de libreta tiene un régimen diferente con intereses fijos y solamente lo utilizan los bancos y las corporaciones de ahorro y vivienda, éstas bajo el mecanismo de corrección monetaria. En consecuencia, el mercado de ahorro se caracteriza por su homogeneidad e integración, no existiendo “compartimentos estanco” para cada clase de intermediario financiero. Lo ideal es que se siga perfeccionando en

la misma dirección hasta corregir del todo las distorsiones que debió afrontar en el pasado.

En materia de crédito se conserva el principio de especialización por actividades y por tipo de financiamiento. Las corporaciones financieras pueden trabajar para la industria, agricultura y minería, preferentemente con financiamiento de mediano y largo plazo. Las corporaciones de ahorro y vivienda se orientan a la construcción, a través del crédito hipotecario de largo plazo y las compañías de financiamiento comercial más que todo al comercio, en préstamos de corto y mediano plazo. Los bancos no tienen limitación en cuanto a actividades, pero deben dirigir cuantías mínimas a los préstamos de fomento. Esta estructura es la que corresponde al orden legal y a la tradición en materia de asignación de recursos.

Pero ciertamente la forma real como operan las instituciones no es tan escueta y diáfana como se desprende de las normas. En la práctica existe un mayor entrelazamiento entre las funciones activas de los distintos intermediarios, a veces en forma tan extrema que hace desaparecer las fronteras establecidas por la política monetaria y sus normas sobre crédito. Bajo tal circunstancia las instituciones pierden la orientación y no pueden determinar con claridad cuáles son sus atribuciones y cuales las áreas que les son vedadas. Su estabilidad depende de políticas que tienen otros objetivos. Estas observaciones, que se refieren principalmente a las operaciones de crédito e inversión, sintetizan la causa del desajuste que afrontan las entidades del sistema.

Hay dos aspectos del problema sobre los cuales conviene hacer unos comentarios adicionales: a) el origen reciente de algunas de las instituciones, y b) la posibilidad práctica de que el principio vigente en cuanto a destino del crédito, empleando entidades especializadas para ello, sea compatible con la estructura institucional existente.

Sobre el primer punto se puede agregar a lo dicho cuando se comentaban las consecuencias institucionales de la permanencia excesivamente prolongada de los instrumentos de control durante el período 1977-1979, que muchos de los nuevos intermediarios que se crearon lo hicieron más por el hecho de ser el único tipo de entidad que se autorizaba, que por la atracción que significaba desarrollar unos propósitos financieros específicos. De ahí que, por ejemplo, cuando el auge de las corporaciones financieras en los años 1977 y 1978 lo que sucedió no fue que hubiera particular motivación en favor de intermediar recursos de fomento a largo plazo para la industria, agricultura y minería, o interés por invertir y transformar empresas, como si ocurrió durante los primeros años de expedición del Decreto 2369 de 1960 que autorizó la formación de corporaciones financieras, o más tarde cuando se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda. Igual fenómeno surgió con las compañías de financiamiento comercial, durante 1978 y

1979, cuando éstas se hicieron populares por razones distintas al atractivo que se desprendía de su orientación y objetivo. Lo que ocurrió en uno y otro periodo fue que éstas eran las únicas formas de intermediación financiera que se permitían. O sea que no había escogencia posible, lo cual significa que tampoco había una voluntad expresa de trabajar en las operaciones concretas asignadas al respectivo intermediario. En tales condiciones el resultado no podía ser otro que el de unas instituciones, especializadas según la norma, pero de una amplia heterogeneidad en la práctica. El caso más analizado es el de las corporaciones financieras, cuyos desajustes se inician inclusive con anterioridad al período de controles monetarios drásticos y que ya para comienzos de 1977 presentaban características tan variadas, que un buen número de ellas no concedían crédito de fomento y se dedicaban sólo a las actividades comerciales³². Así pues, la imprecisión o vaguedad a que se ha llegado en materia de operaciones crediticias obedece más a la práctica del momento sobre creación de nuevas instituciones y a los efectos indirectos de la política monetaria, que a una supuesta desactualización o inconveniencia para los fines económicos generales de las distintas formas de intermediarios que prevén las normas.

En segundo término, se podría pensar que el problema institucional tiene su raíz en la imposibilidad de cumplir con el objetivo de asignación parcial del crédito de la economía a determinados sectores. Es decir, que la inestabilidad del sistema se debería a unas disposiciones desactualizadas e irreales en el frente del crédito. No es este el momento para hablar de un tema de tanta trascendencia que ha sido analizado con profundidad desde hace muchos años. Ciertamente la economía colombiana ha encontrado que para aumentar su tasa de desarrollo debe establecer prioridades sectoriales y estas necesariamente se deben reflejar en la asignación de los recursos financieros y de capital. En principio no tiene por qué haber contradicción entre este objetivo y el normal funcionamiento institucional, ya que los sectores escogidos son bastante amplios y casi siempre son también los más dinámicos, lo cual le da flexibilidad a la operación. Las corporaciones financieras en su primera etapa y las corporaciones de ahorro y vivienda durante toda su existencia han sido buenos ejemplos de la viabilidad y éxito del esquema de intermediarios especializados en cuanto a crédito. Ambas cumplieron y cumplen un papel de apoyo de las prioridades de desarrollo respectivas que resultaron fundamentales para su éxito, sin que se presentaran situaciones demasiado rígidas que hicieran imposible su funcionamiento normal. Además de la justificación propiamente económica (que no se desprende únicamente de variables económicas como por ejemplo subsidios) hay

³² El Decreto 2461 de 1980 buscó recoger las múltiples normas anteriores para reunir en un solo estatuto las disposiciones acerca de las labores que deben realizar las corporaciones financieras.

también aspectos operativos de la mayor importancia vinculados a este fin. El crédito, cuando pasa a ser de mediano y largo término va adscrito a proyectos de inversión bastante especializados que obligan a los intermediarios a contar también con algún grado de conocimiento específico. La variedad de inversiones es grande y no todos pueden saber de sus múltiples facetas. No es lo mismo conceder crédito industrial que de vivienda; o crédito agrícola que de minería. De manera que para cumplir con las prioridades sectoriales se necesita una satisfactoria especialización también de parte del intermediario.

Por lo tanto, las dificultades que hoy día perciben algunos de los conjuntos de instituciones no obedecen a la existencia de una política financiera con prioridades sectoriales, dentro de un marco de relativa amplitud sino, por el contrario, a que arbitrariamente han suprimido dichas prioridades. Si el régimen institucional, o sea, la naturaleza, funciones, tipo y número de entidades del sistema financiero hubiera continuado evolucionando en función de las necesidades de la actividad económica de producción y servicios, como sucedió hasta mediados de la década, seguramente no se habría llegado a la encrucijada actual.

Pero es conveniente agregar una consideración de índole eminentemente práctica. Algunos grupos de instituciones presentan una situación de hecho que no se puede desconocer. No es extraño, por lo tanto, que se invoquen posiciones novedosas, en favor de la revisión de las normas, con el argumento de que es bueno que estos tengan en cuenta la realidad. Esta alternativa se protocolizaría, por ejemplo, con el modelo de la banca múltiple. Varios seminarios y foros auspiciados por la Asociación Bancaria³³ y algunos importantes artículos sobre el tema³⁴ dan suficiente base para comentar sobre una posibilidad como ésta.

No es del caso mencionar el significado de la banca múltiple, que es de todos conocido. Pero sí algunos antecedentes, como es el caso de México, sin duda el más promocionado. La estructura del sistema bancario de ese país se basaba en el concepto de banca especializada, donde cada institución sólo podía efectuar sus operaciones activas y pasivas **“en un mismo mercado financiero”**. La banca de depósito exclusivamente trabajaba en el mercado de dinero y las financieras e hipotecarias en el de largo plazo³⁵. Este esquema fue rebasado por los hechos, tanto institucionalmente como por el tipo de operación que la economía exigía³⁶.

³³ Asociación Bancaria “Presente y Futuro de las Instituciones Financieras”, mayo 1981; Seminario sobre Banca Múltiple, septiembre 1981.

³⁴ Martínez Moriones, Benjamín, “Las Corporaciones Financieras: Un nuevo Examen”, revista Estrategia, junio y julio 1981.

³⁵ Devis Morales, Eduardo. “Sistema bancario mexicano”, Bogotá, 1981 Mimeo, p. 16.

³⁶ Devis Morales, Eduardo, op. cit.

Respecto a los primeros, el problema consistía en la existencia de los grupos financieros que reunían varios intermediarios especializados, los cuales por tener que circunscribirse a un solo mercado de ahorro enfrentaban serias limitaciones. De manera que a la banca múltiple se llegó, en primer término, por la **excesiva especialización de los intermediarios, no sólo en el mercado de crédito sino particularmente en el del ahorro**, donde cada tipo de intermediario sólo podía actuar con una forma específica de captación de recursos, diferenciada además según el plazo del título³⁷. Y también porque la separación de las formas de captación dio lugar, en una etapa previa a la adopción de la banca múltiple, a la creación de grupos entre distintos intermediarios especializados, con el fin de trabajar en conjunto los mercados supuestamente diferenciados. Estos grupos (financieros únicamente), no sirvieron para integrar el mercado y en cambio dieron lugar a lo que se ha conocido como la “piramidación” de capitales, o sea el mecanismo que permite, a las firmas integrantes del grupo, ampliar su capacidad para adquirir pasivo “ya que un peso invertido en el capital de una de las instituciones da a ésta una determinada capacidad de pasivo que vuelve a reproducirse en otra institución cuando ese mismo peso se aplica a constituir el capital de esta última”³⁸. Tanto en el mercado especializado con sus respectivas instituciones, como la presencia de grupos financieros de derecho con características inapropiadas para las necesidades de la economía, acentuaron la situación de rigidez del sistema, hasta desembocar en la solución anotada.

Las condiciones para establecer la banca múltiple no se dan en Colombia, porque aquí el grado de especialización es mucho menor que el que hubo en México en los sesenta y, particularmente, porque ésta no se presenta en el mercado de ahorro, como sí ocurrió allá. Hay, además, otras diferencias como es el caso del número de instituciones, que allá sobrepasaba las 250 sólo en bancos, y el hecho de estar operando en un mercado cambiario libre que permitía

³⁷ La Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares (L.C.I.C.O.A.I.), vigente en 1968, permitía:

- a) A la banca comercial, recibir depósitos a la vista, con preaviso y a plazo no superior a cinco años;
- b) A las instituciones y departamentos de ahorro, para hacerlo tratándose de depósitos de ahorro, ya sea en cuenta corriente (documentos en libretas o a plazo), mediante la emisión y colocación de bonos de ahorro;
- c) A las sociedades financieras, para recibir préstamos o depósitos a plazo superior a un año y emitir bonos financieros a largo plazo;
- d) A las sociedades de crédito hipotecario, para emitir bonos hipotecarios e intervenir en la emisión y colocación de cédulas hipotecarias;
- e) A las sociedades de capitalización y los bancos de ahorro y préstamo para la vivienda familiar, para celebrar los correspondientes contratos de capitalización o de ahorro y préstamo.

³⁸ Devis Morales, Eduardo, op. cit. página 6.

el endeudamiento externo. Por último, la evolución hacia la banca múltiple obedeció a razones propias y endógenas de la actividad financiera.

El sector financiero colombiano ha demostrado gran capacidad de evolución para responder a las necesidades cambiantes de nuestra economía. Ciertamente ha sufrido alteraciones de su régimen institucional por múltiples razones ya analizadas. Estas se han acentuado, como era lógico, especialmente desde cuando se comenzó a vislumbrar la posibilidad de volver a épocas normales de manejo monetario. De ahí que se hable con insistencia sobre la necesidad de adoptar un nuevo estatuto legal que tenga en cuenta la estructura vigente con sus nuevas operaciones. Tomar una posición definida sobre tema tan complejo, que apenas se está comenzando a debatir en el país, no es cosa fácil, sobre todo con base únicamente en un análisis tan general como el que he podido realizar. Sin embargo, mi impresión es que una modificación total, al estilo de lo que fue la adopción de la “banca múltiple” en México en la década pasada, no es necesaria en nuestro caso, por lo menos hasta no saber lo que ocurrirá en el frente institucional después de eliminados los efectos indirectos de la política monetaria, que alteraron el equilibrio existente. Los problemas no son tan graves, como para requerir una reforma en corto tiempo. Posiblemente lo más aconsejable sería que, mientras la política monetaria puede recuperar toda su normalidad, y dentro de un término adecuado, se creen las condiciones apropiadas para la reubicación de los intermediarios según categorías o conjuntos, preservando el principio de respuesta a las prioridades del sector real.

De acuerdo con lo anterior, se requiere que en esta etapa intermedia hacia la normalización se actúe dentro de pautas claramente establecidas entre las cuales cabría mencionar:

- a) Un manejo de la política monetaria que junto con su prioridad de control de los medios de pago tenga en cuenta las implicaciones de los distintos instrumentos sobre el orden institucional del sector. La autoridad monetaria debe preocuparse del desarrollo de las entidades financieras, por su significado para la generación de ahorro y la organización del mercado.
- b) El sector privado debe propender por un alto grado de profesionalización de la actividad financiera, para que sus decisiones y riesgos sean autónomos y libres de subordinación a fines distintos de los propios. Ello significa que el objetivo primordial y el negocio único de la institución han de ser las operaciones financieras. La profesionalización constituye un requisito del sector financiero y es una necesidad de la economía para evitar la contracción del poder económico apoyada en el aprovechamiento del ahorro privado.

- c) Dependencia de las necesidades que se establezcan para el mayor crecimiento del sector real de la economía, preservando la especialización por instituciones en materia de crédito.
- d) Labor coordinada y dinámica para lograr la formación de un mercado de capitales amplio y eficiente.
- e) Atención especial al cumplimiento de las prácticas sobre control y vigilancia de la actividad financiera, bajo un ordenamiento de prioridades económicas.
- f) Esfuerzo de capitalización para que el sector consiga el tamaño que la economía necesita.

RESUMEN

El sector financiero se ha desarrollado considerablemente desde comienzos de la década pasada y sus indicadores de ahorro señalan un avance notorio. Existe ya un mercado, algo imperfecto todavía, pero en proceso de ordenamiento, que ha permitido el aumento del crédito y una respuesta positiva del ahorro al estímulo de la tasa de interés.

El sector financiero privado se encuentra en un periodo de transición. La creación de nuevas instituciones durante los últimos años, se alejó de los propósitos tradicionales de la política de orientación de recursos, favorecida por las distorsiones que ocasionó la permanencia muy prolongada de algunos instrumentos de control monetario. Estos produjeron también efectos en el propio campo monetario, al alterar la composición de pasivos e inducir cambios en la demanda de las distintas formas de liquidez. La utilización de las Operaciones de Mercado Abierto, paso trascendental del manejo monetario, permitió obtener mayor confiabilidad acerca del cumplimiento de las metas de medios de pago, y evitar los efectos indirectos no deseados de otros instrumentos de control.

No es fácil imaginar en el momento la evolución que tendrá el esquema institucional del sector de ahora en adelante. Todo depende de los cambios que se producirán en el movimiento hacia la obtención de un nuevo equilibrio. Mientras ello ocurre no parece oportuno intentar soluciones de fondo. Lo sucedido en los años recientes deja eso sí una experiencia muy rica sobre el marco de operación de la política monetaria y la prioridad que ésta debe darle al orden institucional del sector financiero.

ANEXO 1

RELACIÓN DE LA OFERTA DE DINERO (M2) CON EL PNB EN ALGUNOS PAÍSES, 1950-1980

AÑO	PAÍSES INDUSTRIALES			PAÍSES EN DESARROLLO SEMI-INDUSTRIALES				
	BÉLGICA	FRANCIA	ESTADOS UNIDOS	ARGENTINA	BRASIL	CHILE	PERÚ	VENEZUELA
1950		0,32	0,65	0,52	0,38		0,20	0,16
1951		0,31	0,60	0,44	0,36		0,18	0,16
1952		0,30	0,62	0,42	0,36		0,20	0,17
1953	0,60	0,32	0,61	0,45	0,34		0,21	0,18
1954	0,59	0,34	0,65	0,48	0,32		0,20	0,18
1955	0,59	0,36	0,63	0,48	0,29	0,11	0,21	0,19
1956	0,57	0,36	0,62	0,46	0,28	0,10	0,22	0,21
1957	0,55	0,35	0,61	0,42	0,30	0,09	0,22	0,25
1958	0,59	0,33	0,66	0,42	0,30	0,09	0,21	0,26
1959	0,61	0,34	0,63	0,29	0,30	0,11	0,21	0,25
1960	0,60	0,47	0,63	0,29	0,31	0,12	0,20	0,22
1961	0,62	0,51	0,66	0,28	0,32	0,13	0,21	0,22
1962	0,62	0,52	0,67	0,24	0,33	0,14	0,21	0,21
1963	0,63	0,53	0,69	0,26	0,30	0,12	0,23	0,21
1964	0,60	0,53	0,70	0,28	0,23	0,15 ^a	0,23	0,22
1965	0,60	0,55	0,71	0,24	0,26	0,16	0,22	0,23
1966	0,61	0,56	0,68	0,25	0,21	0,17	0,21	0,24
1967	0,61	0,59	0,71	0,27	0,23	0,17	0,20	0,25
1968	0,63	0,60	0,70	0,29	0,24	0,18	0,21	0,24
1969	0,61	0,58	0,66	0,29	0,25	0,18	0,17	0,25
1970	0,59	0,57	0,70	0,30	0,25	0,15	0,21	0,24
1971	0,54	0,53	0,74	0,28	0,23	0,23	0,19	0,26
1972	0,56	0,65	0,76	0,26	0,22	0,30	0,21	0,28
1973	0,57	0,66	0,75	0,30	0,25	0,24	0,20	0,28
1974	0,52	0,66	0,76	0,37	0,23	0,12	0,20	0,24
1975	0,54	0,70	0,78	0,29	0,26	0,12	0,18	0,33
1976	0,54	0,69	0,75	0,24	0,26	0,12	0,15	0,43
1977	0,54	0,70	0,75	0,34	0,27	0,13	0,15	0,43
1978	0,55	0,70	0,74	0,38	0,28	0,17	0,16	0,47
1979	0,55	0,71	0,71			0,19	0,17	0,51
1980	0,53		0,71					0,47

^{a/} Desplazamiento del alza del índice debido a un cambio en la serie del PNB.

Fuentes: Ronald McKinnon "Dinero y Capital en el Desarrollo Económico" Estudios Cempla-1974 y FMI-International Financial Statistics, varios números.

ANEXO 2

RELACIÓN DE FONDOS PRESTABLES BANCARIOS A PIB

1970	,273
1971	,283
1972	,275
1973	,282
1974	,272
1975	,263
1976	,314
1977	,302
1978	,310
1979	,300
1980	,343

(1) Comprende: colocaciones, inversiones obligatorias, deudores varios, inversiones del encaje, otros créditos de: Bancos comerciales, Caja Agraria, Corporaciones Financieras, Corporaciones de Ahorro y Vivienda, Compañías de Financiamiento Comercial y Caja Social de Ahorros.

Fuente: *Revista del Banco de la República*.

EXPLICACIONES Y COMENTARIOS A LA REFORMA DEL ESTATUTO CAMBIARIO

Notas Editoriales publicadas en la *Revista del Banco de la República*, núm. 756, vol. LXIII, octubre de 1990.

Francisco J. Ortega*

* Gerente General.

I. INTRODUCCIÓN

El Gobierno presentó al estudio del Congreso un importante proyecto de ley para reformar el Estatuto Cambiario que ha regido al país por 23 años. Como se afirma en la Exposición de Motivos, el régimen establecido por el Decreto Extraordinario 444 de 1967, tuvo indudables virtudes que permitieron al país obtener un crecimiento positivo de su ingreso per cápita, diversificar sus exportaciones y en general enfrentar con buen éxito las condiciones de inestabilidad imperantes en la economía mundial.

No obstante, el tamaño de la economía y de su sector externo, junto con el funcionamiento más amplio y competitivo de los mercados de bienes y factores, hacen que la concepción operativa del control de cambios y su énfasis en la asignación de las divisas escasas deba revisarse. Además, el panorama económico internacional presenta cambios profundos y la estrategia externa de una mayor inserción en la economía mundial se vuelve tan imperiosa, que la modificación de regímenes como el cambiario resulta aconsejable. La modernización del aparato productivo y la penetración de mercados más dinámicos con una amplia variedad de artículos obviamente requiere que el andamiaje institucional del país se adapte a las nuevas circunstancias y a las exigencias de la estrategia de desarrollo apoyada en el sector externo.

El proyecto de ley marco que aquí se comenta se orienta a solucionar rigideces del régimen existente. Así; la supresión de la licencia de cambio, la autorización de tenencia de divisas para situaciones diferentes a las estrictamente ligadas a la condición de exportador, la posibilidad de descentralizar el control de cambios hacia el sistema financiero y la supresión del monopolio del oro, constituyen elementos cuya flexibilidad resulta indispensable en el nuevo contexto económico.

Ahora bien, la citada iniciativa permite preservar condiciones del régimen vigente que se consideran de importancia fundamental, como son: la conservación del sistema de control de cambios; la existencia de un mercado único con regulación de la autoridad monetaria; el manejo del tipo de cambio; y, ante todo, el control a los movimientos de capitales. Podemos decir, entonces, que lo que se ha pretendido es conservar los preceptos del Decreto-Ley 444 de 1967 actualizándolos para ponerlos a tono con las nuevas condiciones de la economía mundial.

Esta metodología de adecuar las normas sin hacer tabla rasa de lo que había, ha mostrado sus beneficios permanentemente; así ocurrió cuando en 1967 se dictó la norma que hoy nos rige. Con motivo de la celebración de los veinte años del Estatuto tuvimos la ocasión de expresar lo siguiente: “...las bondades del Decreto 444, tanto en la filosofía cambiaria, que engendra, como en los instrumentos de control de que está dotado, resultaron de una síntesis afortunada de la experiencia cambiaria en los veinte años anteriores a su expedición. En este sentido, la norma no constituyó una ruptura con el pasado inmediato. Por el contrario, lo que este conjunto de disposiciones hizo fue interpretar cabalmente lo ocurrido en las dos décadas anteriores y proponer un nuevo marco de acción, totalmente armónico, de cuya aplicación emergería un cambio definitivo en cuanto a la conducción de la política cambiaria”¹.

En la primera parte de estas Notas, se explican las principales modificaciones introducidas desde el punto de vista de la operatividad del control de cambios. La segunda parte se orienta a presentar las razones que justifican la permanencia de la política en materia de tasa de cambio. Por último, se analizan los fundamentos de orden jurídico, sobre la necesidad de que la nueva ley sea una ley marco para el logro de los anteriores propósitos.

II. EL NUEVO RÉGIMEN DE LAS OPERACIONES EXTERNAS CORRIENTES

Uno de los factores que incidió en la pérdida de dinamismo del PIB en los últimos años, de acuerdo con la Exposición de Motivos del Proyecto de Reforma; fue la caída severa en la productividad de los factores de producción. Este descenso se ha asociado con las limitaciones en las fuentes de ahorro externo en la década pasada y con los excesivos niveles de protección prevalecientes. En este orden de ideas, la eliminación de los controles cuantitativos a las importaciones reviste singular importancia, al permitir que las señales internacionales de precios se reflejen al interior de la economía para la superación de los factores estructurales que constituyen sesgos en contra de la actividad exportadora.

El proyecto contempla como criterios que deben guiar las modificaciones al régimen cambiario, los siguientes: a) propiciar la internacionalización de la economía con el fin de incrementar su competitividad; b) estimular el comercio exterior especialmente a las exportaciones; y c) facilitar la mayor participación de los particulares en esas transacciones, sin que ello signifique menoscabo de

¹ Francisco J. Ortega, “El Estatuto de Comercio Exterior y Cambios Internacionales” en *El Régimen de Cambio y de Comercio Exterior*; Banco de la República, Departamento Editorial, 1987, p. 13.

los adecuados mecanismos de control y supervisión. Igualmente, el nuevo régimen busca mejorar la coordinación con las demás políticas macroeconómicas; propende por un nivel de reservas internacionales suficientes para el normal desarrollo de las transacciones con el exterior; y estimula la inversión extranjera en el país.

Los principales aspectos que el proyecto busca actualizar o simplificar con miras al logro de los anteriores objetivos, son:

1. DESCENTRALIZACIÓN DEL RÉGIMEN CAMBIARIO

En la actualidad la administración régimen cambiario se encuentra totalmente centralizada en el Banco de República (Oficina de Cambios). Así, si bien los intermediarios financieros realizan operaciones de reintegro y giro nombre de sus clientes, éstas requieren de la aprobación y control previo de Oficina de Cambios. De esta manera, toda operación de pago al exterior necesita una licencia de cambio, instrumento que se expide una vez se comprueba lleno de la totalidad de requisitos, tales como el registro de importación y el depósito previo al giro.

El control previo de cada una de las operaciones es engorroso e ineficiente y demanda gran cantidad de recursos tanto en el Banco de la República como en la banca comercial. Para corregir estos procedimientos se ha decidido que en el marco del nuevo régimen se observen las siguientes orientaciones con el fin de facilitar la descentralización de la administración en el marco del control cambiario:

- a) Adoptar todas aquellas acciones que simplifiquen los trámites de las operaciones de comercio exterior y las adecúen a las necesidades de una economía en proceso de modernización y apertura.
- b) Buscar una mayor integración entre el sistema financiero colombiano y el internacional, con el objetivo de incrementar la productividad y calidad en sus servicios, para lo cual se deberá flexibilizar la posesión y manejo de divisas por parte de los bancos.

La idea específica consiste en que el nuevo régimen *descentraliza la regulación y administración cambiaria*, dando autorización para que los bancos comerciales, las corporaciones financieras y las casas de cambio lleven a cabo estas operaciones sin necesidad de control anterior. Ello *implica que se eliminará la licencia de cambio derivada del control previo* de cada operación en el Banco de la República, así como la supresión del depósito previo al giro.

De acuerdo con lo ya expresado, se autorizará a determinados establecimientos de crédito la realización de operaciones compra y venta de divisas con los particulares, de manera que éstos puedan atender sus pagos corrientes en

forma expedita. Los intermediarios financieros autorizados como administradores del sistema deberán cumplir los requisitos establecidos por las autoridades para estas operaciones.

Con la frecuencia que los bancos deseen, los intermediarios acudirán al Banco de la República para liquidar su posesión neta de divisas, la cual puede ser positiva, en cuyo caso venderán la suma sobrante; o negativa, lo cual les da derecho a adquirir cantidades de divisas que les hagan falta. Debe destacarse que el intermediario financiero podrá acudir con la periodicidad que desee al Emisor, sólo sujeto al cumplimiento del plazo máximo, lo cual facilitará el manejo de caja y de financiamiento de sus operaciones².

Un aspecto de interés dentro de las modificaciones propuestas al Estatuto Cambiario tiene que ver con el mantenimiento del concepto de centralización de las reservas internacionales, ya que se continúa operando bajo un sistema cambiario controlado, si bien se espera que las operaciones de comercio exterior podrán llevarse a cabo de manera más ágil y con una mayor flexibilidad.

El tratamiento que se le da al oro sí cambia a fondo puesto que su comercio interno se libera. Es conveniente aclarar, sin embargo, que el Banco de la República continuará manteniendo su red de agencias para la compra del metal y que esta labor, lo mismo que la de exportación se realizarán bajo las mismas condiciones que han venido rigiendo hasta el presente.

Los cambios propuestos permiten, además, simplificar el régimen de asignación de divisas. El proyecto establece que “como criterio general, en el proceso de exportación e importación se reducirá el trámite aduanero minimizando los pasos administrativos que anteriormente se requerían”³; bajo dicho esquema corresponde a la entidad financiera obtener la información necesaria del agente económico que demanda o suministra las divisas, obviándose así las demoras correspondientes a la consecución de la referida licencia de cambio. La eliminación de este trámite contribuirá sustancialmente a una mayor eficiencia y agilidad en el manejo del comercio exterior del país.

² El artículo 21 del proyecto, concede facultades extraordinarias al Presidente de la República para efectuar reformas tendientes a la modificación de la estructura y funciones de la Superintendencia de Control de Cambios y demás organismos y dependencias vinculados con la regulación y control del régimen de cambios, para que se adecúe a las modificaciones en la forma de operación del nuevo régimen previsto. La Oficina de Control de Cambios ejercerá un control *ex-post* y por muestreo, otorgándose así una importante responsabilidad en el manejo de las divisas a los intermediarios autorizados.

³ Exposición de Motivos y Proyecto de Ley.

2. CUENTAS EN EL EXTERIOR Y AMNISTÍA CAMBIARIA

Es de general aceptación que los ciudadanos y muchas empresas requieren hoy en día la realización de pagos rápidos en moneda extranjera para la cancelación de servicios o de importaciones esporádicas de menor valor. La mayor movilidad de los ciudadanos y la importancia de los negocios con el exterior evidencian esta necesidad, que no tiene por qué restringirse limitando el acceso a las divisas. Por el contrario, conviene que la adquisición de divisas para esta clase de pagos se facilite, para lo cual se creará un mecanismo expedito a través de intermediarios financieros; de esta manera los interesados podrán ordenar a su banco el pago de una determinada cuenta, con la simple adquisición de las divisas y la orden al banco para que efectúe la cancelación de la respectiva operación; se podrá también obtener divisas en efectivo con propósito de gastos de viaje. En esta forma los ciudadanos tendrán una fuente legal donde adquirir las divisas que necesitan.

Otra forma de efectuar pagos es a través de cuentas corrientes en moneda extranjera, en establecimientos bancarios del exterior. Esta se permitirá también con menores requisitos, aunque no se piensa que sea por este medio que se solucionará el requerimiento de divisas para pagos de gastos corrientes en el exterior (viaje, tarjeta de crédito, gastos médicos), sino por la cancelación a través de órdenes de giro que expedirán los bancos. Concretamente, según lo previsto en el artículo 13 del proyecto se establece la facultad al Gobierno para fijar el régimen de inversiones en el exterior, contemplándose así, por ese medio, la posibilidad de autorizar las cuentas.

Es importante aclarar que la referida autorización se otorgará exclusivamente a cuentas en el exterior y no a las poseídas internamente, pues no hay razón para que los intermediarios capten en moneda extranjera para otorgar créditos en pesos. Tal mecanismo es inconveniente, por cuanto sería un elemento favorable a la “dolarización” de la economía. En este sentido el proyecto del Gobierno contempla igualmente la prohibición de poseer divisas en efectivo⁴.

A este respecto vale la pena hacer una digresión sobre las graves consecuencias que la tendencia a la “dolarización” tendría para la economía de un país. Esta, no es otra cosa que la sustitución del uso de la moneda nacional por la extranjera; en términos del mercado monetario ella significa un aumento de la velocidad de circulación del dinero ante el deseo del público de sustituirlo rápidamente por

⁴ Cabe mencionar que sobre estos aspectos el doctor Abdón Espinosa hizo un importante comentario: “...acaso sin quererlo se dé licencia e impulso a la creciente dolarización de la economía nacional al prescribir que las obligaciones pactadas en monedas extranjeras se cubrirán, si fuere legalmente factible, en la moneda o divisa estipulada”. *El Tiempo*, octubre 25 de 1990, pág. 5A.

dólares, y por tanto, se traduce en una menor demanda por el peso colombiano. La “dolarización”, entonces significa, ni más ni menos, la pérdida de un instrumento de política tan importante como es la política monetaria. Lo que esto implica es que para procurarse liquidez para sus transacciones, aun internas, el país necesariamente requiere producir recursos de liquidez en divisas. A nadie escapa las graves consecuencias de este fenómeno y la pérdida de independencia que de ello se deriva para el manejo de la política económica.

La necesidad de evitar los aspectos mencionados fue prevista en el proyecto de reforma al régimen de cambios y, en su aplicación futura, el Gobierno deberá tener especial cuidado para que todos los caminos que puedan contribuir a generar tendencias hacia la “dolarización” de la economía queden suficientemente cerrados. Ello, en conjunto con el control a los movimientos de capital, permitirá una mayor autonomía en el manejo de las políticas macroeconómicas al preservar un más alto grado de independencia en el manejo cambiario y el monetario. Por el contrario, estas características fundamentales se perderán bajo circunstancia de liberación de la cuenta de capital autorización a la libre tenencia de divisas.

Ahora bien, en cuanto a permitir la tenencia de cuentas corrientes en el exterior, como medio de ahorro, el proyecto de reforma introduce la amnistía para los activos poseídos hasta el 1º de septiembre de 1990. Ello no significa que prescriban los procesos penales que están en curso por violación a la ley; sólo se dispone la cesación de los procesos administrativos para las infracciones al régimen cambiario que se hubieran cometido con anterioridad a la mencionada fecha y en cuantías inferiores a US\$10.000. Se trata de una disposición de carácter eminentemente cambiario que será complementada con providencias tributarias para que haya pleno efecto en la esperada repatriación de capitales al país.

3. COMERCIO DE ORO

El proyecto propone una mayor libertad en el comercio del oro, con el fin de fomentar la vinculación de nuevos capitales a esta actividad y facilitar el desarrollo de las diversas zonas auríferas en el país; así mismo, se busca la modernización de este sector productivo que en su mayoría está conformado por entidades de tipo artesanal. Además, se propende por un mayor desarrollo de la actividad de joyería industrial con miras a la exportación y a una generación adicional de divisas, por el incremento en el valor agregado en las ventas de oro manufacturado que ello permitiría. Así, el artículo 11 dispone que la compra, venta y posesión de oro en polvo, en barra o amonedado será libre, pero se reserva la potestad del Gobierno de regular la actividad y disponer quiénes podrán realizar las exportaciones del metal en sus distintas modalidades.

III. ESTABILIDAD DE LA POLÍTICA CAMBIARIA Y MONETARIA

El proyecto de reforma permite que se preserven algunas de las características principales del régimen actual, tales como la existencia de un mercado regulado de cambios y la intervención de la autoridad monetaria en la determinación del tipo de cambio, teniendo siempre en cuenta la evolución del mercado con el fin de mantener un nivel correcto de tasa de cambio real.

Los resultados positivos en cuanto a manejo cambiario en las últimas décadas respaldan esta característica de la propuesta. Como lo expresamos en oportunidad anterior: “Lo esencial del Estatuto es que previo la necesidad de armonizar el control de cambios con la flexibilidad de la tasa de cambio, de manera que los procesos de ajuste han sido efectivos, sin la recurrencia de factores traumáticos en lo económico y en lo político. Es ciertamente digno de destacar que una estructura cambiaria concebida para manejar situaciones de escasez de ingresos externos haya resultado también apropiada para impedir desbordamientos en épocas de abundancia”⁵.

Las bondades de la regulación cambiaria bajo un sistema de tipo de cambio flexible, intervenido por las autoridades monetarias para su determinación, son reconocidas en la literatura y por la experiencia. Una de las ventajas que tiene el escogimiento de este tipo de sistema es su compatibilidad con el cambio único que no se da en alternativas de varios mercados.

La presencia de sistemas de cambios duales no regulados en su integridad ha sido causa de serias dificultades. Experiencias recientes, como las de Venezuela y el Perú en la década pasada, ilustran muy bien la gravedad de los problemas que aquellos generaron. Como es sabido, éstos derivaron en la ocurrencia de diferenciales cambiarios que presionaron el mercado oficial al dictar la racionalidad económica la conveniencia de canalizar todos los pagos a través de este mercado, el cual generalmente goza de tasa de cambio inferior a la del llamado libre.

Se argumenta por parte de quienes consideran útil la implantación de un mercado dual de cambios, que su adopción brindaría mayor transparencia al mercado cambiario, al legalizar las operaciones que se han tramitado tradicionalmente a través del mercado “paralelo”. Sin embargo, las repercusiones de dicha medida van mucho más allá del simple logro de la “transparencia”, pues es muy probable que la demanda que enfrente este nuevo mercado supere a la que ha prevalecido en el anterior “paralelo”, entre otras razones porque será casi imposible graduar el flujo de oferta, creándose así condiciones para el surgimiento de disparidades

⁵ Ortega Francisco J., *op. cit.*, pág. 20.

entre las cotizaciones, con efectos indeseables para el equilibrio cambiario general.

Tenemos, entonces, que con la liberación de una parte del mercado cambiario se estaría rompiendo la unidad en cuanto al control a los movimientos de capital, corriéndose incluso el riesgo de perder capacidad de manejo de la tasa de cambio. Resulta inconveniente adicionar, a través de la cuenta de capital, nuevas necesidades y mayores presiones al sistema cambiario del país los cuales, como se ha insistido, de canalizarse a través de la parte del mercado llamado libre sin cortapisas legales estarían gobernadas única y exclusivamente por consideraciones especulativas propias del mercado de corto plazo. No hay que olvidar que el mercado de cambios no está constituido por “compartimientos estanco” sin vínculos entre sí.

La consideración de este conjunto de riesgos y costos implícitos en la adopción de un sistema dual, llevaron a justificar la propuesta de mantener el manejo del tipo de cambio apoyado en los principios de la unificación y la intervención con flexibilidad. Según muestra la experiencia, en países en desarrollo con una alta dependencia en sus exportaciones de productos primarios, las modificaciones eventuales en los términos de intercambio dan lugar a fluctuaciones del sector externo que pueden conducir a bonanzas inesperadas o a carencia de divisas. Cuando se permite el libre juego de los movimientos de capital, por la inexistencia de control de cambios y las condiciones de competencia son imperfectas, se crea un ambiente propicio a abruptas oscilaciones cambiarias o monetarias, con grandes costos para la economía. Frente a fenómenos como los descritos, el efecto de políticas monetarias o fiscales compensatorias demora en obtenerse, mientras que los movimientos de capital se producen muy rápidamente. Bajo estas circunstancias se pueden dar revaluaciones de la moneda, inconvenientes desde el punto de vista del crecimiento y diversificación de las exportaciones, sobre todo cuando existen condiciones inflacionarias persistentes; a este respecto se cuenta con múltiples ejemplos que han sido tipificados en la literatura económica con el nombre de “enfermedad holandesa”.

Así mismo, este tipo de acciones genera presiones sobre las reservas internacionales del país y conduce a la necesidad de ajustes abruptos en la tasa de cambio, generalmente en cuantías más elevadas de las necesarias. De nuevo, el caso venezolano reciente resulta bien ilustrativo a este respecto pues la coexistencia de un mercado libre con uno oficial en el periodo 1983-1989, hizo que la tasa prevaleciente en el primero dictase señales a la economía que no correspondían necesariamente a la situación externa que de ellas se desprendía, lo que condujo a salida de divisas, dando lugar a nuevas presiones sobre el sector externo y el tipo de cambio; todo ello generó inestabilidad y la exigencia de un ajuste traumático en la economía en febrero del año pasado.

La determinación de la tasa de cambio tiene particular importancia para la actividad económica global. Muy pocas variables poseen la capacidad de influir de una manera tan directa y decisiva sobre el equilibrio macroeconómico a través de su efecto en la balanza de pagos y, por esta vía; en las condiciones internas de la economía, al incidir sobre las reservas internacionales, la oferta monetaria, la demanda agregada, el ingreso nacional y, en fin, en el nivel de precios.

En economías como la colombiana, con ritmos variables de inflación, localizada en un área cuyos niveles de precios tienen aumentos bastante dispares, el factor que interesa es el nivel de la tasa de cambio real⁶, es decir, descontado el efecto del crecimiento de precios en el poder adquisitivo de las distintas monedas en cada economía⁷. Por consiguiente, la tasa de cambio ha de ser regulada por una autoridad que, considerando siempre las condiciones del mercado y aquellas objetivas de la economía, *tenga una clara orientación de largo plazo*, con lo cual se dan señales inequívocas a los exportadores y productores nacionales para que puedan planear su producción y efectuar inversiones de maduración prolongada. De ahí que el esquema adoptado con éxito por el país, haya sido el de lograr un tipo de cambio real estable.

De otra parte, dada la desigual distribución del ingreso y el poder monopolístico que detentan grandes empresas, una tasa de cambio enteramente libre, permitiría que los altos montos de liquidez que normalmente manejan se utilicen para contrarrestar los efectos de la política monetaria. Es claro, por lo tanto, que el manejo de esta variable no puede dejarse al libre efecto de los intereses sectoriales, y, por el contrario, su determinación debe contribuir a establecer un grado de competencia sano a la producción nacional, superando las presiones coyunturales que con seguridad se presentan.

INESTABILIDAD DE LA CUENTA DE CAPITAL

Por los motivos anteriores, consideramos indispensable mantener el control sobre la cuenta de capitales como lo establece el proyecto del Gobierno. Vale la pena mencionar otras razones que sustentan tal criterio. Como ya anotamos, es ampliamente conocida la mayor volatilidad que exhiben los movimientos de capital, donde, a diferencia de los flujos de mercancías, el ajuste suele ser automático. Así, ante cualquier síntoma de dificultades externas el país corre el peligro

⁶ Véase sobre esta materia las Notas Editoriales de julio de 1988 y febrero de 1990.

⁷ Obviamente, la tasa de cambio nominal es también muy importante sobre todo en las definiciones de movimientos de capitales y como canal de transmisión de las fluctuaciones económicas entre las distintas naciones en el corto plazo.

de ver gravemente acentuados sus desequilibrios; la estabilidad cambiaría bajo un esquema de libertad en la cuenta de capital quedaría sometida a los vaivenes de acciones especulativas y de las veleidades de los llamados “capitales golondrina”. De otro lado, dicho modelo generalmente exige para un país en desarrollo, elevaciones inmoderadas de su tasa de interés; lo acontecido en México es bien ilustrativo a este respecto.

Ahora bien, como nos lo enseña la experiencia al examinar la década de los años setenta, las pautas seguidas tanto por acreedores como por deudores del sector público y privado, para la evaluación en materia de endeudamiento, no siempre responden a criterios de ponderación y racionalidad económica. Sin embargo, en lo que respecta a las obligaciones de pago, los países sí deben afrontar en toda su magnitud las consecuencias de tales endeudamientos excesivos según demuestra claramente el caso de casi todos los países de América Latina y en general del mundo en desarrollo. Por el contrario, resulta claro que el control existente a los movimientos de capital en Colombia y la flexibilidad que exhibe en este campo el Estatuto 444, permitieron a nuestro país mantener unos niveles bajos de endeudamiento hasta 1979, en un periodo caracterizado por la abundancia de liquidez internacional y una gran acuciosidad de los banqueros para otorgar préstamos a los países, sin consideración de sus reales perspectivas a largo plazo. Errores en este aspecto condujeron a lo que se ha llamado una “década perdida” para la América Latina, situación a la que por fortuna escapa nuestro país.

Aún para los defensores de la tesis de una liberación amplia del mercado de capitales, lo ocurrido en algunas naciones ofrece lecciones en lo que respecta al orden que debe seguirse en las distintas políticas que no merecen subestimarse, con el fin de evitar innecesarias frustraciones. Los casos de Corea en la década de los años sesenta y de Chile a principio de los años ochenta, cuyas aperturas en la cuenta de capitales produjeron movimientos masivos de recursos que determinaron una apreciación de la tasa real de cambio con consecuencias negativas sobre el objetivo exportador perseguido, ilustran los problemas de adopción simultánea de ciertas políticas, sin que se hayan producido cambios previos estructurales en las economías. Por ello, casi todos los analistas y la experiencia recomiendan *realizar la apertura de la cuenta de capitales lentamente y sólo después de haber consolidado la correspondiente liberación de la cuenta corriente*⁸ *luego de solidificar los cambios en la estructura productiva*. Es claro, que hoy por hoy los efectos desestabilizadores podrían provenir, tanto de una afluencia masiva como de una abultada fuga de divisas, pero, de cualquier forma, la inestabilidad que

⁸ “Aunque en cierto modo eso fue lo que se hizo en Chile, hubo todavía una apreciación real considerable del tipo de cambio”. Véase Sebastian Edwards, “El Orden Sucesivo en la Liberación Económica en Países en Desarrollo”, en FMI, *Industria, Finanzas y Desarrollo*, marzo de 1987.

caracteriza los flujos de capital en los países en desarrollo por lo ya expuesto, no aconseja una liberación de movimientos de capitales.

IV. ASPECTOS JURÍDICOS DE LA REFORMA

La modificación del régimen de cambios debe efectuarse a través de una ley marco, acorde con las competencias redistribuidas por el Constituyente de 1968 para la regulación de los cambios internacionales y el comercio exterior entre el Ejecutivo y el Legislativo. En efecto, el Acto Legislativo No. 1 de 1968 determinó una competencia compartida entre el Legislativo, quien tendría a su cargo señalar los principios, pautas, métodos y políticas generales de la actividad gubernamental. Al Ejecutivo, de otra parte, se asignó el desarrollo de la normatividad a través de la potestad reglamentaria, que se amplió en estos temas a los detalles de la aplicación de la ley, expidiendo en forma compartida la legislación en esta materia, según lo dispone la Carta en el numeral 22 de los artículos 76 y 120. Así, la adopción de las leyes marco modificó la esfera de colaboración funcional entre el Ejecutivo y el Congreso, permitiendo al Gobierno, en forma permanente, regular los cambios internacionales con la oportunidad y técnica requeridos, pero con sujeción a los principios y pautas generales impuestos por el Legislador.

Por esta razón, si bien es cierto que una corriente doctrinal aboga por la capacidad del Congreso para legislar con el detalle que desee en las leyes marco, la Corte Suprema de Justicia ha definido la competencia de las autoridades, afirmando que hoy en día no le es dado al Congreso regular los cambios internacionales en forma exhaustiva, como si se tratara de una ley ordinaria, pues con ello invadiría la órbita de regulación del Gobierno Nacional.

Esta técnica no implica necesariamente la abolición del régimen vigente, toda vez que las disposiciones del Decreto 444 de 1967 pueden ser nuevamente expedidas dentro de los parámetros constitucionales impuestos a partir de 1968, no ya por el Congreso, sino por el Ejecutivo; al tiempo que se pueden actualizar y reformar otras disposiciones para conformarlas con las nuevas circunstancias de la economía y el comercio internacional.

Es de señalar que la competencia de organismos tales como la Junta Monetaria y el Consejo Directivo de Comercio Exterior se pueden conservar, puesto que la potestad reglamentaria asignada al Presidente de la República, no es excluyente de la capacidad de esos entes para dictar resoluciones con el objeto de llevar adelante y dar aplicación práctica a las normas de la ley y a sus decretos reglamentarios, de manera que permitan y faciliten la eficacia y buen funcionamiento del nuevo régimen cambiario y de comercio exterior. Por esta razón ahora corresponderá, en primer lugar, al Congreso delimitar el ámbito regulatorio del

Gobierno, y en segundo término, al Gobierno, a través de los decretos ejecutivos regular el régimen legal; finalmente, en lo que respecta al sistema cambiario y las inversiones, la Junta Monetaria y el CONPES podrán continuar determinando la forma en que han de operar los agentes del mercado cambiario y cómo se han de efectuar las operaciones de cambio y los movimientos de capitales.

V. CONSIDERACIONES FINALES

Como se ha señalado en anteriores oportunidades, los desarrollos de la economía mundial exigen una nueva forma de inserción en ella de nuestro aparato productivo, la cual requiere un importante proceso de modernización y de mayor exposición a la competencia internacional con el fin de lograr incrementos en eficiencia y productividad que conduzcan, finalmente a mejoras en el ingreso y el empleo.

En este contexto, el proyecto en cuestión cumple una función esencial como nuevo marco para el manejo de los cambios y del comercio exterior del país. Como es sabido, toda política cambiaria tiene como objetivo fundamental el logro conjunto del equilibrio interno y externo de la economía, entendido este último como la consecución de un crecimiento estable y sostenido, en un marco de pleno empleo y estabilidad de precios. Los instrumentos con que se cuente para la implantación de esta política son entonces decisivos cuando se deban enfrentar los retos que plantea el cambiante ambiente internacional.

Las principales modificaciones propuestas, las cuales resultan indispensables para eliminar aquellos factores que se han constituido en obstáculo para un mayor crecimiento y desarrollo del comercio internacional, y de las exportaciones en particular, no podían ser adoptadas en el marco del estatuto cambiario vigente, requiriéndose por lo tanto la expedición de una nueva ley marco.

El espíritu del proyecto presentado a la consideración del Congreso busca crear las condiciones para que el funcionamiento del mecanismo de cambios sea más libre, pero operando siempre bajo un régimen de control de cambios para las transacciones corrientes con el exterior y manteniendo las necesarias regulaciones a los movimientos de capital. El marco regulatorio que se propone conservar no es óbice para que igualmente se puedan facilitar y reducir los requisitos y trabas innecesarias que hoy en día encarecen y crean distorsiones. En tal sentido, lo que se persigue es la simplificación de la administración del control de cambios, mediante la mayor participación de los intermediarios financieros en el mercado cambiario, dándole amplia flexibilidad a las normas sobre el manejo y tenencia de divisas.

Es claro que la elasticidad que se introduce al régimen cambiario deberá responder a criterios racionales de prudencia y cautela que eviten la formación

de desequilibrios externos. El grado de descentralización que se otorgue deberá responder a los objetivos de la política monetaria dado el vínculo directo entre las reservas internacionales y la liquidez en la economía. Los porcentajes de posición propia permitida a los bancos, la periodicidad en que los intermediarios autorizados deben reportar ésta al Banco de la República y los límites de tiempo para la cancelación permitida, serán materia de reglamentación de la Junta Monetaria.

Ahora bien, el proyecto permite preservar importantes elementos existentes en el régimen vigente, como son el control a los movimientos de capital y la unificación del mercado cambiario con la intervención de las autoridades económicas en la fijación del tipo de cambio; estas áreas resultan vitales para la estabilidad externa y el equilibrio macroeconómico en un país en desarrollo y, a nuestro juicio, no deben modificarse.

Nuestra insistencia en la tesis de la unificación del mercado cambiario obedece de una parte, a la necesidad de contar con las condiciones apropiadas para el manejo de una herramienta de política tan importante como es el tipo de cambio; de otra, a la conveniencia de preservar la economía de los peligros que surgirían por el fortalecimiento de las presiones desestabilizadoras del manejo monetario, de características procíclicas, que se manifestarían con toda intensidad si se institucionalizara un mercado libre para el flujo de capitales, conjuntamente con otro controlado para las demás operaciones. Como se anotó anteriormente, por pequeño que sea el llamado mercado “libre”, sus efectos sobre la economía serán delicados y no dependerán sólo de su tamaño, sino de las expectativas que éste cree sobre la evolución del mercado, pudiendo generar problemas en el sector externo.

Finalmente, cabe agregar que, como ley marco, el proyecto es bastante amplio y está concebido para adaptarse a cualquier circunstancia incluida la posibilidad, esperamos remota, de crisis cambiaria. Así, éste faculta al Gobierno para regular el mercado cambiario en consonancia con las condiciones de la economía, pudiéndose “establecer controles o actuaciones administrativas con el objeto de verificar la naturaleza de la transacción y el cumplimiento de las regulaciones correspondientes”.

EL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL NUEVO RÉGIMEN MONETARIO

Notas Editoriales publicadas en la *Revista del Banco de la República*, núm. 765, vol. LXIV, julio de 1991.

Francisco J. Ortega*

* Gerente General.

INTRODUCCIÓN

En las Notas Editoriales del mes de enero se hizo una amplia explicación de la propuesta presentada por el Gobierno a la Asamblea Constituyente, en materia de banca central. En ellas, además de presentar la evolución histórica de las normas que han regido al Banco de la República desde su fundación en 1923, nos referíamos a algunos aspectos de particular importancia en el diseño de las instituciones monetarias, tales como su consagración constitucional, su régimen único y, en especial, la necesidad de dotarlas de autonomía e independencia para el diseño e implantación de una política monetaria orientada efectivamente a lograr el control de la inflación.

Actualmente, Colombia está atravesando una etapa de sustanciales transformaciones institucionales y políticas en el campo económico, que intentan darle al país una mayor participación en la economía mundial y propiciar avances similares a los que han registrado las principales economías de mercado. Entre las transformaciones prioritarias está, sin duda, la de los organismos de control monetario propios de este enfoque, cuya esencia radica en la capacidad de comprometerse con el desarrollo, dentro de un marco de estabilidad de precios; aspecto que, como veremos adelante, fue recogido a cabalidad por la reforma.

En efecto, a fin de cumplir el cometido fundamental de buscar y mantener la estabilidad de precios, todo banco central requiere por lo menos dos condiciones: en primer lugar, debe contar con la organización y capacidad decisoria sobre los instrumentos de control monetario, cambiario y crediticio, que le permitan regular la cantidad de dinero en circulación y los flujos financieros. En segundo término, necesita estar dotado de autonomía institucional, para que la aplicación de dichos instrumentos obedezca solamente a criterios técnicos y a objetivos de estabilidad.

La reforma del sistema monetario era una necesidad básica del país. El nuevo régimen responde a la secuencia histórica de los últimos años y el cambio que introdujo la Carta Política, vigente a partir del 7 de julio de 1991, concuerda con la rápida evolución institucional que el país ha venido demandando, en particular, respecto de aquellas instituciones responsables de los asuntos económicos.

I. ANTECEDENTES Y ALCANCE DE LA REFORMA

Tanto la Constitución de 1886 como sus posteriores reformas, especialmente la contenida en el Acto Legislativo No. 1 de 1968, sólo previeron la existencia de un banco de emisión, o sea, de una entidad que cumpliera únicamente las funciones de emitir la moneda legal y ejecutar las políticas monetaria, cambiaria y crediticia trazadas por otra autoridad monetaria. Esta última reforma no le otorgó al Banco de la República, ni la característica de ser un órgano del Estado, (en 1968 era todavía un Banco privado), ni le atribuyó la competencia para que ejerciera funciones de banca central, por cuanto su voluntad fue la de no modificar, sino, por el contrario, mantener la Junta Monetaria¹ órgano de creación legal, rector de la política monetaria y crediticia, y principal en la estructura de banca central. Al mismo tiempo, dicha reforma constitucional le asignó al Presidente de la República la función de intervenir en el ahorro como atribución propia, y la de regular los cambios internacionales, con sujeción a las reglas generales que expida el Congreso; también le asignó al Presidente como atribución propia la facultad de intervenir en el banco de emisión² que, como ya mencionamos, no era un órgano del Estado³.

Luego, en 1973, cuando culminó el proceso de nacionalización del capital del Banco y se estatizaron sus funciones, el legislador, por intermedio de la Ley 7 de ese año, calificó al Banco de la República como el Banco Emisor previsto en la Constitución, con la competencia para emitir billetes y para ejecutar las políticas que trazara la Junta Monetaria. Pero siguió privado de la competencia y la responsabilidad de diseñar la política monetaria, cambiaria y crediticia, esto es, de desarrollar, en sentido amplio, las funciones de banca central.

En el ordenamiento preexistente le correspondía al Banco Emisor únicamente ejecutar las políticas adoptadas por otra autoridad, la Junta Monetaria. Este sistema operó favorablemente, según se ha reconocido, durante los años 60 y 70, pero ya en la década pasada empezó a mostrar síntomas claros de agotamiento, por razones varias que comprenden su composición, la completa dependencia del

¹ Antes de 1963, año de creación de la Junta Monetaria, el Banco de la República tenía las funciones de regulación monetaria y cambiaria, pero con serias limitantes en cuanto a los instrumentos que podía utilizar, dada la injerencia del sector privado en sus decisiones y la posibilidad de veto por parte del Ministro de Hacienda.

² Ordinal 14 del artículo 120 de la Constitución anterior.

³ Si lo hubiera sido, la facultad presidencial habría tenido otro carácter y otra finalidad porque es bien sabido que el Estado no se interviene a si mismo.

Gobierno y la multiplicidad y heterogeneidad de funciones⁴. Resulta explicable que frente a los cambios ocurridos en el panorama económico, los cuales exigían una respuesta más dinámica a los nuevos fenómenos, se hiciera necesaria la revisión del esquema vigente. En las condiciones de operación de la Junta Monetaria, la distinción entre el diseño de las políticas y las estrategias para su ejecución, no era suficientemente clara, lo cual implica el peligro de que las necesarias reacciones a los movimientos de los mercados internos y externos, que no son propias de un organismo simplemente ejecutor, terminen siendo poco ágiles. Era pues necesario dotar al país de un banco central con plena capacidad para aplicar los instrumentos que le corresponden, según lineamientos autónomos, orientados exclusivamente con objetivos de salvaguardia del poder adquisitivo de la moneda nacional.

La Constitución Política promulgada por la Asamblea Nacional Constituyente reunida en 1991, introdujo importantes modificaciones al régimen económico y, en particular, al sistema monetario del país. Estas responden a la conveniencia para la economía, de un manejo monetario más técnico e independiente, propio de un país en claro proceso de desarrollo.

Una enumeración exhaustiva de todos los puntos específicos de la nueva Constitución en donde se plasman ajustes institucionales, resultaría muy dispendiosa; por lo tanto vamos a mencionar sólo algunos. Pero antes debemos destacar el hecho de que hubiera sido consagrado un Título especial, el XII, para regular los fundamentos del Régimen Económico del Estado Colombiano; en él se prevén los principios generales, las funciones esenciales y los órganos encargados de cumplirlas.

En el Capítulo 6 del mencionado Título se establecieron aquellas normas relacionadas con la soberanía monetaria y se consagró por primera vez la función de banca central, elevando así a la categoría de órgano del Estado, de rango constitucional, al Banco de la República, con el fin de cumplir la mencionada función. El análisis y la discusión sobre la reforma monetaria correspondió primero a la Comisión Quinta de la Asamblea Nacional Constituyente y a la Plenaria de esa Corporación, con base en las ponencias presentadas por los delegatarios Oscar Hoyos Naranjo, Carlos Lemos Simmonds, Rodrigo Lloreda Caicedo, Ignacio Molina Giraldo, Carlos Ossa Escobar, y Antonio Yepes Parra.

Teniendo en cuenta las propuestas de enmienda presentadas por varios constituyentes, la discusión y la votación final, tanto en la primera como en la segunda vueltas de las plenarios de la Asamblea, se basaron en el estudio adelantado por la Comisión Especial integrada por los Doctores Carlos Lleras de la Fuente, Rodrigo

⁴ Le correspondía desde determinar políticas generales (como las de encaje), hasta dar aprobación a operaciones específicas (registro de operaciones cambiarias).

Lloreda Caicedo, Iván Marulanda Gómez, Ignacio Molina Giraldo, Carlos Ossa Escobar, Alfonso Palacio Rudas, y Augusto Ramírez Ocampo.

Como resultado del texto aprobado, a partir del 7 de julio de 1991, el régimen monetario del país tiene su soporte constitucional en los artículos que integran el Capítulo 6 del Título XII (371, 372 y 373) y en los numerales 13, 19 y 22 del artículo 150 de la Constitución Política, de cuyo contenido y alcance nos ocuparemos a continuación.

A. CONVERSIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA DE BANCO DE EMISIÓN A BANCO CENTRAL

El artículo 371 de la nueva Constitución Política dispone que el Banco de la República ejercerá las funciones de banca central con sujeción a la ley y en coordinación con la política económica general. Fue así como se elevó la condición del Banco de la República a la categoría de órgano del Estado, de rango constitucional. Es ésta la más importante reforma que se introduce a la entidad desde su creación en 1923, pues se modifican su objeto y finalidad y se cambia su estructura para adecuarla a las nuevas funciones que debe cumplir.

De esta manera el Banco de la República no será únicamente, en lo sucesivo, el Banco Emisor previsto en la Constitución anterior. Pasa ahora a ser el órgano del Estado que tendrá a su cargo cumplir la función constitucional de banca central; esto significa que continuará emitiendo la moneda legal, pero también tendrá a su cargo regular la circulación monetaria, los cambios internacionales y el crédito, con el propósito de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Al mismo tiempo, deberá adelantar las demás funciones propias de la banca central: administrar las reservas internacionales en beneficio de la economía nacional, ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito, y servir como agente fiscal del Gobierno.

Adquirir la condición de banco central representa asumir una función y no una organización. De esta manera, el nombre del Banco de la República no cambiará por el hecho de que la Constitución le atribuya el cumplimiento de esta función.

B. AUTORIDAD MONETARIA, CAMBIARLA Y CREDITICIA

De acuerdo con el nuevo régimen monetario, corresponden al Banco de la República, a través de su Junta Directiva, las funciones de diseñar y ejecutar las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, con lo cual se le trasladan la competencia y la responsabilidad en estas materias. Se recoge entonces la tendencia moderna de unificar en un solo organismo del Estado, de naturaleza única, tanto las atribuciones de emitir la

moneda legal como las de trazar, dirigir y ejecutar las políticas monetarias, cambiarias y de crédito con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, y sujeción a un régimen legal propio⁵. *En otras palabras, el país cuenta ahora con un Banco Central dotado de la independencia y autonomía que demanda un adecuado manejo monetario, crediticio y cambiario lo cual le permitirá cumplir, dentro de las limitaciones propias de la política monetaria, su objetivo fundamental de velar por la estabilidad de la moneda*⁶.

Así se pone fin a la dualidad que apareció en 1963, cuando se separaron las funciones de dirección de la política monetaria, cambiaria y crediticia (atribuidas entonces a la Junta Monetaria), de las relacionadas con la ejecución de esas políticas y la dirección del Banco de la República (asignadas a la Junta Directiva y al Gerente General de la Institución).

C. INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL

Una de las más significativas modificaciones al sistema monetario, introducidas por la Constitución, consiste en la consagración de la autonomía del organismo que tiene a su cargo las funciones de banco central.

Este continúa haciendo parte del Estado Colombiano, pero actúa en forma independiente del Gobierno, con criterios que obviamente deben coordinarse con otros aspectos de la política económica, aunque no están subordinados a estos.

La independencia del banco central tiene diversas manifestaciones: por una parte, la que se deriva del hecho de poder abstenerse de atender los requerimientos financieros de sectores específicos, particularmente del oficial. En segundo término está el aspecto que podríamos llamar funcional, por el cual la banca central puede utilizar los instrumentos que le corresponden sin necesidad de autorizaciones previas de otras instancias del Estado. Por otra parte, la independencia legal que otorga la jerarquía constitucional al Banco de la República, facilita la continuidad de su cultura institucional y una sana permanencia de

⁵ Al respecto véase: Carlos Restrepo Piedrahíta, cinco variaciones en torno a la moneda, *Revista del Banco de la República*, febrero de 1991.

⁶ La conveniencia de agrupar en el Banco Central la autoridad monetaria crediticia y cambiaria, surge de la conocida interrelación entre estas áreas de la economía; de manera muy especial, de los efectos monetarios que se derivan de los movimientos en los dos últimos frentes. En efecto, las principales fuentes en la generación de dinero primario son las reservas internacionales y el crédito doméstico. Así, en la medida que aumentan las reservas internacionales y se monetiza su contrapartida, se hará una mayor emisión y, simétricamente, toda reducción de las reservas internacionales en poder del Banco Central implica una disminución del dinero en circulación. Así mismo, las variaciones del crédito interno del Banco Emisor implican cambios en igual sentido de la cantidad de dinero primario y, por lo tanto, de la oferta monetaria.

critérios. De ahí que la experiencia en muchos países señala que la independencia de la autoridad monetaria de factores políticos, cuya validez en debates relativos a otros temas económicos no se cuestiona, es un factor que contribuye significativamente a la credibilidad de las medidas y contribuye, por ende, a aumentar su efectividad.

En este orden de ideas, el artículo 371 de la Carta determina que el Banco de la República estará organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio⁷.

De acuerdo con la Constitución, la Junta Directiva del Banco estará integrada así: el Ministro de Hacienda, quien la presidirá, cinco miembros de dedicación exclusiva nominados por el Presidente de la República, y el Gerente del Banco, elegido por los demás miembros. La presencia del Ministro de Hacienda garantiza la indispensable coordinación del manejo monetario, cambiario y crediticio con la política económica general del Gobierno; por otra parte, las actuaciones de la Junta son autónomas. Es importante también señalar que la actuación de los directores del Banco debe dirigirse exclusivamente hacia el interés público y no a la representación de los intereses de ningún sector o agente económico, incluido el Gobierno.

El Banco de la República contará así con una organización y capacidad decisoria sobre los instrumentos de control monetario, cambiario y crediticio, que le permitirán regular la cantidad de dinero requerida para el normal desarrollo de la actividad económica, dentro de los lineamientos de la programación estatal, gracias a la suficiente independencia institucional que hace posible el uso flexible de dichos instrumentos.

⁷ “La autonomía administrativa indica que el Banco de la República no forma parte de las Ramas Legislativa, Ejecutiva y Jurisdiccional o de los órganos fiscalizador o de control y electoral del Poder Público, sino que será un órgano autónomo del Estado, de naturaleza única, que por razón de las funciones que está llamado a cumplir, requiere de un ordenamiento y organización especiales, propios, diferentes del común aplicable a las demás entidades públicas o privadas. La organización monetaria así concebida, significa que, en lo sucesivo, las decisiones de banca central no dependerán del curso que quieran seguir las autoridades gubernamentales. El Banco de la República será autónomo en sus decisiones frente al Gobierno, puesto que para el cumplimiento de sus funciones no debe obrar con sujeción a las instrucciones políticas del Gobierno, pero sí en coordinación con la política económica general.

“La autonomía técnica determina la capacidad para el libre análisis de los fenómenos monetarios y el diseño de instrumentos que demande el ejercicio de sus atribuciones en materias que tienen por objeto cautelar la estabilidad de la moneda y asegurar la solidez y la confianza en el sistema monetario del país, con prevalencia de consideraciones de interés público y beneficio de la economía nacional.

Rafael Ignacio Molina y Carlos Ossa Escobar. El Banco de la República. Documento presentado en la Asamblea Nacional Constituyente sobre el alcance de las normas aprobadas por esa Corporación. s. p.

Como ilustraremos en detalle adelante, la independencia del Banco de la República no implica, en modo alguno, que sus decisiones y actos estarán aislados de otras esferas determinantes de la política económica; lo que significa en realidad es que en los necesarios procesos de armonización y concertación de medidas que exige un sistema democrático, la actuación del Banco garantizará que el propósito de estabilidad no se sacrifique en aras de la búsqueda de otros objetivos.

Este ordenamiento, cuya adopción resulta por demás adecuada y oportuna, permitirá, sin duda, que las acciones del Banco en procura de la estabilidad monetaria y cambiaria continúen su proceso de tecnificación, para que se amolden mejor a las exigencias derivadas del hecho de contar con mercados financieros más activos e interrelacionados con el resto del mundo.

D. FUNCIONES DEL CONGRESO Y DEL GOBIERNO EN RELACIÓN CON EL BANCO

A. DE REGULACIÓN

El numeral 13 del artículo 150 de la Constitución le atribuye al Congreso la función de determinar la moneda legal, la convertibilidad y el alcance de su poder liberatorio. El literal b) del numeral 19 del artículo 150 le asigna la función de dictar las reglas generales y los objetivos y criterios en materia de comercio exterior y de cambio internacional; con ellos como fundamento, el Gobierno señala el régimen correspondiente, en concordancia con las funciones que la Constitución consagra para la Junta Directiva del Banco de la República. Finalmente, el ordinal 22 del mismo artículo le atribuye al Congreso la facultad de expedir las leyes relacionadas con el Banco de la República y con las funciones que le compete desempeñar a su Junta Directiva, según lo previsto en los artículos 371 y 372 de la Constitución. Este último le atribuye al Gobierno la función de expedir los Estatutos del Banco, con sujeción a las normas que dicte el Congreso; en ellas se determinará, entre otros aspectos, la forma de su organización, su régimen legal propio, el funcionamiento de la Junta Directiva y del Consejo de Administración, el período del Gerente, las reglas para la constitución de sus reservas (entre ellas, las de estabilización cambiaria y monetaria), y el destino de los excedentes de sus utilidades.

En consecuencia, el Banco ya no estará sujeto a la intervención propia del Presidente de la República prevista en el ordinal 14 del artículo 120 de la Constitución anterior, sino a la regulación que de sus funciones y estructura haga directamente el legislador.

B. DE INSPECCIÓN, VIGILANCIA Y CONTROL

La inspección, vigilancia y control sobre el Banco la ejercerá el Presidente de la República, en los términos que señale la ley. Pero, además, la Constitución dispone en el artículo 371, que el Banco rinda al Congreso de la República informes sobre la ejecución de las políticas a su cargo, para efectos del control político de sus actos. También se prevé que el Gerente General presente ante las Comisiones Permanentes de las Cámaras, cuando quiera que de conformidad con lo dispuesto en el inciso final del artículo 208 de la Carta, ellas requieran su asistencia, los reportes que le soliciten en relación con las funciones que están a cargo de la Institución.

II. LAS RESPONSABILIDADES DE LA BANCA CENTRAL EN MATERIA ECONÓMICA

A. LA ESTABILIDAD DE LA MONEDA

El esquema institucional, modificado por la nueva Constitución, adolecía de vacíos que dificultaban el adecuado control de los agregados monetarios. En primer lugar, se presentaban objetivos difíciles de armonizar entre sí; tal fue el caso del crédito financiado con emisión y tasas subsidiadas y la regulación de la oferta de dinero. El crédito del Banco de la República se usó unas veces en favor del sector privado con propósitos de fomento y otras para financiar el déficit del Gobierno o de sus institutos descentralizados; ello hacía imposible conseguir resultados monetarios compatibles con la estabilidad de precios. En segundo término el Banco tenía a su cargo otras funciones que cumplir, como la administración del sistema de control de cambios y de todo tipo de fondos de fomento, más unos fondos de garantías e, inclusive, la Concesión Salinas hasta la década de los años 60. Todo esto distraía esfuerzos del objetivo central de la política monetaria.

De otra parte, la participación directa del Gobierno en las decisiones monetarias, impedía muchas veces que éstas se tomaran con la debida independencia respecto de consideraciones fiscales o de financiamiento especial a sectores prioritarios, puesto que las responsabilidades inmediatas de cada área de la administración, terminaban teniendo primacía sobre los objetivos globales de una tarea, posiblemente considerada algo extraña, como es la de regular los medios de pago. Para las arcas del gasto y de los problemas inmediatos (por ejemplo, el destino de un bono de prenda para almacenar una cosecha) el control monetario tiene una dimensión abstracta, que no logra equipararse con asuntos fácilmente cuantificables y verificables.

El artículo 373 de la Constitución establece la obligación, a cargo del Estado y por intermedio del Banco de la República, de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Así, el control de la inflación se convierte en el objetivo principal de la política monetaria y de esta manera se reconoce que el desarrollo económico del país, no solamente no requiere un permanente crecimiento de precios, como alguna vez se sostuvo —inclusive en cierta literatura— sino que la estabilidad es necesaria para el progreso económico y, por lo tanto, el Banco de la República debe ajustar el crecimiento global del dinero y del crédito.

Los avances recientes en materia de teoría de la banca central han llevado a definir, como su función principal, el manejo de los flujos monetarios, con el fin de que se garantice un volumen adecuado de dinero para el normal desarrollo de la actividad económica y simultáneamente se mantenga el poder adquisitivo de la moneda nacional, tanto en términos domésticos como a nivel internacional.

Si el crecimiento del dinero resulta excesivo en relación con la cantidad de bienes y servicios que transan los agentes económicos, se está propiciando una elevación del nivel general de precios, que termina por reducir el poder adquisitivo de los ingresos de una parte de la población y crear desconfianza entre los agentes, respecto a las perspectivas de las que dependen las decisiones de ahorro e inversión.

A fin de garantizar el poder decisorio sobre los instrumentos de control, se ha hecho indispensable independizar institucionalmente al Banco Central, tanto del Gobierno como de la actividad privada, para evitar las tradicionales presiones políticas y económicas. Las razones son varias:

En primer lugar, asegurar un desempeño sano de la economía, basado en el aumento de la productividad, el crecimiento y el empleo, requiere de la estabilidad de los precios, sostenida en el tiempo; no basta con esfuerzos intermitentes y transitorios; éstos no garantizan que se corrija la distorsión en la asignación de recursos y que aumente el ahorro. Es necesario mantener políticas estables con alcances de largo plazo, porque para adelantar sus decisiones de inversión, los agentes económicos requieren información confiable sobre las posibilidades de beneficios que ofrecen las diversas alternativas. En un proceso inflacionario en el que los precios se elevan periódicamente, y los precios relativos se vuelven rígidos por efecto de sistemas generalizados de indización, se distorsiona la información que pueden obtener los agentes acerca del funcionamiento de los mercados. La confiabilidad de dicha información es un factor determinante para apoyar decididamente la internacionalización de nuestra economía, y es fundamental para la consolidación de un mercado de capitales vigoroso y sólido.

Por otra parte, es conocido el argumento sobre la necesidad de atacar la inflación dada la injusticia en la distribución de los costos que esta trae a los agentes económicos, pues el llamado impuesto inflacionario recae con especial severidad

sobre los sectores más pobres de la población. También es importante considerar que la reversión de procesos que conducen a desbordamientos inflacionarios tiene siempre grandes costos sociales que conviene a toda costa evitar, por medio de un control permanente a las variables que pueden desencadenar dichos procesos.

No es deseable, por lo tanto, generar inestabilidad en los agregados monetarios, a causa de las necesidades inmediatas de gasto que puedan tener el Gobierno o cualquier sector específico de la economía. De ahí que sólo es posible tener control sobre la cantidad de dinero en la economía, para que resulte adecuada al volumen de transacciones de bienes y servicios, cuando el manejo monetario es independiente de las necesidades de financiación del gasto que puedan presentar determinados agentes. De lo contrario, se supeditaría en forma inconveniente, el objetivo general de estabilidad de precios, a las necesidades sectoriales⁸.

De esta forma, la independencia del Banco Central y la especialización de su objetivo para lograr la estabilidad de precios y la solidez del sistema financiero, constituyen un elemento positivo en la creación de un ambiente de credibilidad en el manejo económico. Los objetivos, en ocasiones contradictorios, que se le impusieron en el pasado a la política monetaria, en cuanto a lograr estímulos al crecimiento, estabilidad de la balanza de pagos, pleno empleo y control de la inflación, contribuyeron a que la política monetaria validara las expectativas de mayor crecimiento de los precios. No ha sido extraño en la historia económica del último medio siglo, el hecho de que frente a ciertas coyunturas recesivas, generadas principalmente por el estancamiento de la productividad, los gobiernos hayan intervenido relajando el crédito y la liquidez, con la consecuencia de acelerar la demanda y debilitar la balanza de pagos.

A este respecto no sobra recordar que la máxima prioridad concedida por los bancos centrales de los países más avanzados, al objetivo de lograr la estabilidad de precios; también ha sido un proceso relativamente reciente. A lo largo de los años 60 y 70, el rápido crecimiento de la economía de dichos países estuvo acompañado de procesos inflacionarios, desde luego pequeños, comparados con los de otras economías del mundo. Obviamente a ello contribuyeron adicionalmente los choques petroleros de los años 70.

Sin embargo, lo cierto es que los bancos centrales no tenían en todos los casos como prioridad básica el control de la inflación; objetivos como el crecimiento y el pleno empleo, también eran elementos fundamentales en el diseño de sus

⁸ La emisión que se produjo hasta mediados de los años 70 como consecuencia de la posición deficitaria de los fondos financieros que canalizaban crédito al sector privado, la financiación al Fondo Nacional del Café hasta 1975, y el crecimiento del crédito al Gobierno entre 1980 y 1986, son prueba de la gran inestabilidad monetaria que introducía la dependencia del manejo monetario de la política fiscal y sectorial.

políticas. No obstante, la fuerza que venía cobrando en ese período el proceso de internacionalización de la economía, especialmente fuerte en los años 80, impuso a las autoridades la necesidad de estabilizar las fluctuaciones de sus tasas de cambio —dentro de un marco de flexibilidad— para asegurar un flujo sostenido del comercio de bienes y servicios en el mercado internacional. Con tal fin, resultaba fundamental alcanzar la estabilidad de precios a través del control monetario⁹.

Tradicionalmente en nuestro país ha habido un cierto consenso, mayor posiblemente en la última década, sobre la prioridad que debe tener la estabilidad de precios dentro del manejo monetario. Recordemos que desde mediados de los años 80, el crédito directo nuevo del Banco de la República al Gobierno se ha reducido en forma importante y que los fondos financieros, ahora independientes de los recursos del Banco Central, dejaron de constituir una fuente de expansión directa desde finales de los años 70. Este ha sido el resultado de una absoluta claridad sobre la necesidad de emancipar la política monetaria de la política fiscal y sectorial, como condición indispensable para alcanzar la estabilidad de precios.

B. FINANCIAMIENTO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Con el objeto de que el Banco pueda cumplir con la obligación constitucional de mantener el poder adquisitivo de la moneda, se le prohíbe establecer cupos de crédito y otorgar garantías en favor de particulares o entidades privadas, salvo que se trate de intermediación de préstamos externos para su colocación a través de los establecimientos de crédito o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos, cuando deba cumplir sus funciones de prestamista de última instancia.

De otra parte, y para dar total coherencia a los postulados, la Constitución prohibió terminantemente al legislador, ordinario o extraordinario, ordenar cupos de crédito en el Banco de la República a favor de los particulares o del Estado. Esta es una disposición complementaria que refuerza el mandato en materia de conservación del poder adquisitivo de la moneda y que crea, con este propósito, una barrera efectiva a la emisión desestabilizadora. La Junta Directiva del Banco de la República aplicará estos principios para dar cabal cumplimiento al objetivo que se le ha asignado.

⁹ Al respecto, véase: Paul A. Volker, *The Triumph of Central Banking?*, *Central Banking*, Autumn 1990.

FINANCIAMIENTO DEL ESTADO

En cuanto a las operaciones de financiamiento a favor del Estado, o sea a la concesión de créditos o al otorgamiento de garantías a la Nación y demás entidades públicas, el proyecto del Gobierno planteó primero su prohibición absoluta, pero esta posición se consideró extrema, pues dejaba por fuera circunstancias excepcionales en las cuales podría ser necesario que la banca central suministrara financiación al Estado.

Por tal razón, se estudió luego la posibilidad de autorizar el acceso a los recursos de emisión, sólo cuando concurrieran las causales del estado de emergencia económica. Sin embargo, también se descartó este condicionamiento, para no propiciar su utilización en forma recurrente, tal como se había hecho de manera permanente con la facultad de declarar al país en estado de sitio.

Sin perder de vista el objetivo principal de restringir al máximo la posibilidad de financiamiento a favor del Estado, por cuanto su utilización traería efectos desestabilizadores, la Asamblea Nacional Constituyente juzgó necesario que fuera la propia Junta del Banco de la República la que, en el futuro, por razones de extrema necesidad económica evaluadas por ella misma, decidiera por unanimidad de sus siete miembros, la concesión de ese financiamiento.

En consecuencia, la posibilidad de que se otorguen crédito o garantías a favor del Estado se mantiene, pero no ya como una autorización amplia para la emisión, sino más bien como una posibilidad de última instancia, a la que puede acudir eventualmente en el futuro, si por razones de emergencia económica o máxima prioridad de la economía nacional, se requiere y justifica este tipo de financiación y, desde luego, siempre que concurra la votación unánime de la Junta.

Finalmente, con el único propósito de regular la moneda y para atender necesidades de contracción o ampliación de la base monetaria, según sea necesario, la Constitución facultó al Banco para realizar operaciones de mercado abierto, negociando títulos de deuda pública del Gobierno en el mercado secundario.

Tenemos así que, en lo sucesivo será el Banco de la República el que decidirá en forma autónoma, cuándo debe o no otorgarle crédito al Gobierno o cuándo se justifica garantizar sus obligaciones. De esta manera, el Banco de la República quedó facultado para diseñar y regular la política monetaria según su propio y único criterio, en concordancia con el marco macroeconómico general, guiado siempre por el objetivo fundamental de mantener la estabilidad de la moneda.

C. REGULACIÓN MONETARIA Y CREDITICIA

El Banco de la República tendrá a su cargo la regulación monetaria y crediticia, mediante la adopción de las normas que influyan sobre la cantidad, costo

y disponibilidad del dinero y del crédito¹⁰. Para este efecto le corresponderá al Banco, a través de su Junta Directiva, entre otras funciones: disponer la emisión, venta, compra y amortización de títulos para regular el mercado monetario, elaborar presupuestos monetarios en el marco de la programación financiera, fijar y reglamentar el encaje de las distintas categorías de exigibilidades, señalar tasas de interés, determinar los intermediarios a través de los cuales se realizarán las operaciones del mercado abierto y, en general, tomar las decisiones que se requieran para el cumplimiento de sus funciones, de acuerdo con la ley.

Entre las funciones de regulación de carácter crediticio, además de la fijación de los cupos ordinario y extraordinario de crédito, le corresponderá al Banco reglamentar las condiciones que se requieran para hacer uso del financiamiento directo o para la utilización de los recursos o líneas de crédito externo que contrate él mismo; organizar y regular el mercado financiero y determinar las operaciones activas, pasivas y neutras que pueden llevar a cabo los establecimientos de crédito; limitar o prohibir el otorgamiento de avales y garantías; reglamentar las operaciones de crédito comercial o de consumo por instalamentos o de ventas a plazos y establecer la relación porcentual del patrimonio técnico de los establecimientos de crédito, en función de los activos ponderados por riesgos.

La efectividad de la política monetaria en un determinado marco macroeconómico, debe medirse en términos del logro de los objetivos propuestos y depende fundamentalmente de la eficacia de los instrumentos que puede utilizar. La eficiencia de éstos varía con el entorno macroeconómico en que se apliquen (economías más o menos abiertas, disciplina fiscal, equilibrio externo); es así como, por ejemplo, a mayor apertura de una economía pero con fuerte rigidez del control cambiario, la oferta monetaria resulta más endógena y, por lo tanto, tiene menos efectividad la política monetaria.

¹⁰ “La importancia de consagrar al Banco de la República para ejercer las funciones de banca central, se derivan precisamente del mismo elemento a cuya existencia éste da lugar y que le corresponde regular: el dinero.

“En consecuencia, dado que la naturaleza y características del dinero comprenden funciones tan complejas y vitales para la economía como son las de servir de medio de cambio y depósito de valor y que las cantidades afectan el consumo y el ahorro de la sociedad, el manejo de los instrumentos de regulación estará bajo la exclusiva responsabilidad del Estado, a través del Banco de la República. Para ello, se le atribuye al Banco la función de regulación monetaria y crediticia que debe cumplir a través de su engranaje institucional, lo que lo convierte en el primer responsable de la estabilidad de precios del país como lo exige el proceso económico actual y venidero”. (Ignacio Molina Giraldo - Carlos Ossa Escobar. *Op. cit.*).

D. LA POLÍTICA CAMBIARIA

La política cambiaria puede definirse, en términos generales, como la intervención del Estado sobre diversas variables económicas, con el propósito de obtener determinados resultados en la balanza de pagos. Dichas variables comprenden la tasa de cambio y el movimiento de capitales, entre otras¹¹.

Claramente, en la medida en que las decisiones tomadas en cualquiera de estos frentes tienen efectos sobre la balanza de pagos (acumulación o desacumulación de reservas internacionales) sus resultados presentan implicaciones monetarias. Por ello, los bancos centrales deben participar en el diseño y definición de la política cambiaria, pues se trata de un área que afecta el manejo monetario de manera fundamental; es así como se actúa en el frente cambiario, por ejemplo, oponiéndose a acciones especulativas contra la moneda nacional o regulando la sustitución del crédito interno por externo, con instrumentos como la tasa de cambio y el control a la movilidad de capitales.

Al asignar la Constitución a la Junta Directiva del Banco de la República la responsabilidad de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, y siendo la estabilización monetaria y la administración de las reservas internacionales, algunas de sus funciones básicas, queda establecido que a aquélla le corresponde el diseño de la política cambiaria, como veremos, dentro del contexto de otras decisiones del Estado.

Los artículos 371 y 372 de la Constitución Política le atribuyen al Banco de la República la función de regular el cambio internacional, mediante normas de carácter general que adopte su Junta Directiva¹².

Por su parte, el literal b) del ordinal 19 del artículo 150 de la Carta Política, le asigna al Congreso de la República la función de dictar las normas generales y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno

¹¹ Bajo regímenes estrictos de control de cambios, la política cambiaria cubre el uso de mecanismos administrativos de regulación de comercio (incluye las licencias y aduana) y del sistema de giro y registro (deuda).

¹² Para tal efecto, podrá adoptar entre otras, las siguientes medidas: expedir los presupuestos de ingresos y egresos de divisas; definir y regular las operaciones de cambio internacional; organizar y regular el funcionamiento del mercado cambiario y determinar las operaciones cuyos ingresos y egresos de divisas deben ser transferidos y negociados por conducto de los intermediarios del mismo; regular los ingresos y egresos de divisas; reglamentar con carácter general los plazos, intereses, finalidad y demás condiciones del endeudamiento externo; regular el registro, reintegro y giro de la inversión extranjera; regular el otorgamiento de avales y garantías en moneda extranjera; regular la compra, venta y posesión de oro; dictar las normas conforme a las cuales deban cumplirse en el país las obligaciones en moneda extranjera derivadas de operaciones de cambio exterior o de las obligaciones en moneda extranjera que no correspondan a éstas, y disponer la intervención del Banco en el mercado cambiario.

para regular el comercio exterior y señalar el régimen de cambios internacionales, en concordancia con las funciones consagradas en la Constitución para el Banco de la República.

De acuerdo con lo expuesto, la decisión de actuar para intervenir la tasa de cambio, pero especialmente la definición de la trayectoria que ésta debe presentar, ha de ser responsabilidad del Banco de la República en consulta con el Gobierno, para guardar la indispensable armonía con la política económica general. Más aún, como los asuntos cambiarios alcanzan esferas diferentes a las propias de un banco central, pero relacionadas con la intervención del Estado, es natural que el Gobierno dicte su política respecto a esas otras materias. Estos preceptos deben ser tenidos en cuenta por el Banco de la República al ejercer su condición de autoridad cambiaria.

COMENTARIOS FINALES

Con ocasión de la Reforma Constitucional, se hizo evidente la coincidencia de posiciones de muchos estudiosos de la organización institucional colombiana, los agentes económicos y el Gobierno Nacional, en torno a la necesidad de transformar el sistema monetario de nuestro país, para garantizar la mayor autonomía de la autoridad monetaria, crediticia y cambiaria.

El régimen monetario y la caracterización dada al Banco de la República por la Constitución, recogen con gran acierto lo que fueron las deliberaciones y el intenso análisis del tema hecho en tal oportunidad. El país tiene ahora un Banco Central con todas las funciones que le son propias en materia de políticas monetaria y cambiaria; de este hecho surge la prioridad de regulación de tales variables, frente a la tarea tradicional de la emisión monetaria y el crédito. Haber fundido en una institución de la tradición del Banco de la República las actividades plenas de la temática monetaria y cambiaria, da lugar al surgimiento de una institución renovada, dentro del marco de su tradicional nombre y respetabilidad.

A lo largo de esta exposición se ha querido resaltar un aspecto, por demás afortunado, del reordenamiento monetario impuesto por la Constitución: el diseño y la estructura de la nueva autoridad monetaria con las características que mejor se ajustan a las también nuevas tendencias de la economía colombiana. El indudable vuelco de nuestra economía hacia objetivos de eficiente uso de los recursos, basado en consideraciones de mercado, habría encontrado obstáculos si se hubiera mantenido el ordenamiento monetario anterior. En cambio ahora es posible moldear el nuevo banco en función de los derroteros que tanto la economía colombiana como la mundial muestran con evidente claridad. Es decir, la autoridad monetaria al diseñar las políticas de que ahora es responsable, buscará siempre que la

forma de ejecutarlas sea compatible con una economía de mercado y contribuya a su consolidación. Por consiguiente, el desarrollo financiero del país adquirirá un mayor dinamismo, y sobre todo, soluciones efectivas a sus problemas, pues se cuenta con un tipo de institución rectora de la moneda perfectamente identificada con tales propósitos.

De ahí que las palabras del Señor Presidente sean una excelente síntesis de toda la materia: “Actualmente es imperioso volver a una estructura del Banco de la República en la cual la emisión monetaria esté drásticamente restringida y las funciones de política monetaria se ejerzan con independencia y guiadas por el único objetivo de lograr una estricta estabilidad de precios. A este propósito apunta la propuesta del Gobierno en el Proyecto de Reforma Constitucional, donde se consagra al Banco de la República como Banco Central, y se le dota de un régimen legal propio de suficiente autonomía, para que su Junta Directiva tome la responsabilidad de ejecutar la política monetaria adecuada a los rigurosos propósitos de la estabilidad”¹³.

En efecto, el esquema vigente desde 1963, que diferenciaba las responsabilidades propias de la función de banca central, asignando a la Junta Monetaria su diseño y al Banco de la República su ejecución, había sido superado por las realidades objetivas del desarrollo económico del país. Más aún, la presencia del Gobierno en la Junta Monetaria introducía frecuente variabilidad no sólo en los propios objetivos sino en el diseño y aplicación de los instrumentos por parte de dicha corporación.

De acuerdo con las normas, en buena hora consagradas por la Asamblea Constitucional, la operación integral de la banca central de Colombia fue unificada en el Banco de la República, con autonomía respecto a otros organismos del Estado. De esta forma, la Entidad contará con todas las condiciones técnicas e institucionales para propender a la necesaria estabilidad monetaria. Así no sólo se hace eco a la tendencia internacional sobre el funcionamiento de la banca central, sino que se dota al país de un sistema monetario acorde con los requerimientos del desarrollo económico y con su decidida inserción en la economía mundial.

¹³ Palabras del Señor Presidente de la República, César Gaviria Trujillo, en la ceremonia de entrega de publicaciones del Banco de la República, Bogotá, marzo 20 de 1991.

EVOLUCIÓN Y POLÍTICAS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS LÍNEAS DE CRÉDITO EXTERNO PARA EL SECTOR PRIVADO

Notas Editoriales publicadas en la *Revista del Banco de la República*, núm. 769, vol. LXIV, noviembre de 1991.

Francisco J. Ortega*

* Gerente General.

INTRODUCCIÓN

Asegurar una disponibilidad de crédito en volúmenes y condiciones adecuados para la financiación de proyectos productivos es también uno de los temas de interés para las autoridades económicas. Diversas circunstancias históricas ampliamente conocidas, determinaron que en Colombia el Banco de República desempeñara un papel importante, no sólo en el diseño de las políticas crediticias, sino en la obtención y canalización de recursos de largo plazo, entre los cuales las distintas líneas de crédito provenientes de organismos internacionales han constituido en el pasado reciente la fuente principal, seguida por los Fondos Financieros.

Con cierta regularidad estas Notas han analizado la evolución de las políticas del Banco relativas al crédito de fomento¹. En esta ocasión nos ocuparemos de algunos aspectos de la administración de los préstamos externos contratados por el Banco de la República, en forma continua desde 1966, con destino a los sectores productivos. Ello se justifica, además, porque en el trascurso de los debates de la reciente reforma constitucional se examinó cuidadosamente la conveniencia de que las operaciones por medio de las cuales el Banco de la República otorga crédito al sector privado fueran restringidas al máximo, limitándolos precisamente a la intermediación de las líneas externas y, desde luego, a los casos en que este actúa como prestamista de última instancia para los agentes del sistema financiero cuyas circunstancias así lo requieren.

En efecto, considerando las ventajas prácticas derivadas de la experiencia del Banco de la República en la negociación y manejo de tales líneas con los organismos multilaterales de crédito, el artículo 373 de la Constitución Nacional permitió utilizar el mecanismo del redescuento para distribuir estos recursos entre los agentes interesados en intermediarios.

Para comentar algunos de los aspectos más importantes relativos a las líneas externas, estas Notas se han dividido en cuatro partes: en la primera sección se hace un breve recuento de los antecedentes de contratación y manejo por parte del Banco de la República de créditos otorgados por el Banco Mundial (BIRF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Export and Import Bank of Japan

¹ Véanse por ejemplo las Notas Editoriales de los meses de noviembre de 1988, y marzo y julio de 1989.

(Eximbank del Japón) y otras entidades; a continuación se comentan algunos asuntos relacionados con las determinaciones de política relativas al marchitamiento de las fuentes tradicionales de los Fondos Financieros, iniciado desde finales de 1989. La segunda sección presenta varios indicadores recientes de la actividad de redescuento de préstamos de mediano y largo plazo. En la tercera parte se examinan las directrices señaladas en el presente mes por la Junta Directiva del Banco para la administración de los recursos externos. Por último se enumeran las principales conclusiones de este análisis.

I. IMPORTANCIA CRECIENTE DE LAS LÍNEAS EXTERNAS

A. ANTECEDENTES DE CONTRATACIÓN Y MANEJO

Desde 1966 el Banco de la República ha contratado con diversos organismos internacionales y multilaterales una serie de préstamos, que tradicionalmente han servido como complemento de los recursos domésticos para la financiación de proyectos de inversión. En la Tabla 1 se resumen algunas características de las líneas contratadas hasta el momento.

TABLA 1
CARACTERÍSTICAS DE LAS LÍNEAS DE CRÉDITO EXTERNO ADMINISTRADAS POR EL BANCO DE LA REPÚBLICA

Línea	CUANTÍA (MILLONES)	FECHA CONTRATO	PLAZO (AÑOS)	PERÍODO DE GRACIA (AÑOS)	PERÍODO DE COLOCACIÓN
A. BANCO INTERNACIONAL DE RECONSTRUCCIÓN Y FOMENTO					
451-CO	US\$25,0	May-66	20,5	4	1966-1968
534-CO	US\$12,5	May-68	17	0,75	1968-1971
625-CO	US\$23,0	Jun-69	17	0,75	1971-1972
742-CO	US\$40,0	May-71	17	1,5	1972-1973
903-CO	US\$60,0	Jun-73	18,5	2,5	1973-1977
1223-CO	US\$80,0	Mar-76	17	3	1976-1979
1357-CO	US\$64,0	Feb-77	14,5	3	1978-1982
1598-CO	US\$100,0	Jul-78	17,5	4,5	1978-1980
1857-CO	US\$150,0	Dic-80	16	3,5	1981-1985
2477-CO	US\$90,0	Nov-84	17	4,5	1985-1989
3025-CO	US\$80,0	Sep-89	17	5	1989-....
B. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO					
303 OC-CO	US\$30,0	Dic-76	18	3,5	1977-1978
053-IC-CO	US\$35,0	Feb-80	20	4,5	1980-1981

TABLA 1 (CONTINUACIÓN)
CARACTERÍSTICAS DE LAS LÍNEAS DE CRÉDITO EXTERNO ADMINISTRADAS POR EL BANCO DE LA REPÚBLICA

Línea	CUANTÍA (MILLONES)	FECHA CONTRATO	PLAZO (AÑOS)	PERÍODO DE GRACIA (AÑOS)	PERÍODO DE COLOCACIÓN
B. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO					
475-OC-CO	US\$90,0	Sep-84	15	3,5	1984-1987
562-OC-CO	US\$100,0	May-89	15	4,5	1989-...
C. EXPORT-IMPORT BANK OF JAPAN					
Eximbank	US\$100,0	Dic-89	15	4	1989-...
D. AGENCIA CANADIENSE DE DESARROLLO INTERNACIONAL					
1ª línea	CND\$5,0	Dic-75	50	10	1976-1977
2ª línea	CND\$5,0	Dic-77	30	7	1978-1979
E. KREDITANSTALT FÜR WIEDERAUFSAU					
KFW-292	DM\$20,0	Oct-66	15	3	1966-1972
KFW-494	DM\$12,0	Jun-71	25	7	1971-1976
KFW-651	DM\$8,0	Dic-72	30	10	1975
KFW-500	DM\$4,2	Nov-77	30	10	1980
F. CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO					
1ª línea	US\$2,5	Ene-77	15	4	1977
2ª línea	US\$10,0	Oct-78	15	4	1979-1980

Fuente: Banco de la República.

Las primeras entidades que otorgaron este tipo de préstamos al país, para ser canalizados a través del sistema financiero, fueron la Agencia Interamericana de Desarrollo —AID— (cuyos recursos constituyeron parcialmente aportes al Fondo Para Inversiones Privadas), el Kreditanstalt für Wiederaufbau (KFW) de Alemania y el Banco Mundial. Con esta última entidad se han suscrito 11 préstamos, que totalizan US\$726,5 millones; actualmente se cuenta con un nuevo crédito por valor de US\$200 millones² destinado a la reestructuración industrial.

Del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) se han recibido cuatro préstamos por una suma agregada de US\$255 millones; el más reciente de ellos, cuya colocación está actualmente finalizando, tiene la muy interesante característica de corresponder a un programa cofinanciado en idénticas condiciones por el Eximbank del Japón, entidad con la cual se inició así una relación de gran importancia para nuestro país. Otras instituciones con las que han sido contratados recursos en diversas oportunidades, aunque en menor escala, han

² El contrato de préstamo fue suscrito el 22 de enero de 1992.

sido la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional, y la Corporación Andina de Fomento (CAF). Todos estos créditos se obtuvieron en condiciones favorables en materia de plazo y período de gracia, y están generalmente denominados en divisas, de acuerdo con las disponibilidades y políticas de los prestamistas. No sobra recordar que muchos fueron conseguidos en momentos en que los mercados internacionales no se mostraban interesados en aceptar riesgos de agentes privados de nuestros países, como fue el caso de la mayor parte de la década pasada.

En congruencia con la política de eliminación de subsidios que se viene poniendo en práctica desde hace varios años, las condiciones para las operaciones redescontadas con cargo a estas líneas se han ido ajustando para que el beneficiario final cubra los costos que para el país que representa obtenerlas. En particular, una porción creciente de las líneas se ha venido otorgando en dólares, o sea que el riesgo de cambio se traslada al empresario, de manera que se redujeron los cargos que en el pasado debió asumir la cuenta especial de cambios para compensar parcialmente la devaluación del peso frente al dólar y del dólar frente a otras divisas.

En forma análoga a lo ocurrido con los recursos de los fondos financieros, los industriales y empresarios han observado que el mayor beneficio de las líneas externas no surge de tener recursos a costos artificialmente más bajos que los que ofrece el mercado, sino que proviene del hecho de contar oportunamente con los fondos y de obtenerlos con plazos adecuados para financiar sus inversiones.

B. MARCHITAMIENTO DE LAS INVERSIONES FORZOSAS

En el plano doméstico, los recursos destinados al crédito de fomento provenían en su gran mayoría de inversiones obligatorias o sustitutivas del encaje, que los intermediarios efectuaban en títulos emitidos por el Banco de la República. Dichas inversiones se realizaban en Títulos de Fomento Agropecuario Clase “A”, destinados a financiar operaciones del Fondo Financiero Agropecuario (FFAP)³ y, en Títulos de Crédito de Fomento de la Resolución 57 de 1987 de la Junta Monetaria, cuyo producido se distribuía entre todos los Fondos administrados en ese momento por el Banco de la República⁴. En su conjunto, las inversiones forzosas aportaron en promedio el 47% de las fuentes de los Fondos de Fomento administrados por el Banco de la República durante la década pasada.

³ El FFAP fue transformado por la Ley 16 de 1990 en el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro).

⁴ La Resolución 57 de 1987 fue la última que reglamentó esta materia, pero la inversión forzosa que abastecía de recursos a los Fondos Industriales existía desde 1974.

Un componente de importancia creciente durante los años 80 fue la recuperación de los préstamos otorgados con cargo a las líneas externas, los cuales podían ser utilizados por los fondos mientras se cumplían los respectivos plazos de amortización; dichos recursos llegaron a representar hasta el 18% del total de disponibilidades en 1988, su momento de mayor utilización. Otra fuente de recursos la constituyeron los aportes realizados por el Gobierno Nacional con base en los recursos de la AID durante los primeros años de existencia de los fondos (véase el Cuadro 1).

CUADRO 1
FONDOS FINANCIEROS INDUSTRIALES^{1/}
ORIGEN DE LOS RECURSOS
(millones de pesos)

A FIN DE:	INVERSIONES DE ENCAJE ^{2/}	PART. %	RECURSOS PROPIOS ^{3/}	PART. %	OTROS RECURSOS ^{4/}	PART. %	RECUPERACIÓN DE CARTERA LÍNEAS EXTERNAS	PART. %	CAPTACIONES DEL MERCADO ^{5/}	PART. %	TOTAL RECURSOS
1980	2.391	32,1	2.190	29,4	2.876	38,6	0	0,0	0	0,0	7.457
1981	3.952	48,0	2.778	33,7	1.503	18,3	0	0,0	0	0,0	8.233
1982	4.995	42,8	3.412	29,2	3.265	28,0	0	0,0	0	0,0	11.672
1983	6.976	41,3	3.994	23,7	5.908	35,0	0	0,0	0	0,0	16.878
1984	11.956	56,7	5.068	24,0	4.060	19,3	0	0,0	0	0,0	21.084
1985	14.176	53,4	6.819	25,7	4.552	17,1	1.000	3,8	0	0,0	26.547
1986	14.510	54,6	6.188	23,3	2.890	10,9	3.000	11,3	0	0,0	26.588
1987	18.971	49,8	7.196	18,9	7.826	20,5	4.100	10,8	0	0,0	38.093
1988	19.784	41,3	11.087	23,1	8.256	17,2	8.790	18,3	0	0,0	47.917
1989	26.232	48,1	13.814	25,3	4.830	8,9	9.629	17,7	0	0,0	54.505
1990	37.694	53,0	19.962	28,1	7.357	10,3	6.072	8,5	0	0,0	71.085
1991	23.257	32,0	27.223	37,5	2.982	4,1	1.459	2,0	17.739	24,4	72.660
Promedio 1980-1990		47,4		25,9		20,3		6,4			

1/ Incluye FFIC, FIP y FCE a partir de 1983.

2/ Incluye títulos Res. 18/91, Res. 70/87, Res. 57/87, Res. 39/78, Res. 33/74, y otros.

3/ Incluye utilidades retenidas y aportes del Gobierno.

4/ Incluye intereses recibidos por anticipado, intereses por pagar, obligaciones por pagar, títulos agroindustriales y acreedores varios. Para 1987 y 1988 incluye préstamos de otros fondos.

5/ Corresponde a recursos provenientes de títulos financieros industriales y comerciales.

Fuente: Banco de la República.

En los últimos años, la Junta Monetaria determinó cambios fundamentales en los requisitos de inversiones forzosas del sistema financiero para reducir la carga que estas obligaciones le imponían, por medio de su eliminación, marchitamiento

gradual, o elevación de sus rendimientos⁵. De esta forma se logran varios propósitos, en particular mejorar las condiciones de rentabilidad y competitividad de la actividad financiera y eliminar distorsiones en el mercado de crédito, cuyos efectos negativos sobre ahorradores y prestatarios han sido ampliamente comentados en la literatura.

Es así como, por ejemplo, se determinó el marchitamiento de inversiones sustitutivas del encaje sobre CDT, por valor de \$312.908 millones (saldo a febrero 1 de 1991, escogido como referencia para iniciar el proceso de desmonte) y se estableció que los nuevos Títulos que constituyen fuente de recursos para Finagro, previeran una remuneración que se aproximará gradualmente a la prevaleciente en el mercado⁶.

Eliminados los inconvenientes que surgían de las inversiones forzosas, se mantuvo el esquema de crédito de fomento basado en la existencia de diversos fondos financieros, asignando su administración a diferentes organismos especializados, con el fin de que estos canalicen recursos **en condiciones de mercado** y con ciertas características de plazo que el sector financiero aún no está en condiciones de ofrecer.

En lo que hace a los fondos industriales, la política analizada se reflejó en dos aspectos fundamentales. Por una parte en la determinación de su traslado del Banco de la República a otra entidad, y por otra una elevación del costo promedio de sus recursos, el cual pasó de 31,7% en 1990 a 35,1% en 1991⁷. Sin embargo, el proceso de marchitamiento de los Fondos Financieros no ha significado en ningún momento una desatención de la demanda por crédito para proyectos de inversión, pues a lo largo del presente año dicha demanda fue cubierta con recursos de las

⁵ Las Resoluciones 77 a 80 de 1990 y 17 y 18 de 1991, contienen las disposiciones relativas a la transición entre el conjunto de inversiones vigente hasta ese entonces y el nuevo esquema, el cual conduce a la eliminación de este mecanismo de financiación de los Fondos Financieros.

⁶ El artículo 3 de la Resolución 77 de 1990 señala que el rendimiento de los Títulos de Desarrollo Agropecuario Clase "A", que constituyen hoy por hoy la principal fuente de recursos de Finagro, será de DTF menos 9 puntos porcentuales para los títulos que se suscriban durante 1991, DTF menos 6 para los suscritos en 1992, DTF menos 4 para 1993 y DTF menos 2 para los suscritos a partir de 1994.

⁷ El mecanismo de sustitución, por otra parte, afectó en forma adversa durante sus primeras etapas de liquidez de los fondos, en particular en el caso de los fondos industriales, pues el cambio en los requisitos de suscripción de títulos les significó una pérdida de recursos del orden de \$10.400 millones. Los llamados "Nuevos Títulos de Fomento", que sustituyeron la porción de Títulos Resolución 57 asignada a los fondos industriales, alcanzaron en total un valor de \$24.411 millones, y su amortización debe hacerse en cuatro años. Por esta razón, el Banco de la República ha estado colocando en el mercado Títulos Financieros Industriales y Comerciales, en las cuantías necesarias para atender la amortización de las obligaciones de los fondos, así como los redescuentos de créditos aprobados con anterioridad al 13 de los corrientes, fecha en que se suspendieron las operaciones de los Fondos, mientras se determinan las condiciones de su traslado a otra entidad, muy probablemente el IFI.

líneas externas disponibles, para la gran mayoría de los casos con condiciones prácticamente idénticas a las de los Fondos.

II. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO DE FOMENTO ADMINISTRADO POR EL BANCO DE LA REPÚBLICA

La cartera de largo plazo redescontada en el Banco de la República a noviembre 30 de 1991 (Cuadro 2), asciende a \$200.285 millones, de la cual \$136.132 millones, es decir el 68%, corresponden a las líneas externas. Estas últimas se incrementan en 1991 en 82,8% con respecto a noviembre del año anterior, cuando su saldo alcanzaba \$74.455 millones. En valores absolutos, el flujo de redescuentos netos del conjunto de líneas externas alcanza \$61.677 millones, mientras que la utilización de los Fondos Industriales se incrementa en \$6.256 millones. La dinámica en la colocación de las líneas externas es un fenómeno que se observa desde hace varios años, pues, como puede observarse en el Cuadro 3, a partir de 1987 la cartera consolidada de recursos externos ha sido permanentemente superior a la del conjunto de Fondos Financieros.

CUADRO 2
FONDOS FINANCIEROS INDUSTRIALES Y LÍNEAS EXTERNAS ADMINISTRADOS POR EL BANCO DE LA REPÚBLICA
CARTERA VIGENTE
NOVIEMBRE 1990-1991
(millones de pesos)

LÍNEA DE CRÉDITO	NOVIEMBRE 1990	NOVIEMBRE 1991	VARIACIÓN PORCENTUAL
FFIC-Línea ordinaria	24.844	23.503	-5,4
FFIC-Línea bienes de capital	1.382	3.140	130,5
FIP	21.449	28.708	33,8
FCE	9.972	8.802	-11,7
Subtotal fondos financieros	57.627	64.153	11,3
BID	24.978	47.683	90,9
BIRF	43.954	59.023	34,3
Eximbank Japón	5.523	29.426	432,8
Subtotal Líneas Externas	74.455	136.132	82,8
Total	132.082	200.285	51,6

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 3
CRÉDITO DE LARGO PLAZO ADMINISTRADO POR EL BANCO DE LA REPÚBLICA EJECUCIONES
1987-1991
(millones de pesos)

FIN DE: AÑOS	FONDOS FINANCIEROS INDUSTRIALES				LÍNEAS EXTERNAS			
	APROBACIONES		CARTERA		APROBACIONES		CARTERA	
	VALOR	VARIACIÓN PORCENTUAL	VALOR	VARIACIÓN PORCENTUAL	VALOR	VARIACIÓN PORCENTUAL	VALOR	VARIACIÓN PORCENTUAL
1987	18.697	-23,4	31.709	28,2	11.888	-18,5	53.000	219,6
1988	27.646	47,9	41.641	31,3	9.370	-21,2	63.843	20,5
1989	36.080	30,5	47.268	13,5	23.061	146,1	65.488	2,6
1990	50.070	38,8	61.155	29,4	22.760	-1,3	81.635	24,7
1991 nov.	16.660	-66,7	64.153	4,9	88.558	289,1	136.132	66,8

Fuente: Banco de la República.

Los créditos aprobados con cargo a los fondos financieros industriales y líneas externas administradas por el Banco de la República entre enero y noviembre de 1991 alcanzan \$105.218 millones, presentando un incremento de 67,7% con respecto al monto de préstamos en igual período del año anterior. Tal como se puede apreciar en el Cuadro 4, este resultado recoge comportamientos muy disímiles entre las operaciones que se originan en recursos domésticos y aquellas provenientes de créditos externos.

CUADRO 4
FONDOS FINANCIEROS INDUSTRIALES Y LÍNEAS EXTERNAS ADMINISTRADOS POR EL BANCO DE LA REPÚBLICA
APROBACIONES
ENERO-NOVIEMBRE 1990-1991
(millones de pesos)

LÍNEA DE CRÉDITO	NOVIEMBRE 1990	NOVIEMBRE 1991	VARIACIÓN PORCENTUAL
FFIC-Línea ordinaria	21.036	2.602	-87,6
FFIC- Línea bienes de capital	2.528	1.065	-57,9
FIP	14.949	10.040	-32,8
FCE	3.998	2.953	-26,1
Subtotal Fondos financieros	42.511	16.660	-60,8
BID	9.748	25.003	156,5
BIRF ^{1/}	750	38.552	...
Eximbank Japón	9.748	25.003	156,5
Subtotal líneas externas	20.246	88.558	337,4
Total	62.757	105.218	67,7

... Crecimiento superior al 1.000%.

^{1/} Incluye traslados del Fondo Financiero Industrial y Comercial.

Fuente: Banco de la República.

En efecto, como reflejo del inicio del proceso de desmonte gradual de las fuentes obligatorias de los fondos financieros, las aprobaciones de estos préstamos decrecieron 60,8%, al comparar el período enero-noviembre de 1990, cuando alcanzaron \$42.511 millones, con igual período del presente año, en el cual sumaron \$16.660 millones.

En contraste, las aprobaciones de líneas externas crecen 337,4%, al elevarse el monto de nuevos créditos de \$20.246 millones a \$88.558 millones en los once primeros meses de 1990 y 1991 respectivamente; visto de otra manera, las aprobaciones con cargo a las líneas externas en el transcurso de 1991, más que quintuplicaron el valor de las correspondientes a los fondos domésticos, lo que da una idea clara de la importancia actual de esta fuente de financiación. Los anteriores resultados corresponden a 1.687 proyectos, de los cuales 278 recibieron crédito de los fondos, mientras que 1.310 fueron atendidos por las diversas líneas externas (Cuadro 5).

CUADRO 5
CRÉDITOS APROBADOS SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA ENERO-NOVIEMBRE 1991
(millones de pesos)

CÓDIGO	CLASIFICACIÓN CIU	TOTAL		FONDOS FINANCIEROS		LÍNEAS EXTERNAS		BIRF-3025		BID 562-EXIMBANK	
		NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR
311	Alimentos	216	16.076	37	3.768	179	12.308	169	4.832	10	7.476
351	Químicos industriales	21	13.637	4	543	17	13.094	12	724	5	12.370
383	Maquinaria eléctrica	30	10.010	4	48	26	9.962	22	657	4	9.305
371	Básicas de hierro y acero	20	7.970	2	70	18	7.900	15	716	3	7.184
321	Textiles	103	7.901	12	1.073	91	6.828	86	3.864	5	2.964
369	Otros productos de minerales no metálicos	78	6.508	13	2.334	65	4.174	61	1.924	4	2.250
356	Plásticos NEP	99	5.982	10	739	89	5.243	81	2.515	8	2.728
342	Imprenta, editoriales y similares	101	5.309	11	346	90	4.963	87	3.929	3	1.034
341	Papel y otros productos	21	4.706	3	265	18	4.441	13	892	5	3.549
322	Vestuario	224	4.315	24	404	200	3.911	200	3.911	0	0
381	Metálicas, excepto maquinaria	107	3.262	10	655	97	2.607	97	2.607	0	0
312	Alimentos para animales	30	2.920	9	1.314	21	1.606	19	1.029	2	577
382	Maquinaria excepto la eléctrica	63	2.282	7	537	56	1.745	56	1.745	0	0

CUADRO 5 (CONTINUACIÓN)
CRÉDITOS APROBADOS SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA ENERO-NOVIEMBRE 1991
(millones de pesos)

CÓDIGO	CLASIFICACIÓN CIIU	TOTAL CRÉDITO		FONDOS FINANCIEROS		LÍNEAS EXTERNAS		BIRF-3025		BID 562-EXIMBANK	
		NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR
352	Otros productos químicos	36	1.394	7	154	29	1.240	29	1.240	0	0
620	Comercio al por menor	50	1.356	50	1.356	0	0	0	0	0	0
390	Otras industrias manufactureras	39	1.108	6	152	33	956	33	956	0	0
	Otros sectores	351	10.482	70	2.902	281	7.580	278	7.011	3	569
	TOTAL	1.589	105.218	279	16.660	1.310	88.558	1.258	38.552	52	50.006

Fuente: Banco de la República.

Las líneas que se encuentran actualmente en proceso de colocación son las llamadas BID 562, Eximbank del Japón y BIRF 3025, las cuales fueron contratadas desde 1989 por un valor total de US\$280 millones. Las dos primeras (BID y Eximbank), cuyo monto individual es de US\$100 millones cada una, tienen por objeto financiar proyectos de inversión principalmente de grandes empresas del sector industrial, efectuándose el desembolso de los recursos en forma simultánea y en partes iguales. Hasta noviembre de 1991 (Cuadro 4), se habían aprobado solicitudes de crédito por valor de \$50.006 millones, suma que representa un incremento del 156,5% con respecto al valor registrado en noviembre de 1990 (\$19.496 millones). Entre los sectores que han demandado la mayor parte de estos recursos durante 1991 (Cuadro 6), se encuentran químicos industriales (24,7%), maquinaria eléctrica (18,6%), alimentos (15,0%), industrias básicas de hierro y acero (14,4%) y papel y sus productos (7,1%). A lo largo del año, se han redescontado \$42.160 millones, que se comparan favorablemente con \$16.147 millones utilizados en 1990.

CUADRO 6
CRÉDITOS APROBADOS SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA
ENERO-NOVIEMBRE 1991
(portcentaje)

CÓDIGO	CLASIFICACIÓN CIIU	TOTAL CRÉDITO		FONDOS FINANCIEROS		LÍNEAS EXTERNAS		BIRF-3025		BID 562-EXIMBANK	
		NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR
311	Alimentos	13,6	15,3	13,3	22,6	13,7	13,9	13,4	12,5	19,2	15,0
351	Químicos industriales	1,3	13,0	1,4	3,3	1,3	14,8	1,0	1,9	9,6	24,7

CUADRO 6 (CONTINUACIÓN)
CRÉDITOS APROBADOS SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA
ENERO-NOVIEMBRE 1991
 (porcentaje)

CÓDIGO	CLASIFICACIÓN CIIU	TOTAL CRÉDITO		FONDOS FINANCIEROS		LÍNEAS EXTERNAS		BIRF-3025		BID 562-EXIMBANK	
		NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR	NÚMERO	VALOR
383	Maquinaria eléctrica	1,9	9,5	1,4	0,3	2,0	11,2	1,7	1,7	7,7	18,6
371	Básicas de hierro y acero	1,3	7,6	0,7	0,4	1,4	8,9	1,2	1,9	5,8	14,4
321	Textiles	6,5	7,5	4,3	6,4	6,9	7,7	6,8	10,0	9,6	5,9
369	Otros productos de minerales no metálicos	4,9	6,2	4,7	14,0	5,0	4,7	4,8	5,0	7,7	4,5
356	Plásticos NEP	6,2	5,7	3,6	4,4	6,8	5,9	6,4	6,5	15,4	5,5
342	Imprenta, editoriales y similares	6,4	5,0	3,9	2,1	6,9	5,6	6,9	10,2	5,8	2,1
341	Papel y otros productos	1,3	4,5	1,1	1,6	1,4	5,0	1,0	2,3	9,6	7,1
322	Vestuario	14,1	4,1	8,6	2,4	15,3	4,4	15,9	10,1	0,0	0,0
381	Metálicas, excepto maquinaria	6,7	3,1	3,6	3,9	7,4	2,9	7,7	6,8	0,0	0,0
312	Alimentos para animales	1,9	2,8	3,2	7,9	1,6	1,8	1,5	2,7	3,8	1,2
382	Maquinaria excepto la eléctrica	4,0	2,2	2,5	3,2	4,3	2,0	4,5	4,5	0,0	0,0
352	Otros productos químicos	2,3	1,3	2,5	0,9	2,2	1,4	2,3	3,2	0,0	0,0
620	Comercio al por menor	3,1	1,3	17,9	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
390	Otras industrias manufactureras	2,5	1,1	2,2	0,9	2,5	1,1	2,6	2,5		0,0
	Otros sectores	22,1	10,0	25,1	17,4	21,5	8,6	22,1	18,2	5,8	1,1
	Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco de la República.

Con respecto a la línea BIRF 3025 por US\$80 millones, la cual se destina a financiar proyectos de inversión de la pequeña y mediana industria, se han aprobado 1.258 solicitudes por valor de \$38.552 millones. La demanda por estos recursos durante 1991 se ha concentrado principalmente en los sectores de alimentos (12,5%), imprentas, editoriales y similares (10,2%), vestuario (10,1%) y textiles (10,0%).

Es de anotar que, con excepción de los alimentos y el papel, se trata de los sectores que mayor dinamismo han presentado en su actividad exportadora, lo cual confirma la afirmación varias veces formulada por el Banco de la República en el sentido de que hay recursos disponibles, en condiciones favorables, para apoyar financieramente el proceso de apertura de la economía. En el caso del papel y sus productos, no obstante, se trata de uno de los sectores de mayor crecimiento en lo transcurrido en 1991.

III. LA POLÍTICA ACTUAL

Atendiendo a las disposiciones constitucionales, y en desarrollo del propósito mencionado en páginas anteriores, de permitir que el mercado actúe más libremente en la asignación del crédito de largo plazo, la Junta Directiva del Banco de la República expidió el 13 del presente mes la Resolución Externa 5 de 1991, que traza las “políticas para la administración de las líneas de crédito externo que intermedia el Banco de la República”.

Estas políticas recogen varias iniciativas propuestas en los últimos años, y se orientan hacia la separación total del Banco de la República de los procesos de asignación individual de los préstamos y a la flexibilización de las condiciones financieras de las operaciones, de manera que estas sean determinadas libremente entre los usuarios y los intermediarios. Ello significa que las variables fundamentales de los préstamos dejan de ser señaladas por las autoridades y pueden convenirse entre las partes, especialmente en el caso de la tasa de interés, que ahora tiene un nivel máximo de 6 puntos por encima de la tasa de redescuento. Estos lineamientos han sido propuestos por Colombia a los organismos internacionales para ser adoptados en todas las líneas externas pendientes de desembolso y serán base para futuras contrataciones de recursos⁸.

Un cambio fundamental para la nueva política de manejo de las líneas externas consiste en la destinación de los recursos. En el pasado, el objetivo central de la financiación de fomento era la expansión de la base productiva del país, de ahí que los proyectos financiados deberían orientarse en principio a ensanchar la capacidad instalada de las empresas, sobre todo las manufactureras; estos créditos no podían dedicarse a otras necesidades de las firmas.

Dentro de la concepción actual, en cambio, lo que se busca es mejorar la productividad en su sentido más amplio; es decir son financiados, en primer lugar, proyectos de todos los sectores, incluyendo por ejemplo la agroindustria, el

⁸ La única excepción la constituyen los préstamos para la microempresa financiados con recursos del Fondo para Operaciones Especiales (FOE) del Banco Interamericano de Desarrollo.

transporte y el almacenamiento; en segundo lugar, los recursos pueden emplearse en la obtención de servicios relacionados con la producción, renovación de tecnología, control de la contaminación u otros propósitos que contribuyan a aumentar la competitividad de la producción nacional⁹.

Este cambio de fondo en la política del crédito de fomento es totalmente compatible con la orientación de la política macroeconómica dentro del programa de internacionalización de la economía, y convierte las líneas en un instrumento muy valioso para el fortalecimiento de las condiciones de competitividad de las empresas nacionales.

Con respecto a la intermediación, la citada resolución ratifica el principio de acceso a los recursos de las líneas externas a todos los bancos y corporaciones financieras del país, que manifiesten su deseo de redescantar préstamos para proyectos elegibles. El Banco de la República solamente determinará un nivel máximo de exposición frente a los intermediarios, basado principalmente en la fortaleza patrimonial de cada entidad. Se separa así de un esquema en el cual analizaba la viabilidad y capacidad de pago de los proyectos financiados, para pasar a otro en el que se evalúa más bien la capacidad financiera y técnica de las entidades financieras que acuden al redescuento, ejerciéndose la función de control principalmente, sobre el sector relacionado en forma más directa con el Banco Central. En este orden de ideas, el Banco tiene la posibilidad de suspender el acceso al redescuento a aquellos intermediarios que presenten riesgos anormales de crédito, o que incumplan repetidamente con sus obligaciones de análisis y control de los proyectos financiados.

Por consiguiente, en adelante el Banco República dejará de aprobar los proyectos individuales de crédito, siendo la asignación de los recursos una responsabilidad de los intermediarios autorizados. Operativamente esto implica el uso obligatorio del mecanismo del “Límite Libre” establecido hace ya varios años según el cual el Banco de la República verifica la redescantabilidad de las solicitudes de crédito, teniendo en cuenta, de una parte, la disponibilidad de recursos en cada momento y de otra, el cumplimiento de unos requisitos generales de acceso a los recursos, a la luz de los acuerdos contractuales con los organismos que los proveen.

Es así como se ha iniciado un proceso encaminado a que el límite que aplique el Banco de la República a los intermediarios sea igual a la cuantía máxima de operación automática acordada para el propio Banco de la República por los organismos

⁹ Se ha exceptuado expresamente al sector financiero y al de construcción de vivienda, por considerar que se trata de frentes que no deben ser atendidos con préstamos de esta naturaleza, y que por otra parte cuentan con fuentes de financiación bien definidas en la economía.

internacionales¹⁰. Se garantizará así la mayor agilidad en el trámite y desembolso de los recursos, asunto que ha sido una prioridad en la administración del crédito de largo plazo por parte del Banco, y materia en la cual los avances en los últimos años han sido notables.

Para los intermediarios financieros, la nueva orientación implica mucha mayor autonomía, pero también mayores responsabilidades. Quizá la principal consiste en promover activamente el uso de estos recursos para que la política de ampliación de las actividades financiadas sea una realidad. El apoyo efectivo de proyectos privados en sectores distintos del manufacturero, cuya contribución al proceso de apertura será crucial, demanda una acción definida de parte de bancos y corporaciones financieras. De otra parte, el manejo de estos préstamos por parte del sistema financiero nacional debe hacerse de tal manera que la automaticidad de las operaciones se traduzca en una entrega de los recursos a los beneficiarios finales; este es un punto de gran importancia, pues infortunadamente en el pasado, no siempre los logros del Banco de la República en la agilización de los trámites de aprobación y redescuento de los préstamos fueron percibidos en forma adecuada por los empresarios, entre otras razones porque subsistían demoras en los procesos internos de los intermediarios¹¹.

En cuanto a la tasa de interés final al usuario, como ya comentamos, se ha determinado que pueda ser también libremente convenida entre el prestatario y el intermediario, con un tope máximo de seis puntos por encima de la tasa de redescuento. Se busca así evitar que algunos agentes financieros pudieran traspasar a los usuarios del crédito el costo de las ineficiencias que aún registran. La necesidad de una reducción gradual de los márgenes de intermediación prevalentes en Colombia ha sido defendida por el Banco, desde hace tiempo, no sólo en las operaciones de mediano y largo plazo, sino en general en toda la actividad financiera. Es de esperarse que en la medida en que las fuerzas competitivas al interior del sistema financiero generalicen la reducción de los márgenes de intermediación, dicho tope también pueda ser eliminado.

Para el cálculo de la tasa de redescuento, por otra parte, se ha establecido como norma general que el beneficiario asumirá el costo total de los recursos, es decir se elimina la posibilidad de entregar recursos subsidiados. Dichos costos incluyen la tasa de interés del préstamo externo al Banco de la República, así como los costos de administración, comisiones y aquellos asociados con fluctuaciones cambiarias

¹⁰ En la actualidad la autonomía del Banco de la República llega a US\$5 millones.

¹¹ En este sentido puede mencionarse cómo, a pesar de que durante el año se alcanzó un nivel récord de aprobaciones, el Banco de la República debió responder algunas inquietudes provenientes de los gremios sobre supuestas dificultades para la obtención de recursos, probablemente más relacionadas con la situación de liquidez de algunos intermediarios que con demoras en los trámites de aprobación.

del peso frente al dólar o del dólar frente a las monedas en las que se contraten los créditos¹².

Las condiciones financieras tendrán una favorable flexibilidad, pues los créditos podrán denominarse en pesos o dólares a opción del interesado. Igualmente se acordarán entre el intermediario y el beneficiario los plazos y períodos de gracia, respetando, eso sí, los límites establecidos, de máximo 12 años con hasta tres de gracia. También se deja a las partes la libre definición de la periodicidad de cobro de intereses (deben ser vencidos) y monto de los créditos.

La política actual conserva los sanos principios de desincentivar el endeudamiento excesivo, que puede poner en peligro la viabilidad financiera de las inversiones, y de exigir la participación de recursos del empresario en sus proyectos, estableciendo un tope de 70% al endeudamiento y un porcentaje mínimo del 30% a los aportes de fondos propios, como únicos requisitos generales para tener acceso a los recursos de las líneas externas. Igualmente se mantendrá un tope al monto redescutable de cada operación, para que los intermediarios aporten un mínimo del 30% del valor prestado con sus propios recursos, de manera que se estimule un esfuerzo de transformación de plazos en el mercado financiero nacional.

CONCLUSIONES

De acuerdo con la disposición constitucional, el Banco de la República podrá seguir prestando el servicio de intermediación de recursos entre las entidades internacionales de crédito y la banca nacional. Las políticas para el desempeño de esta labor han sido determinadas por la Junta Directiva del Banco en el presente mes. En esta forma culmina un proceso de varios años, que ha significado el paso de un esquema de crédito dirigido a otro en el cual la responsabilidad de la asignación individual de recursos corresponde íntegramente a los intermediarios financieros.

Siguiendo la iniciativa de la autoridad monetaria, la intermediación de las líneas también se ha hecho cada vez más amplia. Mientras que en las primeras sólo un grupo escogido de corporaciones financieras canalizó la mayor parte de

¹² El Banco de la República ha diseñado una metodología para expresar todos los costos mencionados en función de indicadores conocidos, como la tasa LIBOR para préstamos en dólares y la tasa DTF para préstamos en pesos. Con base en las condiciones de los préstamos y de los mercados de divisas, se determinarán las tasas para los subpréstamos, las cuales serán revisables periódicamente dentro de unos rangos máximos de variación que serán fijos para cada préstamo. A manera de ejemplo, un crédito que se desembolsara en dólares hoy, tendría inicialmente una tasa de LIBOR+1,4, revisable trimestralmente, cuya oscilación estaría entre LIBOR "flat" y LIBOR+2; para préstamos en pesos la tasa sería DTF+3,8, y los límites entre los que se revisaría serían DTF+2 y DTF+4,5.

los recursos, hoy cualquier banco o corporación financiera que lo desee puede llevarlo a cabo, previo el compromiso de hacer cumplir las obligaciones de uso de los recursos y seguir los lineamientos para las condiciones financieras al beneficiario final consignadas en los contratos suscritos entre el Banco de la República y el respectivo prestamista.

Las recientes decisiones de política sobre la administración de los recursos externos contratados por el Banco de la República constituyen sin duda un elemento muy positivo para que estos préstamos continúen siendo un instrumento efectivo de apoyo al proceso de internacionalización de la economía. En este sentido se trata de decisiones que se encuentran totalmente alineadas con otras políticas de orden macroeconómico, que buscan incrementos en la productividad a través de una menor intervención estatal en las decisiones empresariales y de una mayor vinculación de los productores nacionales con los mercados externos, tanto como oferentes, como compradores de bienes de capital, intermedios, y tecnología.

En este orden de ideas, el Banco de la República cuenta entonces con la posibilidad de seguir realizando periódicamente negociaciones con distintos proveedores de recursos crediticios, si se desea mantener dicha continuidad para la financiación de inversiones privadas en el país.

Están por lo tanto dadas las condiciones para que los intermediarios financieros —quienes pueden financiar una muy amplia gama de operaciones utilizando estas líneas de largo plazo, dentro de parámetros muy flexibles de reglamentación y con procedimientos que aseguran la máxima agilidad en la obtención de los recursos— promuevan activamente su utilización para el desarrollo de proyectos, en todos los campos, que contribuyan al avance de la producción nacional.

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 escrudñar 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 yacimiento 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 facilitarían 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 periodos 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 deslizante; 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.

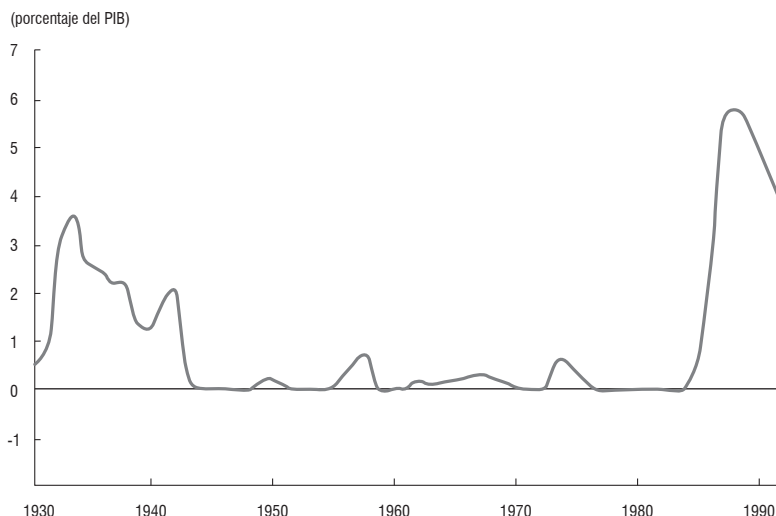
El recurso de la emisión primaria para financiar al Gobierno no había sido muy frecuente, pues había que tener una aprobación expresa del Congreso de la República. En los años treinta, fue decisivo para sacar al país de la crisis, y volvió a hacerse durante la Segunda Guerra Mundial. Luego se volvió 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 deslizante 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 adquiriría 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

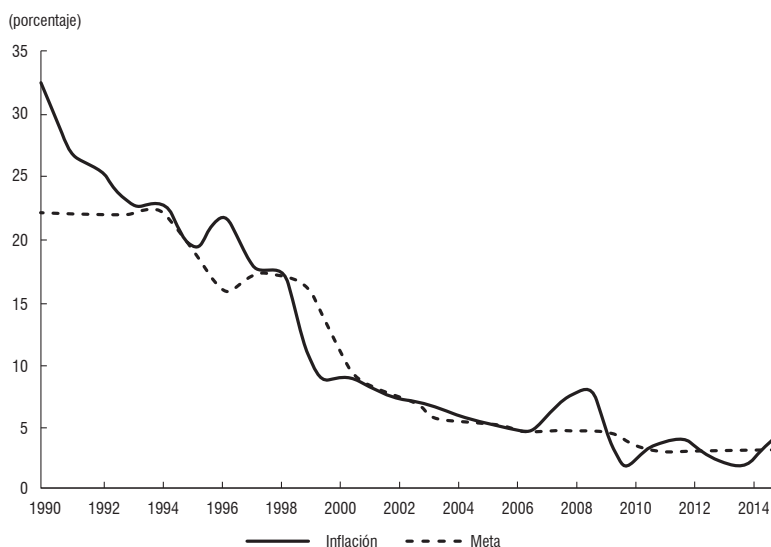
⁶ Contra la visión de Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, quien no creía que la política monetaria debía atacar la inflación de los activos, sino reducirse a cuidar la inflación de bienes y servicios.

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:

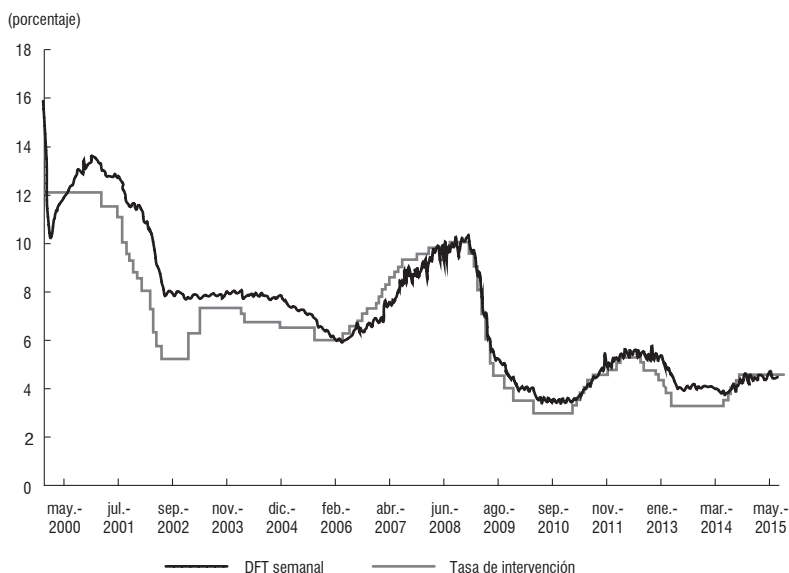
Las decisiones de política se toman con base en la meta de inflación, la evaluación del estado general de la economía, de las tendencias y perspectivas

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 logaran 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.

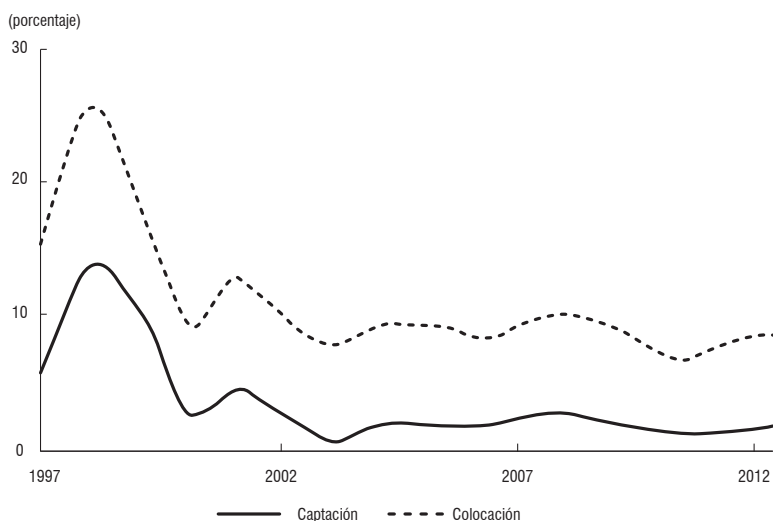
La baja inflación también contribuyó a profundizar el mercado de capital. El Gobierno nacional pudo emitir bonos denominados en pesos a tasas de interés moderadas que lo hicieron menos dependiente del financiamiento externo, y alcanzó a cubrir más del 60% de sus necesidades crediticias mediante esta 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).

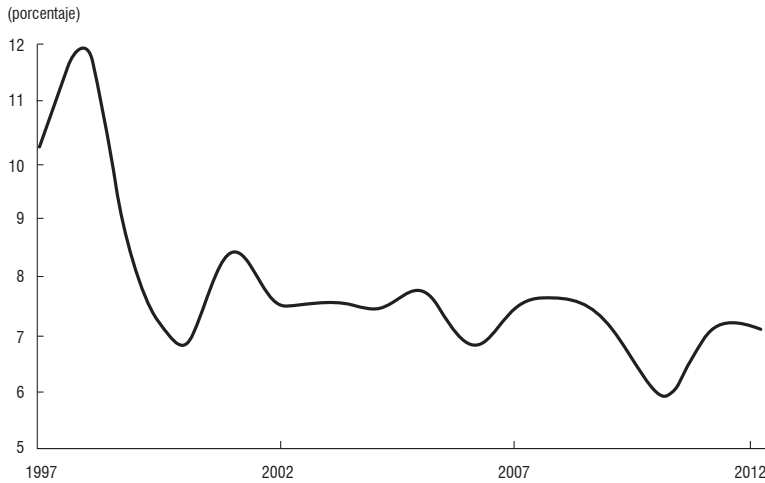
El margen de intermediación (Gráfico 5) fue muy elevado durante los años de crisis financiera (de 10 a 12 puntos), pero también cayó durante el período subsiguiente: se mantuvo oscilando alrededor de 7 puntos después de la normalización de la inflación a partir de 2006, lo que refleja un sistema financiero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

GRÁFICO 4
TASAS REALES DE INTERÉS



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 5
MARGEN DE INTERMEDIACIÓN



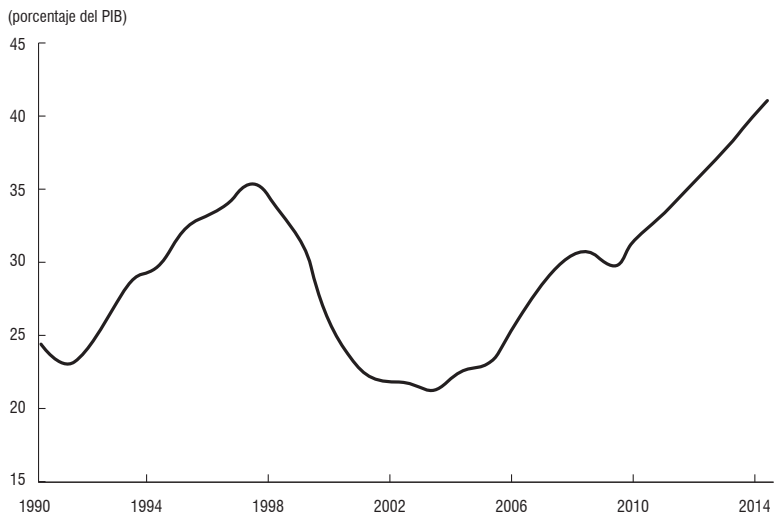
Fuente: Banco de la República.

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.

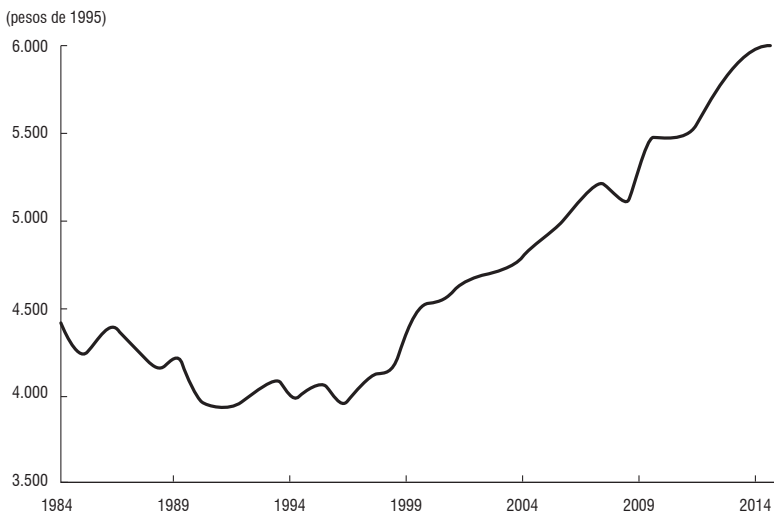
La desinflación también fue benéfica para los trabajadores, lo cual se reflejó en el salario mínimo, que obtuvo un aumento sostenido desde 1996, a excepción del año 2008, cuando la inflación se acercó al 8%, y se estancó algo en 2010. Quizás esa sea parte de la explicación de por qué no se volvieron 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).

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*, Paris: 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.

HISTORIA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA Y LA INFLACIÓN

Nota Editorial publicada en la *Revista del Banco de la República*, núm. 850,
vol. LXXI, agosto de 1998.

Miguel Urrutia Montoya*

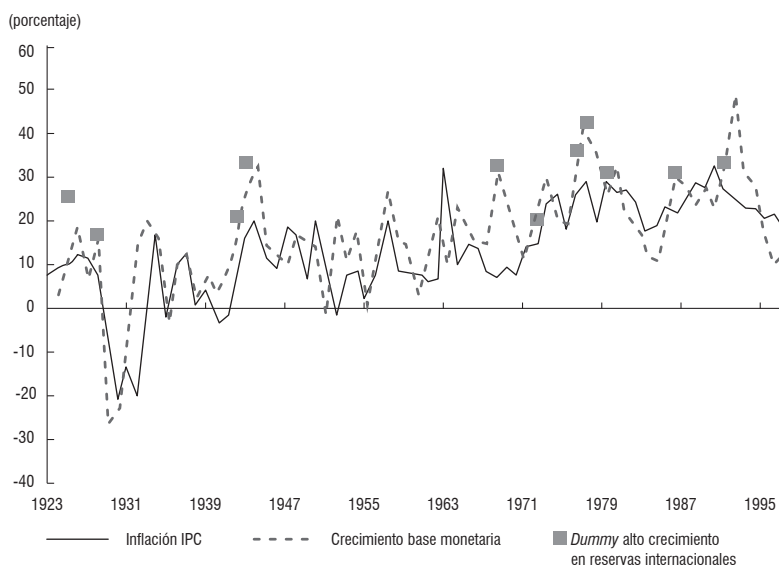
* Esta Nota fue elaborada con la colaboración de Adriana Pontón C. Las opiniones del presente editorial no comprometen a la Junta Directiva y son responsabilidad del Gerente General.

I. INTRODUCCIÓN

En los 75 años de vida del Banco de la República, la institución ha sufrido varios cambios legales que han afectado sus objetivos y sus mecanismos operativos. En este trabajo me propongo contar la historia del Banco en relación con la inflación en esos 75 años.

Una novedad de esta presentación es que se utilizan unas series históricas que cubren el período de existencia del Banco. El Gráfico 1 muestra las tendencias de la inflación y de la base monetaria en ese período. A simple vista se observa una relación bastante estrecha entre inflación y la base monetaria, confirmándose para Colombia la relación entre estas variables.

GRÁFICO 1
INFLACIÓN VS CRECIMIENTO BASE MONETARIA
(1923-1997)



Fuente: Banco de la República, Grupo de Estudios del Crecimiento Colombiano (Greco).

Ejercicios que se describirán más adelante demuestran adicionalmente que la causalidad va de base monetaria a inflación. Esto implica que la política monetaria del Banco es tal vez el principal determinante de los altos niveles de inflación que ha tenido el país, particularmente desde 1950.

II. CREACIÓN DEL BANCO, 1923

El Banco de la República se crea en 1923 como parte de una serie de reformas que ya se habían discutido en Colombia en años anteriores, y su objeto “era hacer posible el normal funcionamiento del patrón oro”¹. Esas reformas fueron reforzadas por una misión liderada por el profesor Edwin Kemmerer, y la motivación del gobierno para organizar la Misión Kemmerer era lograr acceso al crédito externo, pues el mercado financiero de Nueva York condicionaba los empréstitos a la organización moderna del sistema bancario y fiscal del país². Si se mira el flujo de capitales a Colombia después de 1923, se podría decir que este objetivo se logró con la adopción de las reformas de la Misión Kemmerer.

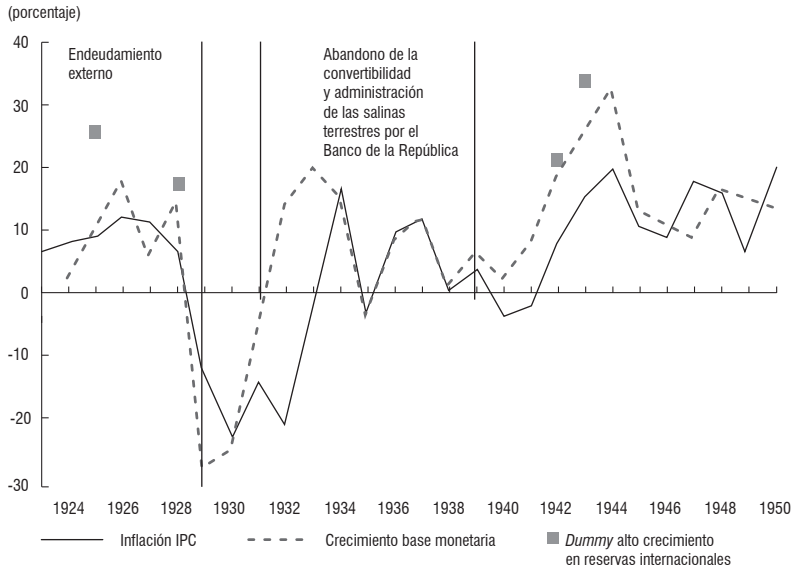
En su primera época, el Banco de la República era bastante pasivo en materia de política monetaria. El principal instrumento de política monetaria fue la tasa de redescuento, pero la ley estableció unos topes a dicho redescuento: la tercera parte del capital pagado y reservas. También estableció que los préstamos al gobierno no podían superar ese 30 por ciento. De hecho, entonces, el patrón oro rigió en Colombia en los primeros ocho años de vida del Banco.

En ese período, con una tasa de cambio fija, la oferta monetaria fue una variable endógena. Los flujos de capital y los buenos precios del café llevaron a un aumento de reservas acelerado hasta 1928. El aumento en la oferta monetaria a la vez generó inflación. El Gráfico 1a muestra ese aumento en reservas y base monetaria, situación que se reversa en el año 1929 y lleva a una deflación monetaria clásica en 1930.

¹ Banco de la República, *El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura* (Bogotá, de la República, 1990), p. 222.

² *Ibid.*, p. 235.

GRÁFICO 1A
BASE MONETARIA E INFLACIÓN
 (1923-1950)



Fuente: Banco de la República, Grupo de Estudios del Crecimiento Colombiano (Greco).

A finales de 1931 las autoridades abandonaron la convertibilidad y pasaron la administración de las salinas terrestres al Banco de la República, con el fin de hacer posible un crédito de largo plazo al gobierno. Los anticipos sobre las utilidades de la Concesión Salinas fueron la fuente principal de expansión de la base monetaria entre 1931 y 1934. La expansión acelerada de la base monetaria y la devaluación generaron inflación en 1934 (la tasa de cambio pasó de 1,25 a 1,63 por dólar entre 1933 y 1934, devaluándose 19,1% en 1933 y 30,4% en 1934).

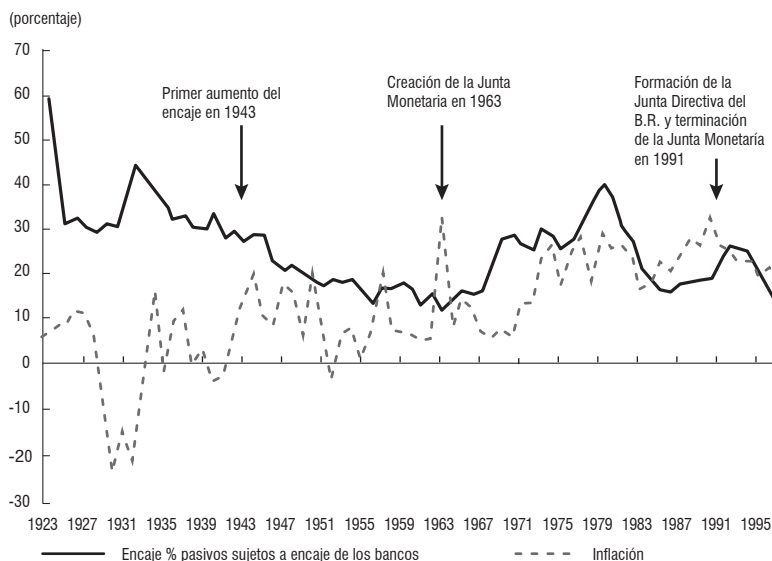
En resumen, entre 1931 y 1934 el Banco de la República, por diferentes caminos, adoptó una política reflacionista, que reactivó la economía, pero que acabó siendo inflacionaria entre 1934 y 1939.

Como se ve en el Gráfico 1a, en la época de la guerra también aumentó la inflación. Esto por tres razones. En primer lugar, el conflicto disminuyó la oferta de bienes importados de los países industrializados, lo cual afectó los precios de estos bienes. En segundo lugar, las menores importaciones llevaron a aumentos en las reservas internacionales y por lo tanto en la base monetaria. Pero a lo anterior se sumó una política fiscal expansiva, financiada parcialmente por el Banco

entre 1940 y 1942. Ante la limitación de la oferta de importaciones, fue un gran error tratar de reactivar la economía con el instrumento fiscal y la financiación parcial del déficit por el banco central.

Para esterilizar parte del aumento en reservas internacionales, en 1943 un decreto del gobierno aumentó por primera vez el encaje bancario. Como se evidencia en el Gráfico 2, hacia el futuro el instrumento del encaje se volvería un instrumento de política monetaria de utilización más frecuente. En la segunda parte del siglo, un aumento grande de reservas internacionales en varias ocasiones llevó a aumentos en el encaje, medida que también se da cuando, por otras razones, la base monetaria aumenta rápidamente.

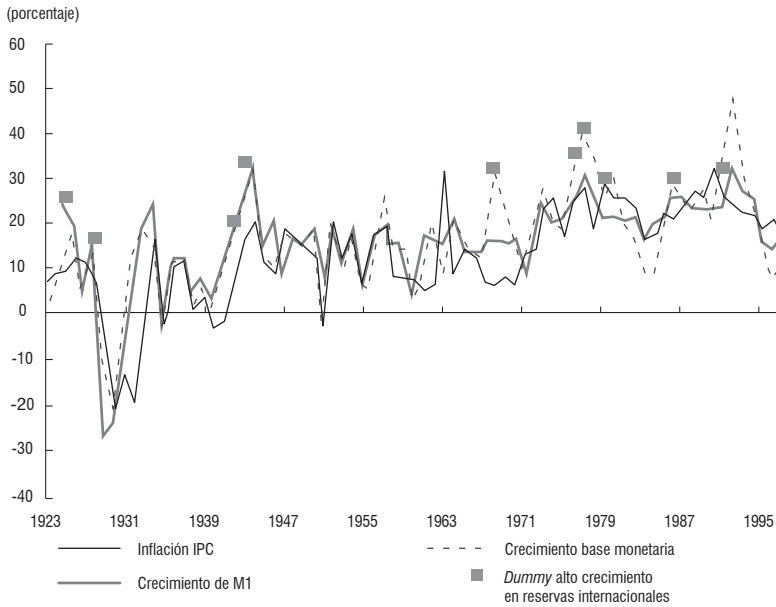
GRÁFICO 2
ENCAJE DEL SISTEMA BANCARIO
(1923-1997)



Fuente: Banco de la República, Grupo de Estudios del Crecimiento Colombiano (Greco).

Las variaciones en el encaje cambian el multiplicador de M1 y por lo tanto M1 definido como moneda en circulación más cuentas corrientes tiene una relación más estrecha con la inflación que la base monetaria. En particular como se observa en el Gráfico 3, en los momentos de grandes aumentos en las reservas internacionales después de 1943, M1 crece menos que la base monetaria. Este es el caso en 1968, 1972, 1976, 1977, 1979, 1986 y 1991.

GRÁFICO 3
INFLACIÓN VS CRECIMIENTO BASE MONETARIA Y CRECIMIENTO DE M1
 (1923-1997)



Fuente: Banco de la República, Grupo de Estudios del Crecimiento Colombiano (Greco).

La inflación permanente en Colombia se inicia en los años 40, precisamente cuando por primera vez se trata de estimular la economía con déficit fiscal parcialmente financiado por el banco central. La inflación se mantiene alta entre 1946 y 1950, debido principalmente al crecimiento en la base generado por préstamos del banco central a los bancos comerciales, y en menor proporción, por préstamos al gobierno.

III. PRIMERA GRAN REFORMA AL BANCO CENTRAL

A finales de la Segunda Guerra Mundial dominaba en materia económica una versión burda de las ideas keynesianas, y cambió el consenso sobre el papel de los bancos centrales en la economía. Comenzó a considerarse que los bancos centrales podrían contribuir al crecimiento económico encauzando el crédito del sector financiero hacia ciertas actividades productivas.

En 1947 y 1949 el ejecutivo presentó dos proyectos de ley que le daban al Banco de la República mayores instrumentos de control monetario y para la orientación del crédito. El segundo propósito se lograría con esquemas de redescuento y tasas diferenciales de interés, con el fin de hacer viable una determinada política de fomento económico³. Un tercer proyecto planteaba que ante la inexistencia de un mercado de capitales que proveyera recursos de largo plazo, se debía crear una entidad oficial que financiara proyectos de desarrollo económico con el apoyo financiero del Banco de la República y las inversiones forzosas de la banca comercial.

Al igual que al inicio de los años veinte, las reformas se pudieron concretar luego que una misión extranjera las avaló. En 1950 una misión del sistema de Reserva Federal a cargo de Gerald Alter y Richard Grove presentó una serie de recomendaciones para reorganizar el Banco de la República. La recomendación principal del profesor Grove era que debería dotarse al banco central de un mayor número de instrumentos que le permitieran jugar un papel activo en la regulación de la oferta monetaria y en la canalización del crédito para estimular el desarrollo económico. Recomendaba, en particular, dotar al Banco de la facultad de fijar, dentro de amplios límites, el encaje legal de los bancos para los depósitos, por ejemplo, entre el 3% y el 50%, y de la autoridad para fijar distintos encajes para distintos depósitos⁴. También recomendó pasar al Banco de la República el Fondo de Estabilización, otra fuente importante de crédito de fomento entre 1950 y 1957.

En 1951, el Decreto 756 reformó el Banco de la República y le otorgó a su Junta Directiva las siguientes facultades:

1. Fijar un cupo ordinario de crédito a los bancos afiliados para operaciones de préstamo y descuento de acuerdo con el capital y reserva legal del respectivo banco.
2. Señalar un cupo especial de crédito para el descuento de determinadas actividades económicas.
3. Fijar cupos extraordinarios de crédito para casos de emergencia y con carácter temporal.
4. Fijar y variar las tasas de interés para las operaciones de préstamo, descuento y redescuento.
5. Señalar las tasas máximas de interés que los bancos afiliados pueden cobrar sobre operaciones descontables, redescontables o admisibles en garantía de préstamos en el Banco de la República.

³ Salomón Kalmanovitz y Mauricio Avella, *Barreras al Desarrollo Financiero: Las Instituciones Monetarias Colombianas en la Década de 1950* (Mimeo, 1998).

⁴ Banco de la República, *El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura*, p. 426.

6. Fijar y variar el encaje legal de los bancos y cajas de ahorro.
7. Señalar encajes hasta del 100% sobre aumentos de depósitos exigibles a término, con la posibilidad de autorizar la inversión de todo o parte de su encaje.
8. Determinar los requisitos que deben reunir las diversas clases de obligaciones descontables, redescontables o admisibles en garantía de préstamos.

En la bonanza cafetera de 1953 y 1954 se elevaron los encajes y se estableció un encaje marginal de 40% y en 1954 de 60% para esterilizar el aumento de reservas internacionales. La reducción en el multiplicador de la base monetaria que redujo el crecimiento de M1 y la liberación de importaciones moderaron las presiones inflacionarias.

En años siguientes se utilizaría con frecuencia la variación de encaje para controlar la oferta monetaria. Por esa razón las variaciones en la base monetaria se volvieron un predictor menos seguro de los cambios en la inflación. Después de 1951 la correlación entre crecimiento de la base y crecimiento de los precios disminuye.

El Cuadro 1 muestra estimativos de vectores autorregresivos entre inflación y crecimiento de la base. Los ejercicios econométricos pasan todos los “tests” usuales descritos en el Anexo, y por lo tanto se justifica la utilización de estos resultados.

CUADRO 1
ESTIMATIVOS CON VECTORES AUTORREGRESIVOS (VAR) VARIABLES: INFLACIÓN Y CRECIMIENTO BASE
 (t -estadístico en paréntesis)

	1926-1950		1951-1997		1970-1997	
	INFLACIÓN	CRECIMIENTO BASE	INFLACIÓN	CRECIMIENTO BASE	INFLACIÓN	CRECIMIENTO BASE
Inflación (-1)	0,27 (1,25)	-0,29 (-1,07)	0,44 (3,52)	0,29 (1,92)	0,51 (3,34)	0,4 (1,59)
Crecimiento base (-1)	0,44 (2,35)	0,67 (2,84)	0,3 (2,74)	0,34 (2,61)	0,08 (0,78)	0,48 (2,97)
C	-0,01 (-0,31)	0,03 (1,11)	0,03 (1,33)	0,07 (2,29)	0,09 (2,48)	0,02 (0,31)
<i>Dummy</i> alto crecimiento reservas	0,05 (1,07)	0,11 (1,74)	0,03 (1,16)	0,07 (2,91)	0,02 (1,21)	0,08 (2,34)

Nota: aunque la constante no es significativa en el primer y segundo VAR, no se puede considerar que las dos series estacionarias giran en torno a cero, por lo tanto es válida su inclusión.

Fuente: Banco de la República. Greco

Se observa que en estos ejercicios el coeficiente de la relación entre la base rezagada y la inflación fue mayor en 1925-1950 que en 1951-1997. El coeficiente

entre base rezagada un período e inflación disminuye de 0,44 en 1925-1950 a 0,30 en 1951-1997, y 0,08 en 1970-1997. Esta disminución tiene muchas causas, pero una de ellas es el uso del encaje para controlar el M1.

En el Cuadro 2 hacemos los mismos ejercicios econométricos para ver la relación entre M1 e inflación. Se observará que para el período posterior a 1951, el coeficiente entre M1 e inflación es mucho mayor al coeficiente encontrado para la relación base-inflación, (0,66 versus 0,30). Pero aún para el período anterior a 1951, parece que M1 es mejor predictor de la inflación que la base.

CUADRO 2

ESTIMATIVOS CON VECTORES AUTORREGRESIVOS (VAR) VARIABLES: INFLACIÓN Y CRECIMIENTO M1

(t -estadístico en paréntesis)

	1926-1950		1951-1997		1970-1997	
	INFLACIÓN	CRECIMIENTO M1	INFLACIÓN	CRECIMIENTO M1	INFLACIÓN	CRECIMIENTO M1
Inflación (-1)	0,11 (0,51)	0,36 (-1,11)	0,33 (2,48)	0,31 (2,88)	0,44 (2,49)	0,2 (1,41)
Crecimiento M1 (-1)	0,53 (3,07)	0,73 (2,90)	0,66 (3,51)	0,15 (1,01)	0,25 (1,15)	0,48 (2,73)
C	-0,01 (0,77)	0,02 (0,89)	0,02 (-0,54)	0,11 (4,30)	0,06 (1,57)	0,07 (1,99)
<i>Dummy</i> alto crecimiento reservas	0,05 (1,01)	0,13 (1,70)	0,03 (1,17)	0,04 (1,74)	0,03 (1,27)	0,03 (1,92)

Nota: aunque la constante no es significativa en el primer y segundo VAR, no se puede considerar que las dos series estacionarias giran en torno a cero, por lo tanto es válida su inclusión.

Fuente: Banco de la República, Greco

Los ejercicios econométricos reportados aquí también muestran que los agregados monetarios causan inflación en el sentido de Granger, y que la inflación no causa los cambios en los agregados monetarios.

El Cuadro 2, sin embargo, muestra que el coeficiente entre M1 (-1) e inflación disminuye bastante entre 1970 y 1997 con relación a las épocas anteriores. Esto no es sorprendente. En los países desarrollados pasó lo mismo, hasta el punto que muchos bancos centrales en los años noventa abandonaron las metas monetarias intermedias como objetivo de la política monetaria.

Las innovaciones financieras en Colombia, como en el resto del mundo, han llevado al crecimiento acelerado de pasivos financieros diferentes a las cuentas corrientes. Con el tiempo, entonces, la liquidez monetaria que afecta la demanda

agregada es un agregado tipo M3 en lugar del tradicional M1. El M3 incluye efectivo, cuentas corrientes, cuentas en UPAC, cuentas de ahorro, y certificados de depósito a término. También están creciendo las cuentas en entidades fiduciarias.

No obstante, en el largo plazo todavía existe una relación empírica entre cantidad de moneda y precios⁵.

En los ejercicios econométricos reportados en los Cuadros 1 y 2 hemos incluido una variable *dummy* con valor de cero en todos los años con variaciones normales en las reservas internacionales, y con valor de uno en los años de “alto” crecimiento en las reservas internacionales. Se le dio valor de 1 a la *dummy* en los años en los cuales el crecimiento de las reservas internacionales fue superior a 34%, o sea, los crecimientos que incluyen el 15% de las observaciones.

La variable *dummy* trata de reflejar el hecho de que los grandes aumentos en la base generados por aumentos en las reservas internacionales afectan la inflación de manera diferente a lo que ocurre cuando la base crece por diferentes razones. Esto se debe a que al aumentar las reservas internacionales, los actores económicos cambian su portafolio de inversión de moneda extranjera a moneda nacional. El aumento en la base monetaria acomoda en parte esta mayor demanda por moneda local. Adicionalmente, en Colombia al aumentar las reservas internacionales las autoridades han liberado importaciones, y este aumento en la oferta de bienes transables también modera la inflación.

Los resultados reportados en los Cuadros 1 y 2, en efecto, muestran que no hay una relación entre aumentos grandes en reservas internacionales e inflación.

En Colombia se han hecho muchos estudios en la búsqueda de los determinantes de la inflación, y todos encuentran que el principal determinante es la oferta monetaria.

Otras variables que se han encontrado y que determinan la inflación son los cambios en el gasto público, la tasa de cambio y los salarios. Pero la importancia de los agregados monetarios claramente responsabiliza al banco central de una inflación mayor que el aumento de los precios internacionales, particularmente después de 1951, cuando se le dieron objetivos de crecimiento económico al Banco de la República.

En la década posterior a 1951 el Banco algunas veces financió al gobierno, otras emitió para dar crédito de fomento o solucionar ciertas emergencias. Emitió

⁵ Utilizando la metodología de Lucas, y datos trimestrales de M1 e IPC entre 1954 y 1996, Javier Gómez concluye que en Colombia la teoría cuantitativa del dinero encuentra una clara verificación empírica. En períodos largos de tiempo, los cambios en la velocidad del dinero son pequeños y predecibles y la inflación crece en proporción a la tasa de crecimiento del dinero. Véase Javier Gómez “La Teoría Cuantitativa del Dinero en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, vol. LXX, No. 834, abril, 1997.

para refinanciar malas cosechas agrícolas, para financiar la Siderúrgica de Paz del Río, para comprar la cosecha cafetera, y para financiar ampliaciones industriales.

Lo interesante es que hasta bien entrada la década de los setenta pocas personas consideraban que el banco central no debería utilizarse para acelerar la tasa de crecimiento de la economía. Esto se lograba dando crédito de fomento y manteniendo bajas tasas de interés para estimular la inversión.

El texto más conocido de banca central era el de Oscar Alvear, uno de los funcionarios más prestigiosos del Banco de la República, en el cual se consideraba la reforma de 1951 como un gran avance. Alvear, al discutir los cupos especiales para actividades de fomento económico, expresaba que ese “instrumento fue muy importante (pues) permitió el que paulatinamente entre 1951 y 1963 la cartera bancaria fuera orientándose más hacia sectores productivos mediante la concesión de créditos a plazos hasta de 5 años”⁶. Alvear describe la reforma en los siguientes términos: “en resumen, en 1923 el énfasis se acentúa en lograr la estabilidad monetaria; en 1951 se subordina a obtener crecimiento económico el objetivo de la política monetaria, para pasar a segundo plano el de mantener la estabilidad de su valor”⁷.

El cambio de objetivos llevó a un mayor nivel de inflación después de 1951, como se observa en el Gráfico 3. El diferencial de inflación con la inflación de los Estados Unidos llevó a la necesidad de hacer ajustes nominales en la tasa de cambio (véase Gráfico 4). La tasa de cambio se devalúa precisamente en 1951 de 1,96 a 2,51 por dólar, y en 1955 se tiene que crear una tasa de cambio libre que en mayo de 1957 había llegado a 6,84. Esto hace necesario flotar la tasa oficial en junio, la cual en diciembre de 1957 ya había llegado a 5,38.

A partir de 1957, crecen los redescuentos para crédito de fomento en el Banco de la República, pasando estos de 7,1% de la base monetaria en junio, a 21,1% en junio de 1962. En ese año se hace necesaria una nueva devaluación, y el peso oficial pasa de 6,70 a 9,00 por dólar.

Esta devaluación, muy discutida públicamente, es políticamente traumática, y es seguida de un aumento por decreto en todos los sueldos y salarios, medida que produce el pico de inflación que se observa en 1963 en los Gráficos 1 y 2.

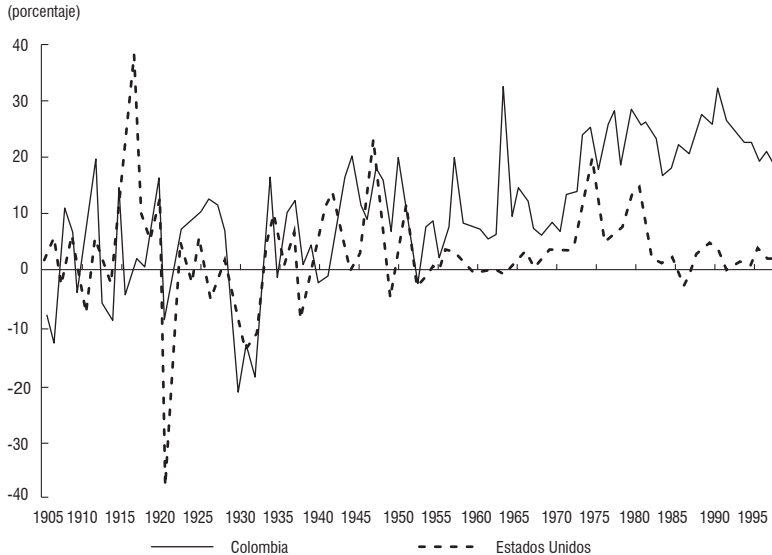
En ese año traumático se hace una nueva reforma al Banco de la República. En 1951 la Junta Directiva había quedado integrada por el Ministro de Hacienda, cuyo voto era necesario para las principales decisiones y dos representantes del gobierno, siendo uno de ellos el Ministro de Fomento; tres representantes de los

⁶ Oscar Alvear, *Instrumentos de Dirección Monetaria en Colombia* (Bogotá, octava edición, Tercer Mundo, 1984). Primera Edición: Dic. 1967, p. 27.

⁷ *Íbid.* p. 40.

bancos; un director elegido por el gobierno de listas enviadas por los gremios agrícolas; otro de listas enviadas por los comerciantes e industriales, y por el Gerente de la Federación Nacional de Cafeteros.

GRÁFICO 4
INFLACIÓN COLOMBIA VS ESTADOS UNIDOS
(1906-1997)



Fuente: Banco de la República, Greco.

La reforma de 1963 creó la Junta Monetaria y la encargó de todas las decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia. La Junta quedó totalmente integrada por funcionarios del gobierno más el Gerente del Banco de la República. La reforma se consideró un avance al excluir a los banqueros y al sector privado de las decisiones de política. Los autores de la reforma consideraban que los banqueros en la antigua junta del Banco tenían un interés en que se aumentaran los redescuentos, y el Gerente de la Federación de Cafeteros, en crédito para su sector.

Fuera del cambio en los actores del proceso de toma de decisiones de la política monetaria, la Junta Monetaria recibió facultades que anteriormente no tenía la Junta Directiva del Banco. Se le autorizó para fijar límites al volumen de préstamos e inversiones de las instituciones de crédito, y para fijar el tipo de interés o descuento que pueden cobrar los bancos y para reglamentar las operaciones de crédito comercial de consumo por instalamento o de ventas a plazos.

Estas últimas facultades reflejaban la creencia generalizada de que las bajas tasas de interés promovían el desarrollo. Como se observa en el Gráfico 5, la tasa de interés real para préstamos después de 1963 fue muy baja o negativa hasta la década de los ochenta. Las autoridades en los años sesenta limitaban la tasa de interés del ahorro a 4% sobre saldos mínimos, lo cual daba una tasa de interés nominal promedio de 2%. Las cuentas corrientes no tenían remuneración, y los certificados de depósito a término sólo se introdujeron en los años setenta. Para estimular el crédito de vivienda, a principios de los setenta se introdujeron las cuentas UPAC con rentabilidad atada a la inflación, pero, precisamente, para no facilitar la competencia a esta fuente de financiación para la vivienda, no se autorizó mejorar la remuneración de otro tipo de depósito.

Los técnicos del banco central y una nueva generación de economistas iniciaron una campaña para liberar el mercado financiero a través de una serie de simposios sobre el mercado de capitales, el primero de los cuales se llevó a cabo en Medellín en 1971. Para sorpresa de los economistas, los representantes del sector financiero se opusieron a la idea de liberar las tasas de interés. El sector estaba acostumbrado a financiar los proyectos de largo plazo en el Banco de la República a tasas bajas, y había una relación estrecha entre grupos industriales y entidades financieras.

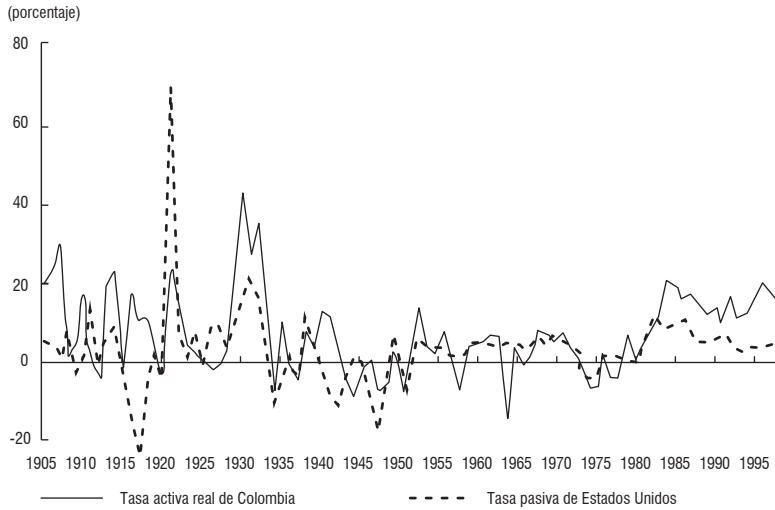
En 1974 se hace la primera reforma financiera que inicia un proceso tímido de liberalización y comienza gradualmente a subir la tasa de interés. El Gráfico 6 muestra la tasa de interés de títulos del Tesoro Americano de tres meses multiplicada por la tasa de devaluación del peso (línea punteada). Se observará que solo a partir de 1975 se vuelve atractivo tener inversiones financieras en Colombia en lugar de en divisas. Las devaluaciones periódicas y las bajas tasas de interés locales hicieron atractivos los portafolios en divisas entre 1956 y 1975.

La nueva institucionalidad monetaria de 1963 no redujo significativamente el crecimiento anual de M1 y la inflación se estabilizó alrededor de 7% entre 1967 y 1970.

A finales de los años sesenta nadie dudaba que el banco central debía canalizar el crédito, y no se consideraba deseable la estabilidad de precios. Aunque un alto funcionario del banco central como Alvear planteaba los peligros de la inflación y el error de creer que la inflación favorece el crecimiento, también expresaba que para el logro de una tasa de crecimiento del PIB de 5%, “un volumen aceptable del incremento anual en los medios de pago está entre el 10 y el 15%. Y que una elevación de precios, no superior al 8%, es aceptable para una economía como la nuestra”⁸.

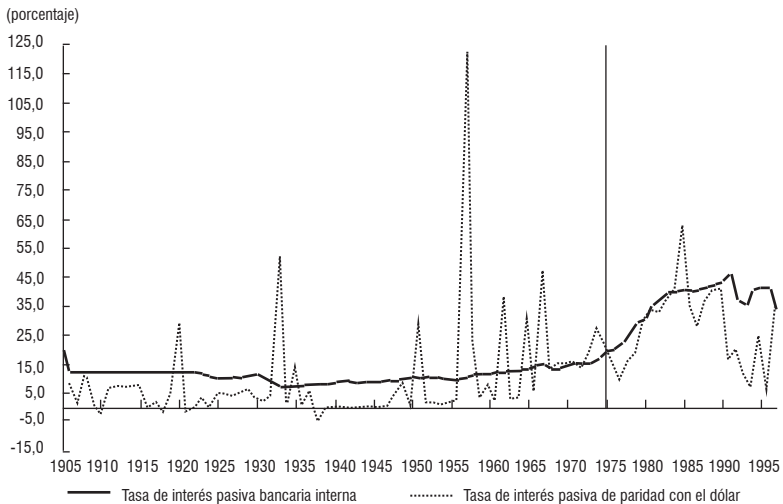
⁸ *Ibid.* pp. 46-47.

GRÁFICO 5
TASA DE INTERÉS REAL COLOMBIA VS ESTADOS UNIDOS
 (1905-1997)



Fuente: Banco de la República, Greco.

GRÁFICO 6
PARIDAD ENTRE LAS TASAS DE INTERÉS INTERNA Y EXTERNA
 (1905-1997)



Fuente: Banco de la República, Greco.

En ese ambiente llegué en 1969 por primera vez al Banco de la República como Asesor de la Junta Monetaria. Mi recuerdo de esa época es que parte de nuestra labor era proyectar la balanza cambiaria y discutir con el Fondo Monetario Internacional esas proyecciones y las metas de política monetaria compatibles con mejoras en el nivel de reservas internacionales. El resto del tiempo lo pasábamos escribiendo documentos para evitar o limitar las emisiones pedidas por los ministros de Agricultura o Desarrollo en la Junta, o por empresas o agremiaciones privadas.

Como el crédito de fomento era una función aceptada de la autoridad monetaria, el problema era cómo limitarlo a niveles razonables. Aún con muy buenos argumentos, era políticamente difícil negarles a los ministros *todas* sus peticiones, y la Junta acababa siempre aceptando algunas emisiones, que a veces se tenían que compensar con aumentos en encajes o en depósitos previos de importación, o algún otro expediente imaginativo. Nos dábamos por bien librados si la inflación se mantenía en 10%. El hecho de que ésta fuera mayor que la inflación internacional no parecía grave debido a que la política de devaluación gradual “*crawling peg*” instituida en 1967 permitía compensar la inflación interna con una devaluación nominal gradual.

IV. LA DÉCADA DE LOS AÑOS SETENTA

A principios de los años setenta la inflación se acelera por encima del 20%, y se mantendrá durante 20 años en un rango entre 20 y 30%. Las causas de este aumento en la inflación se han discutido mucho, pero yo diría que la aceleración de la inflación al inicio de los setenta está muy relacionada con los choques de precios de “*commodities*” en una economía que a finales de los años sesenta se había comenzado a indexar mucho. La tasa de cambio crecía más rápido que la inflación, el salario mínimo se ajustaba con la inflación pasada, y se había creado el UPAC que indexaba el crédito de vivienda a la inflación. En esas condiciones el choque de precios externos se volvió permanente, y la política monetaria lo acomodó.

A partir de 1970, la relación entre M1 y precios es menos clara y el coeficiente en el Cuadro 2 baja. En los estudios recientes sobre las causas de la inflación, comienza a pesar mucho la inercia inflacionaria.

Sin embargo, como lo ha mostrado recientemente Juan Manuel Julio⁹, con datos mensuales entre 1980 y 1997, en general existen relaciones estables de largo plazo entre los precios y los agregados monetarios estudiados: base, M1, M3, y cartera,

⁹ Juan Manuel Julio, “Sobre la Relación Dinero-Precios”, Mimeo, Banco de la República, 1998.

y las pruebas de causalidad en el mediano o largo plazo indican que en general, se cumple que la causalidad va en la dirección de precios, más no inversamente.

En las dos décadas posteriores a 1970 las fuentes de emisión son diversas. En varias épocas se financia el déficit fiscal, en particular a través de la cuenta especial de cambios. En las bonanzas cafeteras se emite para acumular reservas en defensa de la tasa de cambio nominal con el fin de favorecer a los exportadores. También se emite para sortear emergencias como la reconstrucción de Popayán después del terremoto, o para refinanciar cosechas después de sequías o inundaciones. De todos modos, excepto cuando se desploman las reservas entre 1981 y 1984 por la crisis de la deuda latinoamericana, la base monetaria siempre crece muy por encima del 20% por año.

En la mitad de los años ochenta surgieron críticos de la estructura de la Junta Monetaria y su sesgo inflacionario. Esta posición crítica fue muy generalizada entre los técnicos del banco central, situación que se reforzó a finales de los ochenta cuando los Asesores de la Junta Monetaria disminuyeron sus vínculos con el Banco de la República, y los estudios técnicos y las decisiones de la Junta comenzaron a tener menos insumos provenientes del Banco, y creció la influencia del Ministro de Hacienda en la Junta.

Durante la gerencia del doctor Francisco J. Ortega, se iniciaron trabajos para una reforma del Banco que le diera a éste mayor independencia del Gobierno. La ocasión se presentó con la propuesta de reforma constitucional al iniciarse el mandato del doctor César Gaviria, momento en que el doctor Ortega obtuvo el apoyo del Presidente para plantear en la Asamblea Constituyente la idea de un banco central independiente con prohibición de otorgarle crédito al gobierno o al sector privado.

La Constitución de 1991 le dio esa independencia al Banco. Como se observa en el Gráfico 2, desde 1992 la base monetaria y el M1 han disminuido y la inflación también. No obstante, la reducción de la inflación ha sido difícil por el componente inercial. En particular, los salarios se ajustan anualmente según la inflación pasada y los costos de los servicios públicos han aumentado a tasas muy superiores a la inflación. Adicionalmente, el gasto público ha crecido aceleradamente durante todo el período de independencia del banco.

El gran tema de discusión en la actualidad es cómo romper la inercia inflacionaria, para que los costos de la desinflación sean menores.

REFERENCIAS

Alvear, Oscar (1984). *Instrumentos de Dirección Monetaria en Colombia*, Bogotá, Tercer Mundo.

Banco de la República (1990). *El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura*, Bogotá, Banco de la República.

Kalmanovitz, Salomón; Avella, Mauricio (1998). “Barreras al Desarrollo Financiero: Las Instituciones Monetarias Colombianas en la Década de 1950”, Banco de la República, Mimeo.

Gómez, Javier (1997). “La teoría cuantitativa del dinero en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, vol. LXX, núm. 834, abril.

Julio, Juan Manuel (1998). “Sobre la Relación Dinero-Precios”, Mimeo, Banco de la República.

Nueva Frontera, *El Sistema Financiero Colombiano 1979*, Documento 39, julio.

ANEXO

INFLACIÓN Y DINERO EN EL LARGO PLAZO: CORRECCIÓN CON RESERVAS INTERNACIONALES

En esta sección se sustenta la relación estadística entre el crecimiento del dinero y la inflación, utilizando como indicadores de dinero la base monetaria y M1. Se incluyen dos pequeñas variaciones a los ejercicios que generalmente se han realizado: primero, se analiza la dependencia entre las dos variables con datos anuales en un período muy largo, desde 1923 hasta 1997; segundo, se introduce una novedad a la estimación de la relación: se incluye una *dummy* en el año en el cual el crecimiento de las reservas internacionales es alto.

El Gráfico 1 del texto aclara por qué surge la idea de incluir una “corrección” al crecimiento de la base monetaria: existen años en los cuales la base monetaria (línea punteada) crece muy por encima de la inflación, sin que esto tenga aparentes repercusiones sobre la misma; no obstante, hay otros años en los cuales las dos variables crecen paralelamente. Una explicación a la no-transmisión monetarista en ciertos años puede deberse a que en ellos el origen de la expansión de la base es ocasionado por el rápido crecimiento de las reservas internacionales.

Fue necesario entonces, establecer un concepto para “alto crecimiento de las reservas”. Para ello, se calculó el crecimiento de las reservas para cada año y la serie se ordenó de menor a mayor crecimiento; después se seleccionaron los años en los cuales el incremento de las reservas internacionales era superior a 34%, lo cual corresponde a la cola superior al 85% (15% de los datos con el mayor crecimiento). Esta caracterización permite incluir un año importante en el crecimiento de las reservas como lo fue 1991.

Según el Cuadro 1, el alto crecimiento de las reservas internacionales está acompañado de un crecimiento en la base monetaria superior a la inflación, con la excepción de 1979. Sin embargo, cuando el crecimiento anual de las reservas internacionales supera 60% (cola superior al 97%), hay una aceleración tanto en el crecimiento de la base monetaria como en la inflación en el momento ($t + 1$).

CUADRO 1
CRECIMIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
 (Cola superior al 85%)

POSICIÓN EN LA COLA	AÑO (t)	CRECIMIENTO ANUAL RESERVAS INTERNACIONALES	DEVALUACIÓN	CRECBASE (t)	CRECBASE (t + 1)	INFLACIÓN (t)	INFLACIÓN (t + 1)
%		%	%	%	%	%	%
86	1991	35	11,0 ^{1/}	31	48 ^{2/}	27	25
88	1968	38	7,0	31	25	7	9
89	1928	39	0,7	15	-27	7	-12
90	1972	39	9,0	18	29 ^{2/}	14	24 ^{3/}
92	1986	42	27,0	29	27	21	24
93	1925	45	1,0	12	19 ^{2/}	10	13 ^{3/}
95	1977	45	5,0	40	35	28	19
96	1979	50	7,0	25	32 ^{2/}	29	26
97	1943	60	-0,3	25	32 ^{2/}	16	20 ^{3/}
99	1976	75	10,0	34	40 ^{2/}	26	28 ^{3/}
100	1942	99	-0,2	19	25 ^{2/}	9	16 ^{3/}

^{1/} Devaluación del certificado de cambio revendido en bolsa.

^{2/} CRECBASE (t + 1) > CRECBASE(t).

^{3/} CRECBASE (t + 1) > CRECBASE(t) e inflación(t + 1) > inflación (t).

Para incorporar el efecto de los auges en reservas dentro de la relación inflación-crecimiento del dinero, se construye una *dummy* con valor 1 para los 11 casos de la cola superior y 0 para el resto de los años (DUMMYDR).

Con el fin de realizar pruebas de causalidad (tipo Granger) entre la inflación y el crecimiento del dinero, incluyendo como variable exógena la *dummy* de reservas internacionales, es necesario evaluar el orden de integración y de cointegración de las series, o lo mismo, evaluar si tienen raíz unitaria y si existe una relación de largo plazo entre las variables.

Entonces, la primera prueba es la de raíz unitaria sobre las series INFLACIÓN, CRECBASE (crecimiento de la base monetaria) y CRECM1 (Crecimiento de M1). La prueba de Dickey-Fuller rechaza la existencia de una raíz unitaria y sugiere que las tres series son estacionarias (Anexo- tablas 1, 2 y 3). Cuando las dos series del sistema de vectores autorregresivos (VAR)¹ son estacionarias no se requiere ejecutar la prueba de cointegración entre las mismas, pues no es necesario encontrar una combinación lineal de las series que sea estacionaria, pues las dos ya lo son. Por lo cual se puede proceder a estimar el vector autorregresivo sobre las variables en niveles².

¹ Siendo las dos series del primer VAR: INFLACIÓN-CRECBASE y del segundo, INFLACIÓN-CRECM1.

² Si las dos series hubieran contenido una raíz unitaria y existiera al menos una ecuación de cointegración, el VAR se realizaría sobre las primeras diferencias de las variables con un término adicional de corrección del error que incluiría el vector de cointegración rezagado (modelo VEC); este último término aparecería en el lado derecho de las dos ecuaciones del modelo.

TABLA 1
TEST DE RAÍZ UNITARIA PARA INFLACIÓN, 1923-1997
 Prueba de Dickey-Fuller aumentada (ADF)

		VALORES CRÍTICOS DE MACKINNON PARA RECHAZAR LA HIPÓTESIS DE RAÍZ UNITARIA	
Prueba estadística ADF	-5.368.914	Valor crítico al 1%	4.909
		Valor crítico al 5%	-3.730
		Valor crítico al 10%	-3.635

Como -5,36 es menor que los valores críticos de MacKinnon, se rechaza la hipótesis de raíz unitaria y se sugiere que la serie es estacionaria.

Ecuación de la prueba de Dikey-Fuller aumentada (ADF)

Estimación por mínimos cuadrados// La variable dependiente es D(Inflación)

Muestra (ajustada): 1927-1997

Observaciones incluidas: 71 después de ajustar por datos perdidos al diferenciar y por datos n. d.

VARIABLE	COEFICIENTE	ERROR ESTÁNDAR	T-ESTADÍSTICO	PROBABILIDAD
Inflación (-1)	-0,7815	0,1456	-5,3689	0,0000
D (Inflación (-1))	0,2064	0,1415	1,4587	0,1495
D (Inflación (-2))	0,1959	0,1267	1,5454	0,1271
D (Inflación (-3))	0,4166	0,1105	3,7711	0,0004
C	0,0220	0,0179	-1,2255	0,2248
Tendencia	0,0031	0,0007	4,5038	0,0000
Estadístico Durbin-Watson			2,0976	
Correlograma de residuos				
Q-Estadístico del rezago 17 (No. observaciones incluidas: 4)			16,28	
P-value del rezago 17			0,504	

El p-value y el D-W sugieren que los residuos de la prueba ADF no están correlacionados.

TABLA 2
TEST DE RAÍZ UNITARIA PARA BASE MONETARIA, 1923-1997
 Prueba de Dickey-Fuller aumentada (ADF)

		VALORES CRÍTICOS DE MACKINNON PARA RECHAZAR LA HIPÓTESIS DE RAÍZ UNITARIA	
Prueba estadística ADF	-5,3284	Valor crítico al 1%	-4,0871
		Valor crítico al 5%	-3,4713
		Valor crítico al 10%	-3,1624

Como -5,33 es menor que los valores críticos de MacKinnon, se rechaza la hipótesis de raíz unitaria y se sugiere que la serie es estacionaria.

Ecuación de la prueba de Dikey-Fuller aumentada (ADF)

Estimación por mínimos cuadrados// La variable dependiente es D(Crecbase)

Muestra (ajustada): 1927-1997

Observaciones incluidas: 73 después de ajustar por datos perdidos al diferenciar y por datos n. d.

	COEFICIENTE	ERROR ESTÁNDAR	T-ESTADÍSTICO	PROBABILIDAD
D(Crecbase)	-0,5925	0,1112	-5,3284	0,0000
C	0,0271	0,0233	1,1638	0,2485
Tendencia	0,0018	0,0007	2,8090	0,0064
Estadístico Durbin-Watson			1,8407	
Correlograma de residuos				
Q-Estadístico del rezago 18 (No. observaciones incluidas: 4)			16,392	
P-value del rezago 18			0,565	

El p-value y el D-W sugieren que los residuos de la prueba ADF no están correlacionados.

TABLA 3
TEST DE RAÍZ UNITARIA PARA CRECIMIENTO M1, 1923-1997
 Prueba de Dickey-Fuller aumentada (ADF)

		VALORES CRÍTICOS DE MACKINNON PARA RECHAZAR LA HIPÓTESIS DE RAÍZ UNITARIA	
Prueba estadística ADF	-5,5408	Valor crítico al 1%	-4,0928
		Valor crítico al 5%	-3,4739
		Valor crítico al 10%	-3,1640

Como -5,54 es menor que los valores críticos de MacKinnon, se rechaza la hipótesis de raíz unitaria y se sugiere serie es estacionaria.

Ecuación de la prueba de Dikey-Fuller aumentada (ADF)
 Estimación por mínimos cuadrados// La variable dependiente es D(CRECMI)
 Muestra (ajustada): 1928-1997
 Observaciones incluidas: 70 después de ajustar por datos perdidos al diferenciar y por datos n. d.

	COEFICIENTE	ERROR ESTÁNDAR	T-ESTADÍSTICO	PROBABILIDAD
CRECMI (-1)	-0,8003	0,1444	-5,5408	0,0000
D (CRECMI (-1))	0,2012	0,1321	1,5234	0,1325
D (CRECMI (-2))	0,3514	0,1131	3,1078	0,0028
C	0,0399	0,0215	1,8519	0,0686
Tendencia	0,0023	0,0006	3,6379	0,0005

Estadístico Durbin-Watson 2,0069
 Correlograma de residuos
 Q-Estadístico del rezago 17 (No. observaciones incluidas: 4) 17,548
 P-value del rezago 18 0,418
 El p-value y el D-W sugieren que los residuos de la prueba ADF no están correlacionados.

El modelo VAR bajo el cual se realizan las pruebas de causalidad (Enders 1995) es el siguiente³:

$$(1) \text{inflación}(t) = \alpha_{10} + \alpha_{11} \text{inflación}(t-1) + \alpha_{12} \text{crecbase}(t-1) + \alpha_{13} \text{dummydr}(t) + \varepsilon_{1t}$$

$$(2) \text{crecbase}(t) = \alpha_{20} + \alpha_{21} \text{inflación}(t-1) + \alpha_{22} \text{crecbase}(t-1) + \alpha_{23} \text{dummydr}(t) + \varepsilon_{2t}$$

En la ecuación (1) la prueba se realiza sobre la significancia de α_{12} , es decir, la hipótesis nula es que $\alpha_{12} = 0$, donde el crecimiento de la base monetaria no causa la inflación, en el sentido de Granger.

En la ecuación (2) la prueba se realiza sobre la significancia de α_{21} , o de forma equivalente la hipótesis nula es que $\alpha_{21} = 0$, donde la inflación no causa el crecimiento de la base monetaria, en el sentido de Granger.

El número óptimo de rezagos⁴ del modelo VAR entre INFLACIÓN y CRECBASE descrito en las ecuaciones (1) y (2) se encontró utilizando tres aspectos que se deben cumplir conjuntamente (Anexo-Tabla 4):

³ Aunque en la prueba de raíz unitaria de las series la tendencia es significativa, en el modelo VAR no lo es.

⁴ Para saber cuántas variables del pasado se introducen: $(t-1)$, $(t-2)$, ... $(t-n)$.

- Buscar el valor mínimo de los criterios de información de Akaike, Schwarz, Hannan-Quinn, los cuales penalizan por exceso de variables;
- Verificar el ruido blanco en los errores del modelo VAR⁵;
- Rectificar los errores del modelo multivariado tienen una distribución normal.

TABLA 4**CRITERIOS PARA ESCOGER EL ORDEN DE REZAGOS PARA MODELOS VAR**

El VAR incluye constante y la variable exógena DUMMYDR (alto crecimiento reservas internacionales)

Muestra: 1923-1997

VARIABLES: INFLACIÓN Y CRECIBASE

A. Guías para la selección del número *de* términos {Rezagos} en el modelo multivariado VAR
(Buscar el mínimo valor de los criterios de información Akaike, Schwarz y/o Hannan-Quinn)

NÚMERO DE REZAGOS EN EL VAR	AKAIKE	SCHWARZ (*)	HANNAN-QUINN (*)	RWNAR-AKAIKE (**)
1	-10,447	-10,314	-10,394	-10,766
2	-10,420	-10,155	-10,316	
3	-10,466	-10,068	-10,308	
4	-10,444	-9,913	-10,235	
5	-10,381	-9,717	-10,119	
6	-10,443	-9,647	-10,128	
7	-10,372	-9,443	-10,005	
8	-10,466	-9,216	-9,858	
Valor mínimo	-10,466	-10,314	-10,394	-10,766
Rezago mínimo	3	1	1	1

(*) Schwarz, Hannan-Quinn y RWNAR penalizan más alto los coeficientes extras.

(**) Residual White Noise Autorregresivo corregido por Koreisha y Pukkila (1993).

B. Verificación de ruido blanco en los errores del modelo VAR

Test de Ljung-Box-Correlación serial en el modelo multivariado

NÚMERO DE REZAGOS INCLUIDOS EN EL VAR	TEST LJUNG-BOX EN REZAGO 17	PROBABILIDAD P-VALUE L-B
1	68,99	0,20
2	72,54	0,07
3	57,09	0,29
4	60,01	0,11
5	59,12	0,06
6	53,93	0,07
7	55,10	0,02
8	49,96	0,02

⁵ La prueba utilizada verifica si no existe autocorrelación en los errores del modelo.

TABLA 4
CRITERIOS PARA ESCOGER EL ORDEN DE REZAGOS PARA MODELOS VAR (CONTINUACIÓN)

El VAR incluye constante y la variable exógena DUMMYDR (alto crecimiento reservas internacionales)

Muestra: 1923-1997

Variables: INFLACIÓN y CRECBASE

C. Prueba multivariada de normalidad del error

Test de Doornik y Hansen (1994) para el tercer y cuarto momento de los errores

NÚMERO DE REZAGOS INCLUIDOS EN EL VAR	TEST DOORNIK & HANSEN	PROBABILIDAD P-VALUE D & H
1	7,21	0,1249
2	5,65	0,2269
3	9,46	0,0506
4	10,60	0,0314
5	11,82	0,0189
6	12,41	0,0145
7	10,71	0,0300
8	14,85	0,0050

Para los tres criterios el rezago óptimo es 1 (es óptimo sólo incluir la variable en $t-1$) y para tal rezago los errores no están correlacionados (prueba Ljung-Box) y se distribuyen normalmente (prueba de Doornik & Hansen 1994⁶). Para el cálculo del VAR con CRECM1 se utilizó el mismo número de rezagos para que los dos modelos fueran comparables.

Los resultados del VAR para tres subperíodos, 1926-1950, 1951-1997 y 1970-1997 se encuentran en los Cuadros 1 y 2 del texto principal. Adicionalmente, los resultados para el período completo se encuentran en el Anexo-Tabla 5. De acuerdo con los anteriores, y utilizando un nivel de significancia de 1%, el crecimiento de la base (CRECBASE) causa la inflación en el sentido de Granger, pero no en sentido contrario — $\alpha_{12} \neq 0$ y $\alpha_{21} = 0$ —. De forma semejante, el crecimiento de M1 (CRECM1) causa la inflación en el sentido de Granger, pero no en sentido contrario. Vale la pena anotar que el nivel de significancia y los coeficientes obtenidos con M1 son mayores que aquellos obtenidos con base monetaria, en el período completo y en todos los subperíodos. La *dummy* de alto crecimiento en las reservas internacionales (DUMMYDR) afecta el crecimiento de la base monetaria; también influye sobre el crecimiento de M1, pero en menor proporción a su influencia en CRECBASE, y no afecta significativamente la inflación.

⁶ El tercer momento verifica si las colas de la distribución de los errores son simétricas (skewness) y el cuarto momento verifica si el ancho de las colas es semejante al de la distribución normal.

TABLA 5
PRUEBA DE CAUSALIDAD CON VECTORES AUTORREGRESIVOS

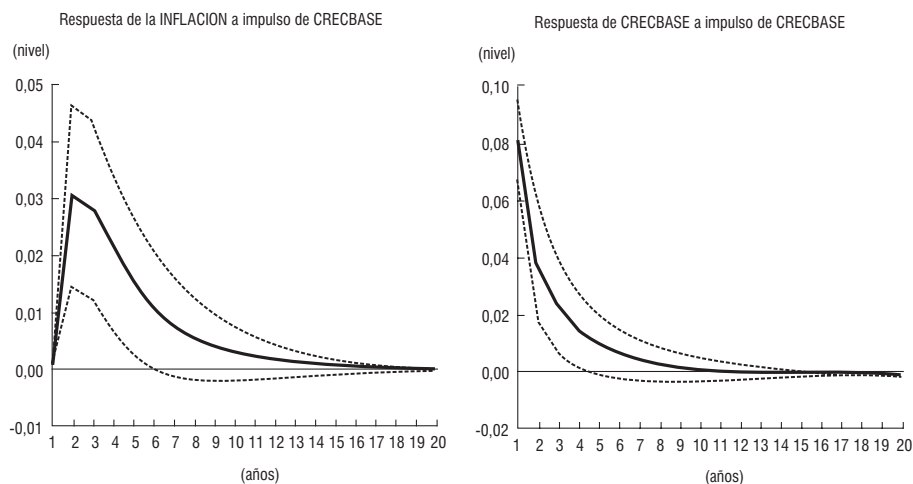
ESTIMACIÓN CON BASE MONETARIA			ESTIMACIÓN CON M1		
PERÍODO	1925-1997		PERÍODO	1926-1997	
NÚMERO OBSERVACIONES	73		NÚMERO OBSERVACIONES	72	
	INFLACIÓN	CRECBASE		INFLACIÓN	CRECM1
INFLACIÓN (-1)	0,4384	0,1616	INFLACIÓN (-1)	0,3552	0,1250
Error estándar	-0,1024	-0,1315	Error estándar	-0,1075	-0,1286
Estadístico-t	-4,2809	-1,2291	Estadístico-t	-3,3029	-0,9722
Probabilidad est-t	0,0001	0,2232	Probabilidad est-t	0,0015	0,3344
CRECBASE (-1)	0,3642	0,4726	CRECBASE (-1)	0,5090	0,4757
Error estándar	-0,0941	-0,1208	Error estándar	-0,1140	-0,1363
Estadístico-t	-3,8721	-3,9139	Estadístico-t	-4,4643	-3,4893
Probabilidad est-t	0,0002	0,0002	Probabilidad est-t	0,0000	0,0009
C (-1)	0,0092	0,0509	C (-1)	-0,0046	0,0600
Error estándar	-0,0146	-0,0188	Error estándar	-0,0155	-0,0185
Estadístico-t	-0,6302	-2,7164	Estadístico-t	-0,2980	-3,2364
Probabilidad est-t	0,5306	0,0083	Probabilidad est-t	0,7666	0,0019
DUMMYDR (-1)	0,0358	0,0957	DUMMYDR (-1)	0,0386	0,0639
Error estándar	-0,0240	-0,0308	Error estándar	-0,0244	-0,0292
Estadístico-t	-1,4921	-3,1108	Estadístico-t	-1,5826	-2,1908
Probabilidad est-t	0,1402	0,0027	Probabilidad est-t	0,1181	0,0319
Determinante de la covarianza residuos		0,00004	Determinante de la covarianza residuos		0,00002
Máxima verosimilitud		240,20	Máxima verosimilitud		250,52
Criterio Akaike		-10,15	Criterio Akaike		-10,52
Criterio Schwarz		-10,02	Criterio Schwarz		-10,40

El nivel de los coeficientes en los ejercicios VAR usualmente no se toma en consideración porque existe una retroalimentación entre las dos ecuaciones del sistema, dada la inclusión de los valores pasados de las variables; pero sí se analizan las funciones impulso-respuesta, pues incluyen los efectos retroalimentadores. Sin embargo, en este caso, al no existir causalidad de inflación hacia crecimiento de la base, o de inflación hacia crecimiento de M1 [ecuación 2 — $\alpha_{21} = 0$ —] se podría considerar que tanto CRECBASE ($t - 1$) como CRECM1 ($t - 1$) son variables exógenas en la ecuación (1) y examinarla como una regresión independiente, observando los coeficientes de CRECBASE (-1) y CRECM1 (-1) como indicadores. Si las otras variables se mantiene constantes y se analiza el período

completo 1923-1997, un aumento de 10% en el crecimiento de la base monetaria genera un incremento de 3,6% en la tasa de inflación. De manera semejante, un aumento de 10% en el crecimiento de M1 propicia un incremento de 5,1% en la tasa de inflación. Es decir, un aumento en el crecimiento de M1 tiene mayor impacto sobre la inflación que un aumento en el crecimiento de la base.

Sin embargo, es útil observar cuál es el efecto en términos de duración de una aceleración en el crecimiento del dinero, para lo cual se puede utilizar la función de impulso-respuesta derivada del VAR; así, un choque igual a una desviación estándar en el crecimiento de la base o en el crecimiento de M1 induce a un aumento en la inflación en los dos primeros años después del choque. El choque en CRECMI tiende a desvanecerse ligeramente más rápido (entre 5,5⁷ y 15 años) que el choque en CRECBASE (entre 6⁸ y 15 años), pero en general, las dos respuestas son equivalentes (Anexo - Gráfico 1 y Anexo - Gráfico 2).

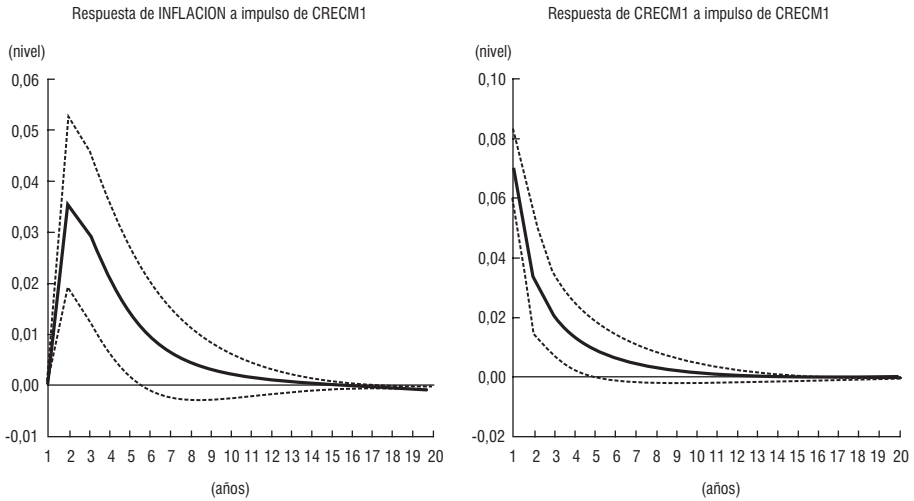
GRÁFICO 1
FUNCIÓN IMPULSO-RESPUESTA
RESPUESTA DE UN CHOQUE DE UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR EN CRECBASE



⁷ El choque es estadísticamente significativo los 5,5 primeros años.

⁸ El choque es estadísticamente significativo los 6 primeros años.

GRÁFICO 2
FUNCIÓN IMPULSO-RESPUESTA
RESPUESTA DE UN CHOQUE DE UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR EN CRECM1



Para observar si el coeficiente del crecimiento de la base rezagada se mantiene estable a través del tiempo se aplicó el Filtro de Kalman⁹ (Anexo Gráfico 3). Sin detenernos en los coeficientes de los primeros años, por obtenerse con muy poca información, se pueden contemplar aquellos a partir 1950. Aunque en el gráfico pareciera que el coeficiente fluctuara demasiado, es simplemente un problema de ampliación de la escala del eje Y, pues también se realizaron otras pruebas de estabilidad del coeficiente como la de Mínimos Cuadrados Recursivos y ésta arrojó resultados estables (Anexo - Gráfico 4). Igualmente, la desviación estándar de toda la serie del coeficiente no es muy alta, 0,032, y el promedio es de 0,43; así, el 95% de los datos se encuentra entre 0,40 y 0,46.

⁹ Comienza iterando con una sub-muestra pequeña y calcula el coeficiente por Mínimos Cuadrados al ir añadiendo un dato adicional.

GRÁFICO 3
FILTRO DE KALMAN PARA EL COEFICIENTE DEL CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA

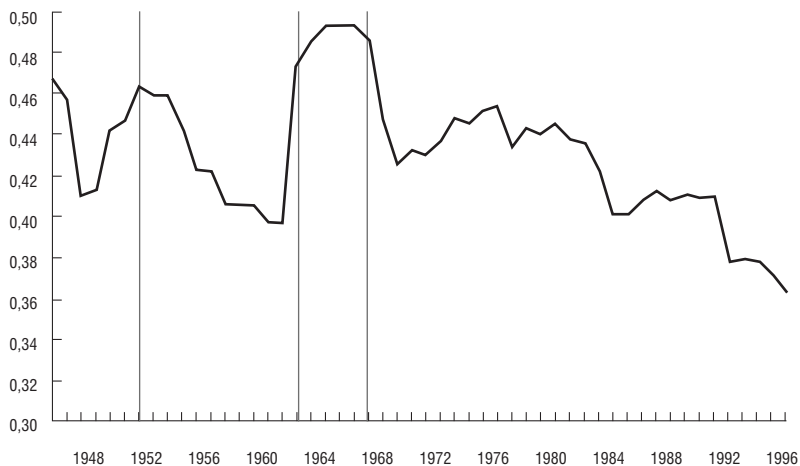
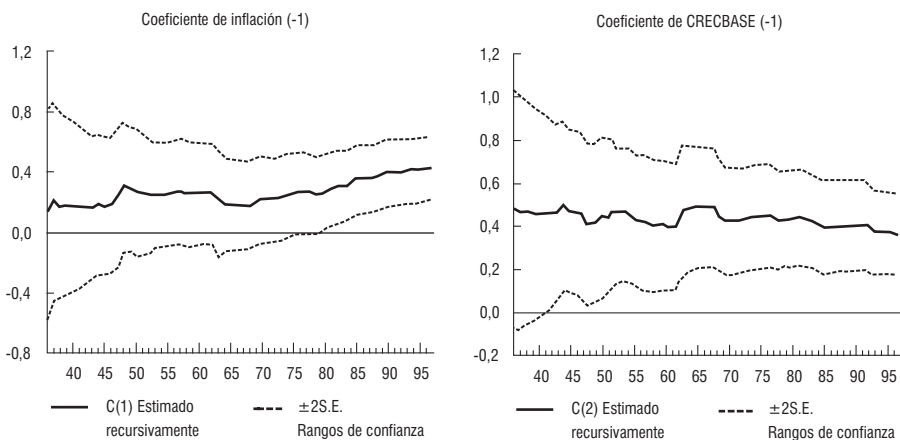


GRÁFICO 4
ESTABILIDAD DE LOS COEFICIENTES EN LA PRUEBA DE CAUSALIDAD:
INFLACION-CRECIMIENTO DE LA BASE (*)

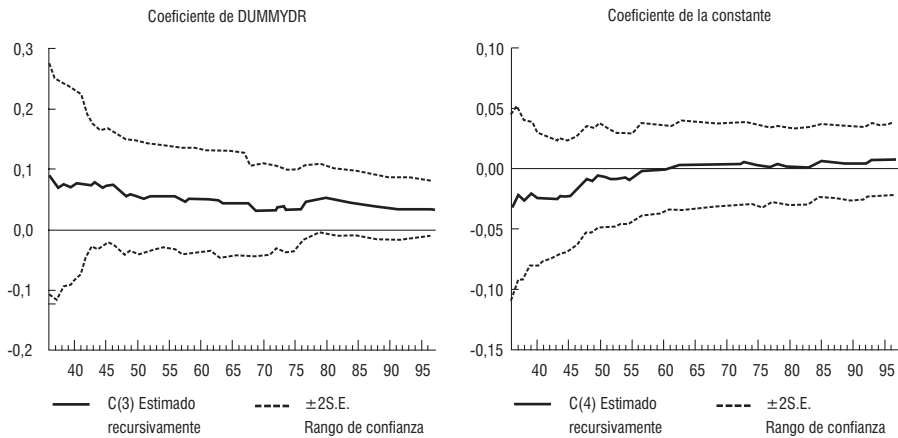


(*) Estimación recursiva de los coeficientes agregando un año en cada nueva estimación.

Empero, el coeficiente de la inflación rezagada aumenta con la adición de datos (Anexo - Gráfico 4), lo cual puede reflejar un incremento en la inercia inflacionaria

y ello puede contribuir a la disminución del coeficiente del crecimiento de la base a través del tiempo.

GRÁFICO 4 (CONTINUACIÓN)
ESTABILIDAD DE LOS COEFICIENTES EN LA PRUEBA DE CAUSALIDAD:
INFLACION-CRECIMIENTO DE LA BASE (*)



(*) Estimación recursiva de los coeficientes agregando un año en cada nueva estimación.

También se realizó la prueba de estabilidad de los coeficientes en el ejercicio de causalidad INFLACIÓN-CRECM1 con Mínimos Cuadrados Recursivos y arrojó estabilidad para todos los coeficientes (Anexo - Gráfico 5).

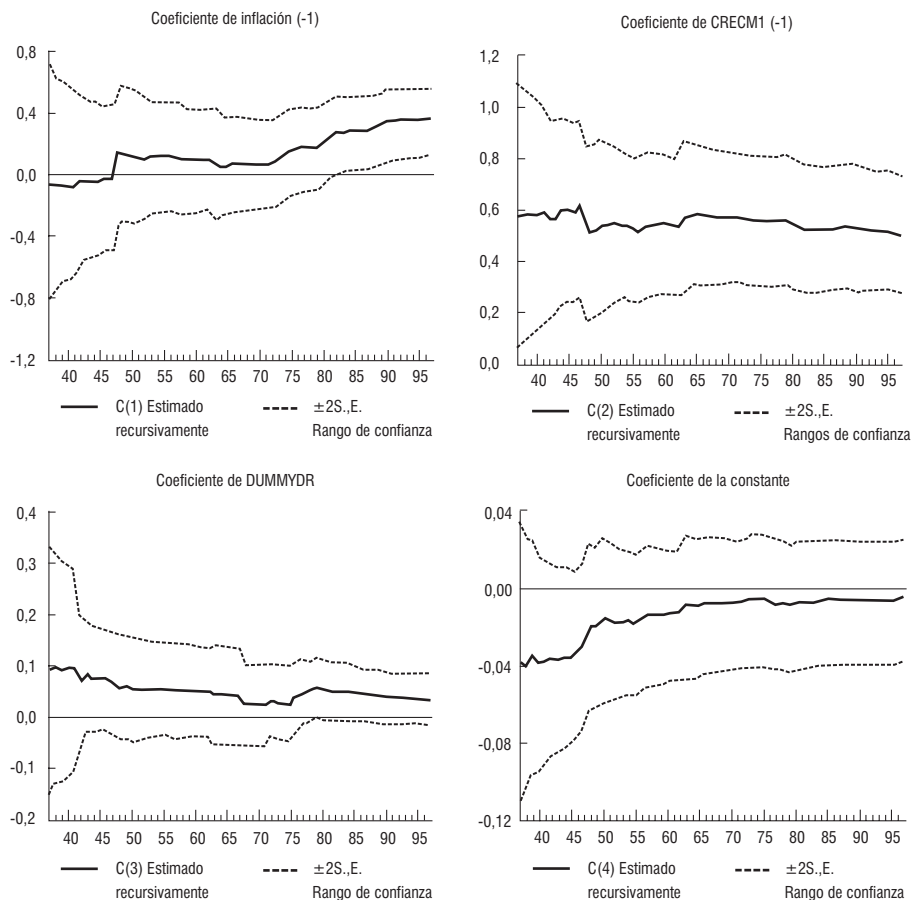
ENCAJE Y SU RELACIÓN CON LA INFLACIÓN

Intuitivamente se pensaría que una aceleración de la inflación generara creciente preocupación en la autoridad monetaria y ésta tendería a utilizar diversos instrumentos, como la revaluación y el encaje, para el control de los agregados monetarios.

Analizando el encaje (o la reserva bancaria) como porcentaje de los pasivos sujetos a encaje en el Gráfico 3 del texto, no se observa una relación entre éste y la inflación hasta 1963, justo el año en el cual se crea la Junta Monetaria. Sin embargo, después de este año hasta 1972 pareciera que el aumento en el encaje anticipara el incremento en la inflación y a partir de 1973 hay una relación

contemporánea¹⁰: en un mismo año aumentos en la inflación están acompañados por aumentos del encaje.

GRÁFICO 5
EESTABILIDAD DE LOS COEFICIENTES EN LA PRUEBA DE CAUSALIDAD:
INFLACION-CRECIMIENTO M1 (*)



(*) Estimación recursiva de los coeficientes agregando un año en cada nueva estimación.

¹⁰ Esto se trató de probar estadísticamente observando la correlación entre las series. Sin embargo, la serie de encaje como porcentaje de los pasivos sujetos a encaje es integrada de orden 1 y la serie de inflación es integrada de orden cero, por lo cual las correlaciones obtenidas pueden ser espurias.

De estos ejercicios sencillos se puede concluir que las aceleraciones de la base monetaria y de M1 causan aceleraciones en la inflación, y pareciera que el impacto es mayor cuando el aumento se genera en M1. Por lo cual, en series históricas anuales el modelo monetarista clásico se cumple. Si se analiza únicamente la regresión entre la inflación y el crecimiento de la base rezagada (considerando esta última como una variable exógena al no encontrar causalidad en sentido inverso), e incluyendo una *dummy* para los años de alto crecimiento en las reservas internacionales, el promedio histórico revela que un aumento del crecimiento de la base monetaria de 10% propicia un incremento en la inflación de 3,6% en un año y tarda entre 6 y 14 años en desvanecerse completamente el efecto del choque inicial. En el caso con M1, un aumento del crecimiento de M1 de 10% induce a un incremento en la inflación de 5,1% en un año y tarda entre 5,5 y 15 años en desvanecerse.

Resulta útil recordar que cuando el crecimiento anual de las reservas internacionales supera 60% en el momento (t), hay una aceleración tanto en el crecimiento la base monetaria como en la inflación en el momento (t + 1). En tal momento incluso la revaluación no impide la aceleración de la inflación. Cuando el crecimiento de las reservas es menor al 60% de la base monetaria, la inflación puede ser controlada con menores ritmos de devaluación.

REFERENCIAS

- Akaike, H. (1974). "A New Look at the Statistical Model Identification" IEEE Transactions on Automatic Control, AC-19, 716-723.
- Enders, Walter (1995). *Applied Econometric Time Series*. John Wiley and Sons Inc.
- Doornik J. A. & Hansen, H. (1994). "An Omnibus Test for Univariate and Multivariate Normality", Working Paper, Nuffield College, Oxford.
- Greco (Grupo de Estudios del Crecimiento Económico Colombiano) (1998). El desempeño Macroeconómico Colombiano Series Estadísticas (1905 1997). Mimeo.
- Hannan, E. J.; Quinn, B. G. (1979). "The Determination of the Order of an Autoregression", *Journal of the Royal Statistical Society*, Ser. B, 40, 190-195.
- Koreisha, S. y Pukkila, T. (1993). "Determining the Order of a Vector Autorregression when the number of Component Series is Large", *Journal of Time Series Analysis*, vol. 14, núm. 1, pp. 47-70.
- Regression Analysis of Time Series- RATS- Manual (1992).
- Schwarz, G. (1978). "Estimating the Dimension of a Model", *The Annals of Statistics*, pp. 461-464.

ANTECEDENTES DE LA RECESIÓN ESTRATEGIA DE REACTIVACIÓN

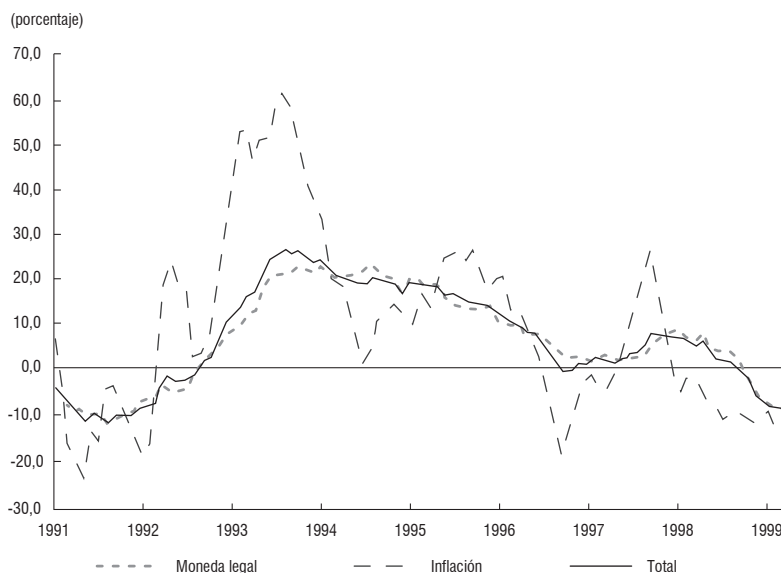
Nota Editorial publicada en la *Revista del Banco de la República*, vol. LXXII, núm. 859, mayo de 1999, pp. 5-15.

Miguel Urrutia Montoya*

* Intervención del Gerente General del Banco de la República en la Convención Bancaria y de Entidades Financieras, Banca 99. Las opiniones del presente editorial no comprometen a la Junta Directiva y son responsabilidad del Gerente General.

La actual recesión económica se gestó en 1993. En ese año hubo un crecimiento excesivo de la cartera del sistema financiero (Gráfico 1), que aumentó 24,4% en términos reales, y llevó a una burbuja especulativa en los precios de los activos. El precio de la vivienda creció 45,2%, mientras que el IPC creció 22,6%. El índice de precios de las acciones en la Bolsa de Bogotá ascendió a 49,9%.

GRÁFICO 1
CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO
TASAS DE CRECIMIENTO REAL ANUAL
 (Enero de 1991 - Mayo de 1999)



Fuentes: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

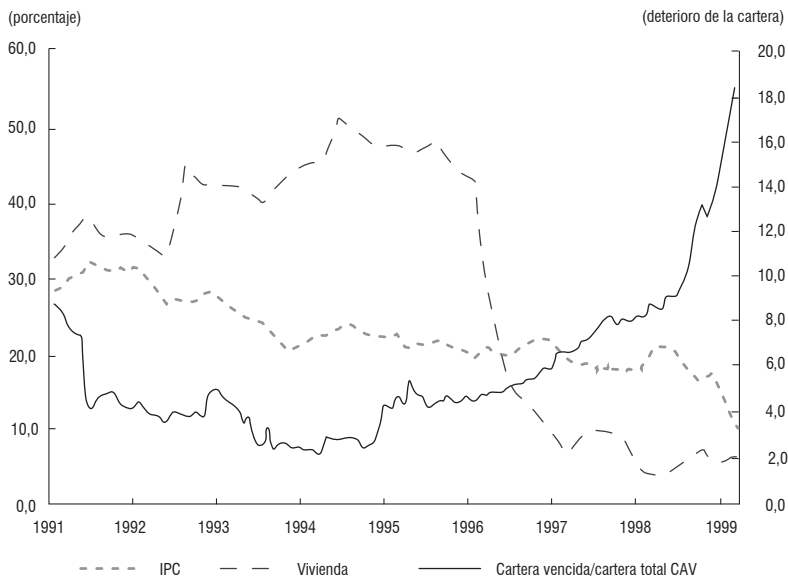
Ese crecimiento en los precios de los activos no era sostenible, e inevitablemente llevaría a un deterioro de la cartera del sistema financiero al desinflarse el valor de las garantías de los préstamos. En el caso de la burbuja especulativa de la construcción, algunas corporaciones de ahorro y vivienda aumentaron el riesgo

de sus préstamos al incrementar exageradamente la tasa de interés a los clientes. Como estos preveían grandes ganancias por valorización, aceptaban créditos con tasas de interés de corrección monetaria más 18% y 20%. La tasa de interés promedio aumentó de 35,5% en 1992 a 43,7% en 1996.

Se gestó, entonces, una larga recesión en el sector de la construcción de vivienda que deterioró rápidamente la cartera hipotecaria a partir de 1997 (Gráfico 2).

GRÁFICO 2

INFLACIÓN IPC, INFLACIÓN DE VIVIENDA Y DETERIORO DE LA CARTERA HIPOTECARIA



Fuentes: DANE y Superintendencia Bancaria.

Al tiempo que se producía una burbuja especulativa en los precios de los activos, el flujo de crédito externo hizo posible un aumento acelerado en las importaciones, lo cual generó un creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (Gráfico 3).

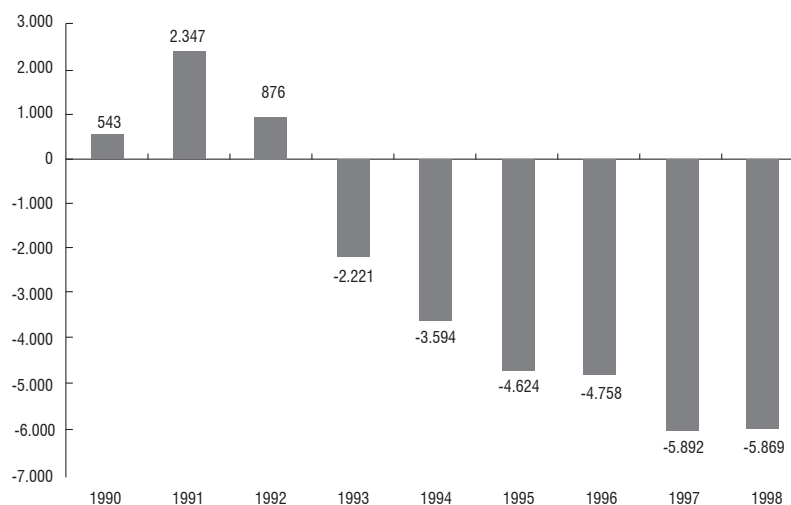
El Banco de la República, consciente de esos desequilibrios, en su Informe al Congreso de marzo de 1994 recomendaba una reducción en el gasto de la economía, un superávit fiscal de 2% del PIB, y un crecimiento del crédito del sector financiero al sector privado de 37,5%. Asimismo, insistía en la “necesidad de vigilar y controlar fuentes de generación de gasto como el endeudamiento

privado y público (externo e interno) y la evolución del gasto privado”¹. El 15 de marzo de 1994 la Junta Directiva del Banco tomó medidas para controlar el crecimiento del crédito, pero los topes temporales de cartera no fueron efectivos. El sistema financiero tampoco acogió las sugerencias de moderar el crecimiento en cartera, y la Junta tuvo que elevar la tasa interbancaria en mayo.

GRÁFICO 3

CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS, 1990-1998

(millones de dólares)



Fuentes: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

En el Informe de la Junta al Congreso de julio de 1994 se reiteraba que era “evidente que la cartera está creciendo a tasas que permiten una financiación del sector productivo muy por encima del crecimiento esperado del producto”.

Para lograr el aterrizaje suave de la economía, la programación financiera del Banco, acordada con el Gobierno, requería para 1995 un equilibrio fiscal y una continuación en la moderación del crecimiento en la cartera. Lo segundo se logró, como se observa en el Gráfico 1. Lo primero no. El Cuadro 1 muestra el nivel de déficit fiscal establecido en la programación financiera acordada por el Banco y el Gobierno, y registrada en los Informes al Congreso. Se observará que,

¹ Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República, marzo de 1994, p. 14.

infortunadamente, en casi todos los años el déficit fiscal ha resultado mayor a lo programado, generando un exceso de gasto en la economía.

CUADRO 1
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
DÉFICIT-SUPERÁVIT/PIB^{1/}

AÑO	PROYECTADO ^{2/}	OBSERVADO
1994	2,00	2,70
1995	0,70	(0,49)
1996	(0,60)	(1,02)
1997	(1,10)	(0,05)
1998	(2,10)	(3,19)
1999	(2,60)	

^{1/} Incluye privatizaciones.

^{2/} Proyecciones presentadas en los Informes al Congreso del mes de marzo.

Fuente: Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República, DNP y Confis.

Dicho exceso de gasto condujo a un persistente e inquietante déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En los primeros años de la década, el déficit en cuenta corriente se podía justificar argumentando que respondía a las inversiones en los nuevos campos petroleros, y que esas inversiones generarían en el futuro las divisas para pagar el endeudamiento externo que producía ese déficit en cuenta corriente. A partir de 1997, sin embargo, disminuyen las inversiones petroleras pero subsiste el déficit en cuenta corriente (Cuadro 2).

CUADRO 2
DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE E INVERSIONES PETROLERAS
(millones de dólares)

AÑO	CUENTA CORRIENTE	INVERSIONES PETROLERAS
1994	(3.594)	1.142
1995	(4.624)	1.293
1996	(4.758)	2.160
1997	(5.892)	2.042
1998	(5.869)	1.349
1999 (Proy.)	(4.005)	600

(Proy): proyectado.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, Sector Externo.

LA CRISIS INTERNACIONAL

En el segundo semestre de 1997 se produce la crisis económica en Asia. La caída en las tasas de crecimiento de los países conocidos como “tigres asiáticos” tiene varios resultados que afectan de manera muy marcada las economías emergentes.

En primer lugar, aumenta el riesgo percibido por los inversionistas internacionales de invertir en países emergentes y el flujo de capital hacia ellos disminuye, fenómeno que cobija Colombia (Cuadro 3).

CUADRO 3
FLUJOS DE CAPITAL
(Millones de dólares)

	1996	1997	1998	1999 (PROY.)
Flujos totales	6.715	6.699	4.670	4.144
Largo plazo	7.185	8.439	4.525	3.857
Inversión directa	2.795	4.892	2.454	1.673
Inversión de cartera	1.901	1.371	1.168	0
Deuda externa	2.490	2.199	918	2.198
Otros	(1)	(22)	(15)	(15)
Corto plazo	(470)	(1.740)	146	287

(Proy): proyectado.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, Sector Externo.

En segundo lugar, las menores tasas de crecimiento de los países asiáticos disminuyeron la demanda por productos primarios, y los precios de estos cayeron a niveles muy bajos en términos históricos (Gráfico 4).

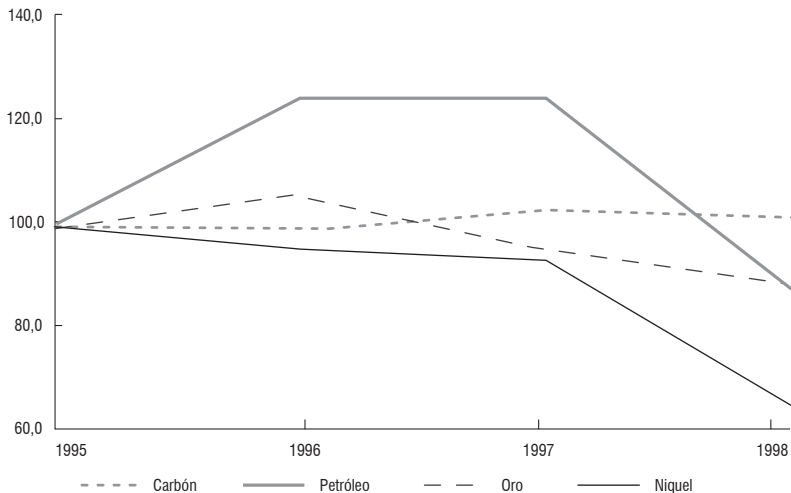
El alto nivel de nuestros déficit fiscal y en cuenta corriente llevó a que los inversionistas externos vieran la economía colombiana como riesgosa, y por eso hubo una reducción importante en los flujos de capital. Ante la menor oferta de divisas, la tasa de cambio se devaluó dentro de la banda cambiaria (Gráfico 5). La incertidumbre creció a medida que se acercaban las elecciones presidenciales.

En febrero de 1998 hubo una primera presión especulativa sobre las divisas, que el Banco de la República calmó con un aumento de tres puntos porcentuales en la tasa de interés de intervención. El segundo episodio especulativo ocurrió una semana antes de la segunda vuelta para la elección presidencial. Obviamente ese no era momento para una crisis cambiaria, y el Banco volvió a defender la banda. Unánimemente, y con la participación activa del Ministro de Hacienda, se decidió no reponer la disminución de la liquidez generada por la pérdida de reservas y después de elecciones volvió la calma cambiaria.

Iniciado el empalme con el nuevo gobierno, la Junta comenzó trabajos con el nuevo equipo económico para diseñar el programa macroeconómico. Se acordó que era necesario reducir el déficit fiscal y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, y diseñar una política monetaria y cambiaria congruente con esos propósitos.

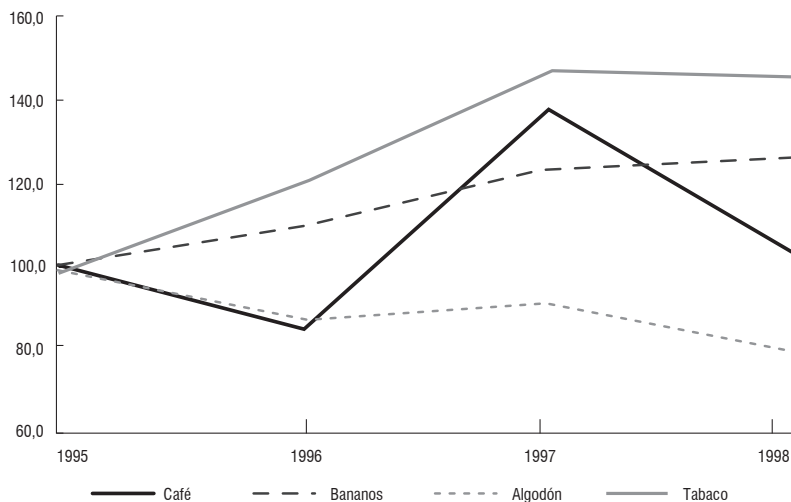
GRÁFICO 4
ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN
 (1995 = 100)

A. PRODUCTOS ENERGÉTICOS Y MINEROS



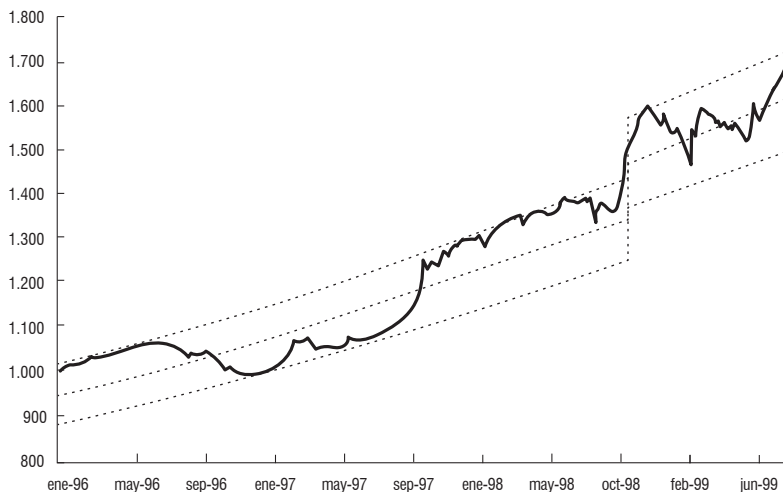
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

B. PRODUCTOS AGRÍCOLAS



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

GRÁFICO 5
CORREDOR CAMBIARIO Y TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA
ENERO DE 1996 - JUNIO DE 1999
 (pesos por dólar)



Fuentes: Superintendencia Bancaria y Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Días antes de presentar el programa macroeconómico, que incluía el ajuste fiscal, sobrevino la moratoria rusa que impactó fuertemente todos los mercados emergentes. Se produjo otro ataque cambiario, que nuevamente fue necesario controlar sin reponer la liquidez perdida en la venta de divisas.

El paquete macroeconómico presentado el 2 de septiembre pasado contempló una devaluación del 9% de la banda cambiaria, para absorber la caída en los precios de todos nuestros productos de exportación. Este ajuste fue efectivo, y desde esa fecha hasta mayo la tasa representativa del mercado se ha movido dentro de la banda cambiaria.

La Junta consideró que una política diferente hubiera sido mucho más recesiva, pues se hubiera presentado una devaluación abrupta con altas tasas de interés. La devaluación habría puesto en peligro todas las empresas endeudadas en divisas, y se habría ahondado el deterioro del sector financiero. Las empresas endeudadas en dólares también eran los principales clientes del sistema financiero nacional.

En resumen, la crisis internacional redujo la demanda agregada a través de caídas en los precios de exportación y generó aumentos en la tasa de interés, lo cual también redujo la demanda agregada. Esto, aunado a la continuación de la parálisis en la construcción, generó la recesión. Ésta y la desaparición de la

burbuja especulativa de precios de la construcción, pusieron en riesgo la solidez del sistema financiero.

ESTRATEGIA DE REACTIVACIÓN

En el mundo entero la primera arma que se utiliza contra la recesión es la reducción en la tasa de interés. Con ello se aumenta la demanda agregada por varios canales: se reactiva la inversión al volver muchos proyectos rentables a menores tasas de interés; se aumenta el ingreso disponible de los deudores al reducir las cargas financieras, se aumenta la demanda por vivienda, al reducir las cuotas de los préstamos hipotecarios, y se aumenta el precio de los bonos y las acciones. La baja en la tasa de interés también reduce el déficit fiscal, por el descenso en los gastos por intereses de la deuda pública, y esto abre espacio para aumentos en gasto público (Gráfico 6).

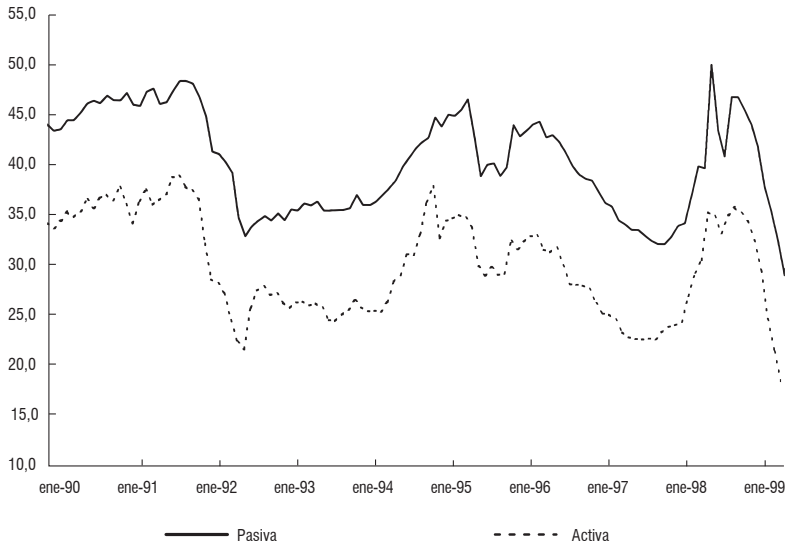
Paralelamente a la reducción de intereses, el ideal es que la política fiscal contribuya a la reactivación de la demanda aumentando el gasto público en proyectos temporales que generen empleo. El déficit fiscal reactivador, sin embargo, no debe generar aumentos permanentes en el déficit fiscal. No se puede entonces financiar gastos permanentes de funcionamiento.

Infortunadamente, en 1998 y 1999 no ha existido campo para utilizar la política fiscal para la reactivación. Como los mercados internacionales perciben que Colombia tiene un nivel de déficit fiscal no sostenible, cualquier aumento en éste puede llevar a que dichos mercados dejen de absorber los bonos colombianos. Esto implicaría un descenso en el financiamiento externo, que a su vez podría llevar a una crisis cambiaria, que ahondaría la recesión.

Es importante explicar por qué las crisis cambiarias generan recesión y desempleo. La crisis implica una reducción en la oferta de divisas, que hace imposible importar los insumos para utilizar la capacidad productiva instalada. Esto disminuye la producción y el empleo. La crisis cambiaria también produce una devaluación abrupta que puede quebrar a las empresas endeudadas en divisas y reduce la capacidad de gasto del gobierno, también endeudado en divisas. La devaluación abrupta reduce las importaciones de inmediato, pero no aumenta las exportaciones sino con rezago.

La devaluación no aumenta las exportaciones de café, ni de carbón, ni de petróleo, ni de níquel. Estas exportaciones están determinadas por la capacidad productiva existente. Con el tiempo una devaluación de la tasa cambio real puede estimular la inversión en el sector exportador, pero esto sólo ocurriría en el mediano y largo plazo. En el corto plazo una devaluación abrupta sólo genera desempleo y recesión.

GRÁFICO 6
TASA DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Superintendencia Bancaria.

Lo que sí es claro es que el mejor estímulo para las exportaciones es el mantenimiento, a través del tiempo, de una tasa de cambio real competitiva. Este ha sido un propósito del Banco de la República desde 1991, dentro de su objetivo más amplio de preservar el poder de compra del peso. Por ejemplo, el Banco intervino comprando reservas en 1991, 1992 y 1996, para evitar una revaluación nominal y mantener cierta estabilidad en la tasa de cambio real. En parte, gracias a esta política, la volatilidad de la tasa de cambio real ha sido menor en Colombia que en otros países de la región.

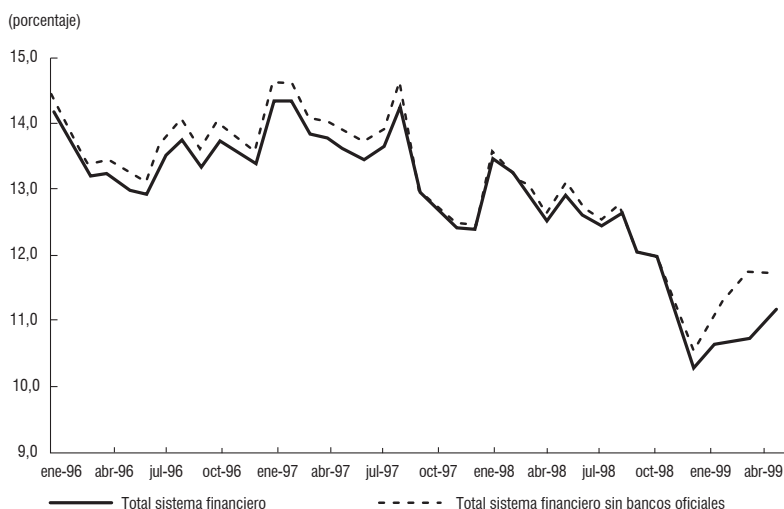
Por no haber solucionado sus problemas fiscales durante los últimos seis años, Colombia perdió la capacidad de utilizar la política fiscal para la reactivación. La alternativa, por lo tanto, es hacer las reformas fiscales estructurales que convengan a los mercados internacionales de que el problema fiscal está en vía de solución, y de que se mantenga el crédito externo al país. Esas reformas fiscales estructurales se deben hacer en 1999.

El otro problema que le restó grados de libertad a la política económica para emprender una estrategia de reactivación fue el debilitamiento del sector financiero (Gráfico 7). Al desinflarse la burbuja especulativa en la construcción, se deterioró el crédito hipotecario, así como las garantías de muchos préstamos.

El sobreendeudamiento de los años noventa también hizo a muchas empresas y consumidores vulnerables al aumento en las tasas de interés en 1998. Finalmente, sin duda, hubo problemas de supervisión bancaria que hicieron posible esconder algunos problemas de las entidades financieras, que sólo salieron a flote cuando la cartera comenzó a deteriorarse aceleradamente.

GRÁFICO 7

RELACION DE SOLVENCIA DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO (*) ENERO 1996 - ABRIL 1999



Relación de solvencia = Patrimonio técnico / Activos ponderados por riesgo.

(*) Excluye Caja Agraria y BCH, sección comercial.

Fuente: Superintendencia Bancaria.

Estos problemas redujeron la capacidad de préstamo de los intermediarios financieros, lo cual ha llevado a una reducción sin precedentes en el crecimiento de la cartera. Será difícil promover la reactivación si por falta de capital los bancos no pueden prestar a las bajas tasas de interés. La capitalización del sistema financiero es entonces un prerequisite para la reactivación de la economía.

De ahí la importancia que se le ha dado al programa de recapitalización de Fogafín y la urgencia de que las entidades financieras se acojan a él sin tardanza.

El aumento en el desempleo ha hecho patente las imperfecciones en el mercado laboral. Ha bajado el número de empleos que se crean por cada punto de crecimiento en el PIB. Esto se debe al aumento excesivo de los costos no salariales del trabajo, y a la falta de flexibilidad del mercado de trabajo. Si se desea reducir

el desempleo, se tendrán que disminuir los impuestos a la nómina, y flexibilizar las normas de contratación laboral. El sistema de pensiones también requiere ser fondeado de manera sana, ajustando los beneficios a los ya altos niveles de contribución vigentes en la actualidad.

La reactivación requiere continuar con el proceso de reformas, pero los aumentos en productividad y empleo serán más fáciles debido a la reducción de la inflación. Los menores niveles de inflación reducirán las tasas de interés, promoverán el ahorro, disminuirán los incentivos a la inversión improductiva en inmuebles, y reducirán los costos de producción.

POLÍTICAS PARA EVITAR BURBUJAS ESPECULATIVAS EN FINCA RAÍZ

Nota Editorial publicada en la *Revista del Banco de la República*, vol. LXXVIII, núm. 867, enero de 2000, pp. 5-15.

Miguel Urrutia Montoya*

* Las opiniones de esta Nota Editorial no comprometen a la Junta Directiva y son responsabilidad del Gerente General.

Se ha presentado al sistema UPAC como el principal causante de la crisis que se registró entre 1995 y 1999 en la finca raíz y la construcción. Sin embargo, al estudiar las ocurridas en la finca raíz de otros países, se encuentran características muy similares a las que se observan en Colombia. Aunque en todos los demás países analizados, el crédito de vivienda se hace con tasas de interés de mercado, sin embargo, cuando sobrevinieron las crisis, éstas no fueron causadas por altas tasas de interés, sino por burbujas especulativas en la financiación y los precios de la finca raíz.

En Colombia también se presentó una explosión del crédito para la construcción y de los precios de la finca raíz entre 1992 y 1995. La experiencia internacional muestra que después de una burbuja especulativa de este tipo se deteriora significativamente la cartera hipotecaria, y se genera una crisis financiera con altos costos sociales.

En esta Nota se analizarán las causas de las crisis de la finca raíz en Colombia y en otros países, y los tipos de políticas que se pueden adoptar para evitarlas.

I. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En las últimas dos décadas se han producido burbujas especulativas de finca raíz que han generado crisis financieras, entre otros casos, en Suecia, Japón, Massachusetts y Texas en los Estados Unidos, Inglaterra y Tailandia. En todos ellos la burbuja especulativa tuvo algunas características comunes, las cuales han sido bien analizadas por Richard J. Herring y Susan M. Wachter¹.

Una característica del mercado de tierra y finca raíz, que puede llevar a una burbuja especulativa, es que su oferta es fija en el corto plazo. Un aumento en la demanda puede producir, entonces, un incremento rápido en los precios. Como la construcción toma tiempo, la oferta reacciona con rezago a estos aumentos.

La bonanza en la construcción ocurre si el sector financiero aumenta la financiación de finca raíz; suponiendo que los precios van a seguir subiendo, y si acepta como garantía para nuevos préstamos tierra o finca raíz valorada a los nuevos precios.

¹ Richard J. Herring y Susan M. Wachter, "Real Estate Booms and Banking Busts-An International Perspective", Group of Thirty, Occasional Paper 58, (Washington D. C., 1999).

La experiencia internacional muestra que ha habido un largo período sin una crisis en finca raíz, cuando los precios de ésta aumentan los banqueros tienden a tener el siguiente comportamiento: aumentan la proporción de cartera destinada a finca raíz, comienzan a financiar una mayor proporción de los proyectos y valoran las garantías hipotecarias (para todo tipo de crédito) a precios altos. En situaciones normales, un banquero sólo financia el 65% de un proyecto de finca raíz; durante la bonanza esa proporción va subiendo hasta llegar a 90% antes de la crisis.

Los procesos de toma de decisiones en el sector financiero favorecen estos comportamientos. El oficial de préstamo típico, que tiene que mostrar crecimiento en el negocio, se escuda en el hecho de que todos los bancos están aumentando los préstamos para finca raíz para hacer lo mismo. Si se dañan los préstamos se afectan los de todos y no es clara su responsabilidad personal. Dada la rotación laboral en el sector financiero, tampoco es probable que cuando se dañe el préstamo de finca raíz el oficial de préstamo siga en la misma sección del banco o aún en la misma institución.

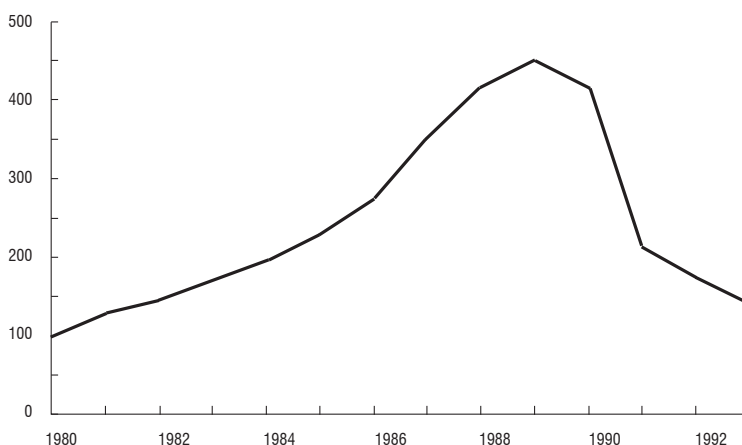
En todos los casos estudiados se han dado los fenómenos descritos. Los gráficos 1 a 4 muestran las burbujas especulativas en varios de los países nombrados.

El Gráfico 1 muestra los precios ajustados por inflación de la propiedad comercial en Estocolmo entre 1980 y 1993. La burbuja se desinfla a partir de 1989, y la crisis bancaria sueca se produce en 1992. Entre 1986 y 1990 la proporción entre cartera y PIB en Suecia aumentó de 43% a 68%.

GRÁFICO 1

PRECIOS DE OFICINAS EN ESTOCOLMO, AJUSTADOS POR INFLACIÓN 1980-1993

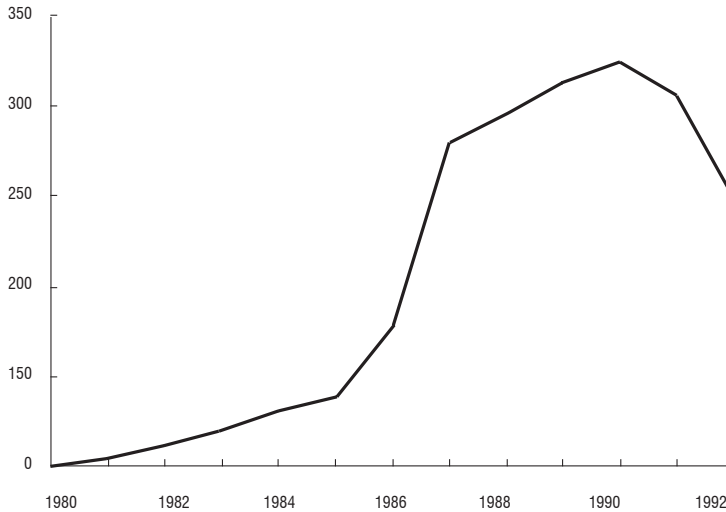
(Índice, 1980 = 100)



Fuente: Richard J. Herring y Susan M. Wachter.

El Gráfico 2 registra la burbuja en precios de finca raíz en Japón entre 1985 y 1990. En la última fecha se inició la larga crisis del sector financiero japonés, que tan graves consecuencias ha tenido para la economía mundial.

GRÁFICO 2
ÍNDICE DE PRECIOS DE PROPIEDAD COMERCIAL EN TOKIO, 1980-1992
(índice, 1980 = 100)

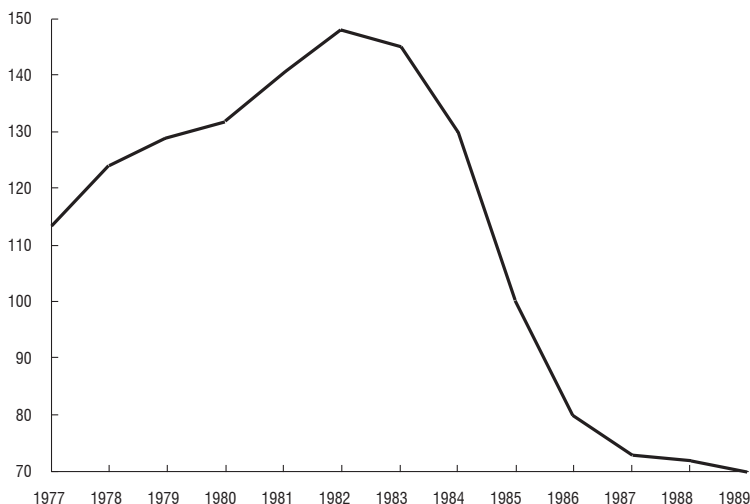


Nota: los datos de 1980 a 1985 son una interpolación con base en el promedio del periodo.
Fuente: Herring y Wachter.

Tanto en Suecia como en Japón un aumento inicial en la demanda de finca raíz generó una burbuja de precios debido a reformas recientes en el sector financiero, en el sentido de liberalizarlo, las cuales llevaron a los bancos a sustituir el crédito tradicional para empresas, que ahora se financiaban en el mercado de capitales, hacia préstamos de finca raíz. El aumento de crédito hacia el sector alimentó la burbuja en los precios.

En Boston, como en Suecia, un incremento en la demanda de oficinas, que acompañó a un rápido crecimiento en el sector de servicios, llevó a un aumento inicial en los precios de este tipo de finca raíz. La bonanza se alimentó con una expansión muy rápida del crédito hacia el sector. El Gráfico 3 muestra la burbuja en los precios, y el dramático desinflen de ésta.

GRÁFICO 3
VALORES REALES DE OFICINAS EN BOSTON, 1977-1989
 (índice)



Fuente: Richard J. Herring y Susan M. Wachter.

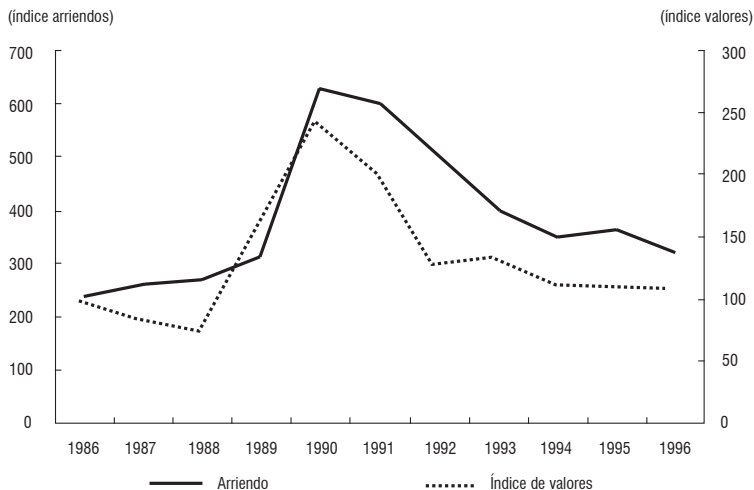
Es claro que la burbuja en los precios inmobiliarios en los Estados Unidos fue alimentada por el sector financiero. Entre 1982 y 1983 los flujos de capital al sector de finca raíz crecieron al 14,6% contra un avance del PIB nominal de 11,8%. Entre 1983 y 1988 los flujos al sector aumentaron al 15,1% contra un crecimiento de 7,5% del PIB nominal. A principios de los años ochenta un constructor norteamericano tenía que aportar el 30% del capital de su proyecto, mientras que en 1990 se le financiaba el 90% del mismo.

La crisis financiera en Boston siguió muy de cerca a la crisis en finca raíz. Lo mismo ocurrió en Texas, donde desaparecieron varios bancos importantes.

La crisis de finca raíz de Tailandia no sólo llevó a la crisis financiera de ese país, sino que fue el disparador de la ocurrida en Asia en 1997.

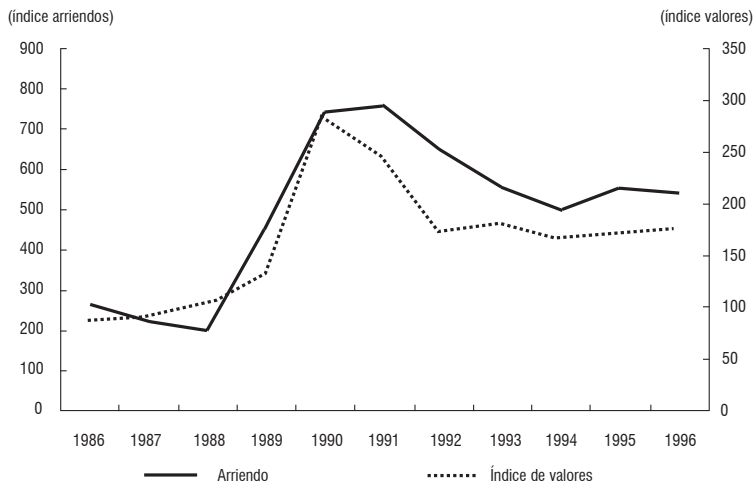
Los gráficos 4 y 5 muestran el aumento en arriendos y en el precio por metro cuadrado de oficinas en Bangkok entre 1986 y 1996. El valor del metro cuadrado, después de corregir por inflación, más que se duplicó entre 1988 y 1990. Allí, lo mismo que en Colombia, esos valores después cayeron aun en términos nominales.

GRÁFICO 4
VALORES NOMINALES DE LOS ARRIENDOS DE PROPIEDAD COMERCIAL E ÍNDICES DE ESTOS VALORES BANGKOK, 1986-1996



Nota: propiedad comercial comprende: oficinas, almacenes, bodegas.
 Fuente: Herring y Wachter.

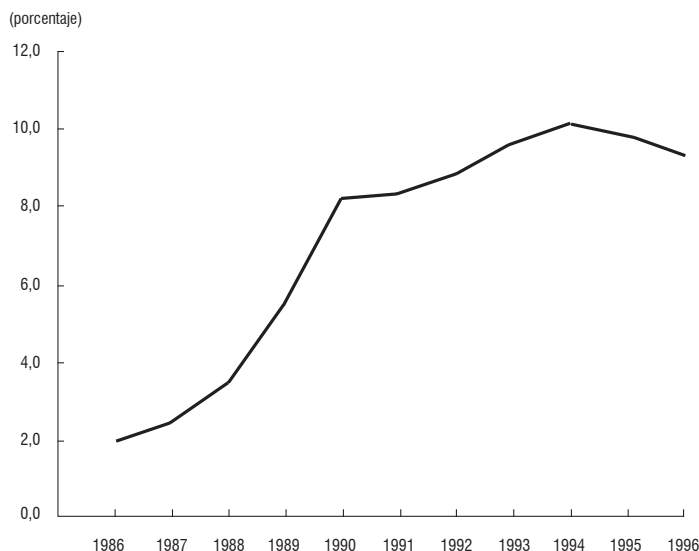
GRÁFICO 5
ARRIENDOS Y VALORES DE PROPIEDAD COMERCIAL EN TÉRMINOS REALES BANGKOK, 1986-1996



Fuente: Richard J. Herring y Susan M. Wachter.

El Gráfico 6 muestra el papel que jugó el crédito en esta burbuja especulativa. La proporción de crédito de los bancos destinado al sector de finca raíz se quintuplicó entre 1982 y 1990. Este tipo de crecimiento obviamente no era sostenible, y la calidad de la cartera tenía que deteriorarse.

GRÁFICO 6
PRÉSTAMOS FINCA RAÍZ COMO PROPORCIÓN DEL PIB, TAILANDIA, 1986-1996



Fuente: Richard J. Herring y Susan M. Wachter.

El sector financiero tailandés también cometió el grave error de endeudarse en divisas para hacer préstamos en moneda local. La devaluación de 1997 tomó a los bancos sin cobertura en moneda extranjera, y esto ahondó la crisis financiera².

En Tailandia también la explosión del crédito hipotecario siguió a una liberalización del sector financiero que redujo las regulaciones que dificultaban el crecimiento de cartera al sector de crédito hipotecario.

² Se sabe que algunos bancos colombianos tramitaron en sus sucursales en el exterior préstamos hipotecarios en divisas para clientes colombianos.

II. LA BURBUJA COLOMBIANA

También en los años noventa se presentaron en Colombia varios de los fenómenos relacionados con las burbujas de precios de finca raíz que se han identificado en el caso de otros países que terminaron en crisis financiera.

A principios de la década se llevó a cabo una reforma financiera que le creó competencia a las corporaciones de ahorro y vivienda en la captación de recursos prestables, y que dio acceso a otras fuentes de fondos a las grandes empresas. En particular, dichas empresas tuvieron la alternativa de financiarse en el exterior con menores costos que en moneda local. Las entidades financieras nacionales comenzaron entonces a buscar nuevos clientes en desarrollo del crédito de consumo y para aumentar la cartera hipotecaria.

Por otra parte, se incrementó la demanda de finca raíz. La apertura financiera y las expectativas de una tasa de cambio estable debido a las previsiones de entradas de divisas por exportaciones petroleras, más una amnistía tributaria, generaron una repatriación de capitales. Estos recursos externos se invirtieron en buena proporción en finca raíz.

La última vez que se había generado algún exceso de oferta de vivienda y oficinas había sido en 1974, y por lo tanto, la gente estaba acostumbrada a que los precios de la finca raíz siempre subían.

La aceleración del crecimiento económico en la segunda parte de la década de los ochenta, la urbanización y la búsqueda de oportunidades de inversión de los dineros que retornaban al país generaron un aumento en precios de la finca raíz a partir de 1991 (véase Gráfico 7). Esto canalizó crecientes flujos de recursos hacia la finca raíz, fenómeno que a su vez alimentó el crecimiento en los precios. Tanto inversionistas como banqueros se convencieron de que los precios seguirían creciendo, y aumentaron aún más las inversiones en finca raíz.

Adicionalmente, la Ley 50 de 1990 llevó a buena parte del sector privado a liquidar las cesantías de sus empleados y a dar bonificaciones para inducir su paso al nuevo régimen laboral. Durante 1991-1993 muchos miembros de la clase media recibieron sumas considerables que invirtieron en bienes durables (automóviles) y vivienda. Este fenómeno también alimentó la burbuja especulativa.

Debido al flujo de capitales del exterior y al intento del Banco de la República de evitar una revaluación nominal de la tasa de cambio, M3 creció aceleradamente por la compra de reservas internacionales en 1992-1993, y la tasa de interés pasiva estuvo por debajo de 5% real entre 1992 y mediados de 1994 (véase Gráfico 8). Esa baja tasa de interés real también fomentó la inversión en vivienda.

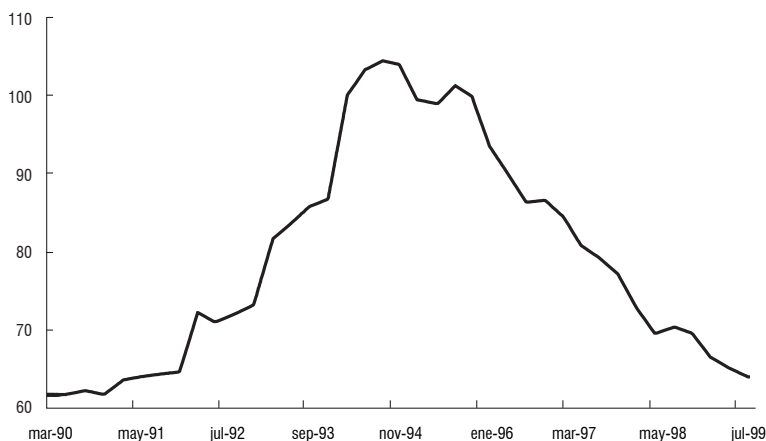
Un segundo factor que llevó a un rápido crecimiento en los fondos prestables (M3 más bonos) fue la existencia de altos diferenciales en los encajes para diferentes tipos de depósitos en el sector financiero. Estos diferenciales estimularon a los intermediarios a recomponer sus pasivos, de depósitos a la vista y de ahorro hacia los CDT, los cuales tenían encajes muy bajos. El resultado fue

un encarecimiento en el costo promedio de captación, pero también un mayor apalancamiento para crecer la cartera.

GRÁFICO 7

ÍNDICE REAL DE PRECIOS DE VIVIENDA NUEVA PARA SANTAFÉ DE BOGOTÁ

(Marzo de 1994 = 100)

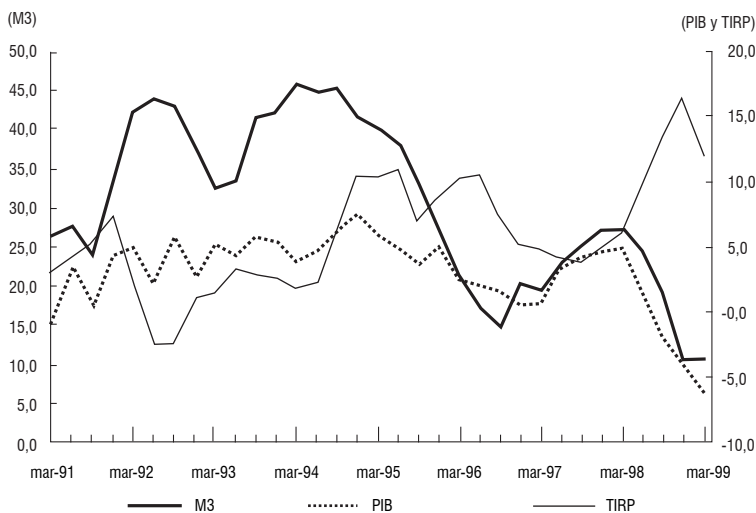


Fuente: Richard J. Herring y Susan M. Wachter.

Si se suponía calidad constante en la cartera, esta recomposición de activos parecía rentable, pues disminuía el activo sin remuneración (el encaje) y aumentaba el activo remunerado. Esta recomposición llevaba a un crecimiento moderado en la base monetaria, paralelo a un crecimiento acelerado en M3 más bonos y en cartera. Los encajes diferenciales aceleraron de manera perversa el crédito, aunque conviene recordar que durante todo el período el Banco de la República redujo esos diferenciales para eliminar estas distorsiones y hacer el sistema financiero colombiano más competitivo en términos internacionales.

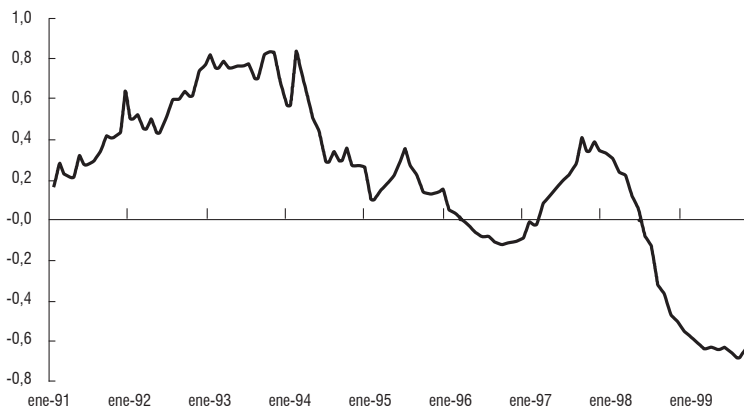
La gestación de la burbuja especulativa en finca raíz era previsible desde 1992. Un indicador de esto es el crecimiento de los créditos aprobados pero no desembolsados de las CAV (véase Gráfico 9). Otro indicador era el crecimiento del costo de la construcción y del precio de la tierra. El Gráfico 10 también muestra el crecimiento desaforado de la cartera hipotecaria en el período 1993-1997. Como en todas las crisis de finca raíz, la cartera hipotecaria siguió creciendo aún después de que comenzaran a bajar los precios de la misma.

GRÁFICO 8
CRECIMIENTO DE M3, PIB, TASA DE INTERÉS REAL PASIVA (TIRP)
 (trimestral)



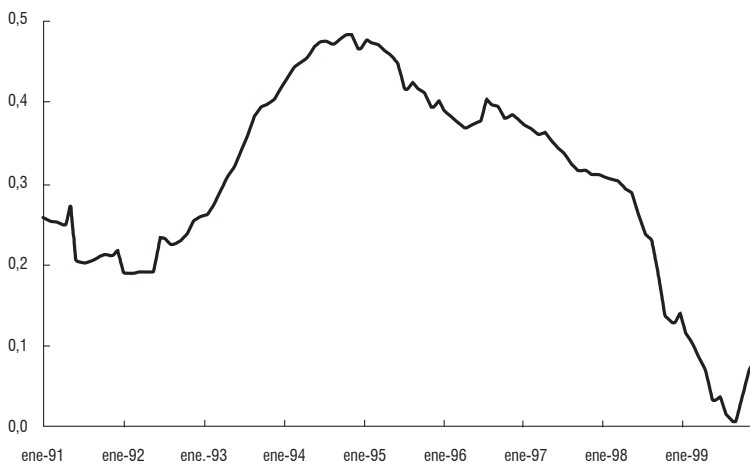
Fuentes: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 9
PRÉSTAMOS APROBADOS NO DESEMBOLSADOS DE LAS CAV
 (crecimiento porcentual anual, Ene. 1991-Nov. 1999)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 10
CARTERA HIPOTECARIA DE LAS CAV
 (crecimiento porcentual anual, Ene. 1991-Nov. 1999)



Metodología de cálculo: sólo a partir de 1994 se encuentra de manera desagregada el crédito hipotecario de los establecimientos de crédito. Para estos cálculos se supuso que en 1990 el 95% de la cartera de las CAV era hipotecaria. Se calculó el valor de la cartera hipotecaria en enero de 1994 para cada CAV, y se supuso una disminución lineal de la proporción de cartera hipotecaria entre 1990 y 1994. Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

El Gráfico 7 muestra que la descolgada en los precios se produjo a mediados de 1994. El Gráfico 11 señala que los metros cuadrados de licencias de construcción aprobadas cayeron en 1995, y muy dramáticamente en 1996. La cartera hipotecaria, sin embargo, siguió creciendo para financiar obras iniciadas antes de 1995. Los costos de construcción también bajaron en 1995, pero sorprendentemente volvieron a aumentar en 1996, para luego descender en 1997 (véase Gráfico 12).

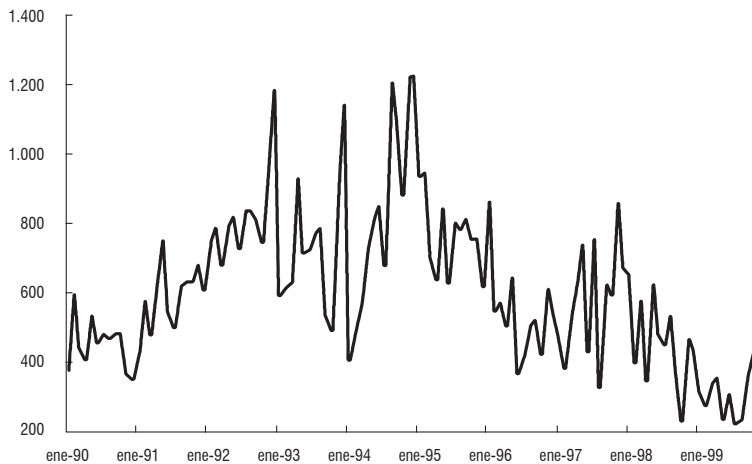
La cartera vencida de las CAV comenzó a crecer desde 1994, pero el deterioro se aceleró a partir de 1998 (véase Gráfico 13).

III. CAUSAS DE LA BURBUJA ESPECULATIVA DE FINCA RAÍZ EN COLOMBIA

Las causas de la burbuja especulativa en Colombia, como se ha señalado, son las mismas que se identificaron en los casos internacionales analizados en la primera parte de esta Nota.

GRÁFICO 11

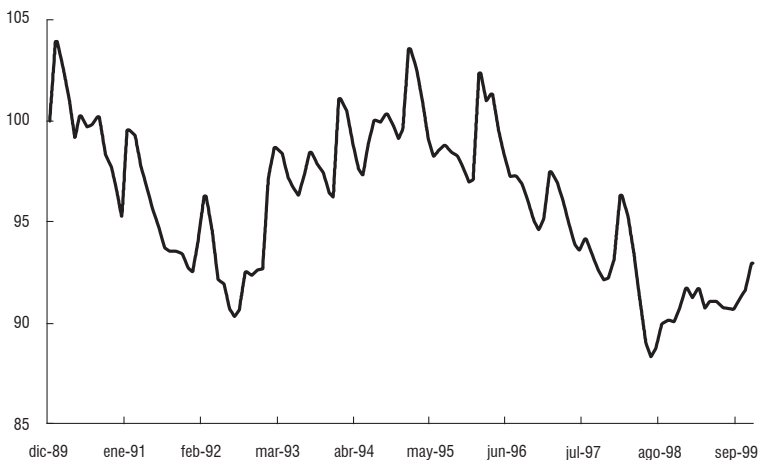
EDIFICACIONES SEGÚN LICENCIAS APROBADAS, CUATRO ÁREAS METROPOLITANAS
INFORMACIÓN MENSUAL, ENE. 1990-OCT. 1999
(miles de metros cuadrados)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

GRÁFICO 12

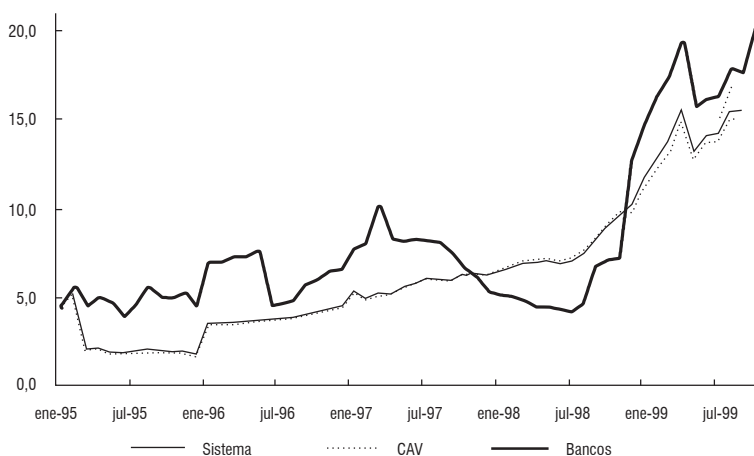
ÍNDICE REAL DE COSTOS PARA LA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA EN SANTAFÉ DE BOGOTÁ
INFORMACIÓN MENSUAL, DIC. 1989-NOV. 1999
(Base: Dic 1989 = 100)



Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción (CAMACOL), Seccional Cundinamarca.

GRÁFICO 13**CARTERA HIPOTECARIA VENCIDA / CARTERA HIPOTECARIA TOTAL**

(Enero 1995 - Octubre 1999)



Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

El aumento inicial en precios se produjo por un aumento en la demanda ante una oferta inelástica. En Colombia el aumento en la demanda se explica por los factores que se han enumerado en la sección anterior.

El aumento en la demanda se multiplicó por el suministro creciente de crédito de vivienda. Con precios al alza, las corporaciones de ahorro y vivienda se comprometieron a financiar un mayor número de proyectos, y comenzaron a otorgar préstamos para cubrir una mayor proporción de los mismos. Tradicionalmente en Colombia se financiaba hasta 70% a compradores, este valor es para constructores de la vivienda, pero en 1995 ya había planes que financiaban hasta el 90% del proyecto.

Más grave aún, se desarrollaron los planes de cuotas supermínimas, que tienen cuotas crecientes a través del tiempo. El inversionista fue atraído a la inversión por la baja cuota al inicio del crédito, pero rápidamente el saldo de su deuda sobrepasó el valor de la vivienda y se perdió el incentivo a servir el crédito. Este fenómeno se generalizó cuando los precios de los inmuebles comenzaron a disminuir, a partir de 1996.

La ilusión de precios permanentemente crecientes llevó al sector financiero a otorgar crédito para proyectos de finca raíz cada vez más riesgosos. El deterioro en la cartera se hizo inevitable y comenzó a afectar la solvencia de las entidades financieras a partir de 1997. Pero no sólo se deterioró la cartera hipotecaria. La

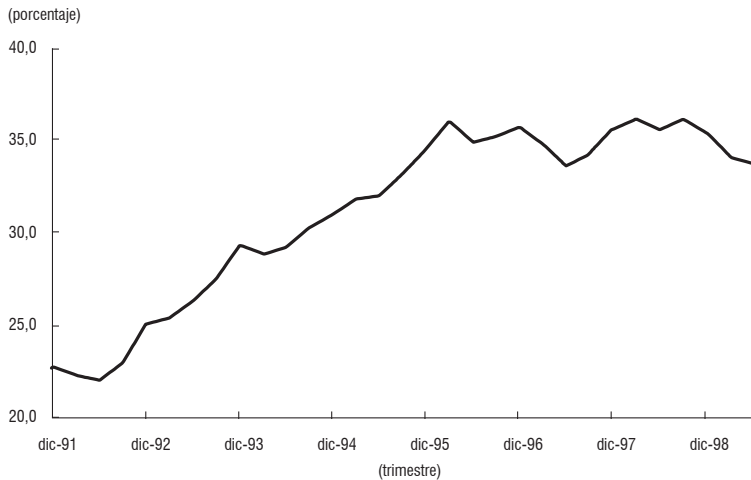
reducción de precios de la finca raíz afectó las garantías de créditos comerciales, y fue causa también del deterioro en ese tipo de préstamos.

La crisis financiera de 1998-1999 sin duda tuvo que ver con la ocurrida en la finca raíz; pero el crecimiento excesivo del crédito durante la década, inevitablemente tenía que deteriorar la cartera en todos los sectores.

Como vimos en el caso de Suecia, donde antes de la crisis financiera, la cartera creció de 43% del PIB a 68%, en Colombia esa relación pasó de 23% en 1991 a 35% en 1995 (véase Gráfico 14). La cartera para construcción también creció significativamente (Gráfico 15). Este tipo de crecimiento en la cartera no era sostenible e inevitablemente tenía que generar un deterioro en el sector financiero.

GRÁFICO 14

CARTERA TOTAL DEL SISTEMA FINANCIERO COMO PROPORCIÓN DEL PIB NOMINAL^{1/}

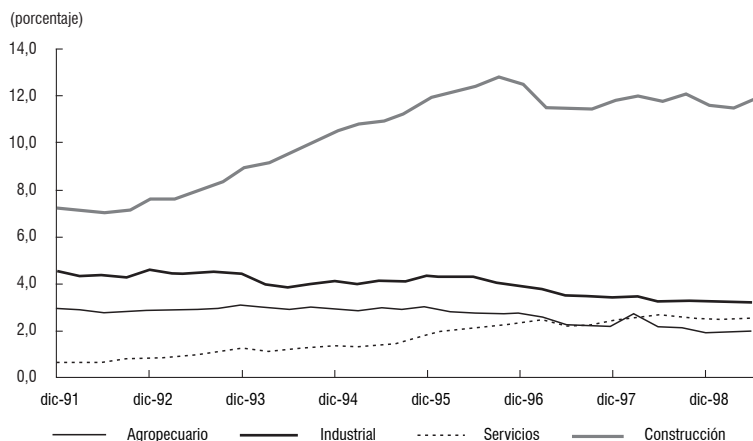


^{1/} No incluye las entidades financieras especiales, la FEN ni Banco de la República.
Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

IV. MEDIDAS PARA EVITAR LAS BURBUJAS ESPECULATIVAS DE FINCA RAÍZ

Aunque el Banco de la República reiteradamente les solicitó a los banqueros reducir el crecimiento de la cartera, ellos ignoraron sistemáticamente las advertencias. En una reunión el presidente de uno de los principales bancos del país le respondió al Gerente del Banco de la República que la función de un banco es prestar, y que no tenía sentido pedir moderación en el crecimiento del crédito.

GRÁFICO 15
PARTICIPACIÓN DE LA CARTERA POR DESTINO ECONÓMICO EN EL PIB^{1/}
PRINCIPALES SECTORES



^{1/} No incluye las entidades financieras especiales, la FEN ni Banco de la República.
 Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

En varios Informes al Congreso de la República, el Banco de la República también advirtió sobre el peligro de un crecimiento excesivo del crédito y también lo hizo en informes técnicos y en Notas Editoriales de su Revista³.

Ante el fracaso de las advertencias el Banco de la República en marzo de 1994, tomó la decisión de imponer límites al crecimiento de la cartera. Infortunadamente este instrumento es bastante burdo en un sistema financiero liberalizado y los intermediarios del sector encontraron maneras de evadir los controles establecidos. Se tuvo que acudir entonces a la restricción de liquidez y a un aumento gradual en las tasas de interés para reducir el crecimiento en la cartera a partir de 1994.

Ello se explicó claramente en el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso en julio de 1994, el cual decía:

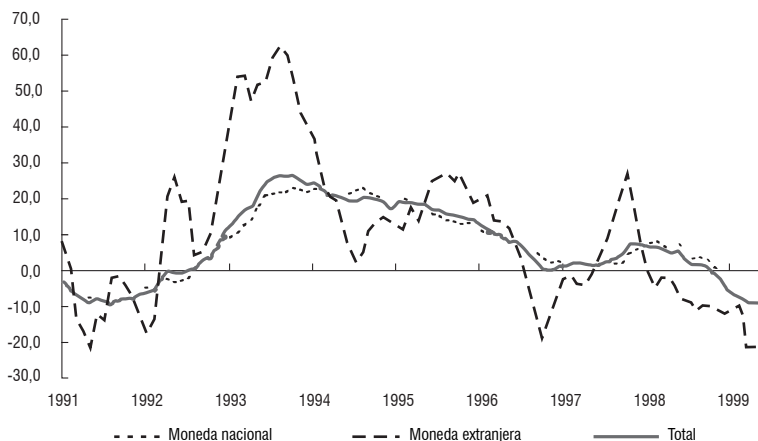
“Frente al comportamiento registrado por la cartera, el cual resulta superior al coherente con el logro de la meta inflacionaria, la Junta Directiva no permaneció pasiva. En primer lugar, mediante su Resolución 6 de marzo 15 de 1994, fijó un tope máximo al crecimiento mensual de la cartera con el fin de que ésta creciera a tasas más acordes con las pautas dictadas por

³ Véase, por ejemplo, la ponencia de Alberto Carrasquilla en el Simposio de Mercado de Capitales, noviembre de 1994, y la Nota Editorial de junio 1995.

la programación. Sin embargo, la efectividad del control a la cartera no fue la esperada, lo cual hizo necesario hacer efectivas decisiones que se tomaron paralelamente, tendientes a corregir los excesos de liquidez de la economía. En efecto, a partir de principios de mayo, el Banco de la República ha intervenido en el mercado monetario elevando en cerca de 3 puntos las tasas de interés de las operaciones de mercado monetario”.

El aumento en las tasas de interés a partir de mayo de 1994 llevó, con un rezago, a la caída en la tasa de crecimiento de la cartera, como se observa en el Gráfico 16. Sin embargo, el efecto de los aumentos en tasa de interés sobre el crecimiento de la cartera es gradual, y dicho aumento además de reducir la cartera, también crea factores de riesgo para su deterioro.

GRÁFICO 16
CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO
TASAS DE CRECIMIENTO REAL ANUAL
 (Enero 1991-Mayo 1999)



Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

Por lo tanto, vale la pena considerar otro tipo de políticas para evitar que un crecimiento excesivo en el crédito hipotecario lleve a una burbuja especulativa en finca raíz.

En primer lugar, la Superintendencia Bancaria debe estar muy vigilante de que las entidades financieras no creen sistemas de amortización con cuotas crecientes en términos reales. No se deben reversar las prohibiciones, hoy en vigor, a los

sistemas de cuotas mínimas. Esta recomendación es importante, pues la tentación que tienen los gobiernos para crear empleo en construcción es grande, y reducir la cuota inicial es un sistema efectivo para lograrlo.

En segundo lugar, la Superintendencia debe establecer normas claras sobre la máxima proporción que se puede financiar de una obra. Dada la volatilidad de los precios de la finca raíz y la vivienda, no se deberían autorizar financiaciones de más del 65% de los proyectos.

En momentos en que el crédito hipotecario esté creciendo muy rápidamente y los costos de construcción también, las autoridades podrían considerar un aumento en la cuantía de capital de riesgo de la entidad financiera que se le debe asignar a los nuevos préstamos hipotecarios.

La buena información también es esencial. Las autoridades deben tener estadísticas corrientes sobre precios de finca raíz, y de la cuantía que las entidades financieras tienen en préstamos hipotecarios en general.

La autoridad monetaria también debe estudiar cómo hacer posible límites al crecimiento de ciertos tipos de cartera, sin que se creen graves distorsiones en los mercados. En situaciones como las presentadas en 1993-1994, límites bien diseñados al crecimiento de cartera pueden ser un instrumento válido de protección al sistema financiero.

V. CONCLUSIONES

En muchos países se presentan crisis en los mercados de finca raíz que generan costosas crisis financieras. Estas crisis tienen muchas causas, pero el aumento en las tasas de interés es sólo una de ellas y tal vez no la más importante. Por otra parte, todas las crisis han estado precedidas de un aumento excesivo en el crédito hipotecario y un crecimiento no sostenible en los precios de la finca raíz.

Evitar estas burbujas especulativas en finca raíz es necesario, pues su desaparición siempre ocasiona graves traumatismos en el sector financiero, con altos costos sociales. El tema, sin embargo, no es de fácil manejo. Recientemente, en los bancos centrales de la OECD se ha debatido mucho sobre si un banco central debe garantizar estabilidad en el índice de precios al consumidor solamente, o si también debe ocuparse de la estabilidad de los precios de activos como finca raíz o acciones.

Si bien aunque se reconoce que todas las burbujas especulativas en finca raíz y otros activos se alimentan con crecimientos anormales en la cantidad de dinero y el crédito, entidades como el Federal Reserve han sido renuentes a manejar la política monetaria con el objetivo de estabilizar los precios de los activos.

Aunque las bonanzas en los precios de las acciones pueden generarse por aceleraciones en la productividad de las empresas, los rápidos aumentos en los precios de finca raíz tienen una relación más estrecha con fenómenos monetarios y crediticios. Para evitar burbujas especulativas en finca raíz, y las crisis financieras que éstas generan, tiene lógica evitar el crecimiento excesivo en los agregados monetarios y crediticios.

En el caso colombiano, el intento de evitar la revaluación del peso comprando el banco central reservas internacionales llevó a un crecimiento monetario y crediticio excesivo en 1992 y 1993, el cual pudo alimentar la burbuja especulativa en finca raíz. En el futuro, este tipo de política debe evitarse. Aunque muy criticada, la política de aumentar las tasas de interés en 1994 evitó mayores descalabros. Se podría argumentar que el endurecimiento de la política monetaria ha debido iniciarse antes.

Pero dadas las fallas en el mercado de tierra y crédito hipotecario, también se deben tomar otras medidas prudenciales, como las descritas en esta Nota, para evitar que el crédito hipotecario se desboque.

Vale la pena anotar, sin embargo, que al Banco de la República se le ha criticado por dejar crecer en demasía los agregados monetarios en 1992-1993, y al mismo tiempo por haber permitido que la tasa real de cambio se revaluara. Estas críticas son absurdas, pues no haber comprado reservas habría llevado a una mayor revaluación. Aunque también ha sido muy criticada, la política actual de no intervenir activamente en la fijación de la tasa de cambio facilita un mejor control monetario, y evitará en el futuro crecimientos excesivos en los agregados monetarios que pudieran alimentar otra burbuja especulativa en finca raíz.

Un banco central debe entonces no sólo adecuar la política monetaria a la estabilidad de los precios al consumidor, sino que también debe buscar un crecimiento razonable en los precios de los activos.

LECCIONES DEL SIGLO XX EN EL MANEJO MONETARIO DE LAS CRISIS

Nota Editorial publicada en la *Revista del Banco de la República*, vol. LXXVI, núm. 908, junio de 2003, pp. 5-13.

Miguel Urrutia Montoya*

* Esta Nota fue elaborada con la colaboración de Cristina Fernández. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son responsabilidad del Gerente General.

En épocas recientes se ha presentado un amplio debate en los medios de comunicación y entre los expertos en economía, sobre la importancia y la posibilidad de hacer política monetaria contracíclica en tiempos de crisis. En este debate resulta útil realizar una revisión de la experiencia colombiana en el manejo monetario de las crisis del siglo XX, con el objeto de obtener lecciones que se puedan aplicar a la experiencia reciente.

Con el apoyo de Cristina Fernández, hemos realizado una revisión de las cifras y de los escritos de las autoridades durante estos episodios. El resultado del ejercicio fue sorprendente pero predecible: en las principales crisis del siglo XX no fue posible hacer política monetaria anticíclica porque el régimen de tasa de cambio imponía el sometimiento de la política monetaria a los flujos de capital.

El resultado es sorprendente porque la teoría sugiere que ante una fuerte recesión, la política monetaria debe ser anticíclica y por lo tanto, expansionista. Es predecible porque en Colombia las grandes recesiones han coincidido con grandes salidas de capitales¹. En esta coyuntura, la política monetaria anticíclica es imposible, porque una porción importante del aumento en la cantidad de dinero se traduce en una mayor demanda de dólares. Los posibles aumentos de liquidez no pueden canalizarse hacia el crédito interno porque, a raíz de la crisis, las empresas trabajan con excesos de capacidad instalada y no hay demanda de inversión. Por el contrario, la crisis viene acompañada de un incremento inmenso en la demanda de divisas y fugas de capital. De acuerdo con lo anterior, la política monetaria terminaba siendo procíclica en épocas de crisis.

Tal vez por esta razón, Francisco Ortega hacía la siguiente afirmación: *“los acontecimientos de los años anteriores muestran que el crecimiento de la oferta monetaria en Colombia no es exógeno: es el resultado de los hechos ocurridos especialmente en el área externa. Ello significa que la base monetaria no se determina de manera exógena”*². En buen romance, lo que quería decir Ortega es que, en el régimen monetario vigente, la oferta monetaria era determinada por los flujos de capital.

¹ De acuerdo con Calvo (1998), las grandes caídas en los flujos de capital generan paradas súbitas en las economías emergentes. Un buen resumen sobre la posición reciente de la profesión acerca de los flujos de capital se encuentra en Dornbush (2001). Véase también Hamman (2003).

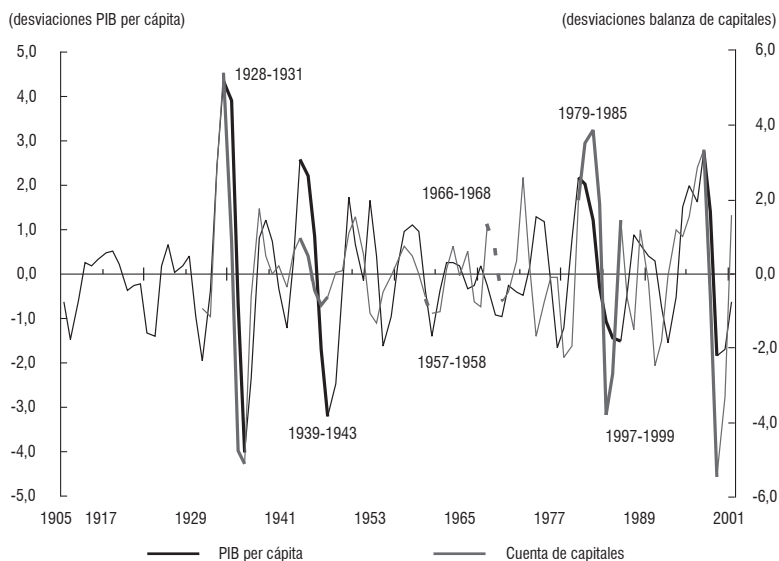
² *Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, 1985, p. 114.

Para ilustrar esta conclusión, primero, se establecieron cuáles fueron las grandes crisis del siglo XX; posteriormente, se determinó el comportamiento de los flujos de capital en los períodos seleccionados, y finalmente, se analizó el comportamiento del producto y la política monetaria en las grandes crisis del siglo.

Los episodios de crisis se definieron como los períodos de desviación negativa del PIB mayor que una desviación estándar y con duración superior a un año, y comprenden los años entre los cuales la economía abandona su último pico y alcanza su punto más bajo. Los períodos seleccionados con este criterio fueron 1928-1931, 1939-1943, 1979-1985 y 1997-2000. El resultado de esta forma de medir las crisis coincide con los historiadores, según los cuales, estas son las fechas de las grandes crisis de crecimiento de la economía.

En el Gráfico 1 se observa que todas las crisis del siglo XX coincidieron con una caída en los flujos de capital. Esto confirma la hipótesis inicial del trabajo, según la cual las crisis en Colombia siempre han tenido como principal causa una caída en los flujos de capital hacia el país.

GRÁFICO 1
PIB PER CÁPITA Y BALANZA DE CAPITALES
 (porcentaje)

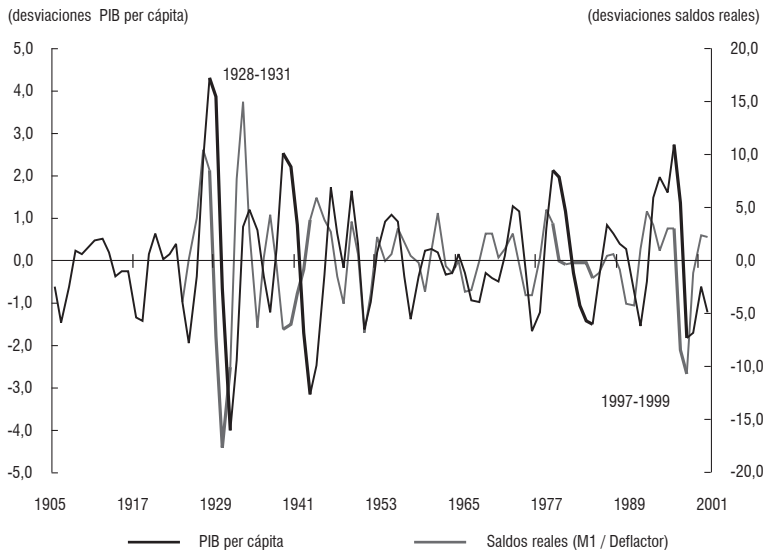


Fuentes: cálculos del autor, con base en datos del Grupo de Estudios de Crecimiento Económico (Greco) y DANE.

Puede sorprender que en este gráfico no aparezcan otras crisis como la de 1957, al final del Gobierno de Rojas Pinilla, y la de 1966-1967, en el Gobierno de Carlos Lleras Restrepo. Estas crisis no pasaron el criterio estadístico que definimos para las grandes recesiones, porque fueron más cortas y menos profundas. Se observa, sin embargo, que también coincidieron con caídas en los flujos de capital.

En el Gráfico 2 se presenta la relación entre el componente cíclico del PIB y el de los saldos monetarios reales. Estos últimos muestran la postura real de la política monetaria. Como se observa, en la única de las grandes crisis en que fue posible hacer política monetaria anticíclica fue en la de los cuarenta. La razón es que no se presentó un problema particularmente grave de flujos de capital. Otro factor que favorecía la política monetaria expansiva fue la misma naturaleza de la crisis, que tuvo origen en la parálisis del transporte marítimo por la guerra mundial. Este hecho determinó que se cerraran las importaciones y no se presentaran problemas de exceso de capacidad instalada.

GRÁFICO 2
CICLOS DEL PIB PER CÁPITA Y DE LOS SALDOS REALES
(porcentaje)



Fuentes: cálculos del autor con base en datos del Greco y Banco de la República.

Julio Caro, entonces Gerente del Banco, resumía la subordinación en aquel momento de la política monetaria a los flujos de capital de la siguiente manera:

“La política de estabilidad del cambio exterior alrededor de la paridad intrínseca de las dos monedas, adoptada de común acuerdo por el Gobierno y el banco de emisión y apoyada por la gran mayoría de la opinión nacional, ha obligado a éste, en los últimos años, a adquirir toda la producción de oro del país y el excedente de divisas proveniente del saldo favorable de nuestra balanza de pagos, lo que ha contribuido a aumentar la circulación monetaria y a alzar el costo de la vida”³.

Por el contrario, en la crisis de los años treinta y en la de los noventa, únicamente fue posible hacer política monetaria anticíclica después de una gran devaluación o cuando se había reducido el problema de los flujos de capital.

Julio Caro presenta una clara explicación de por qué no fue posible realizar política monetaria expansiva durante la crisis de los años treinta: *“Si, olvidando ese principio fundamental de su funcionamiento, el banco de emisión, ante la presión del público, disminuye artificialmente su tasa de descuento, logra bajar transitoriamente el tipo de interés corriente en el mercado, pero provoca al propio tiempo un aumento considerable en los redescuentos, con gran incremento de los negocios de especulación, y una disminución de sus reservas, lo que está seguro de traer más adelante una inevitable reacción, que se traduce en considerable período de depresión, de intereses excesivamente altos y aún de verdadera crisis”⁴.*

Como es posible observar en el Gráfico 2, en la crisis de los años ochenta el manejo no fue uniforme durante todo el período. En los primeros años la política fue procíclica o restrictiva, pero, posteriormente, las autoridades monetarias cedieron a las presiones del Gobierno y del sector privado, y contrarrestaron la presión que ejercían los flujos de capital sobre el producto, mediante la emisión. Esta decisión se tomó bajo el convencimiento de que el control de cambios permitiría controlar la influencia que ejercía el sector externo hacia la salida de capitales, pero la crisis de balanza de pagos se hizo más profunda. La consecuente escasez de reservas internacionales solo pudo enfrentarse con una férrea política monetaria contractiva y un ajuste fiscal.

En resumen, hasta 1999 los regímenes de tasa de cambio determinaban lo siguiente: en una crisis de capitales aumentaba la demanda de dólares, y como la tasa de cambio era fija, el Banco de la República reducía sus reservas y esto se traducían en una reducción en la cantidad de dinero. Esto incrementaba la tasa de interés, lo que aumentaba la rentabilidad interna y cumplía con el objetivo de reducir la salida de capitales. No era posible hacer política monetaria expansiva

³ “Memorias del Gerente”, 1944, p. 22.

⁴ *Ibid.*, 1929, p. 14.

para impulsar la economía porque gran parte del aumento en la cantidad de dinero se desviaba a la compra de dólares, haciendo más grave el problema cambiario.

Cabe anotar que existía un factor adicional: el banco central tenía una tendencia a recargar aún más el peso del ajuste sobre la tasa de interés, por los altos costos que podía implicar el abandono del régimen cambiario o una crisis de reservas internacionales. En efecto, el abandono de la tasa de cambio fija puede tener altísimos costos, como se hizo evidente en el caso argentino recientemente.

En el caso colombiano, en 1999, no se presentó ese efecto por la coordinación que tuvo este hecho en la firma del Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y de cuantiosos préstamos con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Además, la banda cambiaria se había ajustado en los meses anteriores en dos ocasiones y, por lo tanto, la tasa de cambio estaba cerca del equilibrio cuando se inició la flotación. Pero durante el ataque a la banda, parte del ajuste, como siempre, se hizo reduciendo la cantidad de dinero, lo cual llevó a fuertes pero transitorios aumentos en la tasa de interés.

La subordinación de la política monetaria a los movimientos de capital se corroboró con ejercicios econométricos que demostraron que la relación que ha existido en Colombia entre los flujos de capital y la política monetaria es positiva y fuertemente significativa. Es decir, cuando los flujos de capital se tornan negativos, la emisión monetaria también disminuye y aumentan las tasas de interés.

A partir de septiembre de 1999 se adoptó un régimen de tasa de cambio flexible que continúa vigente. Esta modificación determinó dos hechos principales. El primero es la recuperación de la independencia de la política monetaria, y el segundo, que en épocas de fuga de capitales todo el peso del ajuste no cae sobre la tasa de interés y la cantidad de dinero, sino que la tasa de cambio absorbe buena parte del mismo (véase el artículo que acompaña esta Nota)*.

Adicionalmente, el margen de maniobra ante flujos de capital negativos, es mayor en el nuevo régimen⁵. En efecto, el peso del ajuste sobre la tasa de cambio se puede manejar con el uso de otras variables como la tasa de interés, que aumenta la rentabilidad interna, reduce la fuga de capitales y disminuye la presión sobre la devaluación⁶. En este esquema, a diferencia del anterior, es

* El artículo al que se hace referencia en la Nota es “Política monetaria expansiva en épocas de crisis: El caso colombiano en el siglo XX”, de Miguel Urrutia M., y Cristina Fernández, *Revista del Banco de la República*, vol. LXXVI, núm. 908, junio de 2003 (Nota de los editores).

⁵ Gertler, Gilchrist y Natalucci (2002) y Céspedes, Chang y Velasco (2000) sugieren que el régimen de tasa de cambio flexible es superior al régimen de tasa de cambio fija en presencia de choques externos.

⁶ Este “miedo a flotar” señalado por Calvo y Reinhart (2002) es, según Caballero y Krishnamurthy (2003), la política óptima desde una perspectiva contemporánea, pero subóptima desde una perspectiva *ex ante*. Véase también Caballero y Krishnamurthy (2002).

posible realizar modificaciones a la tasa de interés con gradualidad. Adicionalmente, se pueden hacer ventas controladas de reservas internacionales, las cuales pueden reducir la velocidad de ajuste cambiario y de la tasa de interés. Ese tipo de política se aplicó exitosamente a comienzos de 2003.

Algunos fragmentos de la opinión pública aún no se han percatado del cambio de modelo cambiario, que recupera la independencia de la política monetaria, y tal vez ésta sea la causa de las críticas que surgen cuando la tasa de cambio se revalúa o devalúa temporalmente, y las autoridades, para mitigar este efecto, hacen uso de su discrecionalidad sobre la política monetaria. Estos cambios en la tasa de interés no tienen por qué adquirir las magnitudes que se apreciaban en el régimen anterior, cuando la tasa de interés era la variable de ajuste de la economía.

Las reservas internacionales también pueden reducir la volatilidad cambiaria, a través de mecanismos transparentes. Sin embargo, el uso discrecional de las reservas para reducir la volatilidad de la tasa de cambio no debe llevarnos de nuevo a un régimen de tasa de cambio fija o de banda cambiaria.

De todas formas, el amortiguador principal del mundo volátil que enfrentamos ha de ser el sector público, que debe continuar con una política fiscal seria y prudente que le permita a la economía tener algún margen de maniobra ante eventuales cierres de los mercados internacionales. En ausencia de déficit fiscal la economía depende mucho menos de los flujos de capital.

Adicionalmente, el mismo sector privado puede y debe utilizar los mecanismos de futuros para protegerse de los movimientos cambiarios, sin pretender entrar en el terreno de la especulación.

El Banco de la República ha hecho grandes esfuerzos por desarrollar el mercado de futuros. Como ejemplo de este esfuerzo, está el diseño de los mecanismos de intervención en el mercado cambiario. Pero, el sector financiero tiene aún mucho que hacer en este terreno, efectuando valoraciones transparentes de los futuros y reduciendo las tarifas implícitas de esta operación. Esta es una buena inversión para las entidades financieras porque estoy convencido que en el futuro va a aumentar la demanda de este tipo de instrumentos.

Sin embargo, aun en un régimen de tasa de cambio flexible, los flujos de capital continúan teniendo implicaciones sobre la política monetaria⁷. En efecto, en el régimen de tasa de cambio flexible, no es posible aumentar indefinidamente la

⁷ Véase Calvo (1999), sobre el impacto recesivo que puede ocasionar un choque externo en el régimen de tasa de cambio flexible, debido al cambio en los precios relativos. El impacto negativo que pueden tener la política monetaria expansiva en épocas de crisis, en un régimen de tasa de cambio flexible y presencia de rigideces en la economía, se encuentra también detallado en Christinano, Gust y Roldós (2000).

oferta de dinero para reactivar una economía en recesión porque aumenta la inflación y crece la presión sobre la devaluación. A pesar de que la recuperación de la confianza ha determinado que el problema de salidas de capital en Colombia sea menor que en años anteriores, el problema continúa presente y por lo tanto, el margen de la política monetaria sigue siendo estrecho.

Como hemos explicado a través de esta Nota, el flujo de capitales es una de las variables más importantes de la economía colombiana. Por esta razón, tanto el Banco de la República como el Gobierno no deben ahorrar esfuerzos para incrementar la estabilidad de los mismos.

Entre los factores que aseguran un flujo de capitales estable y positivo, están: la política de seguridad del Presidente Uribe, el cumplimiento del Acuerdo que ha firmado Colombia con el Fondo Monetario Internacional, la formulación de políticas monetarias y fiscales serias y conservadoras, y una imagen de consenso en el Estado alrededor de estas políticas.

En conclusión, puede afirmarse que en el régimen cambiario anterior era imposible realizar una política anticíclica, en presencia de fuertes caídas en los flujos de capital, porque el exceso de liquidez se desviaba a dólares y terminaba agudizando el problema. En el régimen actual de flotación del tipo de cambio con un esquema de inflación objetivo, el margen para amortiguar los choques externos y realizar política anticíclica es mayor, pero requiere de disciplina fiscal, y de un ambiente de confianza y coordinación que genere estabilidad en los flujos de capital.

REFERENCIAS

- Banco de la República (1929 y 1944). “Memorias del Gerente”.
- Banco de la República (1985). “Informe del Gerente General a la Junta Directiva”.
- Caballero, R.; Krishnamurthy, A. (2002). “A vertical Analysis of Monetary Policy in Emerging Markets”, Mimeo., MIT.
- Caballero, R.; Krishnamurthy, A. (2003). “Inflation Targeting and Sudden Stops”, *NBER*, abril.
- Calvo, G. (1998). Capital Flows and Capital Market Crisis: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, vol. 1, pp. 33-54.
- Calvo, G.; Reinhart, C. (1999). “When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options”, Mimeo, Center for International Economics, Department of Economics, University of Maryland, junio.
- Calvo, G.; Reinhart, C. (2002). “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, mayo, pp. 379-408.

- Céspedes, Luis Felipe; Chang, Roberto; Velasco, Andrés (2000). “Balance Sheets and Exchange Rate Policy”, *NBER, Working Paper Series*, núm. 7840.
- Christiano, Lawrence J.; Gust, Christopher; Roldós, Jorge (2000). “Monetary Policy in an International Financial Crisis”, mimeo., Research Department International Monetary Fund.
- Dornbusch, R. (2001). “A Primer on Emerging Markets”, *NBER Working Paper*, núm. 8326.
- Gertler, Mark; Gilchrist, Simon; Natalucci, Fabio Massimo (2001). “External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator”, Mimeo.
- Hamman, Franz (2003). “La volatilidad de los flujos de capital: una breve revisión de la literatura”, mimeo.
- Urrutia, Miguel; Fernández, Cristina (2003). “Política monetaria expansiva en épocas de crisis: ¿no se quiso o no se pudo ser contracíclico? El caso colombiano en el siglo XX”, *Revista del Banco de la República*, núm. 908, junio.

JOTA URIBE: ARTÍFICE DE LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO Y LA POLÍTICA MONETARIA CONTRACÍCLICA EN COLOMBIA

Leonardo Villar*

* El autor es director ejecutivo de Fedesarrollo, fue miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, entre 1997 y 2009. El autor agradece los comentarios de Alberto Carrasquilla, César Vallejo, Fernando Tenjo, Enrique López y Natalia Salazar a una versión anterior de este capítulo.



José Darío Uribe

ANTES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Semblanza personal

La primera imagen que tengo sobre José Darío Uribe es la de dos paisas enormes que entran a estudiar con nosotros en la maestría de la Universidad de los Andes: Juan Luis Londoño, conversador y apabullante, y Jota, como todo el mundo lo conoce, callado, no necesariamente tímido pero sí muy reservado, con la personalidad que después podría verse corresponde con claridad al prototipo del banquero central. Juan Luis, reconocido por su proverbial inteligencia y una impresionante productividad intelectual, solía decir que Jota era mucho más inteligente que él, pero tan perfeccionista que siempre consideraba que sus trabajos estaban aún sin terminar.

De memoria prodigiosa, Jota tiene hábitos propios de las personas de poco dormir. Lee muchísimo y se levanta temprano, según él mismo dice, a pelear sistemáticamente con los porteros del edificio por no subirle rápido los periódicos. Es de los últimos en salir de cualquier reunión social con sus amigos y mantiene con ellos una lealtad incondicional.

Se graduó como Bachiller en el Instituto Jorge Robledo, en Medellín, el mismo del expresidente Uribe, y luego como administrador de empresas, en Eafit. Esta formación básica en Administración le permitirá demostrar su capacidad organizativa y gerencial desde su ingreso a la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República, a fines de 1993, y luego como gerente técnico y gerente general. Logra estar al tanto de todos los movimientos importantes de la institución sin involucrarse en la microgerencia y delega responsabilidades en forma eficiente. Esto le posibilita concentrarse en el bosque y la estrategia de largo

plazo, sin distraerse con los detalles, incluso cuando el trabajo demanda numerosos viajes y una enorme carga administrativa.

Sin perjuicio de sus habilidades como administrador, la fortaleza principal reside obviamente en su formación como economista y en su intuición en este campo. Inició su formación en Economía en la Universidad de Antioquia, donde adelantó siete semestres que vino a completar en Bogotá, donde obtuvo su diploma en la Universidad de los Andes, y cursó también todas las materias correspondientes a la maestría. Más adelante hizo parte de un grupo grande de economistas colombianos que se fue a realizar estudios doctorales en la Universidad de Illinois, en Urbana-Champaign, donde vivió cerca de cinco años y compartió estrechamente con personas como Alberto Carrasquilla y Hernando Vargas, quienes serían muy importantes para su vida profesional en el Banco de la República. Carrasquilla, en su calidad de gerente técnico, fue quien llevó a Jota a trabajar en su equipo entre 1993 y 1999 como subgerente de Estudios Económicos; Hernando Vargas, por su parte, fue siempre el apoyo técnico más cercano y de mayor confianza de Jota, a quien reemplazó en la Subgerencia de Estudios a partir de 1999 y en la Gerencia Técnica desde el año 2005. En la Universidad de Illinois Jota coincidió también como compañero de estudios doctorales de Alexandre Tombini, gobernador desde 2011 del Banco Central de Brasil.

Una parte sustancial de la formación intelectual del Jota economista tuvo lugar con la experiencia laboral que acumuló entre los años de estudio en la Universidad de los Andes y los de la Universidad de Illinois. En 1986 y 1987 se desempeñó como jefe de la Unidad de Programación Global del Departamento Nacional de Planeación (la llamada UMacro del DNP), en el gobierno de Virgilio Barco, cuando aún era muy joven para un cargo de tan alta responsabilidad como ese. Trabajó allí bajo la dirección de María Mercedes Cuéllar, quien habría de convertirse a partir de esa época en una de sus grandes impulsoras y con quien desarrollaría una fuerte relación de amistad, obviamente compartida con Martha Lasprilla.

El interés por el desarrollo económico

Quizás desde la época en que trabajaba en el DNP surgió la obsesión de Jota por el desarrollo económico y el papel que cumplen la infraestructura física y el capital humano para hacer posible el crecimiento sostenible, temas que trabajó en su tesis doctoral. Producto de ese interés fueron sus publicaciones “Infraestructura física, ‘clubs de convergencia’ y crecimiento económico: alguna evidencia empírica”, en la revista de Fedesarrollo *Coyuntura Económica* (Uribe, 1993a), y “Educación, complementariedades productivas y capital humano”, en una edición

especial de *Planeación y Desarrollo*, con motivo de los 35 años del Departamento Nacional de Planeación (Uribe, 1993b).

El primero de los trabajos mencionados (Uribe, 1993a) presenta un estudio econométrico basado en regresiones de corte transversal con información de 99 países, encaminado a explicar sus tasas de crecimiento en el período 1960-1985. El mensaje central del análisis conceptual y de los resultados econométricos de este trabajo, es que la conformación de una infraestructura física adecuada —en centrales de energía, telecomunicaciones, carreteras, puertos, ferrocarriles, etc.— es prerequisite para que economías de ingresos medio-altos continúen su proceso de desarrollo económico y cierren la brecha con el ingreso per cápita de las naciones más prósperas, en lugar de converger hacia puntos de equilibrio de ingresos bajos. Particularmente interesante en ese trabajo es el hallazgo según el cual los avances en educación por sí solos tienen un efecto relativamente pequeño para impulsar el crecimiento del ingreso per cápita en este grupo de países si no van acompañados de mejoras en la infraestructura pública. Esos países de ingresos medio-altos, entre los cuales se ubica Colombia, se distinguen en este aspecto de los países más pobres. Específicamente afirma Jota Uribe en dicho análisis:

[...] mientras la existencia de una fuerza de trabajo con educación secundaria es un prerequisite para que los países de bajos ingresos entren en un proceso de crecimiento sostenido, la conformación de una infraestructura física es un prerequisite para que los países de un nivel de desarrollo medio alto continúen su proceso de desarrollo económico y cierren la brecha con el ingreso *per cápita* de las naciones más prósperas (Uribe 1993a, pp. 164-165).

Estos planteamientos resultaban particularmente llamativos en un momento —comienzos de los años noventa— en que tanto la literatura académica como las recomendaciones de entidades multilaterales como el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) estaban minimizando la importancia de la infraestructura pública y reduciendo la disponibilidad de recursos para financiarla.

El segundo artículo mencionado (Uribe, 1993b) vuelve sobre los determinantes del crecimiento. Usando nuevos indicadores para sus ejercicios econométricos ratifica la idea de que, desde un punto de vista estadístico, “en países con nivel de desarrollo medio-alto y alto, el efecto productivo de la educación parece despreciable” si se le mira de manera aislada, pero se vuelve importante al observar la interacción con las exportaciones (p. 42). En este sentido, como afirma el autor, “en países cuyo nivel medio de desarrollo es similar al de Colombia, la inversión en capital humano es complementaria con el grado de apertura, medido por la

participación de las exportaciones en el PIB” (Uribe, 1993b, p. 31). Esta conclusión es consistente con la del trabajo previo, en la cual se resaltaba la relevancia de la infraestructura pública, en la medida en que, como allí se afirmaba, esa infraestructura, al igual que las exportaciones y la apertura económica, “permite que una economía que está dividida en mercados que son pequeños y aislados se convierta en un mercado conectado y grande que permita la producción en gran escala y la especialización en la producción” (Uribe, 1993a, p. 140).

El tema de la educación será retomado muchos años más tarde por Jota, cuando es gerente técnico del Banco de la República y publica un estudio conjunto con Carlos Esteban Posada y Luis Eduardo Arango sobre el efecto del cambio técnico en la estructura de salarios urbanos en Colombia entre 1984 y 2000 (Arango, Posada y Uribe, 2004). En él los autores muestran cómo los trabajadores con mayores niveles educativos vieron incrementados sus salarios respecto de aquellos con menor educación. Este resultado es difícil de explicar por factores de oferta, ya que el nivel educativo promedio de la población trabajadora aumentó sustancialmente en el período considerado, razón por la cual la hipótesis más plausible tiene que ver con un cambio técnico intensivo en trabajo calificado.

El interés de Jota por los asuntos de crecimiento a largo plazo asociados con educación, infraestructura y apertura económica —evidente en los artículos reseñados en los párrafos anteriores— nunca fue en desmedro de la importancia que siempre le dio a los análisis de coyuntura económica, desde mucho tiempo antes de su ingreso al Banco de la República. De hecho, cuando todavía estaba haciendo su doctorado en Illinois, escribió con Alberto Carrasquilla un artículo publicado en la revista *Desarrollo y Sociedad* de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes, en el cual se resalta la importancia de las fluctuaciones reales de corto plazo en la economía, precisamente por los efectos persistentes que ellas puedan tener. Usando procedimientos econométricos de frontera para esa época, los autores muestran que “la distinción entre política de corto plazo y política de largo plazo se hace mucho menos precisable, en la medida en que toda innovación persiste al cabo del proceso de reajuste macroeconómico” (Carrasquilla y Uribe, 1991).

El interés por las fluctuaciones macroeconómicas de corto plazo y su persistencia en el largo plazo se reflejó también en los trabajos que hizo en la Federación Nacional de Cafeteros, al lado de Juan José Echavarría, Carlos Esteban Posada y Alejandro Gaviria, tras volver a Colombia al terminar el doctorado. En esta época publicó con Alejandro Gaviria un artículo sobre el origen de las fluctuaciones económicas en nuestro país, donde se destaca la importante relación existente históricamente para el caso colombiano entre el comportamiento del PIB y los movimientos en el precio del café, relación que “parece cumplirse tanto en el corto como en el largo plazo” (Gaviria y Uribe, 1993, p. 56). La conciencia sobre

estos vínculos entre el corto y el largo plazo permite entender que una persona como Jota, que se dedicó después al manejo de la política monetaria —la política de corto plazo por excelencia— nunca haya dejado de pensar en que la relevancia mayor de esa política surgiera precisamente de sus efectos en el largo plazo.

INGRESO AL BANCO: LA PRIMERA ETAPA EN LA SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS Y LAS SEMILLAS DE LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO

En septiembre de 1993 José Darío Uribe ingresa al Banco de la República como subgerente de Estudios Económicos. Su ingreso hace parte de un proceso de cambios en los cargos directivos impulsado por Miguel Urrutia, quien se había posesionado en febrero de ese mismo año en la Gerencia General, y por Alberto Carrasquilla, quien acababa de ser designado en la Gerencia Técnica.

Teniendo en cuenta los antecedentes e intereses profesionales de Jota, descritos en la sección anterior, no es casualidad que el primer trabajo importante que publica, menos de un año después de entrar al Banco, es precisamente sobre el vínculo entre la inflación y el crecimiento económico de largo plazo (Uribe, 1994a). Ese trabajo fue presentado en un seminario de gran formato organizado por el Banco de la República, el Departamento Nacional de Planeación, el Ministerio de Hacienda, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, en junio de 1994. La principal preocupación del autor tiene que ver con la necesidad de aumentar la productividad para poder impulsar el crecimiento de largo plazo, algo para lo cual ve indispensable reducir la inflación y su volatilidad. En ese artículo muestra claramente las consecuencias negativas de la inflación y su volatilidad en el crecimiento del PIB, y la coincidencia del aumento de la inflación en los años setenta con la desaceleración del crecimiento en Colombia y en particular con la del crecimiento en la productividad total de los factores. Según afirma en dicho documento, los resultados sugieren que en Colombia la inflación impactó “de manera negativa y directa el crecimiento económico a través de su efecto sobre eficiencia en la asignación de recursos” (Uribe 1994a, p. 424).

Divulgación de las investigaciones del Banco

El artículo “Inflación y crecimiento económico en Colombia: 1951-1992” fue publicado en un libro de memorias del seminario, pero se había divulgado como documento de trabajo en el número 1 de la serie *Borradores de Economía*. En este sentido, no solo fue importante por su contenido académico, sino porque marcó un hito en el trabajo de difusión de la investigación realizada por el Banco en la forma de documentos de trabajo. En efecto, la serie *Borradores de Economía*

del Banco de la República, que nació en 1994 con el liderazgo de Carrasquilla y Uribe, se convertiría rápidamente en la fuente de trabajos académicos en temas económicos más consultada del país en las dos décadas siguientes. En agosto de 2015, tras veintiún años de haber sido creada la serie, se han publicado en ella más de novecientos documentos de alta calidad; su éxito dio pie además para que pocos años después se iniciara desde la sucursal del Banco en Cartagena una serie paralela, Documentos de Trabajo sobre Economía Regional, que durante muchos años fue dirigida por Adolfo Meisel, gerente en esa ciudad entre 1997 y 2013 y actualmente miembro de la Junta Directiva del Banco.

La divulgación de ambas series no sustituyó, sino que complementó la publicación de *Ensayos sobre Política Económica (ESPE)*, una revista indexada y con revisión de pares de alto nivel académico, que se había iniciado en 1982, vinculada en ese momento al Grupo de Estudios Especiales del Banco. La revista *ESPE* siguió publicándose con gran disciplina y nutriéndose con aportes de un equipo de economistas cada vez más amplio y mejor preparado. La importancia de las publicaciones académicas del Banco se verifica fácilmente en las estadísticas elaboradas por la organización Research Papers in Economics (RePec), un esfuerzo colaborativo de cientos de voluntarios en 85 países para mejorar la diseminación de la investigación en economía y ciencias relacionadas a nivel internacional. De acuerdo con RePec, a junio de 2015, entre las instituciones con publicaciones académicas en economía más citadas y consultadas el Banco de la República aparece en el tercer lugar para Suramérica (en la “clasificación ponderada”), por debajo solo de algunas instituciones de Chile y Brasil y por encima de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes, que se ubica en el segundo lugar entre las instituciones colombianas.

Semillas de la estrategia de inflación objetivo

Desde los primeros años de Jota en la Subgerencia de Estudios Económicos, sus escritos empiezan a perfilar varios de los elementos fundamentales de lo que más adelante se formalizaría en la estrategia de inflación objetivo: i) flexibilidad cambiaria; ii) gran énfasis en la credibilidad sobre el proceso de desinflación, y iii) tasa de interés como instrumento de la política monetaria, por oposición a las metas de agregados monetarios.

Flexibilidad cambiaria

El ingreso de Jota al Banco de la República coincide con un gran debate nacional sobre el proceso de apreciación del peso que se estaba presentando, no solo en

términos reales, como consecuencia de una inflación que superaba el 20%, sino incluso en términos nominales. Los colombianos no estábamos acostumbrados en esa época a que el precio en pesos de un dólar pudiera reducirse. Desde la creación del Banco de la República en 1923 se había tenido un sistema de tasa de cambio estrictamente administrada y a partir de 1967 el régimen cambiario se había caracterizado por un sistema de minidevaluaciones diarias, conocido internacionalmente como *crawling peg*. En enero de 1994, pocos meses después del ingreso de Jota a la Subgerencia de Estudios Económicos, la Junta Directiva del Banco decidió establecer las llamadas bandas cambiarias, que abrían un espacio importante de flexibilidad de la tasa de cambio, tanto hacia arriba como hacia abajo, de tal forma que sus movimientos, más que decisiones administrativas, reflejaran las fuerzas de la oferta y la demanda en el mercado.

La preocupación generalizada que existía en el país con respecto a la apreciación del peso era compartida por Jota. La interpretación sobre las causas de esa apreciación era, sin embargo, diferente entre distintos grupos de economistas y analistas de la coyuntura. Algunos se concentraban en el papel de la tasa de cambio nominal y focalizaban las recomendaciones en evitar la apreciación nominal del peso y en retomar una política de devaluaciones administradas. Al respecto, en “Inflación inercial, tasa de cambio y anclas” (Uribe, 1994b), Jota expresa que ello iría en total contravía del propósito de reducir en forma rápida y creíble la inflación en Colombia; algo que desde 1991 se había contemplado explícitamente como mandato constitucional para el Banco de la República, en tanto banco central autónomo. Amparándose en resultados de trabajos desarrollados por autores como Alberto Carrasquilla y Felipe Barrera, al igual que en varios elementos de confirmación empírica presentados en el mismo artículo, este trabajo de Uribe afirma de manera categórica que “el sistema de *crawling peg* introducido al país en la segunda mitad de los años 60 es el principal determinante (aunque no necesariamente el único) del grado de inercia inflacionaria observado en la economía colombiana en las últimas décadas” (Uribe, 1994b, p. 15). Por otra parte, a partir de una presentación sintética del modelo de texto de dos sectores sobre determinación de la tasa de cambio real, Uribe argumenta que la apreciación real del peso es sin duda un problema, pero que los determinantes fundamentales de esa apreciación no residen en el comportamiento de la tasa de cambio nominal, sino en factores tales como “la disponibilidad y el costo del financiamiento externo, y de variables exógenas como los términos de intercambio y la dotación de recursos exportables (... así como...) de variables de política que inciden en la demanda agregada, como la política fiscal, y la distribución del gasto entre bienes transables y no transables [...]” (p. 20).

En el planteamiento anterior la apreciación real del peso puede ser entendida en parte como consecuencia de condiciones financieras internacionales que favorecen

la entrada de flujos de capitales al país y el endeudamiento externo tanto del sector público como del privado. El reconocimiento de esta fuente de presiones hacia la apreciación real de la tasa de cambio es precisamente lo que conduce a la Junta Directiva del Banco de la República a introducir un sistema de encajes al endeudamiento externo en septiembre de 1993, encajes que se incrementan de manera sustancial en agosto de 1994 a instancias del gobierno entrante (del cual el autor de este artículo hace parte como viceministro técnico de Hacienda). Sin desconocer la utilidad moderada que pueden tener esos encajes, en un artículo sobre flujos de capitales en Colombia, publicado en *Borradores de Economía* en marzo de 1995, Jota enfatiza mucho más el papel que cumplen el gasto público y su financiamiento en la apreciación real del peso (algo de lo cual yo me iré convenciendo de manera lenta, excesivamente lenta quizás, a través de los años subsiguientes). Asimismo, Jota enfatiza los costos y limitaciones de acumular reservas internacionales como mecanismo para mitigar las presiones hacia la apreciación y la importancia que tiene la flotación cambiaria para moderar los estímulos a la entrada de capitales generados precisamente por expectativas de revaluación. Afirma en particular que la mayor flexibilidad de la tasa de cambio nominal no solo permitió aumentar la independencia de la oferta monetaria y el crédito en un contexto de entrada de capitales, sino que posiblemente “redujo las entradas de capitales motivadas por la existencia de expectativas de revaluación, dada la evidente sobrevaluación del peso en los primeros años de la década (de los años noventa)” (Uribe, 1995, p. 23).

Las ideas planteadas en el trabajo citado (Uribe, 1995) coinciden en alto grado con el planteamiento que Jota había hecho a la Junta mediante un documento de marzo de 1994, “Flujos de capital, diferenciales de tasas de interés y expectativas de revaluación” (Uribe, 1994c). Allí resume las conclusiones obtenidas de un análisis econométrico, de la siguiente manera:

i) para disminuir la entrada de capitales se necesita cerrar los diferenciales de tasas de interés y dejar que la tasa de cambio se devalúe a un ritmo menor para eliminar así las expectativas de revaluación; ii) si la defensa de la tasa de cambio se considera un objetivo básico, la forma de hacerlo es actuando de manera rápida y decidida sobre sus “fundamentos” (v. gr. el gasto real) y no a través de la tasa de cambio nominal; iii) los esfuerzos de esterilización y defensa de la tasa de cambio sin actuar en sus “fundamentos” han sido un factor determinante de la entrada de capitales y iv) el efecto contraccionista de la esterilización a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMAs) tiende a perderse después de aproximadamente nueve meses.

En ese contexto, las recomendaciones del documento hacen énfasis en que “el control del gasto —público y privado— es la única forma de que simultáneamente se estabilicen los precios y se defienda la tasa de cambio real”. Además propone “encarecer el endeudamiento externo mediante el mecanismo de encaje”, pero alerta que “los efectos de este mecanismo son transitorios y protegen de manera injustificada al sector financiero nacional” (Uribe, 1994c, p. 10).

Énfasis en la credibilidad sobre el proceso de desinflación

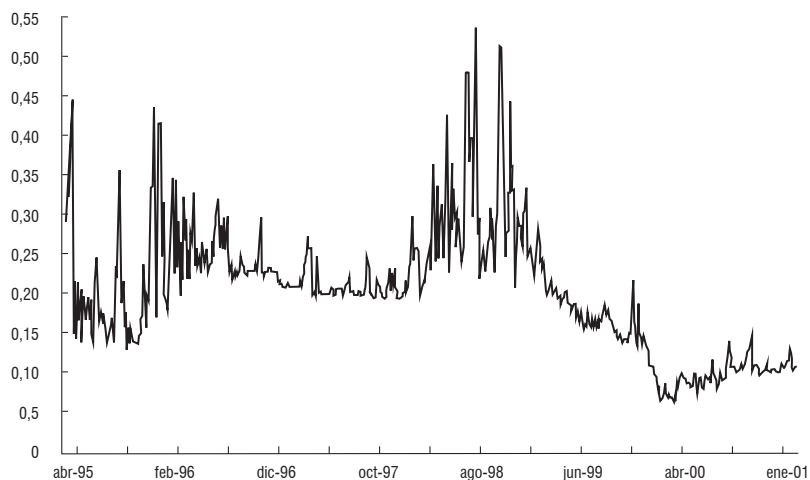
En este contexto, la preocupación por la revaluación real de la tasa de cambio no impide a Jota, en su artículo “Inflación inercial, tasa de cambio y anclas” (Uribe, 1994b), cuestionar de manera contundente dos ideas contrarias entre sí pero sobresalientes e indicativas de las escuelas prevalecientes en esa época sobre cómo podría reducirse la inflación en Colombia. De acuerdo con la primera escuela, la estrategia para reducir la inflación debería basarse en romper el componente inercial de la misma mediante políticas de precios y salarios, en un contexto en el que, sin embargo, sus defensores pregonaban la necesidad de mantener una tasa de cambio real competitiva con un manejo de la tasa de cambio nominal que reforzaba el componente inercial de la inflación. De acuerdo con la segunda escuela, el tema de la inercia inflacionaria sería poco relevante y la estrategia para reducir la inflación debería concentrarse en establecer y cumplir metas cuantitativas de crecimiento monetario. La crítica en este segundo caso no reside solo en el olvido que se hace de la inercia inflacionaria, sino en el supuesto implícito de estabilidad en la demanda de dinero. Tras las críticas a estas dos escuelas de pensamiento sobre la manera de reducir la inflación en Colombia, Uribe plantea en su artículo la conveniencia de una estrategia ecléctica con fuerte énfasis en la *credibilidad* de la política antiinflacionaria, que utilice “anclas múltiples” que incluyan la tasa de cambio y políticas de precios y salarios acompañadas de políticas monetarias y fiscales restrictivas (Uribe, 1994b, p. 23).

Tasa de interés vs. agregados monetarios como instrumento de política

La política monetaria restrictiva, de acuerdo con los planteamientos del artículo sobre inflación, tasas de cambio y anclas, debería “ser diseñada en el corto plazo, según metas de tasas de interés y no estrictamente cuantitativas de crecimiento en la cantidad de dinero” (Uribe, 1994, p. 23). Se manifiesta con esta frase, de manera discreta pero clara, la profunda desconfianza del autor sobre la estrategia monetaria que se seguía en esa época, demasiado basada en criterios de control monetario cuantitativo y en un supuesto implícito de estabilidad en la demanda

de dinero. La pretensión que tenía el Banco de controlar estrictamente la oferta de dinero lo conducía a ofrecer a los bancos cantidades predeterminadas de recursos, las que controlaba mediante el manejo de los pasivos a plazo del Banco de la República conocidos en esa época como ‘títulos de participación’ o TP. Los requisitos de encaje solían ser muy altos y su incumplimiento en un día particular podía generar cuantiosas sanciones por parte de la Superintendencia Bancaria. Como resultado de esta política se generaban en el sistema financiero grandes desequilibrios entre la oferta y la demanda de recursos de muy corto plazo, los cuales se manifestaban en movimientos enormes de la tasa de interés interbancaria. De hecho, en 1995 y comienzos de 1996 era frecuente ver cambios de más de 20 puntos porcentuales en la tasa de interés interbancaria de un día para otro. Esta volatilidad se redujo durante 1997, pero volvió a aparecer con mucha fuerza y bajo condiciones críticas para la economía colombiana, en 1998, tal como se puede observar en el Gráfico 1¹.

GRÁFICO 1
TASA INTERBANCARIA MODAL - TIB MODAL
 (abril de 1995 - enero de 2001)



Fuente: Hernández y Tolosa (2001).

¹ Una buena descripción sobre la operatividad de la política monetaria y la forma como fue cambiando a lo largo de la segunda mitad de la década de los noventa se encuentra en Hernández y Tolosa (2001).

El cuestionamiento que hace Jota al enfoque de control monetario cuantitativo tiene apoyo técnico en el trabajo que realizó con los dos econométricos más destacados del Banco en el momento: Martha Misas y Hugo Oliveros (Misas, Oliveros y Uribe, 1994), quienes aprendieron de Jota la metodología de cointegración (Johansen y Juselius, 1990) que usan en el trabajo. En ese artículo los autores muestran con sofisticadas técnicas que, aunque

[...] hay una fuerte relación entre la demanda por dinero, las variables de escala (PIB o consumo) y las tasas de interés, las pruebas de estabilidad de los parámetros de corto y largo plazo y la evaluación de la capacidad predictiva de los modelos en el corto plazo sugieren que la función es inestable y plantean interrogantes sobre el uso de M1 o MA (agregado monetario ampliado, definido como M3 más bonos emitidos por el sector financiero), como meta intermedia de la política monetaria. (p. 117)

Este cuestionamiento sería aún más fuerte para el uso de la base monetaria como meta intermedia de la política, algo que dio origen a un fuerte debate entre miembros de la Junta Directiva y algunos economistas de la Gerencia Técnica a comienzos de 1997. Durante los años inmediatamente anteriores la expansión monetaria se había dado sobre todo a través de una política de reducción de encajes, que implicaba grandes aumentos en el multiplicador bancario y permitía que la base monetaria pudiera crecer muy por debajo de la inflación sin generar desequilibrios monetarios. Para 1997, sin embargo, había consenso en que los encajes habían llegado a un mínimo prudencial y seguir reduciéndolos pondría en peligro las condiciones de liquidez del sistema financiero, por lo tanto era indispensable llevar el ritmo de crecimiento de la base monetaria a niveles compatibles con el crecimiento de la demanda de dinero medido de una manera más amplia —como M1, M2 o M3— a fin de evitar deficiencias en la oferta monetaria y aumentos desproporcionados en las tasas de interés. Ello se hizo, pero el debate fue intenso y a la Junta Directiva se la acusó de haber generado un desborde monetario —medido en términos del crecimiento de la base monetaria— que supuestamente habría de implicar fuertes presiones inflacionarias en los años siguientes. Como es bien sabido, dichas predicciones resultaron totalmente infundadas; en 1997 se logró cumplir por primera vez, de manera rigurosa, la meta de inflación previamente establecida por la Junta Directiva y en los siguientes dos años la inflación cayó por debajo de las metas establecidas para 1998 y 1999 (Villar, 2011).

La discusión sobre el uso de agregados monetarios y control cuantitativo de la cantidad de dinero como estrategia antiinflacionaria tuvo implicaciones importantes en todos los años en los que Jota fue subgerente de Estudios Económicos del Banco, esto es, entre 1993 y 1998. Para varios economistas del Emisor y un grupo

mayoritario de codirectores, las tasas de interés de corto plazo deberían entenderse como resultado del mercado y no como un instrumento de política. Desde ese enfoque —radicalmente distinto del que se usa actualmente en Colombia y en la mayor parte de los países del mundo— la política debía encargarse de fijar las cantidades ofrecidas de dinero y dejar que las tasas de interés de corto plazo se determinaran libremente como resultado de la interacción de esa oferta con la demanda. Se trataba de una línea monetarista muy inspirada en la política adelantada más de una década atrás por parte de Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos. Pocos años después Volcker explicaba que él mismo no creía que la tasa de interés interbancaria debiera entenderse como un resultado de mercado, sino que había usado ese argumento para facilitar la comunicación pública en el contexto de una política muy contraccionista en los años ochenta, en la que habría sido difícil vender la idea de que las tasas de interés eran fijadas voluntariamente por la Fed en los altísimos niveles que alcanzaron en esa época. Como afirma Alan Blinder, exvicepresidente de la Fed, “en el caso de la Reserva Federal, el breve y tumultuoso experimento realizado con el monetarismo entre 1979 y 1982 fue probablemente un matrimonio de conveniencia más que un capricho pasajero: la retórica monetarista proporcionó al Fed un escudo térmico político cuando subió los tipos de interés a niveles insoportables” (ver Blinder, 1998, p. 29 de la versión en español)². Las propuestas de Jota en este frente siempre estuvieron más encaminadas a reconocer de manera transparente que la tasa de interés de corto plazo es una variable fácilmente controlable por la autoridad monetaria a través de la tasa de interés de intervención, algo que ya en los años noventa era de común aceptación en los bancos centrales de los países desarrollados, muy particularmente en los Estados Unidos. Esas propuestas, sin embargo, solo serían plenamente adoptadas por la Junta Directiva del Banco varios años más tarde, cuando ya Jota era gerente técnico y se acogió formalmente la estrategia monetaria de *inflation targeting* o inflación objetivo.

De esta manera, el trabajo de José Darío Uribe a lo largo de varios años como subgerente de Estudios Económicos fue fundamental para ir conformando las condiciones que llevarían más adelante a la adopción plena de la estrategia de inflación objetivo. Un hito importante en ese proceso fue el viaje que hizo en 1995 a los países nórdicos, donde ya estaba en vigencia una estrategia de ese tipo. Entre los elementos que trajo consigo de ese viaje fue el énfasis en la necesidad de contar con buenas proyecciones de inflación mediante modelos de muy diverso tipo que empezaron a usarse en los informes de precios que presentaba mensualmente el equipo técnico del Banco a su Junta Directiva para apoyar la toma de

² Ben Bernanke argumenta que el uso de metas cuantitativas es el único aspecto en el cual el marco conceptual de Friedman no encaja con la sabiduría convencional actual (Bernanke, 2003, p. 4).

decisiones. Entre esos modelos no solo los había de tipo puramente monetario, basados en el principio de estabilidad de la demanda de dinero que Jota había cuestionado, sino modelos de carácter más estructural, como el que en esa época se denominaba internamente el “modelo escandinavo”. La elaboración de proyecciones con múltiples modelos tan diferentes y su presentación a la Junta ayudaron en ese período a la integración de los economistas mejor preparados del Banco con el proceso de decisiones de política y pusieron de presente el alto grado de pragmatismo de Jota y, por supuesto, de Alberto Carrasquilla y Miguel Urrutia.

LA GERENCIA TÉCNICA EN UN PERÍODO DE CRISIS ECONÓMICA: DISEÑO DE LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO

La crisis de fin de siglo

Tras el retiro de Alberto Carrasquilla, José Darío Uribe pasó de la Subgerencia de Estudios Económicos a la Gerencia Técnica en enero de 1998. Se trataba del comienzo de una época muy difícil, quizás la de mayor turbulencia en la historia del Banco de la República desde su creación. Miguel Urrutia la llamaría más tarde “la crisis de fin del siglo” (Urrutia y Llano, 2011, 2012).

En efecto, la volatilidad internacional generada desde finales de 1997 por la crisis cambiaria de cuatro de las principales economías del sureste asiático (Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas, varias de las cuales habían sido ejemplo de crecimiento sostenido y estabilidad durante varias décadas), empezó a sentirse de manera contundente en muchas economías emergentes. Ello, además, se hizo particularmente grave en el caso colombiano, en un ambiente preelectoral de alta polarización de la opinión pública y una situación de creciente desconfianza hacia la política económica general. Las esperanzas que se habían generado durante el lustro anterior sobre el comienzo de un auge petrolero por el descubrimiento de los yacimientos de Cusiana y Cupiagua, que empezaría producción en 1999, se vieron dramáticamente frustradas con el desplome del precio del crudo a niveles cercanos a 10 dólares por barril. Las altas tasas de interés de la época, unidas a un fuerte proceso de desaceleración de la economía, indujeron una crisis del sector financiero hipotecario que dio al traste con el tradicional sistema de indexación de los créditos para compra de vivienda —el sistema UPAC— y reforzó la crisis hasta llevar la economía a la peor recesión en más de setenta años; 1999, de hecho, ha sido el único año con caída absoluta en el nivel real del PIB en toda la historia de Colombia tras el período de la Gran Depresión de 1929.

De esta manera, el nuevo gerente técnico del Banco de la República tuvo que iniciarse en ese cargo bajo condiciones particularmente complejas y en un

ambiente de gran animadversión de la opinión pública a las políticas del Banco. Las reservas internacionales caían rápidamente, con la tasa de cambio pegada al techo de la banda cambiaria, y la tasa de interés aumentaba de manera fortísima ante la renuencia de la Junta de compensar mediante emisión monetaria la contracción que se generaba con la venta de esas reservas. Los problemas además se agravaron cuando, ocho días después de posesionado el gobierno de Andrés Pastrana, se produjo la declaración de *default* por parte de Rusia. Buena parte de los países de América Latina enfrentaron problemas de grandes dimensiones. Brasil tuvo que permitir una maxidevaluación de su moneda en febrero de 1999, con fuertes implicaciones inflacionarias, y Chile, el país que se consideraba ejemplo de política económica para muchos otros países de la región, abandonó su banda cambiaria a comienzos de septiembre de ese mismo año. El Banco de la República terminó haciendo lo mismo, en un proceso que se había planeado cuidadosamente pero que tuvo que adelantarse de manera un tanto atropellada a consecuencia de filtraciones de información que indujeron corridas contra el peso demasiado costosas de enfrentar.

La crisis de fin de siglo trajo consigo enormes costos económicos y sociales, pero dejó también elementos que favorecieron muchas de las reformas que se introdujeron con gran éxito en la política monetaria desde el segundo semestre de 1999 y se consolidaron en la adopción de la estrategia de inflación objetivo, cuyo artífice principal, dentro del equipo técnico del Banco, fue sin duda alguna José Darío Uribe. Al menos tres elementos de la crisis fueron importantes en este resultado. En primer lugar, la fuerte contracción monetaria con la cual se enfrentó esa crisis por parte del Banco permitió una reducción muy rápida de la inflación, que bajó de 17,8% en 1997 a 16,7% en 1998 y 9,2% en 1999. De esta forma, en 1999 Colombia observaba tasas de inflación de un solo dígito por primera vez en más de un cuarto de siglo, lo que generó un alto grado de credibilidad sobre el compromiso de la Junta Directiva del Banco en el proceso de desinflación. A partir de allí, las metas de inflación que se establecieran por parte de la Junta serían mucho más creíbles. En segundo término, la experiencia de sobreajustes en la tasa de interés durante el periodo de crisis, ocasionados al menos en parte por la pretensión de manejar cuantitativamente la oferta monetaria, llevó a la Junta del Banco a tomar mayor conciencia sobre los problemas de la estrategia de metas cuantitativas monetarias y la conveniencia de usar en su lugar las tasas de interés como instrumento explícito de política. En tercer lugar, pero no menos importante, el proceso de desmonte de la banda cambiaria condujo a un régimen de flotación mucho más acorde con la posibilidad de que el Banco de la República manejara la política monetaria de manera autónoma y no restringida por las presiones que generaban las compras o ventas de divisas.

Desmante de la banda cambiaria y puesta en marcha de una nueva estrategia

Los elementos que condujeron al abandono de la banda cambiaria en septiembre de 1999 fueron explicados en un reporte extraordinario de la Junta Directiva al Congreso de la República, cuya redacción estuvo en lo fundamental liderada por el entonces gerente técnico, José Darío Uribe (Junta Directiva del Banco de la República, 1999). Como allí se afirmaba, “la decisión de flotar la tasa de cambio se tomó, a pesar de que lo más deseable hubiera sido hacer el cambio en un momento de mayor tranquilidad cambiaria, con base en una serie de consideraciones que permitían prever, con cierto grado de confianza, que no se iba a generar una transición traumática” (p. 22). En el mismo documento se explica que al abandonarse la tasa de cambio como punto de referencia para la política monetaria, la decisión de eliminar las bandas cambiarias estaba indisolublemente ligada a la necesidad de adoptar otro tipo de ancla para las variables nominales de la economía. Era la oportunidad de adoptar un esquema en el que unas metas de inflación con alta credibilidad guiaran el manejo de todos los instrumentos de la política monetaria. En otras palabras, era un paso fundamental hacia la adopción explícita de la estrategia de inflación objetivo en Colombia.

Como se mencionó, varios de los elementos constitutivos de una estrategia de inflación objetivo habían sido esbozados en escritos de Jota durante su período como subgerente de Estudios Económicos. Al comenzar su papel de gerente técnico, en un documento escrito en enero de 1998, publicado un año más tarde (Uribe, 1999), hizo explícita la complejidad de muchos de los procedimientos operativos que mantenía la política monetaria, y los describió haciendo referencia implícita a los elementos que habrían de definirse de manera diferente para poder contar con una estrategia de inflación objetivo, esto es: i) al objetivo final de la política monetaria; ii) a los objetivos intermedios e instrumentos de política, los cuales se volvían muy complicados mientras se tuvieran metas de agregados monetarios y bandas cambiarias de manera simultánea; y, iii) a los esquemas de monitoreo, que hasta ese momento existían en reportes de precios que entregaba el equipo técnico del Banco a la Junta Directiva pero no eran conocidos por el público en general, algo que empezó a hacerse de manera sistemática mediante la publicación trimestral de los *Informes sobre Inflación*, a partir de enero de 1999, siguiendo la recomendación explícita de Jota en el documento mencionado (Uribe, 1999, p. 97).

La adopción de una estrategia monetaria de inflación objetivo o de *Inflation Targeting* se consolidaría después del desmonte de la banda cambiaria³. Los aspectos conceptuales y operacionales fueron planteados en un documento elaborado por Jota Uribe con Hernando Vargas, su mano derecha de siempre en todos los temas técnicos, y presentado en un documento de ambos autores en compañía de Javier Gómez (Uribe, Vargas y Gómez, 1999). Una versión ampliada se divulgó en varios seminarios internacionales y fue publicada en *Borradores de Economía* un par de años más tarde (Uribe, Vargas y Gómez, 2002).

Según la nueva estrategia monetaria, el proceso de desinflación se mantuvo luego de 1999 en un contexto de credibilidad creciente en las políticas del Banco. Esa credibilidad permitió que las tasas de interés de intervención mantuvieran una tendencia descendente hasta el año 2005, pese al notorio proceso de recuperación de la dinámica del PIB que se observó en ese período. Esto se daba en condiciones en las que todavía era posible argumentar que existía una importante brecha entre la producción observada y la potencial, brecha que se había ampliado a niveles muy altos durante la crisis de fin de siglo. La única interrupción en el proceso de reducción de las tasas de interés de intervención a lo largo de los siete años que transcurrieron entre comienzos de 1999 y finales de 2005 tuvo lugar en el primer semestre de 2003, cuando se presentó una fuerte depreciación del peso que llevó la tasa de cambio a niveles cercanos a 3.000 pesos por dólar, asociada a una drástica caída en los flujos de recursos de capitales hacia América Latina en una situación de incertidumbre inducida por la elección de Luis Ignacio Lula da Silva como presidente de Brasil. Cabe recordar que en ese momento Lula era percibido como poco amigo de los mercados y de las políticas macroeconómicamente sostenibles. La fuerte depreciación del peso y su repercusión en las expectativas de inflación obligaron al Banco de la República a aumentar las tasas de interés de intervención, lo que interrumpió temporalmente la tendencia descendente que traían desde 1999.

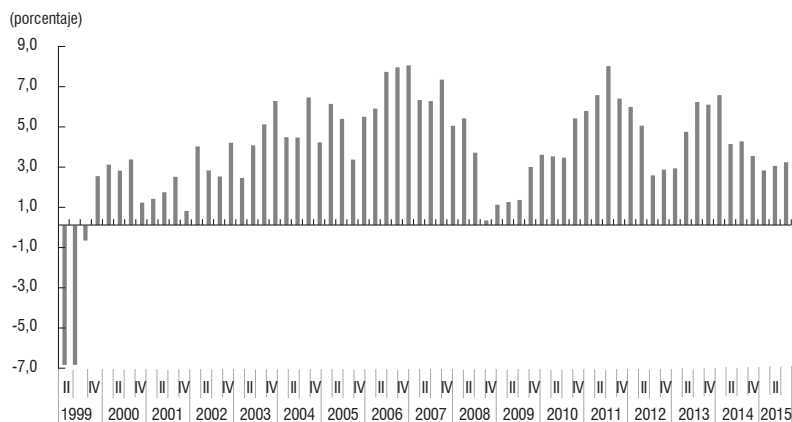
El episodio de 2003 puso de presente las dificultades que podría enfrentar la estrategia de inflación objetivo para adelantar políticas de carácter contracíclico en contextos de alta volatilidad cambiaria, en los cuales los movimientos extremos de la tasa de cambio pudieran poner en riesgo el cumplimiento de las metas de inflación. Aunque en ese momento existía todavía una brecha importante entre la producción observada y la potencial y las tasas de crecimiento del PIB eran relativamente bajas (menos de 3%, en promedio, entre mediados de

³ Tal como se menciona en el documento de López, Vargas y Rodríguez (2015), la consolidación del esquema se formalizó en el *Informe al Congreso* de julio de 2000. Allí se afirma que “con la eliminación de la banda cambiaria se ha hecho más directo el papel que desempeña la política monetaria. Bajo estas nuevas circunstancias, el régimen monetario hacia el que se mueve el Banco de la República en la actualidad es uno de inflación objetivo” (Junta Directiva del Banco de la República, 2000, p. 11).

2002 y mediados de 2003), el Banco se vio forzado a subir las tasas de interés en forma procíclica para enfrentar las presiones sobre las expectativas inflacionarias que surgían por un acelerado proceso de depreciación del peso (Gráfico 2).

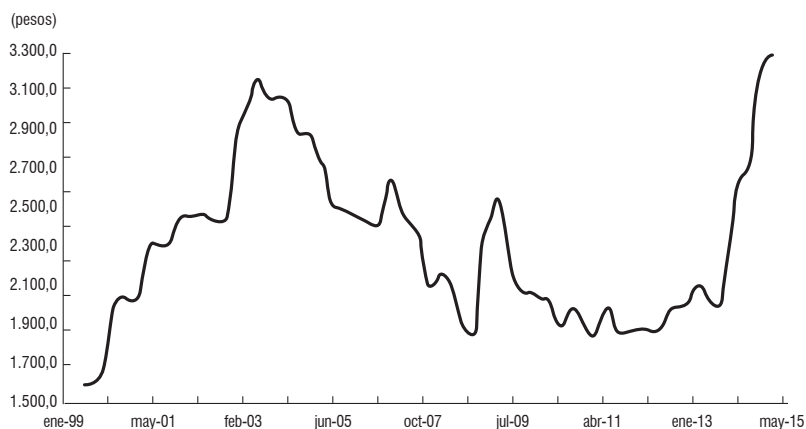
GRÁFICO 2
CRECIMIENTO, INFLACIÓN, TASA DE INTERÉS Y TASA DE CAMBIO, 1999-2015

A. VARIACIÓN ANUAL PIB TRIMESTRAL (II TRIMESTRE 1999 – III TRIMESTRE 2015)



Fuentes: DANE; cálculos de Fedesarrollo.

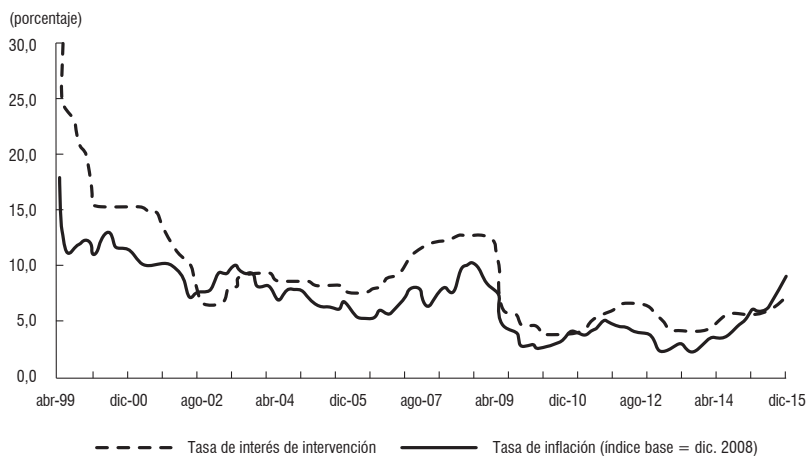
B. TASA DE CAMBIO, PESOS POR DÓLAR (ENERO 1999 - DICIEMBRE 2015)
(promedios trimestrales)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 2 (CONTINUACIÓN)
CRECIMIENTO, INFLACIÓN, TASA DE INTERÉS Y TASA DE CAMBIO, 1999-2015

C. TASA ANUAL DE INFLACIÓN Y TASA DE INTERVENCIÓN (enero 1999 - diciembre 2015)



Fuente: Banco de la República.

Un requisito indispensable para la estrategia de inflación objetivo y su credibilidad es que la política monetaria pueda realmente concentrarse en la consecución de la meta de inflación y su autonomía para ese propósito no solo esté garantizada desde el punto de vista político e institucional sino por la ausencia de desequilibrios grandes en el frente cambiario, en el fiscal o en el financiero. En otras palabras, la estrategia de inflación objetivo tiene como prerrequisito fundamental que no haya lo que en la literatura sobre el tema se ha llamado *dominancia* cambiaria, fiscal o financiera. Este prerrequisito no se hubiera cumplido antes ni durante la crisis de fin del siglo XX. En lo corrido del siglo XXI se ha cumplido como regla general, salvo en coyunturas específicas. El episodio del primer semestre de 2003 es probablemente un ejemplo de dominancia cambiaria. Más adelante me referiré a otras situaciones en las que Jota Uribe, siendo ya gerente general del Banco, ha tenido que enfrentar condiciones similares que le impiden actuar en forma contracíclica. Una de ellas es precisamente la coyuntura actual, a partir de mediados de 2014, en la que el desplome de precios del petróleo y el cambio en la percepción de los inversionistas internacionales sobre América Latina han inducido una depreciación del peso de casi 70% en un lapso de poco más de un año, lo cual ha generado efectos importantes sobre las expectativas de inflación. Me referiré también a la preocupación permanente del Banco de

la República por apoyar una institucionalidad de las finanzas públicas que evite situaciones de dominancia fiscal. Antes de ello, sin embargo, la siguiente sección se concentra en la importancia que Jota otorgó al análisis del sistema financiero y a evitar la gestación de condiciones propicias a una crisis en ese sector, que obviamente daría al traste con la credibilidad de una estrategia monetaria de inflación objetivo de carácter contracíclico.

Sector financiero y regulación macroprudencial

La conciencia sobre la importancia de contar con un sector financiero sólido fue persistente desde la crisis de fin de siglo y los trabajos académicos y publicaciones de Jota al respecto así lo demuestran. El énfasis principal de esos análisis puede resumirse en la observación ampliamente aceptada en la academia y los principios internacionales de regulación prudencial de que las crisis financieras se gestan durante los auges crediticios, aunque en esos momentos los mismos auges hacen difícil observar el deterioro del sistema. Un aporte importante al respecto fue el que hicieron en 2002 Jota Uribe y Hernando Vargas, en ese entonces gerente técnico y subgerente de Estudios Económicos del Banco de la República, con el artículo “Reforma financiera, crisis y consolidación en Colombia”, publicado en un libro editado por Pierre Van der Haegen y José Viñals (Uribe y Vargas, 2003). En ese artículo se insinúan elementos de lo que varios años más adelante se convertiría en el estándar de la literatura sobre la necesidad de una regulación macroprudencial. Los autores muestran cómo los flujos internacionales de capitales generaron en la década de los noventa grandes fluctuaciones en el gasto agregado de la economía. El crédito interno se expandió rápidamente en el contexto de un sector financiero liberalizado y ello se reflejó en el incremento en los precios relativos de los sectores no transables y de la finca raíz. La reversión de los flujos de capital en los últimos años de la década produjo una drástica contracción del gasto y el producto, en un contexto de crisis financiera y colapso del crédito o *credit crunch* (Uribe y Vargas, 2003, p. 445).

La preocupación por la gestación de desequilibrios asociados al crecimiento excesivo del crédito se pone de presente en 2007, en un momento en que el concepto de regulación macroprudencial ya se debatía en entidades como el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS, por sus siglas en inglés), pero aún no tenía la aceptación generalizada que ganó tras la crisis de Lehman Brothers. En 2007, de hecho, cuando ya Jota era gerente general y el crédito bancario crecía a tasas extraordinariamente altas (32% en mayo), el Banco de la República estableció encajes marginales para moderar ese crecimiento y complementar las actuaciones que de modo simultáneo estaba haciendo la Superintendencia Financiera a través de provisiones generales y contracíclicas.

Estos temas serán retomados en varios escritos posteriores de Jota, con la colaboración de Hernando Vargas, cuando el concepto de políticas financieras macroprudenciales se pone de moda en los debates internacionales. Así, por ejemplo, en un discurso pronunciado en 2012 con motivo de un evento de alto nivel organizado por el Banco Central de Uruguay en Montevideo, Jota plantea expresamente que el instrumental de políticas macroprudenciales debe ser parte integral de la estrategia de un banco central, e incluye en él no solo las tasas de interés a corto plazo, sino también la intervención en el mercado cambiario, las facilidades de prestamista de última instancia, la regulación de la liquidez del sistema financiero a diferentes plazos, el establecimiento de requerimientos de reserva bancaria o de liquidez, y de límites sobre algunas posiciones netas en activos de los intermediarios financieros (Uribe, 2012a). Esta concepción pragmática sobre los controles a los flujos internacionales de capital y, ante todo, sobre la conveniencia de regular los descalces cambiarios, fue planteada también en otras intervenciones realizadas entre 2011 y 2013, período en el que las presiones a la apreciación del peso generaban discusiones frecuentes sobre el tema (Uribe, 2011a, 2011b, 2013b). En esas intervenciones Jota plantea de manera categórica que si bien los controles de capital y la regulación cambiaria deberían entenderse como parte del marco de política de los bancos centrales, su uso ha de entenderse siempre como un complemento y no como un sustituto de políticas apropiadas en los frentes fiscal, monetario, cambiario y macroprudencial.

Jota enfatiza la necesidad de evitar la “dominancia financiera” de la política monetaria. Esta podría surgir por la necesidad de otorgar liquidez amplia a un sistema financiero en crisis cuando las condiciones macroeconómicas y el cumplimiento de las metas de inflación sugieren lo contrario. La “dominancia financiera” podría darse también en condiciones en que las metas de inflación se están cumpliendo (o incluso cuando las perspectivas de inflación son demasiado bajas y sugieren la necesidad de una política monetaria más expansiva), pero al mismo tiempo se están gestando condiciones de crecimiento crediticio que pueden generar desequilibrios financieros importantes en el mediano plazo de no adoptarse medidas restrictivas. Esto último es, precisamente, lo que muchos analistas consideran que sucedió con la política monetaria de la Fed en los Estados Unidos hacia mediados de la primera década de este siglo, algo que en varias oportunidades fue alertado por analistas del BIS.

En este contexto, el discurso de Jota en Montevideo enfatizaba que el primer principio que debe satisfacer una política monetaria para ser exitosa es evitar que esta política sea procíclica en los períodos de auge, en los cuales se suelen crear las condiciones para las crisis. Las políticas contracíclicas, sin embargo, requieren ser complementadas con otras que ayuden a identificar y prevenir vulnerabilidades sistémicas y para las cuales es fundamental el papel de los bancos centrales

en conjunto con los supervisores financieros, las agencias de seguros de depósitos (Fogafin en el caso colombiano) y los gobiernos. La regulación financiera sobre requisitos de liquidez y eventuales descalces de plazos y monedas cumple un papel importante en este propósito. Respecto a los descalces cambiarios, Jota asevera que la flexibilidad cambiaria —la cual constituye un componente fundamental de la estrategia de inflación objetivo— ayuda a desestimular la asunción de riesgos en este frente.

El apoyo a la participación de los bancos centrales en el diseño e implementación de instrumentos de política macroprudencial es ratificado por José Darío Uribe en la conferencia sobre este tema organizada en México D. F. por el Cemla, el Banco Mundial y el Banco de Italia, en junio de 2013 (Uribe, 2013a). Allí, sin embargo, Jota plantea los riesgos de que esas políticas entren en conflicto, dadas ciertas circunstancias, con los objetivos centrales de la política monetaria. Por ello anota que la validez y conveniencia de usar políticas macroprudenciales depende de manera crítica de los arreglos institucionales que existan en cada país, del grado de desarrollo de sus sistemas financieros y de qué tan vulnerables sean esas economías a choques externos, sean comerciales, por términos de intercambio o por flujos de capitales.

4. LA GERENCIA GENERAL

A finales de 2004 se completó el período máximo que legalmente podía estar Miguel Urrutia en la Gerencia General del Banco de la República y la Junta Directiva adelantó el proceso de elegir a su sucesor. Este proceso es relativamente complejo, por cuanto no solo busca garantizar que el nuevo gerente tenga una mayoría de votos entre los siete miembros de la Junta, sino que, en la medida de lo posible, genere consenso y no enfrente una oposición fuerte de algún o algunos miembros con posiciones minoritarias. De conformidad con esos principios, la elección de Jota como gerente general demostró la ascendencia y credibilidad que había logrado en el conjunto de miembros del Directorio durante una larga trayectoria de casi doce años en el Banco, como subgerente de Estudios Económicos primero y como gerente técnico después.

4.1. Consolidación de la estrategia de inflación objetivo y ejecución de una política contracíclica

Los once años que han corrido hasta el momento de escribir estas líneas, desde el ingreso de Jota a la Gerencia General en enero de 2005, han permitido la consolidación de la estrategia de inflación objetivo que se había ido definiendo poco a

poco en el período precedente. Además, los altos niveles de credibilidad pública del Banco facilitaron que actuara con gran flexibilidad para adoptar políticas contracíclicas, que ayudaron a estabilizar el comportamiento de la actividad productiva.

El ejemplo más ilustrativo de la política monetaria contracíclica y estabilizadora que se pudo adelantar bajo la estrategia de inflación objetivo durante la gestión de Jota Uribe como gerente general, es el correspondiente a la crisis que se desencadenó a nivel mundial tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Cuando se produjo esa crisis el crecimiento de los precios en Colombia estaba acercándose a sus metas de largo plazo. Entre 2005 y 2006 los aumentos del IPC fueron inferiores al 5% y, si bien en 2007 y comienzos de 2008 se había presentado un ligero incremento en la inflación, la credibilidad en que pronto se llegaría al rango definido por el Banco como meta para el largo plazo (3% +/- 1%) había aumentado de manera sustancial. En este contexto, cuando empezó a sentirse en Colombia una rápida desaceleración económica como consecuencia de la crisis internacional, la autoridad monetaria pudo manejar las tasas de interés con criterios contracíclicos, reduciéndolas de manera agresiva, del 10% en diciembre de 2008, al 4% en octubre de 2009 y a 3% hacia mediados de 2010 (Gráfico 2, p. 290). Dicha política se dio además en un contexto de amplia flexibilidad cambiaria que permitió a la tasa de cambio subir desde 1.650 hasta cerca de 2.500 pesos por dólar en unos pocos meses, sin afectar la credibilidad de las metas de inflación.

Por supuesto, la política contracíclica no solo actúa bajando las tasas de interés y permitiendo depreciaciones de la moneda en las fases de crisis internacional y desaceleración económica. La credibilidad que permite hacer eso se gana precisamente en las fases positivas del ciclo económico, cuando la actividad productiva y la demanda agregada están creciendo por encima del potencial; en esas fases de auge la autoridad monetaria debe subir las tasas de interés y permitir apreciaciones importantes de la tasa de cambio, decisiones que típicamente generan reacciones políticas adversas por parte del Gobierno y situaciones de incompreensión por parte de la opinión pública, que siente que el banco central obstaculiza un mayor dinamismo económico. Este tipo de situación de auge económico fue precisamente lo que tuvo que enfrentar el Banco de la República durante los primeros años en que Jota Uribe fue su gerente general. Específicamente, entre enero de 2006 y agosto de 2008 el Banco aumentó las tasas de interés de intervención desde un mínimo de 6% a un máximo de 10%, pese a que en el mismo lapso el peso mostraba un fuerte proceso de apreciación cambiaria que llevó la tasa de cambio desde niveles cercanos a 2.300 pesos por dólar en 2005 al orden de 1.700 pesos a mediados de 2008 (véase Gráfico 2, panel b, p. 290). En ese período el Banco de la República tuvo que desempeñar un papel políticamente ingrato, pero su autonomía no estuvo amenazada, como sí había sucedido en

diciembre de 2004, cuando el presidente de la república quiso establecer una mayor tasa de cambio por decreto, algo a lo cual, según se cuenta de manera informal, se opusieron de manera radical y lograron desactivar al ministro de Hacienda de la época, Alberto Carrasquilla, y el líder empresarial y presidente de la ANDI, Luis Carlos Villegas.

Las críticas a la política de aumentos en las tasas de interés durante el auge condujeron a que José Darío Uribe y Hernando Vargas escribieran el documento “¿Por qué la Junta Directiva aumentó las tasas de interés de intervención del Banco de la República en julio de 2008?” (Uribe y Vargas, 2008). Allí se muestra cómo el auge de la demanda y el crédito en 2006 y 2007, no solo había obligado a aumentos en la tasa de interés de intervención del Banco, sino también a la imposición temporal de encajes marginales sobre el sistema financiero nacional y la activación de mecanismos de control a la entrada de capitales externos. Se enfatiza, asimismo, la gran importancia que otorgaban los autores del documento (y la Junta Directiva del Banco), a mantener las expectativas de inflación en el rango establecido como meta. Se muestra, de hecho, cómo el aumento en las tasas de julio de 2008 ayudó a ajustar esas expectativas y fue esencial para que en los meses siguientes, cuando ya empezaban a verse los efectos negativos de la crisis de Lehman Brothers, en agosto de ese año, se pudiera flexibilizar de manera importante la política monetaria, “reduciendo los encajes, desactivando algunos controles de capitales y disminuyendo rápidamente las tasas de interés de política [...]. La contención de las expectativas de inflación en 2008 y su rápido descenso con la inflación en 2009 han permitido la adopción de una política monetaria contracíclica y la flotación del peso” (Uribe y Vargas, 2009, p. 15).

La necesidad de adoptar una política monetaria restrictiva en medio de un ambiente económico de auge se vería nuevamente entre comienzos de 2011 y mediados de 2012, cuando la tasa de interés de intervención se llevó de 3% a 5,25% y entre febrero de 2014 y octubre de ese mismo año, cuando, tras un período de reducciones, se elevó nuevamente de 3,25% a 4,5%.

La primera de estas coyunturas se describe con claridad en la conferencia realizada por Jota ante la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (Lacea, por su sigla en inglés), en Medellín (2010), la cual fue posteriormente editada y publicada en la serie *BIS Papers* del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (Uribe, 2012b). Entre 2010 y 2012 se estaba presentando de nuevo un proceso de apreciación cambiaria que hacía particularmente impopular el aumento de las tasas de interés. Existía además mucha presión para que el Banco tratara de evitar la apreciación, no solo manteniendo una política monetaria más laxa, sino mediante intervenciones de compra de divisas en el mercado cambiario, una política sobre la cual Jota plantea contraargumentos contundentes. Afirma en particular que si se hacen compras masivas de reservas

internacionales sin esterilizar, el efecto puede ser una expansión crediticia excesiva, la conformación de una burbuja y presiones inflacionarias. Por otro lado, si las intervenciones cambiarias son esterilizadas, la política puede atraer más capitales externos y hacer que la intervención sea ineficaz e insostenible (Uribe, 2012b, p. 5). La intervención esterilizada, además, es costosa en la medida en que las tasas de interés internas (que se dejan de percibir al reemplazar bonos de deuda pública por divisas en el balance del banco central) son más altas que las externas (correspondientes a la inversión de las reservas internacionales). Este costo no es despreciable y para el año 2012 Jota lo calcula en 9 mil millones de pesos por cada 100 millones de dólares comprados (Uribe, 2012c, p. 20).

No es casualidad que varios de los más importantes premios internacionales que ha recibido Jota Uribe en su período como gerente general estén asociados a la adopción de políticas monetarias contracíclicas en los momentos en que precisamente es más difícil adoptarlas: no en los períodos de crisis, cuando la política contracíclica es de carácter expansivo y genera popularidad, sino en los de auge, cuando se trata de políticas contractivas, difíciles de explicar ante la opinión pública general. Los premios internacionales especializados reconocen estas dificultades y resaltan el coraje de quienes adoptan oportunamente las decisiones que se requieren, aunque ello no sea popular. Uno de esos premios fue el otorgado en 2007 y de nuevo en 2012, el Emerging Markets Central Bank Governor of the Year Award for Latin America. Asimismo, en 2007 y 2014 recibió de la revista británica *The Banker* la distinción como Banquero Central del Año en América y en septiembre de 2014 recibió el reconocimiento Central Bank Governor of the Year por la revista *Latin Finance*. También en 2014, Jota recibió el honroso nombramiento del BIS como presidente del Comité Consultivo para las Américas.

4.2. Riesgos para una política contracíclica exitosa: credibilidad vs. inestabilidad cambiaria

Adelantar políticas monetarias contracíclicas de carácter restrictivo cuando la economía se encuentra en auge y la tasa de cambio muestra procesos de apreciación es difícil desde el punto de vista político, tal como se argumentó. Pero también existen riesgos cuando se adelantan políticas contracíclicas expansivas en períodos de desaceleración económica, cual sucedió en el episodio descrito de 2009, posterior al estallido de la crisis de Lehman Brothers. El principal de esos riesgos tiene que ver con la expectativa que se puede generar en la opinión pública de que la política monetaria arregla todos los problemas y no tiene limitaciones. Este es precisamente el punto que enfatiza Jota Uribe en marzo de 2009 en el discurso pronunciado en un seminario para inversionistas durante las

reuniones anuales del Banco Interamericano de Desarrollo que se llevaron a cabo en Medellín (Uribe, 2009).

En esa intervención Jota plantea dos riesgos particularmente grandes para el manejo contracíclico en períodos de desaceleración económica. El primero, es llevar las tasas de interés a niveles inferiores a los consistentes con las metas de inflación, lo cual afecta la credibilidad de la política monetaria. Es cierto que en las fases de desaceleración de la actividad productiva tanto la inflación observada como las expectativas de inflación tienden a reducirse; sin embargo, la magnitud de esa reducción puede ser insuficiente en un país como Colombia, en el que los sistemas de indexación de precios siguen siendo importantes como consecuencia de una larga historia de inflación relativamente alta. En este caso, el riesgo consiste en que la política monetaria ayude poco a mitigar la desaceleración económica y sí contribuya a que se pierda credibilidad en la estabilidad de las variables nominales que costó tanto esfuerzo consolidar a lo largo de las dos últimas décadas.

El segundo riesgo se relaciona con la posibilidad de que una política monetaria expansiva induzca una depreciación excesiva de la tasa de cambio. Este riesgo puede exacerbarse en la medida en que la desaceleración económica esté asociada con un choque externo y caídas en los precios de los productos básicos de exportación del país. Cabe recordar que tras la crisis de Lehman Brothers, entre mediados de 2008 y finales del primer trimestre de 2009, el precio WTI del petróleo cayó dramáticamente, de niveles cercanos a 150 dólares por barril a niveles inferiores a 40 dólares, lo que tuvo implicaciones enormes sobre la oferta de divisas y llevó la tasa de cambio de niveles promedio cercanos a 1.700 pesos por dólar hasta casi 2.500 pesos por dólar en un lapso de solo nueve meses. Jota argumenta en el discurso citado que la devaluación del peso frente al dólar constituyó en ese episodio una preocupación mucho menor en Colombia y en Latinoamérica, de lo que había sido tradicional en el pasado. Entre las razones menciona el hecho de que las empresas del sector real y los sistemas financieros estaban mucho menos expuestos al riesgo cambiario y que la crisis internacional estaba reduciendo los precios en dólares de los productos importados, lo que permitía compensar en alto grado el efecto de la devaluación de las monedas locales sobre los precios internos.

Los riesgos planteados por Jota con respecto a la política monetaria contracíclica no son argumentos en contra de esa política, sino llamados de atención con relación a los límites que tiene la política monetaria para actuar sobre las variables reales, y la importancia de mantener, por encima de todo, la prioridad que siempre debe tener la credibilidad en las metas de inflación. Los efectos positivos que tuvo la política monetaria contracíclica en 2009 fueron evidentes y se

describen de manera clara en el artículo publicado junto con Hernando Vargas en la *Revista del Banco de la República* (Uribe y Vargas, 2009).

Los resultados favorables de la política adoptada en ese momento se describen también en la presentación realizada por Jota en el Simposio del Mercado de Capitales, en Medellín, en mayo de 2010 (Uribe, 2010a). Jota retoma allí los argumentos a favor de la flotación cambiaria, sin perjuicio de que el Banco de la República eventualmente intervenga en el mercado cambiario con el propósito de mantener un nivel adecuado de reservas internacionales, absorber choques de liquidez externa, minimizar riesgos de contagio, o incluso “mitigar desalineamientos de la tasa de cambio, la cual, como precio de un activo, puede experimentar movimientos puramente especulativos”. En este contexto, recalca que para evitar contradicciones con los objetivos centrales de la política monetaria en un esquema de inflación objetivo “es esencial que el mercado tenga claro que la intervención no persigue una tasa de cambio objetivo” y agrega que “de acuerdo con nuestra amplia experiencia al respecto, esto se logra más fácilmente cuando la intervención es sistemática (v. g. con el sistema de subastas diarias por un monto fijo) que cuando es discrecional” (Uribe, 2010a, p. 3).

En cualquier caso, la volatilidad que puede surgir como consecuencia de la flexibilidad cambiaria no está exenta de riesgos y es por ello que en el discurso de Medellín Jota defiende la necesidad de una regulación cambiaria macroprudencial encaminada a

[...] mitigar los descalses de monedas y de plazos, atenuar los riesgos de contraparte en los mercados de derivados, reforzar la estabilidad financiera y, por ende, permitir la máxima flexibilidad cambiaria. Las medidas en este aspecto incluyen los límites a la posición propia de contado de los intermediarios financieros, los límites a la posición bruta de apalancamiento y la restricción sobre el plazo y la moneda de la intermediación de fondos externos por parte de los bancos locales. Estas medidas tienen costos similares a los de los controles de capital, razón por la cual sus parámetros balancean los beneficios en términos de estabilidad financiera con dichos costos. (Uribe, 2010a, p. 4)

Los riesgos planteados por Jota en 2010 de que una política monetaria expansiva de carácter contracíclico coincida con una devaluación excesiva vinieron a manifestarse nuevamente de manera intensa, y quizás más dramática, unos años más tarde, en el episodio que estamos viviendo en la actualidad, con el desplome de los precios del petróleo a partir de mediados de 2014. La gran diferencia es que en el episodio que siguió a la crisis de Lehman Brothers la caída fue temporal y se revirtió de manera rápida desde el segundo trimestre de 2009, gracias al

gran empuje que recibieron la economía mundial y los precios del petróleo por la política de estímulo que adelantaron las autoridades chinas. En el episodio que estamos viviendo desde mediados de 2014, en cambio, todo parece indicar que la caída en los precios del petróleo tiene un carácter estructural y que sus implicaciones las veremos durante varios años, tanto en términos de desbalances en la balanza de pagos como de las cifras fiscales del país. La depreciación del peso, además, ha sido considerablemente mayor en esta oportunidad. En efecto, durante los nueve meses que siguieron a la crisis de Lehman Brothers, entre julio de 2008 y marzo de 2009, la tasa de cambio del peso frente al dólar se depreció en 47% y ese proceso se revirtió en más de dos terceras partes durante los nueve meses siguientes. En el episodio reciente, por el contrario, el aumento en la tasa de cambio durante el período comprendido entre junio de 2014 y enero de 2016 ha sido superior a 70% (ver, Gráfico 2).

La fuerte y sostenida depreciación del peso en la coyuntura reciente amenaza la credibilidad de las metas de inflación y hace que cualquier intento por adelantar políticas monetarias expansivas, encaminadas a mitigar la desaceleración que está teniendo lugar en la actividad productiva y la demanda agregada, puedan tener impactos totalmente contraproducentes. A ello, además, se ha unido la desafortunada coincidencia de un gran aumento en los precios de los alimentos durante el segundo semestre de 2015, asociado con factores climáticos. La conjunción de estos factores y el fenómeno de El Niño, se unió a los efectos inflacionarios de la depreciación del peso para generar una inflación en 2015 de 6,8%, muy superior al límite máximo del rango meta (de 2% a 4%) establecido por el Banco de la República. Es por ello comprensible que el Banco no sólo se haya abstenido de bajar las tasas de interés y adelantar políticas expansivas en esta coyuntura, sino que haya iniciado desde octubre de 2015 un proceso de aumento en esas tasas con características claramente procíclicas. Este es el costo que debe pagarse para mantener la credibilidad que se ganó a lo largo de muchos años, indispensable para que en el futuro pueda volverse a pensar en políticas contracíclicas.

4.3. El tema fiscal

Así como la estrategia de inflación objetivo y la capacidad de adelantar políticas monetarias contracíclicas tienen límites cuando existe una depreciación excesiva de la tasa de cambio (dominancia cambiaria) o cuando hay debilidades en el sistema financiero (dominancia financiera), los límites también existen, y pueden ser muy grandes si hay dominancia fiscal, esto es, cuando los desbalances de las políticas públicas son de tales dimensiones que deben ser cubiertos directa o indirectamente con emisión monetaria. Por supuesto, la autonomía formal del Banco de la República otorgada por la Constitución de 1991 constituye una defensa

muy importante contra esa posibilidad. Esa defensa jurídica e institucional, sin embargo, podría ser inoperante ante una realidad de déficit fiscal inmanejable. La solidez de las finanzas públicas se convierte por esta razón en un prerrequisito indispensable para la credibilidad de la política monetaria. Más allá de ese propósito, una política fiscal prudente abre la posibilidad de que las finanzas públicas también actúen en forma contracíclica, acompañando lo que en esa misma dirección se haga desde la política monetaria.

Es en este contexto que el Banco de la República, con Jota Uribe como gerente general, se convierte desde un principio en un fuerte impulsor de una regla fiscal, mediante la publicación, a partir de 2007, de varios documentos técnicos sobre el tema⁴. Tras varios años de discusión, la regla fiscal para el Gobierno nacional fue aprobada por el Congreso colombiano como Ley 1473 de julio de 2011. En su lanzamiento, Jota hizo explícita la importancia que tendrían varios prerrequisitos para su éxito (Uribe, 2011c).

El primero de ellos era el avance logrado en el proceso de saneamiento de las finanzas públicas, el cual permitió reducir de manera importante los niveles de endeudamiento. De hecho, la deuda bruta del sector público no financiero se había reducido en 20 puntos y la del Gobierno nacional en 12 puntos porcentuales del PIB entre 2002 y 2008. Este proceso de reducción de la deuda solo se interrumpió en 2009, en el contexto de la crisis internacional, cuando gracias precisamente a la buena situación fiscal inicial el Gobierno pudo dejar que actuaran los estabilizadores automáticos, lo que evitó recortar el gasto a pesar de la caída en los ingresos.

El segundo prerrequisito consistía en el avance del marco institucional asociado con el proceso presupuestal, los controles al endeudamiento territorial y la existencia de la Ley 819 de 2003, o Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, que obliga a la presentación anual por parte del Gobierno de un marco fiscal de mediano plazo (MFMP). Era claro para Jota, por lo tanto, que la Ley de Regla Fiscal, más que un elemento con el cual iniciar un proceso de ajuste fiscal, constituiría una herramienta fundamental para consolidar un proceso ya iniciado.

En otra intervención sobre el mismo tema, realizada durante el proceso de diseño de la regla fiscal (Uribe, 2010b), Jota afirma que esta se adoptaba en un momento oportuno para poder ayudar a que el significativo aumento que estaba teniendo lugar en las rentas públicas provenientes del sector minero-energético fuera ahorrado, al menos en una porción importante, y no se convirtiera en fuente de mayor gasto, con las implicaciones perversas que ello podría tener sobre la

⁴ Ver, en particular, Uribe (2007) y López *et al.* (2008).

demanda agregada, la apreciación real del peso y las presiones inflacionarias. Además, la regla sería un complemento al MFMP al permitir descontar “el efecto que tiene el ciclo económico sobre los ingresos y gastos del gobierno, de manera que se puedan identificar sus componentes permanentes y transitorios para fijar una postura fiscal de largo plazo” (p. 2). Así como la política monetaria pudo volverse contracíclica una vez logró la credibilidad requerida en sus metas de inflación, la política fiscal debería poder hacerlo tras cumplir los prerrequisitos para ello.

La aprobación de la Ley de Regla Fiscal en 2011 no es por sí misma garantía de que las finanzas públicas puedan a partir de esa fecha actuar en forma contracíclica. Esa aprobación legal tampoco impide necesariamente que la política monetaria vaya a estar afectada en el futuro por condiciones de dominancia fiscal, algo que podría suceder si no hay una respuesta contundente cuando los ingresos públicos asociados a las rentas petroleras caen de manera tan drástica como lo hicieron a partir de mediados de 2014. Por fortuna, gracias en parte a la regla fiscal, los niveles de endeudamiento público son suficientemente bajos en el momento en que se presenta dicha caída en los ingresos y el país cuenta con la credibilidad necesaria frente a los mercados financieros nacionales e internacionales para financiar temporalmente mayores niveles de déficit fiscales, lo cual permite de nuevo, como sucedió en 2009, que al menos de manera parcial actúen los estabilizadores automáticos contracíclicos sin generar dificultades mayores. A mediano plazo, sin embargo, en la medida en que la caída en las rentas petroleras que estamos observando desde 2014 tiene características más estructurales y permanentes, las finanzas públicas deberán estabilizarse mediante un ajuste también estructural en los ingresos y/o en los gastos. Ello se hará más urgente y complejo en la medida en que el proceso de ajuste tendrá lugar en un momento en el cual la liquidez internacional se está reduciendo y las tasas de interés internacionales están aumentando como consecuencia del proceso de normalización de la política monetaria en los Estados Unidos (Uribe, 2013c).

En otras palabras, la política monetaria contracíclica que se ha podido ejecutar durante la mayor parte de los años en que Jota Uribe ha sido gerente general del Banco de la República debe mucho al buen diseño de la estrategia de inflación objetivo; pero debe mucho, también, a la inexistencia de grandes desequilibrios financieros, cambiarios o fiscales que generen dominancia de esos frentes sobre la política monetaria. Los eventos que se han desencadenado desde mediados de 2014, con sus efectos sobre el mercado cambiario y las finanzas públicas colombianas, podrían poner esos avances en riesgo. El buen manejo de la política monetaria será fundamental para que eso no suceda y se pueda mantener la credibilidad que ha ganado el Banco de la República. Ello, sin embargo, puede no ser suficiente ante la magnitud del choque que han recibido las finanzas públicas

y las cuentas externas del país. Para que sea viable seguir manejando la política monetaria con criterios contracíclicos será necesario que los desajustes externos y fiscales se enfrenten con firmeza y credibilidad. Los retos en este sentido no serán fáciles, ni para el Gobierno ni para el Banco de la República.

El fin del largo período de auge en los precios de las materias primas que tanto benefició a las economías latinoamericanas en los últimos quince años, entre ellas la colombiana, pondrá a prueba la capacidad para mantener una política monetaria de carácter contracíclico enmarcada en la estrategia de inflación objetivo. Con seguridad serán necesarios muchos ajustes en esa estrategia. En los países avanzados los bancos centrales más poderosos del mundo —el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, entre ellos— han cambiado de manera importante sus instrumentos de política monetaria en los últimos años, tras la larga crisis que se desencadenó con posterioridad a la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Esos bancos han reconocido las limitaciones del manejo de la tasa de interés de corto plazo y han llevado a cabo innovaciones tan revolucionarias como los sistemas de flexibilización monetaria cuantitativa, o *quantitative easing*. Algunos analistas interpretan estos desarrollos como la muerte de la estrategia de inflación objetivo en el mundo. Muchos otros, sin embargo, con los cuales tiendo a estar más de acuerdo, consideran que dicha estrategia está viva y goza de buena salud. Tal como lo expresa Viv Davies, del Centro para la Investigación en Política Económica con sede en Londres (CEPR por sus siglas en inglés), la estrategia ha sido revisada pero no rechazada, y será fundamental a fin de mantener las expectativas de inflación ancladas en los próximos años⁵. Esto aplica claramente en los países avanzados tras la crisis de Lehman Brothers y muy probablemente aplicará también en los países emergentes que están empezando a enfrentar dificultades importantes para mantener sus variables macroeconómicas dentro de la senda consistente con un crecimiento estable y sostenido tras la terminación del período de auge en los precios internacionales de sus productos básicos de exportación. Colombia se encuentra entre esos últimos países y sus retos serán inmensos en los años venideros. En cualquier caso, es claro que para efectos de su política monetaria y de las reformas que sean necesarias en el futuro, este país

⁵ *Inflation targeting is alive and well; it has been revised, not rejected. It is needed now more than ever to keep expectations anchored while the advanced economies work their way through today's slow growth, rickety banks, and over indebted public sectors* es la frase usada por Viv Davies (Chief Operating Officer of the CEPR), para resumir el acuerdo fundamental de muchos autores en el prólogo del libro *Is Inflation Dead? Central Banking After the Crisis* (Reichlin y Baldwin, 2013), editado por Lucrezia Reichlin y Richard Baldwin, en el que se presentan artículos de personalidades como Markus Brunnermaier, Stephen Cecchetti, Mohamed El-Erian, Jeffrey Frenkel, Charles Goodhart, Michael Woodford o Charles Wyplosz, entre otros.

cuenta con un valioso activo: la credibilidad en el Banco de la República, en cuya construcción y consolidación ha sido fundamental el papel de Jota Uribe.

REFERENCIAS

- Arango, L. E.; Posada, C. E.; Uribe, J. D. (2004). “Cambios en la estructura de los salarios urbanos en Colombia, 1984-2000”, Borradores de Economía, núm. 297, julio.
- Bernanke, B. (2003). “Milton Friedman’s monetary framework”, Federal Reserve Bank, Remarks at the Federal Reserve Bank of Dallas Conference on the Legacy of Milton and Rose Friedman’s Free to Choose, Dallas, Texas, 24 October.
- Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*, Massachusetts: Institute of Technology. Traducido e impreso en español como *El banco central: teoría y práctica*, España: Antoni Bosch Editor.
- Carrasquilla, A.; Uribe, J. D. (1991). “Sobre la persistencia de las fluctuaciones reales en Colombia”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 27, p. 147, marzo.
- Gaviria, A.; Uribe, J. D. (1993). “Origen de las fluctuaciones económicas en Colombia”, *Ensayos sobre la Economía Cafetera*, núm. 9, enero-diciembre.
- Hernández, A.; Tolosa, J. (2001). “La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los noventa”, Borradores de Economía, núm. 172, febrero.
- Johansen, S.; Juselius, K. (1990). “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration With Application to the Demand for Money”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 52.
- Junta Directiva del Banco de la República (1999). *Informe adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Banco de la República, octubre.
- Junta Directiva del Banco de la República (2000). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Banco de la República, julio.
- López, E.; Vargas, H.; Rodríguez, N. (2015). “La estrategia de inflación objetivo en Colombia”, mimeo.
- López, H.; Rhenals, R.; Botero, J.; Posso, C. (2008). “Conveniencia de una regla fiscal de balance estructural para Colombia”, *Borradores de Economía*, Banco de la República, núm. 497.
- Misas, M.; Oliveros, H.; Uribe, J. D. (1994), “Especificación y estabilidad de la demanda de dinero en Colombia”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 25, junio.
- Reichlin, L.; Baldwin, R. (eds.) (2013). *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, United Kingdom: Centre for Economic Policy Research, CEPR.

- Uribe, J. D. (1993a). “Infraestructura física, ‘clubs de convergencia’ y crecimiento económico: alguna evidencia empírica”, *Coyuntura Económica*, vol. XXIII, núm. 1, abril. Publicado también como documento de trabajo en *Archivos de Macroeconomía*, Departamento Nacional de Planeación, núm. 7, noviembre de 1992.
- Uribe, J. D. (1993b). “Educación, complementariedades productivas y capital humano”, *Planeación y Desarrollo*, vol. 24, número especial, diciembre.
- Uribe, J. D. (1994a). “Inflación y crecimiento económico en Colombia: 1951-1992”, en M. Aparicio y W. Easterly (coords.), *Crecimiento económico: teoría, instituciones y experiencia internacional*, Banco Mundial y Banco de la República. Memorias del Seminario realizado en Bogotá los días 27 y 28 de junio de 1994, publicado también en *Borradores de Economía*, núm. 1, septiembre de 1995.
- Uribe, J. D. (1994b). “Inflación inercial, tasa de cambio y anclas”, *Borradores Semanales de Economía*, núm. 10, noviembre.
- Uribe, J. D. (1994c). “Flujos de capital, diferenciales de tasas de interés y expectativas de revaluación”, Banco de la República, Documento SG-EE-0394-033J, marzo.
- Uribe, J. D. (1995). “Flujos de capital en Colombia, 1978-1994”, *Borradores Semanales de Economía*, núm. 25, marzo.
- Uribe, J. D. (1999). “Monetary Policy operating procedures in Colombia”, disponible en <https://www.bis.org/publ/plcy05d.pdf>
- Uribe, J. D. (2007). “¿Es conveniente la fijación de una regla fiscal cuantitativa para el Gobierno colombiano?”, mimeo.
- Uribe, J. D. (2009). “Monetary Policy Challenges in Latin America: Some General Principles for a Countercyclical Monetary Policy”, Comments at the Investor Seminar at the time IADB Annual Meeting in 2009, Banco de la República, marzo, disponible en http://www.banrep.gov.co/document/Lectura_finanzas/pdf/uribe_mar_2009.pdf
- Uribe, J. D. (2010a). “La estrategia de la política monetaria en Colombia y la decisión reciente de la Junta Directiva del Banco de la República”, intervención en la instalación del Simposio del Mercado de Capitales, mimeo, mayo 20.
- Uribe, J. D. (2010b). “Intervención en el informe para el diseño de la regla fiscal”, mimeo.
- Uribe, J. D. (2010c). “Regla fiscal y estabilidad macroeconómica”, intervención en el lanzamiento de la regla fiscal, mimeo, julio.
- Uribe, J. D. (2011a). “Should capital controls and foreign exchange market regulation be part of the tool kit of central banks?”, IADB Annual Meetings, mimeo, Washington, abril.

- Uribe, J. D. (2011b). “Managing Capital Inflows in Emerging Markets: The Case of Colombia”, Foro regional: Managing the Capital Account and Regulating the Financial Sector: A Developing Country Perspective, Fundación Getulio Vargas, Río de Janeiro, mayo.
- Uribe, J. D. (2012a). “¿How can Macro-Prudential Policies or frameworks for Financial Stability be designed to preserve the credibility of monetary policy to keep inflation low? Reflections from a commodity exporting, small open economy”, High Level Conference on Macroprudential Policies to Achieve Financial Stability, organized by the Banco Central de Uruguay and the IMF, Montevideo, mimeo, marzo 1.
- Uribe, J. D. (2012b). “Global Factors and Monetary Policy in Emerging Economies”, intervención en la Conferencia de Lacea en Medellín en 2010, publicada en Serie *BIS Papers*, Bank for International settlements, Basel.
- Uribe, J. D. (2012c). “En defensa del marco actual de política cambiaria”, en *¿Qué hacer con la apreciación del peso? Debate de coyuntura económica y social*, Fedesarrollo, mayo.
- Uribe, J. D. (2013a). “Is there a Future for Macro prudential Policy?”, Conference on Macroprudential Policies organized by Cemla, the World Bank and the Bank of Italy, México D. F., mimeo, junio 20.
- Uribe, J. D. (2013b). “Policy Response to Exchange Rate Pressure”, Fifth Summit Meeting of Central Banks on Inflation Targeting, Santiago, noviembre.
- Uribe, J. D. (2013c). “Intervención en reunión Cemla sobre “Normalization of Monetary Policy in Industrialized Economies and the Possible Effects on Latin America and the Caribbean”, Reunión de Gobernadores de Bancos centrales del Cemla, Washington, mayo.
- Uribe, J. D.; Vargas, H. (2003). “Financial Reform, Crisis and Consolidation in Colombia”, en P. V. der Haegen y J. Viñals (eds.), *Regional Integration in Europe and Latin America: Monetary and Financial Aspects*, Ashgate.
- Uribe, J. D.; Vargas, H. (2008). “¿Por qué aumentó la Junta Directiva las tasas de interés de intervención del Banco de la República en julio de 2008?”, abril.
- Uribe, J. D.; Vargas, H. (2009). “Reacción de la política del Banco de la República en un ambiente de pánico financiero internacional”, *Revista del Banco de la República*, núm. 978.
- Uribe, J. D.; Vargas, H.; Gómez, J. (1999), “Strategic and Operational Issues in Adopting IT in Colombia”, mimeo, noviembre.
- Uribe, J. D.; Vargas, H.; Gómez, J. (2002). “The Implementation of Inflation Targeting in Colombia”, *Borradores de Economía*, núm. 202, marzo.
- Urrutia, M.; Llano, J. (2011). “La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 67.

- Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores de la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Universidad de los Andes.
- Villar, L. (2011). “Enseñanzas de una crisis: comentarios al artículo de Miguel Urrutia y Jorge Llano”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 67.

INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN COLOMBIA: 1951-1992

Este artículo corresponde al número 1 de Borradores de Economía, 1994. Fue publicado por El Banco Mundial y Banco de la República en el libro *Crecimiento económico: Teoría, instituciones y experiencia internacional*, coordinado por Mónica Aparicio y William Easterly, 1994.

José Darío Uribe*

* Ponencia presentada en el Seminario Latinoamericano de Crecimiento Económico, Santafé de Bogotá, junio de 1994. Los posibles errores de este trabajo, que hace parte de un proyecto de investigación más amplio realizado en compañía de Zeinab Partow, son responsabilidad exclusiva del autor. Agradezco la valiosa colaboración de Martha Misas y Norberto Rodríguez en la estimación de modelos econométricos.

¿Cuál es la relación entre la inflación y el crecimiento económico? Estudios recientes de Kormendi y Meguire (1985), Fisher (1991, 1993), Cozier y Selody (1992) y De Gregorio (1993) han encontrado una relación negativa entre estas dos variables usando modelos de corte transversal para un grupo específico de países. Levine y Zervos (1993) sostienen que este tipo de resultados no son económicamente robustos y solo inflaciones altas o su aceleración en países de inflación moderada, tienen efectos negativos sobre el crecimiento. En este documento se estima el efecto de la inflación sobre el crecimiento económico colombiano mediante modelos de series de tiempo para el período 1952-1992. Los ejercicios econométricos indican que: i) niveles de inflación entre 15% y 30% han tenido efectos negativos sobre el crecimiento económico colombiano a través de la reducción en el crecimiento de la productividad total de los factores, y ii) los costos de mantener niveles de inflación de dos dígitos aumentan con el tiempo. Estos resultados sugieren que aún en países de inflación moderada (15%-30%) y relativamente estable los beneficios económicos de reducirla pueden ser significativos.

1. TEORÍA: REVISIÓN

Una gran variedad de consideraciones sugiere una relación negativa entre la inflación y el crecimiento económico¹. En primer lugar, en una economía inflacionaria es prácticamente imposible contar con un sistema tributario que no castigue de alguna manera el ahorro y la inversión; la razón es que algunos propietarios de activos reciben ‘ganancias’ que no representan ganancias reales y varias

¹ Por supuesto, existe también literatura interesante que sostiene la existencia de una relación positiva entre inflación y actividad económica. Keynes (1936), por ejemplo, supuso que un incremento en el nivel general de precios genera aumento en el empleo debido a la poca flexibilidad de los salarios reales. Mundel (1963) y Tobin (1965) presentaron trabajos en los cuales confirman que un incremento en la tasa de inflación provoca desplazamiento de la demanda de dinero y otros activos financieros, con lo que se estimula la demanda agregada y el producto. Phillips (1958) encontró que el crecimiento de los salarios nominales y la tasa de desempleo estaban correlacionados negativamente, esto sirvió de base para que algunos economistas sostuvieran que si una sociedad soporta un poco más de inflación podría obtener menores tasas de desempleo, o lo que es lo mismo, mayor nivel de actividad económica. Estas ideas han venido cambiando desde la ‘hipótesis aceleracionista’ de Phelps (1967) y Friedman (1968), y en toda la literatura teórica de los últimos veinte años se enfatiza en los efectos negativos de la inflación sobre el crecimiento económico.

empresas muestran pérdidas ficticias cuando están muy endeudadas. En el primer caso, el sistema tributario castiga las ganancias 'ficticias' y desestimula el ahorro y la inversión productiva, mientras que en el segundo, disminuye los impuestos, estimula el endeudamiento y deja a las personas y las empresas en una posición económica vulnerable. Jones y Manuelli (1993) han formalizado una variante del primer tipo de efecto al introducir en un modelo de crecimiento endógeno la existencia de rigideces nominales en la estructura tributaria; el resultado refiere que el costo efectivo de la inversión aumenta y el crecimiento económico disminuye.

En segundo lugar, la inflación puede afectar negativamente el crecimiento económico al disminuir el deseo o la habilidad de trabajo productivo (Leijonhufvud, 1977). De Gregorio (1993) presenta un modelo de crecimiento endógeno que enfatiza este mecanismo; en él, la inflación induce a los individuos y las firmas a mantener bajos niveles de saldos monetarios reales a fin de evitar los costos de la inflación, lo cual disminuye la cantidad de trabajo disponible para la producción de bienes y reduce el crecimiento económico. Asimismo, la inflación reduce el contenido de información del sistema de precios, desvanece la distinción entre movimientos en precios relativos y precios absolutos y dificulta las medidas contables de desempeño de las firmas. Con menos cantidad y calidad de información sobre la cual tomar las decisiones económicas, los administradores de las empresas tienden a escoger una mezcla subóptima de insumos y tipos de capital, cometen mayores y más frecuentes errores de pronóstico y aumenta el nivel y la volatilidad de las tasas de interés; todo esto perjudica la asignación eficiente de recursos y desestimula la formación de capital.

En tercer lugar, la inflación reduce la capacidad del sistema financiero de llevar a cabo con eficiencia sus funciones de intermediación. Esta idea hace parte central del trabajo de McKinnon (1973), quien propone que la liberación de las tasas de interés y bajas tasas de inflación promueven directamente la acumulación de capital y el crecimiento económico de los países en desarrollo. Roubini y Sala-i-Martin (1992) sostienen que la tasa de inflación es una *proxy* del grado de represión financiera de un país y, por ende, la relación negativa observada entre la inflación y el crecimiento económico refleja distorsiones en el mercado financiero en lugar de un efecto directo de la inflación sobre el crecimiento. Azariadis y Smith (1993), por su parte, presentan un modelo en el que altas tasas de inflación generan problemas de información y afectan de manera negativa la eficiencia en la asignación del crédito. Como la acumulación de capital es un determinante directo del crecimiento económico, la eficiencia del sector en el cual se asigna el ahorro a la inversión desempeña un papel fundamental en el proceso de crecimiento.

Por último, la inflación aumenta la incertidumbre sobre la evolución futura de la política económica. Okun (1971) sugirió que en países de inflaciones altas es

más probable la aplicación de políticas financieras y fiscales inconsistentes a fin de controlar la inflación y mantenerla en un rango políticamente aceptable. Para Fischer (1991) la inflación es un “indicador de la habilidad general del gobierno para administrar la economía” y concluye que si un gobierno permite altas tasas de inflación “ha perdido el control”. En estas circunstancias, los gobiernos están “más inclinados a introducir control de precios, cambios en los impuestos y en los regímenes comerciales, todos los cuales incrementan la incertidumbre acerca del futuro y afectan las decisiones de inversión” (De Gregorio, 1994). La inflación puede, así, afectar de manera permanente la tasa de crecimiento del producto como resultado del temor a invertir en un ambiente económico en el que la tasa de retorno al capital es altamente incierta.

2. LOS DATOS: PRIMERA PARTE

El Gráfico 1 presenta la evolución de los promedios móviles centrados de la inflación y el crecimiento del producto interno bruto (PIB) colombiano durante el período 1954-1992. En él se observan dos etapas claramente definidas: en la primera, comprendida entre 1954 y finales de los años sesenta, la inflación y el crecimiento del PIB parecen tener una relación positiva débil; en la segunda, la relación entre la inflación y el crecimiento forma una especie de X con mayores niveles de inflación acompañados por menores tasas de crecimiento del producto, y viceversa. Esta relación negativa entre la inflación y el crecimiento del producto se confirma en el análisis econométrico que se presenta a continuación, el cual permite a su vez identificar los canales a través de los cuales la inflación debilita el crecimiento económico.

Para ser específicos, consideremos la siguiente función de producción agregada:

$$y_t = A_t F(UCAP_t * K_t, L_t) \quad (1)$$

donde Y es el producto, K el *stock* de capital físico, L el nivel de empleo, $UCAP$ la tasa de utilización de capacidad y A un índice de progreso tecnológico neutral (en el sentido de Hicks). Al asumir una función de producción Cobb-Douglas con retornos constantes a escala al capital efectivamente utilizado y al trabajo, se obtiene:

$$\frac{\dot{Y}_t}{Y_t} = \frac{\dot{A}_t}{A_t} + \alpha_t \left(\frac{UCAP_t}{UCAP_t} + \frac{\dot{K}_t}{K_t} \right) - (1 - \alpha_t) \frac{\dot{L}_t}{L_t} \quad (2)$$

donde $0 < \alpha_t < 1$.

En palabras, el crecimiento del producto se ‘explica’ por la mayor productividad total de los factores —lo que refleja cambios de eficiencia en el uso de los factores de producción— y el incremento en la oferta total del capital y el trabajo. La ecuación (2) puede estimarse fácilmente usando mínimos cuadrados ordinarios para el período 1952-1993, luego de asumir que la participación del capital y el trabajo es constante a través del tiempo. En una ecuación de regresión que incluya la tasa de crecimiento del *stock* de capital efectivamente utilizado, la tasa de crecimiento del empleo y la tasa de inflación, esta última afectaría el crecimiento del producto real por medio de su efecto sobre la productividad total de los factores (Fischer, 1993).

Asimismo, la inflación —o su variabilidad— puede afectar el crecimiento del producto a través de las tres variables del lado derecho de la ecuación sobre ‘contabilidad de las fuentes de crecimiento’. Formalmente,

$$\frac{\dot{K}_t}{K_t} = g(\pi, \sigma) \quad (3)$$

$$\frac{\dot{L}_t}{L_t} = h(\pi, \sigma) \quad (4)$$

$$\frac{\dot{A}_t}{A_t} = f(\pi, \sigma) \quad (5)$$

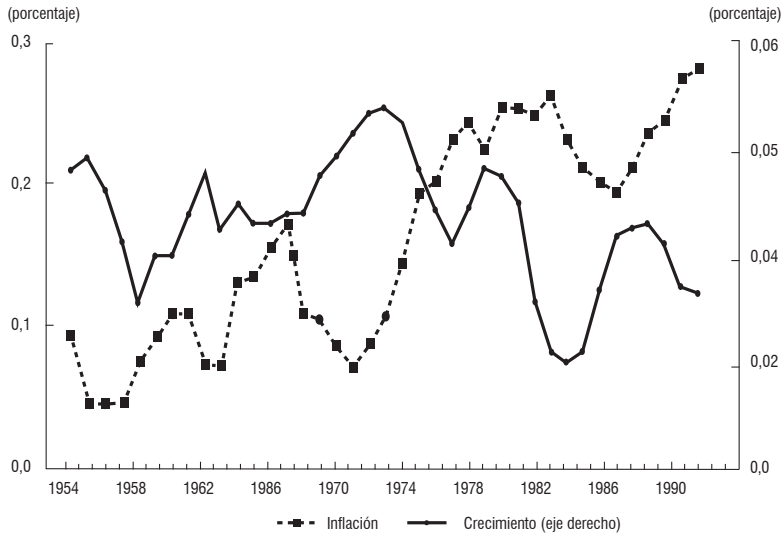
donde π es la tasa de inflación y σ su variabilidad. A_t , por su parte, es calculado usando el valor estimado de α en la ecuación de regresión (2) junto con los valores observados de $[UC\dot{A}P/UCAP + \dot{K}/K]$ y \dot{L}/L .

El Cuadro 1 presenta los resultados de las ecuaciones de crecimiento que utilizan como variables independientes el crecimiento del *stock* de capital efectivamente utilizado, la tasa de crecimiento del empleo y la tasa de inflación, esta última medida como la variación anual del deflactor del PIB (INFDEF) y del índice de precios al consumidor (INFIPC)². El cuadro muestra los coeficientes individuales de la regresión, sus estadísticos t , el número de observaciones, el estadístico F y el coeficiente de determinación ajustado. Las estimaciones

² Se encontró que todas las variables usadas en este trabajo son estacionarias. En particular, se realizaron pruebas de Dickey-Fuller y Dickey-Fuller aumentado a la serie de inflación según el IPC (INFIPC), el coeficiente de variación de la inflación del IPC (CVIPC), la inflación según el deflactor implícito del PIB (INFDEF), el crecimiento del PIB real (CPIB), el crecimiento del PIB ‘natural’ y el crecimiento del empleo y las diferentes medidas del *stock* de capital (CL, K*, KMR y KPR). Para todas las series, los valores del test estadístico superan ampliamente los valores críticos, rechazándose así la hipótesis nula de que la serie es no estacionaria. Para mayor detalle ver Anexo 1.

se realizan para los períodos 1951-1967, 1968-1992 y 1951-1992. La selección de 1967 para dividir los subperíodos obedece a que en dicho año se presentó un quiebre estructural en la serie del producto, según se sugiere en un trabajo reciente de Gaviria y Uribe (1994).

GRÁFICO 1
INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PIB, 1954 - 1992



Fuente: Banco de la República.

En todas las regresiones la hipótesis nula de retornos constantes a escala no puede ser rechazada al 95% de confianza; por lo tanto, las ecuaciones han sido estimadas restringiendo a 1 la suma de los coeficientes correspondientes al trabajo y al capital efectivamente utilizado. Las estimaciones de la participación del capital y el trabajo durante el período 1951-1992 son de aproximadamente 45% y 55% respectivamente y significativas al 99%. Valores para la participación del capital un poco superiores (51%) se encuentran en la ecuación de regresión que emplea información del período 1968-1992, siendo los coeficientes del capital y el trabajo muy significativos desde el punto de vista estadístico. En contraste, en la ecuación de regresión que usa información del período 1951-1967 el coeficiente correspondiente a la participación del *stock* de capital no es estadísticamente significativo a niveles estándar —v. gr. 10%— y su magnitud es mucho menor que la estimada para los otros períodos.

CUADRO 1
ECUACIONES DE REGRESIÓN PARA EL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO COLOMBIANO
EFFECTO DEL NIVEL DE LA TASA DE INFLACIÓN
 (estadísticos t en paréntesis)

	CONSTANTE	CK*	CL	INFDEF	INFIPC	R ²	N
I. 1951-1992							
(a) Crecimiento del PIB real	0,021 (4,543)	0,458 (5,09)	0,541 (6,017)	-0,064 (2,65)		0,45	41
(b) Crecimiento del PIB real	0,017 (3,857)	0,440 (4,705)	0,559 (5,965)		-0,043 (-1,870)	0,42	41
II. 1951-1967							
(a) Crecimiento del PIB real	0,020 (3,749)	0,224 (1,429)	0,775 (4,93)	-0,061 (-1,311)		0,49	16
(b) Crecimiento del PIB real	0,018 (3,75)	0,179 (1,061)	0,820 (4,869)		-0,044 (-1,113)	0,47	16
III. 1967-1992							
(a) Crecimiento del PIB real	0,028 (2,724)	0,513 (4,531)	0,486 (4,291)	-0,09 (-2,108)		0,45	25
(b) Crecimiento del PIB real	0,019 (1,945)	0,515 (4,288)	0,484 (4,036)		-0,053 (-1,278)	0,39	25

Nota: *K** es el *stock* de capital no residencial corregido por el grado de utilización de capacidad; *L* el empleo; *INFDEF* la tasa de inflación medida con el deflactor del PIB; *INFIPC* la tasa de inflación del IPC; *C* significa cambio. Las mismas regresiones se estimaron usando el *stock* de maquinaria y equipo y el *stock* de capital privado, con resultados muy similares a los presentados en este cuadro. El grado de utilización de capacidad se calculó como la relación entre el PIB observado y el PIB potencial. Todos los ejercicios económicos de este trabajo fueron realizados usando el paquete RATS, versión 4.0.

De acuerdo con los coeficientes estimados para el período 1951-1992, una disminución de 10% en la tasa de inflación, medida según el deflactor del PIB, se asocia con un aumento en la tasa de crecimiento del producto de 0,64%. Este coeficiente es un poco menor (0,43%) cuando se mide la inflación con el índice de precios al consumidor. Asimismo, los coeficientes que cuantifican el efecto de la inflación sobre el crecimiento del producto son sistemáticamente menores y no significativos, desde el punto de vista estadístico, en la regresión que usa información del período 1951-1967, y mayores (0,9% y 0,53%) y fuertemente significativos en la regresión correspondiente al período 1967-1992. Estos resultados recuerdan la *X* formada por los promedios móviles de la inflación y el crecimiento a partir de finales de los años sesenta a que hicimos referencia a comienzos de esta sección.

El Cuadro 2 muestra los resultados de ecuaciones de crecimiento en la tradición metodológica de ‘contabilidad de las fuentes del crecimiento’ que usan el coeficiente de variación de la inflación en lugar de su nivel. Los valores estimados de la participación del capital y el trabajo son muy similares a los encontrados antes, lo mismo que sus niveles de significación estadística. Asimismo, los coeficientes de determinación ajustados superan el 40% en todas las regresiones, lo cual puede considerarse aceptable en ecuaciones de regresión definidas en términos de tasas de crecimiento. Y los coeficientes que miden el efecto de la variabilidad de la tasa de inflación sobre el crecimiento son en todos los períodos

de 0,002, pero significativamente diferentes de 0 únicamente en las ecuaciones de regresión que usan información de todo el período o del subperíodo 1951-1967. Esto refleja la naturaleza del proceso inflacionario colombiano, con inflaciones bajas pero inestables en los años cincuenta y sesenta, y moderadas (entre 15% y 30%) pero relativamente estables desde mediados de los setenta (Gráfico 2).

CUADRO 2

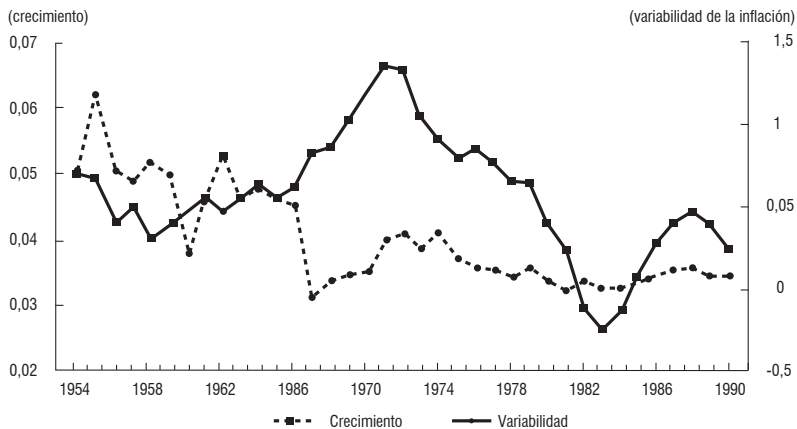
ECUACIONES DE REGRESIÓN PARA EL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO COLOMBIANO. EFECTO DE LA VARIABILIDAD EN LA TASA DE INFLACIÓN (CVIPC)

(estadísticos *t* en paréntesis)

	CONSTANTE	CK	CL	CVIPC	R ²	N
I. 1951-1992						
Crecimiento del PIB real	0,018 (3,614)	0,445 (4,842)	0,554 (6,028)	-0,002 (-1,946)	0,43	41
II. 1951-1967						
Crecimiento del PIB real	0,020 (4,114)	0,148 (1,045)	0,851 (4,93)	-0,002 (-1,755)	0,62	16
III. 1967-1992						
Crecimiento del PIB real	0,021 (2,022)	0,521 (4,385)	0,478 (4,022)	-0,002 (-1,401)	0,40	25

GRÁFICO 2

CRECIMIENTO Y VARIABILIDAD DE INFLACIÓN, 1954-1992



Fuente: Banco de la República.

El Cuadro 3 resume el efecto de la inflación —y su variabilidad— sobre el crecimiento del producto, la productividad total de los factores (PTF) y la oferta

de capital y trabajo. La primera columna señala el valor de los coeficientes de la inflación y su variabilidad ya presentados. Las otras columnas reportan los coeficientes de regresiones simples que analizan el efecto de la inflación y su variabilidad sobre los cambios en el *stock* de capital, el empleo y el llamado ‘residuo de Solow’. Como se aprecia en el cuadro, los coeficientes que indican el efecto de la inflación y su variabilidad sobre el *stock* de capital y el empleo no son significativos desde el punto de vista estadístico en ninguno de los períodos considerados. En contraste, el efecto de la inflación sobre el crecimiento de la PTF es negativo y significativo en las ecuaciones de regresión que analizan los períodos 1951-1992 y 1968-1992. Según el valor de los coeficientes de la regresión que usa información del período 1951-1992, una disminución en la inflación —medida a través del deflactor de PIB— de 10% está asociada con un incremento en la PTF de 0,56%, y un aumento de 0,67% en el valor de la PTF en el período 1968-1992. Todo esto sugiere que en Colombia la inflación afecta negativamente el crecimiento económico, no tanto por su incidencia en el nivel de la inversión o el empleo, como sí sobre el grado de eficiencia en la asignación de los recursos productivos.

CUADRO 3

EFEECTO DE LA INFLACIÓN SOBRE EL PRODUCTO, LA OFERTA DE LOS FACTORES Y LA PTF (estadísticos *t* en paréntesis)

	CPIB	CK	CL	CPTF
I. 1951-1992				
INFDEF	-0,064 (-2,65)	0,021 (-0,946)	-0,021 (-0,68)	-0,056 (-2,597)
INFIPC	-0,043 (-1,870)	-0,032 (-0,896)	-0,023 (-0,794)	-0,04 (-1,992)
CVIPC	-0,002 (-1,946)	-0,001 (-0,706)	-0,001 (-0,82)	-0,001 (-1,857)
II. 1951-1967				
INFDEF	-0,061 (-1,316)	-0,014 (-0,214)	-0,035 (-0,412)	-0,049 (-1,209)
INFIPC	-0,044 (-1,113)	-0,112 (-1,390)	-0,036 (-0,794)	-0,029 (-0,946)
CVIPC	-0,002 (-1,755)	-0,004 (-1,211)	-0,001 (-0,744)	-0,001 (-1,148)
III. 1968-1992				
INFDEF	-0,09 (-2,108)	-0,112 (-0,451)	-0,049 (-0,818)	-0,067 (-1,788)
INFIPC	-0,053 (-1,278)	-0,071 (-1,349)	-0,038 (-0,713)	-0,041 (-1,104)
CVIPC	-0,002 (-1,401)	-0,002 (-1,143)	-0,002 (-0,831)	-0,001 (-1,077)

Es posible, sin embargo, que la relación encontrada entre la inflación y el crecimiento de la productividad total de los factores esté indicando la influencia de

esta última variable en la inflación, y no la de esta en la PTF. Para evaluar tal posibilidad, en el Cuadro 4 se presentan los resultados de pruebas de causalidad bidireccional entre la inflación y la PTF, propuestas inicialmente por Granger y de amplio uso en estudios de series temporales. Las pruebas indican que para el período completo 1951-1992 existe una relación de causalidad bidireccional entre la inflación y la PTF; no obstante, en el período 1968-1992 la relación únicamente se orienta de los niveles de inflación hacia la productividad total de los factores. La existencia de un *shock* negativo exógeno a la productividad no parece ser la causante de la relación negativa entre la inflación y la PTF que hemos encontrado en la economía colombiana a partir de los años setenta.

CUADRO 4
PRUEBAS DE CAUSALIDAD DE GRANGER
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES E INFLACIÓN

PERÍODO	REZAGOS	PTFáINF		REZAGOS	INFáPTF	
		F	QL - B		F	QL - B
		(P - VALOR)	(P - VALOR)		(P - VALOR)	(P - VALOR)
Completo	1	3,154	9,64	2	4,964	8,29
		(0,084)	(0,47)		(0,013)	(0,60)
51-67	1	12,72	2,73	1	0,245	6,09
		(0,004)	(0,60)		(0,630)	(0,19)
68-92	2	0,266	6,71	1	10,15	9,29
		(0,769)	(0,35)		(0,005)	(0,16)

3. LOS DATOS: SEGUNDA PARTE

De acuerdo con nuestras estimaciones, disminuir 10% la inflación —por ejemplo, de 25% a 15% en el cambio del deflactor del PIB— puede conducir a un aumento en el crecimiento del producto, cercano a un punto porcentual. Este es un efecto tan significativo que bien podemos estar asociando, con factores estructurales, la correlación cíclica entre la inflación y el producto, y sobrevaluando así el impacto a largo plazo de la inflación en el crecimiento económico. Si bien es cierto que este problema no tiene solución única en estudios de series de tiempo, a continuación haremos uso del filtro de Hodrick-Prescott para calcular el componente de tendencia —o de largo plazo— de la serie del producto (Peng, 1993). Luego, con la serie de tendencia construida (el ‘producto natural’), estimaremos dos modelos

bivariados simples entre inflación y crecimiento del producto ‘natural’. Como veremos, los resultados encontrados en esta sección confirman los ya presentados.

El filtro de Hodrick y Prescott simplemente suaviza el comportamiento de una serie temporal a través de un promedio móvil asimétrico; en particular, si y_t es el logaritmo del PIB real, el filtro Hodrick-Prescott calcula el componente de tendencia del producto (y) que minimiza:

$$\sum_{t=1}^T (y_t - Y_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(Y_{t+1} - Y_t) - (Y_t - Y_{t-1})]^2 \quad (6)$$

para un valor de λ apropiado. El primer término es la suma de las desviaciones de la tendencia al cuadrado y el segundo penaliza las variaciones en la tasa de crecimiento del componente de tendencia. La información utilizada incluye datos del período 1951-1992.

El Cuadro 5 muestra los resultados de regresiones simples entre el crecimiento del ‘producto natural’ y la inflación. Los coeficientes son negativos en todas las ecuaciones de regresión y significativos durante los períodos 1952-1992 y 1969-1992. Con excepción de la regresión que analiza el efecto de la variabilidad de la inflación sobre el crecimiento del ‘producto natural’, los coeficientes de determinación de las regresiones en los grupos I y III superan el 30%, valor alto si se tiene en cuenta que se trata de regresiones simples estimadas con variables expresadas en tasas de crecimiento. Los resultados encontrados son coherentes con los presentados: niveles de inflación de dos dígitos parecen haber tenido un efecto negativo importante en el crecimiento económico, tanto con relación a la serie de producto observada como a su componente de tendencia.

CUADRO 5

EFFECTO DE LA INFLACIÓN SOBRE EL CRECIMIENTO DEL ‘PRODUCTO NATURAL’ (estadísticos t en paréntesis)

	CONSTANTE	INFDEF	INFIPC	CVIPC	R ²	N
I. 1951-1992						
Crecimiento del ‘producto natural’	0,053 (48,1)	-0,035 (-5,212)			0,47	41
Crecimiento del ‘producto natural’	0,052 (47,26)		-0,029 (-5,212)		0,39	41
Crecimiento del ‘producto natural’	0,052 (37,83)			-0,001 (-4,331)	0,31	41
II. 1951-1967						
Crecimiento del ‘producto natural’	0,046 (1,710)	-0,002 (-1,268)			0,03	16
Crecimiento del ‘producto natural’	0,046 (1,935)		-0,000 (-0,64)			16

CUADRO 5**EFFECTO DE LA INFLACIÓN SOBRE EL CRECIMIENTO DEL 'PRODUCTO NATURAL'**
(estadísticos t en paréntesis)

	CONSTANTE	INFDEF	INFIPC	CVIPC	R ²	N
Crecimiento del 'producto natural'	0,046 (2.155)			-0,000 (-0,757)		16
III. 1969-1992						
Crecimiento del 'producto natural'	-0,050 (25,69)	-0,034 (-4,00)				24
Crecimiento del 'producto natural'	0,049 25,14		-0,028 (-3,33)			24
Crecimiento del 'producto natural'	0,0485 (20.492)			-0,001 (-2,338)		24

El modelo simple entre inflación y crecimiento del 'producto natural' puede ser fácilmente utilizado para tener una idea de cuándo la inflación comenzó a presentar un efecto negativo sobre el crecimiento. Se trata de examinar la relación entre inflación y la tasa de crecimiento del producto mediante un modelo de parámetros que determine su variación en el tiempo. En particular, se empleó un filtro de Kalman para estimar el siguiente modelo:

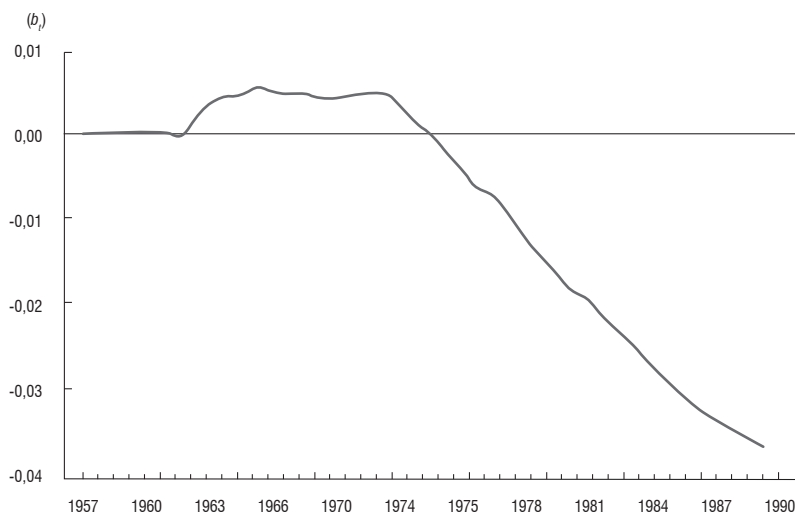
$$\Delta Y_t = a + b_t \pi_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

donde b_t es un parámetro que, se espera, siga un paseo aleatorio sin constante

$$b_t = b_{t-1} + \mu_t \quad (8)$$

El Gráfico 2 muestra la conducta del coeficiente b_t a través del tiempo. El resultado es del mayor interés. Según el modelo, existió una relación positiva débil entre la inflación y el crecimiento del 'producto natural' mientras Colombia tuvo inflaciones de un dígito. Después, a comienzos de los años setenta, cuando los niveles de inflación aumentaron a dos dígitos, el coeficiente de la inflación comenzó a disminuir paulatinamente hasta alcanzar niveles negativos luego de 1975; a partir de ese año, a pesar de mantenerse la inflación relativamente estable en niveles cercanos al 25%, el coeficiente se hace cada vez más negativo y alcanza niveles inferiores al -0,03 en 1992. Todo esto parece indicar que cada año que transcurre con niveles de inflación de dos dígitos se debilita más y más el crecimiento económico.

GRÁFICO 3
COEFICIENTE b_t ESTIMADO



Fuente: cálculos del autor.

4. RESUMEN Y CONCLUSIÓN

Existen diversas razones para creer que la inflación y su grado de variabilidad tienen efectos negativos a largo plazo sobre el crecimiento económico; en ambientes inflacionarios los agentes económicos han de dedicar cantidades considerables de recursos a la actividad improductiva de manejar y predecir la inflación, la eficiencia del sistema de precios disminuye y se asignan mal los recursos productivos, el incentivo a la inversión se debilita y los gobiernos se ven forzados a aplicar políticas económicas inconsistentes. Estos efectos han sido bien identificados en la literatura económica; lo que no se conoce en Colombia y en la gran mayoría de países, es su magnitud.

En este trabajo hemos realizado un primer intento por medir los efectos del nivel y la volatilidad de la inflación en el crecimiento económico colombiano. Usando modelos de series de tiempo encontramos evidencia de un efecto negativo significativo de la inflación en el crecimiento económico; en particular, la inflación en Colombia parece haber debilitado el crecimiento económico a partir de los años setenta, cuando alcanzó niveles de dos dígitos. Evaluamos la validez de este resultado estimando modelos de crecimiento que controlan por el

efecto de la acumulación de capital y el empleo; asimismo, se estimaron modelos simples que miden la incidencia de la inflación sobre el crecimiento de la productividad total de los factores, la inversión, el empleo y el componente de tendencia del PIB real. Los resultados sugieren que en Colombia la inflación ha afectado de manera negativa y directa el crecimiento económico a través de su efecto sobre la eficiencia en la asignación de recursos. También encontramos evidencia de que el nivel de inflación ha afectado el componente de tendencia del PIB, sobre todo a partir de mediados de los años setenta, cuando la inflación se sostuvo en niveles de dos dígitos.

En síntesis, los resultados de este estudio sugieren que una política de baja inflación produce efectos positivos a largo plazo sobre el crecimiento económico, aun en países de inflación moderada y altamente estable como Colombia. Una reducción de 10% en el nivel de inflación parece elevar la tasa anual de crecimiento del producto en alrededor de medio punto porcentual. Asimismo, los costos de mantener niveles de inflación de dos dígitos, en términos de crecimiento económico, parecen aumentar con el tiempo.

REFERENCIAS

- Azariadis, C.; Smith, B. (1993). "Adverse Selection in the Overlapping Generations Model: The Case of Pure Exchange", *Journal of Economic Theory*, vol. 60, pp. 277-305.
- Cozier, B.; Selody, J. (1992). "Inflation and Macroeconomic Performance: Some Cross Country Evidence", mimeo, Bank of Canada.
- De Gregorio, J. (1993). "Inflation, Taxation, and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, núm. 31, pp. 271-298.
- De Gregorio, J. (1994). "Inflation, Growth and Central Banks: Theory and Evidence", mimeo, International Monetary Fund.
- Fischer, S. (1991). "Growth, Macroeconomic, and Development", *NBER Macroeconomics Annual*, núm. 6, pp. 329-364.
- Fischer, S. (1993). "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, pp. 5-512.
- Friedman, M. (1968). "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 51, pp. 1-17.
- Gaviria, A.; Uribe, J. D. (1994). "Choques exógenos y cambios estructurales. Colombia: 1936-1991", en R. Steiner (comp.), *Inflación y crecimiento*, Tercer Mundo Editores; Fedesarrollo, Bogotá.
- Jones, L. E.; Manuelli, R. E. (1993). "Growth and the Effects of Inflation", *NBER Working Paper*, núm. 4523.

- Keynes, J. M. (1936). "The General Theory of Employment, Interest, and Money". <http://cas.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf>
- Kormendi, R. C.; Meguire, P. G. (1985). "Macroeconomic Determinants of Growth: CrossCountry Evidence", *Journal of Monetary Economics*, núm. 16, pp. 141-163.
- Leijonhufvud. A. (1977). "Costs and Consequences of Inflation", en H. Harcourt (ed.), *Microeconomic Foundations of Macroeconomics*, Westview Press, Boulder, Co.
- Levine, R.; Zervos, S. (1993). "Looking at the Facts: What We Know about Policy and Growth from Cross-Country Analysis", Working Paper Series 1115, World Bank.
- McKinnon. R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Mundell, R. A. (1963). "Inflation and Real Interest". *Journal of Political Economy*, vol. 71, pp. 280-283.
- Okun, A. (1971). "The Mirage of Steady Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, pp. 485-498.
- Peng, W. (1993). "The Effects of Inflation on Natural Output Growth", mimeo, The University of Birmingham.
- Phillips, A. W. (1958). "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861- 1957", *Economica*, vol. 25, pp. 283-299.
- Phelps, E. S. (1967). "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, vol. 34 pp. 254-281.
- Roubini, N.; Sala-i-Martin, X. (1992). "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, núm. 39, pp. 5-30.
- Tobin, J. (1965). "Money and Economic Growth". *Econometrica*, vol. 33, pp. 671-684.

ANEXO

**PRUEBAS SOBRE EXISTENCIA DE RAÍZ UNITARIA
PERÍODO 1951-1992**

VARIABLE	ESTADÍSTICA	P. CRÍTICOS	PARTE AUMENTADA	P-VALUE LJUNG-BOX
INFIPC	$t_{\tau} : -5,358$	5%: -3,535 10%: -3,199	0	0,356
CVIPC	$t_{\tau} : -4,575$	5%: -3,535 10%: -3,199	0	0,386
INFDEF	$t_{\tau} : -3,714$	5%: -3,535 10%: -3,199	1	0,527
CPIB	$t_m : -3,601$	5%: -2,938 10%: -2,607	2	0,802
CPIBNAT	$t_{\tau} : -4,015$	5%: -3,535 10%: -3,199	3	0,270
CL	$t_m : -6,361$	5%: -2,938 10%: -2,607	0	0,398
K*	$t_m : -10,243$	5%: -2,938 10%: -2,607	0	0,979
KMR	$t_m : -3,137$	5%: -2,938 10%: -2,607	1	0,672
KPR	$t_m : -8,624$	5%: -2,942 10%: -2,609	0	0,706

LA IMPLEMENTACIÓN DEL RÉGIMEN DE META DE INFLACIÓN EN COLOMBIA

Javier Gómez
José Darío Uribe
Hernando Vargas*

- * Documento presentado en las conferencias: “Inflation Targeting, Macroeconomic Modelling and Forecasting”, Banco de la República y Banco de Inglaterra, Bogotá, 14 y 15 de enero de 2002, y “La política de metas de inflación en América Latina: teoría y práctica”, Banco de México, marzo 4 y 5 de 2002. Las opiniones expresadas en este artículo son las de los autores y no representan necesariamente las de la Junta Directiva del Banco de la República. Los autores agradecen a Lavan Mahadeva, Pablo García y Hugo Perea sus comentarios, y a Jesús Bejarano su ayuda en la investigación.

1. ANTECEDENTES

En Colombia existen metas explícitas de inflación desde principios de los años noventa¹. Las autoridades colombianas anunciaron una meta de inflación cuantitativa por primera vez en 1991; el anuncio fue hecho por el ministro de Hacienda en un momento en el que todavía no existía una distinción clara entre las funciones del banco central y las del Gobierno con respecto al manejo macroeconómico, ni había tampoco autonomía alguna en el diseño y ejecución de la política monetaria.

En 1991 la nueva Constitución asignó el diseño y conducción de la política monetaria, cambiaria y crediticia exclusivamente a la Junta Directiva del Banco de la República e independizó al banco central del Gobierno central. Según la Constitución, “el Estado, a través del Banco de la República, debe preservar el poder adquisitivo de la moneda”. Además del mandato constitucional, en 1992 la Ley del banco central indicó que la Junta Directiva debía anunciar cada año una meta cuantitativa de inflación.

La reducción de la inflación en Colombia ha enfrentado varios obstáculos. Para empezar, la introducción de metas explícitas de inflación en Colombia tuvo dos características especiales. En primer lugar, a diferencia de otros países, la meta de inflación no fue anunciada inicialmente como parte de un régimen de meta de inflación. En segundo lugar, existía una marcada diferencia entre la inflación observada y la primera meta anunciada. Así, el esquema de inflación objetivo en Colombia comenzó con poca credibilidad y con confusión acerca de su naturaleza y significado operacional.

Durante el período del régimen de meta de inflación ha existido una política fiscal expansiva. Los gastos del sector público no financiero pasaron del 24,4% del producto interno bruto (PIB) en 1990 al 34,8% en 2000, aumento que ha sido financiado con mayores impuestos, ingresos por privatizaciones y una gran acumulación de deuda pública interna y externa. Aunque no han habido préstamos directos del banco central para financiar el déficit público, la postura fiscal ha condicionado la ejecución, credibilidad y resultados de la política monetaria: cuando la financiación extranjera fue abundante, la política fiscal implicó

¹ Esta sección se basa en Uribe *et al.* (1999).

presiones hacia la apreciación real de la moneda en un país caracterizado por hacer un fuerte *lobby* a la depreciación; cuando la financiación extranjera fue escasa, la postura fiscal obligó al ajuste del déficit externo en el sector privado.

Además, debe recordarse que Colombia comenzó con el régimen de meta de inflación tras más de veinte años de inflación moderada. Entre 1972 y 1992 la tasa promedio de inflación estuvo alrededor del 23% y los colombianos pudieron vivir con esta inflación por medio de la indexación, formal o informal, de los salarios, los impuestos, las hipotecas y los precios de algunos activos financieros.

Es conocido que la baja credibilidad y la generalizada indexación de precios y salarios aumentan los costos de la desinflación a corto plazo. Además, en un contexto de indexación generalizada y una larga historia de inflación moderada, la sociedad ha sido especialmente reticente a aceptar los costos a corto plazo de la desinflación. Por lo tanto, no ha habido un apoyo político y público vigoroso a la reducción de la inflación.

De hecho, la inflación ha disminuido gradualmente, y solo después de 1997 llegó a ser igual o inferior a las metas anunciadas (Gráfico 1). El proceso de desinflación ha tenido lugar a lo largo de un ciclo económico completo (Gráfico 1) a partir de 1990, cuando la inflación al consumidor fue de 30%, y continúa en la actualidad con niveles de inflación cercanos a la meta del 8% para 2001, en medio de una lenta recuperación desde la primera contracción del producto en las últimas décadas. En los primeros años de este período la reducción de la inflación estuvo acompañada de una apreciación real de la moneda (Gráfico 1). Sin embargo, la mayor disminución de la inflación ocurrió entre 1998 y 1999, cuando cayó de 16,7% a 9,3% y, al mismo tiempo, el producto disminuyó en un 4,2%.

2. LA ESTRATEGIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN COLOMBIA

Entre 1992 y 1999 la política monetaria se adelantó sobre la base de una meta monetaria intermedia y una banda cambiaria deslizante. La meta de inflación fue utilizada para calcular la pendiente de la banda cambiaria y la tasa de crecimiento de la senda esperada para M1, o para la base monetaria. Este marco fue creado en el supuesto de una demanda de dinero relativamente estable en Colombia, y tras décadas de un régimen de minidevaluaciones se pasó a otro de banda cambiaria deslizante. Se creía que el ancho de la banda ($\pm 7\%$ durante la mayor parte del período) permitiría que el tipo de cambio absorbiera la mayoría de los choques al mercado de divisas y reduciría al mínimo los conflictos entre la meta monetaria y la cambiaria. De cualquier manera, en algún momento se anunció que, en caso de conflicto, se daría prioridad a las metas monetarias. En realidad, las metas de los agregados monetarios fueron incumplidas o cambiadas en varias

ocasiones, mientras que la banda cambiaria se apreció una vez, a finales de 1994, y se depreció en dos ocasiones, entre 1998 y 1999, a raíz de la crisis rusa y la pérdida de credibilidad de las políticas fiscal y monetaria.

GRÁFICO 1
INFLACIÓN, METAS DE INFLACIÓN, ACTIVIDAD ECONÓMICA Y TASA DE CAMBIO REAL

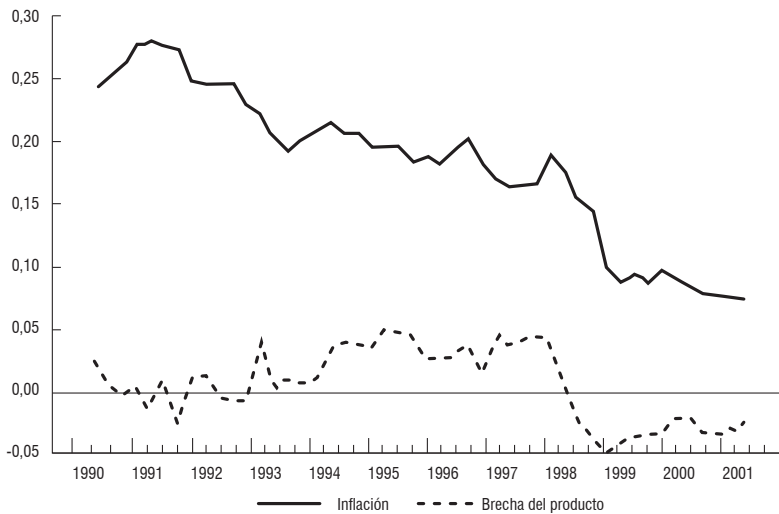
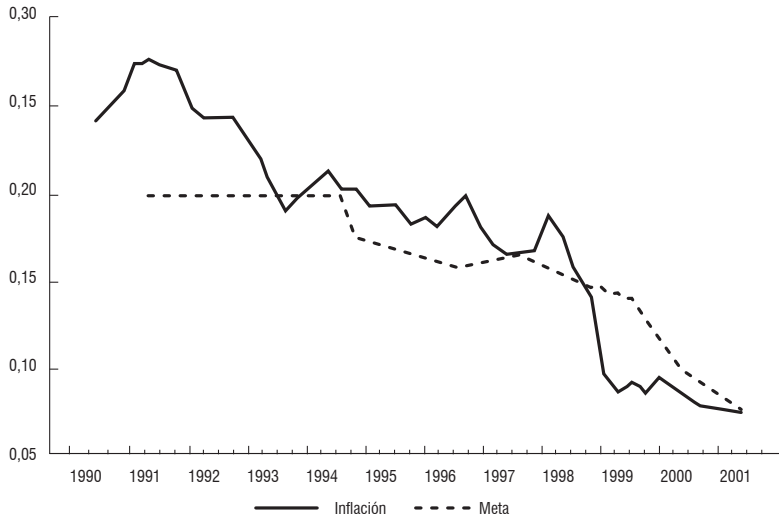


GRÁFICO 1**INFLACIÓN, METAS DE INFLACIÓN, ACTIVIDAD ECONÓMICA Y TASA DE CAMBIO REAL
(CONTINUACIÓN)**

Los primeros elementos del régimen de meta de inflación, además de las metas cuantitativas mismas, se introdujeron en 1995, cuando se desarrollaron varios modelos para proyectar la inflación y se empezó a producir internamente un informe mensual sobre esta. Desde diciembre de 1998 comenzó a publicarse trimestralmente el *Informe sobre Inflación*; con el tiempo este informe adquirió una importancia creciente en el proceso de toma de decisiones por la Junta Directiva.

En septiembre de 1999 se permitió que el peso flotara, luego de una depreciación real significativa del sistema de bandas. Los cambios estructurales ya habían ocurrido: el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos ya se estaba cerrando, el sistema financiero se había estabilizado y Colombia había ingresado a un programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que buscaba corregir los problemas estructurales de las finanzas públicas. Poco después de este cambio la Junta estableció y anunció un conjunto claro de reglas de intervención del banco central en el mercado cambiario, de modo que el régimen cambiario flexible fuera lo más 'limpio' posible. El paso a un régimen de tasa de cambio flexible simplificó la estrategia de la política monetaria y permitió al Banco concentrarse en el régimen de meta de inflación.

Así, en ese momento, tres de los cuatro requisitos básicos del régimen de meta de inflación (Masson, Savastano y Sharma, 1997) ya estaban presentes en

Colombia: el primero, una meta cuantitativa de inflación conocida por el público; el segundo, la prioridad de la meta de inflación por encima de cualquier otro objetivo de la política monetaria, y tercero, la condición de independencia del banco central, al menos instrumental. Un cuarto requisito, a saber, la capacidad técnica para proyectar la inflación razonablemente y entender los mecanismos de transmisión de la política monetaria, tenía en ese momento aún grandes posibilidades de mejorar. En efecto, la brecha entre la meta de inflación en 1999 —15%— y el dato observado ese año —9,3%— dice mucho acerca de las dificultades que enfrentaban quienes estaban a cargo de proyectar la inflación y desarrollar el conocimiento acerca de los canales de transmisión. En el caso de Colombia, la larga historia de inflación moderada y la experiencia reciente con la desinflación hizo que modelar estadísticamente estos canales fuera una tarea muy difícil.

Al mismo tiempo, había aún alguna evidencia que apuntaba a que los agregados monetarios, en particular la base monetaria y el M1, exhibían relaciones a largo plazo estables con los precios y el producto; por ejemplo, tal como se documenta en Julio (2000), existe una relación de cointegración entre los precios, el producto y la base monetaria en un sistema VEC. En esta relación de cointegración ninguna variable está excluida, se encuentra que los precios son débilmente endógenos y que la base monetaria es débilmente exógena. Sin embargo, la base monetaria explica solo una pequeña fracción de la variabilidad de los precios, como lo refleja la función de impulso-respuesta y el ejercicio de descomposición de varianza. Otro estudio, realizado por Otero y Ramírez (2001), sigue la metodología empleada por Surrey (1989) y Joselius (1992) con el fin de determinar la importancia de los factores monetarios, externos y del mercado laboral para explicar la inflación en Colombia. Ellos hallaron que las variables de desequilibrio monetario y el exceso de demanda son las variables explicativas más importantes —después de los términos autorregresivos— en las ecuaciones de inflación para el período 1980-2000.

Por lo tanto, en 1999, cuando la tasa de cambio comenzó a flotar, el banco central y la Junta Directiva se encontraron en una situación en la cual la capacidad de previsión de la inflación y el conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria no eran muy confiables, mientras que parecía persistir una relación estable entre el dinero, el producto y los precios. Entonces, la Junta Directiva del Banco de la República decidió seguir una estrategia de ‘transición’ hacia el régimen de meta de inflación. Según este régimen, los cambios en la postura de la política monetaria serían desencadenados por señales claras de aumento de la probabilidad de fallar con la meta de inflación proveniente del *Informe sobre Inflación* —particularmente de los modelos de pronóstico— o por desviaciones significativas de la base monetaria de su ‘línea de referencia’. Esta línea de referencia es construida con base en la meta de inflación y estimada para

ser compatible con el logro de dicho objetivo de inflación teniendo en cuenta el rezago en los efectos del comportamiento monetario del pasado. También, se anunció que si la base monetaria se desviaba de su línea de referencia y la Junta Directiva no tomaba acción alguna, se explicarían claramente al público los motivos, presumiblemente fundamentados en la información proveniente del *Informe sobre Inflación*.

Así, la base monetaria fue en la práctica abandonada como meta intermedia de la política monetaria, aunque continuó recibiendo considerable atención en su proceso de decisión, mientras que la capacidad de anticipación y el conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria habían mejorado al punto de llegar a ser considerados como confiables por parte del equipo técnico del Banco y la Junta Directiva. Este sistema ha funcionado bien hasta ahora. En febrero de 2000, por ejemplo, la política monetaria fue acertadamente contraída luego de que la base monetaria superó su línea de referencia por una razón que no podía estar relacionada con un cambio en la demanda de dinero. En esa ocasión, la información incluida en el *Informe sobre Inflación* no indicó la necesidad de dicho movimiento. En otras ocasiones, la base monetaria ha superado su línea de referencia a causa de los efectos del impuesto a las transacciones financieras introducido a finales de 1998; en ese caso, la postura de la política monetaria no fue modificada con base en las conclusiones extraídas del *Informe sobre Inflación* y las razones fueron explicadas al público con claridad.

Al mismo tiempo, venía mejorándose un pequeño modelo macro que describía los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria: el modelo de mecanismos de transmisión, o MMT, el cual ha comenzado a utilizarse en la preparación del *Informe sobre Inflación* para proyectar la inflación y el crecimiento, al igual que el análisis de políticas. Otros modelos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria se encuentran en desarrollo, por ejemplo, el del canal del crédito. Por otro lado, se ha realizado un esfuerzo considerable para mejorar la capacidad de pronóstico del equipo técnico del Banco, como se presentará en detalle. Dado que este proceso y el programa de investigación correspondiente muestran progreso, la estrategia de la política monetaria se moverá más rápido hacia el régimen flexible de meta de inflación.

Operacionalmente, la adopción del nuevo régimen de conducción de la política monetaria después de la flotación de la tasa de cambio ha sido compatible con la política de disminuir la volatilidad de la tasa de interés interbancaria a un día, mediante el estrechamiento gradual del rango de la tasa de interés de política. Este movimiento probablemente mejorará la transmisión de los cambios en la postura de la política monetaria a las tasas de interés a largo plazo y, en última instancia, a la inflación.

3. ASPECTOS OPERACIONALES

3.1 LA NATURALEZA DE LAS METAS

3.1.1 EL ÍNDICE DE PRECIOS

Las autoridades monetarias en Colombia eligieron utilizar la totalidad de la canasta familiar para definir la meta de inflación². No se excluyen del índice de precios al consumidor (IPC) los precios de los productos volátiles ni los de energía, en razón de que el IPC, en su totalidad, es el índice más conocido y mejor comprendido, por consiguiente su uso facilita la comunicación con el público acerca del objetivo primario de la política monetaria. Además, los precios, salarios y contratos financieros han sido vinculados tradicionalmente a la totalidad del IPC. Se asume, entonces, que cualquier otra medida de inflación no recibirá el apoyo del público, ni servirá como directriz para la toma de decisiones económicas. Lo mismo se aplica a la idea de introducir algunas excepciones³ para permitir que haya desviaciones de la meta en el caso de que estas sean causadas por factores que estén fuera de control del banco central.

En la práctica, la Junta Directiva a menudo ha basado sus decisiones de política en el comportamiento y los pronósticos de las medidas de inflación básica, este ha sido el caso cuando la inflación se ha visto ante choques de oferta transitorios e identificables (por ejemplo, a los precios de los alimentos); en dichas ocasiones la Junta ha optado por explicar sus acciones al público, con resultados satisfactorios. Una vez la credibilidad de la política monetaria haya mejorado, esta práctica podrá llevarse a cabo más fácilmente; no obstante, todavía hay dudas en cuanto al uso apropiado de las medidas de inflación subyacentes. Aunque el Banco ha identificado un pequeño grupo de indicadores para la inflación básica que parecen filtrar los choques de oferta a corto plazo adecuadamente, la Junta y el equipo técnico no tienen una opinión sólida acerca de si uno de estos indicadores puede —o debe— ser adoptado como el objetivo de la política monetaria; si hubiera que tomar una decisión, no está claro cuál de las medidas de inflación subyacente debe elegirse.

² Esta sección se basa en Uribe *et al.* (1999).

³ Cláusulas de escape.

3.1.2 *EL HORIZONTE OBJETIVO*

Por ley, cada año la Junta Directiva debe anunciar su meta cuantitativa de inflación para el año siguiente. Hasta 1997 los anuncios se hacían en fechas tan tardías como diciembre o noviembre; desde entonces, las metas de inflación han sido informadas con mayor anticipación; por ejemplo, la meta para 2002 fue anunciada en noviembre de 2000, y la de 2003 probablemente será anunciada en noviembre de 2001. Esto ha representado una clara mejora con respecto a la práctica anterior, considerando que existen pruebas de que las acciones de política del Banco de la República afectan la inflación con rezagos largos, pues los principales efectos ocurren después de seis a ocho trimestres. Si esta evidencia es correcta, las metas de inflación de corto plazo en Colombia no podrían lograrse por medio de la política monetaria y, por lo tanto, pueden ser interpretadas por los mercados como simples pronósticos de inflación en lugar de un compromiso con la política.

3.1.3 *META PUNTUAL*

Hasta el año 2002 las metas de inflación en Colombia siempre habían sido formuladas como metas puntuales. Se consideró que una única cifra proporcionaba una mejor guía que un rango para la formación de las expectativas de inflación y que comunicaba un mayor compromiso por parte del banco central de alcanzar la meta. Por otro lado, las autoridades monetarias estaban conscientes de que su control sobre la inflación era demasiado impreciso como para hacer que ese tipo de compromisos fueran creíbles, sobre todo en un entorno en el que la meta se determinaba en términos del volátil IPC en lugar de hacerlo con una medida de inflación básica. Además, dada una meta puntual, un horizonte muy corto hace que la política monetaria sea más activa, lo cual genera más variabilidad en las tasas de interés, la tasa de cambio y el producto.

Sin embargo, es bien sabido que con una credibilidad imperfecta el uso de metas de rango alienta al público y a los mercados financieros a centrarse en el límite superior del rango meta. Además se creía que desviarse de un rango meta reduciría la credibilidad en las autoridades monetarias, más que desviarse de un objetivo específico. Por lo tanto, los problemas derivados de la credibilidad en la meta de inflación no apoyaban la transición hacia un rango meta de inflación.

No obstante, en los últimos años, la credibilidad de la política monetaria en Colombia se ha visto reforzada por la consecución de una senda de inflación generalmente por debajo de los objetivos anunciados; además, se han alcanzado niveles de inflación de un dígito y en unos años la inflación estaría alcanzando un nivel coherente con el concepto de estabilidad de precios. Teniendo en cuenta

lo anterior, a finales de 2001 la Junta Directiva del banco central decidió adoptar un rango de entre 4%-6% para la meta de inflación en 2003 y a finales de 2002 la meta puntual de inflación estará dentro del rango anunciado. El punto medio del rango será utilizado operativamente para las decisiones de política. Asimismo, se anunció una meta de inflación del 3% en el largo plazo.

3.1.4 VELOCIDAD DE LA DESINFLACIÓN Y DEFINICIÓN DE LA META

A la primera meta de inflación del 22% en 1992 le siguieron una del 22% para 1993 y otras de 19% para 1994, 18% para 1995, 17% para 1996, 18% para 1997, 16% para 1998, 15% para 1999, 10% para 2000, 8% para 2001 y 6% para 2002. Esto muestra la gradualidad en el ritmo de desinflación. Debido a la extensa historia de inflación moderada con fuertes mecanismos de indexación, formales e informales, se consideraba que la reducción de la inflación debía ser gradual a fin de mantener el apoyo de la sociedad y evitar que los costos de la desinflación fueran extremadamente altos.

Para definir la meta de inflación el equipo técnico del Banco de la República lleva a cabo tres tipos de tareas técnicas:

- Evaluación detallada de las presiones inflacionarias existentes a corto y mediano plazo.
- Pronósticos de inflación empleando modelos econométricos.
- Programación financiera en la tradición del FMI.

La evaluación de las presiones inflacionarias se basa en el análisis de la evolución reciente de los precios al consumidor y al productor; el comportamiento de los diferentes indicadores de inflación básica; las tendencias de los agregados monetarios y su desviación de las líneas de referencia; la evaluación de la actividad económica en relación con diversas estimaciones del PIB potencial; las encuestas de las expectativas de inflación; el comportamiento de la tasa de cambio nominal, entre otros. Esta evaluación de las perspectivas de inflación se complementa con:

- El pronóstico de inflación y el balance del riesgo derivado del MMT, incluyendo una valoración del efecto de los choques de oferta previsible.
- Pronósticos de inflación procedentes de modelos autorregresivos mensuales.
- Pronósticos de inflación elaborados por medio de una combinación de modelos estructurales uniecuacionales —CSM— reducidos a partir de modelos econométricos trimestrales, incluidas entre sus variables

explicativas el *stock* de dinero, la tasa de cambio nominal, los salarios y la brecha del producto.

La meta de inflación es establecida también con base en un ejercicio de programación financiera al estilo del FMI. La estimación de crecimiento del producto interno bruto (PIB) implícita en el presupuesto del Gobierno nacional y una meta preliminar de inflación producen una estimación inicial de crecimiento del gasto nominal que debe ser financiado con la creación de liquidez. Esto, junto con los pronósticos de la cuenta de capital en la balanza de pagos y los requisitos internos y externos de crédito del Gobierno, permiten la evaluación de: i) la coherencia de los flujos financieros entre los distintos sectores de la economía, y ii) los efectos de las políticas monetaria y fiscal sobre los precios, la tasa de cambio y la tasa de interés.

Si los resultados muestran incoherencia entre los objetivos de la política monetaria y los de la política fiscal, se analizan las alternativas de ajuste del gasto, o se realiza el ejercicio de nuevo con varios supuestos acerca de la inflación, el crecimiento del producto, las tasas de cambio y las tasas de interés. La versión final del ejercicio de programación financiera la completan el equipo técnico del banco central y el Ministerio de Hacienda, y sus conclusiones son presentadas para su estudio y aprobación por parte de la Junta Directiva del Banco; a continuación, la Junta examina toda la información disponible, decide y anuncia la meta de inflación cuantitativa.

3.2 SEGUIMIENTO

Las variables monetarias son monitoreadas continuamente: los departamentos de Investigación Económica y de Operaciones Monetarias producen una vez a la semana dos informes que incluyen el comportamiento más reciente de los agregados monetarios y crediticios, nueva información sobre las operaciones de tesorería, los últimos datos de la tasa de interés, el comportamiento de las operaciones de mercado abierto, pronósticos mensuales de los agregados monetarios, entre otros⁴. Estos documentos se presentan en una reunión semanal de los miembros de la Junta Directiva y el equipo técnico del Banco de la República, con representantes de la Tesorería y de la oficina de Crédito Público. Se estudia la naturaleza de cualquier desviación de los agregados monetarios en comparación con sus 'líneas de referencia'.

⁴ Esta sección se basa en Uribe *et al.* (1999).

Del mismo modo, en el seguimiento de los progresos hacia la meta de inflación, desde 1993 el equipo técnico ha venido elaborando mensualmente un detallado *Informe sobre Inflación*. Desde el primer informe, el formato ha experimentado una serie de cambios. En su forma actual, el *Informe sobre Inflación* se divide en cinco secciones: la primera revisa la información más reciente sobre los precios al consumidor y al productor; la segunda presenta las últimas novedades en las variables clave para determinar la inflación e incluye las variables monetarias, el producto, los salarios y la utilización de la capacidad instalada; la tercera parte muestra los resultados de la encuesta trimestral de expectativas del Banco; la cuarta contiene una revisión a la evolución reciente de los principales socios comerciales de Colombia, así como los acontecimientos importantes en el mercado internacional de productos básicos y en el financiero; la quinta sección propone pronósticos de inflación para los próximos dieciocho meses.

Tres secciones del *Informe sobre Inflación* trimestral merecen mención especial. En primer lugar, las medidas de inflación básica (*core inflation*). El Banco de la República ha hecho algunos esfuerzos en investigación para aplicar diversos métodos estadísticos, en los que se distingue entre choques permanentes y transitorios al nivel de precios y a la tasa de inflación (Jaramillo *et al.*, 1999, y actualizaciones). Esta investigación se basa en la utilización de varios indicadores alternos de inflación básica que han sido sometidos a debates de política monetaria durante varios años y evaluados cada cierto tiempo mediante diferentes criterios económicos y estadísticos.

En segundo lugar, la tercera sección del *Informe sobre Inflación* trimestral presenta los resultados de la encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República, la cual es enviada a una muestra amplia de empresas del sector privado (incluyendo las del sector financiero), las asociaciones de productores y los centros académicos. La encuesta pregunta a los entrevistados acerca de sus expectativas de inflación al final del año en curso y del año siguiente, así como los movimientos en la tasa de cambio, las tasas de interés y la producción. La encuesta también contiene preguntas sobre percepción de la liquidez actual y futura, y el comportamiento previsto de la empresa o sector en cuanto a salarios, precios e inversión. El Banco de la República también utiliza estimativos del mercado acerca de la inflación futura, sobre la base de los precios del mercado secundario de títulos del Gobierno con vencimiento similar, indexados y no indexados a la inflación.

En tercer lugar, la última sección analiza la tendencia general con relación a los resultados de los modelos de pronóstico del Banco; estos incluyen el MMT, modelos autorregresivos y una combinación de modelos estructurales uniecuacionales (CSM). El procedimiento para el pronóstico se presenta en detalle adelante.

Con la introducción del MMT en la preparación del *Informe sobre Inflación*, ahora contamos con evaluaciones cualitativas y cuantitativas respecto de los esfuerzos que serán necesarios para alcanzar la meta de inflación. Existe además una estimación del rezago en el efecto de la política monetaria sobre la inflación y un análisis detallado de los riesgos hacia arriba y hacia abajo en el pronóstico de inflación, tal como lo refleja un *fan chart*. En el análisis de riesgos se analizan asimismo los escenarios alternativos. No hay pronósticos del producto ni del lado real de la economía diferentes a aquellos producidos por el MMT como insumo para producir el pronóstico de inflación.

3.3 TRANSPARENCIA Y ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN

La respuesta de los mercados financieros a las expectativas ha aumentado en Colombia en los últimos años⁵. Con el propósito de guiar las expectativas del mercado, el Banco de la República publica cada año la meta cuantitativa de inflación y la línea de referencia de la base monetaria. Con un retraso de dos semanas, el banco central publica los resultados semanales de los agregados monetarios y de las reservas internacionales disponibles. Por otro lado, los agentes tienen información diaria sobre la tasa de cambio.

Cada mes, después de analizar el comportamiento de los precios, la Junta Directiva o cualquiera de sus miembros da una declaración acerca del nuevo dato de inflación, y como ya se indicó, desde diciembre de 1998 se publica un informe trimestral de inflación similar a los que elaboran varios bancos centrales que han adoptado el régimen de meta de inflación como su estrategia monetaria. El informe publicado incluye el pronóstico de inflación del Banco de la República y está acompañado por una declaración de la Junta Directiva que explica cualquier decisión de política monetaria tomada luego de estudiar el informe y reexaminar el comportamiento de la base monetaria con respecto a su línea de referencia. No se hacen anuncios sobre la política monetaria futura. En particular, el Banco no publica la senda futura de las tasas de intervención que considera sean compatibles con el logro de la meta de inflación; la publicación de la trayectoria futura de las tasas de interés, que se emplea para elaborar el pronóstico de inflación, puede ofrecer una posibilidad interesante, ya que, como se muestra en Tarkka y Mayes (1999), podría reducir la variabilidad del producto al revelar la estimación del banco central de las expectativas del sector privado, al igual que podría ayudar a explicar la racionalidad del pronóstico de inflación y las decisiones de política. A fin de comunicar la incertidumbre relacionada con el pronóstico del Banco se

⁵ Esta sección se basa en Uribe *et al.* (1999) y Tarkka y Mayes (1999).

publican *fan charts* para la inflación y el producto basados en una visión central, un nivel de incertidumbre y un balance de riesgos del MMT. El MMT, así como el pronóstico de otros modelos, en especial el CSM, se detallan a continuación.

Dos veces al año la Junta presenta al Congreso un informe que evalúa la evolución reciente de la política económica y la economía, y ocasionalmente los miembros de la Junta participan en eventos académicos, en los cuales presentan su opinión personal sobre el comportamiento de la economía y sus perspectivas.

Las medidas adoptadas por la Junta Directiva se hacen públicas mediante resoluciones, informes y ruedas de prensa. Las modificaciones en las tasas de interés de intervención del banco central en el mercado de dinero se informan por medio de comunicados de prensa y los resultados netos de las operaciones de mercado abierto (OMA) se publican semanalmente. La intervención del banco central en el mercado cambiario se basa en reglas anunciadas. Así, la magnitud de la intervención es anunciada al público inmediatamente después de que tenga lugar.

3.4 INSTRUMENTOS DE POLÍTICA

El principal instrumento de política del Banco de la República es la tasa de interés sobre sus operaciones repo de expansión y contracción. El Banco suministra y retira liquidez al sistema financiero con operaciones repo de uno a quince días y operaciones repo de contracción, que se realizan por medio de subastas. La Junta Directiva establece las tasas de interés mínimas y máximas para las subastas de los repos y operaciones repo de contracción, respectivamente, mientras que las cantidades de las operaciones que se subastarán son definidas mensualmente con base en las estimaciones de la demanda de base monetaria —aproximada según su línea de referencia— y las proyecciones de oferta de la base de dinero construida con la compra/venta esperada de reservas internacionales, compra y venta de títulos del Gobierno, las operaciones de prestamista de última instancia y el efecto monetario de las pérdidas y ganancias del Banco de la República. Al mismo tiempo, el Banco de la República suministra —retira— liquidez del sistema financiero en cantidades ilimitadas con tasas de interés punitivas o ‘lombardas’.

Por tanto, existe un rango para las tasas de política cuyo extremo inferior es la tasa lombarda de contracción y el extremo superior es la tasa lombarda de expansión. La tasa mínima para la subasta de repos está por debajo de la tasa lombarda de expansión, pero es más alta que la tasa máxima para la subasta de operaciones repo de contracción; a su vez, esta última supera la tasa lombarda de contracción. Las tasas lombardas establecen un intervalo en el que puede fluctuar la tasa interbancaria, aunque tal rango puede ser más estrecho cuando las cantidades de subastas repo y operaciones repo de contracción son lo suficientemente grandes como para suministrar —absorber— toda la liquidez a esas tasas.

Ha habido una reducción gradual del rango de intervención durante los últimos tres años. En diciembre de 1999 la distancia entre las tasas lombardas era de 1.200 puntos base, mientras que la diferencia entre el mínimo y el máximo de las tasas de subasta fue de 600 puntos base. En septiembre de 2001 esta distancia se redujo a 650 y 100 puntos base, respectivamente. Tal reducción del rango de intervención ha sido posible a medida que la estrategia de la política monetaria se ha vuelto más clara y ha contribuido a fortalecer el vínculo entre las tasas de política, la tasa interbancaria y las tasas a largo plazo. Esta transmisión, sin embargo, continúa siendo afectada por los acontecimientos del sector externo, es decir, el comportamiento de las tasas de interés externas y las primas de riesgo del país y de depreciación de la tasa de cambio. Por ejemplo, cuando hay clara tendencia hacia una reducción en la prima de riesgo, los mercados pueden considerar que una reducción de las tasas internas a corto plazo por parte del Banco de la República pueda ser sostenible, esto permite transmitir más rápido el cambio en la postura de la política monetaria a las tasas de largo plazo.

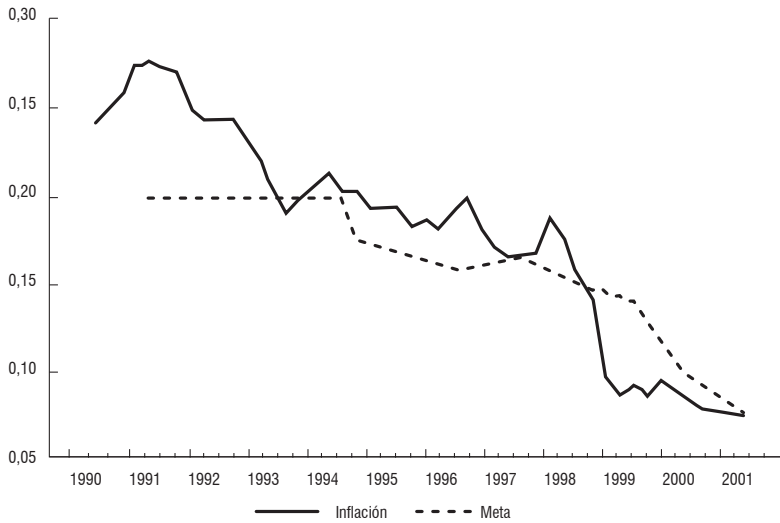
Además de las operaciones repo y repos de contracción, el Banco de la República proporciona —absorbe— liquidez a través de la compra —venta— de reservas internacionales, según las normas anunciadas para la intervención en el mercado cambiario, y para las compras —ventas— de títulos del Gobierno. Se considera que estas operaciones afectan la oferta ‘permanente’ de base monetaria y por lo general se realizan a final de año, cuando tiene lugar la mayoría del crecimiento de la demanda de base monetaria.

4. EL SISTEMA DE PRONÓSTICO DE LA INFLACIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

El sistema de pronóstico de la inflación del Banco de la República emplea los siguientes modelos (Gráfico 2):

- Modelo de mecanismos de transmisión (MMT), que se utiliza para pronosticar y hacer análisis de políticas.
- Combinación de modelos estructurales (uniecacionales) CSM.
- Modelo de inflación de alimentos por tipo de producto.
- Modelo neoclásico de crecimiento, empleado para pronosticar el producto potencial y hacer análisis.
- Sistema de pronóstico del producto por el lado de la oferta (OFS).
- Conjunto de modelos autorregresivos.

GRÁFICO 2
INFLACIÓN, METAS DE INFLACIÓN, ACTIVIDAD ECONÓMICA Y TASA DE CAMBIO REAL



El procedimiento de pronóstico comienza en los primeros días del mes, cuando el Departamento Nacional de Estadística (DANE) publica el dato de inflación del mes anterior. En la primera ronda de pronóstico se corren el MMT, el modelo neoclásico de crecimiento, los modelos autorregresivos y el de inflación de alimentos. Los resultados de estos modelos son evaluados y utilizados como insumo para el CSM y el OFS. En la segunda ronda de pronóstico, el resultado de estos dos últimos conjuntos de modelos, combinado con el resultado del modelo de inflación de alimentos, es empleado como insumo para ajustar la asimetría de los *fan charts* de inflación y crecimiento del producto. El equipo técnico invierte siete días en la preparación del *Informe sobre Inflación*, contados a partir de la fecha en que se conocen los datos del IPC hasta el día en que el Informe se presenta a la Junta.

Los pronósticos del producto, la inflación y las tasas de interés del MMT también se utilizan como insumo para estimar la demanda de base monetaria. Dada la dificultad al estimar la demanda de dinero, en ocasiones la línea de referencia de la base monetaria ha sido abandonada. A medida que se avanza en el desarrollo del sistema de pronóstico de la inflación, la estrategia de la política monetaria se moverá más rápido hacia el régimen de meta de inflación.

5. EL MODELO DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN

El MMT⁶ se utiliza para el análisis de política y también para el pronóstico. Desde septiembre de 2001 constituye el pronóstico oficial del equipo técnico y alimenta el escenario central del *fan chart* de inflación del Informe.

5.1 CARACTERÍSTICAS

El sistema de precios y salarios es estáticamente homogéneo, dinámicamente homogéneo, y orientado hacia el futuro (*forward looking*). En el sistema de precios y salarios la disyuntiva nominal-real no es lineal.

La regla de política está basada en el pronóstico de inflación.

Hoy día la medida del producto potencial en el modelo es exógena, se basa en un enfoque de producción del producto potencial y proviene del modelo neoclásico de crecimiento (también presentado en este documento).

La tasa de cambio nominal se determina por medio de simulaciones de política con paridad descubierta de tasas de interés, y cuando se realiza el pronóstico se asume como exógena.

Hay choques de oferta en el sector agrícola, la dinámica de ‘telaraña’ del precio relativo de los alimentos se activa con las sequías. La inflación básica es neutral a los choques de oferta.

5.2 LAS ECUACIONES DEL MODELO

Las siguientes ecuaciones son estimadas:

- Curva de Phillips
- Demanda agregada
- Transmisión entre tasas de interés
- Inflación de los precios de las importaciones
- Largo plazo de los precios, los salarios y los precios de las importaciones.

Las siguientes ecuaciones son calibradas:

- Salarios escalonados

⁶ La versión actual del modelo se originó en Gómez y Julio (2000), toma de Gómez (2002) sobre la indexación salarial, Avella (2001) sobre los choques de oferta en la agricultura, e investigaciones que han abordado otras cuestiones.

- Regla de política
- Paridad descubierta de la tasa de cambio
- Existen también cerca de diez definiciones y ecuaciones.

La inflación en Colombia está determinada principalmente por el grado de holgura de la actividad económica —la brecha del producto— y los choques de oferta en el sector agrícola, estas son las dos características principales de la economía colombiana que incorpora el MMT. El modelo puede funcionar de forma independiente sin la inflación de alimentos, en cuyo caso produce un pronóstico de inflación básica (medido como inflación sin alimentos). Un bloque separado para la inflación de alimentos permite que el modelo pronostique el IPC total.

Hay dos razones para modelar el sector de alimentos por separado. Por un lado, como explicaremos, no hay mucho que pueda hacer la política monetaria para compensar los efectos directos de los choques de oferta que ocurren en Colombia, debido a que aparecen de repente, son difíciles de predecir y modifican la inflación en el muy corto plazo. Por otro lado, la Junta Directiva del Banco no debe mover las tasas de interés como respuesta a los efectos directos sobre los precios de los choques de oferta, porque esta política agregaría variabilidad innecesaria a la economía real. Aunque la meta de inflación es definida sobre el IPC total, si el resultado de un choque en la oferta es que el Banco central no alcance la meta, la Junta podría explicar que eso ocurrió a consecuencia de un choque de oferta transitorio y que la inflación básica está alineada con la meta⁷.

En el MMT la política monetaria es neutral y superneutral a largo plazo, pero tiene efectos importantes en la economía a corto plazo.

5.3 LOS CANALES DE TRANSMISIÓN

El canal de demanda agregada. Asúmase que una intervención exógena disminuye la tasa de interés real por debajo del equilibrio a largo plazo (Gráfico 3, Región A). Según la ecuación de demanda agregada, el nivel relativamente bajo de la tasa de interés real aumenta el producto por encima de su potencial (Región B). En virtud de la curva de Phillips, la brecha negativa del producto incrementa la inflación por encima de la meta (Región C). Por la regla de política, la desviación de la inflación de la meta eleva la tasa de interés real por encima del equilibrio de largo plazo. La tasa de interés se mantiene por encima del equilibrio de largo plazo hasta que la inflación converja con la meta. En este punto, el producto es igual al potencial y la brecha del producto es cero.

⁷ Esta fue la explicación dada por la Junta en el *Informe al Congreso* de julio de 1998.

Canal directo de tasa de cambio. Un aumento en las tasas de interés conduce a una apreciación inmediata. La apreciación ocasiona disminución de la inflación con rezago de un trimestre. El efecto del canal directo de tasa de cambio sobre la inflación es pequeño.

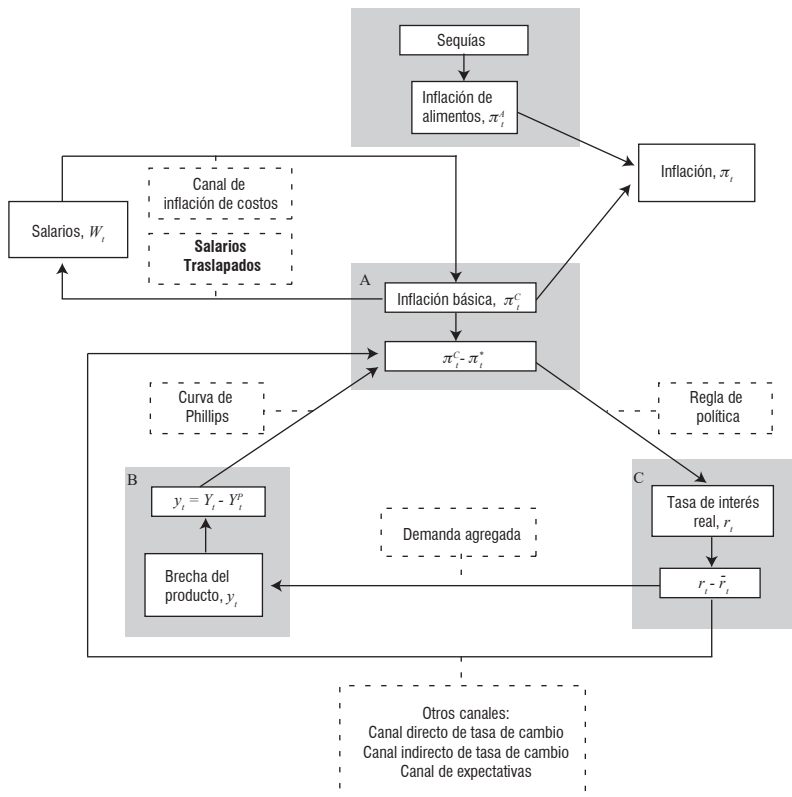
Canal indirecto de tasa de cambio. Un aumento en la tasa de interés conduce a una apreciación inmediata. La apreciación provoca disminución del producto con rezago de un trimestre. La disminución en el producto conduce a una leve disminución de la inflación con un trimestre de rezago.

Canal de expectativas. Una disminución en las expectativas de inflación para el siguiente trimestre lleva a una disminución en la inflación actual. El efecto de la inflación depende del peso de las expectativas de inflación en la curva de Phillips.

Canal de inflación de costos. A largo plazo los precios tienden hacia los costos y los salarios nominales tienden al valor del producto promedio por unidad de trabajo.

GRÁFICO 3

DIAGRAMA DE FLUJO DEL MODELO DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN



5.4 LOS CHOQUES

5.4.1 CHOQUES DE OFERTA, SEQUÍAS E INFLACIÓN DE ALIMENTOS

En 1991 el fenómeno de El Niño impulsó la variación anual de los precios de los alimentos más allá del 30%. La normalización del clima trajo luego buenas cosechas y los precios de los alimentos subieron 10% en 1993. El ciclo se repitió después con aumentos anuales en los precios de los alimentos del 25% en 1998, seguido por el 2,5% en 1999. Dado que los alimentos pesan el 30% del IPC, los cambios climáticos continúan siendo una fuente importante de choques a la inflación.

El Gráfico 4 muestra el efecto de las sequías en la inflación de alimentos. El panel A registra la cantidad de lluvia medida en milímetros cúbicos. El panel B señala el patrón estacional de las precipitaciones, representado en logaritmos, la cantidad de lluvia casi se duplica entre el primer trimestre del año y el segundo. El panel C muestra la cantidad de lluvia, desestacionalizada, la cual puede no afectar la producción agrícola cuando llueve muy por encima del promedio, pero sí lo hace cuando está por debajo de un nivel crítico. Siguiendo a Avella (2001), hemos definido este nivel crítico como -20% ; cualquier cantidad de precipitaciones por debajo de este nivel crítico es nuestra definición de sequía. Los paneles E y F muestran la inflación del IPC, la inflación de alimentos y la inflación sin alimentos. El comportamiento de la inflación de alimentos muestra la telaraña como la senda desencadenada por un desplazamiento a la izquierda en la oferta de alimentos sobre el precio relativo de estos. El efecto telaraña se ilustra en el Gráfico 5.

5.4.2 CAMBIO EN LAS METAS DE INFLACIÓN

Simular los efectos de una reducción permanente en la meta de inflación nos ayudaría a cuantificar el efecto del programa macroeconómico acordado con el FMI, el cual establece una senda de inflación de 10%, 8% y 6% para 2000, 2001 y 2002, respectivamente (Gráfico 6). Aunque estas metas no eran de cumplimiento obligatorio, hacían parte del programa macroeconómico como un todo y, así, actuaban como ancla de la política monetaria.

Después de 2002 las metas de inflación también estarán disminuyendo hacia una meta de largo plazo de 3%. Se creyó que esta meta de largo plazo, anunciada el 22 de noviembre de 2001, era lo suficientemente baja como para que la inflación no fuera un problema, pero lo suficientemente alta como para permitir que el Banco de la República emprendiera una política monetaria expansiva, facilitara cambios en los precios relativos e incorporara los posibles sesgos en la medición del IPC. La meta de inflación de largo plazo fue definida sobre el total de la canasta familiar.

GRÁFICO 4
CHOQUES DE OFERTA, SEQUÍA E INFLACIÓN DE ALIMENTOS

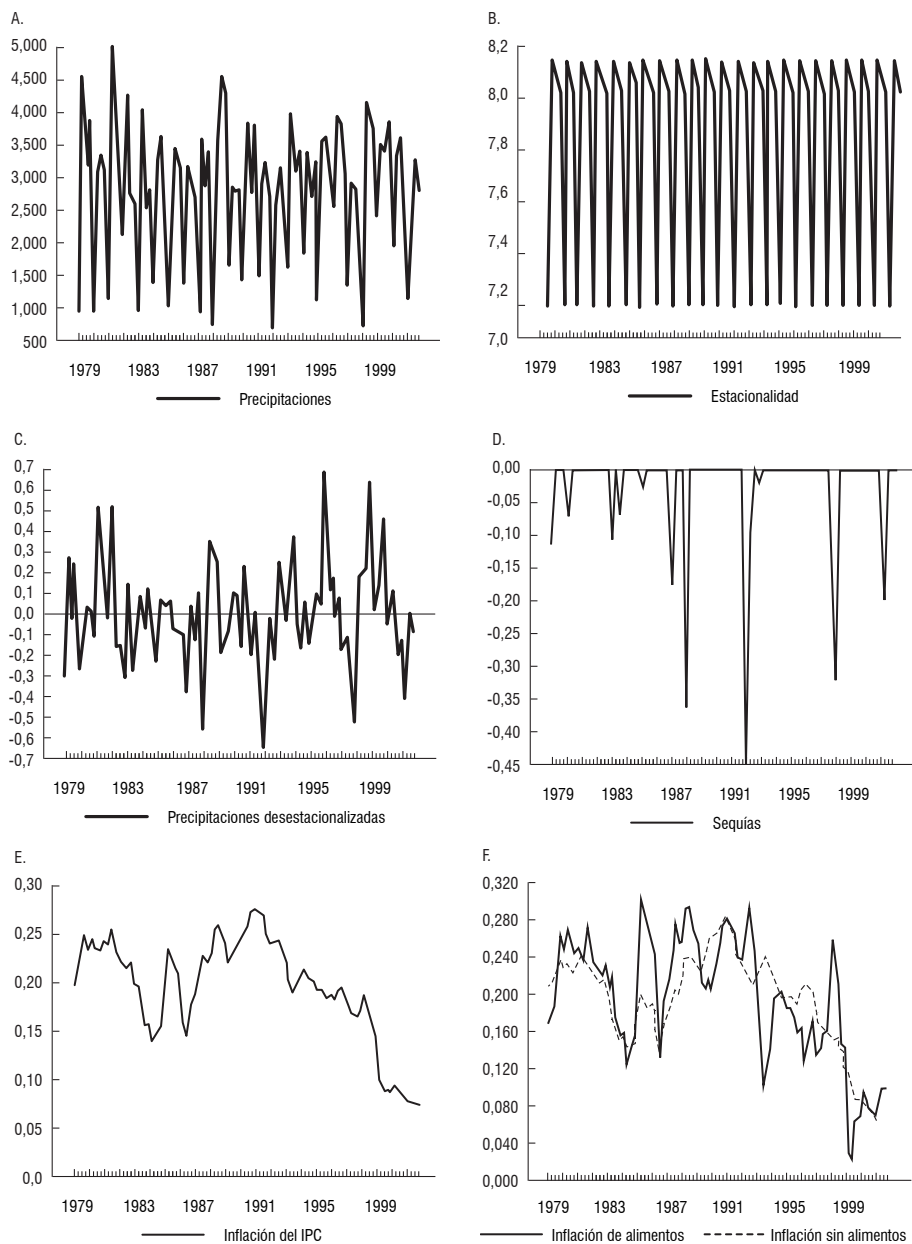
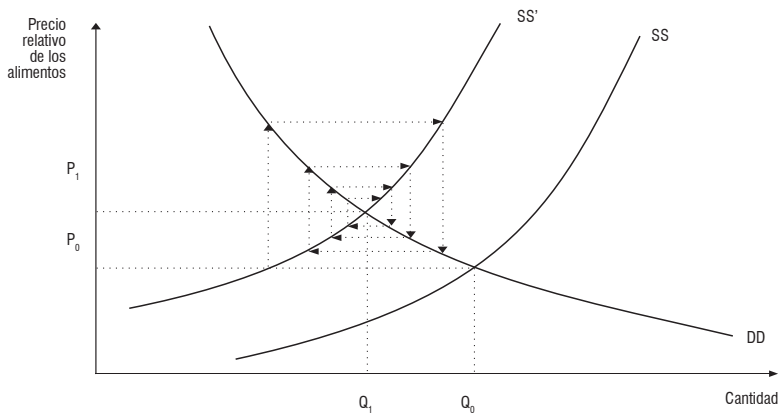


GRÁFICO 5
CHOQUES DE OFERTA EN LA AGRICULTURA



La meta de inflación de largo plazo aparece en el Gráfico 6, que también muestra el rango de 4%-6% respecto a la meta puntual de 2003. El rango meta para finales de 2003 se decidió a finales de 2001 y la decisión sobre la meta puntual para fines de 2003, a finales de 2002.

GRÁFICO 6
REDUCCIÓN GRADUAL EN LAS METAS DE INFLACIÓN

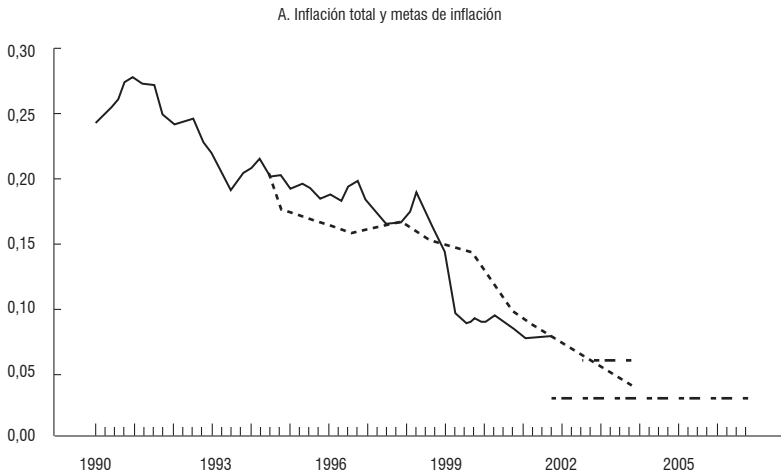
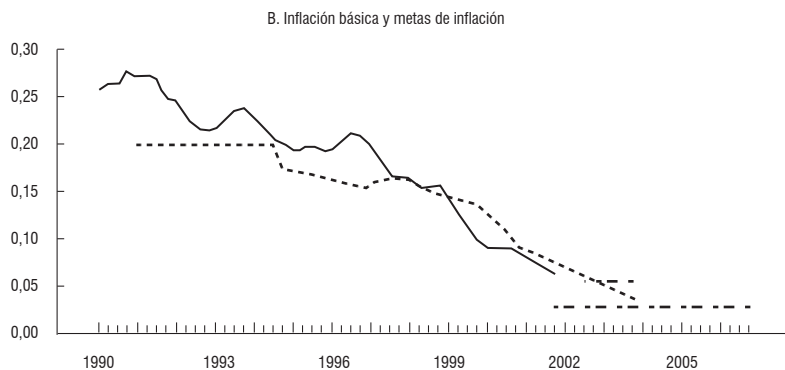


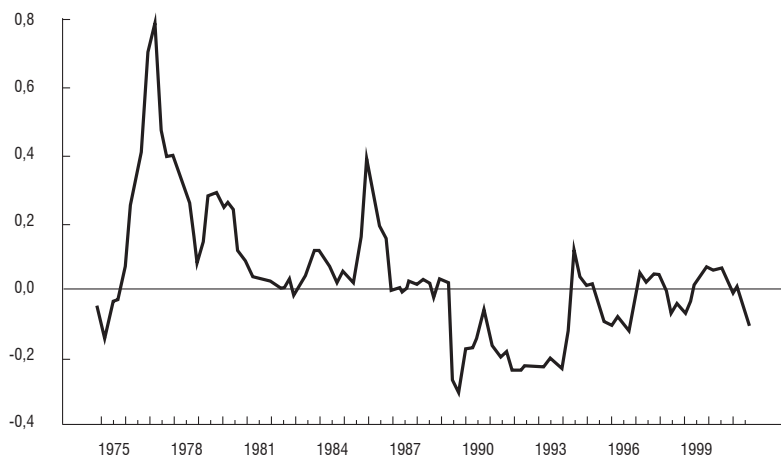
GRÁFICO 6
REDUCCIÓN GRADUAL EN LAS METAS DE INFLACIÓN (CONTINUACIÓN)



5.4.3 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

Debido a que la participación de las exportaciones de café y petróleo y sus derivados dentro del total de exportaciones de 2001 ascendieron a 11,4% y 32,5%, respectivamente, las fluctuaciones de sus precios en los mercados internacionales son una fuente importante de variabilidad para la economía colombiana. Los movimientos en los términos de intercambio son cuantitativamente grandes. En la escala logarítmica del Gráfico 7, un cambio de 0,1 significa un cambio de 10%.

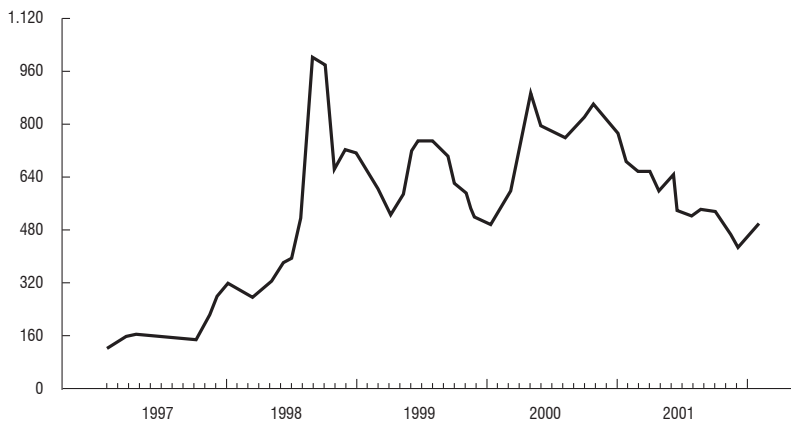
GRÁFICO 7
CHOQUES A LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



5.4.4 PRIMA DE RIESGO

De modo ocasional la prima de riesgo cambiario ha sido también una importante fuente de incertidumbre para Colombia, ya que puede verse influenciada por factores económicos internos tales como la evolución de las finanzas públicas y los desarrollos del conflicto con los grupos guerrilleros, o por acontecimientos externos como las crisis financieras internacionales. Dado que la prima de riesgo afecta la tasa de cambio, puede tener consecuencias importantes para la inflación (Gráfico 8).

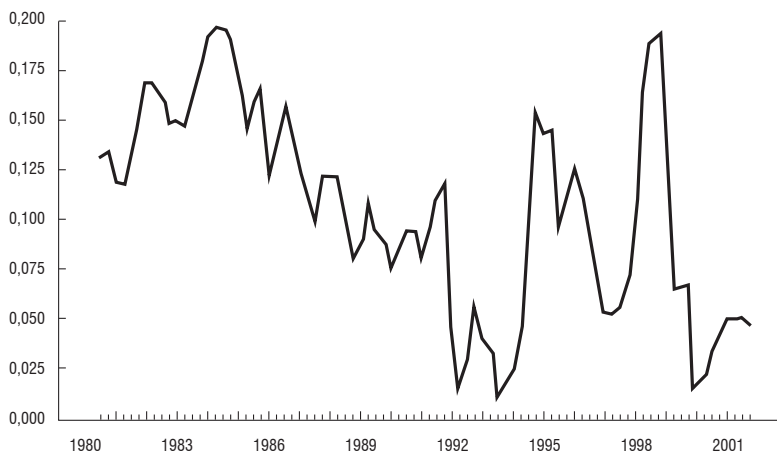
GRÁFICO 8
PRIMA EMBI SOBRE LOS BONOS COLOMBIANOS



5.4.5 CAMBIOS EN LAS TASAS DE INTERÉS

La tasa de interés misma puede ser una fuente exógena de variabilidad a la economía (Gráfico 9). A continuación modelamos también el efecto de un impulso temporal en la política monetaria. Este choque también puede ayudarnos a entender los efectos de los cambios tanto transitorios como permanentes en la postura monetaria.

GRÁFICO 9
TASAS DE INTERÉS REAL



5.5 LA CURVA DE PHILLIPS

5.5.1 ESTIMACIÓN

$$\pi_t^C = (1 - 0,640 - 0,031) \pi_{t+i/t}^C + 0,640 \pi_{t-1}^C + 0,031 \pi_{t-1}^M + 0,048 F(y_{t-1}) + 0,008 z_{t-4}^P - 0,005 d_t^1 + 0,007 d_t^2 - 0,032 d_t^3 + \varepsilon_t^\pi \quad (1)$$

(25,338)
(3,361)
(3,008)

(1,409)
(-10,322)
(2,607)
(-4,734)

Método de estimación: GMM-IV.

Muestra: 1982:2-2001:4.

$R^2 = 0,983$.

Error estándar de la estimación: 0,0067.

El test de Ljung-Box Q no muestra evidencia alguna de autocorrelación hasta de orden 32.

Valor de probabilidad del estadístico Jarque Bera: 0,349.

Como el coeficiente en z_{t-1}^π no es significativo, se calibró en $-0,005$.

Los instrumentos utilizados para aproximar las expectativas de inflación con la inflación futura observada fueron π_{t-2}^C , π_{t-3}^C , π_{t-4}^C y la brecha en la utilización de la capacidad instalada, rezagos 0 a 4.

El coeficiente de las expectativas de inflación, aunque estimado en 0,329 fue calibrado a 0,150 y el peso restante se le dio a la inflación básica pasada.

5.5.2 DEFINICIONES

$\pi_t^C = \log P_t^C - \log P_{t-4}^C$, P_t^C es la inflación básica, donde P_t^C es el promedio geométrico del componente sin alimentos del IPC.

y_t = la brecha del producto.

$\pi_t^M = P_t^M - P_{t-4}^M$ es la inflación en el precio de los bienes importados, donde P_t^M es el componente importado del IPP.

$z_t^P = P_t^C - c_1 - U_t$ es el largo plazo de la curva de Phillips.

$U_t = W_t + N_t - Y_t$ es el logaritmo del costo laboral unitario.

W_t es el logaritmo del salario nominal.

N_t es el logaritmo de la fuerza laboral.

Y es el PIB.

$c_1 = 6,971$.

d_t^1 es una *dummy* para 1997:1-2001:4. Su significado es desconocido.

d_t^2 es una *dummy* para 1992:3-1993:3. Corresponde al programa de reformas de mercado al comercio internacional.

d_t^3 es una *dummy* para 1986:2-1986:3. Corresponde al programa de ajuste con el FMI.

5.5.3 RESULTADOS

La *curva de Phillips* es expectacional, superneutral, neutral y no lineal. Es expectacional en el sentido de que incluye las expectativas de inflación, aproximadas con inflación futura observada. La parte de la *curva de Phillips* que mira hacia el futuro pesa cerca de 15,0% del peso de todos los coeficientes en las variables nominales. El elevado peso del componente que mira hacia atrás implica que disminuir la inflación es costoso. Chadha, Masson y Meredith (1992) muestran que el costo de la desinflación disminuye con el coeficiente de la inflación futura y que se aproxima a 0 cuando el coeficiente de la inflación futura es un medio.

La *curva de Phillips* es superneutral porque la suma de los coeficientes que multiplican a la inflación en la *curva de Phillips* es 1. Esta propiedad también es conocida como homogeneidad dinámica, y hace que la disyuntiva a largo plazo entre el producto y la inflación desaparezca, es decir, a largo plazo la *curva de Phillips* es vertical. Existe disyuntiva entre actividad económica e inflación, pero esta tiene lugar a corto plazo. Cualquier intento por estimular el producto

no es perdurable a largo plazo, solo se traduce en mayor inflación. Debido a la propiedad de homogeneidad dinámica, en ausencia de choques la inflación tiende a perpetuarse en un nivel determinado, a menos que sea obligada a cambiar por una brecha del producto que sea diferente de 0, un choque de oferta o un movimiento de la tasa de cambio. En Colombia la inflación aumentó a un promedio mayor hacia 1973 y después de veinticinco años podría estabilizarse a un nivel menor. La historia de algunos países latinoamericanos es un ejemplo real de cómo a largo plazo la política monetaria no puede estimular la actividad económica.

La *curva de Phillips* es neutral, ya que incluye un ajuste de corrección de error a largo plazo. La homogeneidad estática hace que el modelo sea neutral al nivel de precios. Esto significa que la economía converge a la misma solución de las variables reales siempre que hay un cambio en el nivel de precios.

Es no lineal, porque la inflación es una función no lineal de la brecha del producto. La no linealidad en la *curva de Phillips* tiene implicaciones interesantes de política económica: cuanto mayor sea la recesión, mayor será el número de puntos porcentuales del producto que deben ser sacrificados para disminuir la inflación en 1%, y mayor será el costo de la desinflación. Un aumento de la inflación implica una ganancia en el producto menor que el costo de devolver la inflación al nivel inicial. Además, una desinflación gradual durante un largo período tiene un costo menor que el de una desinflación repentina⁸.

Se introdujo la no linealidad en la curva de Phillips de varias maneras⁹. En este modelo hacemos que la curva de Phillips sea no lineal dejando que la inflación dependa de una función no lineal de la brecha del producto¹⁰.

La función no lineal para la brecha del producto es:

$$F(y_t) = \frac{1}{1 - \sigma} \left((1 + y_t)^{1 - \sigma} - 1 \right)$$

Donde $\sigma = 0$ para linealidad y $\sigma < 0$ para convexidad. El modelo es por lo tanto operativo con linealidad y diferentes grados de convexidad. En las simulaciones empleamos $\sigma = -16,227$, un parámetro estimado por mínimos cuadrados no lineales.

⁸ Véanse en Rose y Tetlow Laxton (1993), Isard y Laxton (1996), Clark y Laxton (1997), Phillips (1958), Rose y Tambakis Laxton (1998) e Isard, Laxton y Eliasson (1999), las implicaciones de la convexidad de la curva de Phillips en la política económica.

⁹ Véase Dupasquier y Ricketts (1998) para una revisión de la literatura sobre diversas no linealidades de la curva de Phillips.

¹⁰ La ausencia de asíntotas en esta función es una simplificación considerable.

El Gráfico 10 muestra el efecto sobre la inflación —menos las expectativas de inflación— de diferentes niveles de la brecha del producto^{11, 12}.

5.6 SALARIOS NOMINALES

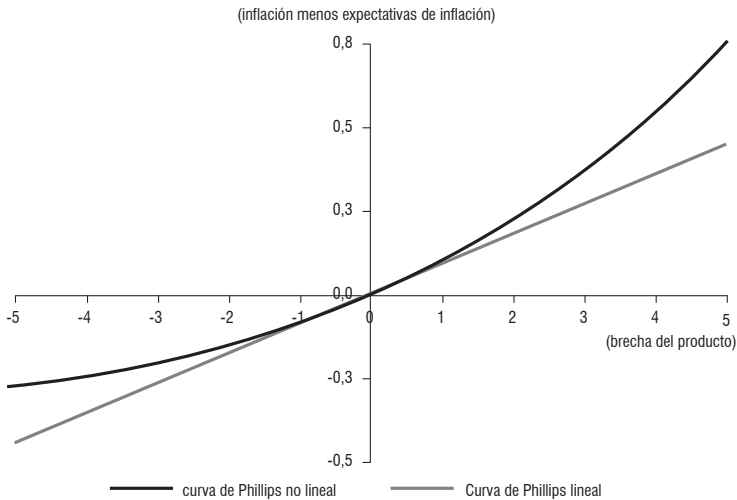
Los salarios nominales se determinan según un modelo de contratos superpuestos (Taylor, 1980, 1993). Hemos asumido que todos los contratos salariales duran cuatro trimestres y que la superposición es uniforme:

$$X_t = \lambda_0 V_t + \lambda_1 V_{t-1|t} + \lambda_2 V_{t-2|t} + \lambda_3 V_{t-3|t} + 0,05F(y_{t-1}) + 0,02 z_{t-4}^W + c_2, \quad (2)$$

$$W_t = \lambda_0 X_t + \lambda_1 X_{t-1} + \lambda_2 X_{t-2} + \lambda_3 X_{t-3}$$

GRÁFICO 10

EL EFECTO NO LINEAL DE LA BRECHA DEL PRODUCTO SOBRE LA INFLACIÓN



¹¹ El grado de convexidad es $\sigma = 16,227$; los ejes se multiplicaron por 100. Como el modelo no es lineal, en el programa, un 10% de desinflación debe entenderse como una disminución de la inflación de $-0,1$.

¹² Tratamos de incluir el precio interno del petróleo en la curva de Phillips medido como el cambio en el precio interno del petróleo relativo al IPC, pero los resultados no fueron estadísticamente significativos.

5.6.1 DEFINICIONES

X_t es el logaritmo del salario contratado.

$V_t = P_t^C + Y_t - L_t$ es el logaritmo del valor del producto promedio.

y_t es la brecha del producto.

$z_t^W = W_t - c_2 - V_t$ es el largo plazo de los salarios.

$\lambda_t = 0,25$.

$c_2 = -7,677$.

5.7 INFLACIÓN DE ALIMENTOS

5.7.1 ESTIMACIÓN

La inflación de alimentos está determinada por el déficit de precipitaciones de acuerdo a la ecuación:

$$\begin{aligned} \pi_t^F = & 0,418 \pi_{t-1}^C + 0,581 \pi_{t-4}^F - 0,120 \varphi_{t-1} - 0,072 \varphi_{t-2} + 0,155 \varphi_{t-5} - 0,157 \varphi_{t-6} \\ & (5,975) \quad (8,290) \quad (3,807) \quad (-2,103) \quad (4,525) \quad (4,231) \\ & + z_{t-4}^F + \varepsilon_t^R \end{aligned} \quad (3)$$

Método de estimación: mínimos cuadrados restringidos.

Muestra: 1990:1 - 2000:4

$R^2 = 0,935$.

Error estándar de la estimación: 0,019.

Significación del estadístico Ljung Box Q: 0,471.

5.7.2 DEFINICIONES

$\pi_t^F = P_t^F - P_{t-4}^F$ es inflación de alimentos, donde P_t^F es el logaritmo del precio de los alimentos.

e_t es el logaritmo de la cantidad de lluvia.

ζ_t es la desviación desestacionalizada de la cantidad de precipitaciones con respecto al nivel promedio a largo plazo.

φ_t es la medida de las sequías.

$z_t^F = P_t^F - c_4 - P_t^C$ es el largo plazo de los precios de los alimentos.

$c_4 = 0,150$.

5.7.3 RESULTADOS Y ASUNTOS ACERCA DE LA ESTIMACIÓN

Las sequías se miden como la cantidad de lluvia desestacionalizada que está 20% por debajo del promedio. Algebraicamente,

$$\varphi_t = \zeta_t + 0,2 \text{ si } \zeta_t < -0,2$$

$$\varphi_t = 0 \text{ si } \zeta_t > -0,2$$

donde

$$\zeta_t = e_t - (c + \delta_1 d_{1t} + \delta_2 d_{2t} + \delta_3 d_{3t}).$$

Siguiendo a Avella (2001), la variable de precipitación entra con signo negativo para los rezagos cortos debido al efecto del clima sobre el suministro de alimentos, y con signo positivo hacia el quinto trimestre porque, como en el efecto telaraña, los agricultores responden a altos precios relativos con un aumento de la oferta.

La inflación de alimentos es bastante volátil, esto puede verse en el alto error estándar de su ecuación. El pronóstico de la inflación de alimentos del MMT siempre se complementa con los resultados de un modelo de inflación de alimentos por tipo de producto, y con el juicio de expertos en agricultura.

5.8 INFLACIÓN DEL IPC

La inflación del IPC es una combinación convexa de la inflación básica y de alimentos:

$$\pi_t = (1 - 0,295) \pi_t^C - 0,295 \pi_t^F \quad (4)$$

5.9 DEMANDA AGREGADA

La ecuación de la demanda agregada estimada es:

$$\begin{aligned} y_t = & \frac{0,604}{(5,793)} y_{t-1} + \frac{0,314}{(2,933)} y_{t-2} - \frac{0,105}{(-3,005)} (r_{t-1} - \bar{r}_t) + \frac{0,012}{(0,908)} z_{t-1}^Q \\ & + \frac{0,054}{(0,545)} z_t^{US} + \frac{0,0044}{(2,388)} \tau_t + \varepsilon_{t+1}^y \end{aligned} \quad (5)$$

Método de estimación: mínimos cuadrados restringidos.

Muestra: 1990:1 - 2001:1.

Error estándar de la estimación: 0,014.

$R^2 = 0,804$.

Valor de posibilidad del estadístico Ljung Box Q: 0,576.

5.9.1 DEFINICIONES

y_t es la brecha del producto.

$r_t = i_t - \pi_t^C$ es la tasa de interés real.

i_t corresponde a los certificados de depósito a término (CDT) a noventa días.

z_t^{US} es la brecha del producto en los Estados Unidos, estimada con el filtro Hodrick-Prescott (HP).

τ_t es la desviación de los términos de intercambio con respecto al filtro HP,

$\tau_t = \log \tau_t^{NHP} - \log \tau_t^{HP}$, $\tau_t^{NHP} = P_t^X / P_t^M$ donde P_t^X es el IPP para las exportaciones y P_t^M es el IPP para las importaciones.

5.9.2 ASUNTOS ACERCA DE LA ESTIMACIÓN

La ecuación de la demanda agregada es una de las más importantes del modelo porque distintas calibraciones de sus parámetros dentro de sus intervalos de confianza cambian considerablemente la forma de las funciones impulso-respuesta. Hemos calculado la ecuación desde 1980 con el fin de obtener un grado de persistencia de la brecha del producto que sea coherente con ciclos económicos de aproximadamente ocho años y también consistente con la actual recuperación leve del crecimiento del producto.

Es importante señalar que la tasa de interés real es definida sobre la inflación básica, de lo contrario los choques de oferta tendrían efectos de segunda ronda sobre la actividad económica mediante la definición de la tasa de interés real; esto puede ser considerado como una simplificación que indirectamente considera el hecho de que la demanda agregada debe depender de una tasa de interés a largo plazo.

5.10 LA REGLA DE LA POLÍTICA

La regla de la política es:

$$i = \phi i_{t-1} + (1 - \phi) (\bar{r}_t + \pi_t^C - c_s) + 0,5 (\pi_{t+k|t}^C - \pi_{t+k}^*) \quad (6)$$

5.10.1 DEFINICIONES

i_t es la tasa de interés nominal para certificados de depósito a término (CDT) a noventa días.

\bar{r}_t es la tasa de interés real a largo plazo.

π_t^C es la inflación básica.

π_t^* es la meta de inflación.

$\pi_{t+k|t}^C$ es el pronóstico de la inflación básica k períodos adelante, con la información hasta el tiempo t .

ϕ es un parámetro de suavizamiento.

$c_5 = 0,02$ es la diferencia entre la tasa de política y la tasa de depósitos a largo plazo.

5.10.2 ALGUNOS RESULTADOS

El horizonte meta k es de ocho trimestres; con el objetivo de aumentar el control de la inflación y la credibilidad del Banco central a medida que la inflación disminuye, se hizo un intento por disminuir la meta u horizonte a cuatro trimestres. Como se muestra en Svensson (2001) y Rudebusch y Svensson (1998), un horizonte de política relativamente corto aumenta la volatilidad del PIB y de otras variables reales; además, exige una política más activa y una mayor volatilidad en la tasa de interés de política.

Como prescripción de política, una senda volátil para la tasa de política exige un estudio más a fondo de los supuestos que subyacen la recomendación y el conocimiento profundo de la sensibilidad de las prescripciones de política a los diversos supuestos sobre la brecha del producto, la tasa de interés a largo plazo y otras fuentes de incertidumbre. Por esto decidimos mantener el horizonte meta de ocho trimestres.

Se desarrolló un estudio sobre qué tipo de medidas de inflación deberían entrar en la ecuación (6) (Banco de la República, 2001a, 2001b) y se concluyó que deberían entrar como segundo y tercer término de la ecuación.

La razón se explica más adelante, en el análisis de impulso-respuesta a un choque de oferta.

5.11. TRANSMISIÓN ENTRE LAS TASAS DE INTERÉS

5.11.1 ESTIMACIÓN

$$\begin{aligned} \Delta i_t = & \frac{-0,295}{(-2,495)} i_{t-4} + \frac{0,295}{(2,495)} i_{t-4}^P + \frac{0,256}{(2,713)} \Delta i_{t-1} + \frac{0,474}{(0,144)} \Delta i_t^P \\ & + \frac{0,250}{(2,655)} \Delta i_{t-4}^P + \varepsilon_t^i \end{aligned} \quad (7)$$

Método de estimación: mínimos cuadrados restringidos.

Muestra: 1992:1 - 2001:2, trimestral.

$R^2 = 0,926$.

Error estándar de la estimación 0,0229.

Significancia del estadístico Ljung Box Q: 0,206.

5.11.2 DEFINICIONES

i_t es la tasa de interés para certificados de depósito a término (CDT), a noventa días (de bancos y corporaciones).

i_t^P es la tasa de política o tasa de interés interbancaria (TIB) a tasa anual.

Δ es el operador de diferencias a cuatro trimestres.

5.11.3 ASUNTOS ACERCA DE LA ESTIMACIÓN

La estimación está sujeta a la restricción de que los coeficientes en i_t e i_{t-4}^P son iguales, con signo diferente. Esta restricción pasa con $\chi^2_{(1,30)} = 0,335$, p -value de 0,567. Con la restricción impuesta, los coeficientes en las primeras diferencias de las variables suman 1. Los coeficientes en Δi_{t-1} , Δi_t^P y Δi_{t-4}^P fueron entonces calibrados a 0,25, 0,5 y 0,25, respectivamente¹³.

5.11.4 RESULTADOS

El Cuadro 1 muestra la respuesta de la tasa de interés en depósitos CDT al aumento de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria. Con el

¹³ Las estimaciones de esta ecuación podrían cambiar en el caso de que el banco central modificara sus políticas acerca de la comunicación de la senda futura de las tasas de interés, o si el régimen de meta de inflación es mejor comprendido por el público.

impacto, la tasa de depósitos aumenta a la mitad del incremento en la tasa de interés de política o la tasa interbancaria. En un trimestre, la tasa de depósitos aumenta a 87,5% de la variación en la tasa interbancaria. El cambio total a largo plazo de 1% en la tasa de depósitos se logra casi completamente dos trimestres después del choque¹⁴.

CUADRO 1

RESPUESTA DE LA TASA DE DEPÓSITOS A UN AUMENTO DE UN PUNTO PORCENTUAL EN LA TASA DE POLÍTICA

TRIMESTRE	TASA DE DEPÓSITOS CDT	TRIMESTRE	TASA DE DEPÓSITOS CDT
0	0,500		
1	0,875	7	1,009
2	0,969	8	1,107
3	0,992	9	1,042
4	1,146	10	1,012
5	1,073	11	1,002
6	1,028	12	1,074

5.12 PARIDAD DESCUBIERTA DE LAS TASAS DE INTERÉS

La tasa de cambio nominal *vis à vis* los Estados Unidos está determinada por la condición de paridad descubierta de intereses (UIP):

$$E_t = E_{t+1|t} - 0,25 (i_t - i_t^{US} - \varphi_t) \quad (8)$$

E_t^{US} es la tasa de cambio nominal *vis à vis* los Estados Unidos.

i_t es la tasa de interés de depósitos a noventa días.

i_t^{US} es la tasa de interés para certificados de depósito en los Estados Unidos a noventa días.

φ_t es la prima de riesgo del país.

5.13 TRASPASO

El modelo de ajuste parcial para la inflación del precio de las importaciones es:

$$\pi_t^M = 0,850 \pi_t^M + 0,150 e_t - 0,001 z_{t-4}^M, \quad (9)$$

¹⁴ Las oscilaciones de la función impulso-respuesta después del tercer trimestre son el resultado de emplear diferencias de cuatro trimestres. No surgen cuando se realiza el pronóstico.

donde:

π_t^M es la inflación de importados.

$z_t^M = P_t^C - c_3 - P_t^M$ es el largo plazo de las importaciones, donde P_t^M es el componente de bienes importados del índice de precios del productor (IPP).

$e_t = E_t - E_{t-4}$ es la tasa de depreciación de la tasa de cambio, donde E_t es la tasa de cambio nominal.

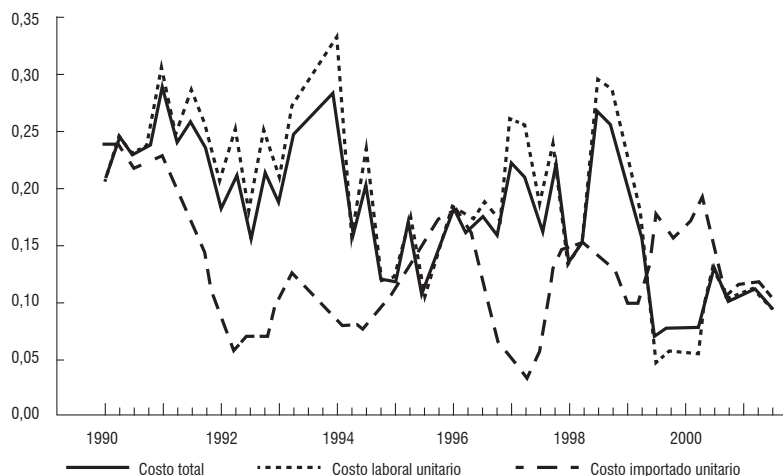
$$c_3 = -1,800$$

5.14 EL LARGO PLAZO

A largo plazo los precios convergen a los costos, los salarios nominales al valor nominal del producto medio y el precio de las importaciones al nivel interno de precios. Como se explicó, un largo plazo bien definido hace que el modelo sea neutral, es decir, que la solución a largo plazo de las variables reales sea independiente del nivel de precios.

En la curva de Phillips, valores positivos del error de cointegración surgen cuando los costos aumentan por encima de los precios; al entrar en la curva de Phillips con signo negativo, representan una presión inflacionaria. El Gráfico 11 muestra el crecimiento de los costos totales estimado como un promedio ponderado de los costos laborales unitarios y el precio de las importaciones. Las ponderaciones estimadas son de 0,8 para el costo laboral unitario y 0,2 para el precio de las importaciones.

GRÁFICO 11
CANAL DE PRESIÓN DE COSTOS



5.14.1 EL LARGO PLAZO DE LA ECUACIÓN DE SALARIOS

A largo plazo los salarios nominales deberían converger al valor del promedio del producto:

$$W_t = c_2 + V_t + z_t^W, \quad (10)$$

donde $V_t = P_t^C + Y_t - N_t$ es el logaritmo del valor del producto medio.

$$c_2 = -7,677$$

El largo plazo de la ecuación de salarios es definido como

$$z_t^W = W_t - c_2 - V_t \quad (11)$$

5.14.2 EL LARGO PLAZO DEL PRECIO DE LAS IMPORTACIONES

A largo plazo el precio de las importaciones converge al nivel de precios doméstico:

$$P_t^M = c_3 - P_t^C \quad (12)$$

$$\text{donde } c_3 = -1,800$$

El largo plazo de la inflación del precio de los importados puede escribirse como:

$$z_t^M = P_t^M - c_3 + P_t^C \quad (13)$$

5.14.3 EL LARGO PLAZO DE LA CURVA DE PHILLIPS

El canal de inflación de costos postula que a largo plazo los precios son iguales a los costos:

$$P_t^C = c_1 + 0,888U_t + 0,112 P_t^M + z_t^P \quad (14)$$

Empleando la ecuación (15), el largo plazo de la curva de Phillips es:

$$z_t^P = P_t^C - c_1 - U_t - P_t^M \quad (15)$$

Utilizando las ecuaciones (11), (13) y (15), el largo plazo de la curva de Phillips puede escribirse como

$$z_t^P = -c_1 - (1 - \alpha)c_2 - \alpha c_3 - (1 - \alpha)z_t^W - \alpha z_t^M, \quad (16)$$

donde

$U_t = W_t + N_t - Y_t$ es el costo laboral unitario.

W_t es el logaritmo de los salarios nominales¹⁵.

N_t es el logaritmo de la fuerza de trabajo.

Y_t es el logaritmo del producto.

P_t^C es el logaritmo del IPC sin alimentos.

$c_1 = 6,971$ es una constante.

5.14.4 ANÁLISIS DE COINTEGRACIÓN

Las variables precio y precio de las importaciones en la ecuación (12) están cointegradas. La hipótesis nula de una relación a largo plazo entre estos precios, uno a uno, como en la ecuación (12), pasa con un valor de probabilidad de 0,87.

Las variables de salarios nominales y valor del producto medio también están cointegradas. La hipótesis nula de una relación uno a uno como en la ecuación (10) no se rechaza con un valor de probabilidad de 0,99.

Las variables de precio, costo laboral unitario y precio de las importaciones en la ecuación (14) están cointegradas. El coeficiente $\alpha = 0,112$ fue obtenido con mínimos cuadrados ordinarios en niveles.

5.15 CALIBRACIÓN Y AJUSTES

La calibración incluye una curva de Phillips que podría ser más orientada hacia el pasado que la estimada. Como los coeficientes de la inflación futura y pasada en la curva de Phillips son difíciles de estimar, pueden calibrarse para que la evolución futura de la inflación sin alimentos esté en línea con el juicio experto y con pronósticos autorregresivos de diferentes medidas de la inflación básica.

Los ajustes al MMT tienen que ver principalmente con el precio de los alimentos. El juicio de expertos sobre estos ajustes proviene de un modelo satélite para la inflación de alimentos por tipo de producto y del criterio de expertos en agricultura.

¹⁵ Utilizamos datos salariales procesados por el DNP en *raw data* de la *Encuesta anual manufacturera* producida por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). Esta serie está disponible hasta 2000Q2, por tanto la hemos actualizado con datos de salarios en el sector industrial.

Por ejemplo, en enero de 2002 los ajustes fueron: a +0,1 durante 2002T1-2002T4 y a -0,1 durante 2003T1-2003T4 a la ecuación de alimentos π_t^F para incorporar el ciclo ganadero.

Otro ajuste es un valor de 0,1 para la sequía en 2001T1 en lugar de -0,19 porque, a pesar de que la sequía tuvo efecto sobre los cultivos, no parecía haber afectado la cosecha de papa.

Se prevé una sequía de -0,1 en 2003T1. El valor esperado se obtuvo con una probabilidad de un tercio de que se presente una sequía comparable en tamaño a una de las más grandes durante la década de los noventa.

El pronóstico exógeno para la tasa de cambio nominal fue dado por una proyección de la balanza de pagos.

5.16 RESPUESTA A LOS PRINCIPALES CHOQUES

5.16.1 UN CHOQUE DE OFERTA EN EL SECTOR AGRÍCOLA

Las perturbaciones al precio relativo de los alimentos hacen volátil la inflación (parte superior del Gráfico 12). Los alimentos son un pequeño porcentaje del PIB, pero una proporción bastante grande del IPC. En el modelo, la política monetaria no responde a este tipo de choques a la oferta. El experimento consiste en una sequía de -0,35 como la observada en 1998T1. El impacto de la sequía sobre la inflación de alimentos es un aumento del 5% dos trimestres después del choque y una disminución del 8% a los seis trimestres de él. En esos mismos trimestres, la inflación del IPC aumenta 1,5% en relación con el escenario base, sin choque, y luego disminuye -2,2%. El efecto de la sequía es un aumento en la inflación de alimentos y en la del IPC, mientras que la inflación básica, la tasa de interés real y el producto se mantienen invariables.

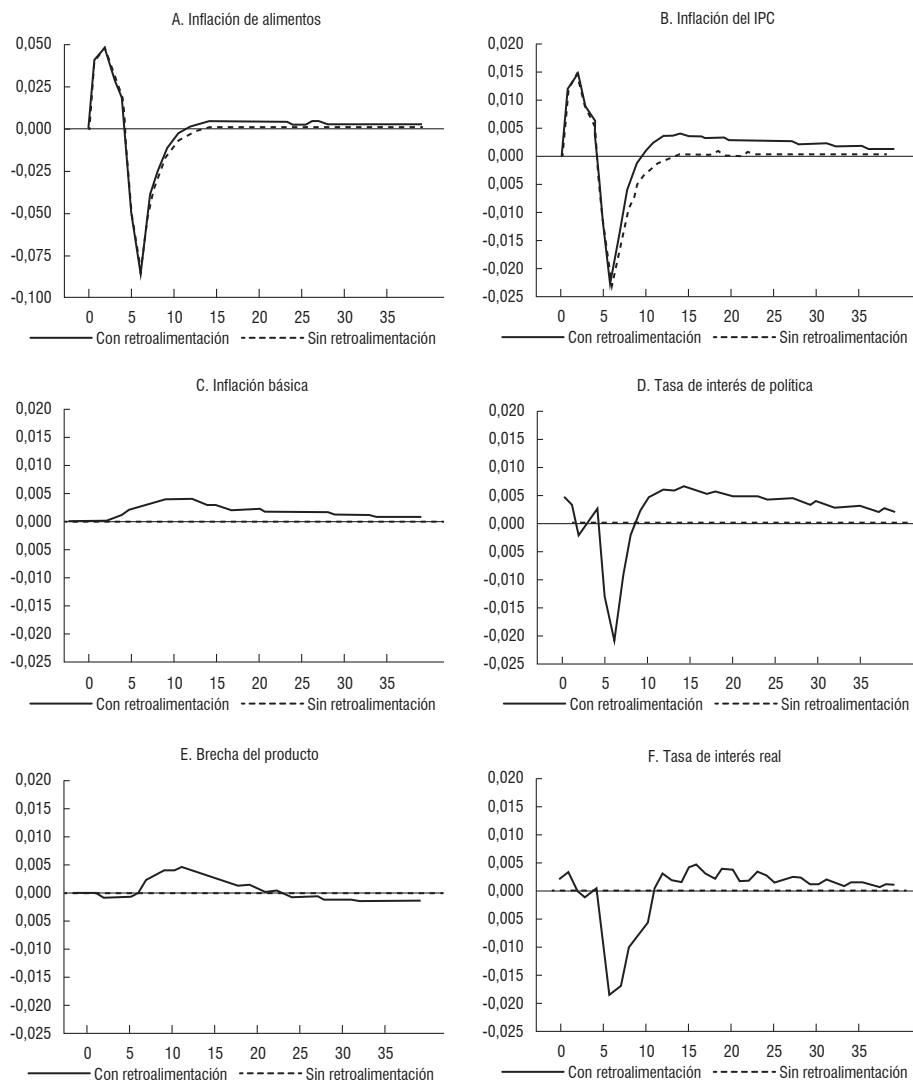
El modelo ha sido diseñado para ser neutral a choques de oferta en la agricultura, pues cuando se presenta uno de ellos no hay mucho que un banco central pueda hacer ante sus efectos directos sobre los precios.

Las líneas punteadas en el Gráfico 12 muestran una economía en la que el Banco central no responde a los choques de oferta. El único efecto del choque es sobre el IPC y la inflación de alimentos. Las líneas continuas representan la senda de la economía cuando el Banco central responde a los choques de oferta según la siguiente regla agresiva de tasas de interés:

$$i_t = (r_t + \pi_t - c_5) + 0,75 (F_{t+4|t} - \pi_{t+4}^*) \quad (17)$$

Esta regla tiene una respuesta rápida sobre el IPC total.

GRÁFICO 12
CHOQUE DE OFERTA CON Y SIN RETROALIMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



El Banco central intenta compensar la disminución esperada de la inflación al consumidor cuatro trimestres adelante disminuyendo la tasa de interés real y aumentando la inflación básica. Se agrega variación adicional a la brecha del

producto. A pesar de la fuerte respuesta del Banco central a los choques de oferta, la inflación del IPC cuatro u ocho trimestres adelante permanece inalterada.

5.16.2 UN CAMBIO PERMANENTE EN LA META DE INFLACIÓN

Tan pronto como disminuye la meta de inflación, las tasas de interés nominales aumentan de forma permanente. El incremento en las tasas de interés lleva de inmediato a una apreciación más rápida de la tasa de cambio nominal. Esa apreciación se transmite muy rápido, aunque no inmediatamente, para reducir la tasa de inflación en los precios de los bienes y servicios importados. Actuando a través del canal de la tasa de cambio, un trimestre después del choque la inflación disminuye. Sin embargo, este efecto del canal de tasa de cambio directo sobre la inflación es pequeño.

No solo las tasas de interés nominal, sino también la tasa de interés real, aumentan en impacto. La tasa de interés real sigue siendo positiva durante diez trimestres. Esto crea una recesión que dura varios años, su llegada al punto más bajo es en el octavo trimestre. A partir del cuarto trimestre el canal de la demanda agregada entra a acelerar el proceso de desinflación. La inflación disminuye 75 puntos base en catorce trimestres y 95 puntos base en diecinueve trimestres (Gráfico 13).

La tasa de sacrificio, es decir, la pérdida acumulativa del producto por unidad de inflación anual reducida, es en esta versión del modelo de 0,788. El choque a la meta parece ser un buen método para cuantificar la tasa de sacrificio, ya que el efecto del producto sobre la inflación controla el impacto de otros canales de transmisión sobre la inflación.

GRÁFICO 13
CAMBIO PERMANENTE EN LA META DE INFLACIÓN

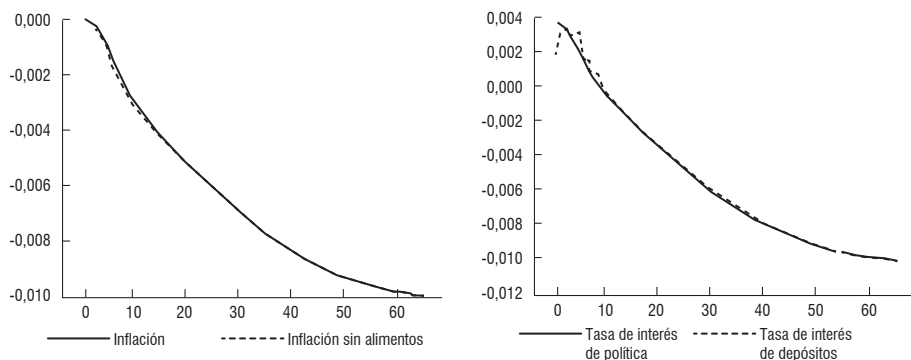
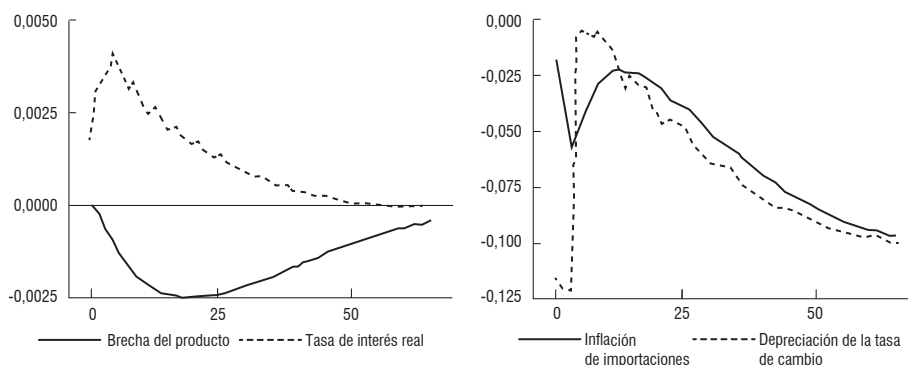


GRÁFICO 13 (CONTINUACIÓN)
CAMBIO PERMANENTE EN LA META DE INFLACIÓN



5.16.3 UN CHOQUE A UNA META DE NIVEL DE PRECIOS

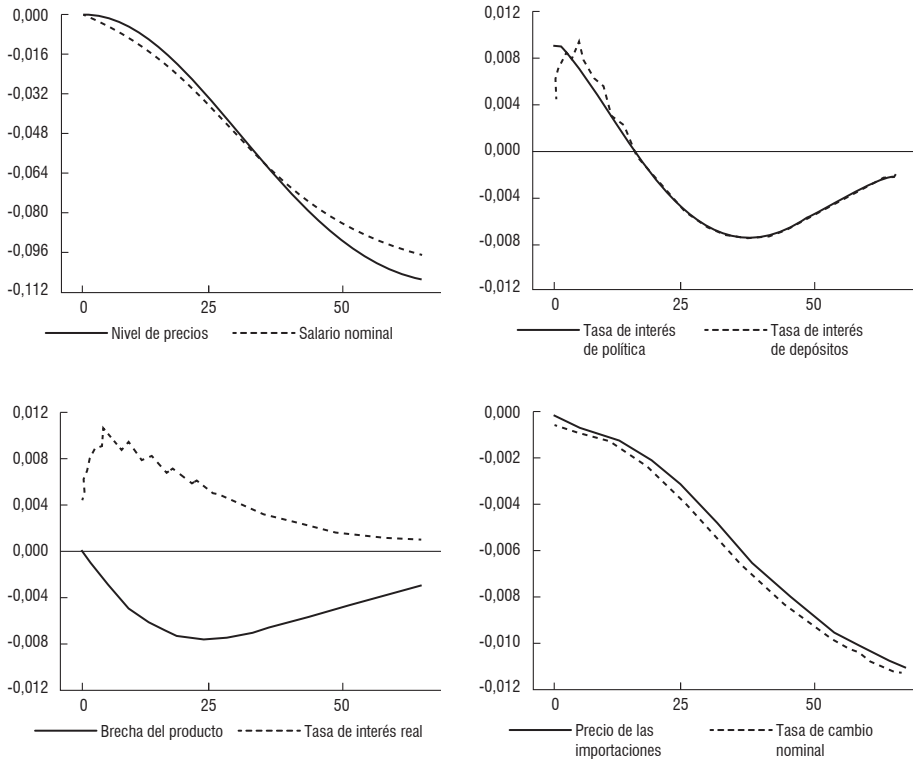
Este choque está diseñado para un propósito teórico, con la finalidad de mostrar que a largo plazo la política monetaria tiene solo efectos nominales y no ejerce efecto alguno sobre la economía real. La regla de política (6) para la tasa de interés se sustituye por una regla que persigue una meta para el nivel de precios:

$$i_t = \phi i_{t-1} + (1 - \phi)(\bar{r}_t + \pi_t^C - c_s) + 0,5(P_{t+k}^C - P_{t+k}^{C*}) \quad (18)$$

El objetivo para el nivel de precios cambia en un punto porcentual. La senda de las variables nominales, los precios, los salarios, la tasa de cambio nominal y el precio de las importaciones también disminuyen un punto porcentual a largo plazo. Las variables reales tales como la brecha del producto y los salarios reales convergen en el largo plazo a 0, es decir, al equilibrio a largo plazo. El comportamiento de las variables reales y nominales en este choque muestra que a largo plazo la política monetaria no tiene ningún efecto sobre las variables reales. El modelo es neutral¹⁶ (Gráfico 14).

¹⁶ Sobra decir que el modelo no se corre regularmente con una meta de precios; por el contrario, imitando el comportamiento del banco central, persigue una meta de inflación.

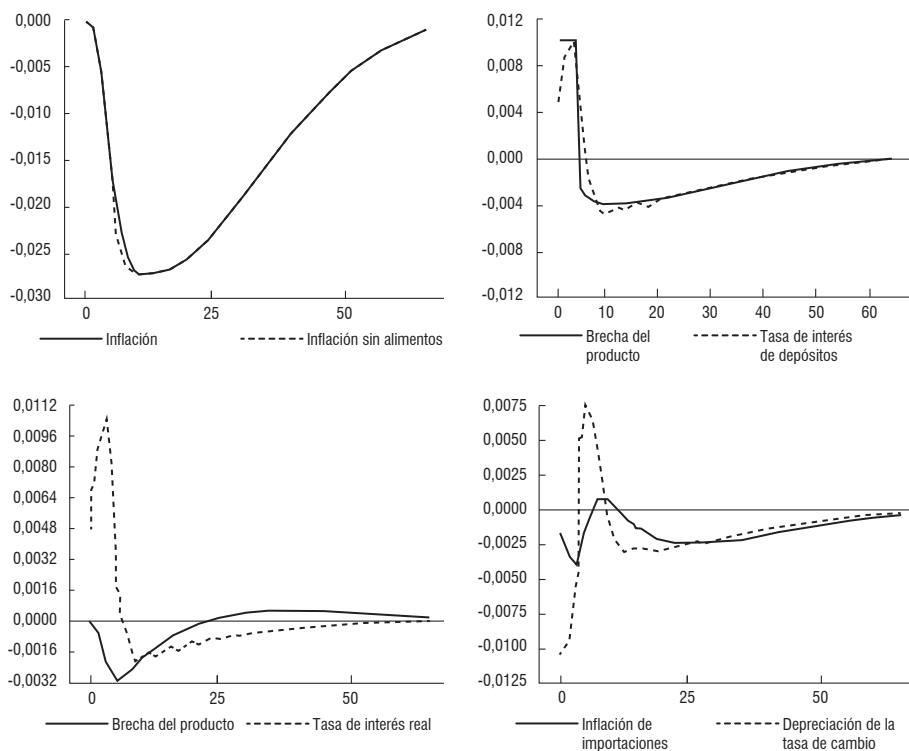
GRÁFICO 14
CHOQUE DE UNA META DE NIVEL DE PRECIOS



5.16.4 EL EFECTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

El Gráfico 15 presenta el comportamiento de la economía ante un choque de un punto porcentual en la tasa de interés nominal que se sostiene cuatro trimestres. Durante el período del choque la tasa de política se mantiene fija, pero después del cuarto trimestre sigue la regla de política (ecuación 6). El incremento en la tasa de política cambia la tasa de depósitos bastante rápido (Cuadro 1). Actuando a través del canal directo de tasa de cambio, la inflación disminuye de inmediato en una cantidad relativamente pequeña; después de un tiempo, cae aún más tras el ensanchamiento de la brecha del producto. Una vez se activa la regla de política, la tasa de interés disminuye y esto hace devolver la inflación a la meta.

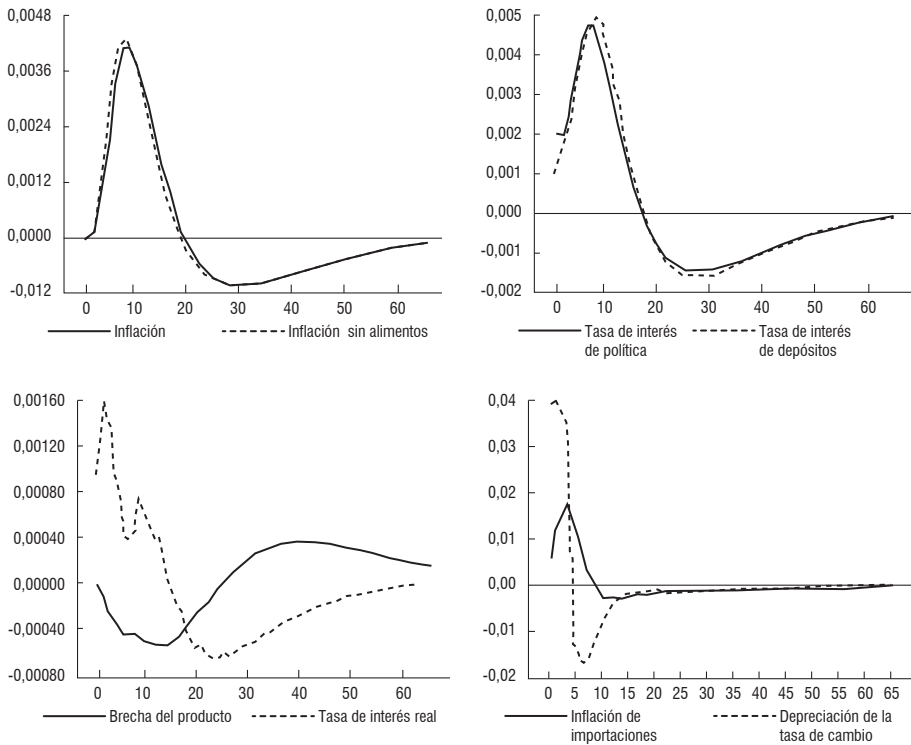
GRÁFICO 15
CHOQUE TRANSITORIO A LA TASA POLÍTICA



5.16.5 UN CHOQUE A LA PRIMA DE RIESGO

En tanto que los inversionistas exigen un mayor retorno sobre los activos colombianos, las tasas de cambio nominal y real se deprecian en impacto. La depreciación de la tasa de cambio real lleva directamente a inflación. Las tasas de interés son elevadas para combatir presiones inflacionarias futuras y no para defender una tasa de cambio. Aunque el comercio internacional mejora en el impacto, eventualmente las mayores tasas de interés reales causan apreciación de la tasa de cambio real y recesión. Ambos resultados actúan para devolver la inflación a la meta (Gráfico 16).

GRÁFICO 16
CHOQUE A LA PRIMA POR EL RIESGO PAÍS

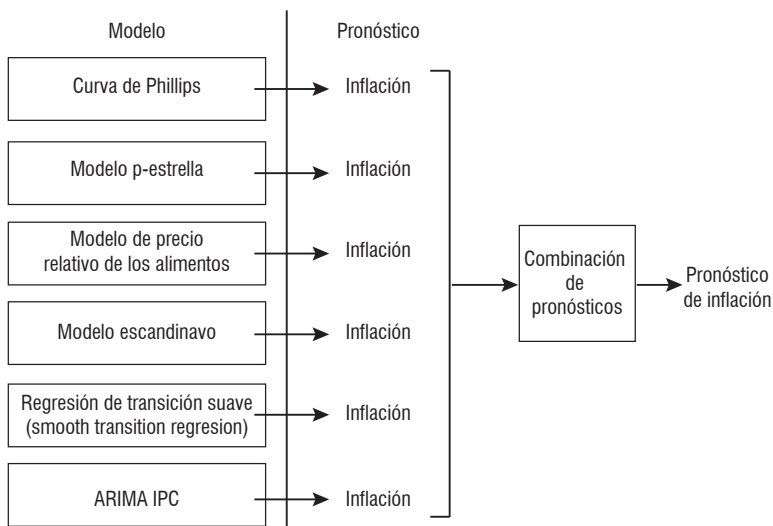


6. COMBINACIÓN DE MODELOS ESTRUCTURALES (CSM)

El Gráfico 17 describe los modelos estructurales uniecuacionales utilizados para el pronóstico de la inflación. Considerados aisladamente, cada uno de estos modelos se concentra en unos pocos de los muchos elementos que pueden afectar la inflación. Con el fin de obtener una idea del efecto combinado de todas estas fuentes inflacionarias, el Banco de la República elabora una combinación de pronósticos (Melo y Castaño, 1998) que utiliza los de cada uno de estos modelos estructurales y puede incluir también el de otros modelos autorregresivos. La combinación de pronósticos es una metodología estadística que pondera el pronóstico de cada modelo para producir uno solo. Las ponderaciones dependen de la calidad de pronóstico de cada modelo.

Los modelos utilizados en la combinación de pronósticos pueden ingresar o salir de la combinación dependiendo de los resultados de las pruebas estadísticas y la calidad de sus previsiones.

GRÁFICO 17
COMBINACIÓN DE PRONÓSTICOS



6.1 EL MODELO DE LA CURVA DE PHILLIPS

Este modelo, desarrollado para Colombia por López y Misas (1998), se basa en el modelo triangular de la curva de Phillips. Es una curva de Phillips aumentada, ya que incorpora las expectativas de inflación. La estimación de este modelo emplea una variable que mide la probabilidad de cambio en el régimen de inflación, esta probabilidad cambia de acuerdo con una cadena de Markov.

6.1.1 ESTIMACIÓN

$$\begin{aligned}
 \pi_t = & \begin{pmatrix} 0,437 \\ (5,568) \end{pmatrix} \pi_{t-4} + \begin{pmatrix} 0,304 \\ (4,174) \end{pmatrix} \pi_{t-6} + \begin{pmatrix} 0,151 \\ (2,833) \end{pmatrix} y_{t-1} + \begin{pmatrix} 0,157 \\ (2,446) \end{pmatrix} \pi_{t-2}^M + \begin{pmatrix} 0,019 \\ (4,123) \end{pmatrix} P_{1t} \\
 & - \begin{pmatrix} 0,075 \\ (-6,134) \end{pmatrix} D_{1t} - \begin{pmatrix} 0,028 \\ (4,869) \end{pmatrix} d_{1t} - \begin{pmatrix} 0,016 \\ (3,676) \end{pmatrix} d_{2t} - \begin{pmatrix} 0,012 \\ (-2,920) \end{pmatrix} d_{3t}
 \end{aligned} \tag{19}$$

Método de estimación: mínimos cuadrados ordinarios.

Muestra: 1980T1 - 2001T2.

$R^2 = 0,813$

Error estándar de la regresión: 0,011.

6.1.2 DEFINICIONES

π_t es la primera diferencia del logaritmo del IPC al final de período.

y_t es la brecha del producto estimada por medio del enfoque producción de la estimación del producto potencial.

π_t^M es la primera diferencia del logaritmo del IPC de importados.

P_{1t} es la probabilidad de estar en condición de alta inflación según el modelo *switching* de Hamilton.

D_{1t} es una variable dicótoma de pulso para 1986T2.

d_{it} son variables dicótomas estacionales.

6.2 EL MODELO P-ESTRELLA

El artículo seminal sobre el modelo P-estrella, el cual se basa en la teoría cuantitativa del dinero, fue propuesto por Hallman *et al.*, (1989). El Banco de la República ejecuta actualmente dos versiones de este modelo: una original y otra modificada (Misas, López y Melo, 1999). La versión original supone que la velocidad de circulación de dinero es estacionaria; en este caso, el nivel de precios depende de la brecha de la velocidad (M1) y de la brecha del producto (medido con el filtro Hodrick-Prescott).

Sin embargo, como las pruebas de estacionalidad no son concluyentes¹⁷, se construyó una versión modificada del modelo P-estrella. Esta versión supone que la velocidad es integrada de orden 1. La versión modificada incluye el largo plazo de la demanda de dinero, es decir, un error de cointegración para la demanda de dinero y sus factores determinantes. En esta versión modificada el nivel de precios está determinado por la brecha del producto (medida por la diferencia del índice de producción industrial) y la brecha del dinero (medida por la base monetaria).

¹⁷ El estudio incluyó ensayos de estacionalidad para la velocidad medida con diferentes agregados monetarios: base monetaria, M1, M3.

6.2.1 ESTIMACIÓN

$$\begin{aligned} \pi_t = & \frac{0,328}{(4,241)} \pi_{t-2} + \frac{0,618}{(8,038)} \pi_{t-4} + \frac{0,044}{(0,860)} y_{t-1} + \frac{0,085}{(3,180)} m_{t-1} - \frac{0,059}{(-4,838)} D_{1t} \\ & - \frac{0,035}{(3,998)} D_{2t} - \frac{0,048}{(3,959)} D_{9t} - \frac{0,009}{(-2,064)} d_{2t} - \frac{0,031}{(-3,887)} d_{3t} - \frac{0,024}{(-3,830)} d_{4t} \end{aligned} \quad (20)$$

Método de estimación: mínimos cuadrados ordinarios.

Muestra: 1980T1-2001T2.

$R^2 = 0,808$.

Error estándar de la regresión 0,011.

6.2.2 DEFINICIONES

m_t es la desviación de M1 del filtro Hodrick-Prescott.

D_{2t} es una variable dicótoma de pulso 1985T1-1985T2.

D_{9t} es una variable dicótoma de pulso 1986T4.

6.3 EL MODELO DE PRECIO RELATIVO DE LOS ALIMENTOS

La inflación en Colombia está determinada principalmente por la brecha del producto y los choques de oferta en el sector agrícola, los dos elementos principales que este modelo pretende capturar. El pronóstico de precio relativo de los alimentos es exógeno a este modelo y se construye con otro modelo que proyecta el precio global de los alimentos con el pronóstico de un modelo independiente para cada tipo de producto. El modelo se complementa en el lado derecho con el crecimiento del dinero, una variable que ha sido tradicionalmente tenida en cuenta en Colombia.

6.3.1 ESTIMACIÓN

$$\begin{aligned} \pi_t = & \frac{0,328}{(4,241)} \pi_{t-2} + \frac{0,618}{(8,038)} \pi_{t-4} + \frac{0,044}{(0,860)} y_{t-1} + \frac{0,085}{(3,180)} m_{t-1} - \frac{0,059}{(-4,838)} D_{1t} \\ & + \frac{0,035}{(3,998)} D_{2t} + \frac{0,048}{(3,959)} D_{9t} - \frac{0,009}{(-2,064)} d_{2t} - \frac{0,031}{(-3,887)} d_{3t} - \frac{0,024}{(-3,830)} d_{4t} \end{aligned} \quad (21)$$

Método de estimación: mínimos cuadrados ordinarios.

Muestra: 1980T1-2001T2.

$$R^2 = 0,856.$$

Error estándar de la regresión: 0,010.

6.3.2 DEFINICIONES

π_t^R es la diferencia logarítmica de primer orden en el precio de los alimentos relativa al IPC.

M_t^1 es la primera diferencia del logaritmo de M1.

D_{3t} es una variable dicótoma para 1999T1-1999T2.

6.3.3 ASUNTOS ACERCA DE LA ESTIMACIÓN

La estimación se restringió a la homogeneidad en los rezagos de la inflación. El estadístico F de la restricción de homogeneidad es $F = 2,698$, y un valor de probabilidad de 0,105.

6.4 EL MODELO ESCANDINAVO

Este modelo sigue la tradición escandinava¹⁸, donde la inflación en una economía pequeña y abierta está determinada por elementos de presión de costos, tales como el crecimiento de los salarios y la depreciación de la tasa de cambio, más allá de la tasa de inflación.

$$\begin{aligned} \pi_t = & \frac{0,354}{(4,381)} \pi_{t-1} + \frac{0,646}{(-)} \pi_{t-4} + \frac{0,097}{(2,363)} \chi_{t-2} + \frac{0,128}{(3,735)} w_t + \frac{0,098}{(3,703)} w_{t-3} \\ & - \frac{0,073}{(-5,695)} D_{1t} + \frac{0,025}{(2,798)} D_{2t} - \frac{0,027}{(-3,01)} D_{3t} \end{aligned} \quad (22)$$

Método de estimación: mínimos cuadrados ordinarios.

Muestra: 1980T1-2001T2.

$$R^2 = 0,786.$$

Error estándar de la regresión: 0,012.

6.4.1 DEFINICIONES

χ_t es la primera diferencia del logaritmo de la tasa de cambio real.

¹⁸ Véanse, por ejemplo, Corbo (1985) y Corbo y Fischer (1995).

w_t es el crecimiento trimestral de los salarios en el sector industrial.

6.4.2 ASUNTOS ACERCA DE LA ESTIMACIÓN

La restricción de homogeneidad tiene un estadístico F de 2,540, y un valor de probabilidad de 0,115.

7. EL MODELO NEOCLÁSICO DE CRECIMIENTO

Este modelo genera una senda para el producto potencial que se utiliza como una entrada exógena en el MMT.

La función de producción es Cobb-Douglass en los insumos de capital y trabajo:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha N_t^{1-\alpha}, \quad (23)$$

donde

Y_t es el producto real en pesos de 1994.

A_t es el factor de tecnología, un número índice.

K_t es el acervo de capital en pesos de 1994.

N_t es la fuerza de trabajo medida en el número de persona empleadas (fuente: DNP). El *stock* de capital se construyó con el método de inventarios de Harberger:

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t, \quad (24)$$

$$K_{1950} = 2,5Y_{1950} \quad (25)$$

donde

I_t es la inversión neta (pública, privada y cambio en los inventarios)¹⁹, en pesos de 1994.

δ es la tasa de depreciación del acervo de capital.

La función de producción (23) puede escribirse como:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_t t + \alpha K_t + (1 - \alpha) N_t + \varepsilon_t^Y$$

donde Y_t , K_t y N_t representan el logaritmo del producto, el acervo de capital y la fuerza de trabajo, y

¹⁹ Cifras para la inversión privada fija no son fáciles de construir para un período útil.

$$A_t = \alpha_0 + \alpha_t t + \varepsilon_t^Y \tag{26}$$

es el factor tecnológico.

7.1 MEDICIÓN DE LA TECNOLOGÍA Y DESACELERACIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD

El factor tecnológico puede ser medido como en la ecuación (26), o computado como

$$A_t = \frac{Y_t}{K_t^\alpha N_t^{1-\alpha}}$$

El índice de tecnología y el ritmo de cambio tecnológico aparecen en el Gráfico 18. En Colombia la desaceleración de la productividad pudo haber comenzado en 1975. La década de los noventa se caracterizó por un mayor ritmo de cambio tecnológico, posiblemente explicado por la apertura de la economía y el empleo de la tecnología de la información. El choque tecnológico negativo de finales de los noventa con bastante probabilidad se explica por la recesión internacional y el tipo de acontecimientos políticos explicados por Cárdenas (2002).

GRÁFICO 18
LA CAÍDA DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN COLOMBIA

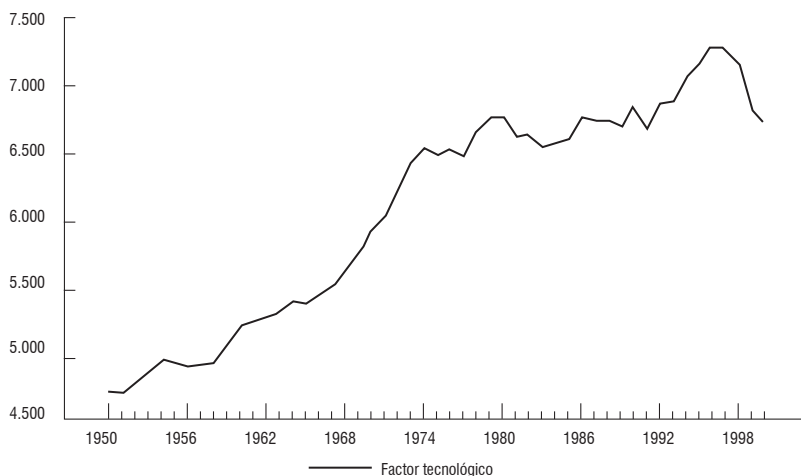
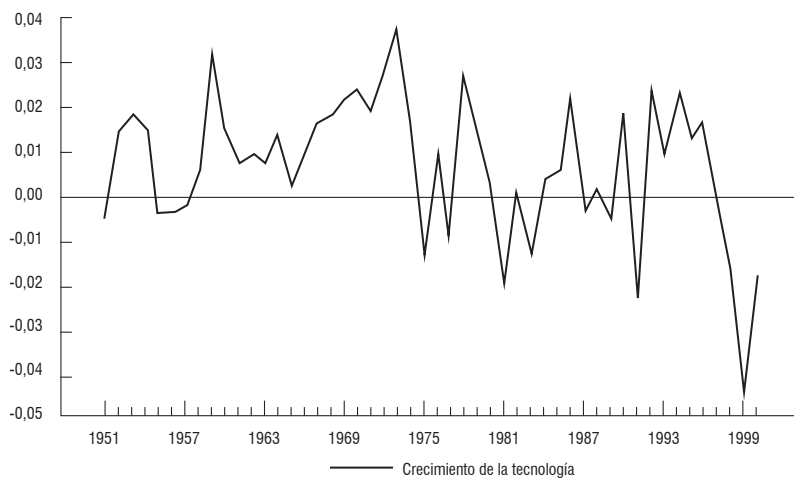


GRÁFICO 18 (CONTINUACIÓN)
LA CAÍDA DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN COLOMBIA



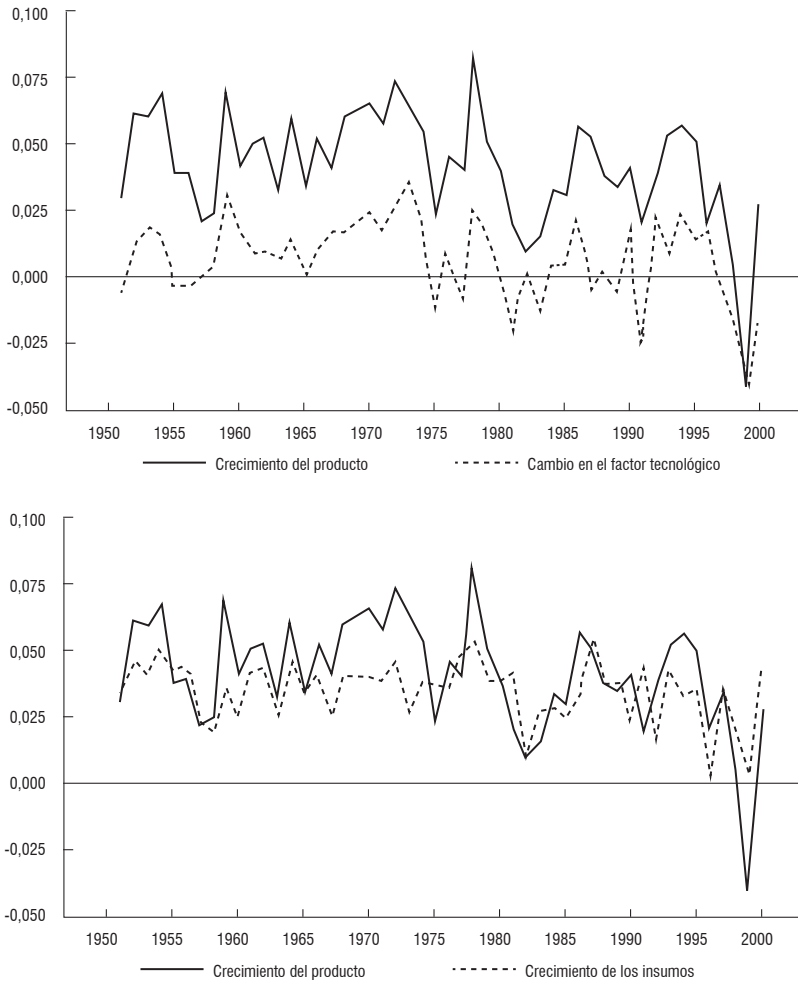
7.2 FUENTES DE CRECIMIENTO

El Cuadro 2 y el Gráfico 19 muestran las fuentes de crecimiento para Colombia en períodos seleccionados. La desaceleración de la productividad aparece como el elemento principal que explica el crecimiento más desacelerado desde 1975.

CUADRO 2
FUENTES DE CRECIMIENTO PARA 1950-2000 Y PRONÓSTICO PARA 2001-2010

	CRECIMIENTO DEL PIB	CAMBIO TECNOLÓGICO	CRECIMIENTO DE LOS INSUMOS	CRECIMIENTO DEL CAPITAL	CRECIMIENTO DE LA FUERZA LABORAL
1950-1974	5,2	1,4	3,8	4,5	3,3
1975-2000	3,5	0,2	3,3	4,4	2,6
1975-1998	3,8	0,4	3,4	4,5	2,7
2001-2010	3,3	0,8	2,5	2,9	2,4

GRÁFICO 19
LAS FUENTES DEL CRECIMIENTO EN COLOMBIA, 1950-2000



7.3 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO A LARGO PLAZO

Los gráficos 20, 21 y 22 muestran el pronóstico de la tecnología, la participación de la inversión en el producto y la fuerza de trabajo.

Al proyectar el índice de tecnología suponemos que converge gradualmente a una tendencia de largo plazo que crece a una tasa anual del 0,4% observado desde 1975 (Gráfico 20).

La participación de la inversión en el producto crece linealmente hasta 2004, cuando alcanza el promedio de largo plazo del 18,3% (Gráfico 21).

GRÁFICO 20
PROYECCIÓN DEL FACTOR TECNOLÓGICO

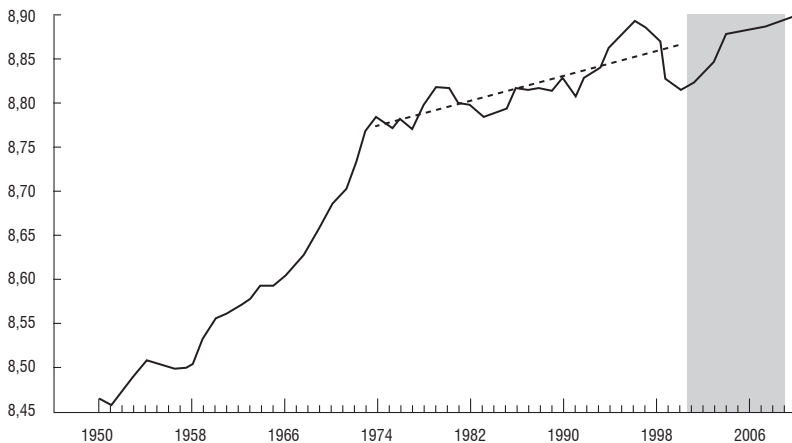
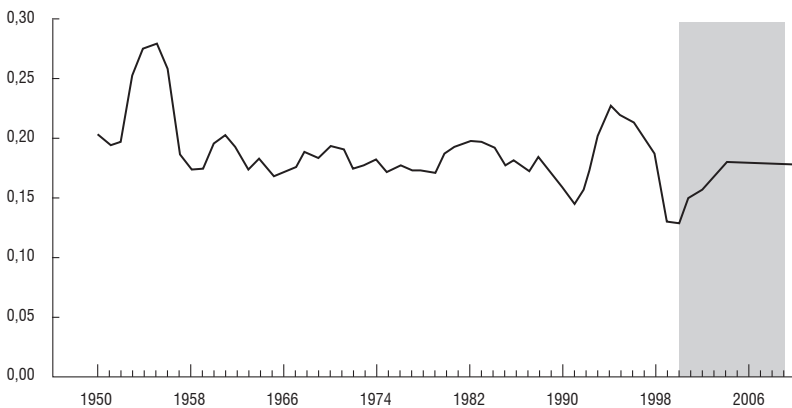


GRÁFICO 21
PROYECCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE LA INVERSIÓN EN EL PIB



En el pronóstico de la fuerza de trabajo (Gráfico 22) el número de empleados evoluciona según:

$$N_t = (1 - u_t) p_t \bar{P}_t$$

donde

N_t es la mano de obra

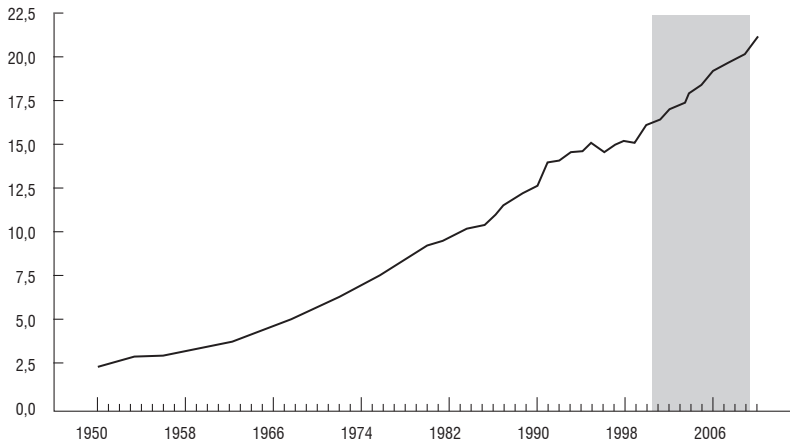
u_t es la tasa de desempleo

p_t es la tasa de participación

\bar{P}_t es la población.

A su vez, $\bar{P}_{t+1} = (1 + n_t) \bar{P}_t$ donde n_t es una tasa exógena de crecimiento poblacional.

GRÁFICO 22
PROYECCIÓN DE LA FUERZA DE TRABAJO



7.4 EL MODELO NEOCLÁSICO DE CRECIMIENTO

El pronóstico del producto y el *stock* de capital se obtienen por iteración del sistema²⁰:

$$K_{t+1} = (1 - \delta) K_t + \theta_t I_t \quad (28)$$

$$Y_t = A_t K_t^\alpha N_t^{1-\alpha} \quad (29)$$

²⁰ Una solución analítica de este modelo para la $\pm = 0$ se encuentra en Lucas (1988). Suponemos $\pm = 0:04$ y resolvemos el sistema numéricamente.

Los resultados para el crecimiento del producto y sus fuentes de crecimiento se presentan en la última fila del Cuadro 2. El crecimiento del producto es de 3,4%, compuesto por el crecimiento de la tecnología (0,8%) y de los insumos (2,5%). El producto y el capital crecen a un ritmo mayor que el del estado estacionario debido a las condiciones iniciales.

Siguiendo a Lucas (1988), la tasa de crecimiento del producto g a largo plazo puede escribirse como $g = \frac{\mu}{(1 - \alpha)} + \lambda$ donde μ es la tasa de cambio tecnológico, $(1 - \alpha)$ es la participación de la fuerza laboral en el ingreso y λ es la tasa de crecimiento de la fuerza laboral (que se supone constante). El producto por trabajador (y el producto per cápita para una tasa de participación constante p_t) crece a la tasa $\frac{\mu}{(1 - \alpha)}$; como α es un parámetro, los incrementos en el producto per cápita son posibles solo con incrementos en la tasa de cambio tecnológico. Entonces, no es acertado hacer énfasis en la inversión como fuente del crecimiento per cápita de largo plazo, pues solo tiene efectos sobre el nivel del producto.

7.5 PRODUCTO POTENCIAL Y BRECHA DEL PRODUCTO

El producto potencial se obtuvo con la fórmula²¹:

$$Y_t^P = \bar{A}_t K_t^\alpha \bar{N}_t^{1-\alpha} \quad (30)$$

donde

\bar{Y}_t es el producto potencial

\bar{A}_t es el filtro Hodrick-Prescott del índice de tecnología con un parámetro de suavizamiento de 100.

\bar{N}_t es el filtro Hodrick-Prescott de la fuerza de trabajo con un parámetro de suavizamiento de 100.

El nivel de largo plazo de la tecnología y la fuerza de trabajo se muestran en el Gráfico 23.

La brecha del producto se calcula como:

$$y_t = Y_t - Y_t^P,$$

²¹ Los datos del *stock* de capital y de utilización de la capacidad no se filtraron porque la naturaleza recursiva del algoritmo hace que se acumulen pequeños errores e incluso se homogenicen en el largo plazo.

donde $Y_t^P = \log(Y_t^P)$, $Y_t = \log(Y_t)$ (se muestra en el Gráfico 24). Se obtienen niveles diferentes de la brecha del producto con distintos niveles de suavizamiento del filtro Hodrick-Prescott.

GRÁFICO 23
EL LARGO PLAZO DE LA TECNOLOGÍA Y LA FUERZA DE TRABAJO

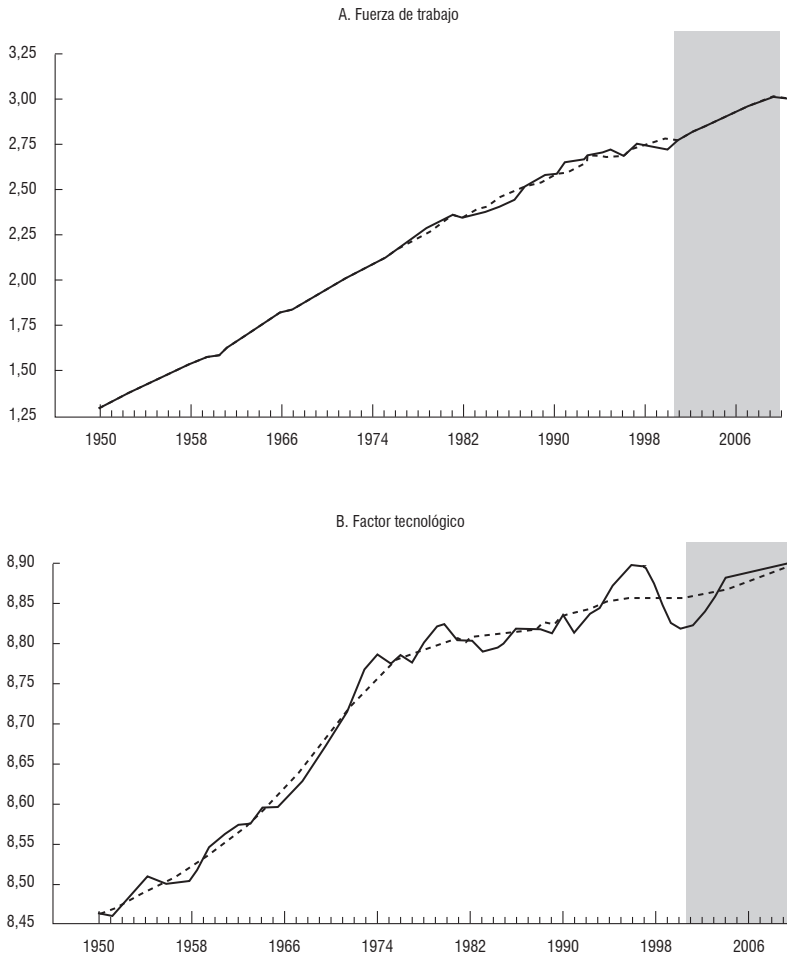
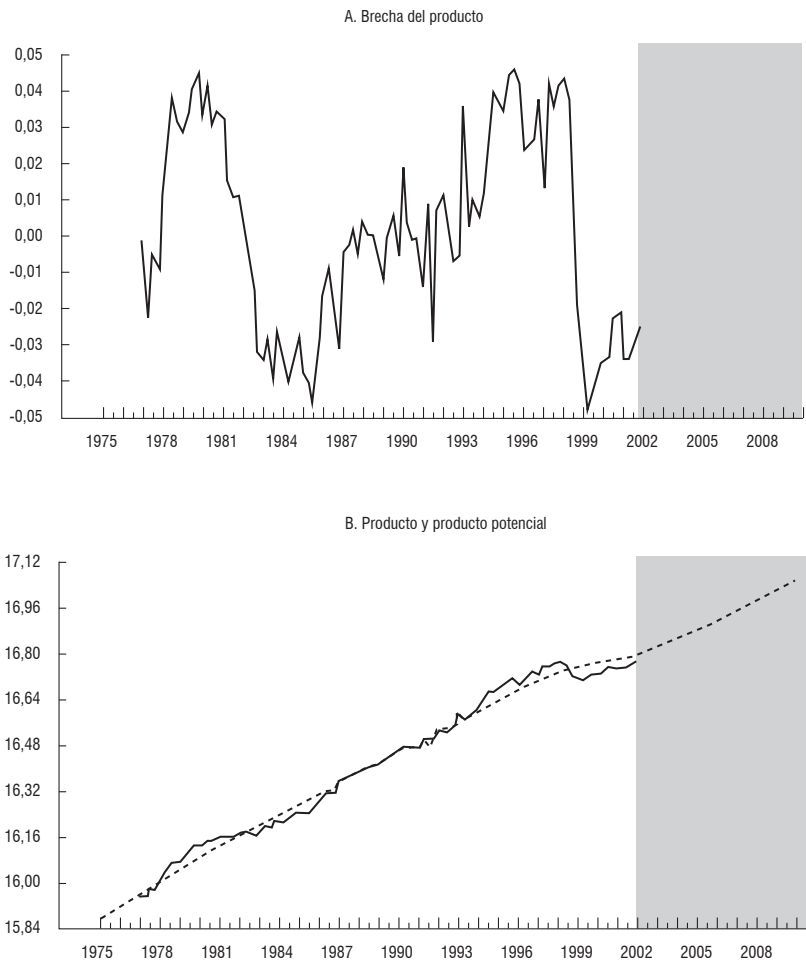


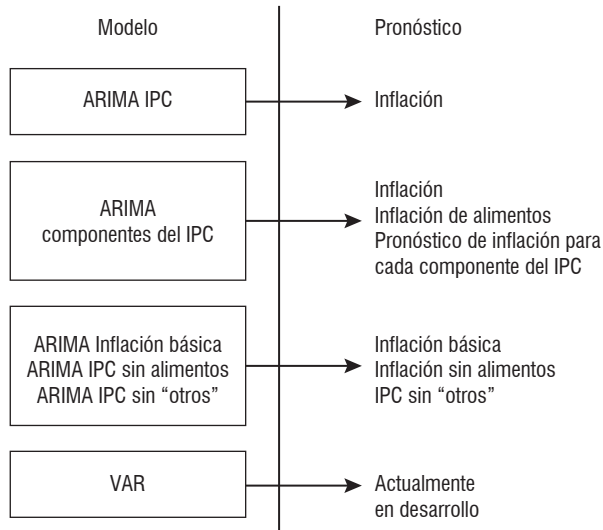
GRÁFICO 24
PRODUCTO POTENCIAL Y BRECHA DEL PRODUCTO



8. MODELOS AUTORREGRESIVOS

Los modelos autorregresivos utilizados por el Banco de la República se describen en el Gráfico 25. Dada la precisión de los pronósticos Arima a corto plazo, cuando se corre el MMT en ocasiones se emplean proyecciones a corto plazo del IPC o sus componentes como datos observados directamente.

GRÁFICO 25
MODELOS AUTORREGRESIVOS



Los pronósticos autorregresivos para la inflación básica ayudan a juzgar si el grado de rigidez de los precios en el MMT es apropiado. Las discrepancias pueden ser reconciliadas mediante la calibración de las ponderaciones de los componentes de inflación pasada y futura en la curva de Phillips.

Con el fin de mejorar su capacidad de pronóstico, el Banco de la República actualmente desarrolla algunos modelos VAR que pueden ser utilizados para pronosticar la inflación.

9. CONCLUSIONES

Colombia comenzó a anunciar metas de inflación muy pronto en la historia de los países que han adoptado el régimen de meta de inflación: en 1991. Sin embargo, las primeras metas de inflación tenían más el carácter de un pronóstico dentro de un programa de consistencia macroeconómica que un objetivo prioritario de la política monetaria.

Desde principios de la década de los noventa la Constitución y la Ley del Banco de la República establecieron el marco jurídico apropiado para la estabilidad de precios. El marco jurídico hace al Banco central considerablemente

independiente y también determina que su objetivo es la estabilidad de precios, que debe anunciar una meta de inflación una vez al año y que está obligado a presentar un informe al Congreso dos veces al año.

Aunque la transición al régimen de meta de inflación ha sido gradual, la gestión actual de la política monetaria tiene todas las características de este régimen: una tasa de cambio flotante, independencia y confiabilidad del banco central, y un *Informe sobre Inflación* publicado trimestralmente que explica las decisiones de política monetaria. El Banco de la República todavía monitorea los agregados monetarios y define los corredores de los indicadores para la base monetaria. El enfoque monetario puede ser un complemento al régimen de meta de inflación, mientras se avanza en el desarrollo del sistema de pronóstico de la inflación.

En los últimos años la inflación descendió a un dígito terminando con una historia de inflación moderada durante un cuarto de siglo. Las metas de inflación establecidas hasta el momento han sido decrecientes y se ha anunciado una meta a largo plazo del 3%.

Dando apoyo al análisis económico, los modelos macroeconómicos pueden ayudar a mejorar la evaluación de tendencias futuras de la inflación, del efecto sobre la inflación de los nuevos desarrollos en la economía y del de las diferentes políticas sobre la inflación. Este documento ha referido el estado actual del sistema de pronóstico de la inflación del Banco de la República, un conjunto de modelos macroeconómicos econométricos que está en constante desarrollo. Quedan varios temas en la agenda de investigación y pueden introducirse muchas mejoras al sistema actual, incluida su simplificación. Esperamos que esta presentación del sistema de pronóstico como un todo contribuya a ese propósito.

REFERENCIAS

- Avella, R. (2001). “Efecto de las lluvias sobre la inflación en Colombia”, mimeo, Banco de la República.
- Ball, L. (1990). “Credible Disinflation with Staggered Price Setting”, *NBER Working Paper Series*, núm. 3555.
- Ball, L. (1994). “What Determines the Sacrifice Ratio?”, en *Monetary Policy Gregory Mankiw*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Ball, L. (1995). “Expectations and the Effects of Monetary Policy”, *NBER Working Paper Series*, núm. 5344.
- Ball, L.; Cecchetti, S. G. (1991). “Wage Indexation and Discretionary Monetary Policy”, *The American Economic Review*, vol. 81, núm. 5, diciembre.
- Banco de Inglaterra (2000). “Economic Models at the Bank of England”, septiembre, Park Communications Ltd.

- Banco de la República (2001a). “Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: The March 2001 Inflation Forecast”, mimeo, Banco de la República.
- Banco de la República (2001b). “Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: The July 2001 Inflation Forecast”, mimeo, Banco de la República.
- Barro, R.; Gordon, D. B. (1983). “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model”, *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm. 4.
- Batini, N.; Haldane, A. G. (1998). “Forward-looking rules for monetary policy”, Bank of England Working Paper Series, núm. 91.
- Cárdenas, M. (2002). “Economic growing Colombia: A reversal of “Fortune”?”, *Archivos de economía*, Working Paper, núm. 179.
- Chadha, B.; Masson, P.; Meredith, G. (1992). “Models of Inflation and the Costs of Disinflation”, *IMF Working Paper*, IMF Staff Papers, vol. 39, núm. 2, junio.
- Clark, P.; Laxton, D. (1997). “Phillips curves, Phillips lines and the Unemployment Costs of Overheating”, *IMF Working Papers*, pp. 97-117.
- Corbo, V. (1985). “International Prices, Wages and Inflation in an Open Economy: A Model for Chile”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 67, pp. 564-573.
- Corbo, V.; Fischer, S. (1995). “Structural Adjustment, Stabilization and Policy Reform: Domestic and International Finance”, *Handbook of Development Economics*, vol. 3, pp. 2845-2924.
- Dornbusch, R.; Fischer, S. (1992). “Inflación moderada”, *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República, junio.
- Dupasquier, C.; Ricketts, N. (1998). “Non-linearities in the Output-Inflation Relationship: Some Empirical Results for Canada”, Bank of Canada, Working Paper, pp. 98-114.
- Fair, R.; Taylor, J. (1983). “Solution and Maximum Likelihood Estimation of Dynamic Nonlinear Rational Expectations Models”, *Econometrica*, vol. 51, núm. 4, julio.
- Fillion, J. F.; Leonard, A. (1997), “La courbe de Phillips au Canada: un examen de quelques hypotheses”, *Departement des Recherches*, Banque du Canada.
- Fischer, S. (1977). “Wage Indexation and Macroeconomic Stability”, en S. Fischer, *Indexing, Inflation, and Economic Policy*, Cambridge: The MIT Press, 1986.
- Fischer, S. (1993). “The role of macroeconomic factors in growth”, *Journal of Monetary Economics*, núm. 32, pp. 485-512.
- Fillion J. F.; Léonard, A. (1997). “La Courbe de Phillips au Canada: un examen de Quelques Hypotheses”, *Departement des Recherches*, Banque du Canada.

- Gómez, J. (2002). “Wage indexation, Inflation inertia, and the cost of disinflation”, Borradores Semanales de Economía, núm. 198, Banco de la República, enero.
- Gómez, J.; Julio, J. M. (2000). “Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: The Case of Colombia’s Disinflation”, Borradores Semanales de Economía, núm. 168, Banco de la República.
- Gray, J. A. (1983). “Wage Indexation, Incomplete Information, and the Aggregate Supply Curve”, en R. Dornbusch y M. H. Simonsen, *Inflation, Debt, and Indexation*, The MIT Press.
- Hallman, J.; Porter, R.; Small, D. (1989). “M per Unit of Potential GNP as an anchor for the Price Level”, Staff Study 157, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Hallman, J.; Porter, R.; Small, D. (1991). “Is the Price Level Tied to the M2 Monetary Aggregate in the Long Run”, *American Economic Review*, núm. 81, pp. 841-858.
- Hodrick, R.; Prescott, E. (1997). “Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, núm. 1, febrero.
- Isard, P.; Laxton, D. (1996). “Monetary Policy with NAIRU Uncertainty and Endogenous Credibility: Perspectives on Policy Rules and the Gains From Experimentation and Transparency”, Draft.
- Isard, P.; Laxton, D.; Eliasson, A-C. (1999). “Inflation Targeting with NAIRU Uncertainty and Endogenous Policy Credibility”, mimeo, FMI.
- Jadresic, E. (1996). “Wage indexation and the Cost of Disinflation”, IMF Working Papers, núm. 48.
- Joselius, K. (1992). “Domestic and Foreign Effects on Prices in an Open Economy: The Case of Denmark”, *Journal of Policy Modelling*, vol. 14, pp. 401-428.
- Judd, J. P.; Rudebusch, G. (1998). “Taylor’s Rule and the Fed: 1970-1997. Federal Reserve Board of San Francisco”, *Economic Review*, núm. 3.
- Julio, J. M. (2000).
- Laxton, D.; Rose, D.; Tambakis, D. (1998). “The U.S. Phillips Curve: The Case for Asymmetry”, mimeo, FMI.
- Laxton, D.; Rose, D.; Tambakis, D. (1999). “The U.S. Phillips Curve: The Case for Asymmetry”, *Forthcoming Journal of Economic Dynamics and Control*.
- Laxton, D.; Rose, D.; Tetlow, R. (1993). “Monetary Policy, Uncertainty and the Presumption of Linearity”, mimeo, Bank of Canada, agosto.
- López, E.; Misas, M. (1998). “Un examen empírico de la curva de Phillips en Colombia”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 34, Banco de la República.

- López, E.; Misas, M. (2000). “Seignorage and the Welfare Cost of Inflation in Colombia”, *Ensayos sobre Política Económica*.
- Lucas, R. (1972). “Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory*, vol. 4, pp. 103-124.
- Lucas, R. (1988). “On the Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, pp. 3-42.
- Mahadeva, L. (2001). “How Backward-Looking Versus Forward-Looking is the Phillips Curve?”, mimeo, Bank of England.
- Mahadeva, L.; Sterne, G. (2001). “Inflation Targets as a Stabilisation Device”, mimeo, Bank of England.
- Masson, P. R.; Savastano, M. A.; Sharma, S. (1997). “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, IMF Working Paper, pp. 97-130.
- McCallum, B. (1976). “Rational Expectations and the Natural Rate Hypothesis: Some Consistent Estimates”, *Econometrica*, vol. 44, núm. 1, enero.
- McCallum, B. (2000). “Inflation Targeting and the Liquidity Trap”, mimeo, Fourth Annual Conference of the Central Bank of Chile.
- Melo, L.; Castaño, E. (1998). “Métodos de combinación de pronósticos: una aplicación a la inflación colombiana”, Borradores de Economía, núm. 109, Banco de la República.
- Melo, L. F.; Riascos, Á. (2000). “El producto potencial utilizando el filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavización variable y ajustado por inflación: una aplicación para Colombia”, *Monetaria Cemla*, vol. XXIII, núm. 2, abril-junio, México.
- Misas, M.; López, E.; Melo, L. F. (1999). “La inflación desde una perspectiva monetaria: un modelo P* para Colombia”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 35, Banco de la República.
- Mishkin, F. S. (2000). “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, NBER Working Paper Series 7618.
- Mundlak, Y.; Cavallo, D.; Domenech, R. (1990). “Effects of Macroeconomic Policies on Sectoral Prices”, *The World Bank Economic Review*, vol. 4, núm. 1.
- Otero, J.; Ramírez, M. (2001). “On the Determinants of the Inflation Rate in Colombia: A Disequilibrium Market Approach”, mimeo, Universidad del Rosario, Bogotá.
- Phillips, A. W. (1958). “The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861- 1957”, *Economica*, vol. 25, pp. 283-299.
- República de Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C1433/2000. [50] Ricketts and Rose (1995). “Inflation, Learning and Monetary Policy in the G7 economies”, Bank of Canada Working Paper, pp. 95-97.

- Rudebush, G. D.; Svensson, L. E. O. (1998). "Policy Rules for Inflation Targeting", NBER Conference on Monetary Policy Rules, enero.
- Surrey, M. (1989). "Money, Commodity Prices and Inflation: Some Simple Tests", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, núm. 51.
- Svensson, L. (2000). "Open-economy Inflation targeting", *Journal of International Economics*, núm. 50, pp. 155-183.
- Svensson, L. (2001). "Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance", Institute for International Economic Studies, Sockholm University.
- Tarkka, J.; Mayes, D. (1999). "The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts", Bank of Finland Discussion Papers, pp. 22-99.
- Taylor, J. (1980). "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", *Journal of Political Economy*, 88.
- Taylor, J. (1993). *Macroeconomic Policy in a World Economy, From Econometric Design to Practical Operation*, N. Y.-London: W.W. Norton and Company.
- Taylor, J. (1999). "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", en J. Taylor, *Monetary Policy Rules*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Uribe, J. D.; Gómez, J.; Vargas, H. (1999). "Strategic and Operational Issues in Adopting IT in Colombia", mimeo, Banco de la República, noviembre.
- Westaway, P. (2000). "Modeling the Transmission Mechanism of Monetary Policy", Conference given at the CCBS Workshop on Transmission Mechanisms, Bank of England, junio.

MANEJO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN LOS MERCADOS EMERGENTES: EL CASO DE COLOMBIA

José Darío Uribe*

* Gerente General. Presentación que se llevó a cabo en Río de Janeiro, el 27 de mayo de 2011, en el marco del seminario Managing Capital Flows in Emerging Markets, organizado por el Ministerio de Finanzas de Brasil y el Fondo Monetario Internacional. Se agradece especialmente la colaboración de Hernando Vargas.

El retorno de grandes flujos de capital tras la crisis financiera mundial plantea uno de los desafíos más importantes para los encargados de formular políticas en los países emergentes. En América Latina las entradas de capital pasaron de USD 65 mil millones a mediados de 2009 a más de USD 260 mil millones en 2010 (BID, 2011). Su composición ha cambiado también al recibirse participaciones más grandes como inversiones de cartera o como deuda externa, en lugar de los flujos de inversión extranjera directa (IED) que prevalecían antes de 2008. Aunque existen razones fundamentales a mediano plazo por las cuales persiste esta situación (por ejemplo, el reequilibrio mundial o la política monetaria de las más grandes economías desarrolladas), el cambio significativo en el tamaño y la composición de los flujos de capital implica serios desafíos para la estabilidad macroeconómica y financiera de algunos países emergentes.

La respuesta expansiva y contracíclica de la política monetaria a la crisis se está revirtiendo en las principales economías de la región. Aunque esto es necesario para preservar la estabilidad financiera y de precios, implica dificultades considerables en un entorno de grandes flujos de capital y debe ser complementado con otras medidas macroeconómicas y macroprudenciales de política, a fin de evitar la aparición de vulnerabilidades críticas en el futuro. Así, el manejo de los flujos de capital debe realizarse en el contexto de una mezcla eficiente de políticas. Esto no es algo nuevo para América Latina. La notable capacidad de adaptación de nuestras economías frente a la crisis mundial fue, en parte, el resultado de las políticas macroeconómicas y financieras contracíclicas tomadas *antes* de la crisis y que minimizaron la fragilidad financiera, anclaron las expectativas de inflación y contuvieron el crecimiento del gasto agregado. Debemos aprender de nuestros éxitos, así como de nuestros fracasos.

Este trabajo presenta algunas reflexiones sobre las respuestas de política adecuadas a la nueva ola de flujos de capital y el papel específico que tiene la regulación macroprudencial de regulación cambiaria (FX) en Colombia.

1. LOS RIESGOS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

La fuerte reanudación de los flujos de capital es una preocupación para la mayoría de las grandes economías de América Latina, no solo debido a su mayor tamaño, sino también por su composición. En 2006 los grandes flujos de IED representaban

la mayor parte de las entradas totales —63%— (BID, 2011) y fueron impulsados por el aumento de los precios relativos de los productos básicos exportados por estos países. Después de la crisis, los precios relativos de los productos básicos retomaron su tendencia ascendente y la IED se recuperó, pero una mayor proporción de flujos de capital ha tomado la forma de inversión de cartera y de deuda externa —69%— (BID, 2011; FMI, 2011a). Junto con una postura de política monetaria o fiscal aún laxa, estos fenómenos son fuentes legítimas de alarma.

Varios países de la región se encuentran ya en una fase expansiva de sus ciclos económicos, medidos según sus brechas del producto (FMI, 2011b). En esta situación, las mismas políticas macroeconómicas laxas generan el riesgo de un recalentamiento de la economía. Las grandes afluencias de capital pueden amplificar la expansión estimulando el gasto, este es en especial el caso con los flujos distintos a la IED. La IED relacionada con productos básicos por lo general se concentra en unos pocos sectores exportadores de la economía y está asociada con un gran componente importado. La deuda externa o los flujos de inversión de cartera se irrigan más fácilmente a varios sectores de la economía, de manera que puede tener un mayor impacto sobre el gasto interno y la demanda de bienes y servicios no transables; por lo tanto, pueden presentar mayores riesgos para la sostenibilidad externa, la inflación o la excesiva apreciación real de la moneda local.

Asimismo, la gran afluencia de capital puede impulsar el crédito y el crecimiento de los precios de los activos, incluso bajo regímenes cambiarios flexibles. El aumento de la demanda de activos locales, incluyendo pasivos bancarios, aumentaría la demanda de dinero. En un régimen de meta de inflación, esto es propiciado por el Banco central, por lo que una expansión adicional del crédito está permitida. Por supuesto, ese efecto es mucho menor que bajo un régimen de tipo de cambio fijo en el que la intervención no esterilizada multiplica el crédito y la defensa de la tasa de cambio mantiene una expectativa de apreciación significativa para los activos locales. Nuevamente, estos impactos son más probables con flujos distintos a los de la IED, los cuales son canalizados con mayor facilidad a través de los mercados financieros o de capitales nacionales. En consecuencia, puede aumentar la probabilidad de burbujas de activos, así como de que empresas y hogares incurran en excesos.

Aún más, la composición de los flujos de capital puede exacerbar otros riesgos. Los flujos de deuda a corto plazo elevan la liquidez o el riesgo cambiario para el sector real o el sistema financiero. En general, la combinación de políticas macroeconómicas laxas y grandes entradas de capital en la fase expansiva del ciclo aumentan las vulnerabilidades financieras y reales, y hace que el ajuste de la economía después de una ‘parada repentina’ sea más doloroso; la experiencia

de algunas de nuestras economías en los años noventa es un sombrío recordatorio en ese sentido.

Estas preocupaciones son importantes sobre todo para los países que se encuentran en una fase intermedia de desarrollo financiero. En naciones con bajo nivel de desarrollo financiero las entradas de capital son ‘naturalmente’ restringidas por la iliquidez de los mercados de activos y los altos costos de las transacciones. Por su parte, en los países con un desarrollo financiero avanzado existen profundos mercados cambiarios y otros mercados de derivados, así como capacidad suficiente para gestionar de manera efectiva y segura una gran afluencia de capital; el riesgo se dispersa y se valora más fácilmente, de modo que los riesgos macroeconómicos y financieros generados por los flujos de capital se reducen.

En países con nivel intermedio de desarrollo financiero existe liquidez de los mercados e instrumentos financieros, lo que permite la inversión de capital extranjero, pero la capacidad para administrar estas entradas de forma segura es limitada. La liquidez y el descalce de monedas en los sectores financieros y no financieros son temas importantes y los mercados de instrumentos de cobertura a veces no están bien desarrollados. De hecho, la literatura sobre el tema establece que el buen funcionamiento del mercado financiero es un requisito para que los países puedan cosechar los beneficios de la apertura al capital (véase, por ejemplo, FMI, 2010; Yellen, 2011).

Así, en estos países el sistema financiero limita su capacidad para beneficiarse de la afluencia de capitales y exagera el efecto que estos tienen sobre el ciclo económico, el tipo de cambio, los precios de los activos y el crédito.

2. OPCIONES DE POLÍTICA

¿Cuáles son las opciones de política para estos países? Del análisis anterior se desprende que la prescripción de política debería incluir medidas que no obstaculicen seriamente el desarrollo financiero de manera permanente, de modo que el país pueda disfrutar las ventajas de una cuenta de capital abierta a largo plazo (mayor inversión, más competencia entre las instituciones financieras nacionales, mejores prácticas e instituciones, disciplina en la aplicación de las políticas internas y mejor manejo de riesgo). De manera más general, las acciones de política deben minimizar las distorsiones que le resultan costosas a la economía y garantizar el crecimiento sostenible.

Por lo tanto, una adecuada combinación de políticas que responda a las grandes afluencias de capital debería incluir los siguientes elementos:

- a) *Mantener el gasto agregado en una senda de crecimiento sostenible.* Esto requiere la adopción de medidas en los siguientes aspectos:

- Una política fiscal que aumente el ahorro público. Esto es crucial en el contexto de un recalentamiento de la economía para frenar los desequilibrios externos insostenibles y los riesgos inflacionarios. También es necesario para aliviar los costos de la apreciación real de la moneda, ya que implica menor demanda de bienes no transables, menor requerimiento de financiamiento externo neto del sector público y una necesidad menor de tarifas e impuestos distorsivos, los cuales aumentan los costos locales de producción.
 - Una política monetaria encaminada a mantener la inflación y las expectativas de inflación dentro del rango meta, así como a suavizar el ciclo económico. Específicamente esto significa evitar la creación de un exceso de crédito que podría estimular fuertes aumentos del gasto interno. Si las entradas de capital y otros factores fundamentales implican una inevitable apreciación real de la moneda, entonces la peor forma de conseguirlo es por medio de un aumento en la tasa de inflación; no solo podría ser muy costoso revertir eso más tarde, sino que también limita la capacidad del banco central para reaccionar contracíclicamente a un cambio en las condiciones externas.
 - Flexibilidad cambiaria para evitar que las entradas de capital se traduzcan en una expansión injustificada del crédito local. Los mayores términos de intercambio y demanda externa de productos básicos que por lo general traen consigo las entradas de capital también serían mejor manejadas al permitir que la tasa de cambio funcione como amortiguador, así se evita un fuerte impacto sobre la demanda interna y la inflación. La flexibilidad cambiaria permite además respuestas de política monetaria contracíclicas ante los choques externos e internos (dando independencia a la política monetaria) y es una herramienta vital para limitar el descalce de monedas (fuerza a los agentes a internalizar el riesgo cambiario).
- b) *Mantener la estabilidad financiera mediante políticas micro- y macroprudenciales adecuadas.* Este tipo de políticas es importante porque:
- Reducen las distorsiones financieras locales (por ejemplo, problemas de agencia o descalces de plazos) que se exacerban cuando los grandes flujos de capital son intermediados a través del sistema financiero local. Un capital adecuado y posiblemente contracíclico, así como los requerimientos de reserva y provisiones, son ejemplos de medidas de política útiles en este sentido.
 - Aumentan la capacidad del sistema financiero para intermediar el capital extranjero de manera *sostenible*. Al limitar los riesgos de liquidez, monedas, crédito y mercado de los intermediarios financieros, aseguran

que la financiación extranjera sea canalizada de manera estable hacia proyectos con buenos perfiles de riesgo/rentabilidad, sin exponer la economía a riesgos sistémicos que puedan conducir a una interrupción abrupta de los pagos o de la oferta de crédito.

- Por las mismas razones, ellos mejoran la capacidad de la economía para absorber los choques externos. Dado que disminuye la vulnerabilidad de los agentes financieros y no financieros, la probabilidad de contagio de problemas provenientes de otros países cae (el país puede diferenciarse más fácilmente) y el ajuste de la economía después de un choque es menos costoso (choques externos adversos, reales o financieros, no tienen por qué traducirse en inestabilidad financiera interna). Aún más, el endurecimiento de la política monetaria, en caso de recalentamiento de la economía, o de una depreciación de la moneda en el caso de un choque externo negativo, es más fácil en ausencia de excesivo apalancamiento, liquidez y riesgos cambiarios.

Todos los componentes de este conjunto de políticas son relevantes. Una preocupación actual es la postura de la política fiscal en algunos países. Como se mencionó, los bancos centrales están revirtiendo la política monetaria expansiva que implementaron durante la crisis. Con el trasfondo de grandes entradas de capital y una política monetaria holgada en el mundo desarrollado, este movimiento puede atraer capital extranjero, lo cual podría resultar en una fuerte apreciación de la moneda y la posible acumulación de riesgos para la estabilidad financiera. En este contexto, una política fiscal procíclica agravaría estos resultados.

Las medidas macroprudenciales pueden ajustarse para compensar esto, pero a costa de introducir distorsiones, ya que probablemente se desviarían de sus niveles deseables a largo plazo. En un prolongado episodio de entradas de capital y una política fiscal expansiva, este costo crece rápidamente, aun cuando las medidas macroprudenciales son eficaces, y el desarrollo financiero puede verse afectado. De manera alterna, la persistencia de factores fundamentales que fomenten la apreciación de la moneda local y altos rendimientos (recalentamiento de la economía y política fiscal expansiva) puede con el tiempo reducir la eficacia de algunas medidas macroprudenciales a medida que los agentes encuentren incentivos para eludirlas; este es, en especial, el caso de los controles de capital. El componente de política fiscal en la combinación de políticas es, por lo tanto, crítico.

Por otro lado, las políticas prudenciales no deberían considerarse necesariamente como “medidas de última instancia”, como señalaran Ostry *et al.* (2010, 2011). Dependiendo del tamaño y la velocidad de los flujos de capital o de otros choques que puedan estar ocurriendo al mismo tiempo, podría haber lugar para

el *uso simultáneo* de medidas de política macroeconómicas y macroprudenciales, incluso los controles de capital. Como se explicará, las políticas macroprudenciales deben considerarse como parte de paquetes de políticas destinados a mitigar los riesgos específicos que la economía esté enfrentando; por ejemplo, si los responsables de las políticas están preocupados por el creciente apalancamiento de parte de los residentes, un análisis de costo/beneficio puede mostrar que los controles de capital son necesarios, junto con políticas macroprudenciales internas y una política fiscal contracíclica.

La función específica de los controles de capital y la regulación de FX en la gestión de la afluencia de capitales debe considerarse en este contexto, es decir, como medidas macroprudenciales que hacen parte de un paquete de políticas. En ese sentido, deben ser empleadas como complementos y no como sustitutos de políticas adecuadas, fiscales, monetarias, cambiarias o de otro tipo de políticas macroprudenciales, reconociendo que su uso a menudo se deriva de las deficiencias institucionales o de política que deben ser atendidas con el tiempo. Es en este contexto en el cual diseñamos la regulación de FX y los controles de capital en Colombia.

3. REGULACIÓN CAMBIARIA (FX) Y CONTROLES DE CAPITAL EN COLOMBIA

En Colombia la regulación de FX y los controles de capital son empleados específicamente para permitir el funcionamiento de un régimen de cambio flexible y una política monetaria contracíclica, al igual que para frenar el excesivo apalancamiento y la exposición al riesgo de liquidez externa por parte del sector privado. Para permitir la flexibilidad cambiaria y el funcionamiento adecuado de la política contracíclica empleamos la regulación de *duración indefinida* que restringe los descalses de moneda y de plazos de los intermediarios financieros; y para limitar el apalancamiento y el riesgo de liquidez externa utilizamos *instrumentos temporales* como el encaje no remunerado al endeudamiento externo.

Estas medidas de política se deciden siempre dentro de un marco de análisis de costo/beneficio en el que los objetivos de la política son claramente definidos. Por supuesto, la evaluación del balance entre costo/beneficio no siempre es fácil. Algunos costos son difíciles de cuantificar y se refieren a los efectos a mediano y largo plazo de las acciones de política, por ejemplo, los costos de restringir el riesgo cambiario o de plazos de los intermediarios financieros no son claros. Aún más, algunos beneficios de las medidas de política son bastante inciertos o la evidencia de su eficacia es debatible, por ejemplo, la evidencia sobre la eficacia

del encaje no remunerado al endeudamiento externo para reducir el total de entradas de capital o para influir en la tasa de cambio está lejos de ser clara.

a) *Regulación cambiaria indefnida*. Esto se refiere básicamente a dos medidas:

- Los límites a la posición propia en moneda extranjera (FX) de los intermediarios financieros se fijaron en el 20% y en -5% del patrimonio neto. Esta restricción es muy común en las economías emergentes (Ostry *et al.*, 2011), y obviamente está destinada a limitar el riesgo cambiario de las instituciones sistémicamente importantes en una economía que requiere ajustes abruptos de la tasa de cambio real debido a la naturaleza, la magnitud y la frecuencia de los choques externos.
- Los préstamos externos obtenidos por intermediarios financieros locales solo podrán utilizarse para financiar activos denominados en la misma moneda y con un vencimiento que sea menor o igual que el de los préstamos. Con esta medida se pretende evitar descalces en monedas y de plazos en el sistema financiero debido al hecho de que el banco central solo puede desempeñar un papel limitado como ‘prestamista de última instancia’ en moneda extranjera dado un nivel finito de reservas internacionales.

Como puede verse, la normatividad colombiana en este sentido es bastante fuerte frente a las normas internacionales, y se basa en la percepción de que sus beneficios son mayores que sus costos en la mayoría de los casos de esta naturaleza. Entre los beneficios concretos, seguros y valorados por el banco central están la preservación de la estabilidad financiera y la capacidad de flotación sin restricciones significativas después de un choque externo adverso. La presencia de grandes descalces de moneda en los sectores financieros o no financieros puede ser una fuerte restricción para permitir que la tasa de cambio funcione como un amortiguador, que es lo que sucedió en varios países de la región durante la década de los noventa.

Dado que estas normas macroprudenciales se aplican a los intermediarios financieros que son monitoreados de cerca por el banco central y el Gobierno, su eficacia es casi segura. Por otro lado, su costo en términos de la profundización financiera y desarrollo a largo plazo es incierto y difícil de evaluar. Eso explica el carácter indefinido de estas medidas.

Un ejemplo de los efectos de estas medidas regulatorias es el hecho de que Colombia no sufrió los episodios de estrés que otros países experimentaron en sus mercados monetarios y de FX después de la quiebra de Lehman. El peso colombiano se depreció más del 30% entre el 31 de agosto de 2008 y el 31 de marzo de 2009 sin causar problemas financieros serios. Incluso, el banco central pudo reducir los requerimientos de reservas en el último trimestre de 2008 y

disminuir agresivamente las tasas de interés a lo largo de 2009 sin temor a quiebras relacionadas con la tasa de cambio o a que se disparasen las expectativas de inflación.

Además de la normatividad que acabamos de describir, el banco central ha impuesto límites a la posición propia de contado y la posición bruta de apalancamiento de los intermediarios financieros como proporción de su patrimonio neto. La primera es similar a la posición propia, pero excluye los derivados. Esta restringe la intermediación de fondos extranjeros por parte de instituciones financieras locales y reduce la apreciación (depreciación) de la moneda, restringiendo la capacidad de los bancos colombianos para comprar (vender) *forward* de FX a residentes o no residentes que deseen aumentar (disminuir) su exposición al riesgo en pesos colombianos. Dicha medida ha estado en vigor desde 2004. El límite en la posición bruta de apalancamiento de los intermediarios financieros se estableció en 2007 para controlar el riesgo de contraparte de algunas instituciones que tenían grandes posiciones cortas y largas en el mercado de derivados OTC FX y para complementar otras acciones de política destinadas a moderar la apreciación de la moneda.

Ambas medidas se consideran eficaces porque, de nuevo, se aplican a los intermediarios financieros bajo estricta supervisión o monitoreo por parte del Gobierno y el banco central; además, las instituciones financieras son elementos centrales de la arquitectura de los mercados en moneda extranjera de derivados y *spot*, por lo que los límites en sus operaciones pueden afectar sus precios de equilibrio. Sin embargo, a diferencia de la regulación de descalces cambiarios y de plazos, el costo de estas medidas es más tangible y está relacionado con la insuficiente oferta de instrumentos de cobertura para exportadores y otros agentes. En particular, el límite a la posición propia de contado ha sido restrictivo en varios momentos, durante los cuales, por consiguiente, las tasas *forward* han estado sistemáticamente por debajo del nivel determinado por el diferencial de tasas de interés¹.

De ahí que la conveniencia de hacer que esas medidas sean permanentes es menos clara que en el caso de la regulación de descalces cambiarios y plazos, y que sea un tema de continuo debate y escrutinio por parte del banco central. Curiosamente, estas políticas son similares en su naturaleza y alcance a las aplicadas por Corea unos pocos años más tarde (Ostry *et al.*, 2011).

- b) *Regulación temporal de FX*. En este caso, los beneficios esperados de las acciones de política son mayores que sus costos en algunas circunstancias

¹ El límite sobre las posiciones de derivados de FX en bruto no ha sido vinculante para la mayoría de los intermediarios desde 2007.

específicas. Aún más, la eficacia de las medidas tiende a desvanecerse en el transcurso del tiempo, a medida que los agentes encuentran medios para eludirlas; por esa razón, las medidas en esta categoría son de naturaleza transitoria. En Colombia el encaje al endeudamiento externo pertenece a dicho grupo. Este es un requisito para mantener una fracción de un préstamo extranjero como depósito no remunerado en el banco central por un tiempo específico; por lo tanto, dado su diseño, el depósito no remunerado al endeudamiento externo discrimina los flujos de deuda de corto plazo. En Colombia ese encaje fue muy utilizado en la década de los noventa, se ajustó a cero después de la parada súbita de capitales extranjeros en 1999, y se reactivó en 2007 por más de un año. El Gobierno estableció un requisito similar para las inversiones de portafolio aproximadamente durante el mismo período.

La eficacia del encaje ha sido un tema de amplio estudio y debate, tanto en Colombia como en otros lugares (Rincón y Toro, 2010); en general, parece ser útil para cambiar la composición de los flujos de capital al dirigir los flujos de deuda a corto plazo hacia deudas de largo plazo y otros tipos de flujos de capital. Sus efectos sobre el tamaño total de las entradas, la tasa de cambio y la autonomía de la política monetaria son más debatibles; algunos estudios han encontrado que no hay efecto alguno sobre el total de entradas o la tasa de cambio, pero sostienen que puede desempeñar un papel en la reducción de la respuesta de la tasa de cambio a los movimientos en las tasas de interés locales; sería procedente explorar la coherencia de estos resultados. Otros estudios encontraron efectos considerables en las entradas totales.

Según nuestra experiencia más reciente (2007-2008), el encaje al endeudamiento externo fue impuesto en combinación con un encaje marginal sobre los depósitos en pesos, una vez más como parte de un paquete de políticas. El objetivo era frenar el excesivo crecimiento del crédito. Se creía que el encaje marginal en pesos podría atraer flujos de capital extranjero al elevar las tasas de interés internas. Esto habría provocado un mayor endeudamiento externo, posiblemente con algún grado de descalce de monedas. Dado que la idea era mantener controlado el apalancamiento, el encaje al endeudamiento externo fue visto como un complemento natural de los requerimientos de reservas en pesos.

Con base en la evidencia y en esta experiencia, concluimos que el encaje al endeudamiento externo puede ser útil para contener el apalancamiento total (interno y externo) de los residentes. Podría también haber sido útil para reducir el riesgo de liquidez externa, ya que desplaza los flujos de deuda de corto plazo hacia deuda de largo plazo y hacia diferentes tipos de entradas de capital. Por

lo tanto, en algunos casos, las medidas temporales, como el encaje al endeudamiento externo, pueden ayudar a preservar la estabilidad financiera.

4. CONCLUSIONES

El comportamiento reciente de los flujos de capital y del crecimiento crea riesgos para su sostenibilidad y para la estabilidad financiera en un número importante de países emergentes, especialmente en aquellos que son productores de bienes básicos y que tienen un sistema financiero en un nivel intermedio de desarrollo.

Las medidas de política macroeconómica adoptadas para hacer frente a estos riesgos deben minimizar las costosas distorsiones de la economía y garantizar un crecimiento sostenible. Concretamente, para mantener el gasto agregado en una senda de crecimiento sostenible se necesita lo siguiente: una política fiscal que aumente el ahorro público; una política monetaria orientada a mantener la inflación y las expectativas de inflación bajas y estables, así como a contribuir a suavizar el ciclo económico; y flexibilidad de la tasa de cambio. También es aconsejable proteger la estabilidad del sistema financiero por medio de políticas micro y macroprudenciales adecuadas.

La función específica de los controles de capital y la regulación de FX en el manejo de las entradas de capital ha de ser entendida en el ámbito general de los tres pilares básicos de la política macroeconómica; es decir, que su uso siempre debe ser entendido como un complemento y no como un sustituto de políticas apropiadas en el ámbito fiscal, monetario, cambiario y macroprudencial. También debe reconocerse que su uso por lo general surge de las deficiencias en el marco institucional y de política que han de ser atendidas oportunamente. Al menos eso es lo que hemos entendido en el Banco de la República.

Específicamente, en Colombia la normatividad de FX y los controles de capital se emplean para permitir el funcionamiento de un régimen cambiario flexible y una política monetaria contracíclica, al igual que para frenar el excesivo apalancamiento y la exposición al riesgo de liquidez externa por parte del sector privado. A fin de permitir la flexibilidad cambiaria y el funcionamiento adecuado de la política contracíclica, empleamos normas de duración indefinida que restringen los descaldes de moneda y plazos de los intermediarios financieros. Para limitar el apalancamiento y mitigar el riesgo de liquidez externa, utilizamos instrumentos temporales como el encaje al endeudamiento externo.

Estas medidas de política se deciden siempre dentro de un marco de análisis de costo/beneficio en el que los objetivos de la política son claramente definidos. Por supuesto, la evaluación de la relación costo/beneficio no siempre es fácil, y los instrumentos que se utilizan no siempre resultan ser de última instancia.

Dependiendo de la magnitud y la velocidad de las entradas de capital o de otros choques que puedan estar ocurriendo al mismo tiempo, podría haber lugar para el uso simultáneo de medidas de política macroeconómicas y macroprudenciales, incluso los controles de capitales.

REFERENCIAS

- BID (2011). *One Region, Two Speeds?*, marzo.
- FMI (2010). *The Fund's Role Regarding Cross Border Capital Flows*, noviembre.
- FMI (2011a). "International Capital Flows: Reliable or Fickle?", *World Economic Outlook: Tensions From The Two-Speed Recovery*, capítulo 4, abril.
- FMI (2011b), *Regional Economic Outlook, abril de 2011: Western Hemisphere - Watching Out for Overheating*, mayo 3.
- Ostry, J.; Gosh, A.; Habermeier, K.; Chamon, M.; Qureshi, M.; Reinhardt, D. (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note, febrero 19, SPN/10/04.
- Ostry, J., Gosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M., Reinhardt, D.; Kokenyne, A. (2011). "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", IMF Staff Discussion Note, abril 5, SDN/11/06.
- Rincón, H.; Toro, J. (2010). "Are Capital Controls and Central Bank Intervention Effective?", Borradores de Economía, núm. 625, Banco de la República, Bogotá.
- Yellen, J. L. (2011). "Reaping the Full Benefits of Financial Openness", Board of Governors of the Federal Reserve System. Remarks at the Bank of Finland 200th Anniversary Conference, Helsinki, Finland, mayo 6.

Tres banqueros centrales
se terminó de imprimir en Bogotá,
en octubre de 2017, en La Imprenta Editores S. A.

