



HISTORIA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, **CIEN AÑOS**

José Dario Uribe Escobar
(editor)



Historia del Banco de la República, cien años



Historia del Banco de la República, cien años

José Darío Uribe Escobar
(editor)



Historia del Banco de la República, cien años / Adolfo Meisel Roca
[y otros veintitrés]. -- Segunda edición / José Darío Uribe Escobar. -- Bogotá: Banco de la República, 2023.

800 páginas: ilustraciones, fotografías; 24 cm.

1. Banco de la República (Bogotá) - Historia - 1923-2023
2. Banco de la República (Bogotá) - Centenario
3. Bancos centrales - Historia - Colombia
4. Sistema financiero - Historia - Colombia
5. Crisis económica - Historia - Colombia
6. Inflación - Colombia
7. Colombia - Política monetaria I. Meisel Roca, Adolfo, 1954- , autor II. Uribe Escobar, José Darío, 1958-, editor.
332.1109861 cd 22 ed.

Noviembre de 2023

ISBN impreso 978-958-664-474-7

<https://doi.org/10.32468/Ebook.664-474-7>

Diseño de portada e interiores
Adrián Díaz

Corrección de estilo
Nelson Rodríguez

Revisión de pruebas
Andrea Clavijo

Sección de Gestión de Publicaciones
Departamento de Servicios Administrativos
Banco de la República

Armada electrónica y finalización de arte
Asesores Culturales S. A. S.

Impresión
La Imprenta Editores S. A.

Las opiniones expresadas en los capítulos de este libro no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

CONTENIDO

xxi	Prólogos
	José Darío Uribe Escobar
1	Capítulo 1. Antecedentes del Banco de la República, 1904-1922
	Adolfo Meisel Roca
4	1. La estabilización monetaria de 1903 a 1904
10	2. Desempeño económico en el período 1905-1922
12	3. Sector monetario y bancario, 1905-1922
14	4. Los debates sobre la banca múltiple y la banca central y los proyectos presentados al Congreso, 1904-1922
19	5. Razones para contratar a Edwin W. Kemmerer en 1922
22	6. Conclusiones
23	Referencias
27	Capítulo 2. La danza de los millones, 1923-1931
	Fabio Sánchez Torres
	Juan Guillermo Bedoya Ospina
30	1. Contexto económico global
30	1.1 Flujos globales de capital

33	1.2	Crecimiento económico
35	1.3	El patrón oro y la inflación
36	2.	La situación de la economía colombiana en 1923
40	3.	La fundación del Banco de la República
41	3.1	La Misión Kemmerer (1923)
43	3.2	Banco de la República: aspectos institucionales y primeros años
43	3.2.1	Aspectos institucionales
45	3.2.2	Primeros años
47	4.	El endeudamiento externo y el gasto público, 1923-1928
47	4.1	El contexto de los mercados globales de capital
50	4.2	América Latina
54	4.3	Colombia: la danza de los millones
62	5.	La banca privada
63	5.1	Ley 45 de 1923
64	5.2	Comportamiento del sector bancario, 1924-1931
70	6.	La desaceleración y la Gran Depresión, 1929-1931
71	6.1	Colombia: finales de los años veinte e inicio de los años treinta
75	6.2	La segunda Misión Kemmerer
76	7.	Política monetaria e inflación entre 1923 y 1931
79	7.1	Inflación
81	8.	Conclusiones
82		Referencias

89 Capítulo 3. Las políticas del Banco de la República durante un auge entre dos crisis, 1930-1951

Adolfo Meisel Roca
Juliana Jaramillo Echeverri

91	1.	Desempeño económico global
94	2.	Comportamiento de las principales variables monetarias
105	3.	Evolución de la cartera bancaria y de la concentración del sector
106	4.	Otras funciones del Banco de la República
107	4.1	Salinas nacionales
113	4.2	El Fondo de Estabilización
117	4.3	Minas de esmeralda
120	4.4	La biblioteca del Banco
120	4.5	Museo del Oro
121	5.	Conclusiones
122		Referencias
125		Capítulo 4. El Banco de la República durante 1951-1963: La estabilidad macroeconómica en la balanza
		Javier G. Gómez Pineda
129	1.	El compromiso de las autoridades con la estabilidad macroeconómica
132	2.	Las misiones
135	2.1	La Misión de la Reserva Federal y la implementación de la norma desarrollista
140	2.2	La Misión del Banco Internacional
142	2.3	El Comité de Desarrollo Económico
143	2.4	Las misiones del FMI
144	3.	El contexto internacional
144	3.1	La arquitectura monetaria, cambiaria y financiera
145	3.2	El desempeño macroeconómico
152	3.3	Los choques externos
153	4.	Recuento del período 1951-1963

153	4.1 Un vistazo al período
160	4.2 Período 1951-1956
167	4.3 La crisis de 1957
172	4.4 Período 1958-1963
179	4.5 El brote populista de 1963
180	5. Conclusiones
181	Referencias
187	Capítulo 5. La Junta Monetaria y el Banco de la República
	Antonio Hernández Gamarra
	Juliana Jaramillo Echeverri
190	1. Creación de la Junta Monetaria
190	1.1 Antecedentes
193	1.2 Orígenes
195	1.3 Funciones
196	1.4 Composición de la Junta Monetaria
197	1.5 Funciones del Banco de la República
198	2. Rasgos básicos de la economía colombiana en el período 1962-1990
199	2.1 El crecimiento económico y el tamaño del Estado
201	2.2 Desarrollo del sistema financiero y tasas de interés
212	2.3 Inflación
215	2.4 Indexación
217	3. Los pilares de la política cambiaria, monetaria y crediticia
217	3.1 El régimen cambiario
221	3.2 Evolución de la tasa de cambio real
224	3.3 La política monetaria

234	3.4 Política de crédito dirigido
237	3.4.1 Fondos de fomento
239	3.4.2 Fondos cuasifiscales
240	3.4.3 La operación de los fondos y sus implicaciones
243	4. Manejo circunstancial de la política
247	5. Papel de los asesores de la Junta Monetaria
248	6. Controversia sobre la junta, sus políticas y propuestas de reforma
253	7. Aspectos sobre la naturaleza y la administración del Banco
257	Referencias
262	Anexos
262	Anexo 1. Funciones de la Junta Monetaria
265	Anexo 2. Composición del PIB por sectores
266	Anexo 3. Reservas internacionales y balanza en cuenta corriente
267	Anexo 4. Determinantes del crecimiento de los medios de pago
269	Anexo 5. Contribución porcentual de los determinantes de la base monetaria a su crecimiento
270	Anexo 6. Determinantes del multiplicador de la base monetaria
271	Anexo 7. Subsidio a la tasa de interés por los fondos de fomento
273	Anexo 8. Sesiones celebradas y resoluciones emitidas por la Junta Monetaria
274	Anexo 9. Asesores de la Junta Monetaria
275	Anexo 10. Fuentes de las estadísticas

277	Capítulo 6. Autonomía del Banco de la República en la Constitución de 1991 y en la Ley 31 de 1992
	Alberto Boada Ortiz Carolina Gómez Restrepo Marcela Ocampo Duque
280	1. Del banco emisor al régimen constitucional de banca central
280	1.1 Antecedentes históricos
280	1.1.1 Autonomía del Banco de la República: 1923-1991
286	1.1.2 Facultad de intervención sobre el Banco de la República: 1923-1991
287	1.2 Del banco emisor al régimen constitucional de banca central
287	1.2.1 Contexto internacional
288	1.2.2 Soplan vientos de reforma al Banco de la República
292	1.2.3 Régimen constitucional de banca central y su proceso de concertación
300	1.2.3.1 Estabilidad monetaria, en coordinación con la política económica general
301	1.2.3.2 Autoridad monetaria, cambiaria y crediticia
305	1.2.3.3 Autonomía del nuevo Banco de la República
309	1.2.3.4 Independencia de la Junta Directiva
311	1.2.3.5 Financiación al Gobierno
313	1.2.3.6 Facultades del Congreso con relación al Banco
314	1.2.3.7 Inspección, vigilancia y control
315	1.2.3.8 Actividad cultural
316	1.2.4 Soberanía monetaria
318	2. Visión de la Corte Constitucional y del Consejo de Estado sobre el régimen de la banca central
319	2.1 El Estado, por medio del Banco de la República, tiene como fin velar por la estabilidad de precios

323	2.2	Autonomía administrativa, patrimonial y técnica
324	2.2.1	Alcance de la autonomía
328	2.2.2	Coordinación con la política económica general
330	2.2.3	Limitaciones al legislador
333	2.3	Autoridad monetaria, cambiaria y crediticia
342	2.4	Funciones adicionales a las señaladas en la Constitución Política y en la Ley 31 de 1992
344	2.5	Iniciativa legislativa del Gobierno
345	2.6	Régimen laboral de los empleados del Banco
347	2.7	Inspección, vigilancia y control
348		Bibliografía
349		Referencias
355		Capítulo 7. El debate sobre la banca central en la constituyente de 1991
		Rudolf Hommes R.
		José Elías Melo A.
357	1.	Las preocupaciones del presente
360	2.	Evolución del arreglo institucional previo
360	2.1	El desarrollo de las normas constitucionales sobre banca central
362	2.2	La evolución legislativa de la banca central
365	3.	El ambiente reformista de 1990
372	4.	Los grandes puntos de la reforma
377	5.	Los retos de implantación
382		Bibliografía y referencias
387		Capítulo 8. La jurisprudencia de la Corte Constitucional y la autonomía del Banco de la República
		Gerardo Hernández Correa

390	1.	La reforma constitucional al Banco de la República
392	2.	El papel de la Corte Constitucional en la autonomía del Banco de la República
395	3.	¿Preservar la capacidad adquisitiva de la moneda es el objeto exclusivo del Banco de la República?
398	4.	¿Puede el ejecutivo reemplazar a la autoridad monetaria cuando se utilizan los estados de excepción?
400	5.	Un tema polémico: la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad crediticia
402	6.	Si bien le está vedado al Congreso invadir la autonomía de la Junta Directiva del Banco de la República, ¿sí lo puede hacer la Corte Constitucional?
404	7.	¿Quién debe regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora?
407	8.	¿Hasta dónde llega el control fiscal frente al Banco de la República?
409	9.	Conclusiones
410		Referencias
413		Capítulo 9. La política monetaria durante los primeros años del Banco Central Independiente: 1992-1998
		Camila Gamba Tiusabá José E. Gómez González
416	1.	Contexto macroeconómico
417	1.1	Comportamiento de los flujos de capitales en Colombia entre 1992 y 1998
420	1.2	Comportamiento de las variables relacionadas con la estabilidad financiera en Colombia
424	2.	Los años noventa: una década de fuerte interacción entre las políticas monetaria y cambiaria
427	3.	Primeros pasos: política monetaria y certificados de cambio, 1992-1994

430	4. Adolescencia: política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998
434	5. Conclusiones
435	Referencias
439	Capítulo 10. Historia del Banco de la República. Crisis de 1999
	David Perez Reyna
442	1. Contexto económico antes de la crisis
451	2. La crisis
453	3. ¿Qué hizo el Banco?
458	4. Discusión sobre las acciones del Banco
459	5. Conclusión
461	Referencias
467	Capítulo 11. La estrategia de inflación objetivo en Colombia
	Enrique López E. Hernando Vargas H. Norberto Rodríguez N.
471	1. La estrategia de inflación objetivo, origen y principales características
474	2. La crisis financiera de fin de siglo y el abandono de la banda cambiaria. Los primeros elementos de IO utilizados en Colombia
476	3. El desarrollo de la estrategia de inflación objetivo
484	3.1 Política cambiaria
485	4. La IO en acción: primeros años
494	5. Política monetaria y cambiaria en el auge de la economía global
501	6. La inflación objetivo y la crisis financiera global

507	7. Liquidez internacional y elevados precios de los bienes básicos
510	7.1 Cambios en la política cambiaria
511	7.2 Renacen las presiones inflacionarias
512	8. La fragilidad del crecimiento mundial. La política monetaria en la encrucijada
515	9. Los logros de la estrategia de inflación objetivo
515	9.1 La discusión internacional
519	9.1.1 La falta de tracción
519	9.1.2 ¿El fin de la inflación objetivo?
521	9.2 Evaluación
529	10. Conclusiones
532	Referencias
539	Anexos
539	Anexo 1. Modelos econométricos para la inflación
543	Capítulo 12. Regímenes cambiarios y globalización financiera en Colombia: ¿qué hemos aprendido?
	Juan José Echavarría
546	1. Regímenes cambiarios en Colombia, 1950-2022
546	1.1 1950-1967: tasas de cambio fijas y múltiples
550	1.2 1967-1991: devaluación “gota a gota”
554	1.3 1994-2000: banda cambiaria
557	1.4 2000-2022: inflación objetivo y flotación cambiaria
561	2. La tasa de cambio real (TCR) y sus determinantes
561	2.1 Determinantes
565	2.2 Volatilidad de la TCN y la TCR
568	3. Globalización financiera

568	3.1	La financiación de la cuenta corriente
570	3.2	Globalización <i>de facto</i> : activos y pasivos de Colombia con el exterior
575	3.3	Globalización <i>de jure</i> : controles de capital
578	4.	¿Qué hemos aprendido?
578	4.1	1998-2000: las tasas de cambio fijas son propensas a crisis en países globalizados financieramente
582	4.2	Ventajas y requisitos de la flotación cambiaria
585	5.	Conclusiones
585		Bibliografía
591		TCR, Balassa-Samuelson y productividades relativas
592		Capítulo 13. El Banco de la República en la pandemia del covid-19
		Pamela Cardozo
		Fernando Tenjo
		Hernando Vargas
593	1.	Naturaleza del choque
597	1.1.	El régimen de política monetaria de los países avanzados y emergentes al inicio de la pandemia
599	2.	Escenario macroeconómico inicial: vulnerabilidades
599	2.1	Dimensión externa
602	2.2	Dimensión interna
607	3.	Transmisión y amplificación endógena del choque
608	3.1	Hechos y fechas del choque del covid-19 y el estrés de liquidez
610	3.2	Elementos transversales al estrés de liquidez
612	4.	Impacto económico inicial del choque: impacto financiero interno y externo, y efecto sobre los términos de intercambio
632	5.	Respuesta de política monetaria

633	5.1 Suministro de liquidez y apoyo a los mercados de financiamiento y al crédito: la Reserva Federal y el Banco de la República
642	5.2 La respuesta de la tasa de interés de política
650	5.3 Política cambiaria y fortalecimiento de la liquidez internacional
651	5.4 Indicios de efectividad
655	6. Conclusiones
656	Referencias
661	Capítulo 14. La cultura en el Banco de la República Miguel Urrutia
663	1. Origen de la actividad cultural del Banco
664	2. El inicio de las colecciones del Banco
668	3. Origen de las bibliotecas del Banco
670	4. La Colección de Artes Plásticas del Banco
674	5. La economía de la cultura en el Banco
675	6. Los estudios de uso e impacto de la actividad cultural
678	7. Calidad de las colecciones
678	8. Conclusiones
679	Referencias
681	Capítulo 15. El Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República Roberto Junguito
683	1. Los años cuarenta: el Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República hacen contacto
688	2. Los años cincuenta: asesoría y diálogo en materia cambiaria
695	3. Los años sesenta: de la colaboración al enfrentamiento

701	4. Los años setenta: críticas a la UPAC y el problema inflacionario
707	5. Los años ochenta: crisis de América Latina y programa de monitoría
715	6. Los años noventa: el FMI, las reformas estructurales y la crisis del fin de siglo
724	7. Primera década del siglo XXI: apoyo del FMI a la política monetaria y cambiaria
735	8. 2010-2015: la línea de crédito flexible y el problema de balanza de pagos
742	9. Reflexiones finales
747	Referencias
757	Acerca de los autores

Prólogo de la primera edición

José Darío Uribe Escobar

Para contar la historia de la banca central de un país se pueden elegir varios caminos. Es posible adoptar un enfoque de carácter biográfico, siguiendo sucesivamente las trayectorias vitales y laborales de los personajes más influyentes en el desarrollo cronológico y administrativo de la entidad; otro método común es hacer un seguimiento de las normas y regulaciones internas y externas que marcaron hitos en la actividad del banco central; también es posible concentrarse en las ideas y doctrinas económicas imperantes a lo largo de la historia de la institución y analizar cómo se reflejaron en el diseño de las políticas y las actuaciones de las autoridades.

En el caso de la historia del Banco de la República que ahora presentamos se ha adoptado un enfoque ecléctico, con plena conciencia de que el lector encontrará como producto final un texto heterogéneo. Hemos querido que en este trabajo participara un conjunto muy destacado de economistas e historiadores colombianos, todos con vínculos académicos, personales o profesionales con el Banco, y un rango muy amplio de experiencias, enfoques e intereses. Algunos de los escritores invitados se han ocupado, de tiempo atrás, en la historia económica con un enfoque clásico de ciencia social; otros se han centrado principalmente en los estudios teóricos y econométricos, de manera que su aproximación a esta historia es quizá más descriptiva y puntual.

Por otro lado, todos los artículos fueron presentados y comentados en dos seminarios especialmente preparados para pulir y complementar los estudios individuales, y el grupo de comentaristas escogido agregó aún más diversidad a las visiones de los trabajos. Estamos muy orgullosos y satisfechos de la calidad de las investigaciones y los análisis que se compendian en este volumen; el altísimo nivel intelectual y profesional de los autores, unido al hecho de que muchos de ellos tuvieron algún grado de participación (en algunos casos principal) en los eventos examinados, nos llevan a creer que ofrecemos a los lectores especializados y curiosos un material de gran valor para sus estudios.

Esta será la segunda ocasión en la historia ya casi centenaria del Banco en que un grupo de expertos examina la vida institucional y el entorno económico de la política monetaria, cambiaria y crediticia. La primera publicación al respecto fue *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*,

en 1990. Ese volumen, que sigue siendo muy útil, se centró en los aspectos legales e institucionales de la banca central colombiana y se terminó en un momento en que nuestras instituciones económicas y políticas estaban a punto de vivir la mayor transformación de ese siglo, como resultado de la Constitución Política de 1991.

De modo que esta nueva historia del Banco va mucho más lejos que ese primer trabajo, no solo en cuanto a lo cronológico, como es obvio, sino por el hecho de que amplía el enfoque de ese primer análisis para examinar con más detalle el fondo teórico e ideológico del actuar de la autoridad monetaria en cada etapa del Banco, describiendo de manera breve pero muy completa las fuerzas económicas más determinantes en cada uno de los períodos importantes. El propósito es contextualizar las decisiones de políticas a cargo del Banco de la República con los principios teóricos que las respaldaban en cada etapa y con las restricciones efectivas que desde el punto de vista político e institucional condicionaban la toma de esas decisiones.

En conjunto, creemos que esta particular alineación de autores produjo un libro que tendrá atractivo para muchos lectores: aquellos interesados en un período específico tienen a su disposición capítulos muy completos centrados en momentos críticos de la economía colombiana en el siglo XX y en lo corrido del presente, mientras que para otros resultarán en particular importantes los que se dedican a temas especializados, como es el caso de los aportes del Banco a la cultura colombiana o las relaciones del organismo y del país con el Fondo Monetario Internacional.

Dado que los autores trabajaron documentos independientes, es posible que el estudio de algunos eventos puntuales se deba complementar más allá de este libro, que no busca abarcar por completo los acontecimientos ni todas las visiones, sino la que cada autor consideró importante resaltar; por ejemplo, la crisis comercial de los años cincuenta, la financiera de los ochenta, o las causas de la crisis de vivienda en los años noventa, requieren complementos externos. Otro caso que se puede mencionar es el análisis de la crisis de fin de siglo; los trabajos que aquí la mencionan tienden a centrarse en lo ocurrido en 1999, con lo cual se diluye la idea que expuso en su momento el Banco de la República, según la cual la crisis se fue formando desde mediados de la década y se agravó al final de los noventa por choques externos agudos.

Como es de esperar, una historia del Banco de la República escrita en la época actual se interesa sobre todo por examinar la autonomía de la banca central en nuestro país. No solo en el capítulo con dedicación específica a este tema, sino a lo largo de la obra, se analizan con cierto detalle los arreglos institucionales y prácticos que permitían aislar a las políticas monetaria, cambiaria y crediticia de las presiones del Gobierno, de los sectores productivos y del sistema financiero. Los capítulos que comentan la reforma de 1951 (Decreto

Ley 756) destacan un hecho que no siempre se recuerda: el ejercicio de las nuevas facultades asignadas al Banco requería el voto favorable del ministro de Hacienda; la inclusión de esta disposición en aquel decreto fue un logro de quien por entonces ocupaba ese despacho. El hecho es que se otorgó en la práctica un poder de veto al ministro, al darle un enorme peso al Gobierno nacional en las decisiones del Banco, aun en una época sobre la cual siempre se ha destacado, ante todo, la participación del sector privado en la determinación de políticas económicas generales.

Este hilo conductor del texto, siguiendo la mayor o menor autonomía de la autoridad monetaria, ayuda muy bien a entender los retos que enfrentaban las reformas de 1991 y los motivos de su éxito, así como el gran quiebre que representó el establecimiento de una Junta Directiva en la que el ministro de Hacienda tiene uno de siete votos. También es útil para comprender mejor la gradualidad del proceso de desmonte de mecanismos como la banda cambiaria, y para precisar los fundamentos y requisitos de la política de inflación objetivo que siguió con éxito el Banco en la pasada década, la cual no hubiera sido viable en un esquema diferente del que rige actualmente en la entidad.

El uso del mecanismo de redescuento es otro importante hilo conductor de la narrativa de esta historia. Su empleo como instrumento estabilizador o de apoyo al sector financiero en las crisis de la primera mitad del siglo se registra en varios de los capítulos que tocan esos años, pero es desde las medidas que desarrollaron la reforma de 1951 y continuaron después de 1963, que este mecanismo se convirtió en el determinante principal de la expansión del crédito en Colombia (tanto al sector público como al privado, según el período).

En cualquier caso, conviene tener una apropiada perspectiva para desechar la idea de que la tarea de fomento encomendada al Banco desplazó de manera tajante el manejo ortodoxo del Banco, sin menospreciar la importancia que esta actividad tuvo desde su fundación hasta 1991. En este sentido resulta interesante registrar en un par de capítulos del libro que, en varias ocasiones, cuando organismos multilaterales valoraron la actividad del banco central colombiano, fueron relativamente indulgentes con resultados desfavorables observados en el control de la inflación, al aceptar implícita o explícitamente la actividad de crédito de fomento dentro de las funciones.

Lo anterior conduce a considerar otro elemento llamativo de la historia del Banco de la República que aparece en varias secciones del libro: el de las diversas responsabilidades que con el paso del tiempo y motivaciones y justificaciones muy diversas, se fueron encomendando a la administración de la entidad. Entre ellas se destaca, por su duración e implicaciones inesperadas, el manejo de las salinas de Zipaquirá. El caso de la actividad cultural del Banco, que forma parte de esas tareas colaterales a las específicas de la banca central, merece un capítulo aparte. El autor de esta sección señala que siempre ha sido

institucionalmente muy importante y constituye un rasgo distintivo del caso colombiano, pues aunque son numerosos los bancos centrales que han creado colecciones de arte, arqueología o numismáticas, por citar solo unos ejemplos, el peso del Banco de la República en la vida cultural de Colombia quizá no tiene equivalentes en el mundo. Por lo demás, en el último cuarto de siglo esta labor ha adquirido connotaciones estratégicas e institucionales que no tenía en el pasado y que conviene comprender y divulgar mejor.

Quizá este es el punto apropiado para preguntarse qué determina el interés del Banco por registrar nuevamente su propia historia, entre otras cosas, para descartar motivaciones narcisistas o de autoelogio. Una posible respuesta es que ese interés por la historia está de alguna manera relacionado con el impulso hacia la transparencia, que es un compromiso ineludible de la banca central independiente. Creemos que para el Banco de la República es importante dejar constancia de la propia historia porque sus autoridades encontramos que el examen objetivo de los contextos y opciones que en cada etapa condicionaron las actuaciones de las autoridades económicas forma parte de las obligaciones de un Estado que sabe que los debates alrededor de las grandes decisiones nacionales inevitablemente tienden a hacerse más amplios y participativos, y se preocupa por elevar la calidad de estos.

Al mismo tiempo, para el Banco es claro que sus rendiciones de cuentas y la publicación periódica de minutas y estudios (con conciencia de que algunos de esos documentos tienen implicaciones delicadas), además de ser un factor indispensable para reafirmar la legitimidad de las autoridades económicas, deja rastros que apreciarán, ojalá, historiadores y analistas que no llegaremos a conocer.

Para terminar, quisiéramos hacer un reconocimiento particular de la dedicación y el esfuerzo de autores, comentaristas, moderadores¹ y recopiladores en todas las etapas del desarrollo de esta publicación. Creemos que todos ellos compartirán nuestra satisfacción de poner al alcance de los estudiosos colombianos y extranjeros un material tan rico y detallado sobre los desafíos que ha enfrentado el Banco de la República desde su creación y sobre las actuaciones que han hecho de la nuestra una entidad justamente apreciada y respetada en el contexto nacional e internacional.

¹ María Inés Agudelo, Andrés Álvarez, Carlos Brando, Sergio Clavijo, Patricia Correa, Juan José Echavarría, Hernando José Gómez, Beatriz González, Gerardo Hernández, Marc Hofstetter, Jorge Enrique Ibáñez, Munir Jalil, Jonathan Malagón, Carlos Marichal, Pablo Martín-Aceña, Néstor Humberto Martínez, Juan Luis Mejía, Armando Montenegro, Hugo Palacios Mejía, Guillermo Perry, María Teresa Ramírez, Natalia Salazar, Jorge Hernán Toro, Hernando Vargas, Juan Pablo Zárate.

Prólogo de la segunda edición (versión ampliada)

José Darío Uribe Escobar

Con motivo del centenario de la expedición de la Ley 25 de 1923, por medio de la cual se creó el Banco de la República, la entidad ha decidido complementar y actualizar la historia institucional originalmente publicada en 2015, volumen que sigue siendo un excelente compendio de los hechos y las circunstancias que marcaron el primer siglo de actividad de la banca central en Colombia.

Consideramos que los lineamientos editoriales de la publicación original siguen siendo válidos y pertinentes: por un lado, se quiso vincular a esta obra a un número amplio de expertos en temas relacionados con las políticas económicas, monetarias, cambiarias y crediticias de Colombia, que aportaran visiones históricas y analíticas variadas en los capítulos que les fueron encomendados, sin exigir que los autores fueran específicamente historiadores de profesión. Por otra parte, para aproximarse a ciertos temas particularmente significativos o idiosincrásicos, como, por ejemplo, la actividad cultural del Banco de la República, se consideró mejor incluir en una sola sección su historia a lo largo de toda la vida institucional del Emisor. Esta combinación, a nuestro juicio, logra que no haya omisiones graves en el registro de estrategias, choques, crisis, éxitos y reveses institucionales en la biografía del Banco de la República.

En este contexto, para la edición actualizada (capítulo 13) les correspondió a Pamela Cardozo, Fernando Tenjo y Hernando Vargas estudiar el período más reciente de la historia de la entidad, que coincidió con un choque sin precedentes en la historia moderna: la pandemia del covid-19. Un sobresalto económico y social que afectó simultáneamente a naciones desarrolladas y emergentes, y que obliga a un análisis que contraste las respuestas de la política económica de nuestro país con las de otros, tanto los más avanzados o solventes (ninguno de los cuales estaba preparado para un desafío de tal naturaleza), así como naciones en condiciones económicas y financieras comparables a las nuestras. También, era oportuno el examen de la interacción de las diversas respuestas de política económica en el contexto de la relación entre los mercados financieros internacionales y locales. El estudio de este caso ser-

virá, sin duda, como referencia analítica, ojalá por muchos años, confiando en que no presenciemos su repetición o la aparición de circunstancias similares.

Por supuesto, después del choque del covid, todas las naciones enfrentan, en el preciso momento en que se hace esta reedición, aumentos en la inflación de características también atípicas, pues por primera vez en decenios coinciden presiones provenientes tanto de excesos de demanda agregada no suficientemente controlados, como de serios problemas de oferta derivados de drásticos cambios en la producción de bienes y en la logística de su distribución, todo ello, desde 2022, en el marco de un conflicto bélico de repercusiones insospechadas. En este sentido, el nuevo capítulo de Cardozo, Tenjo y Vargas, necesariamente termina con unos puntos suspensivos.

El otro artículo nuevo (capítulo 12) de esta edición fue escrito por Juan José Echavarría, quien se concentró en la política cambiaria colombiana, con énfasis en el período en que fue conducida por una banca central autónoma e independiente del Gobierno, en contraste (también analizado en ese capítulo) con lo que sucedió durante la mayor parte del siglo XX. Las complejas interacciones de los diferentes regímenes cambiarios con las realidades y objetivos del comercio exterior, así como de las finanzas de las personas y el Estado, han tenido transformaciones enormes a lo largo de la vida institucional del Banco de la República, muy adecuadamente registradas por el autor. Resulta sugerente constatar que el examen de las modificaciones en los regímenes cambiarios implica un proceso gradual y sostenido, si bien con algunas interrupciones, hacia una mayor flexibilidad cambiaria. También es interesante su examen del papel de esa flexibilización en la adopción del esquema vigente de inflación objetivo como estrategia fundamental para lograr la estabilidad de precios.

En el prólogo de la primera edición de este libro se mencionó que la motivación de publicar una historia actualizada del Banco de la República se fundamenta en la valoración de la transparencia institucional y en el compromiso con la rendición de cuentas para las actuales generaciones y las venideras. Es grato constatar la validez de tales principios en las importantes adiciones que se integran a esta nueva edición.

No sobra mencionar que al revisar el libro original encontramos un nombre que figura, no solo en el índice de los destacados expertos que colaboraron con los artículos, sino que siempre aparece cuando se mencionan los protagonistas de la vida económica colombiana de los últimos cincuenta años: Roberto Junguito Bonnet. El lanzamiento de esta nueva edición es una ocasión propicia para honrar su memoria y recordar sus vínculos con el Banco de la República, al tiempo que reiteramos nuestra gratitud a quienes contribuyeron a que los lectores, investigadores y curiosos dispongan de esta

versión actualizada de la historia, ya centenaria, de la banca central de Colombia. Por otra parte, puede ser un consuelo que sea predecible —con una certeza que no siempre está al alcance de las autoridades económicas— cuál será el tema del capítulo inicial de la historia del segundo siglo del Banco de la República.

Capítulo 1

Antecedentes del Banco de la República, 1904-1922

Adolfo Meisel Roca

El autor agradece los comentarios de Carlos Marichal, Andrés Álvarez, María Modesta Aguilera, Jaime Bonet y Javier Pérez. También se agradece la colaboración de Juliana Jaramillo y Felipe Espitia.

A comienzos del siglo XX la economía colombiana se encontraba afectada de manera negativa por las consecuencias sobre el aparato productivo de una larga guerra civil que se desarrolló entre 1899 y 1902 y que dejó, además, su moneda completamente depreciada debido a una inflación que había llegado a más del 300% anual. En 1903, en medio de esa difícil situación, Colombia perdió al departamento de Panamá, que se independizó con la ayuda de los Estados Unidos. Sus regiones se encontraban desarticuladas entre sí debido a su difícil geografía y al atraso en la construcción de una red de ferrocarriles y carreteras. En 1913 en América Latina los kilómetros de ferrocarriles per cápita que tenía Colombia solo superaban a los de Haití. En exportaciones per cápita solo estaba ligeramente por encima de Haití y Honduras, y se ubicaba así en los últimos lugares de toda la región.

A pesar de este panorama desolador, entre 1904 y 1922 Colombia logró estabilizar su economía y tener un sólido crecimiento exportador sobre la base del café. Esto le permitió, a comienzos de la década de 1920, emprender reformas económicas para atraer préstamos del exterior, mejorar su infraestructura de transporte y ubicarse en los primeros lugares en cuanto a crecimiento entre las principales economías de América Latina.

Este capítulo estudia los antecedentes de la creación del Banco de la República, en seis secciones. La primera analiza el proceso de estabilización monetaria de 1903 a 1904. La segunda, describe el contexto internacional, en particular el desempeño económico global en el período 1905-1922. La tercera, revisa la evolución monetaria y bancaria de la época, y comenta algunos indicadores, como la tasa de cambio y la inflación, así como la situación de la banca comercial. En la cuarta sección se hace un balance de los numerosos proyectos de banca de emisión, múltiple o única, que se llevaron al Congreso entre 1904 y 1922. La quinta sección está dedicada a discutir las razones por las cuales se contrataron los servicios del experto financiero Edwin W. Kemmerer en 1922. En la última, se presentan las conclusiones.

1. La estabilización monetaria de 1903 a 1904

En su *Memoria del Ministro del Tesoro* de 1904, Carlos Arturo Torres (1904: IV) señaló con precisión la complejidad de la situación monetaria que el país enfrentaba en esos primeros años del siglo:

Cuando terminada la guerra y restablecido el orden público, se puso fin, por ministerio de la ley, al recurso insensato de las emisiones indefinidas de moneda de papel, quedó en las arcas públicas un depósito de varios millones, cerca de setenta, según creo, con que atender a los gastos nacionales mientras que el gradual regreso a la normalidad permitía la reorganización de las rentas públicas, descuidadas y casi perdidas, como era natural, por una larga guerra [...]

Se refería Torres a las consecuencias de la guerra de los Mil Días, 1899-1902, que enfrentó a los liberales con el gobierno conservador en la más sangrienta de las contiendas civiles que ha tenido el país y que dejó miles de muertos, con gran destrucción de la riqueza material, lo que llevó a la inflación más alta en la historia nacional.

Para Colombia el siglo XIX fue un tránsito penoso hacia la inserción en la economía mundial, y así poder sumarse a las naciones del mundo que lograron hacer crecer su ingreso per cápita por medio de la industrialización (en el centro) o las exportaciones de materias primas (en la periferia). Como resultado de su abrupta topografía, el atraso en el sistema de comunicaciones y la lotería de los productos, el país no logró establecer un sector exportador dinámico en el siglo XIX. Por esa razón, el producto interno bruto (PIB) per cápita permaneció casi estático en ese siglo. Salomón Kalmanovitz (2015: 75) ha calculado que el PIB per cápita aumentó entre 1800 y 1905 a una tasa promedio anual de solo 0,1%. Ese pobre desempeño económico hizo que la aparición de los bancos comerciales y la circulación de billetes solo empezara a partir de 1870, cuando ya ambas instituciones estaban plenamente arraigadas en otros países de la región.

La Ley 35 de 1865 autorizó la creación de bancos comerciales en Colombia. A partir de ese momento los que se establecieran quedaban autorizados para: “[...] emitir billetes al portador admisibles como dinero en pago de los impuestos y derechos nacionales, y en general en todos los negocios propios del Gobierno Nacional, obligándose este a distribuirlos también a la par”. Entre otras razones, debido al estímulo de esa ley, en los siguientes años se fundaron muchos bancos privados por todo el territorio nacional, empezando con el Banco de Bogotá en 1870. Hasta 1880 existió en el país lo que se conoce en la literatura económica como la banca libre, es decir, donde no había monopolio

en la emisión de billetes, sino facilidad para entrar al negocio por parte de los bancos privados. Estos bancos podían emitir sus propios billetes, por lo general convertibles por oro. En un régimen de banca libre no participan los bancos estatales en la provisión de billetes, pues tendrían un poder asimétrico, al tener la posibilidad de afectar la legislación en su favor (Dowd, 1992). Es decir, se trataba de un sistema de banca múltiple de emisión, en contraste con un sistema de banco central, donde solo este último puede emitir los billetes.

En el período de la banca libre, 1870-1880, el sistema operó sin muchas quiebras y ningún pánico bancario. A pesar de ello, en 1880 llegó a su fin (Meisel, 1990 y 1992). La razón fue que en 1880 el Gobierno estableció, por motivaciones fiscales, el Banco Nacional, también con capacidad de emisión, con lo que se puso fin a la banca libre en sentido estricto. El Banco Nacional era una entidad pública que servía de agente fiscal del Gobierno. No era, rigurosamente, un banco central, pues no servía de prestamista de última instancia, por lo menos en los primeros años, ni tampoco tenía control sobre la oferta monetaria. De hecho, el período 1880-1886 continuó siendo de banca múltiple, pues tanto aquel como los bancos comerciales continuaron emitiendo billetes convertibles por oro (Ilustración 1).

Ilustración 1
Billete emitido por el Banco de Cartagena en 1882



Fuente: Hernández (2004, p. 52).

En 1885 el gobierno de Rafael Núñez se enfrentó contra el ala radical del Partido Liberal en una guerra civil que empezó en el estado soberano de Santander en octubre de 1884. Para apoyar la financiación de los gastos militares, el Banco Nacional aumentó las emisiones de sus billetes, pero sin incrementar sus reservas de oro. Esa sobreexpansión llevó a que en 1886 el Banco Nacional tuviera que declarar la inconvertibilidad de sus billetes y establecer el curso forzoso de aquellos, es decir, su aceptación obligatoria. Además, se le retiró la facultad a los bancos comerciales, supuestamente de manera temporal, para emitir billetes².

En el período inicial del curso forzoso, las emisiones del Banco Nacional fueron altas, pero no excesivas. Como resultado, la inflación anual promedio entre 1886 y 1898 fue del 9,4 % (Meisel y López, 1990: 72). El manejo más o menos controlado de las emisiones por parte del gobierno de la Regeneración se acabó en 1899, cuando estalló la guerra de los Mil Días. El resultado fue que entre 1900 y 1903 se produjo la inflación más severa en la historia de Colombia: 38 %, 187 %, 318 % y 169 %, respectivamente³. Aunque se trataron de inflaciones muy altas, si nos acogemos a la definición clásica de Philip Cagan, quien utiliza el umbral de 50 % de inflación mensual para una hiperinflación, entonces no es claro si en Colombia se presentó una hiperinflación durante la guerra de los Mil Días (Meisel, 1994: 168). De todas maneras una inflación anual de tres dígitos tuvo consecuencias negativas sobre la actividad económica, la distribución de la riqueza y el sistema de pagos, al crear un enorme caos, destruir la confianza en la moneda e, incluso, paralizar muchos sectores productivos (Ilustración 2).

Con el fin de la guerra de los Mil Días, en 1902, se redujo el ritmo de aumento de la base monetaria, la cual cayó a 27,9 % en 1903 (en 1902 fue de 116,9 %; López, 1990: 106). Esto contribuyó a la rápida estabilización de los precios, que en 1904 por primera vez volvieron a aumentar solo dos dígitos: 14,1 %. Además de la reducción en las emisiones de papel moneda por parte del Gobierno, uno de los elementos clave para frenar la inflación fue la Ley 33 de 1903. Esta ayudó a restablecer la credibilidad en la política monetaria que se había perdido casi completamente desde que se estableció el curso forzoso en 1886, pero en especial después de 1899.

² El Banco Nacional fue liquidado en 1893 en medio de un escándalo sobre las “emisiones clandestinas”, como se referían en la época a aquellas que sobrepasaron el tope legal de doce millones, y las cuales se habían mantenido ocultas (véase Meisel y López, 1990: 72).

³ Al usar el índice de Alberto Pardo Pardo (véase Meisel, 1994: 164).

Ilustración 2

Anverso y reverso de un billete de cinco pesos emitido por el “gobierno provisional” durante la guerra de los Mil Días; Ocaña, 1900



Fuente: Banco de la República.

La Ley 33 de octubre de 1903 estableció “[...] como unidad monetaria de la nación el peso de oro de un gramo 672 y 0,900 de ley” (Nieto Caballero, 1912: 32-33). Adicionalmente, prohibió las nuevas emisiones de papel moneda

e indicó que el emitido continuaría circulando a la tasa de cambio del día. También, creó una Junta Nacional de Amortización para amortizar el papel moneda, el cual se esperaba que se valorizara hasta que se pudiera cambiar por su valor inicial en oro, mas no al cambio depreciado en el cual se encontraba. Pero tal vez la iniciativa más importante de la Ley 33 fue que estableció que: “Es facultativo, en las transacciones públicas y privadas, estipular en oro o en papel moneda” (Nieto Caballero, 1912). Esta libertad para hacer transacciones de todo tipo en la moneda, nacional o extranjera, fue la base de la credibilidad de la reforma monetaria de 1903 y el ancla de la estabilidad monetaria hasta 1922. Ello contribuyó a que, a partir de ese momento, tanto la tasa de cambio como la inflación empezaran a estabilizarse, como se verá.

En el discurso que pronunció ante el Congreso de la República, el 24 de agosto de 1904, el presidente Rafael Reyes (Ilustración 3) señaló:

Paso por el penoso deber de informaros acerca del desastroso estado fiscal en que se halla el país y la anarquía y desorden en que están todos los ramos de la administración pública, consecuencia obligada de nuestras guerras civiles y sobre todo de la última que durante tres años causó desastres inmensos (citado en Torres, 1980: 231).

Ilustración 3 **Rafael Reyes**



Fuente: óleo de Ricardo Acevedo Bernal, ca. 1910, © Museo Nacional de Colombia.

A comienzos de 1905 había en circulación un total de \$847.216.333 en billetes de papel moneda de curso forzoso de los que habían sido emitidos desde el 1 de enero de 1881, fecha de fundación del Banco Nacional (Cuadro 1). A partir de ese año, las emisiones de billetes de curso forzoso lograron frenarse en un nivel más o menos constante, lo cual también ayudó a la estabilización monetaria. Así mismo, ayudaron las reformas de la administración Reyes en 1905. Una de aquellas disposiciones estableció, mediante el Decreto 47 del 6 de marzo de 1905, que el valor legal de los billetes de curso forzoso sería en adelante su valor de mercado en ese momento y no el valor en oro que tenían cuando se suspendió la convertibilidad en 1886. Como el cambio de los billetes de papel moneda por pesos oro era de 100 a 1, esto resultó en una reducción legal de la deuda del Gobierno del 99 %. Esa baja representó, además, la eliminación de un obstáculo económico para volver al patrón oro, pues hizo que la convertibilidad fuera más económica (Hernández, 2004: 119).

Cuadro 1
Emisiones de papel moneda realizadas desde el 1 de enero de 1881 hasta el 3 de enero de 1905 (pesos corrientes)

	Emisión	Incineración	Circulante
Emisiones hechas en casas extranjeras	69.313.077,00	7.377.592,90	61.935.484,10
Emisiones adoptadas con billetes de bancos	3.261.917,00	743.150,50	2.518.786,50
Emisiones hechas en casas nacionales	735.438.890,00	51.807.590,80	683.631.299,20
Emisiones efectuadas en los departamentos	102.449.545,00	3.318.781,20	99.130.763,80
Total	910.463.429,00	63.247.115,40	847.216.333,60

Fuente: Diario Oficial, núm. 12294 (6 de marzo de 1905).

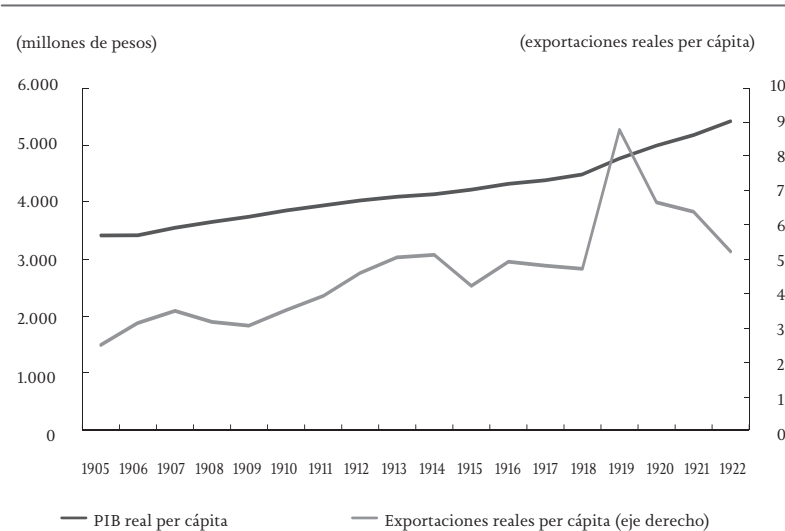
El Decreto 47 de 1905 también estableció las bases para crear un banco privado con el monopolio de la emisión de billetes, convertibles por oro con un respaldo en reservas del 30 %: el Banco Central de Colombia. Este tenía la función de amortizar el papel moneda, pero nunca lo hizo (Torres, 1904: 251). Otra función fue la de: “[...] tratar de conservar este precio del cambio” [100 a 1] (Sanín, 2015: 185).

En 1909 el Banco Central de Colombia se disolvió, ya que se le acusó de haber expandido el circulante y de no haber avanzado en la amortización del papel moneda.

2. Desempeño económico en el período 1905-1922

El desempeño de la economía colombiana entre 1905 y 1922 fue muy positivo y sin precedentes en la historia económica del país. Ese amplio dinamismo se sumó a los efectos de las reformas monetarias de 1903-1905, las cuales buscaban consolidar la estabilidad macroeconómica del país. La base de esa prosperidad fue la expansión del sector exportador que, por primera vez desde la Independencia, tuvo un rápido y sostenido crecimiento (Gráfico 1).

Gráfico 1
Evolución del PIB per cápita real y de las exportaciones reales per cápita (millones de pesos de 1975)



Fuente: Greco (2002), anexo estadístico.

Como se mencionó, en el siglo XIX el crecimiento económico de Colombia fue desalentador. Los cálculos de Salomón Kalmanovitz muestran una caída del PIB per cápita real anual y de las exportaciones per cápita reales anuales hasta 1832 (Cuadro 2). El período de mejor desempeño, 1850-1886, solo mostró un crecimiento del PIB per cápita real anual de 0,5 %; peor aún, de 1886 a 1905 ese crecimiento fue del -0,5 % promedio anual.

Cuadro 2
Crecimiento del PIB real per cápita y las exportaciones reales per cápita (1800-1922)

Período	Tasa de crecimiento anual del PIB real per cápita	Tasa de crecimiento anual de las exportaciones reales per cápita
1800-1832	-0,20	-4,20
1833-1850	0,20	1,51
1850-1886	0,50	0,57
1886-1905	-0,50	2,40
1905-1922	2,72	4,44

Fuentes: Para 1800-1905, Salomón Kalmanovitz et al. (2015: 75) y para 1905-1922; cálculos del autor con datos del Greco (2002).

En contraste con el pésimo desempeño global de la economía colombiana entre 1800 y 1905, en el período 1905-1922 se alcanzó un crecimiento del PIB per cápita real anual promedio de 2,72 %. El motor de esa prosperidad fueron las exportaciones cafeteras, que pasaron del 39,2 % en 1905 al 68,8 % en 1922 de las exportaciones colombianas totales (Meisel, 2011: 178-179). El crecimiento anual promedio de las exportaciones reales per cápita de Colombia entre 1905 y 1922 fue de 4,44 %, una cifra que refleja lo que el historiador económico Jesús Antonio Bejarano denominó “el despegue cafetero”. En su opinión:

[...] el hecho decisivo de las primeras décadas del siglo XX fue la expansión de la economía cafetera, sustentada no en el sistema de haciendas, sobre el cual se había desarrollado la producción del grano en los Santanderes, Cundinamarca y en algunas zonas de Antioquia en las últimas décadas del siglo XIX, sino en la pequeña producción parcelaria del occidente del país (Bejarano, 2007: 198).

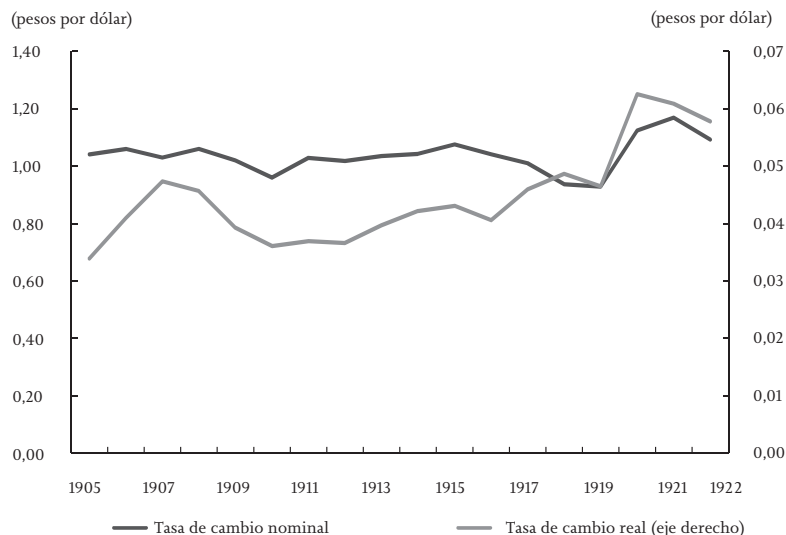
3. Sector monetario y bancario, 1905-1922

Al analizar el comportamiento de algunas de las principales variables macroeconómicas después de 1905, podemos concluir que la estabilización de 1903-1904 fue muy efectiva. En efecto, la evolución de la tasa de cambio nominal y real del peso con respecto al dólar de los Estados Unidos muestra una gran estabilidad entre 1905 y 1922 (Gráfico 2).

Como lo hemos señalado, en este período el ancla de la estabilidad monetaria era la libre estipulación, ya que, si se perdía la credibilidad en el peso, siempre se podía transar en monedas extranjeras, en particular en dólares de los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial. De hecho, el régimen monetario funcionó como uno de tasa de cambio fija y, por tanto, la oferta monetaria era endógena, exportándose o importándose metálico, según las necesidades, las cuales estaban determinadas por el déficit o el superávit en la cuenta corriente. Como resultado, se presentó una alta correlación entre la inflación de Colombia y la de los Estados Unidos, de 0,38 % (Gráfico 3). Cabe destacar que la inflación promedio en Colombia en el período 1906-1922 fue de 1,73 %, sin lugar a dudas una de las más bajas en el siglo XX.

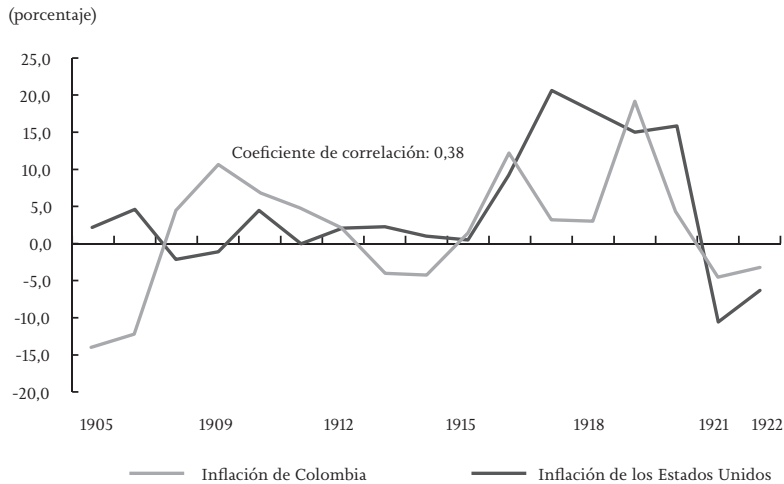
Gráfico 2

Tasa de cambio real y nominal del peso colombiano, 1905-1922



Fuentes: Urrutia y Arrubla (1970, Tabla IV, p. 158); cálculos del autor.

Gráfico 3
Inflación de Colombia y los Estados Unidos, 1905-1922



Fuentes: Inflación de Colombia, calculada según el índice de precios de Pardo, A. (1972), disponible en: <http://www.measuringworth.com/calculators/infla>

En 1909 se creó la Junta de Conversión, con el fin de recoger los antiguos billetes de papel moneda en circulación, haciendo el cambio en proporción de 100 a 1. Esta operación solo se empezó a adelantar desde 1916, y el nuevo circulante recibió el nombre de billetes nacionales. En esta tarea la Junta de Conversión fue bastante exitosa.

La Junta de Conversión realizó en sus primeros años un buen manejo de los recursos que recibía y pudo acumular casi todo el capital necesario para regresar al patrón oro y la convertibilidad de los billetes de papel moneda. Sin embargo, el estallido de la Primera Guerra Mundial creó una situación fiscal difícil para el Gobierno central, y este decidió apropiarse de los recursos que hasta la fecha había acumulado la Junta de Conversión. Por esa razón, esa entidad nunca logró el retorno al patrón oro.

En 1915 había en el país quince bancos comerciales (Cuadro 3); sin embargo, había una clara preponderancia de los de Bogotá, con el 58,9% del capital y, en menor medida, Medellín, con el 12,9%.

Cuadro 3
Bancos comerciales existentes al 31 de diciembre de 1915

Nombre	Ciudad	Capital (pesos)	Pérdidas y ganancias (pesos)	Fecha de apertura
Banco de Colombia	Bogotá	780.000,00	81.969,50	1875
Banco de Bogotá	Bogotá	500.000,00	66.954,07	1870
Banco Hipotecario	Bogotá	1.000.000,00	59.432,80	1910
Banco Central	Bogotá	2.300.000,00	119.153,32	1905
Banco Mutualidad	Bucaramanga	250.000,00	8.944,92	1914
Banco de Santander	Bucaramanga	100.000,00	4.070,00	1883
Banco de San Gil	Bucaramanga	150.000,00	9.289,52	1906
Banco Comercial	Cali	160.000,00	8.225,75	1903
Banco de Bolívar	Cartagena	500.000,00	-	1874
Banco de Caldas	Manizales	200.000,00	-	1915
Banco de Manizales	Manizales	140.293,72	19.659,12	1901
Banco de Sucre	Medellín	1.000.000,00	78.705,24	1909
Banco de Popayán	Popayán	50.000,00	3.475,39	1908
Banco del Estado	Popayán	21.519,68	3.069,67	1884
Banco de Boyacá	Tunja	43.463,00	4.593,92	1903

Fuentes: Ministerio de Hacienda (Anuario Estadístico, 1915: 81-82); Meisel Roca (1990).

4. Los debates sobre la banca múltiple y la banca central y los proyectos presentados al Congreso, 1904-1922

Dentro de las iniciativas del gobierno del general Reyes por volver a organizar la moneda en el país, el ministro del Tesoro, Guillermo Torres García, presentó en 1904 un proyecto de ley que establecía un régimen en el que todos los bancos privados podían emitir sus propios billetes; es decir, de banca libre (Ibáñez, 1990: 165). Esta iniciativa correspondía al temor que se tenía en ese momento a la banca única de emisión, después del fracaso del Banco Nacional y la inflación descontrolada de la guerra de los Mil Días. De acuerdo con Jorge Enrique Ibáñez (1990: 168), quienes abogaban por la banca múltiple de emisión señalaban que⁴:

⁴ Entre los dirigentes de la época que expresaban esa opinión se encontraba Víctor M. Salazar, quien después fue muy importante en los inicios del Banco de la República.

[...] el monopolio de la emisión no era el resultado del libre desarrollo de las fuerzas económicas, sino más bien la obra de los gobiernos para solventar difíciles situaciones fiscales o por el deseo de derivar alguna renta como compensación del privilegio de la emisión, o por ambos motivos a la vez [...]

Sin embargo, en el Congreso no hubo consenso en torno al tema de la banca múltiple de emisión. Como resultado, entre 1904 y 1919 se presentaron catorce proyectos de banca múltiple, y ninguno de ellos prosperó (Cuadro 4).

Cuadro 4
Proyectos de banca múltiple de emisión presentados al Congreso de Colombia entre 1904 y 1919

Año	Proyecto	Nombre de quienes lo presentaron
1904	1) pluralidad de bancos emisores	Guillermo Torres García, ministro del Tesoro
1911	2) de bancos de circulación y regulación monetaria	José María Ruiz Ramírez, Rafael Uribe Uribe, Ignacio Ruiz Granados y Jorge E. Delgado
1911	3) de bancos nacionales de emisión	Gonzalo Miranda, Carlos J. Guerrero, Mariano Rodríguez, Genaro Payán, Ildelfonso Ruiz del Castillo, César Ayerve y José María Buchelli
1912	4) el de banco de emisión	Víctor M. Salazar
1914	5) el de organizaciones bancarias	Gerónimo Martínez A.
1915	6) N. R. I.	Nemesio Camacho
1915	7) N. R. I.	Jorge Holguín
1915	8) el de bancos	Víctor M. Salazar
1915	9) el de bancos	Julio Enrique Tascón
1916	10) el de fomento de la industria bancaria	Pedro Blanco Soto, secretario del Tesoro
1916	11) el de bancos de emisión	Alfredo López Pumarejo y Adolfo Córdoba
1916	12) el de instituciones bancarias de emisión	Pedro Silva Otero
1918	13) el de establecimientos de crédito	Pedro Blanco Soto, ministro del Tesoro
1919	14) el de bancos	general Alfredo Vásquez Cobo

N. R. I.: no reporta información sobre el nombre del proyecto.
Fuente: Ibáñez (1990).

A manera de ejemplo, a continuación comentaremos el proyecto de banca múltiple que en 1914 presentó el representante por Bolívar, Gerónimo Martínez Aycardi⁵ (Ilustración 4). Ese proyecto en su artículo 18 decía: “Los bancos actualmente establecidos emiten billetes, siempre que su capital pagado no baje de \$500.000 oro [...]”; en el artículo 19: “El total de los billetes que un banco puede emitir no excederá en ningún caso el doble de su capital pagado”; en el artículo 20: “Todo banco emisor deberá mantener siempre en sus arcas, en moneda nacional o extranjera, una reserva igual al 25% de la suma a que alcance la circulación de sus billetes pendientes de pago y de los depósitos que tenga a cargo”; en el artículo 22: “Los billetes serán pagados por el banco a su presentación y al portador en monedas de oro nacionales, y por el valor de cada billete, o en monedas extranjeras con las equivalencias legales”; en otras palabras, Martínez Aycardi proponía un régimen de banca libre.

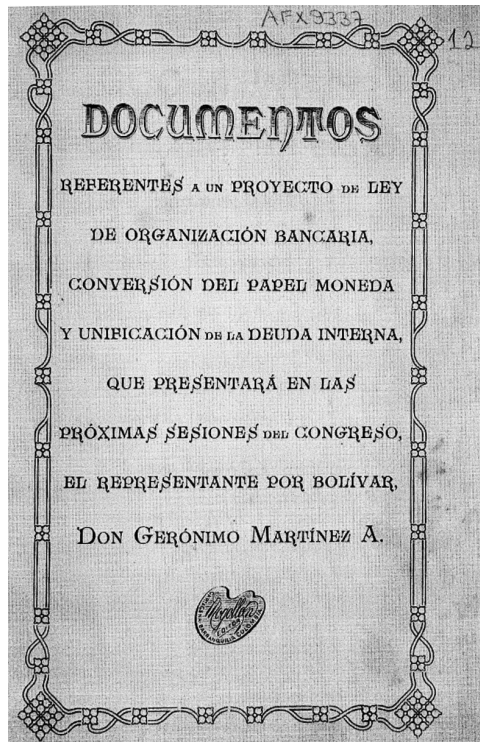
Hay que señalar que en torno al régimen de emisión que debía tener el país no había mucho acuerdo sobre si este debía ser de banca múltiple o de banca única. Por esa razón, entre 1909 y 1922 se presentaron también en el Congreso dieciocho proyectos de ley para un banco único de emisión (Cuadro 5).

En Colombia la creación del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos en 1914 parece haber inclinado la balanza en favor de un banco único de emisión; por ejemplo, después de 1915 solo se presentaron cinco proyectos de banca múltiple, en comparación con ocho de banca única. Por esa razón, en 1922 se produjo la primera decisión legislativa sobre el tema desde 1904 con la aprobación de la Ley 30 de 1922. Esa, denominada la Ley Orgánica del Banco de la República, concilió los proyectos del senador Eugenio J. Gómez y el presentado en la Cámara de Representantes por el ministro del Tesoro. Se aprobó la creación de un banco emisor único, privado, de naturaleza especial y en el cual podía participar el Estado. Los bancos privados formularon algunas críticas a dicha ley y el resultado fue la Ley 117 de 1922, que reformó la Ley 30 de 1922, orgánica del Banco de la República. Las condiciones estaban dadas para establecer el Banco de la República; sin embargo, el Gobierno nacional decidió no hacerlo sin la asesoría del economista estadounidense Edwin Walter Kemmerer, profesor

⁵ Véase Documentos referentes a un proyecto de ley de organización bancaria, conversión de papel moneda y unificación de la deuda interna, que presentará en las próximas sesiones del Congreso el Representante por Bolívar, Don Gerónimo Martínez A., Mogollón (editor), Cartagena-Barranquilla, 1914. Gerónimo Martínez Aycardi era hijo de Bartolomé Martínez Bossio, uno de los comerciantes más prósperos de la Cartagena de comienzos del siglo XX y principal accionista del Banco de Bolívar, del cual Gerónimo Martínez fue gerente en una época.

de la Universidad de Princeton y conocido como el Money Doctor por su experiencia como asesor monetario internacional⁶ (Ilustración 5).

Ilustración 4
Carátula del proyecto de ley de organización bancaria presentado por Gerónimo Martínez en 1914



Fuente: Martínez (1914).

⁶ Sobre Kemmerer y sus asesorías al Gobierno colombiano en 1923 y 1931, véase Meisel et al. (1994).

Cuadro 5

Proyectos de banco único de emisión presentados en Colombia al Congreso entre 1909 y 1922

Año	Proyecto	Nombre de quienes lo presentaron
Banco único privado y sin participación extranjera		
1909	1) N. R. I.	Lucas Caballero
1911	2) N. R. I.	Carlo M. Rosales, Marcelino Uribe Arango, Francisco Padrón, Miguel M. Calle y Víctor M. Salazar
1913	3) Proyectos sobre el Banco de la República	del Gobierno
1913	4) Proyecto del Banco de la República	Marcelino Arango
1914	5) N. R. I.	general Rafael Uribe Uribe
1917	6) N. R. I.	general Pedro Nel Ospina
Banco nacional solo con capital privado		
1904	7) N. R. I.	general Rafael Uribe Uribe
1911	8) N. R. I.	P. A. Molina, Esteban Álvarez, Marcelino Uribe Arango, José M. Ruiz y Jorge Delgado
1913	9) N. R. I.	Pedro Antonio Molina
1915	10) N. R. I.	Pedro Antonio Molina
1917	11) N. R. I.	Luis Serrano Blanco
1918	12) N. R. I.	Esteban Jaramillo
1920	13) N. R. I.	Nemesio Camacho, Félix Salazar, J. M. Philips, Víctor M. Salazar, Ignacio Moreno E., Enrique Olaya Herrera, Lucas Caballero y Notelo Becerra Delgado
1921	14) N. R. I.	proyecto de ley adoptado en la Conferencia de Banqueros reunida en 1921
Banco nacional solo con capital estatal		
1918	15) N. R. I.	Luciano Herrera
Banco nacional con participación estatal y privada		
1921	16) N. R. I.	Félix Salazar
1921	17) N. R. I.	Eugenio J. Gómez
1922	18) N. R. I.	Eugenio Andrade, ministro del Tesoro

N. R. I.: no reporta información sobre el nombre del proyecto.
Fuente: Ibáñez (1990).

Ilustración 5 **Edwin Walter Kemmerer**



Fuente: Hernández, A. (2004, p. 103).

5. Razones para contratar a Edwin W. Kemmerer en 1922

Como lo habíamos señalado, después de treinta intentos fallidos entre 1904 y 1921 por legislar el tema de la banca de emisión que requería el país, en 1922 se había aprobado la Ley 117, orgánica del Banco de la República, la cual gozaba de un amplio consenso. Sin embargo, antes de seguir adelante, el presidente Pedro Nel Ospina contrató una misión de expertos estadounidenses dirigidos por Edwin W. Kemmerer para que materializaran esa reforma, así como algunas otras que la complementarían.

En este contexto, el período 1904-1922 mantuvo un crecimiento económico global sostenido y un auge exportador sin precedentes. Esto permitió estabilizar las principales variables monetarias, sanear las finanzas públicas y ponerse al día con una deuda externa pequeña, que se encontraba cerca del 4 % del PIB. A pesar de ello, el país recibía muy poca inversión extranjera (Cuadro 6) y casi ningún préstamo externo. Los historiadores Emily y Norman Rosenberg señalan que hacia 1922: “En negociaciones entre Colombia y Blair and Company, los banqueros se mostraron interesados en ofrecer un préstamo si Colombia contrataba a un experto financiero sugerido por el

Departamento de Estado” (Rosenberg y Rosenberg, 1987). El experto que por esa época recomendaba el Departamento de Estado era Edwin W. Kemmerer, quien ya contaba con una exitosa trayectoria internacional, incluyendo Filipinas (1903-1906), México (1917) y Guatemala (1919). En octubre de 1922 el Congreso autorizó al presidente Ospina para contratar una misión internacional de consejeros financieros. De esta manera, la persona escogida para dirigir la misión fue Edwin W. Kemmerer, como lo había sugerido la Secretaría de Estado de los Estados Unidos (Ilustración 6).

Cuadro 6
Inversión de los Estados Unidos en América Latina en 1913
(millones de dólares)

País	Valor
Suramérica	
Argentina	40
Bolivia	10
Brasil	50
Chile	15
Colombia	2
Ecuador	10
Paraguay	3
Perú	35
Uruguay	5
Venezuela	3
Centroamérica (incluyendo México y el Caribe)	
Costa Rica	7
Guatemala	20
Honduras	3
Nicaragua	3
El Salvador	3
Panamá	5
Cuba	220
Haití	4
México	800
República Dominicana	4
Total	1.242

Fuente: World Peace Foundation Pamphlets (1928: 1031-1034).

Ilustración 6
Caricatura periodística alusiva a la llegada de la Misión
Kemmerer, 1923



Nuestro Ministro de Hacienda entrajeándose de inglés para recibir a los Expertos americanos.

Fuente: Meisel A. et al. (1994, p. 128).

En 1923 Kemmerer presentó el proyecto de Ley Orgánica del Banco de la República que se convirtió en la Ley 25 de 1923. De esa manera, Colombia logró tener un banco central con todas las características más modernas del momento, siendo el segundo país de Latinoamérica en lograrlo, e incluso antes que Argentina, México y Brasil.

Para entender las razones por las cuales Colombia acabó teniendo un banco central, con todas las funciones principales de estos, incluso antes que las principales economías de Latinoamérica de la época, es necesario presentar los dos enfoques más comunes que se encuentran en la literatura económica para explicar el surgimiento de los bancos centrales. El primero señala que los bancos centrales son producto de una evolución gradual del sistema financiero bancario, en el que un banco, público o privado, va adquiriendo las caracte-

rísticas de prestamista de última instancia. Charles Goodhart (1985) es uno de los más destacados expositores de esta tesis. Esta explicación se puede describir como endógena y gradualista. No se acomoda a la experiencia colombiana de las décadas anteriores a la creación del Banco de la República, pues ni el Banco Nacional, ni el Banco Central se pueden considerar como antecedentes de una evolución paulatina hacia el banco central que surgió en 1923.

La otra corriente sobre los orígenes de los bancos centrales señala que estos surgen como resultado de circunstancias históricas y políticas particulares. Una de las pioneras de este enfoque fue Vera Smith (1990: 147-148), quien en 1936 señaló que: “Un banco central no es un producto natural del desarrollo bancario. Es impuesto desde fuera o aparece como resultado de los favores del gobierno”. En su opinión, los bancos centrales surgieron debido al monopolio de la emisión de los billetes que recibían de los gobiernos, pero no hay ninguna justificación económica para dicho monopolio. Este enfoque lo podemos denominar como exógeno y de choque.

En el caso de América Latina, Carlos Marichal y Daniel Díaz Fuentes (1999) han argumentado que el origen de la mayoría de los bancos centrales no se acomoda al modelo evolutivo, pues no se trató de bancos nacionales de emisión que poco a poco fueron evolucionando. Ese fue el caso, por ejemplo, del Banco de México (1925), donde: “[...] razones políticas y de coyuntura económica de los años 20 fueron decisivas [...]” (Marichal, s. f.: 3). Ese también fue el caso de Colombia, que debió aceptar el modelo de banco central estadounidense que trajo Kemmerer para poder abrir las puertas de la banca privada internacional.

6. Conclusiones

En este artículo se ha analizado la evolución del sistema monetario y bancario en el período anterior a la creación del Banco de la República en 1923, con especial énfasis en los años 1904-1922. Entre 1870 y 1922 el país pasó por un período de banca libre exitoso y otro de monopolio de la emisión de billetes por parte de un banco público; luego, hubo el monopolio de la emisión por parte de un banco privado; estos dos últimos sin éxito. También, se vivió en este período la inflación más alta de la historia de Colombia y un lapso de libre estipulación, en el que no había formalmente una entidad encargada de la emisión de billetes. En esta última etapa se debatió sobre si se pondría en funcionamiento un régimen de banca de múltiples emisores o de un solo emisor de billetes.

El objetivo principal del artículo fue el de analizar la razón por la cual se creó en Colombia en 1923 el segundo banco central de América Latina, incluso antes de que lo hicieran países con economías más avanzadas en ese momento, como Argentina, Brasil, Chile y México. La conclusión es que esa fue una solución forzada por los inversionistas y la Secretaría de Estado de los Estados Unidos, que veían como obstáculo para la llegada a nuestro país de sus capitales el régimen monetario y bancario que había en la Colombia del momento. Para congraciarse con esos inversionistas y prestamistas, las autoridades económicas aceptaron invitar una misión de expertos financieros dirigida por Edwin W. Kemmerer y acogieron casi todo lo que esos asesores propusieron. Claramente, el Banco de la República no surgió como resultado de un proceso evolutivo gradual de instituciones bancarias previas, públicas o privadas, que hubieran gozado de ciertos privilegios otorgados por el Estado.

Referencias

- Bejarano, J. A. (2007). “El despegue del café (1900-1928)”, en J. A. Ocampo (ed.), *Historia económica de Colombia*, Bogotá: Planeta-Fedesarrollo.
- Dowd, K. (1992). *The Experience of Free Banking*. London: Routledge.
- Gómez-Restrepo, H; Lombo-Vanegas, M. (eds), *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, p. 165, Bogotá: Banco de la República
- Goodhart, C. (1985). *The Evolution of Central Banks, A Natural Development*. London: LSE.
- Greco (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Banco de la República.
- Hernández Gamarra, A. (2004). *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Retina.
- Ibáñez, J. E. (1990). “Antecedentes legales de la creación del Banco de la República”, en A. Meisel Roca, A; Ortega-Acosta, F; Ibáñez-Nájar, J; López, A; Gómez-Restrepo, H; Lombo-Vanegas, M. (eds), *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, p. 165, Bogotá: Banco de la República.
- Kalmanovitz, S. (2015). *Nueva historia económica de Colombia*, Bogotá: Taurus.
- López Mejía, A. (1990). “La estabilización de la economía colombiana después de la guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903 y 1923”, en A. Meisel Roca et al. (eds.), *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Marichal, C. (s. f.). “Debates sobre los orígenes de la banca central en México” (mimeo).
- Marichal, C.; Díaz Fuentes, D. (1999). “The Emergence of Central Banks in Latin America: Are Evolutionary Models Applicable”, en C. Holtfrerich, J. Reis

- y G. Toniolo (eds.), *The Emergence of The Modern Central Banks, From 1918 to Present*, England: Ashgate.
- Martínez, D. (1914). *Documentos referentes a un proyecto de ley de organización bancaria, conversión del papel moneda y unificación de la deuda interna, que presentará en las próximas sesiones del Congreso el Representante por Bolívar, Don Gerónimo Martínez A.*, Cartagena-Barranquilla: Mogollón Editor.
- Measuring Worth (2015). "Annual Inflation Rates in the United States, 1775-2015, and United Kingdom, 1265-2015" [en línea], recuperado el 15 de julio de 2015, disponible en: <http://www.measuringworth.com/inflation/>
- Meisel Roca, A. (1990). "Los bancos comerciales en la era de la banca libre, 1871-1923", en A. Meisel Roca et al. (eds.), *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Meisel Roca, A. (1992). "Free Banking in Colombia", en Kevin Dowd (ed.), *The Experience of Free Banking*, London: Routledge.
- Meisel Roca, A. (1994). "Inflación y mercados cambiarios durante la Regeneración y la guerra de los Mil Días", en F. Sánchez Torres (ed.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Bogotá: TM Editores-Fedesarrollo-Asobancaria.
- Meisel Roca, A. (2011). *¿Por qué perdió la Costa Caribe el siglo XX?, y otros ensayos*, Cartagena: Banco de la República.
- Meisel Roca, A.; López, A.; Ruiz, F. (1994). *Kemmerer y el Banco de la República. Diarios y documentos*. Bogotá: Banco de la República.
- Meisel Roca, A.; López Mejía, A. (1990). "Papel moneda, tasas de interés y revaluación durante la Regeneración", en A. Meisel Roca, A.; Ortega-Acosta, F.; Ibáñez-Nájar, J.; López, A.; Gómez-Restrepo, H.; Lombo-Vanegas, M. (eds.), *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Ministerio de Hacienda (1917). *Anuario estadístico de 1915*, Bogotá: Imprenta Nacional.
- Nieto Caballero, L. (1912). "El curso forzoso y su historia en Colombia", tesis presentada en la Escuela de Ciencias Políticas de París, pp. 32-33, Bogotá: Linotipo Gaceta Republicana.
- Pardo, A. (1972). "Primera aproximación de un índice del costo de vida en Bogotá", *Geografía económica y humana de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo.
- República de Colombia (1905). *Diario Oficial*, núm. 12294, Imprenta Nacional.
- Rosenberg, E.; Rosenberg, N. (1987). "From Colonialism to Professionalism: The Public-Private Dynamic in United States Foreign Financial Advising, 1898-1929", *The Journal of American History*, vol. 74, núm. 1.
- Sanín Cano, B. (2015). *Administración de Rafael Reyes (1904-1909)*, Bogotá: Editorial Universidad del Rosario.
- Smith, V. (1990). "The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative", *Library of Economics and Liberty*, 1990, consultado el 9 de diciem-

- bre de 2015, disponible en: <http://www.econlib.org/library/LFBooks/Smith/SMURCBO.html>
- Torres, C. A. (1904). *Memoria del Ministro del Tesoro*, Bogotá: Imprenta Nacional.
- Torres García, G. (1980). *Historia de la moneda en Colombia*, Medellín: FAES.
- Urrutia, M.; Arrubla, M. (1970). “Tasa de cambio del peso colombiano en términos de dólares corrientes”, tabla IV, en *Compendio de Estadísticas Históricas de Colombia*, Bogotá: Universidad Nacional de Colombia.
- World Peace Foundation Pamphlets (1928). *Investments of United States Capital in Latin America*, Boston.

Capítulo 2

La danza de los millones, 1923-1931

Fabio Sánchez Torres
Juan Guillermo Bedoya Ospina

Este capítulo se benefició de los comentarios de Juan José Echavarría, María Teresa Ramírez, Adolfo Meisel y Carlos Marichal.

Se agradece al equipo de la biblioteca José María del Castillo y Rada, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, por facilitar el acceso a información valiosa para la realización de este capítulo.

El período entre 1923 y 1931 fue uno de grandes acontecimientos económicos globales. Ubicado entre las dos grandes guerras, este período evidenció las fuertes hiperinflaciones de algunos países europeos después de la Primera Guerra Mundial, el boom de los mercados internacionales de capital con origen en los Estados Unidos y, finalmente, el inicio de la Gran Depresión. Para América Latina, y Colombia en particular, esos años no fueron menos interesantes: el fuerte influjo de los recursos internacionales de crédito, los buenos precios de algunos productos de exportación y la creación de nuevas instituciones económicas en los países de la región marcaron el período, convirtiéndolo en uno de los más importantes del siglo XX.

En lo que a Colombia se refiere, el período de la ‘danza de los millones’ trajo consigo el regreso del país a los mercados internacionales de capital luego de una etapa de marginamiento. El regreso, sin embargo, estuvo precedido por una serie de esfuerzos para modernizar la administración pública y organizar el sistema monetario, acciones que se llevaron a cabo por la necesidad de hacer el país atractivo para los inversionistas extranjeros. El Banco de la República, que en corto tiempo logró establecerse como una entidad de referencia nacional, fue una de las instituciones creadas durante ese período y sus acciones desempeñaron un papel fundamental en el devenir económico del país.

En el escenario del auge económico global, gran parte de la segunda mitad del período en mención estuvo caracterizada por un alto crecimiento económico y un ambicioso plan de obras públicas enfocadas en el sector transporte del país. De hecho, una cantidad muy importante de los recursos que ingresaron como crédito y por la indemnización por Panamá se direccionó a la construcción de ferrocarriles y otras obras públicas, lo cual fijó los años 1925-1929 como los de mayor expansión de la red de ferrocarriles en la historia de Colombia.

Este capítulo se ocupa de cubrir los principales hechos económicos nacionales entre los años 1923-1931, contrastar el desempeño local con el de otros países de la región y destacar el contexto global y sus implicaciones sobre la economía colombiana. Con ese objetivo, el estudio está dividido en ocho secciones: la primera caracteriza el contexto económico global, la segunda

describe la situación de la economía colombiana en 1923, la tercera cubre la fundación y primeros años del Banco de la República, la cuarta detalla el comportamiento del endeudamiento externo y del gasto público entre 1923 y 1928, la quinta se enfoca en las reformas y el comportamiento de la banca privada, la sexta se enfoca en la desaceleración y la Gran Depresión entre 1929 y 1931, la séptima hace un recorrido por la política monetaria y la inflación en el período 1923-1931 y, finalmente, la octava presenta las conclusiones y consideraciones finales.

1. Contexto económico global

El estallido de la Primera Guerra Mundial tuvo profundas implicaciones en el comportamiento global de la economía. El proceso de globalización que se había fortalecido desde mediados del siglo XIX, caracterizado por una gran expansión del comercio y la actividad productiva, se vio interrumpido y tendrían que pasar varias décadas para que los volúmenes de comercio alcanzaran los niveles observados durante la *Belle Époque*.

Luego de la Primera Guerra Mundial, la destrucción material en algunas ciudades europeas, la fuerte caída en los flujos de comercio y el debilitamiento del patrón oro, entre otros hechos que caracterizaron la época, impusieron grandes retos para el refortalecimiento de la actividad económica. Como lo señalan Feinstein et al. (2008), el período entre guerras fue turbulento en términos políticos y económicos, las grandes economías vivieron un *boom* en el crecimiento del producto entre 1925 y 1929, seguido por la Gran Depresión y el aumento de tensiones que desembocarían en el comienzo de la Segunda Guerra Mundial, al final de la década de los treinta.

1.1 Flujos globales de capital

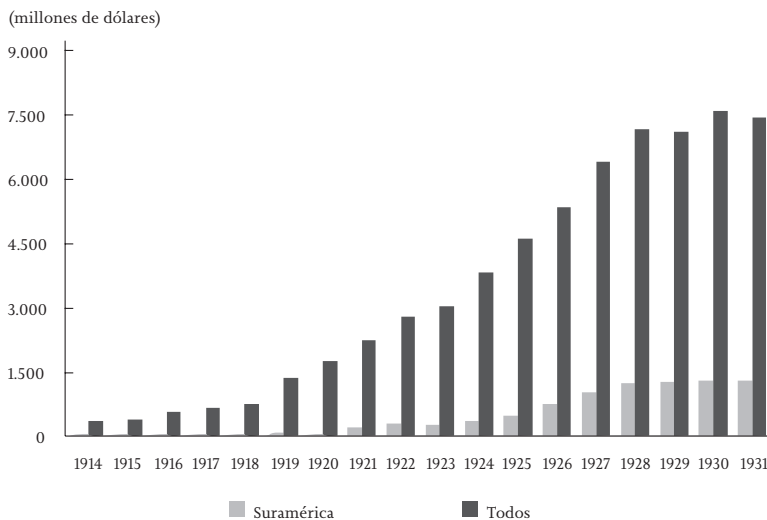
Hasta el inicio de la Primera Guerra Mundial los mercados globales de capital estuvieron dominados por el Reino Unido. En particular, entre 1865 y 1914 se presentaron tres períodos de fuerte expansión de los préstamos negociados en Londres; sin embargo, los primeros años del siglo XX fueron los que presentaron el mayor crecimiento. Avella (2004) señala que el Reino Unido invirtió en el exterior alrededor del 4,5 % del producto nacional bruto (PNB) entre 1880 y 1914, lo cual significó que de cada dólar de crédito internacional bruto, 55 centavos provenían de allí.

En lo que a la distribución geográfica de los recursos se refiere, Avella (2004) indica que en 1913, el 20,1% de las inversiones británicas de largo plazo se

encontraban en América Latina, con Argentina, Brasil y México como principales receptores de estos recursos. Alemania y Francia también fueron actores importantes en los mercados globales de capital en los años previos a la Primera Guerra Mundial, aunque su participación fue bastante limitada, en contraste con el liderazgo del Reino Unido.

Con el inicio de la Primera Guerra Mundial se presentó un giro en los mercados globales de capital. Los Estados Unidos, que se había caracterizado por ser un receptor de recursos de crédito en las décadas previas⁷, empezó a emerger durante la guerra como el principal prestamista internacional. El Gráfico 1 muestra cómo el stock de deuda de largo plazo⁸ contraída en los Estados Unidos empezó a crecer con fuerza después de la terminación de la guerra, hasta llegar al final del período a un monto cercano a los USD 8.000 millones.

Gráfico 1
Deuda externa de largo plazo con los Estados Unidos (1914-1931)



Fuente: cálculos con base en Lewis (1938). Hace referencia a la deuda neta pública y privada.

⁷ Avella (2004) estima que en 1913 una tercera parte de los recursos con origen en el Reino Unido estaban en América del Norte.

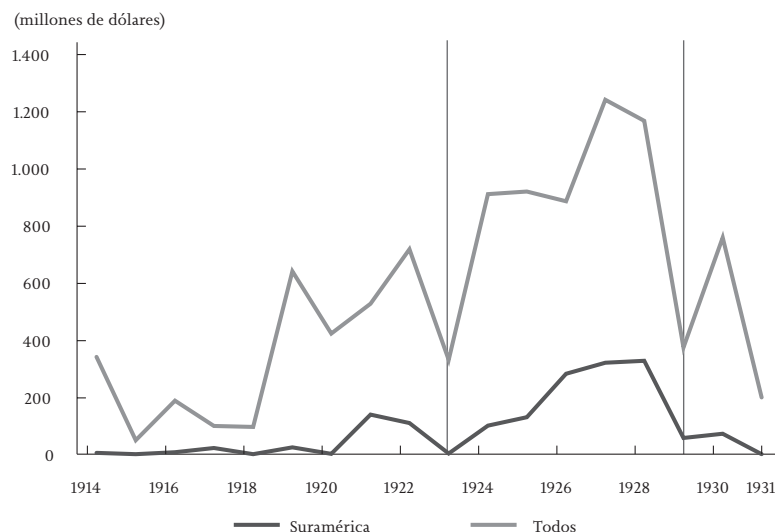
⁸ Se entiende por deuda de largo plazo aquella con vencimientos mayores a cinco años.

En el caso de Suramérica, el patrón de deuda contraída en los Estados Unidos fue muy similar al de todos los países que accedieron a los mercados de Nueva York en ese período. Sin embargo, el peso de la deuda contraída por los países de la región con respecto a la deuda total creció de manera importante durante la década de 1920, al pasar de representar menos del 5 % en los primeros años de la posguerra, a valores cercanos al 20 % de la deuda total de largo plazo emitida en los Estados Unidos en 1930 y 1931. El flujo de nuevos préstamos a largo plazo negociados en Nueva York incrementó drásticamente en 1919: mientras que en 1918 se negociaron préstamos por solo USD 88 millones, este valor saltó a USD 614 millones en 1919.

El Gráfico 2 muestra el comportamiento de los nuevos préstamos a largo plazo entre 1914 y 1931. Se observa que en el período se presentaron dos momentos de expansión del crédito externo, el primero, tras terminar la Primera Guerra Mundial, con nuevos préstamos promedio anuales de USD 505 millones. Este primer boom de nuevos préstamos se detuvo en 1923, y fue seguido por la fase de mayor expansión del crédito externo del período de entreguerras, que alcanzó su punto máximo en 1927 con un monto de nuevos préstamos negociados cercano a los USD 1.300 millones.

Gráfico 2

Nuevos préstamos a largo plazo en los Estados Unidos (1914-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en Lewis (1938).

En resumen, la Primera Guerra Mundial cambió el panorama de los mercados mundiales de capital, Nueva York se consolidó como el nuevo centro financiero mundial y la expansión del crédito externo tuvo una participación importante de los países suramericanos.

1.2 Crecimiento económico

En términos de desempeño económico, los años comprendidos entre 1923 y 1931 podrían dividirse en dos subperíodos: el primero, entre 1923 y 1929, caracterizado por una etapa de boom (especialmente después de 1925), con crecimientos promedio que superaron los observados al inicio de la Primera Guerra Mundial y, el segundo, con la contracción generalizada del producto en los primeros años de la Gran Depresión.

El Cuadro 1 presenta los promedios de crecimiento anual del PIB para Canadá, los Estados Unidos, Europa Occidental y América Latina desde 1914 hasta 1931. Se observa que el crecimiento promedio fue más alto en todas las regiones consideradas durante el período 1923-1929, con fuertes expansiones en Canadá y América Latina, seguidas por los Estados Unidos⁹. Así mismo, se observan fuertes contracciones en los primeros años de la Gran Depresión, con caídas de más de 8% promedio anual en Canadá y los Estados Unidos entre 1930-1931.

Cuadro 1
Crecimiento del PIB (promedio anual)

Período	Canadá (porcentaje)	Estados Unidos (porcentaje)	Europa Occidental ^{a/} (porcentaje)	América Latina ^{b/} (porcentaje)
1914-1922	3,29	3,05	0,28	2,95
1923-1929	6,06	4,76	3,65	5,06
1930-1931	-9,39	-8,29	-3,40	-5,46

^{a/} Incluye: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Noruega, Suecia, Suiza y Reino Unido.

^{b/} Incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Venezuela, México, Perú, Uruguay.

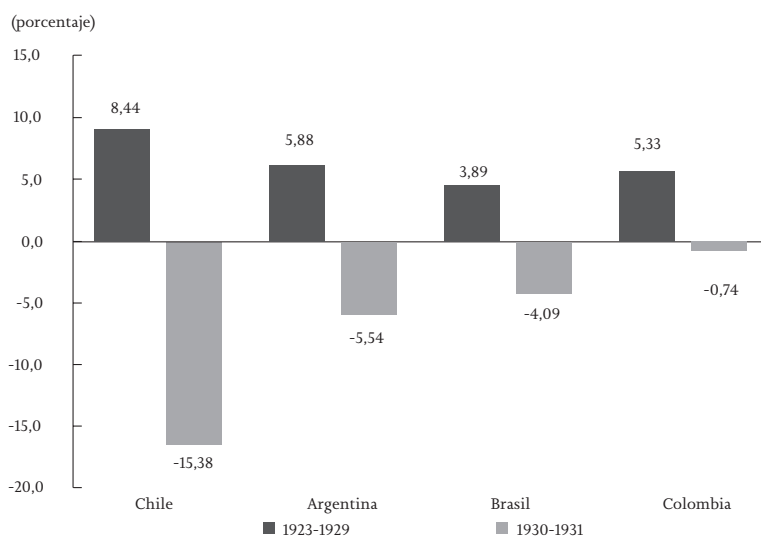
Fuente: elaborado con base en Maddison (2001).

⁹ Aldcroft (1977) señala que en el período 1925-1929 la producción industrial global creció más de 20%. El incremento en estos cuatro años fue ligeramente superior al evidenciado en los doce años previos.

En el caso de América Latina, los subperíodos de expansión y contracción constituyeron un fenómeno generalizado, aunque con gran heterogeneidad regional.

El Gráfico 3 presenta los crecimientos promedio anuales en cuatro países latinoamericanos, incluido Colombia, para 1923-1929 y 1930-1931. Se observa que si bien Chile fue el de mayor crecimiento promedio durante el boom de finales de los años veinte, fue también el que sufrió la mayor contracción en los primeros años de la Gran Depresión¹⁰. En contraste, Colombia presentó un crecimiento cercano al promedio de la región durante la primera parte del período y experimentó una leve contracción entre 1930 y 1931¹¹.

Gráfico 3
Crecimiento del PIB en América Latina



Fuente: cálculos de los autores con base en Maddison (2001).

¹⁰ Twomey (1983) evidencia que el país más afectado en términos de pérdida de producto en los primeros años de la Gran Depresión fue Chile, debido a la fuerte caída de las exportaciones de cobre.

¹¹ La flexibilidad de los precios y el mantenimiento de los niveles de exportación del café al final de la década de los treinta han sido señalados como elementos fundamentales en el bajo impacto de la Gran Depresión en el país.

El período estudiado en este capítulo se caracteriza, entonces, por un alto dinamismo económico global hasta 1929 y una reversión posterior en los primeros años de la Gran Depresión. América Latina siguió un patrón similar al global, aunque con gran heterogeneidad en la magnitud de las expansiones y contracciones en los países de la región.

1.3 El patrón oro y la inflación

Una de las víctimas de la Primera Guerra Mundial fue el sistema monetario internacional. El patrón oro, que se sustentaba en una convertibilidad fija de la moneda local en oro, se había hecho insostenible en un escenario de grandes deudas entre países e inestabilidad en el sistema.

Durante los primeros años de la década de 1920 se hicieron esfuerzos para restablecer el antiguo sistema monetario internacional. Aldcroft (1977) señala que las monedas diferentes al dólar perdieron la estabilidad y su restablecimiento se consideraba un factor urgente en el contexto de la posguerra. El Gráfico 4 muestra el número de países dentro del patrón oro en varios años, entre 1923 y 1936. Se observa que en 1929 el número de países con este sistema se había incrementado significativamente, pero fue disminuyendo, hasta el abandono total del patrón en 1937.

Gráfico 4
Número de países con patrón oro



Fuente: Palyi (1972).

Eichengreen (2008) indica que el regreso al patrón oro se vio como una forma de controlar la fuerte inflación originada en las grandes emisiones de dinero fiduciario que se habían presentado desde la Primera Guerra Mundial. Sin embargo, en los albores de la Gran Depresión los desajustes de balanza de pagos en algunos países de Europa, por ejemplo Reino Unido, continuaban siendo grandes; además, las reservas globales de oro no eran suficientes, lo que se agravó con una contracción adicional cuando los bancos centrales empezaron a negar la conversión de la moneda extranjera por oro.

Al igual que en el caso del crecimiento económico, la inflación aumentó desde la Primera Guerra Mundial hasta el inicio de la Gran Depresión, cuando comenzó la deflación. Feinstein et al. (2008) identifican en Europa tres grupos de países con base en el comportamiento de la inflación en la posguerra. El primer grupo, compuesto por Alemania y Austria, estuvo caracterizado por procesos de hiperinflación que se extendieron hasta 1923. En el segundo grupo se incluyen Bélgica, Finlandia, Italia y Francia, con inflaciones anuales promedio de 51% entre 1914 y 1926. Finalmente, el tercer grupo, compuesto por Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido, Dinamarca y Holanda, logró estabilizar el brote inflacionario de la posguerra y presentó inflaciones promedio de 6,7% anual en el período 1914-1926, con caídas promedio de 2,3% entre 1920 y 1926. En el caso de los Estados Unidos, Meltzer (2003) indica que el período 1922-1929 estuvo caracterizado por una inflación baja y relativamente estable, con ligeras y menores fluctuaciones de las que se presentaron en los años que lo precedieron y siguieron.

El inicio de la Gran Depresión trajo fuertes contracciones de producto y caídas generalizadas en los niveles de precios. La fuerte correlación entre las caídas del producto y la deflación, sobre todo en los países adheridos al patrón oro, apoya la idea del origen monetario de la segunda (Bernanke y James, 1990). En promedio, durante el período 1930-1931 se presentaron deflaciones del 13% anual, con caídas pronunciadas para 1931 en Reino Unido (18%), Canadá (18%), los Estados Unidos (17%) y Bélgica (17%).

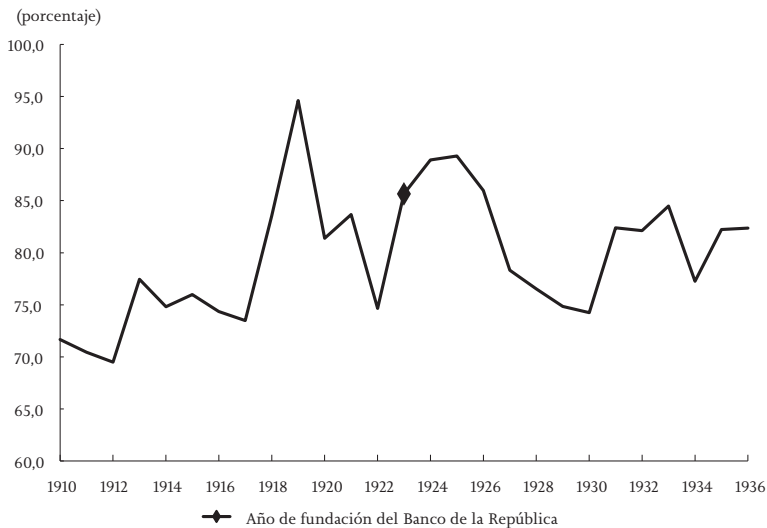
En resumen, el contexto económico global durante 1923-1931 estuvo caracterizado por fuertes fluctuaciones de la actividad económica y el nivel de precios. En la primera parte se experimentó un gran crecimiento económico, acompañado por inflaciones altas en un buen número de países de Europa; en contraste, los Estados Unidos presentó fluctuaciones bajas en el nivel de precios. Por otro lado, los primeros años de la Gran Depresión trajeron grandes contracciones de producto y deflación, en parte como resultado del patrón oro y su capacidad de propagar los choques monetarios negativos (Bernanke y James, 1990).

2. La situación de la economía colombiana en 1923

En 1923 Colombia se caracterizaba por ser un país agrícola donde el 80% de las exportaciones estaba representado por café y banano. La participación del

café dentro de las exportaciones totales alcanzaba el 70 %, con un crecimiento de más de 30 puntos porcentuales con respecto a lo que representaba al final de la primera década del siglo (véase Gráfico 5). Como lo señala Bejarano (1994), la expansión cafetera fue uno de los hechos más representativos de las primeras décadas del siglo XX, trayendo como consecuencia la ampliación de la producción y la recomposición de los departamentos productores.

Gráfico 5
El café en las exportaciones totales



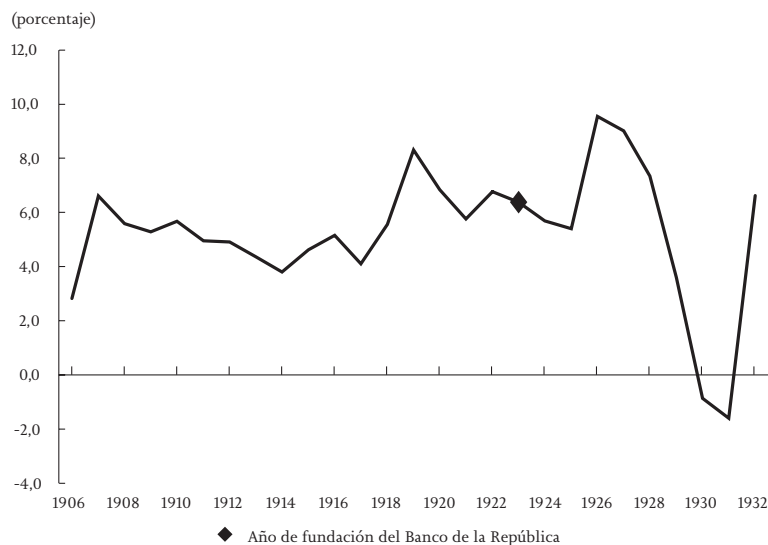
Fuente: cálculos propios con base en Greco (2002).

El proceso de expansión cafetera derivó en un crecimiento anual promedio de 13 % en el número de sacos exportados entre 1906 y 1923, pasando de 639 mil sacos a más de 2 millones. Por otro lado, Antioquia y el Viejo Caldas pasaron a representar el 50 % de la producción nacional para 1925¹², lo que contrastaba con el 14 % a finales del siglo XIX.

¹² Bejarano (1994) muestra que los departamentos que vieron las mayores reducciones en el total nacional fueron los Santanderes, pasando del 44 % al 18 % en el mismo período.

El crecimiento del PIB para 1923 (6,4%) estuvo por encima del promedio de la década que precedió ese año (5,60%) (Gráfico 6); sin embargo, estuvo por debajo del promedio de los años de *boom* que siguieron hasta 1929 (6,70%)¹³, cuando el café desempeñó un papel destacado con aumentos en los volúmenes exportados acompañados de alzas en los precios internacionales del producto¹⁴. En términos de composición sectorial, la agricultura representaba alrededor del 60% del PIB para 1925, seguida por el comercio y las finanzas personales con el 8,7%. Por otro lado, la actividad manufacturera representaba apenas el 7,5%.

Gráfico 6
Crecimiento del PIB



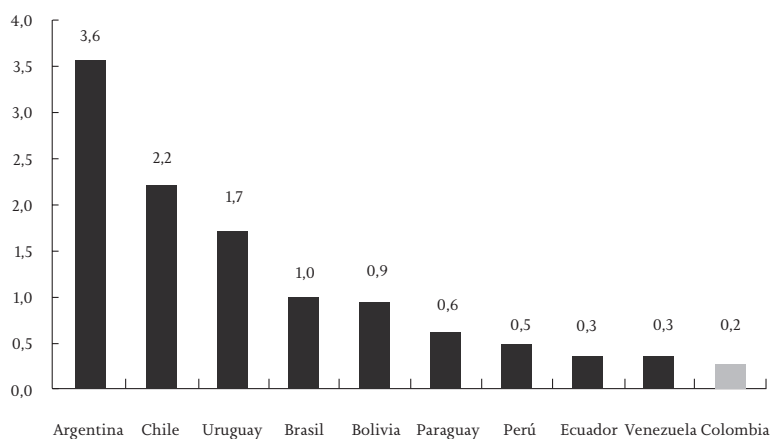
Fuente: Greco (2002).

¹³ El Gráfico 6 presenta el crecimiento del PIB real en el período 1906 hasta 1932. Se observa claramente el cambio de nivel del crecimiento medio después de 1918, el cual vería un fuerte retroceso con los primeros años de la Gran Depresión.

¹⁴ Se estima que las exportaciones crecieron 27% entre 1923 y 1929, pasando de 2 a 2,8 millones de sacos entre ambos años (Greco, 2002).

Los años alrededor de 1923 representaron también el auge de la inversión en obras públicas, con un fuerte componente dedicado a la expansión de las líneas de ferrocarril con las que contaba el país¹⁵. El Gráfico 7 presenta el número de kilómetros de vías férreas por cada mil habitantes para 1923 en diferentes países de América Latina.

Gráfico 7
Kilómetros por cada mil habitantes (1923)



Fuente: <http://moxlad.cienciassociales.edu.uy/#tabs-graficar>

Las medidas presentadas resaltan el retraso que tenía el país en contraste con la región, ubicándose en el último lugar entre los países de Suramérica. Los problemas en los sistemas de transporte ya se habían identificado como un obstáculo para la integración a los mercados mundiales, impidiendo el aprovechamiento de oportunidades de exportación con los booms de precios de algunos bienes básicos.

En este sentido, Herranz-Loncán (2014) resalta los beneficios sobre el crecimiento económico en Argentina, México y Brasil de las densas redes de

¹⁵ Para 1925 el 80 % de las inversiones públicas del Gobierno nacional se dedicaban al sector de transportes y vías de comunicación. Dentro de este rubro que incluía caminos, puertos y ferrocarriles, este último representaba el 60 % de los recursos.

ferrocarriles construidas desde el siglo XIX hasta el inicio de la Primera Guerra Mundial. Para el caso de Colombia, Meisel et al. (2014) señalan que el impulso tardío de los ferrocarriles no evitó que los retornos económicos obtenidos fueran relativamente altos y se acercaran a los presentados por los ferrocarriles europeos del siglo XIX.

3. La fundación del Banco de la República

Para inicios de la década de los veinte el atraso de Colombia en términos de infraestructura de transporte era muy importante. El desarrollo de los ferrocarriles que había sido la norma en otros países de la región en la segunda parte del siglo XIX, no tuvo este mismo auge en el país. El aprovechamiento de las buenas condiciones internacionales para la exportación del café y otros bienes básicos, hacían necesario contar con infraestructura adecuada que permitiera conectar los centros urbanos y de producción con los puntos de importación y exportación. Sin embargo, el emprender un ambicioso plan de obras públicas requería una cantidad importante de recursos con los que el país no contaba. El crédito externo se mostraba entonces como el camino para emprender el proceso de ‘modernización’ que el país requería.

Las condiciones de los mercados internacionales de crédito eran complicadas luego de la terminación de la Primera Guerra Mundial y Colombia no contaba con el prestigio propio de un buen deudor. Como lo señala Patiño Roselli (1981), la administración del presidente Suárez había tratado de conseguir recursos de crédito en los Estados Unidos sin mucho éxito, y fue solo hasta mediados de la década que los banqueros norteamericanos dieron vía libre al fuerte flujo de recursos para el país. Aunque las explicaciones que se han propuesto a la creación del Banco de la República en 1923 han sido variadas, la estabilización del sistema bancario del país con el propósito de acceder a los mercados internacionales de crédito es una de las más aceptadas.

La Primera Guerra Mundial marcó un cambio fundamental en el liderazgo de los mercados globales de crédito. El Reino Unido pasó de ser acreedor a ser un deudor neto, proceso que derivó en una serie de restricciones a los préstamos internacionales gestionados en Londres, afectando a los países de América Latina y obligándolos a enfocarse en Nueva York como nueva fuente de recursos. No obstante, las tensiones asociadas con la separación de Panamá a principios del siglo XX dificultaban la interacción entre Colombia y los Estados Unidos, hecho al que se le sumaba el distanciamiento del sistema bancario colombiano de los estándares internacionales de la época, lo que producía desconfianza en los banqueros norteamericanos.

La firma del tratado Thompson-Urrutia en 1914 y la entrega de los primeros USD 5 millones de la compensación acordada a principios de los veinte, trazaron el camino que concluyó con la fundación del Banco de la República en 1923 y posteriormente en el gran influjo de recursos de crédito negociados en Wall Street en la segunda mitad de la década¹⁶.

3.1 La Misión Kemmerer (1923)

En 1922, el presidente Ospina le pidió al Congreso la autorización para crear un banco central, en respuesta, los legisladores de ambos partidos aprobaron la contratación de una misión de extranjeros. Como lo señala Drake (1989), los legisladores creían que la organización del sistema bancario nacional, además de algunos aspectos de las finanzas públicas del país requería asesoría externa que evitara afiliaciones a intereses políticos o regionales particulares.

Los recursos de la indemnización y la necesidad de abrir los mercados de crédito norteamericano para el país, llevaron al Gobierno colombiano a solicitar asesoría financiera al Departamento de Estado de los Estados Unidos. Arthur N. Young, exalumno del profesor Kemmerer y asesor económico del Departamento de Estado, lo recomendó para tal propósito. El profesor de Princeton Edwin Walter Kemmerer era considerado un experto en asesoría económica internacional, que conocía la región y tenía conocimientos del idioma español. Para 1923 Kemmerer ya había servido como asesor financiero en las Filipinas (1903), México (1917) y Guatemala (1919) (Seidel, 1972).

La misión llegó a Colombia el 10 de marzo de 1923 liderada por Kemmerer como experto en moneda, banca y jefe de la misión, además, hacían parte del equipo Howard M. Jefferson experto en banca, Fred R. Fairchild asesor en impuestos, Thomas R. Lill asesor en contabilidad y finanzas y el secretario de la misión, Frederick B. Luquiens. El tiempo era corto y el desconocimiento sobre condiciones propias de la economía colombiana hacía necesario realizar un reconocimiento rápido de algunos aspectos importantes de la misma. Sánchez (1994) indica: “Dado que tenían un conocimiento escaso del país, pasaron una buena parte del tiempo entrevistando banqueros, políticos y hombres de negocios. Analizaron, además, la economía colombiana y en especial sus aspectos monetarios y fiscales”.

¹⁶ Meisel (1990) destaca otras teorías acerca de los motivos de la fundación del Banco de la República en 1923. Entre ellas se incluyen la de la terminación del proceso histórico iniciado con los dos primeros intentos de banco de emisión y el de la necesidad de aumentar la elasticidad de la oferta monetaria.

Aunque la misión contó con el apoyo de las mayorías liberales y conservadoras, algunos nacionalistas vieron en el trabajo del profesor Kemmerer una amenaza a los intereses de la nación. Drake (1989) resalta que se acusó a la misión de representar los intereses del Gobierno de los Estados Unidos y de poner en riesgo la soberanía, la cultura y los bienes de los nacionales. Así mismo, otros señalaron que el fin de la misión era poner la economía colombiana en manos de los banqueros norteamericanos y de los especuladores de Wall Street. A este respecto, es importante indicar que aunque los argumentos eran exagerados, los banqueros norteamericanos y otros hombres de negocios sí veían la presencia del profesor Kemmerer en el país como el primer paso en un proceso de expansión de los capitales del norte del continente en el país, y el Gobierno de los Estados Unidos una oportunidad de fortalecer los lazos comerciales¹⁷.

Luego de tres meses de trabajo, la misión presentó diez proyectos de ley al Gobierno nacional. De los diez proyectos presentados, ocho se convirtieron en ley de la República. El Cuadro 2 lista los ocho proyectos que lograron ser aprobados en el Congreso, se observa que las reformas propuestas por la misión iban más allá de la constitución de un banco central y se internaban en detalles asociados con el sistema de aduanas, la formación del presupuesto nacional, el manejo y supervisión de los bienes del Estado, entre otros.

Cuadro 2
Leyes aprobadas de las diez presentadas por Kemmerer

Ley	Objetivo
Ley 25	Establecimiento del Estatuto Orgánico del Banco de la República.
Ley 45	Reglamentaba los bancos privados y establecía la Superintendencia Bancaria.
Ley 46	Títulos negociables.
Ley 20	Papel sellado y del timbre nacional.
Ley 42	Reorganización de la contabilidad nacional y creación la Contraloría General.
Ley 34	Formación del presupuesto nacional.
Ley 31	Fijación del número y nomenclatura de los ministerios.
Ley 36	Administración y recaudo de rentas nacionales.

Fuente: Meisel (1990).

¹⁷ Tanto Rippy (1931) como Seidel (1972) presentan evidencia basada en cartas de Kemmerer con algunos hombres de negocios y de comunicaciones del Gobierno de los Estados Unidos que apoyan la idea que la estabilización bancaria y fiscal del país traería las inversiones y a estas las seguiría el comercio.

Dalgaard (1980) relata que las reformas fueron tramitadas de forma rápida y que aunque se presentó cierto nivel de oposición —de hecho dos proyectos sobre impuesto a la renta y pasajes no fueron aprobados—, el liderazgo del presidente Ospina fue clave en la aprobación de los ocho proyectos. Las reformas introducidas por sugerencia del profesor Kemmerer iban más allá de la creación del Banco de la República e hicieron una intervención amplia al sector bancario y a las finanzas públicas del país¹⁸, estableciendo las condiciones para el buen funcionamiento del patrón oro¹⁹.

La apertura del Banco de la República estaba planeada para enero de 1924, sin embargo, una corrida contra los depósitos del Banco López y los temores sobre un pánico bancario obligaron a acelerar el proceso y llevar a cabo su apertura inmediata (Sánchez, 1994). La fundación del Banco no pasó desapercibida para la prensa nacional y las condiciones excepcionales en las que inició su funcionamiento tampoco, Caballero en un artículo del *El Tiempo* señalaba:

Hoy comienza a funcionar el Banco de la República. Esta redentora institución hubo de crearse con rapidez la más encomiable, en un momento de súbita crisis, para conjurar peligros sociales de incalculable trascendencia devastadora, de suerte que por el momento este debe ser su objetivo y preocupación dominante (Caballero, 1923)

A continuación se presenta una descripción de las características institucionales del Banco de la República y los eventos más importantes de sus primeros años de existencia.

3.2 Banco de la República: aspectos institucionales y primeros años

3.2.1 Aspectos institucionales

El recién creado Banco de la República era un banco de emisión, circulación, depósito y descuento con un capital inicial de 10 millones de pesos. La Junta Directiva del Banco estaba compuesta por diez miembros, tres en representación del Gobierno nacional, cuatro de los bancos privados nacionales, dos de los

¹⁸ Triffin (1944) destaca la Ley 45 de 1923 como la primera regulación amplia del negocio bancario en Colombia.

¹⁹ Seidel (1972) destaca que el pensamiento del profesor Kemmerer se alineaba con el pensamiento económico del período y que su reconocimiento internacional se debió principalmente a la solución de dificultades prácticas en la implementación de reformas económicas.

bancos privados extranjeros y uno del público. La composición de la Junta Directiva generó críticas de diferentes sectores económicos y políticos.

Los agricultores se mostraban incómodos con el proyecto de un banco de emisión, circulación, depósito y descuento, ya que ellos pretendían un banco de fomento que canalizara recursos de largo plazo al sector agropecuario del país. La composición de la Junta Directiva no redujo el malestar de los agricultores, quienes vieron en la fuerte presencia de los banqueros privados una clara inclinación del Banco de la República hacia los préstamos de corto plazo en detrimento de los recursos de largo plazo (Drake, 1989). Por su parte, algunos banqueros que se habían mostrado escépticos ante la existencia de un banco central participaron rápidamente en la composición accionaria del recién creado Banco de la República. En general, la composición de la junta buscaba un banco ‘independiente’ que no estuviera bajo el control del Gobierno y pudiera cumplir de manera adecuada sus funciones de emisión, circulación, depósito y descuento.

La Ley 25 estableció que el capital del Banco debía estar compuesto por acciones de 100 pesos cada una, divididas en cuatro categorías. Las acciones tipo A fueron adquiridas por el Gobierno nacional y sumaban 5 millones de pesos (el primer pago de la indemnización americana), las tipo B y C fueron adquiridas por los bancos privados nacionales y extranjeros respectivamente. Finalmente, las acciones de clase D fueron adquiridas por el público y sumaban 500.000 pesos.

Otro aspecto relevante del esquema del Banco fue el establecimiento de un respaldo en oro de los billetes en circulación y de los depósitos del 60 %. Un banco central bajo el patrón oro implicaba, entonces, una política monetaria pasiva apegada al movimiento de la economía global, este carácter conservador de la institución se alineaba con el modelo de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

El esquema conservador propuesto por Kemmerer se acompañaba, además, de tasas de encaje para los bancos que se ubicaban en el 50 % para depósitos de corto plazo, y 25 % para depósitos a término (más de treinta días). Por otro lado, una parte importante de las reservas fue depositada en el extranjero (Drake, 2013), medida que en conjunto con la participación de los bancos extranjeros en la Junta Directiva forman parte de una estrategia para generar confianza en los inversionistas foráneos²⁰.

²⁰ Estas características apoyan la hipótesis de que el factor principal que derivó en la creación del Banco de la República fue la necesidad de generar confianza en los inversionistas extranjeros para atraer recursos al país.

3.2.2 Primeros años

Los primeros días del Banco de la República se concentraron en recuperar la confianza luego de la corrida contra el Banco López y el riesgo de un pánico bancario. El Banco abrió el lunes 23 de julio, luego de tres días feriados que fueron aprovechados para ultimar los detalles de la apertura. Después de algunas horas, el Banco tenía dos millones en billetes y ofrecía redimir los bonos y cédulas del Gobierno que se usaban como papel moneda (Sánchez, 1994).

La provisión de liquidez al sistema financiero concentró los esfuerzos del Banco durante sus primeros días. Bajo recomendación de Kemmerer, se otorgaron descuentos de 30 días a los bancos de Colombia, Bogotá, Central y Alemán Antioqueño a una tasa del 10 %. Los meses siguientes se enfocaron en modificaciones a la tasa y plazos de descuento, tratando de asegurar la liquidez necesaria para reactivar las actividades comerciales e industriales que lo requerían. Para mediados de 1924, la tasa de redescuento había caído a 7 % y el Banco parecía estar implementando una política monetaria anticíclica. Sin embargo, la aplicación de medidas anticíclicas no era parte fundamental de los objetivos misionales del Banco, y la preocupación principal se enfocaba en la homogeneización del circulante.

El remplazo de todo el circulante por billetes del Banco era una prioridad. Uno de los principales retos era sacar de circulación las cédulas de tesorería que habían sido emitidas en 1919 y que circulaban como moneda corriente. Para 1923 las cédulas de tesorería representaban alrededor del 18 % de la base monetaria y el compromiso del Gobierno de entregar los recursos para hacer efectiva la recolección de estos títulos no se honró de manera oportuna durante el primer año del Banco.

Los años siguientes vinieron cargados de pretensiones por parte de los bancos privados y del Gobierno nacional de alterar algunas de las características institucionales que habían quedado consignadas en la Ley 25 de 1923. La ‘sobre-presentación’ de los banqueros privados –seis entre locales y extranjeros– en la Junta Directiva era considerada injusta y se pretendía ampliar la participación del Gobierno de tres a cuatro miembros. Como se señala en Sánchez (1994), el Gobierno se inclinaba por la participación de *verdaderos hombres de negocios* en la Junta, es decir, representantes del sector productivo; sin embargo, esta no fue la única queja y se sumaban también protestas con respecto a la magnitud del diferencial entre la tasa de interés de los bancos privados y la tasa de redescuento del Banco de la República (3 %). En resumen, las quejas del Gobierno giraban alrededor del rol primordial que los bancos privados

desempeñaban en el Banco, tomando el grueso de los recursos de crédito y limitando la participación estatal²¹.

Por otro lado, los bancos privados se mostraban en desacuerdo con la reglamentación que impedía hacer descuentos sobre papeles que tenían una madurez mayor a 90 días. Los bancos privados buscaban que se permitiera la utilización de cédulas hipotecarias como garantía para la obtención de descuentos. La Ley 25 había dejado claro que ningún papel con una madurez mayor a 90 días podía ser utilizado como garantía por parte de los bancos privados, regla que se fundaba en que este tipo de papeles no era líquido en un caso de emergencia; por lo tanto, se privilegiaban aquellos papeles con mayor liquidez en el corto plazo.

A pesar de las controversias con la normatividad del Banco, el efecto estabilizador de la nueva institución monetaria era evidente para inicios de 1925, hecho que se reflejaba no solo en los indicadores monetarios de la época (por ejemplo, la células de tesorería representaban menos del 5 % del circulante), sino que era reconocido como un éxito por parte del Gobierno nacional. En la Memoria del Ministerio de Hacienda al Congreso de 1924 se indicaba:

Con el establecimiento del Banco de la República, que respalda y multiplica las disponibilidades de los bancos privados, que son sus accionistas; que centraliza las reservas de oro de la Nación; que ha estabilizado el cambio con las monedas internacionales de metal de oro, dando así cimiento muy sólido a la expansión del crédito público y privado. (*Memoria de Hacienda al Congreso, 1925*).

Los años que siguieron a la fundación del Banco de la República se caracterizaron por una gran aceleración del crecimiento económico y el gran influjo de créditos negociados en Nueva York, período que luego se recordaría como el de la ‘Prosperidad a debe’²².

²¹ Drake (1989) indica que el mismo Banco de la República lamentaba que los bancos privados tuvieran como modo de operación regular el otorgamiento de pocos préstamos a altas tasas de interés en lugar de reducir los montos y ampliar el espectro de beneficiarios de los mismos.

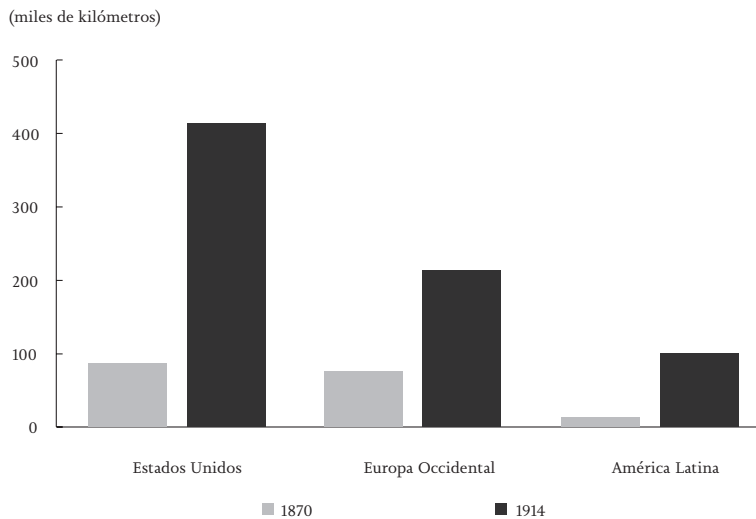
²² El uso de esta expresión se remonta a una columna publicada en *El Tiempo* el 10 de junio de 1928, titulada “Un estudio de la prosperidad a debe”.

4. El endeudamiento externo y el gasto público, 1923-1928

4.1 El contexto de los mercados globales de capital

El boom en los flujos de capital durante las dos décadas que precedieron al inicio de la Primera Guerra Mundial se orientó en forma importante a la expansión de líneas de ferrocarril alrededor del globo. La fuerza del proceso de globalización, caracterizado por los grandes flujos migratorios y comerciales, además del crecimiento de los centros urbanos en diferentes países en el mundo, generó la necesidad de robustecer los sistemas de transporte. El mejoramiento de la conectividad entre los centros de producción y las aglomeraciones urbanas, fue financiado en una proporción importante con los capitales provenientes del Reino Unido (Gráfico 8).

Gráfico 8
Número de kilómetros financiados por el Reino Unido, 1870 vs. 1914



Fuente: Banco Mundial (2002).

El estallido de la Primera Guerra Mundial derivó en la terminación abrupta del proceso de globalización que había iniciado desde 1870. Los niveles

de actividad comercial previos al inicio de la guerra tardaron en volver a ser observados, mientras los flujos migratorios no han vuelto a los de la primera globalización. Al final de la Primera Guerra Mundial, el liderazgo económico del Reino Unido se había debilitado y su posición como principal prestamista global también se vio afectada.

El crecimiento global generalizado durante la segunda mitad de la década de los veinte y el control de los fenómenos de hiperinflación en algunos países europeos en la posguerra generaron un ambiente de confianza, el cual le dio un nuevo estímulo a los mercados internacionales de capital. Este nuevo boom en los flujos de capital vino acompañado de un cambio en el liderazgo global, Nueva York se convirtió en el principal centro financiero internacional y los usos de los capitales importados también cambiaron.

Alrededor del 80 % de los préstamos internacionales negociados en Nueva York durante los años veinte estaba dedicado a deuda soberana, la cual en su gran mayoría se dirigió a financiar los déficits fiscales que caracterizaron el período, y que en otras regiones diferentes a América Latina, se enfocaron en financiar gastos de los gobiernos que no tenían como objetivo expandir las exportaciones o la construcción de ferrocarriles (Eichengreen, 2003).

El incremento en los préstamos negociados en Nueva York fue especialmente fuerte entre 1925 y 1929, período en el cual los préstamos de largo plazo negociados en la nueva capital financiera global incrementaron en 66 % con respecto a los valores que se habían emitido entre 1915 y 1924²³. Así mismo, el 82 % de los préstamos que se negociaron en Nueva York entre 1925 y 1929 correspondieron a acuerdos de largo plazo, implicando que poco menos de una quinta parte de la deuda negociada tenía vencimiento entre uno y cinco años.

La fuerte concentración de la deuda en préstamos con más de cinco años para el pago, reflejaba la recuperación en la confianza luego de los turbulentos años de la posguerra²⁴. La consolidación de acuerdos con plazos mayores a cinco años implicaba entonces que se esperaba que el desempeño económico, y por tanto, la capacidad de pago de los prestatarios, se mantuvieran fuertes en el mediano y largo plazos.

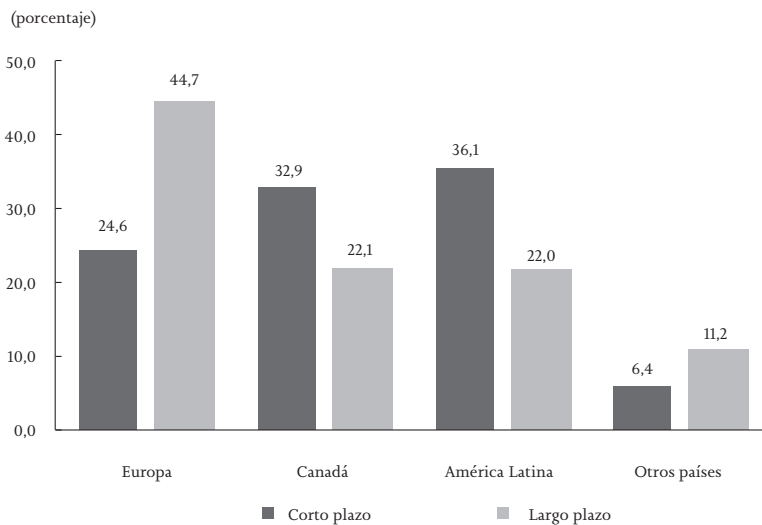
El Gráfico 9 presenta la distribución de los montos de préstamos nuevos negociados en Nueva York entre 1923 y 1931. Cada una de las barras representa el porcentaje de los préstamos que estuvieron orientados a cierta región y además, se muestra la división entre préstamos de corto y largo plazo. Un primer

²³ Todos los cálculos fueron realizados con las estadísticas de Lewis (1938).

²⁴ En contraste con las participaciones durante el período de boom económico (1925-1929), el 70 % de los nuevos préstamos negociados en Nueva York entre 1915 y 1919 tuvieron plazo de pago inferiores a cinco años.

elemento que se desprende de la gráfica es la participación mayoritaria de Europa dentro de los acuerdos de largo plazo, seguido por Canadá y América Latina.

Gráfico 9
Composición regional de la deuda emitida en los Estados Unidos entre 1923 y 1931 (corto plazo vs. largo plazo)



Fuente: cálculos propios con base en los apéndices de Lewis (1938), pp. 628-629. Se usan las columnas *Total Face*.

Del total de nuevos préstamos negociados para el período por países europeos, Alemania representó alrededor del 40 %, crecimiento enmarcado dentro del Plan Dawes y el incentivo tomado por los hacendados de política alemanes de llevar los servicios de deuda comercial hasta el máximo sin dejar ningún espacio para las reparaciones de guerra (Ritschl, 2012).

Por otro lado, el principal receptor de los préstamos de corto plazo durante el período fue América Latina, tomando el 36 % de los recursos con períodos de pago inferiores a 5 años, dirigidos principalmente a Argentina, que recibió el 88 % de estos recursos. Las diferentes restricciones impuestas por el Reino Unido durante la década de los veinte derivaron en que los prestamistas lati-

noamericanos reorientaran sus esfuerzos en la consecución de recursos en los Estados Unidos (Eichengreen, 2003).

4.2 América Latina

En términos de fuentes externas de financiación para la región, el contraste entre los años previos a la Primera Guerra Mundial y los años posteriores a su terminación fue notorio. Como lo señala Marichal (1989), durante los años que antecedieron a la primera guerra, el grueso de los préstamos adquiridos por los gobiernos de América Latina había sido provisto por inversionistas europeos, con una participación muy baja de bancos americanos²⁵. Posteriormente, entre 1914 y 1920 el flujo de préstamos norteamericanos a los gobiernos de América Latina no tuvo gran dinámica, a excepción de algunos préstamos de corto plazo otorgados a Argentina que en conjunto con otros préstamos menores a Brasil representaron el grueso de las inversiones norteamericanas de portafolio en la región para el período.

Marichal (1989) resalta que algunos banqueros norteamericanos intentaron expandir sus redes en la región con un enfoque particular en el crédito a privados; sin embargo, la crisis entre 1920 y 1921 obligó al replanteamiento de la estrategia en América Latina con una fuerte reducción en el número de sucursales de bancos extranjeros a 1924.

La baja actividad de los países de América Latina en los mercados internacionales de crédito hasta mediados de los veinte puede explicarse por varios factores. En primer lugar, los países que participaron en la primera guerra absorbieron el grueso de los recursos económicos en el período; inicialmente para la financiación del conflicto bélico y en los años que lo siguieron para financiar los déficits y gastos de reconstrucción. En segundo lugar, los países de la región se habían apoyado casi que absolutamente en los recursos provenientes de los banqueros londinenses en los años que precedieron la guerra y en el nuevo orden internacional y bajo las restricciones impuestas por el Reino Unido sobre los préstamos internacionales, no era posible acceder a estos recursos. Finalmente, un número importante de países de la región tenía sistemas monetarios desorganizados, con parámetros que se alejaban de los estándares internacionales del momento y que despertaban cierta desconfianza en los banqueros norteamericanos.

²⁵ Lewis (1938) señala que la única participación en portafolio importante en la región estaba en México, la cual se materializó después de que el Gobierno organizara los Ferrocarriles Nacionales de México tomando el control de dos líneas que eran inversión directa estadounidense e intercambiar la propiedad por unos títulos que pasaron a ser inversión en portafolio.

Las dificultades hasta aquí referenciadas para los países de América Latina, vieron un giro radical desde mediados de los años veinte. Al aumento en el interés de los banqueros norteamericanos por realizar inversiones en la región, se le sumaron las necesidades de capital para llevar a cabo obras públicas y la reorganización de los sistemas monetarios en algunos países. En este contexto, las inversiones en portafolio de los banqueros norteamericanos se aceleraron en Suramérica con un crecimiento de más del 280 % en los nuevos préstamos de largo plazo que fueron otorgados entre 1923 y 1928 con respecto al período de 1915-1922.

El Cuadro 3 presenta los montos en millones de dólares de los nuevos préstamos de largo plazo negociados en Nueva York entre los períodos de 1915-1922, 1923-1928 y 1929-1931 para cinco países de Suramérica.

Cuadro 3
Montos nuevos en préstamos de largo plazo en los Estados Unidos, 1915-1931 (millones de dólares)

País	1915-1922	1923-1928	1929-1931
Argentina	25,8	408,3	10,7
Brasil	165,5	206,4	40,9
Colombia	1,8	181,3	2,3
Chile	52,5	174,9	63,8
Perú	2,5	110,7	2
Suramérica	300,3	1.158,7	128

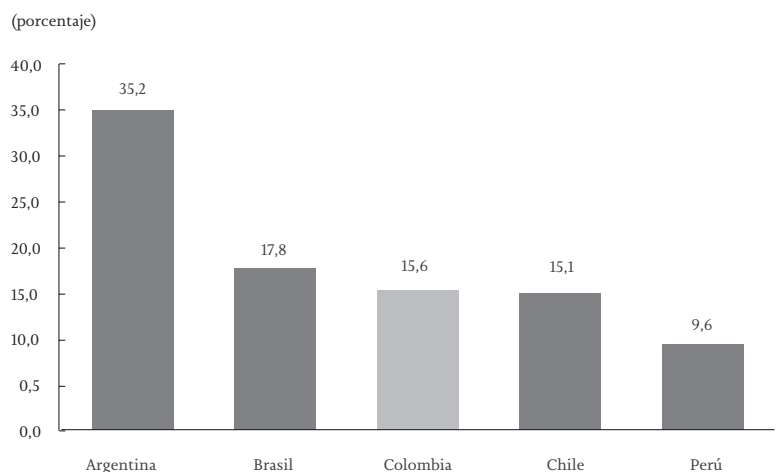
Fuente: cálculos propios con base en Lewis (1938), pp. 623-627.

El cambio en los montos totales nuevos de préstamos de origen norteamericano de largo plazo que se negociaron entre 1915-1922 y 1923-1928 en Suramérica fue muy significativo. Para finales de 1928, los préstamos a los países de la región aumentaron en 286 % con respecto a los que se habían entregado hasta 1922. Este crecimiento, fue liderado principalmente por Argentina, Colombia, Perú y Chile donde los cambios en los montos prestados fueron los más altos en términos absolutos²⁶.

²⁶ Marichal (1989) señala que el país que incrementó más su deuda durante el boom de 1923 a 1929 fue Brasil. Sin embargo, la política de préstamos del Gobierno brasileiro se alejó de los banqueros norteamericanos como consecuencia de la oposición del Gobierno de Washington al programa de valorización del café impulsado por las autoridades de São Paulo. En consecuencia, el grueso de la financiación externa provista a Brasil durante el período provino de los banqueros londinenses.

El Gráfico 10 muestra las participaciones de cinco países suramericanos en el total de los nuevos préstamos de largo plazo negociados en Nueva York durante el período 1923-1928. Se observa que en términos relativos, Argentina, Brasil y Colombia fueron los que tomaron las mayores participaciones de los recursos de largo plazo pactados, lo que en conjunto con los datos presentados en el Cuadro 3 resaltan el fuerte crecimiento de los flujos de capital proveniente del nuevo centro financiero global en Colombia y Argentina.

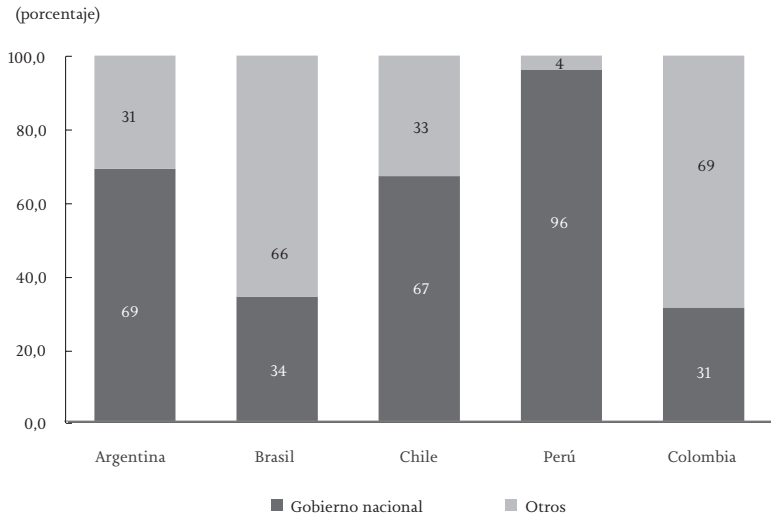
Gráfico 10
Participación en los nuevos préstamos para Suramérica (1923-1928)



Fuente: cálculos con base en Lewis (1938), pp. 623-627.

Es importante señalar que dentro de este boom de préstamos, los gobiernos nacionales no fueron los únicos que tomaron recursos. Los gobiernos provinciales y municipales, además de algunos bancos locales, tomaron partidas importantes en el influjo de recursos. Incluso en algunos países, como Colombia y Brasil, los montos agregados obtenidos por departamentos, municipios y otros, superaron los del Gobierno nacional (Gráfico 11).

Gráfico 11
Participaciones de los tomadores de deuda: Gobierno nacional vs. otros



Fuente: cálculos propios con base en los apéndices de Lewis (1938), pp. 628-629. Se usan las columnas Total Face.

En 1926, de las 107 sucursales en el extranjero de bancos norteamericanos 61 se encontraban en América Latina (Drake, 1989). La actividad de las sucursales en los países latinoamericanos era alta e inclusive un número importante de bancos se veía envuelto en la competencia para proveer préstamos a municipios y departamentos en la región. Lewis (1938) relata cómo algunos testimonios frente al comité de finanzas del Senado durante los primeros años de la década de los treinta dejaron en evidencia que en el período, solo en Colombia, 29 representantes de bancos norteamericanos competían en préstamos para el Gobierno nacional, departamentos y municipios²⁷.

²⁷ El mismo autor señala que este comportamiento también se presentó en Europa, donde 36 representantes compitieron por un préstamo para la ciudad de Budapest.

4.3 Colombia: la danza de los millones

El fuerte crecimiento del endeudamiento fue entonces un fenómeno generalizado en la región durante la segunda mitad de los veinte. A diferencia de Brasil, la mayoría de los recursos de deuda recibidos por los países de América Latina fueron negociados en Nueva York. Sin embargo, más allá de este patrón, Colombia fue el país que presentó el crecimiento más acelerado de la deuda externa en la región.

Rippy (1931) señala que entre 1913 y 1929 Colombia pasó de ser el país con menor capital norteamericano en América Latina, a estar solo por debajo de Cuba, Argentina, México, Brasil y Chile. En el marco de un período de prosperidad económica, el giro en las posibilidades de acceso a los mercados internacionales era reconocido por el Gobierno nacional, cuando en la descripción de la situación económica y fiscal contenida en las *Memorias de Hacienda al Congreso de 1925* se referenciaba lo siguiente:

[...] hoy sobre hechos y documentos, me cumple la satisfacción de señalarlos, en los distintos campos de la actividad nacional un presente halagüeño y un porvenir muy prometedor. [...] ahora con la extensión de la vías férreas que van haciendo más rápidos y abaratando los transportes, con la facilidad de conseguir capitales a largos plazos y bajo interés [...] (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1925*)

Este tipo de expresiones de optimismo continuaron durante los años venideros, exponiendo el crecimiento en el endeudamiento externo como el camino necesario para sacar adelante proyectos en pro del crecimiento y desarrollo económico del país:

El Banco Agrícola Hipotecario apenas ha empezado a funcionar, pero ya logró establecer la corriente de capitales extranjeros que han de venir a fecundar la producción nacional en proporciones que un futuro próximo tornará en asombrosas. (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1926*)

Es para mí altamente satisfactorio informaros que el crédito de Colombia en los centros financieros del mundo, es en la actualidad por todo extremo satisfactorio. (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1927*)

En 1928 las condiciones de los mercados internacionales seguían siendo altamente favorables para el Gobierno colombiano. Dado lo anterior, el Ministerio de Hacienda hacía un llamado a la ampliación de las obras públicas que venía realizando el país, de hecho, se resaltaba la importancia del crédito externo como un elemento fundamental que aunque imponía una carga signi-

ficativa en el corto plazo, se vería reflejada en mejoras con grandes beneficios en el mediano y largo plazo.

El Erario público habría de soportar durante algún tiempo la carga que le impusiera la deuda contraída para la ejecución de las obras, mientras estas dieran rendimiento bastante para atender a ese servicio; pero una vez desarrollada la explotación de ellas, producirían, si no en su totalidad, por lo menos en gran parte, lo necesario para cubrir los intereses y el fondo de amortización de los empréstitos. (*Memorias de Hacienda al Congreso*, 1928)

El Cuadro 4 presenta los montos anuales de deuda con bancos norteamericanos libre de pagos para los años 1923 a 1931, se incluye además el crecimiento anual de los mismos. El crecimiento anual promedio entre 1923 y 1928 es de 166 %, cifra que resalta el gran crecimiento de los compromisos adquiridos con los bancos norteamericanos. El entusiasmo expresado por parte del Gobierno nacional en las memorias de Hacienda se correspondía perfectamente con el influjo de recursos externos de crédito.

Cuadro 4
Deuda agregada de Colombia en los Estados Unidos

	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
Deuda al final del año	1,6	10,4	14,1	46	107,5	171,9	164,7	161,2	157,8
Variación anual (porcentaje)	—	550	36	226	134	60	−4	−2	−2

Fuente: cálculos propios con base en Lewis (1938). Los montos presentados están limpios de pagos hechos durante el año.

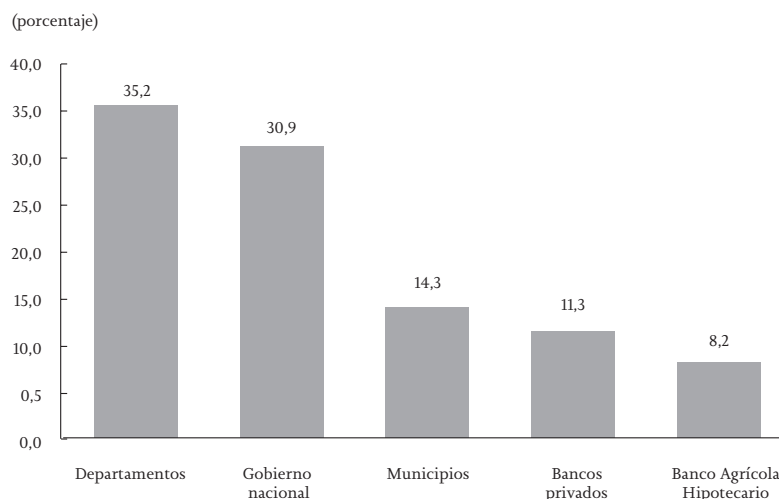
En términos absolutos, los grandes saltos en los montos adeudados se presentaron después de 1925, cuando el monto total libre de pagos se elevó de USD 14,1 millones a USD 171,9 millones al final de 1928²⁸. Como se mencionó en la sección anterior, el acceso a los mercados internacionales de crédito no se limitó únicamente al Gobierno nacional. Departamentos, municipios, el recién

²⁸ La diferencia entre el valor reportado en el Cuadro 3 con el del Cuadro 4 es que el primero hace referencia al monto de los préstamos nuevos negociados en Nueva York, mientras que el segundo considera los valores netos luego de pagos.

creado Banco Hipotecario e incluso algunos bancos privados participaron en el flujo de recursos durante la ‘danza de los millones’.

El Gráfico 12 presenta la distribución de los recursos de crédito negociados en Nueva York entre 1923 y 1928. En primer lugar, resalta que más de una tercera parte del monto total fue gestionado por los departamentos (35,2%), recursos que fueron prestados con propósitos asociados a la construcción de infraestructura de transporte incluyendo caminos, ferrocarriles y puertos²⁹. Así mismo, los municipios tomaron una cantidad importante de recursos (14,3%), los cuales se invirtieron en su gran mayoría en obras públicas (alcantarillado, electrificación, pavimentación, entre otros) y el pago de algunos préstamos de corto plazo. Dentro de los municipios, Medellín fue el que tomó el mayor monto de recursos, en particular, resalta un préstamo tomado en junio de 1928 por USD 9 millones con el propósito de pagar algunos compromisos de deuda interna y externa, además de trabajos de alcantarillado y pavimentación.

Gráfico 12
Distribución de los recursos de crédito por tipo de prestatario



El Cuadro A.2, incluido en los anexos y tomado de Rippy (1931, pp. 157-159) detalla los montos de cada uno de los préstamos, las tasas de interés y el plazo de pago.
Fuente: cálculos de los autores con base en Rippy (1931).

²⁹ Meisel et al. (2014) señalan que cerca del 45 % de los recursos de crédito traídos al país durante el período fueron dedicados a la construcción de ferrocarriles.

Por otro lado, los bancos privados tomaron préstamos de alrededor de USD 22 millones con fines de incrementar su capital de trabajo. Las estadísticas presentadas por Rippey (1931), listan dentro de los bancos prestamistas al Banco Hipotecario de Colombia, Banco Hipotecario de Bogotá y Banco de Colombia. Sin embargo, el gran jugador dentro de estos préstamos fue el Banco Hipotecario de Colombia que tomó alrededor del 68 % de los recursos.

El Banco Agrícola Hipotecario de Colombia creado en 1924 con el fin de fomentar el desarrollo de la agricultura en el país a través de préstamos de largo plazo y bajas tasas de interés, también participó en los recursos de crédito originados en los Estados Unidos. El 8,2% de los recursos fueron tomados por este banco, y se desprenden de cuatro créditos gestionados entre 1926 y 1928 con el fin de incrementar el capital de trabajo³⁰.

Finalmente, el Gobierno nacional tomó alrededor del 31% de los recursos de crédito gestionados durante la ‘danza de los millones’, los cuales tenían como propósito el pago de algunas deudas de corto plazo, además de la financiación de infraestructura de transporte. Aunque hasta aquí se han señalado los propósitos expuestos a la hora de la consecución de los préstamos, existe debate sobre el verdadero destino de los recursos obtenidos y la eficiencia del gasto realizado. Echavarría (1982) refiriéndose a algunos mensajes de Olaya durante su campaña presidencial, indica que apenas el 30 % de los recursos habían llegado a los destinos propuestos oficialmente y que el problema era aún más grave en la deuda adquirida por los municipios y departamentos. Recientemente, Meisel et al. (2014), en un estudio sobre los retornos económicos de la inversión en ferrocarriles durante las décadas de 1920 y 1930 en Colombia, encuentra que los rendimientos fueron cercanos a los de los ferrocarriles europeos del siglo XIX, rendimientos que serían aún más altos si se considera que la proporción de recursos que efectivamente se destinaron a los ferrocarriles fue menor³¹.

Aunque el auge de los créditos estuvo enmarcado en un período de gran crecimiento económico, expectativas muy positivas sobre la prosperidad de las economías locales y de buenas condiciones globales³², vale la pena reseñar cuales eran los colaterales que respaldaban los pagos de empréstitos. Rippey (1931) muestra

³⁰ Las *Memorias de Hacienda* de 1925 presentan el Banco Agrícola Hipotecario como un eslabón fundamental en una serie de acciones tomadas durante el período con el fin de atraer capitales externos al país, e incrementar la productividad del campo colombiano.

³¹ Para el cálculo de estos rendimientos es vital el hecho de que Colombia solo pagó el 85 % de la deuda adquirida.

³² Echavarría (1982) indica que más allá de otros factores que hayan podido explicar el fuerte influjo de recursos durante la según parte de la década de los veinte, el principal factor fue el auge especulativo vivido en Wall Street.

que dentro de los contratos celebrados en el período, las garantías establecidas sobre los recursos de crédito estuvieron atadas a propiedades y rentas importantes para los prestatarios. Por ejemplo, para el caso de los departamentos, las garantías solían estar representadas en participaciones dentro de los ingresos netos del funcionamiento de los ferrocarriles, o participaciones en las rentas provenientes del tabaco y de los licores. En contraste, los municipios respaldaban los créditos con hipotecas sobre bienes públicos como los sistemas de electricidad, plantas telefónicas, servicios de aguas entre otros.

Dentro de las garantías a préstamos, resalta el crédito del departamento de Cundinamarca en 1926 el cual se respaldó con los ingresos totales por impuestos al tabaco y al licor, además de las participaciones presentes y futuras del departamento en el Ferrocarril de Cundinamarca.

Más allá de los debates sobre la destinación y eficiencia de los recursos de crédito obtenidos durante el boom de la segunda mitad de los años veinte, las estadísticas disponibles sobre el comportamiento de la inversión pública desde 1925 hasta 1928 reflejan crecimientos promedio anuales de alrededor del 24 % de la inversión pública total. Una revisión detallada de los principales rubros de inversión pública refleja gran volatilidad en los crecimientos interanuales.

El Cuadro 5 presenta los montos invertidos, además de los crecimientos interanuales y promedios entre 1925 y 1928 de la inversión total y de los principales rubros correspondientes al sector transporte así como de edificación y viviendas³³. La gran volatilidad de las tasas de crecimiento en los rubros reportados es evidente, con años de fuertes alzas seguidos de contracciones. Por ejemplo, el sector portuario vio una gran expansión de la inversión pasando de 4,1 millones de pesos en 1926 a 17,1 millones en 1927. Fenómeno contrario sucedió para el caso de los ferrocarriles, cuya inversión pasó de 96,6 millones en 1926 a 92,7 millones en 1927, con una contracción cercana al 4 %.

Aunque la volatilidad de la inversión en los rubros de transporte es grande, las tasas de crecimiento promedio para todos los subsectores en el período 1926-1928 son mayores a la de la inversión total. En el Cuadro 5 se resalta también la importancia del subsector de ferrocarriles tanto en el sector transporte como de la inversión pública total, con participaciones que oscilan alrededor del 60 % y 45 %, respectivamente. La fuerte participación de la inversión en ferrocarriles se alinea con el hecho de que Colombia llegó tarde a la construcción y ampliación de las líneas férreas, fenómeno que había marcado el patrón

³³ Para el período, la inversión en transporte representó en promedio el 80 % de la inversión pública total. El pico máximo se presentó en 1928 (83,3 %). La década de los treinta vería una caída de la inversión en transporte reduciéndose a valores promedio del 50 % de la inversión total.

de inversión a nivel global entre 1870 y 1914, inclusive en algunos países suramericanos como Argentina y Chile.

Cuadro 5
Inversión pública total y principales rubros
(millones de pesos 1950)

Rubro	1925	1926	1927	1928	Promedio
Inversión pública total	132,9 -	193,1 45%	228,4 18%	249,9 9%	201,1 24%
Caminos	38,1 -	57,4 51%	70,3 22%	77,5 10%	60,8 28%
Puertos	5,4 -	4,1 -28%	17,1 317%	16,2 -5%	10,7 95%
Ferrocarriles	60,6 -	96,6 59%	92,7 -4%	114,4 23%	91,1 26%
Edificación y viviendas	9,4 -	14,7 56,4%	14,4 -2,0%	15 4,2%	13,4 20%

Fuente: cálculos con base en Cepal (1957), Cuadro 44.

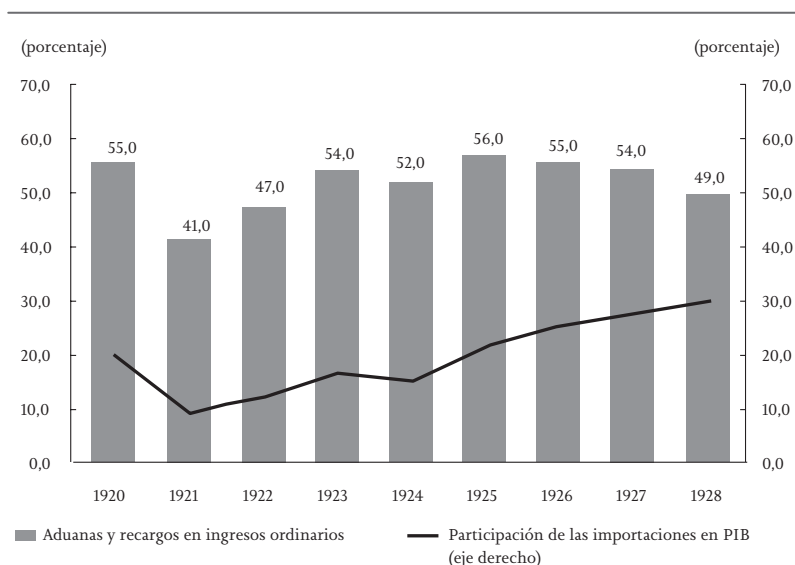
Otra fuente de recursos importante durante el período, fue el pago de la indemnización americana. Como ya se señaló anteriormente, USD 5 millones de los USD 25 millones que fueron acordados se destinaron a la fundación del Banco de la República; sin embargo, el grueso de estos recursos se destinó a la inversión en infraestructura de transporte en el país. Pachón y Ramírez (2006) señalan que alrededor de USD 16 millones fueron invertidos en ferrocarriles y cables aéreos, con una participación cercana a los USD 2,5 millones en subsidios entregados a los ferrocarriles departamentales. Por otro lado, USD 2,8 millones fueron invertidos en otras obras públicas asociadas con puertos y la mejora de la navegabilidad en el canal del Dique de Cartagena³⁴.

En términos fiscales, el boom de las exportaciones cafeteras que caracterizó las primeras décadas del siglo XX tuvo un impacto importante sobre la estructura de los ingresos públicos, impulsando las importaciones y por tanto convirtiendo a la tributación externa en una fuente fundamental de ingresos del Gobierno durante los veinte.

³⁴ Los gráficos A1 y A2 en los anexos muestran el crecimiento de la red ferroviaria del país durante el período. Se observa que el crecimiento se aceleró entre 1925 y 1929, cuando la red creció en más de 1.000 km.

El Gráfico 13 presenta la participación de los ingresos por aduanas y recargos en los ingresos corrientes de la nación (eje izquierdo), además se muestra la participación de las importaciones en el PIB para el mismo período (eje derecho). El fuerte influjo de divisas, provocado por el crecimiento de las exportaciones de café en conjunto con los grandes recursos de crédito externo, dio un fuerte impulso a las importaciones, las cuales crecieron a una tasa cercana al 19 % anual. Este crecimiento impulsó, por lo tanto, los ingresos por tributación externa que crecieron al 11,3 % anual promedio entre 1926 y 1928, valor que estuvo por encima del crecimiento de los ingresos tributarios totales (Cuadro 6)³⁵.

Gráfico 13
Ingresos por aduanas y recargos vs. importaciones/PIB



Fuente: aduanas, recargos e ingresos ordinarios Bernal (1984), importaciones y PIB Greco (2002).

³⁵ El Cuadro A1 en los anexos presenta los recursos obtenidos por las diferentes aduanas y su participación en los ingresos totales para 1925 y 1926. Se observa que en ambos años las aduanas de Barranquilla, Cartagena y Buenaventura representan más del 80 % de los recursos totales recibidos.

Cuadro 6
Ingresos tributarios totales y tributación externa
(millones de pesos de 1950)

Rubro	1925	1926	1927	1928	Promedio
Ingresos tributarios totales	166,1	178,8	206,3	210,2	190,35
(porcentaje)	-	7,6	15,4	1,9	8,3
Tributación externa	77,6	79,9	94	106,6	89,525
(porcentaje)	-	3,0	17,6	13,4	11,3

Fuente: Cepal (1957, Cuadro 56).

El buen ritmo de crecimiento de los ingresos del Gobierno era un tema que despertaba especial entusiasmo en los funcionarios del Ministerio de Hacienda. En las *Memorias del Ministerio al Congreso* de 1926 se señalaba que el crecimiento de las rentas públicas nacionales venía en un constante ascenso, fenómeno que solo podría verse afectado por agudísimos trastornos de la economía nacional. El papel de las aduanas no pasaba desapercibido dentro de las finanzas públicas y su fuerte crecimiento y alta participación dentro de los ingresos era destacado por los funcionarios. Para 1928 Esteban Jaramillo, ministro de Hacienda del presidente Abadía Méndez, describía la importancia de los ingresos por aduanas de la siguiente forma:

Como se dijo ya, esta renta es la que muestra más claramente el desarrollo económico del país y el aumento de la capacidad de consumo del pueblo. Ella constituye el fuerte de los ingresos públicos al Erario colombiano, como ocurre en muchos otros países, y demanda, por consiguiente, un gran cuidado y diligencia en su organización y recaudo. (*Memorias de Hacienda al Congreso*, 1928)

El crecimiento acelerado de los ingresos vino acompañado también de una fuerte alza en los gastos del Gobierno nacional. Los planes de obras públicas que se habían iniciado, generaban grandes presiones sobre el gasto público, lo que derivó en que inclusive en un contexto de fuerte crecimiento de los ingresos del Gobierno nacional se presentaran déficits fiscales en 1927 y 1928 (Gráfico 14).

Los déficits fiscales de 1927 y 1928 fueron financiados con deuda como se hacía explícito en las *Memorias del Ministerio de Hacienda al Congreso* de 1928,

Dentro de ese gran sistema de vías férreas se ha venido moviendo últimamente la política del Gobierno, procurando intensificar los trabajos

en aquellos trayectos de más urgente ejecución. A esas obras y a esos trayectos se han destinado los fondos obtenidos con la venta de bonos de deuda pública nacional. Algo semejante ha empezado a hacerse en el ramo de carreteras. (*Memorias de Hacienda al Congreso, 1928*)

Gráfico 14
Balance fiscal primario del GNC como proporción del PIB



Fuente: Junguito y Rincón (2007).

El período de 1923 hasta 1928 fue entonces de fuerte crecimiento económico, en un contexto altamente favorable para las exportaciones colombianas y para los ingresos del Gobierno nacional. El auge del endeudamiento externo en Nueva York marcó un hito en la historia económica del país ofreciendo los recursos necesarios para la ampliación del sistema de transporte nacional y dejando al país en condiciones de vulnerabilidad frente a la Gran Depresión que se desarrollaría en los años venideros.

5. La banca privada

La modernización del sector bancario fue también una de las recomendaciones de la Misión Kemmerer. La Ley 45 de 1923 estableció una regulación moderna para este sector (Triffin, 1944), pues la estabilización del sector

privado era también un objetivo en línea con el propósito de atraer capitales extranjeros al país.

En general, el período de la ‘danza de los millones’ se caracterizó por una fuerte expansión del sector bancario; sin embargo, este proceso de expansión vino acompañado de una concentración de la actividad bancaria en un número pequeño de instituciones con respecto a las que existían en el país para los primeros años de la década de 1920. Dentro de las actividades en las que los bancos podían participar, el negocio hipotecario fue el que lideró el crecimiento del sector, con un papel preponderante del Banco Hipotecario de Bogotá, Banco Hipotecario de Colombia y el Banco Agrícola Hipotecario.

En esta sección, se describirá el comportamiento del sector bancario durante el período de la ‘danza de los millones’. En primer lugar se resaltarán las principales limitaciones que la Misión Kemmerer identificó dentro del sector y las recomendaciones que fueron incluidas posteriormente en la Ley 45 de 1923; además, se presentará evidencia de su proceso de expansión y de su concentración en un número pequeño de instituciones.

5.1 Ley 45 de 1923

Dentro de la exposición de motivos de la Ley 45, la importancia de tener un sector bancario sólido y organizado se asociaba directamente con el progreso económico y la posibilidad de acceder a los mercados internacionales de crédito.

La estabilidad financiera de Colombia y su progreso económico en lo futuro exigen un sistema bancario sólido y bien organizado. Por otra parte, el éxito o fracaso del actual programa financiero del Gobierno, inclusive el establecimiento del Banco de la República y la colocación de empréstitos en el exterior, se hallan íntimamente ligados con el sistema bancario del país. (Exposición de motivos, Ley 45 de 1923)

Las dificultades identificadas en el sector bancario del país fueron las siguientes: (i) las facultades de los bancos eran demasiado amplias, incluyendo la participación en empresas del sector real y la posibilidad de realizar contratos de concesión para prestar servicios gubernamentales; (ii) el sistema de supervisión y control del sector bancario era desorganizado y con baja capacidad técnica; (iii) las estadísticas del sector bancario eran pobres y no ofrecían la información necesaria para hacerle un seguimiento adecuado; (iv) los activos de los bancos privados eran de baja liquidez y no existía una normatividad clara acerca de las inversiones que podían realizar los bancos; (v) las disposiciones acerca de la cantidad de capital que debían tener los bancos eran inadecuadas.

En respuesta a las dificultades anteriormente mencionadas, la Ley 45 realizó cambios profundos en la organización y regulación de la actividad bancaria en el país. Se creó la Superintendencia Bancaria y se regularizó el flujo de información al interior del sector con informes periódicos de las instituciones a la Superintendencia, además, se estableció la presentación del informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda con información detallada acerca de las actividades de cada uno de los bancos. En lo que se refiere al negocio bancario, se limitaron las actividades en las que podían participar los bancos comerciales, se definió un capital mínimo y se reguló el tipo de garantías que podían respaldar cada tipo de préstamo, también, se dieron instrucciones claras acerca del grado de liquidez de los activos en manos de los bancos.

Bajo este nuevo esquema regulatorio, el sector bancario vivió un período de gran expansión durante la segunda parte de la década de 1920, desempeñando un papel importante en la ‘danza de los millones’.

5.2 Comportamiento del sector bancario, 1924-1931

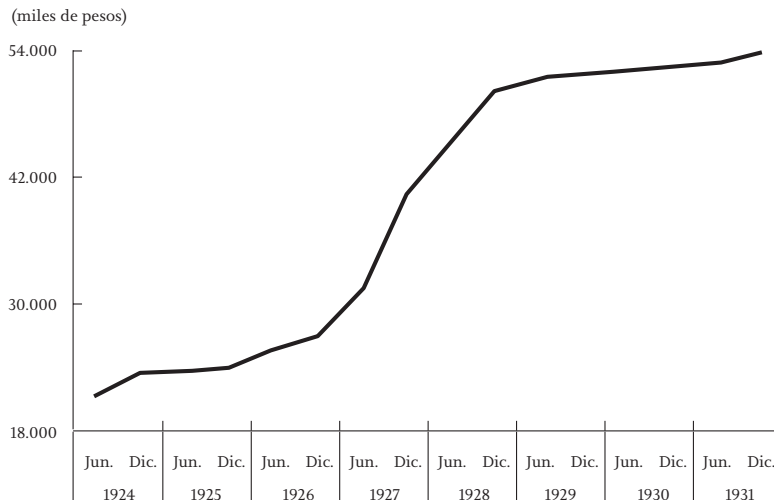
Como ya se mencionó, la década de los veinte se caracterizó también por ser un período de expansión del sector bancario. Según muestra el Gráfico 15, el capital y la reserva legal de los bancos en el país crecieron de manera consistente hasta diciembre de 1931. Aunque todo el período mostró una tendencia creciente, es claro que los mayores crecimientos del capital y la reserva legal se presentaron entre finales de 1926 y finales de 1928 con expansiones promedio de 21 % semestral. De hecho, los crecimientos anuales promedio entre 1924 y 1928 se ubicaron alrededor del 28 % anual, contrastando con el período 1929-1931 cuando estos fueron apenas del 2 % anual.

Vale la pena mencionar que el crecimiento del sector bancario en la época, estuvo liderado principalmente por bancos nacionales, los cuales nunca dieron cuenta por menos del 70 % de los activos del sector. De hecho, luego de la entrada en funcionamiento del Banco Agrícola Hipotecario en la segunda mitad de la década, los activos de los bancos nacionales pasaron a representar más del 80 % del total de las instituciones con operaciones en el país.

La Ley 45 estableció que los bancos podían dedicarse a actividades de préstamos comerciales, hipotecarios, tener secciones de ahorros y además realizar actividades fiduciarias. Aunque las diferentes actividades en las que los bancos podían participar crecieron durante el período, los préstamos hipotecarios fueron los que crecieron de forma más acelerada dentro del sector. Desde junio de 1924 hasta diciembre de 1929 los préstamos hipotecarios crecieron a una tasa de 43 % semestral; posteriormente, empezaron a decrecer a una tasa de

1,6 % semestral hasta el final del período de estudio (Gráfico 16). En el informe al ministro de Hacienda de 1932, el superintendente bancario resaltaba el fuerte crecimiento de los préstamos hipotecarios entre 1926 y 1929 aduciendo la facilidad en la colocación de cédulas hipotecarias en el país y en el exterior, pero destacaba que la desaceleración que había iniciado en 1929 se mantenía y que para 1932 se podía hablar de “una parálisis total de esta forma de crédito”.

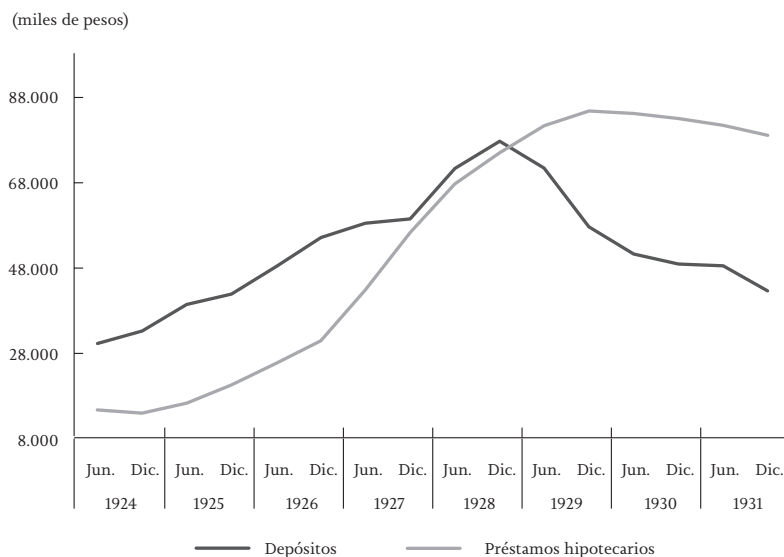
Gráfico 15
Capital y reserva legal del sector bancario (1924-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

Como se observa en el Gráfico 16, los depósitos de corto plazo reaccionaron mucho más rápido al deterioro de las condiciones económicas internacionales que los préstamos hipotecarios. Para finales de 1928, los depósitos de ahorro en los bancos del país habían alcanzado su máximo y empezaron una caída de 7,5 % semestral que derivó en que el monto de depósitos de ahorro para finales de 1931 se acercaba a los valores de finales de 1925. Es importante resaltar que el crecimiento de los bancos privados en el país no fue únicamente a nivel de activos y pasivos, de hecho, el período trajo también una expansión geográfica de la actividad bancaria en comparación con el panorama que se observaba a inicios de la década de los veinte.

Gráfico 16
Depósitos y préstamos hipotecarios (1924-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

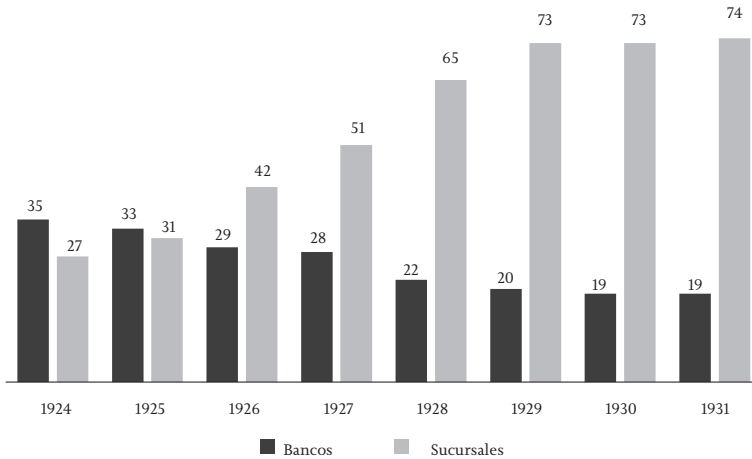
En 1931, 35 municipios del país tenían presencia directa de las instituciones bancarias del sector privado, ya fuera por medio de sedes, sucursales o agencias. En 1924 los municipios con presencia eran 26; entre los nuevos municipios que recibieron la presencia del sector bancario durante la segunda parte de la década de los veinte se incluye a Buga, Buenaventura y Tuluá, en la región Pacífica, además de Fredonia en Antioquia y Líbano en Tolima. Como se puede observar, todos estos municipios estaban asociados con actividades cafeteras o comerciales, lo que los hicieron atractivos para la llegada del sector financiero.

El proceso de crecimiento del sector bancario durante los años veinte vino acompañado de un aumento en la concentración de la actividad. Luego de la introducción de la Ley 45, un número importante de instituciones bancarias en el país desaparecieron o fueron absorbidas por otras. Como lo muestra el Gráfico 17, el número de bancos en 1924 era 35, el cual se fue reduciendo paulatinamente hasta llegar a 19 entidades bancarias entre nacionales y extranjeras

en el país para 1930 y 1931. En compás con la reducción en el número de instituciones, el proceso de crecimiento y expansión geográfica se apoyó en la apertura de sucursales y agencias en diferentes municipios del país.

El Gráfico 17 muestra cómo el número de sucursales se duplicó entre 1925 y 1928, al pasar de 31 a 65. Este proceso continuó hasta 1931, cuando el número de sucursales llegó a 74. Uno de los casos emblemáticos en esta dinámica de expansión a través de sucursales fue el Banco de Bogotá. En 1924 esta institución solo tenía presencia en la capital del país y en Girardot; en contraste, en 1931 el Banco de Bogotá tenía presencia en Bogotá, Girardot, Barranquilla, Barrancabermeja, Bucaramanga, Cali, Cúcuta, Honda, Ibagué, Medellín, Neiva, Pamplona, Pereira y Tunja.

Gráfico 17
Número de bancos y sucursales (1924-1931)

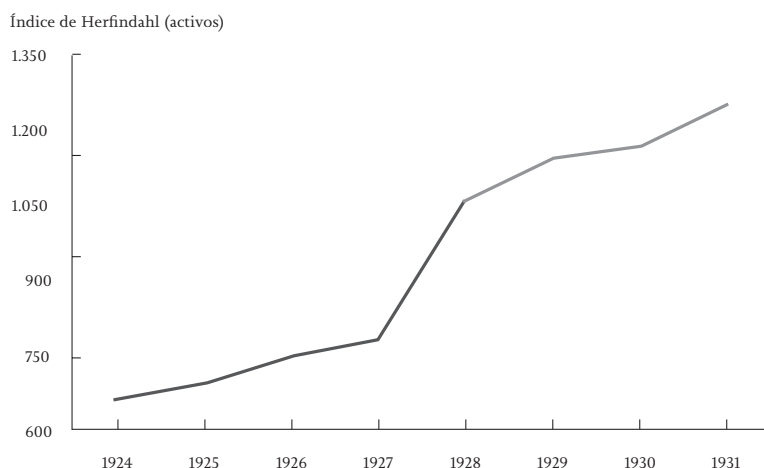


Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

La caída en el número de entidades y el proceso de expansión del sector bancario a través de sucursales y agencias, derivó en un incremento progresivo de la concentración del sector durante el período de estudio. El Gráfico 18 muestra el índice de Herfindahl con base en activos para el período 1924-1931. Se observa que aunque el sector jamás alcanzó niveles de un sector

altamente concentrado³⁶, en el transcurso del período pasó de ser un sector desconcentrado a uno con un nivel medio de concentración. Por lo menos dos fenómenos aportaron a que el sector tuviera un fuerte cambio en su nivel de concentración en 1927. El primero fue la desaparición de seis entidades bancarias entre 1927 y 1928, lo que incrementó la participación relativa de otras instituciones; el segundo fue el fuerte incremento de los activos de los bancos hipotecarios con operaciones en el país.

Gráfico 18
Índice concentración del sector bancario (activos, 1924-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

El Gráfico 19 muestra cómo la participación de los activos de los bancos hipotecarios dentro de los activos totales del sector, se duplicó entre 1926 y 1927. En particular, el Banco Agrícola Hipotecario y el Banco Hipotecario de Colombia aumentaron bastante sus activos, al pasar de representar el 4,3% y 5,7% del mercado en 1926 al 8,6% y 11,6% en 1927 respectivamente. De hecho, para

³⁶ Se entiende como sectores altamente concentrados aquellos con índices por encima de 2.500, valores entre 1.000 y 2.499 se consideran sectores de concentración media, y aquellos por debajo de 1.000 se consideran sectores desconcentrados.

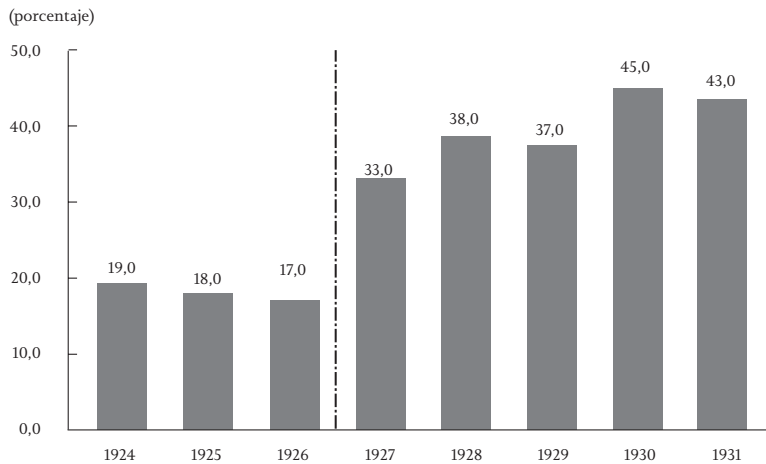
finales del período de estudio, los activos de los bancos dedicados al negocio hipotecario ya alcanzaban valores cercanos a la mitad de los activos totales del sector.

En resumen, el período de la ‘danza de los millones’ fue también un período de crecimiento del negocio bancario en el país. En conjunto con la creación del Banco de la República se introdujo la Ley 45 de 1923, la cual modernizó la actividad. Aunque las diferentes actividades del sector tuvieron tendencias crecientes durante la década de los veinte, el segmento hipotecario fue el que lideró el crecimiento; así mismo, este proceso de crecimiento vino acompañado de una concentración de la actividad en un número pequeño de bancos con participación mayoritaria de los bancos hipotecarios.

El período de expansión que caracterizó gran parte de la segunda mitad de la década de los veinte, y en el que el influjo de los recursos de capital tuvo un papel fundamental, se debilitó en 1929. La complicación de las condiciones macroeconómicas globales y el inicio de la Gran Depresión afectaron al país e impusieron nuevos retos luego de un período de abundancia.

Gráfico 19

Activos bancos hipotecarios/activos totales sector bancario (1924-1931)



Fuente: cálculos de los autores con base en informes del superintendente bancario al ministro de Hacienda.

6. La desaceleración y la Gran Depresión, 1929-1931

La depresión global ocurrida durante los primeros años de la década de los treinta fue sin duda uno de los eventos históricos más importante del siglo XX. La deflación generalizada en compás con la contracción en la producción global, marcó el fin de una época de expansión económica que se había extendido alrededor del globo en la segunda mitad de la década de los veinte.

Entre 1929 y 1933 la producción industrial de los Estados Unidos cayó 37 %, los precios 33 % y el PIB real 30 %. Además, el desempleo alcanzó el 25 % y se mantuvo por encima de 15 % el resto de la década (Temin, 1994). Aunque las explicaciones de los detonantes de la Gran Depresión han pasado por el manejo de la política monetaria, la caída de la Bolsa de Nueva York en 1929, el manejo del restablecido patrón oro, entre otros (Klinderberger, 1973), las consecuencias económicas globales fueron de proporciones escandalosas y América Latina no estuvo a salvo de ellas.

Desde 1929, las economías de la región vieron una fuerte desaceleración de su actividad con contracciones en los niveles de producto que se consolidarían entre 1930 y 1932. La caída en los precios mundiales de los bienes básicos de los que dependía una gran proporción de las exportaciones de la región, frenaron de manera súbita el ingreso de divisas que había caracterizado la segunda mitad de la década de los veinte, afectando además, los ingresos por aduanas que habían sido importantes en algunos países de la región como Colombia³⁷. Los mercados de crédito globales se fueron cerrando para los países latinoamericanos y la capacidad de pago se redujo de forma significativa dando inicio a una ola de incumplimiento de las obligaciones adquiridas durante la década previa.

El Cuadro 7 muestra el crecimiento promedio para un conjunto de países de América Latina, así como la fecha inicial de incumplimiento en los compromisos de deuda. Un primer hecho importante a resaltar es que Argentina no entró en incumplimiento en ningún momento durante el período; de hecho, Jorgensen y Sachs (1988) señalan que para 1934 solo Argentina³⁸, Haití y República Dominicana no habían dejado de cumplir sus compromisos de deuda. En contraste, los otros cuatro países incluidos cayeron en el incumplimiento de sus obligaciones entre 1931 y 1932.

³⁷ Jorgensen y Sachs (1988) resaltan que las caídas de entre 30 % y 40 % de los precios del café, el petróleo, trigo, entre otros, crearon serias dificultades para Colombia, Perú, Argentina y Bolivia.

³⁸ Los mismos autores se preguntan si el cumplimiento de las obligaciones por parte del Gobierno argentino tuvo como consecuencia un trato favorable en comparación a los otros países de la región en las décadas de los cincuenta y sesenta. No se encuentra evidencia de que los mercados internacionales de crédito hayan premiado el comportamiento de buen pago por parte del Gobierno argentino.

Cuadro 7
Crecimientos promedio y fecha inicial de incumplimiento

País	Crecimiento promedio 1929-1931	Fecha inicial de incumplimiento
Argentina	-4,73	No entró en impago
Brasil	-3,11	Octubre 1931 (moratoria parcial)
Chile	-6,86	Julio 1931
Colombia	0,38	Febrero 1932 (moratoria parcial)
Perú	-5,86	Mayo 1931

Fuente: fechas iniciales de incumplimiento (Marichal, 1989) y crecimiento promedio; cálculos de los autores con base en Maddison (2001).

En las fechas señaladas, Chile y Perú incumplieron el pago de intereses y amortización de la deuda, lo que fue seguido por otros incumplimientos en créditos de municipios y departamentos (provincias). Así mismo, Colombia y Brasil realizaron pagos parciales hasta 1935 y 1933 respectivamente, período durante el cual también se presentaron incumplimientos de municipios y departamentos.

Europa también vivió una ola de incumplimientos arrancando en 1932 con moratorias por parte de Hungría, Grecia, Bulgaria, y luego Alemania en 1933. La Gran Depresión, la caída en los precios de los bienes básicos y la contracción en los volúmenes globales de comercio, aumentaron el peso de las obligaciones adquiridas durante la década previa, generalizando los incumplimientos en América Latina y Europa (Lewis, 1938).

6.1 Colombia: finales de los años veinte e inicio de los años treinta

En 1929 las condiciones macroeconómicas globales empezaron a afectar a la economía colombiana. Los flujos de capitales hacia el país se detuvieron de manera súbita, situación que se complicó aún más en los años posteriores con la caída de los precios mundiales del café³⁹.

Desde 1928, el Gobierno nacional, en cabeza del ministro de Hacienda, había expresado su preocupación por la cantidad y eficiencia del gasto de los

³⁹ Ocampo (1994) señala que aunque se presentaron caídas en los precios internacionales de los bienes manufacturados que componían el grueso de las importaciones del país, los términos de intercambio se deterioraron ampliamente para el país.

recursos que estaban llegando a manos de departamentos y municipios. Como producto de estas preocupaciones, el Congreso aprobó la Ley 6 de 1928 con la cual se pretendía imponer una supervisión del Gobierno nacional sobre los propósitos de los créditos que los departamentos y municipios negociaran en el futuro.

Rippy (1931) señala que la ley generó serias reservas dentro de las autoridades norteamericanas, quienes por medio de una circular especial emitida a finales de 1928 criticaron las medidas tomadas. Esta circular, lanzó una señal de alarma frente a la capacidad de pago sobre la deuda adquirida no solo por los municipios y departamentos, sino también por el Gobierno nacional. El aumento de las dudas sobre la solvencia financiera del país para cumplir con sus obligaciones, en adición a la estruendosa caída de la Bolsa de Nueva York en 1929, fueron los eventos que marcaron el cierre de los mercados financieros internacionales para el país. Los presidentes Abadía Méndez y Olaya Herrera trataron de conseguir recursos de largo plazo entre finales de los veinte y principios de los treinta en los Estados Unidos; sin embargo, estos esfuerzos fueron infructuosos (Ocampo, 1994).

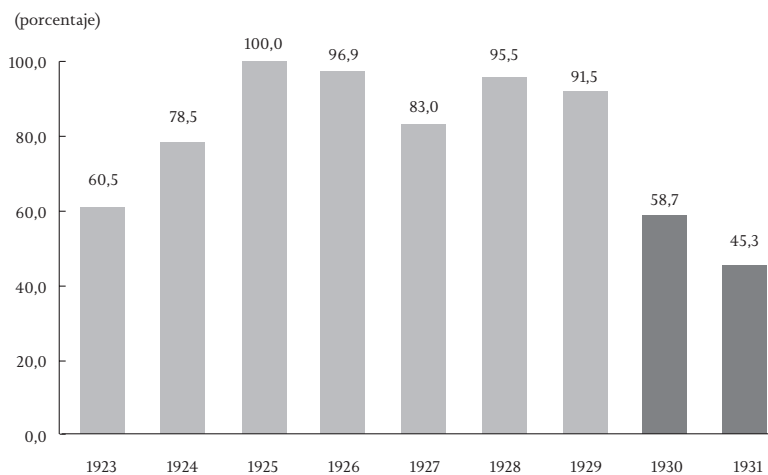
La otra gran fuente de recursos del país para cumplir con sus obligaciones de deuda y realizar las compras externas eran los ingresos cafeteros. Con las exportaciones cafeteras representando en promedio alrededor del 75 % de las exportaciones totales del país en la década de los veinte y con un nivel de precios que alcanzó su promedio máximo anual en 1925 (22,3 centavos de dólar por libra), el boom cafetero de los años veinte había trazado otra fuente fundamental de recursos para la expansión de la economía colombiana. En 1929, el estado de São Paulo no contó con los recursos para continuar con el plan de intervención del precio del café, hecho que en conjunto con la depresión global derivó en una caída estruendosa de los precios internacionales del producto. En promedio, para 1930 y 1931 los precios de la libra de café de Colombia se encontraban un 52 % por debajo de los que se habían observado en los años de *boom* (Gráfico 20) disminuyendo los ingresos del país. Este efecto se extendió a la caída de las importaciones, y por tanto, de los ingresos producto de la tributación externa, que habían representado una de las principales fuentes de recursos fiscales durante gran parte de la década de los veinte.

Para 1930 y 1931 los ingresos de tributación externa se redujeron de forma significativa, cayendo a valores que estaban un 32 % por debajo de los ingresos máximos que se habían obtenido entre 1928 y 1929. Como se observa en el Cuadro 8, el valor de las importaciones había crecido 27,7 % promedio anual entre 1925 y 1928, al alcanzar valores promedio de USD 207,5 millones⁴⁰, no

⁴⁰ Precios de 1950.

obstante este valor se vio reducido a USD 150,2 millones entre 1929 y 1931, lo que representó una caída promedio anual de 27%.

Gráfico 20
Índice de precios del café



Fuente: con base en Greco (2002), año base 1925.

Cuadro 8
Importaciones

	1925-1928	1929-1931
Valor de las importaciones (millones de dólares)	207,5	150,2
Crecimiento anual (porcentaje)	27,7	-27,0
Quantum de importaciones (1925 = 100)	141,0	102,1

Fuente: cálculos de los autores con base en Greco (2002), Cuadro 12.3.

Los primeros años de la Gran Depresión dieron por terminada la ‘danza de los millones’ y el boom económico en que se había visto envuelto el país durante gran parte de la década de los veinte. En una perspectiva regional, las complicaciones no fueron exclusivas del país e inclusive en términos de crecimiento económico las contracciones del producto colombiano fueron mínimas en contraste con algunas caídas estruendosas en otros países de la región. Sin

embargo, Colombia fue el país que vio el crecimiento más acelerado de los recursos de crédito provenientes de los Estados Unidos durante la década de los veinte y el cambio de las condiciones globales marcó también que los montos de deuda acumulada como proporción de algunas variables macroeconómicas, se disparara.

El Cuadro 9 muestra el promedio entre el monto total de deuda externa y el PIB, las exportaciones de bienes y los ingresos tributarios totales para los períodos 1925-1928 y 1929-1931. El cambio en estas razones para los dos subperíodos es dramático, la deuda pasó a representar más del doble de lo que representaba con respecto al PIB y los ingresos tributarios totales, poco menos que el doble sobre las exportaciones de bienes.

Cuadro 9
Deuda externa total sobre algunos indicadores

	1925-1928 (porcentaje)	1929-1931 (porcentaje)
Deuda/PIB	15,6	37,4
Deuda/Exportaciones	118	234
Deuda/Ingresos tributarios	198	454

Fuente: PIB, Cepal (1957, Cuadro 1). Deuda (Echavarría, 1982). La deuda total incluye las obligaciones con todos los acreedores y se suma la de municipios, departamentos, bancos y Gobierno nacional.

Los números contenidos en el Cuadro 9 comprueban las dificultades macroeconómicas a las que se enfrentó el país luego del fuerte endeudamiento de los años veinte. Los primeros años de la Gran Depresión llevaron los montos de deuda totales a proporciones altas con respecto a los ingresos del país; sin embargo, aún bajo este escenario adverso el país tardó en entrar en moratoria y fue solo hasta los primeros meses de 1932⁴¹ cuando el Gobierno colombiano informó que solo seguiría pagando los intereses sobre la deuda garantizada por el Gobierno nacional⁴².

⁴¹ Echavarría (1982) discute cuáles pudieron ser las razones que retardaron la moratoria total para el país en los primeros años de la Gran Depresión.

⁴² Ocampo (1994) resalta cómo solo hasta 1935 Colombia suspendió todos los pagos asociados con la deuda de largo plazo.

6.2 La segunda Misión Kemmerer

En un contexto global complicado, con los primeros efectos de la Gran Depresión haciéndose sentir en la región, el recién elegido presidente Olaya Herrera contactó al profesor Kemmerer para llevar a cabo una segunda misión en el país. La decisión de contratar una nueva misión, y en particular de encargar al profesor Kemmerer de la misma, fue incentivada y aplaudida por diferentes sectores e instituciones nacionales. El Banco de la República, a través de su gerente Julio Caro, se mostró complacido con la venida de una nueva misión y destacó el perfil de Kemmerer como la persona idónea para liderarla.

Como lo señalan Ibáñez y Meisel (1990), los primeros contactos del presidente Olaya con Kemmerer no fueron muy exitosos ya que este insistía en que los temas que aquejaban la administración pública colombiana no eran su especialidad, sin embargo, terminó por aceptar la conformación de la misión y su participación como director de la misma.

La Misión llegó al país en el segundo semestre de 1930 y luego de algunos meses de trabajo, presentó sus propuestas. En general, se sugerían cambios leves sobre las instituciones que se habían creado como consecuencia de la primera misión en 1923. Sánchez (1994) señala que aunque había diferentes puntos de vista sobre las reformas que se requerían para superar las dificultades económicas en las que se encontraba el país, existía cierto consenso en que era necesario ampliar la capacidad de emisión del Banco de la República y de los bancos privados, pero manteniéndose dentro del patrón oro.

Las principales reformas relacionadas con el Banco de la República que se derivaron de las recomendaciones de la misión fueron las leyes 73 de 1930, 57 de 1931 y 80 de 1931. La Ley 73 de 1930 se concentró en una serie de medidas que pretendían aumentar la capacidad de emisión del banco y la liquidez del mercado para enfrentar el proceso de caída generalizada de los precios que había iniciado en 1929. Dentro de los cambios más llamativos, se incluyó la reducción del 60 % al 50 % de la reserva de oro de los billetes del Banco de la República; asimismo, los requisitos de encaje de los bancos privados se redujeron del 50 % al 40 % para cuentas corrientes y del 25 % al 20 % para depósitos a término, además los bancos miembros del Banco de la República estaban facultados a mantener solo la mitad de este requisito. Finalmente, se aprobó que el Banco de la República pudiera realizar préstamos con vencimientos no mayores a noventa días a los bancos miembros por un máximo de 15 % sobre su capital y reservas. Esto último, en adición al 30 % que había quedado establecido en la Ley 25 de 1923.

Por otro lado, la Ley 82 de 1931 reformó la Ley Orgánica del Banco de la República de 1923 e incrementó en dos el número de miembros de la Junta Directiva del Banco, pasando de diez a doce. Los nuevos representantes serían miembros de los sectores agrícolas y comerciales y además el ministro de Hacienda pasó a ser miembro pleno de la Junta. Estos cambios no pasaron desapercibidos e inclusive tuvieron oposición por parte del gerente del Banco

de ese momento, quien señaló que estas modificaciones a la Ley 25 de 1923 debían contar con el consentimiento de la Junta ya que modificaban el contrato original de fundación del Banco.

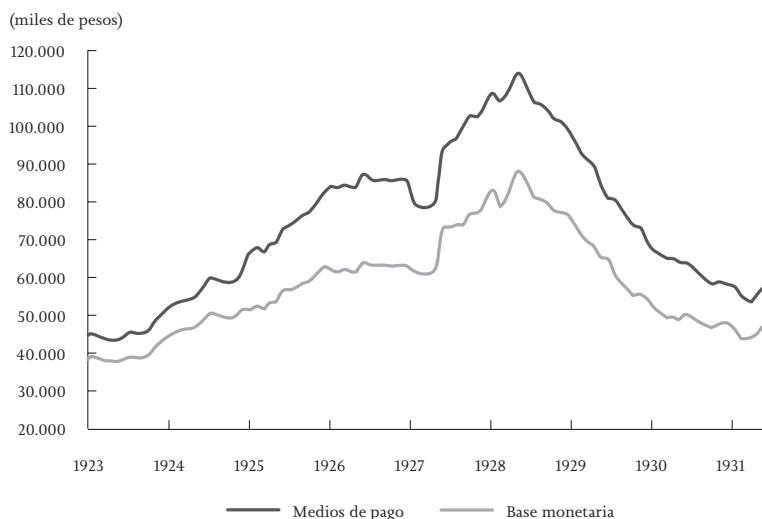
El incremento de la participación del Gobierno en la Junta Directiva del Banco de la República fue sustentado por la Misión, dado que esta institución era de gran interés público y como depositario de la confianza nacional debía tener en su Junta Directiva representantes de los intereses nacionales, quienes estaban representados de la mejor manera en el Gobierno nacional.

7. Política monetaria e inflación entre 1923 y 1931

Durante los primeros años de funcionamiento del Banco de la República, los medios de pago (M) presentaron una tendencia creciente hasta alcanzar su máximo en noviembre de 1928, al sumar COP 114,2 millones. La tasa de crecimiento mensual promedio de M entre 1923 y 1928 se ubicó en 1,45 %, con una fuerte aceleración desde octubre de 1927 hasta finales de 1928.

Como se observa en el Gráfico 21, el comportamiento de M estuvo guiado especialmente por la base monetaria (BM), la cual también presentó una

Gráfico 21
Medios de pago y base monetaria



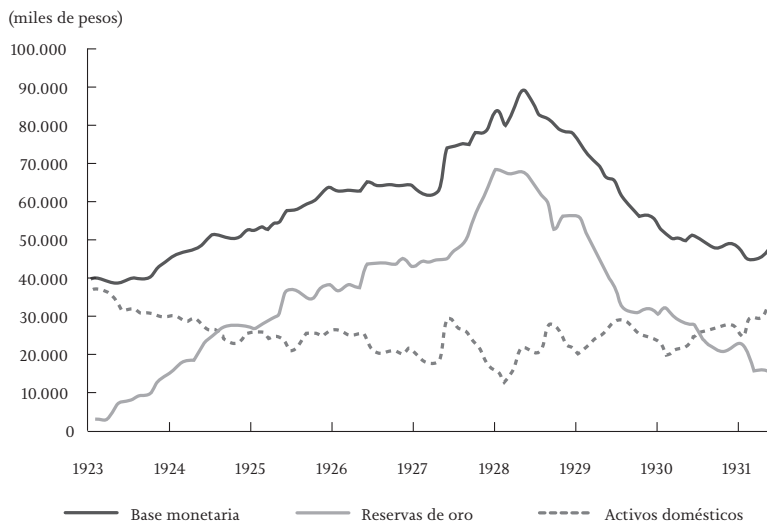
Fuente: apéndice 2 (Sánchez, 1994).

tendencia creciente hasta finales de 1928. Por otro lado, el período observado evidenció un leve crecimiento en el multiplicador monetario (m), el cual pasó de 1,14 promedio en los primeros meses posteriores a la creación del Banco de la República a 1,32 en 1928, cuando los medios de pago alcanzaron su máximo en el período. Bajo el esquema del patrón oro que estableció la Misión Kemmerer, el rol de la política monetaria era eminentemente pasivo y la cantidad de dinero circulante estaba atada al comportamiento de las reservas de oro.

El boom de los precios internacionales del café, sumado al fuerte endeudamiento externo que llegó al país entre 1923 y 1928 y la compensación pagada por los Estados Unidos asociada a la separación de Panamá en 1903, dieron un fuerte impulso a las reservas de oro. Entre 1923 y 1928 estas reservas crecieron de forma acelerada, pasando de 2,6 millones a 66,7 millones, con un crecimiento promedio mensual de 5,7% entre julio de 1923 y noviembre de 1928 (Gráfico 22).

Gráfico 22

Base monetaria, reservas de oro y activos domésticos



Fuente: apéndice 2 (Sánchez, 1994).

Por otro lado, los activos domésticos que componen la otra fuente de la base monetaria presentaron una tendencia decreciente hasta finales de 1928.

Así pues, el fuerte crecimiento de los medios de pago entre la fundación del Banco y el nivel máximo alcanzado en noviembre de 1928 estuvo impulsado por el crecimiento de la base monetaria, la cual se vio impulsada de manera determinante por la acumulación de reservas de oro. La pasividad de la política monetaria bajo el patrón oro aseguró que la fuerte acumulación de reservas se reflejara en el crecimiento de los medios de pago durante el *boom* que vivió el país en gran parte de la década de los veinte.

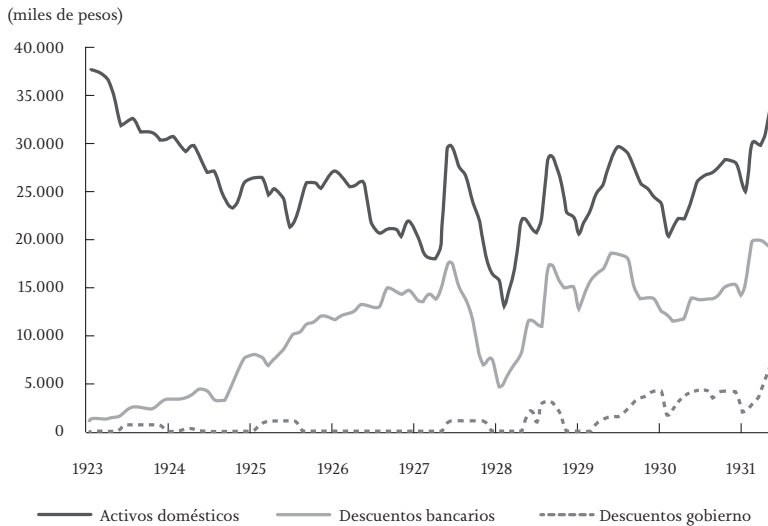
Por el lado de los activos domésticos, estos estaban compuestos principalmente por los descuentos a los bancos privados, los pasivos no monetarios y la moneda de tesorería compuesta por las cédulas y notas del Gobierno que existían antes de la fundación del Banco. En primer lugar, es importante señalar que los activos asociados con el Gobierno nacional se contrajeron durante todo el período, pasaron de 36,9 millones en julio de 1923 a 20 millones a finales de 1928. Por el contrario, el crecimiento de los descuentos a los bancos privados fue muy importante hasta principios de 1927, cuando alcanzó su pico de 14,6 millones en marzo de 1927, hecho que fue seguido por una contracción hasta finales de 1928. El Gráfico 23 muestra entonces que la participación de los bancos privados en el recién creado Banco de la República fue importante; asimismo, la poca participación de los descuentos al Gobierno en el período revela que la idea de Kemmerer de un banco con baja intervención del Gobierno fue un hecho que se mantuvo hasta 1931⁴³.

El cierre de los mercados internacionales de crédito para el país en 1929, además de la fuerte contracción de los precios internacionales del café, causó dificultades macroeconómicas. En términos monetarios, el fuerte impacto que las reservas de oro habían tenido sobre la expansión de los medios de pago hasta finales de 1928 se revertió, ya que entre enero de 1929 y diciembre de 1931 estas pasaron de USD 61,4 millones a USD 13,7 millones, fenómeno que se trasladó a una fuerte contracción de la base monetaria y por tanto de los medios de pago.

Los gráficos 21 y 22 (pp. 76 y 77) muestran cómo luego de la gran expansión de las reservas, la base y los medios de pago que se habían observado hasta finales de 1928, la contracción producida por el cambio en las condiciones económicas globales fue dramática. El patrón oro probó ser un perfecto transmisor de las deterioradas condiciones globales y el país sufrió un fuerte choque monetario negativo que en conjunto con las dificultades de índole fiscal, dieron por terminado el auge que el país había atravesado en la segunda parte de la década.

⁴³ Ocampo (1994) señala que la rigidez del patrón oro y su poca flexibilidad en el otorgamiento de créditos al Gobierno manifestaba claramente el deseo de no volver a repetir las experiencias desafortunadas en términos monetarias del pasado.

Gráfico 23
Activos domésticos, descuentos a bancos y Gobierno



Fuente: apéndice 2 (Sánchez, 1994).

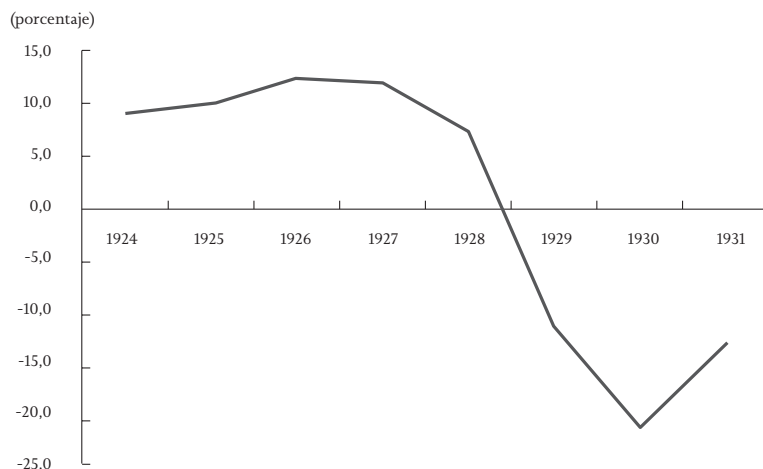
7.1 Inflación

El Gráfico 24 presenta las variaciones del índice de precios de materiales de construcción para el período 1924-1931. En promedio, los precios aumentaron 10 % anual entre 1924 y 1928, para luego contraerse por tres años consecutivos entre 1929 y 1931, cayendo 15 % promedio anual.

El crecimiento de los precios durante el boom que vivió el país no pasaba desapercibido para el Gobierno nacional. En la *Memoria de Hacienda al Congreso* de 1928 se hacía referencia al comportamiento de los precios como una consecuencia natural de la fuerte expansión de los medios de pago que se había vivido desde la creación del Banco de la República.

¿Cómo pretender que no haya inflación monetaria en un país que, de un momento a otro, pasa de una circulación exigua a una abundante provisión de numerario, y de un estado de crédito casi insignificante a otro de recursos prácticamente ilimitados? (*Memoria de Hacienda al Congreso*, 1928).

Gráfico 24
Variaciones del índice de precios de materiales de construcción

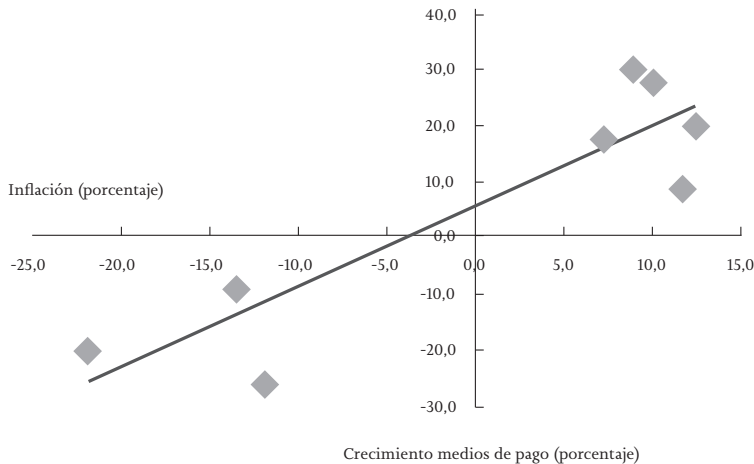


Fuente: Greco (2002).

No hay duda que el crecimiento de M fue un factor fundamental en el crecimiento de los precios entre 1923 y 1928. Pasar de 44,5 millones a 114,2 millones en solo cinco años en una economía como la colombiana generaba presiones de demanda que se verían reflejadas en los precios. El Gráfico 25 muestra un diagrama de dispersión entre las tasas de inflación y el crecimiento porcentual interanual de los medios de pago entre 1924 y 1931. Se observa claramente que aquellos años con mayores expansiones de M estuvieron también acompañados de las mayores variaciones de precios, además, se observa que la fuerte contracción producida a finales de 1929 en M se acompañó de caídas significativas en el nivel de precios⁴⁴.

⁴⁴ Bernanke y James (1990) muestran que aquellos países que se encontraban bajo el patrón oro fueron los que sufrieron las mayores contracciones de precios durante la 'deflación global'.

Gráfico 25
Inflación vs. crecimiento de los medios de pago



Fuentes: Inflación (Greco, 2002) y crecimiento de M1 (Sánchez, 1994).

La explicación de la inflación como un fenómeno que estuvo ligado al crecimiento de los medios de pago bajo el patrón oro, no es la única que se ha considerado. De hecho, durante la época se presentó un debate acerca de los orígenes del incremento en los precios. Mientras Carlos Uribe señalaba el origen monetario del crecimiento de los precios y acusaba al Banco de la República de hacer un mal manejo de los asuntos monetarios, Alfonso López exponía la inflación como el producto natural de un fuerte crecimiento de la demanda efectiva y una alta inelasticidad de la agricultura para responder a este fenómeno.

Como lo señala Meisel (1990b), la endogeneidad de la oferta monetaria bajo el patrón oro dejaba poco margen de acción al Banco de la República. El comportamiento de las reservas y por ende de la base y de los medios de pago, estaba determinado por el sector externo. En un período de *boom* externo, era inevitable para el país, el crecimiento de M y por tanto de la inflación.

8. Conclusiones

El período de la ‘danza de los millones’ es sin duda uno de los más interesantes y atractivos de la historia económica de Colombia en el siglo XX. La coin-

cidencia de eventos que marcaron la historia económica mundial, con una época de expansión económica y modernización de las instituciones económicas del país, hacen de este, un momento de vital importancia para comprender el devenir económico colombiano.

Un contexto macroeconómico global caracterizado por la recuperación de las economías desarrolladas luego de la Primera Guerra Mundial, y el levantamiento y consolidación de los Estados Unidos como el nuevo líder en los mercados globales de capital, marcaron la primera parte del período de estudio. La necesidad de Colombia de modernizar su infraestructura de transporte y de poder participar activamente en la revitalizada economía global, requirió que el país llevara a cabo reformas a sus finanzas públicas y estabilizara su sistema monetario. En este marco, la llegada de la Misión Kemmerer y la posterior fundación del Banco de la República, fueron un paso fundamental para que el país pudiera acceder a los mercados globales de capital.

El crecimiento económico entre 1923 y 1927 fue uno de los más altos del siglo en el país y estuvo acompañado de un ambicioso proceso de expansión de la infraestructura de transporte, en especial ferrocarriles. Este proceso absorbió una parte importante de los recursos que ingresaron al país por cuenta del endeudamiento externo y de la indemnización americana y derivó en la extensión en más de 1.000 km de la red ferroviaria nacional. El auge terminó en 1929 y la desaceleración económica global y la posterior Gran Depresión tuvieron sus consecuencias en el país.

Entre 1929 y 1931 el crecimiento económico del país se revirtió luego de los excelentes números mostrados durante gran parte de la década de los veinte; asimismo, los precios se contrajeron fuertemente mientras los mercados globales de capital se cerraron para el país. Aunque Colombia se vio en dificultades, los efectos de la Gran Depresión fueron relativamente pequeños en contraste con otras economías de la región, y el país que había sido uno en los que el crecimiento del endeudamiento había sido extraordinario, logró salir relativamente ileso del colapso de la economía global.

El período de la ‘danza de los millones’ fue, por lo tanto, una época en la que el país se vio envuelto en los vaivenes de la economía mundial, experimentó el nacimiento de muchas de las instituciones que han sido protagonistas del desempeño económico del último siglo y vivió los beneficios y consecuencias de una bonanza de recursos.

Referencias

Aldcroft, D. H. (1977). *From Versailles to Wall Street*. London: Allan Lane.

- Avella, M. (2004). "Antecedentes históricos de la deuda externa colombiana. De la Paz Británica a la Paz Americana", en *Revista de Economía Institucional*, núm. 11, pp. 157-206.
- Banco Mundial (2002). "Private Capital Flows in Historical Perspective", en *Global Development Finance*, pp. 119-139.
- Bejarano, J. A. (1994). "El despegue cafetero 1900-1928", en Ocampo, J. A. (ed.), *Historia económica de Colombia*, pp. 173-207.
- Bernal, J. (1984). "Las finanzas del sector público central en los años veinte y treinta en Colombia", en *Coyuntura Económica*, vol. XIV, núm. 2, junio, 1984, pp. 129-167.
- Bernanke, B.; James, H. (1990). "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison", NBER Working Papers 3488, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bloomfield, A. (1963). "Short-Term Capital Movements under the Pre-1914 Gold Standard", en *Princeton Studies in International Finance*, núm. 11. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, N. J.
- Caballero, L. "El Banco de la República", en *El Tiempo*, 23 de julio (1923).
- Cepal (1957). *Análisis y proyecciones del desarrollo económico. III El desarrollo económico de Colombia. Anexo estadístico*, México.
- Dalgaard, B. (1980). "Monetary Reform, 1923-1930: A Prelude to Colombia's Economic Development", en *The Journal of Economic History*, vol. 40, núm. 1, pp. 98-104.
- Drake, P. W. (1989). *The Money Doctor in the Andes. The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Durham and London: Duke University Press
- Drake, P. W. (2013). "Kemmerer y la creación de los bancos centrales en los países andinos", en *Banco de la República: 90 años de la Banca Central en Colombia*, Bogotá, Banco de la República.
- Echavarría, J. J. (1982). "La deuda externa colombiana durante los 20's y 30's: Algunas enseñanzas para el presente", *Coyuntura Económica*, junio.
- Eichengreen, B. (2003). *Capital Flows and Crisis*. Cambridge: MIT Press.
- Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2da. ed., Princeton University Press.
- Feinstein, C. H.; Temin, P.; Toniolo, G., (2008). "The World Economy between the World Wars", OUP Catalogue, Oxford University Press.
- Greco (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá, Banco de la República.
- Herranz-Loncán, A., (2014). "Transport Technology and Economic Expansion: The Growth Contribution of Railways in Latin America Before 1914", en *Revista de Historia Económica*, Cambridge University Press, vol. 32, núm. 1, pp. 13-45, marzo.

- Ibáñez, J. E.; Meisel, A. (1990). "La segunda misión Kemmerer", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*. Bogotá, Banco de la República.
- Jorgensen E.; Sachs, J. (1988). "Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period", en Eichengreen, B. y Lindert, P. H. *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. MA: MIT Press.
- Junguito, R.; Rincón, H. (2007). "La política fiscal en el siglo XX en Colombia", en *Economía colombiana del siglo XX. Un análisis cuantitativo*. Banco de la República y Fondo de Cultura Económica, Bogotá.
- Klinderberger, C. (1973). *The World In Depression, 1929-1939*, Berkeley, CA: University of California Press.
- Lewis, C. (1938). *America's Stake in International Investments*. Washington, D. C.: Brookings Institution.
- Maddison, A. (2001). *The World Economy: A Millennial Perspective*. Paris, OCDE.
- Marichal, C. (1989). *A Century of Debt Crises in Latin America. From Independence to the Great Depression, 1820-1930*. Princeton: Princeton University Press.
- Meisel, A. (1990). "La creación del Banco de la República y las teorías sobre banca central. ¿Por qué 1923?", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*. Bogotá, Banco de la República.
- Meisel, A. (1990b). "La creación del Banco de la República y sus primeras reformas", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República.
- Meisel, A.; Ramírez, M. T.; Jaramillo, J. (2014). "Too Late but Profitable: Railroads in Colombia during 1920-1950", en *Borradores de Economía*, núm. 838, Bogotá, Banco de la República.
- Meltzer, A. H. (2003). *A History of the Federal Reserve*, vol. 1, 1913-1951 Chicago: University of Chicago Press.
- Ministerio de Hacienda. *Memorias del Ministerio de Hacienda al Congreso, 1923-1931*.
- Ocampo, J. A. (1994). "Crisis mundial y cambio estructural 1929-1945", en Ocampo, J. A. (ed.). *Historia económica de Colombia*, pp. 209-242.
- Pachón, A.; Ramírez, M. T. (2006). *La infraestructura de transporte en Colombia durante el siglo XX*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica.
- Palyi, M. (1972). *The Twilight of Gold, 1914-1936*. Chicago: Regnery.
- Patiño Roselli, A. (1981). *La prosperidad a debe y la Gran Crisis, 1915-1935*. Banco de la República, Bogotá.
- Rippy, F. (1931). *The Capitalists and Colombia*. Nueva York, The Vanguard Press.
- Ritschl, A. (2012). "Reparations, Deficits, and Debt Default: The Great Depression in Germany", CEP Discussion Papers No. 1149, Centre for Economic Performance, LSE.

- Sánchez, F. (1994). "Moneda y política monetaria en Colombia 1920-1939", en Sánchez, F. (comp.). *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*. Tercer Mundo Editores y Fedesarrollo.
- Seidel, R. N. (1972). "American Reformers Abroad: The Kemmerer Missions in South America, 1923-1931", en *The Journal of Economic History*, vol 32, núm. 2, pp. 520-545.
- Superintendencia Bancaria. *Informe del superintendente bancario al ministro de Hacienda*, números de 1924 a 1932.
- Temin, P. (1994). "The Great Depression", NBER Historical Working Papers 0062, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Triffin, R. (1944). *Money and Banking in Colombia's Federal Reserve System*, Federal Reserve System
- Twomey, M. (1983). "The 1930's Depression in Latin America: A Macro Analysis", *Explorations in Economic History*, vol. 20, pp. 221-247.

Anexos

Cuadro A1
Ingresos por aduanas

Aduanas	1925	1926
Arauca	26,55	58,88
	0,0%	0,1%
Barranquilla	33.125,07	42.853,45
	51,6%	54,2%
Buenaventura	9.930,20	12.828,65
	15,5%	16,2%
Cartagena	11.624,60	13.887,35
	18,1%	17,6%
Cúcuta	1.645,88	1.750,48
	2,6%	2,2%
Ipiales	9,44	7,71
	0,0%	0,0%
Orocué	1,77	2,33
	0,0%	0,0%
Puerto Asís	0,27	0,28
	0,0%	0,0%
Puerto Córdoba	0,15	0,68
	0,0%	0,0%
Riohacha	184,06	114,65
	0,3%	0,1%
Santa Marta	2.092,73	1.774,23
	3,3%	2,2%
Tumaco	666,19	1.080,62
	1,0%	1,4%
Oficinas de encomiendas	4.846,10	4.703,97
postales	7,6%	5,9%

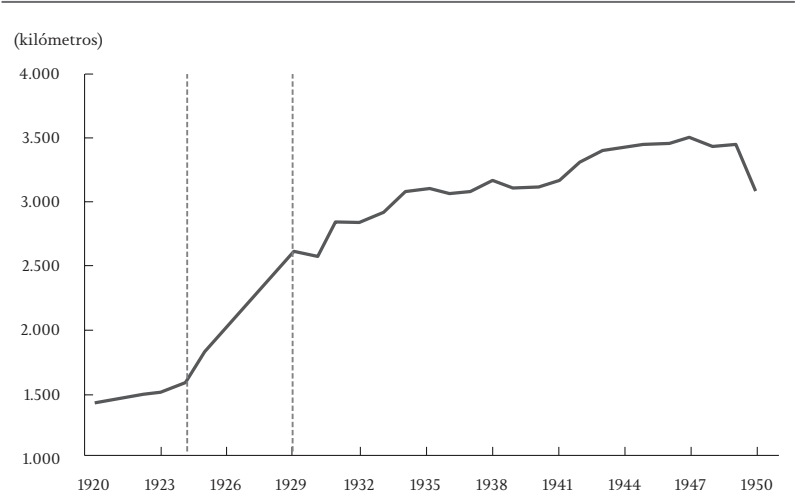
Fuente: Memoria del Ministerio de Hacienda al Congreso, 1926.

Cuadro A2
Préstamos obtenidos en el período 1923-1929
(millones de pesos de 1950)

Prestatario	Cuantía	Fecha	Plazo (años)	Interés
República de Colombia	10.000.000	Ago. 1926	..	5,5
	25.000.000	Sep. 1927	33	6
	35.000.000	Mar. 1928	33	6
Banco Agrícola Hipotecario	3.000.000	May. 1926	20	7
	3.000.000	Feb. 1927	20	7
	5.000.000	Oct. 1927	20	6
	5.000.000	Abr. 1928	20	6
Departamento de Antioquia	3.000.000	Oct. 1925	20	7
	6.000.000	Abr. 1926	20	7
	3.000.000	Oct. 1926	20	7
	820.250	Nov. 1926	20	8
	2.500.000	Feb. 1927	20	7
	4.000.000	Jul. 1927	30.5	7
	4.000.000	Nov. 1927	30.5	7
	3.750.000	Feb. 1928	20	7
	4.350.000	Jun. 1928	30	7
Departamento de Caldas	6.000.000	Mar. 1926	20	7,5
	4.000.000	Nov. 1926	20	7,5
	200.000	Ago. 1927	19	6
Departamento del Valle	4.500.000	Sep. 1928	20	7
	2.500.000	Oct. 1926	20	7,5
	1.500.000	Jul. 1927	20	7,5
Departamento de Cundinamarca	3.000.000	Dic. 1926	20	7
	750.000	Inicios 1928	..	..
	12.000.000	Jun. 1928	30	6,5
Departamento del Tolima	2.500.000	Ene. 1928	20	7
Barranquilla	500.000	Ago. 1925	10	7
	500.000	Dic. 1925	15	8
	500.000	Ene. 1927	20	8
Bogotá	6.000.000	Oct. 1924	31	8
	2.700.000	Jul. 1927	20	6,5
Cali	2.000.000	Jul. 1927	20	7
	635.000	May. 1927	20	7
Medellín	3.000.000	Jun. 1924	25	8
	3.000.000	Ene. 1927	25	7
	9.000.000	Jun. 1928	26	6,5

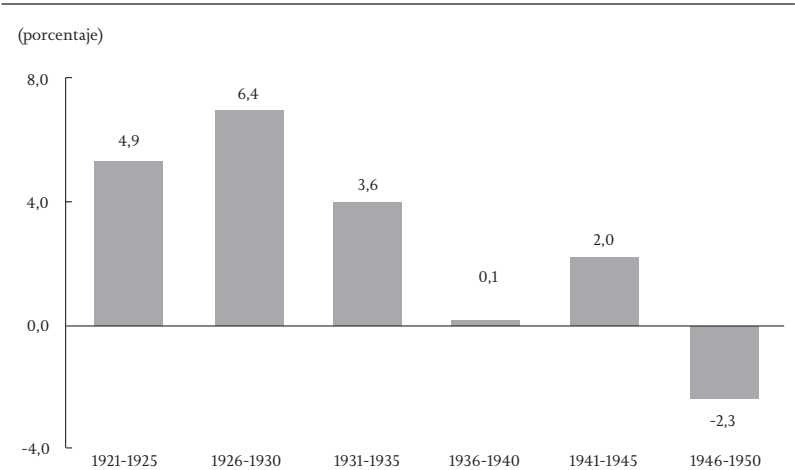
Fuente: tomado de Rippey (1931).

Gráfico A1
Longitud de los ferrocarriles en Colombia: 1920-1950



Fuente: Pachón y Ramírez (2006), Cuadro I.2A.

Gráfico A2
Tasa promedio de crecimiento de la red colombiana de ferrocarriles: 1920-1950



Fuente: cálculos con base en Pachón y Ramírez (2006).

Capítulo 3

Las políticas del Banco de la República durante un auge entre dos crisis, 1930-1951

Adolfo Meisel Roca
Juliana Jaramillo Echeverri

Los autores agradecen los comentarios de Carlos Brando, Jaime Bonet, María Modesta Aguilera y Javier Pérez.

En este capítulo se estudia la actividad del Banco de la República entre 1930 y 1951, un período de grandes cambios y choques económicos diversos, tanto internos como externos, en el que los efectos de la Gran Depresión dominaron los primeros años. Se muestra cómo la recuperación de Colombia ante ese choque fue bastante rápida, pues ya en 1932 el producto interno bruto (PIB) crecía de nuevo. Al inicio, el Banco de la República fue muy ortodoxo en sus políticas, apegándose estrictamente al patrón oro; luego, se alejó de la ortodoxia al abandonar dicho patrón, devaluó el peso y expandió el crédito al Gobierno nacional. No obstante, desde mediados de la década de los treinta el Banco retornó a políticas monetarias bastante ortodoxas, pero sin restablecer el patrón oro. Cabe señalar que entre 1950-1951 se adelantó una política antiinflacionaria drástica, con la imposición de un tope al crecimiento de la cartera bancaria; como veremos, se trató de un inmenso error de política con graves consecuencias para el crecimiento económico.

Además de los temas monetarios, en el capítulo se discuten las nuevas funciones que adquirió en esta época el Banco de la República por solicitud del Gobierno nacional o por voluntad propia; nos referimos a: la administración por parte del Banco de las Salinas, los bienes incautados a los ciudadanos del Eje durante la Segunda Guerra Mundial, algunas minas de esmeralda, la apertura de la biblioteca Luis Ángel Arango y el Museo del Oro.

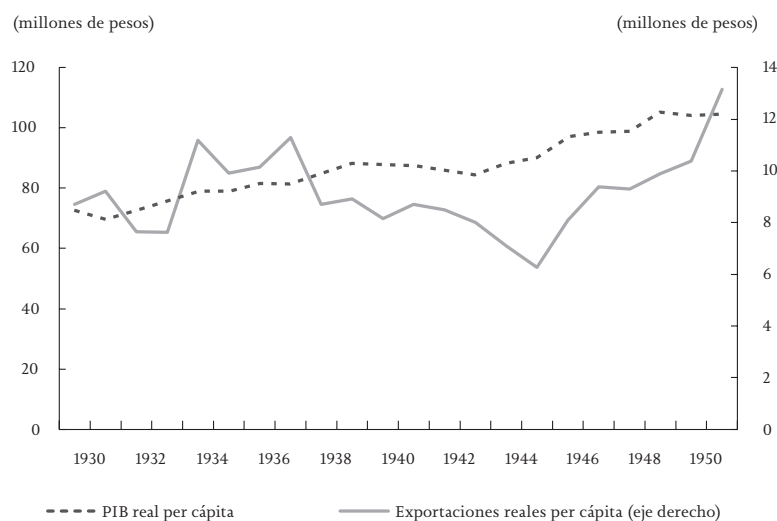
1. Desempeño económico global

El período 1930-1951 transcurrió entre dos crisis económicas, una de origen externo (la Gran Depresión), y otra generada localmente por una equivocada política monetaria en 1950-1951. Además, cerca de la mitad del período estudiado se presentó otra crisis de origen externo como consecuencia de las restricciones a las importaciones que causó la Segunda Guerra Mundial. Sin embargo, la economía colombiana superó rápidamente estas tres crisis y logró retomar pronto la senda del crecimiento; como resultado, en términos

de crecimiento global el balance de dicho período es positivo, sobre todo en el contexto de una desaceleración de la economía regional y mundial.

El PIB real per cápita de Colombia creció a una tasa anual promedio de 2,03%; esto representó una desaceleración con respecto al período anterior (1906-1929), cuando el PIB per cápita real creció a una tasa anual promedio de 3,38%; sin embargo, dado que el contexto internacional era de crisis, fue un resultado bastante positivo. En efecto, durante los años de la Gran Depresión el PIB per cápita real colombiano solo cayó en 1930 y 1931; ello se debió, en gran parte, al buen desempeño de las exportaciones reales per cápita, que se expandieron entre 1930 y 1951 al 1,58 % promedio anual (Gráfico 1).

Gráfico 1
PIB per cápita y exportaciones reales per cápita (pesos de 1975)



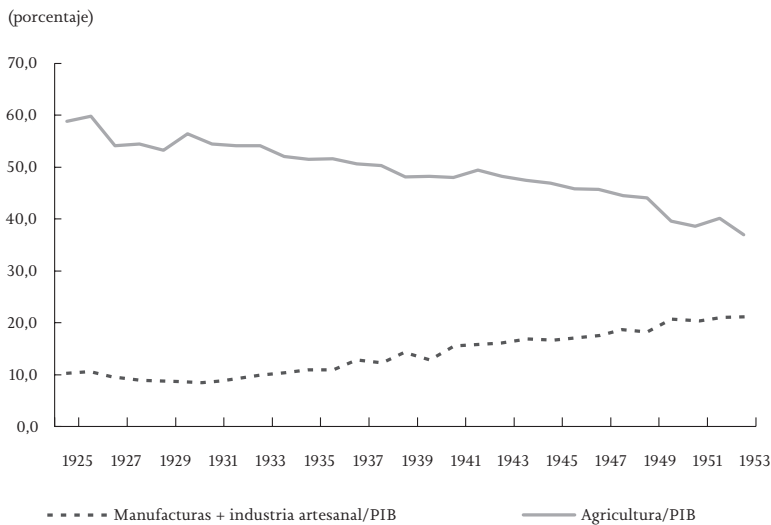
Fuente: Greco (2002), anexo estadístico.

Si bien entre los años 1932 a 1939 el PIB per cápita real creció a buen ritmo, entre 1940 y 1943, es decir, durante los primeros años de la guerra, este cayó en -0,1%, -0,49%, -1,93% y -1,73 %, respectivamente, debido al choque de oferta negativo que representó para el sector productivo nacional el desabastecimiento de materias primas en razón de las restricciones del transporte

marítimo que produjo el conflicto mundial. Como resultado de esas restricciones de oferta, las importaciones colombianas cayeron en términos reales.

Aunque el sector exportador ayudó a que el crecimiento económico en el período que analizamos fuera favorable, un factor adicional relevante fue el cambio estructural que representó la industrialización por sustitución de importaciones. En efecto, la industria pasó de representar el 9 % del PIB en 1930 al 21 % en 1951. En contraste, el sector agropecuario se contrajo del 56 % del PIB al 39 %, en el mismo período (Gráfico 2).

Gráfico 2
Participación porcentual de los sectores industrial y agrícola en el PIB de Colombia



Fuente: Cepal (1957, Cuadro 1).

El desempeño de la industria colombiana durante estos años se destacó en el contexto latinoamericano. De acuerdo con los índices presentados por los historiadores económicos Bertola y Ocampo (2012, p. 151), entre 1929 y 1945 la industria colombiana creció más que la de Brasil, México, Argentina, Chile y Perú, resultados muy favorables, especialmente si se considera que desde mediados de los treinta, como consecuencia del auge exportador cafetero, el peso

colombiano se estaba revaluando contra el dólar estadounidense. El rápido cambio tecnológico en la industria fue lo que permitió la expansión del sector en un contexto de revaluación del peso.

2. Comportamiento de las principales variables monetarias

En los años cubiertos en este capítulo se observan cinco subperíodos claramente delimitados: tres de crisis (1930-1931, 1940-1943, 1950-1951) y dos de prosperidad (1932-1939 y 1944-1949). Ello se reflejó en el comportamiento de los principales indicadores monetarios, tales como la oferta monetaria, la base monetaria, las reservas internacionales, la tasa de inflación y la cartera de los bancos.

La Gran Depresión tuvo repercusiones negativas limitadas en Colombia en parte porque las exportaciones de café presentaron un comportamiento aceptable en esos años. También, porque la industria nacional tuvo un buen desempeño, lo cual compensó en gran medida la desaceleración del impulso exportador. En un principio la reacción del Banco de la República ante la crisis económica internacional fue la de mantenerse dentro de la más estricta ortodoxia del patrón oro, limitándose a defender la convertibilidad del peso por oro a una tasa fija, continuar pagando la deuda externa y no ampliar el cupo de crédito al Gobierno nacional; es decir, una posición de tipo pasivo. Dentro de esa ortodoxia el ajuste ocurría en buena medida por la vía de la deflación, como se observó en el período 1929-1932, cuando los precios cayeron 11,7 %, 21,7 %, 13,4 % y 19,6 %, respectivamente (Meisel, 1990, pp. 270-295).

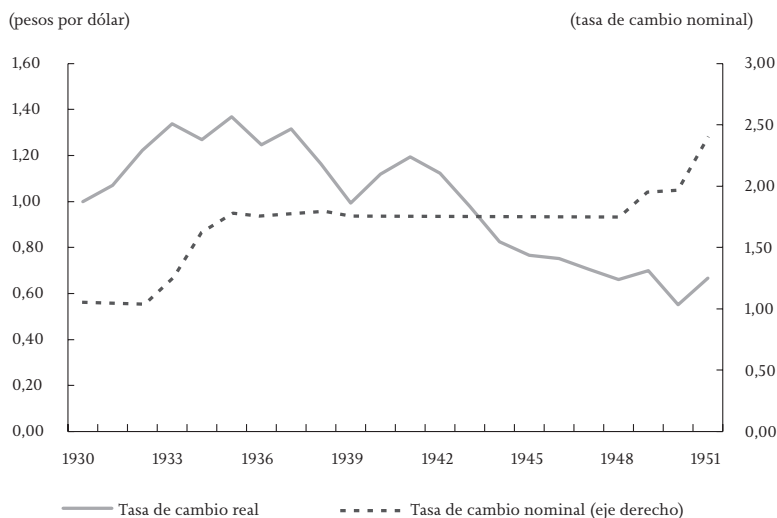
Como resultado de una caída de los precios en Colombia mayor que en los Estados Unidos, la tasa de cambio real peso-dólar se redujo en el período 1930-1932. La devaluación real fue de 27,4 %, si se compara la tasa de cambio promedio real de 1929 con la de 1932. Sin embargo, a finales de 1931 se abandonó el patrón oro y en 1933 y 1934 el Banco de la República devaluó el peso con respecto al dólar de los Estados Unidos, en términos nominales 19,1 % y 30,4 %, respectivamente. Debido a esa devaluación nominal, el peso se devaluó en términos reales 54,2 %, lo cual ayudó a la recuperación económica, pues le otorgó mayor competitividad a las exportaciones colombianas y estimuló el crecimiento del sector industrial y agropecuario. Después de 1934 la tasa de cambio nominal se mantuvo fija hasta que en 1948 y 1951 se devaluó el peso nuevamente en 11,4 % y 28,0 %, respectivamente, con el fin de revertir la revaluación que se observaba desde mediados de la década de los treinta (Gráfico 3).

La economía colombiana se recuperó temprano de la Gran Depresión y desde 1932 el PIB per cápita real empezó a crecer. Esa expansión económica

duró hasta 1940, cuando las restricciones al comercio exterior que acarreó la Segunda Guerra Mundial se reflejaron en una enorme caída de las importaciones. Como resultado del desabastecimiento de insumos que el país no producía, la actividad económica se frenó y el PIB per cápita real cayó todos los años entre 1940 y 1943. Al respecto, el gerente del Banco de la República comentó lo siguiente en su Informe (1941-1942) a la Junta Directiva de esta institución:

[...] la suspensión de las importaciones de diversos elementos indispensables en la vida nacional, tiene que ser motivo de honda preocupación para las autoridades y los ciudadanos. La falta de vehículos automóviles y sus accesorios y repuestos, especialmente llantas, asume particular gravedad [...]. La escasez de hierro y de otros elementos de edificación, tiende a paralizar el activo movimiento de construcciones que se venía realizando en las principales ciudades del país, y empieza a crear en ellas el problema del desempleo obrero. (Caro, 1942, p. 26)

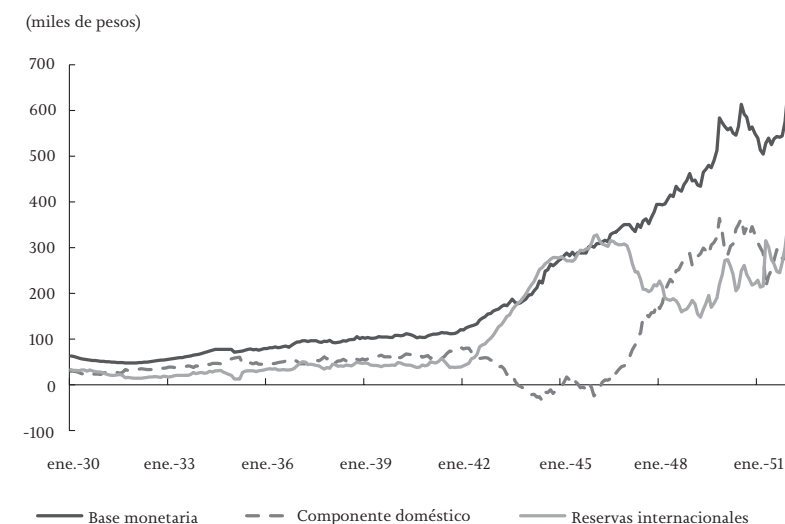
Gráfico 3 Tasa de cambio real vs. tasa de cambio nominal



Nota: la tasa de cambio real ha sido calculada como: $(TCN \cdot CPI) / IPC$. CPI (Consumer price index), consultado el 15 de julio de 2015, capturado de: <http://www.measuringworth.com/usdpi/>. IPC (índice de precios al consumidor) elaborado con índice del promedio del costo en el país de algunos artículos alimenticios (1923-1937) y empalmado con índice del costo de quince artículos alimenticios de primera necesidad en el país (1937-1951). Tomado de: Revista del Banco de la República, varios números.
Fuente: Tasa de cambio nominal (TCN): Banco de la República (1990).

Debido a que las exportaciones tuvieron buen desempeño en ese período y no se podía importar casi nada, las reservas internacionales de Colombia aumentaron de forma significativa; por consiguiente, la manera como las autoridades evitaron que el exceso de reservas se tradujera en una gran inflación fue por medio de la contracción del componente doméstico de la base monetaria durante esos años (Gráfico 4).

Gráfico 4
Base monetaria, componente doméstico y reservas internacionales
(pesos corrientes)



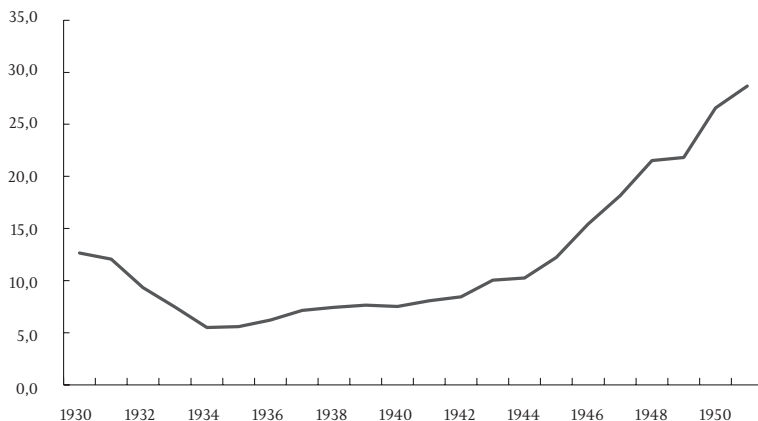
Fuente: Banco de la República (1990).

Desde 1944 la economía colombiana retomó la senda del crecimiento y los años que transcurrieron entre 1944 y 1949 fueron de un crecimiento acelerado del PIB real per cápita; no obstante, alrededor de esa época la cartera bancaria total empezó a aumentar en términos absolutos y como porcentaje del PIB, resultado del incremento acelerado en la cartera de los bancos comerciales (Gráfico 5). En 1946 el superintendente bancario señaló que el crédito bancario era el culpable principal del aumento en la oferta monetaria y, por lo tanto, de la inflación (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1965).

Gráfico 5

Participación de la cartera bancaria total en el PIB

(porcentaje de participación)



Fuentes: Banco de la República, *Informe del Gerente a la Junta Directiva*, julio de 1946 a junio de 1951; Cepal (1957), anexo estadístico.

El 20 de septiembre de 1950, en la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República, el gerente manifestó su preocupación por la cartera de los bancos comerciales y su posible efecto en el alza de los precios (Ilustración 1).

De acuerdo con esto, el 22 de septiembre el gerente presentó un memorando con las medidas tendentes a aminorar los efectos inflacionistas del crédito bancario. Entre las recomendaciones estaban: estabilizar la cartera de los bancos comerciales, elevar los encajes, alza del tipo de redescuento, depósitos oficiales, entre otras. La Junta acogió las medidas sugeridas por el gerente sobre estabilización de la cartera de los bancos comerciales, centralización de los depósitos oficiales en el Banco de la República, ahorros y relación capital y pasivo (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1969). En el acta 1967 se lee:

El señor Ministro de Hacienda manifiesta que ha tratado sobre el particular con el Excelentísimo Señor Presidente de la República, quien considera necesario señalar el límite de la cartera bancaria en la forma sugerida, ya que tal medida no implicaría ningún retroceso y por el contrario se permitiría un prudente margen de expansión.

Al respecto observa que el doctor Lauchlin Currie estima conveniente tal medida para el futuro desarrollo del plan que ha presentado el Gobierno, el cual fallaría en sus cálculos si continúa la expansión del medio circulante. (27 de septiembre)

Ilustración 1

Acta núm. 1965, 20 de septiembre de 1950

5371

ACTAS DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPUBLICA — BOGOTÁ

IV - CARTERA BANCARIA.— El señor Gerente pone en conocimiento de la Junta los datos sobre el monto de la cartera de los bancos comerciales en 31 de agosto pasado, que arrojan un total de \$ 589'911.000 y los compara con los del mes anterior que ascendían a \$ 559'589.000, registrándose para la última fecha indicada un aumento de algo más de \$ 30'000.000 en el curso del mes de agosto.

Sobre las causas y efectos de la apreciable alza ocurrida en ese renglón, se desarrolla un prolongado debate en el que los señores directores exponen sus puntos de vista acerca de las posibles medidas que podrían adoptarse para detener el incremento del medio circulante o el de contrarrestar sus efectos perturbadores en la economía del país.

El señor Ministro de Hacienda pone de presente la preocupación del Gobierno por el alto costo de la vida y la necesidad de que se adopten medidas encaminadas a detener el ritmo ascendente de los precios. Sugiere que la Asociación Bancaria estudie y proponga las soluciones para llevar a cabo un acuerdo entre los bancos comerciales y buscar por ese medio que la cartera de los mismos no continúe elevándose en forma tan apreciable y evitar que el Gobierno se vea precisado a tomar ciertas medidas extremas, en su campaña contra el costo de la vida, tales como la de establecer impuestos sobre los dividendos de acciones y las ganancias ocasionales.

Fuente: Junta Directiva del Banco de la República (1950).

El 28 de septiembre se realizó una reunión con el ministro de Hacienda, el gerente del Banco de la República y los gerentes de las instituciones afiliadas con los objetivos de estudiar el tema de crédito bancario y su incidencia sobre el costo de vida, y de que el Banco presentara una propuesta para estabilizar el monto de las carteras de los establecimientos comerciales mediante un acuerdo interbancario. El ministro de Hacienda, en representación del Gobierno,

apoyaba la medida y, según se lee en el acta del 29 de septiembre, “Considera el señor Ministro que se hace indispensable, como medida inmediata, el señalamiento de un tope de la cartera bancaria a un nivel igual o ligeramente superior, v. g., \$600.000.000, al registrado el 31 de agosto último” (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1968) (Ilustración 2). También se expresaron diferentes posiciones por parte de los representantes de los bancos.

Ilustración 2

Acta núm. 1968, 29 de septiembre de 1950

El señor Siegert declara que el Banco Comercial Antioqueño acoge con entusiasmo el plan expuesto, pero que debe observar que en los días corridos del mes en curso y debido a la atención de necesidades imperiosas de crédito la cartera de su establecimiento ha aumentado en cerca de \$ 15.000.000 y sugiere que el tope se fije con base en la posición que registre el 30 de septiembre.

El doctor del Corral, a su turno, da cuenta de que la demanda actual de crédito es sin duda muy alta, principalmente por razón del pago de impuestos directos y de importaciones.

En vista de esto, a su juicio, el señalamiento del tope al nivel de 31 de agosto impondría una contracción de consecuencias seguramente inconvenientes.

Fuente: Junta Directiva del Banco de la República (1950).

Finalmente, después de oídas las opiniones de cada representante de los bancos, se llegó a la siguiente conclusión (Ilustración 3):

Ilustración 3

Acta núm. 1968, 29 de septiembre de 1950

Cada uno de los bancos comerciales representados en esta reunión se obliga, a partir del 1^o de octubre de 1950, a mantener el monto total de las operaciones que figuran contabilizadas en los renglones de “préstamos y descuentos” y “deudores varios” de su respectivo establecimiento, a un nivel que en ningún caso podrá sobrepasar el registrado para tales renglones, el día 30 de septiembre en curso.

Este nivel podrá mantenerse hasta el 31 de diciembre de 1950, pero siendo el propósito lograr que el 31 de enero de 1951 se halle reducido a una cuantía por lo menos igual a la alcanzada el 31 de agosto de 1950.

Si en esa época, o antes, se presentaren u observaren circunstancias económicas diferentes a las que hoy prevalecen, podrán ser revisadas y modificadas las líneas de crédito aquí señaladas.”

Fuente: Junta Directiva del Banco de la República (1950).

Sin embargo, en la reunión del 4 de octubre el gerente le informó a la Junta la decisión del Banco Industrial Colombiano de Medellín de abstenerse de firmar el convenio interbancario sobre la estabilización de las carteras comerciales. Luego de la discusión, el ministro recordó que este convenio sustituía otras medidas, tales como la elevación de los encajes y el alza de la tasa de interés, e indicó que si alguna de las entidades no contribuían con la cooperación necesaria el Gobierno tendría que adoptar otras medidas para lograr obtener los propósitos buscados (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1969). En la sesión de la Junta del 6 de octubre se le informó a esta acerca de las opiniones del Banco Industrial, en la que persistía la negativa de vincularse al acuerdo. El gerente de dicha institución expuso sus motivos, entre los cuales precisó que:

[...] podría perjudicar a los accionistas de la institución que representan. Destacó asimismo que la situación del Banco Industrial es diferente a la de otros bancos y que desde su fundación ha mantenido una prudente política de crédito controlando el crecimiento de su cartera. [...] observó, además, que la publicidad del acuerdo produjo en Medellín alguna lentitud en los pagos por parte de los deudores. (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1970)

Pero esa información no coincidía con la suministrada por otros bancos, los cuales indicaron que el movimiento había sido normal. La decisión de la Junta del Banco de la República fue tomar la siguiente medida:

Estabilícense los cupos de redescuento de los bancos comerciales afiliados a los límites vigentes en esta fecha. Lo anterior se entiende sin perjuicio de que puedan aumentar los redescuentos —siempre que la cartera del respectivo banco no haya subido del límite en 30 de septiembre último— para atender a necesidades diferentes del otorgamiento de préstamos. Esta decisión regirá por el término del reciente acuerdo inter-bancario sobre estabilización de carteras. Al solicitar el servicio de redescuento, el Banco de la República podrá exigir a la Oficina Principal de los bancos comerciales que hagan una declaración en que conste que no se han excedido del límite global de su cartera en 30 de septiembre. (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1970)

Luego de varias reuniones con los directivos del Banco Industrial, en la reunión de la Junta del 11 de octubre se informó que esa entidad había resuelto suscribir el acuerdo interbancario (Junta Directiva del Banco de la República, 1970, acta 1971).

En la reunión del 29 de noviembre se empezaron a comentar algunas preocupaciones de los miembros de la Junta Directiva sobre la situación económica del país (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1971) (Ilustración 4).

Ilustración 4

Acta núm. 1971, 29 de noviembre de 1950

IV - SITUACION MONETARIA - Nuevamente se ocupan los señores Directores del análisis de la situación monetaria, que estiman debe seguirse con sumo cuidado, pues parece presentar síntomas de contracción que no convendría dejar que se acentuaran.

Se prevé que, de continuar la tendencia descendente anotada, sería preciso tomar algunas medidas compensatorias, entre ellas el señor director Villaveces sugiere para la segunda quincena de diciembre, una baja transitoria de un 4 o 5% en el encaje de los Bancos afiliados, anotando que si se trata de dirigir la política monetaria, sería ineludible hacer uso de facultades actuales como la fijación de encaje bancario, y que en este evento es preferible iniciar el movimiento en sentido descendente, porque en esta forma se va acostumbrando al público y a las instituciones afiliadas a la movilidad de encajes. Otros directores, entre ellos el doctor del Corral, anotan que debentomarse medidas como la distribución de los depósitos oficiales consignados en el Banco de la República, punto sobre el cual se recuerda nuevamente la conveniencia de la expedición del proyecto de decreto en estudio. En todo caso se acuerda unánimemente esperar las cifras en 30 de noviembre para definir con base en ellas, la política que debe seguirse en diciembre, sin perder de vista que la situación internacional puede marcar un cambio fundamental de la situación presente.

El señor Ministro manifiesta que deberían tenerse estudiadas fórmulas de rápida aplicación que impidieran el resurgimiento de una fuerte tendencia inflacionista, que podría ser causada por la afluencia de divisas y la imposibilidad de efectuar importaciones en caso de extenderse la guerra internacional; como punto de estudio para esta ocurrencia, propone la facultad de ordenar a los Bancos el mantenimiento de un encaje o sobre-encaje en monedas extranjeras.

El señor Ministro de Hacienda presenta en seguida un proyecto de decreto que tiende a que operen en la práctica las sanciones en caso de desencaje de los Bancos afiliados, disponiendo que éstos pagarán un interés del 12% anual sobre los defectos de encaje legal consolidado. La Junta expresa su acuerdo con la anterior iniciativa.

Asimismo, se resuelve convocar a mediados del mes de diciembre a los Bancos signatarios del pacto sobre topes de cartera, para cambiar puntos de vista sobre la situación.

Fuente: Junta Directiva del Banco de la República (1950).

Ya para el 13 de diciembre era notoria la reducción de la cartera, y en el acta núm. 1986 (Junta Directiva del Banco de la República, 1950) se señala (Ilustración 5):

Ilustración 5

Acta núm. 1986, 13 de diciembre de 1950

Medios de pago en circulación que muestran un descenso de \$15'000.000, aproximadamente, con respecto al mes anterior, al quedar en \$1.042'026.000.- La cartera de los bancos comerciales se redujo alrededor de \$8'000.000, quedando en \$616'000.000 en números redondos, sin incluir la cartera de la Caja de Crédito Agrario; los depósitos en cuenta corriente de los mismos bancos comerciales se mantuvieron más o menos al mismo nivel - de octubre pasado, es decir en \$577'905.000. Las anteriores cifras indican reducción de la cartera y de los depósitos bancarios, al compararlos con las cifras de septiembre último, a lo que se agrega la posibilidad de que esta tendencia continúe y se haga exageradamente fuerte por causa del retiro estacional de fondos de fin de año. Por tanto, el señor Gerente considera que es el caso de estudiar alguna medida transitoria que com - pense los efectos restrictivos de la baja estacional aludida.

El señor director Villaveces se manifiesta partidario de que en esta misma sesión se reduzca el encaje de las instituciones afiliadas, medida que les permitirá mantener durante el mes de diciembre un ritmo normal de créditos. De otra manera fácilmente se verían obligados a efectuar una restricción de crédito un poco fuerte y a intensificar el cobro de cartera. El señor Ministro de Hacienda manifiesta que él no tendría inconveniente en votar la medida propuesta, siempre que quedara claramente establecido y entendido que ella será de carácter temporal, y que al vencerse el plazo, automáticamente y sin nuevas prórrogas las instituciones bancarias tendrán que acogerse al porcentaje de encaje actualmente en vigor.

Después de un detenido cambio de ideas entre los señores Directores, se resuelve unánimemente, con el voto expreso favorable del señor Ministro de Hacienda, autorizar una reducción de cinco puntos en el encaje que deben tener las Instituciones afiliadas, para las exigibilidades a la vista o antes de 30 días, autorización que sólo tendrá vigencia del 15 de diciembre en curso, al 9 de enero próximo, inclusive.

A partir del 10 de enero, las instituciones bancarias afiliadas, deberán ajustar nuevamente su encaje a los porcentajes que hoy rigen.

Fuente: (Junta Directiva del Banco de la República, 1950).

En la reunión del 20 de diciembre se presentan las respuestas de los bancos con respecto a la propuesta de reducir temporalmente el encaje de las exigibilidades a la vista que debían mantener las entidades bancarias. Varios bancos expresaron que les parecía acertada dicha medida.

El 10 de enero de 1951:

Informa el señor Gerente que en la reunión de banqueros celebrada recientemente, se convino en conservar los límites de las carteras bancarias, en el mismo nivel que tenían el 30 de septiembre del año pasado. Asimismo, se acordó que en el próximo mes de marzo o antes

si fuere necesario, se efectuará una nueva reunión. (Junta Directiva del Banco de la República, 1951, acta 1991)

Así, en la reunión de la Junta del 16 de marzo de 1951, el ministro informa que se reunió con los banqueros para conocer la opinión que estos tenían con respecto al nuevo régimen cambiario y la política de crédito sobre límites de cartera:

Añade el señor Ministro que en general todos los banqueros encontraron conveniente el plan de cambios, y en cuanto al crédito bancario se mostraron partidarios de conservar por ahora los mismos límites que tenía la cartera en septiembre del año pasado, para estudiar próximamente más a fondo este problema. (Junta Directiva del Banco de la República, 1951, acta 2012)

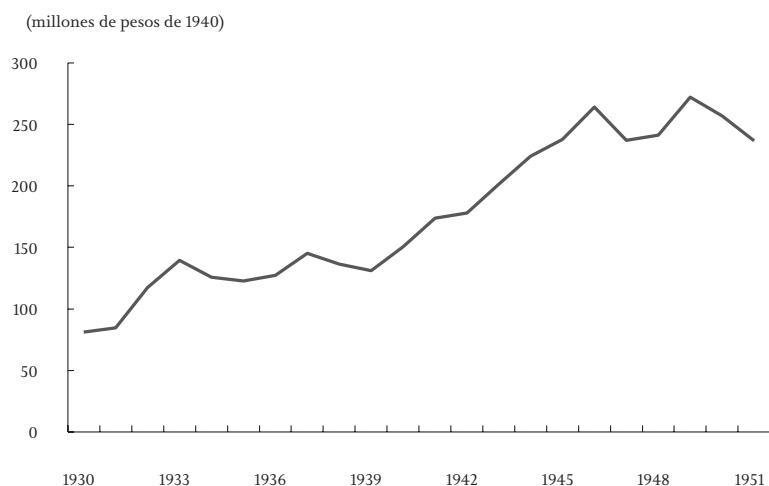
Sin embargo, el 11 de abril se presentó una carta de la Federación Nacional de Comerciantes en la que transcriben la proposición aprobada por la Asamblea General de Afiliados y se solicita al Gobierno nacional y a los bancos del país la supresión del tope de cartera bancaria (Junta Directiva del Banco de la República, 1951, acta 2018). De igual manera, el 27 de abril se discute si sería o no conveniente pensar en suprimir el límite acordado para la cartera bancaria, pues esto contribuiría a crear un ambiente de optimismo en momentos en que existía cierta inquietud en algunas zonas económicas del país, que la atribúan al tope de cartera (Junta Directiva del Banco de la República, 1951, acta 2023). Luego de la discusión se determinó:

- a) Eliminación total del tope de cartera y adopción de los cupos de crédito a que se ha hecho referencia.
- b) Aumento del 5 % sobre dicho límite, combinándolo con el señalamiento de los cupos.
- c) Celebración del acuerdo de carácter privado entre los tres bancos de mayor capital, de acuerdo con lo sugerido por el señor Villaveces.

En 1950 la inflación alcanzó a ser de 20,5 %. Los préstamos bancarios habían aumentado 36,8 % entre diciembre de 1949 y septiembre de 1950 (Álvarez, 1951, p. 25). La decisión de las autoridades económicas de frenar el aumento en la inflación a través de un ‘pacto de caballeros’, que congeló la cartera bancaria en el nivel que tenía el 30 de septiembre de 1950, llevó a que esta cayera en términos nominales 5,2 % entre septiembre de 1950 y junio de 1951 (Ángel, 1951, p. 180). Si se tiene en cuenta la inflación en igual período, la caída de la cartera bancaria en términos constantes fue del orden del 20 %. Ello se reflejó en una reducción drástica en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria

real, que pasó de 9,6 % en 1949 a 0,7 % en 1950 y -9,0 % en 1951 (Gráfico 6). Esa contracción fue suficiente para llevar a una caída del PIB per cápita.

Gráfico 6
Oferta monetaria real, 1930-1951



Fuente: Revista del Banco de la República, varios números; cálculos de los autores.

La caída de la oferta monetaria real en 1951 fue el resultado de uno de los peores errores en la historia monetaria de Colombia. Como la economía tenía hasta ese momento un buen crecimiento económico, el frenazo sorpresivo a la oferta monetaria en 1950-1951 llevó a una recesión. Sobre el tema diría el gerente del Banco:

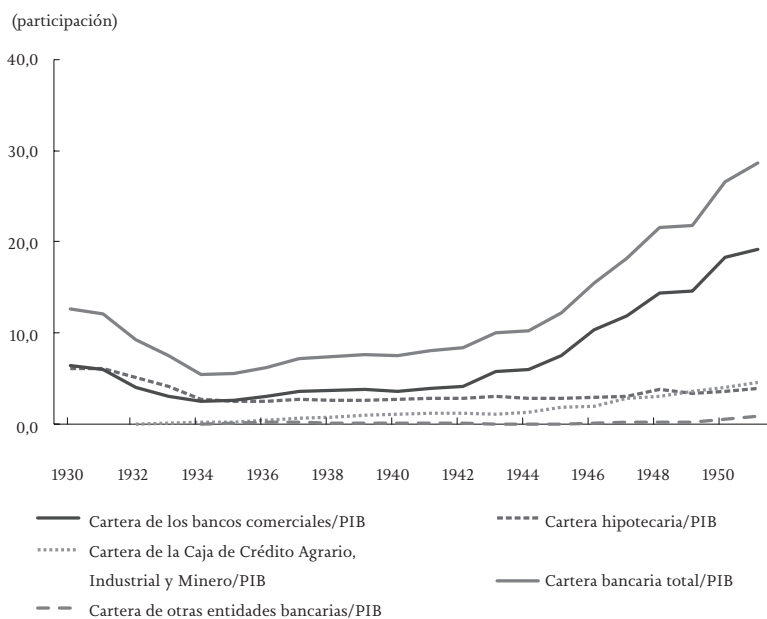
[...] quiero anotar que con tal determinación no se pretendió disminuir los medios de pago, sino simplemente detener su aumento a través de la estabilización del crédito, ya que este había sido la fuente indiscutible del crecimiento inmoderado de ellos. No obstante, circunstancias imprevistas redujeron el crédito bancario, con las consecuencias naturales sobre el volumen de la circulación. (Ángel, 1951, p. 180)

¿Cuáles fueron esas circunstancias imprevistas? No las especificó Luis Ángel Arango en su informe a la Junta Directiva.

3. Evolución de la cartera bancaria y de la concentración del sector

La Gran Depresión produjo en Colombia una contracción de la cartera bancaria total, así como de sus principales componentes: la cartera de los bancos y la cartera hipotecaria. Sin embargo, esa situación se empezó a revertir hacia 1934. Entre esta última fecha y 1943 la cartera bancaria como porcentaje del PIB se amplió gradualmente y en 1945 había alcanzado una participación similar a la que tenía a comienzos de la década de 1930 (Gráfico 7).

Gráfico 7
Participación de la cartera en el PIB



Fuente: Banco de la República, Informe del Gerente a la Junta Directiva, julio de 1946 a junio de 1951; Cepal (1957), anexo estadístico.

Desde mediados de la década de 1940 el crecimiento de la cartera bancaria se aceleró rápidamente. Como resultado, en 1951 la cartera bancaria total

alcanzaba casi un 30 % del PIB. El componente más dinámico de esa cartera era el crédito de los bancos comerciales. Como vimos en la sección anterior, hubo muchos debates en torno a la expansión crediticia por su posible influencia sobre los aumentos en la inflación.

4. Otras funciones del Banco de la República

El Banco de la República, creado bajo la orientación de Edwin Kemmerer, fue muy ortodoxo hasta 1931, en cuanto a que sus funciones eran estrictamente las de un banco central clásico. A partir de esta fecha, el Gobierno le asignó nuevas funciones que estaban poco relacionadas con los fines de la banca central; estas fueron: la administración de las salinas marítimas y terrestres, la de los bienes decomisados a los ciudadanos alemanes, japoneses e italianos durante la Segunda Guerra Mundial, y la de algunas minas de esmeralda. Además, por iniciativa propia el Banco amplió sus servicios a través de una biblioteca pública y del Museo del Oro. Con el paso de los años, las tres funciones adicionales que le asignó el Gobierno dejaron de tener vigencia. En contraste, las que adquirió por voluntad propia se ampliaron y volvieron permanentes. De hecho el artículo 25 de la Ley 31 de 1992, que actualmente regula al Emisor, señala: “Funciones de carácter cultural. El Banco podrá continuar cumpliendo únicamente las funciones culturales y científicas que actualmente desarrolla”.

Para algunos economistas de la época fue un error que el Gobierno nacional le hubiera asignado al Banco de la República las funciones administrativas adicionales que hemos mencionado. Por ejemplo, uno de los más destacados pensadores económicos de comienzos de siglo, Antonio García (1951), opinó que al Banco:

El instinto de conservación pudo llevarle de las funciones monetarias a las administrativas: esto es, el desdoblamiento del Banco en un bazar o en una oficina de administración de rentas. El Banco de la República administra salinas marítimas y terrestres, se encarga de la administración fiduciaria de bienes de extranjeros en tiempos de guerra y se ocupa de otras operaciones por el estilo: este es el verdadero precio de que no sea un organismo de regulación monetaria. (p. 455)

En esta sección haremos una reseña breve de la evolución de esas funciones adicionales que el Banco de la República adquirió durante el período analizado.

4.1 Salinas nacionales

El 27 de septiembre de 1931, en sesión extraordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República, se presentó una consulta del Gobierno relacionada con la búsqueda de recursos para pagar deudas de los departamentos, fundar la Caja de Crédito Agrario y emprender un ambicioso plan de obras públicas. En la discusión se propusieron dos alternativas: una emisión de papeles de crédito, o una ampliación del cupo de crédito al Gobierno nacional en el Banco de la República. Para esto último un proyecto de decreto proponía que se concediera el aumento del cupo de crédito hasta por \$10.000.000 con tres años de plazo y garantía en las rentas de salinas o de la gasolina.

En las reuniones posteriores la propuesta del Gobierno continuó estudiándose y se consideró que un crédito por \$10.000.000 podría poner en riesgo las finanzas del Banco, lo cual afectaría el encaje y los préstamos a los bancos comerciales, es decir, afectarse la misión fundamental del Banco de la República. Al final el Gobierno propuso que se le ampliara el cupo por \$5.000.000. El 1 de octubre del mismo año la Junta aprobó la ampliación del crédito por el monto solicitado para ese efecto y el 7 de octubre se presentó el contrato entre el Gobierno y el Banco de la República, en el que se aprobaba el préstamo de \$5.000.000 sin intereses y en el cual: “El Gobierno Nacional se obliga a amortizar el crédito [...] con fondos provenientes de sus rentas en general” (Junta Directiva del Banco de la República, 1931, acta 679). El pago debía hacerse en cinco años (Junta Directiva del Banco de la República, 1931, acta 679)

El 14 de noviembre del mismo año el ministro de Hacienda manifestó la intención del Gobierno de “contratar con el Banco la administración de la renta de las Salinas, haciéndole este al Gobierno un empréstito por \$16.000.000 —el cual iría abonando \$1.000.000 anualmente del producto de la renta” (Junta Directiva del Banco de la República, 1931, acta 689). En esa misma reunión:

La Junta acepta en principio el plan de un empréstito del Banco al Gobierno, expuesto por el señor Ministro de Hacienda, y resuelve que se nombre una comisión que adelante el estudio de él con el señor Ministro y el señor Gerente del Banco. (Junta Directiva del Banco de la República, 1931, acta 689)

Después de algunas consideraciones al respecto, en el acta 693 se lee:

X. Anticipo al Gobierno. De manera informal, se consideró la proyectada operación de contrato con el Gobierno Nacional para la administración

de la renta de salinas, con un anticipo de 16 a 20 millones de pesos, y se convino en celebrar mañana una sesión especial para estudiar el negocio. (Junta Directiva del Banco de la República, 1931)

Sin embargo, en sesiones posteriores, representantes de algunos bancos extranjeros manifestaron que ese contrato afectaría los intereses de los bancos a los que representaban y expresaron su oposición. Esas críticas fueron abordadas por el Gobierno en una carta del 3 de diciembre firmada por el ministro de Hacienda, en la cual se respondía: “Estima el Gobierno que la forma de arrendamiento de las salinas terrestres [...] no pugna en manera alguna con la cláusula de garantía negativa consignada en contratos de empréstitos con banqueros extranjeros” (Junta Directiva del Banco de la República, 1931, acta 698). En reuniones anteriores la Junta le había solicitado al Gobierno presentar en detalle la forma en la que invertiría el dinero obtenido a través del préstamo (Junta Directiva del Banco de la República, 1931, acta 697).

Después de presentar el Gobierno los informes solicitados, en el acta del 16 de diciembre de 1931 apareció la versión definitiva del contrato entre el Banco y el Gobierno: “El Gobierno Nacional concede al Banco de la República la explotación de las salinas terrestres de Zipaquirá, Nemocón, Tausa y Sesquilé, por un término de 13 años contados a partir del primero de enero de 1932” (Junta Directiva del Banco de la República, 1931, acta 703) (Ilustración 6). En ese contrato se pactó que el Banco debía otorgar al Gobierno avances por concepto de la participación de este en el producto de la explotación, hasta por un monto de \$15.500.000, que se emplearían en la cancelación total del déficit de tesorería existente al 31 de diciembre de 1931, en la cancelación de la deuda de la nación a favor de los departamentos y municipios por subvenciones a carreteras, en complementar el aporte del Gobierno a la Caja de Crédito Agrario y a la Colombiana de Ahorros, y en el desarrollo de un modesto y muy estudiado plan de obras públicas (*Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*, 1932, p. 9). Esos avances devengarían un interés del 3 % anual y el pago saldría del producto líquido de las salinas, que se dividió en 98 % para el Gobierno y 2 % para el Banco. Además, se estipuló que los pagos se harían pasados cuarenta meses de la vigencia del contrato. Otras especificaciones fueron:

Ilustración 6

Acta núm. 703, 16 de diciembre de 1931

Esta estipulación se sujeta especialmente por las partes contratantes a las normas siguientes: a). Durante los primeros cuarenta (40) meses a partir de la fecha del perfeccionamiento del contrato, el Gobierno tendrá derecho a que el Banco le haga nuevos avances por sumas equivalentes a las reducciones que se hayan verificado en el avance primitivo por razón de los productos líquidos en las salinas que hubieren correspondido al Gobierno y que se hayan aplicado a la disminución del referido avance; pero es entendido que esos nuevos avances estarán sujetos a las mismas condiciones establecidas para los primeros hasta concurrencia de quince millones quinientos mil pesos (\$15.500.000), sin perjuicio de lo estipulado en el numeral sexto (6°), letra e) de esta misma cláusula, y que bien sea por concepto de los avances primitivos o de los nuevos que el Banco hiciere al Gobierno durante los primeros cuarenta (40) meses del contrato, el saldo a cargo de este último en ningún caso y por ningún motivo puede exceder de la suma de quince millones quinientos mil pesos (\$15.500.000) ya expresados; b). Pasados los primeros cuarenta (40) meses de la vigencia de este contrato, los productos líquidos de las salinas que correspondan al Gobierno, después de deducida la participación del Banco y los intereses a que él hubiere tenido derecho por concepto de avances, se aplicarán íntegramente a la amortización de dichos avances hasta su completa extinción, y el Gobierno no tendrá derecho, consecuentemente, a recibir ninguna participación de los mencionados productos ni ningún nuevo avance mientras la suma de quince millones quinientos mil pesos (\$15.000.00) que se ha fijado como límite total de los avances no estuviere cancelada en forma efectiva; c) El término de estas estipulaciones especiales no será

Fuente: Junta Directiva del Banco de la República (1931).

Sin embargo, después de firmado el contrato se realizaron continuas modificaciones. Por ejemplo, en el acta 722 del 9 de marzo de 1932 la Junta aceptó modificar el contrato para que pudieran destinarse a otros fines diferentes a los estipulados en el contrato los fondos sobrantes provenientes del préstamo (Junta Directiva del Banco de la República, 1932, acta 722). Estas modificaciones se realizaron en varias sesiones de la Junta realizadas durante 1932 y 1933.

Asimismo, aunque en el contrato se establecía que los avances que el Banco le hiciera al Gobierno no podían superar \$15.500.000, en 1933 se modificó dicha cláusula en varias ocasiones y el saldo de los avances continuó aumentando. Ejemplo de esto fue la discusión que se encuentra en el acta 798 del 26 de abril de dicho año, en que se aprobó por unanimidad el total al que podía llegar el avance en el contrato de las salinas (Junta Directiva del Banco de la República, 1932, acta 789). Después de algunas modificaciones en varias sesiones de la Junta, el Banco presentó una minuta en la reunión del 27 de julio de 1933 en la cual se le abrió un nuevo cupo al Gobierno, respaldado en la concesión de las salinas (Junta Directiva del Banco de la República, 1933, acta 820).

En discusiones similares en 1934, lo que sería el monto de la deuda del Gobierno con el Banco respaldada en las salinas continuó aumentando. El 10 de septiembre del mismo año la Junta señaló:

5.º. Que con el propósito de ayudar a solucionar la difícil situación fiscal que contempla el Gobierno, la Junta está dispuesta a estudiar un arreglo para que el saldo de la deuda del Estado, después de hecho el abono a que se refiere el punto precedente, quede respaldado por la concesión de las salinas y se amortice en forma gradual, a largo plazo y a bajo interés, lo que permitiría al Gobierno seguir recibiendo la mayor parte del producto de las Salinas con destino a los gastos públicos. (Junta Directiva del Banco de la República, 1933, acta 898)

De acuerdo con el acta 906, la Junta señaló que durante 1935 el Banco continuaría recibiendo el producto líquido de las salinas y de 1936 en adelante solo se destinaría a esa amortización y al pago de intereses el 50 % del producto líquido de las salinas que correspondía al Banco. Además, se acordó que la deuda del Gobierno al Banco, correspondiente al departamento de Antioquia, quedaría garantizada con la concesión de las salinas al 3 % anual (Junta Directiva del Banco de la República, 1933, acta 906).

Dados los buenos resultados que tuvo el Banco de la República como administrador de las salinas terrestres, en la reunión del 17 de julio de 1940 se presentó un proyecto de contrato mediante el cual el Gobierno le proponía al Banco hacerse cargo de las salinas marítimas. No obstante, en discusiones posteriores se puede ver la reticencia de la Junta para aceptar el contrato. Por ejemplo, en el acta del 28 de agosto se lee: “Manifiesta el señor Gerente que sería conveniente reconsiderar la conveniencia para el Banco de la operación de que se trata, pues considera que ella, fuera de ser muy ajena a las actividades naturales del Banco, presenta dificultades de diverso orden” (Junta Directiva del Banco de la República, 1940, acta 1236). Posteriormente, en la reunión del 4 de septiembre, uno de los miembros de la Junta manifestó su preocupación por la conveniencia de ese contrato para el Banco y se decidió que el Comité Ejecutivo estudiaría la conveniencia de la operación (Junta Directiva del Banco de la República, 1940, acta 1242).

Pese a las dudas de varios miembros de la Junta del Banco de la República, en la reunión del 23 de octubre la Junta autorizó la celebración del contrato de administración de las salinas marítimas. El 30 de octubre se presentó la póliza para el contrato entre el Gobierno y el Banco (Junta Directiva del Banco de la República, 1934, actas 1249 y 1250). El 17 de junio de 1942 se aprobó el contrato mediante el cual se le concedió al Banco la administración de las salinas marítimas y terrestres no incluidas en el contrato del 12 de diciembre de 1931 (Junta Directiva del Banco de la República, 1942, acta 1335). Para administrar estas salinas se creó un Comité Ejecutivo y una Dirección de Salinas, encargado el primero de la administración y dirección general del negocio, mientras que la Dirección de Salinas se estableció como una sección dependiente de la oficina principal del Banco, con dos divisiones:

las salinas terrestres, localizadas en el interior del país, y las salinas marítimas, en el litoral Caribe (Viloria, 2000) (Mapa 1).

Mapa 1
Localización de las salinas marítimas y terrestres administradas por el Banco de la República



Fuente: Aguilera (2003).

De acuerdo con el Informe del gerente a la Junta Directiva de 1940:

[...] entre el Gobierno y el Banco existe un acuerdo para convertir la deuda sobre la concesión de salinas en bonos del Estado, del 3% anual, amortizables gradualmente en 30 años, cuyo servicio por intereses y amortización estaría garantizado con el producto de las salinas, continuarían siendo administradas por el Banco. Tal operación, sin disminuir las garantías que tenía el Banco, al convertir su acreencia en bonos de deuda pública, esto con el fin de darle a la inversión un carácter más propio para un banco de emisión, por su mayor liquidez, ya que tales papeles podían negociarse en el mercado, llegado el caso. (Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1940)

Así, el 1 de julio de 1942 se aprobó la transformación de bonos al portador de las distintas deudas de la nación que se atendían con los productos líquidos de las salinas terrestres y marítimas. De esta manera, el Banco pasó de ser el administrador de la concesión de salinas a ser el fideicomisario de los bonos que estaban garantizados en esa concesión. No obstante, ello no relegaría al Banco de sus funciones como administrador de las minas de sal y, durante los años siguientes, el Banco se involucró más en las labores de producción, distribución y venta de sal, al igual que en las mejoras a las minas y la provisión de bienes públicos.

Además de la administración de las salinas, el Banco se encargaba de mejorar la explotación técnica de las minas y las condiciones de vida de los obreros. En 1936 se inauguró el nuevo acueducto de Zipaquirá, construido por el Banco, que permitió el almacenamiento del agua para las necesidades de las salinas y el suministro gratuito al municipio con destino al servicio de la ciudad.

Durante los años de la administración de las salinas por el Banco se construyeron casas destinadas al alojamiento de los empleados y se edificaron escuelas con terrenos amplios, espacios cubiertos para deportes y los elementos requeridos para la enseñanza primaria a los obreros y a sus hijos. Además, el Banco construyó un pabellón especial en el hospital de Zipaquirá para uso de los empleados y obreros de las salinas. También, invertía en bienes que ayudaran a facilitar el transporte de la sal; por ejemplo, el 7 de diciembre de 1943 se aprobó un contrato celebrado el 29 de noviembre del mismo año entre el Banco de la República y la Unión Industrial de Barranquilla para la construcción de dos barcos destinados al transporte marítimo de sal, por un precio de \$ 300.000 cada uno, que serían entregados en un término de ocho meses el primero y de diez meses el segundo (Junta Directiva del Banco de la República, 1943, acta 1349).

En 1940 se comenzó a estudiar la creación de una fábrica de productos químicos derivados de la sal, con el objetivo de sustituir las importaciones de estos insumos. En 1945, bajo la dirección del Instituto de Fomento Industrial (IFI), se adelantó la construcción de la planta de soda cáustica y otros productos derivados de la sal, que funcionó como dependencia de las minas de Zipaquirá. En 1946 se consideró construir anexo a estas salinas un embalse en la hoya del río Neusa con el fin de aprovechar su caída para un desarrollo eléctrico; los estudios del embalse comenzaron en agosto de 1948, la obra comenzó en 1949 y se terminó en los primeros meses de 1952.

Pese a que el Banco cumplía destacadamente la función como administrador de las salinas, en reuniones de la Junta algunos miembros comenzaron a exponer sus dudas acerca de la conveniencia de esas actividades. En la reunión del 3 de febrero de 1950 Martín del Corral opinó:

El Banco de la República en su carácter de Banco Central de Emisión y como entidad reguladora del mercado monetario del país, deberá pensar en la conveniencia de desprenderse de la ejecución y administración de ciertas obras de índole industrial, pues la institución está asumiendo una responsabilidad muy directa en cuanto se refiere a la parte técnica de las mismas y sugiere que ese problema podría solucionarse entregándolas a otra entidad. (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1905).

El Banco se hizo cargo de las salinas nacionales hasta 1968, cuando la concesión quedó a cargo del IFI.

4.2 El Fondo de Estabilización

El 31 de octubre de 1934, en un contrato celebrado entre el Banco de la República y el Gobierno, se determinó la formación de un “fondo destinado a permitir al Banco la compra y venta de bonos del Estado, con el fin de estabilizar el precio de estos e influir en el mercado monetario en el sentido que aconsejan las conveniencias del país” (Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva, 1948). Para tal efecto, el Gobierno aportaría \$1.000.000 y el Banco una cantidad no menor al 5 % de sus utilidades anuales. Posteriormente, el aporte del Gobierno se incrementó a \$3.000.000. Al Fondo se le dio una organización autónoma, estableciendo que sería manejado por una Junta compuesta por el ministro de Hacienda, el gerente del Banco de la República y un tercer miembro designado por el presidente de la República. En abril de 1940 se ampliaron considerablemente las facultades

del Fondo de Estabilización, especialmente en lo referente a operaciones de cambio exterior.

En 1942, mediante el Decreto 99, se le asignó una nueva función por la cual el Fondo de Estabilización del Banco de la República podía ser designado como fideicomisario para ejercer la administración de bienes extranjeros, junto con el Instituto de Fomento Industrial, la Federación Nacional de Cafeteros y las compañías de seguros de nacionalidad colombiana, entidades que habían sido designadas previamente para ese efecto por medio del Decreto 59 del mismo año. En 1944, mediante el Decreto 1723, se designó al Fondo de Estabilización como único administrador fiduciario de los bienes que los ciudadanos alemanes, italianos y japoneses tuvieran en Colombia.

Las funciones del Fondo fueron las siguientes: a) negociar pagarés, giros, letras de cambio y otros títulos de deuda; b) contratar empréstitos a corto plazo en moneda nacional y en divisas extranjeras; c) celebrar contratos de compra y venta de cambio exterior a la vista o a plazo; y d) administrar fiduciariamente los bienes de los extranjeros que fueron congelados como consecuencia del rompimiento de relaciones diplomáticas y consulares entre Colombia y los países del Eje (*Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*, 1948). No obstante, la actividad principal del Fondo siguió siendo la estabilización del precio de los bonos del Estado.

En enero de 1942 los accionistas de la firma Celia, Barletta & Co., propietarios de la Fábrica de Calzado Faitala, le solicitaron a la sucursal del Banco de la República en Barranquilla que asumiera la administración fiduciaria de su empresa. En febrero de ese mismo año el Ministerio de Hacienda nombró al Fondo de Estabilización como administrador fiduciario de bienes de varios ciudadanos italianos residentes en Colombia como Antonio Volpe, Vicente y Juan Volpe de Rosas, Francisco Alliegro, Concepción Volpe de Romaniello y la Compañía Lamberti, Figli (Viloria, 2000).

Por otra parte, el ambiente negativo que había hacia los ciudadanos alemanes en Colombia se refleja bien en el Acta 1321 de la Junta Directiva del Banco de la República del 4 de marzo de 1942 (Ilustración 7). Allí se informó sobre el despido de un funcionario del Banco que se desempeñaba como estadígrafo, el señor Federico Schwanhaeuser, por el solo hecho de ser alemán.

Luego de ser designado el Fondo como uno de los fideicomisarios de los bienes de los ciudadanos del Eje, en la Junta del 9 de diciembre de 1942 se determinó cuáles serían las empresas alemanas en las que el Banco actuaría como administrador fiduciario. Entre estas se encontraban: Química Bayer Weskott & Cía., Instituto Behring de Terapéutica Experimental Cía. Ltda., Química Schering Colombiana S. A. y Anilinas Alemanas Cía. Ltda. El 10 de marzo de 1943 el gerente del Banco manifestó que la entidad tenía a su cargo la administración fiduciaria de los bienes de un gran número de individuos y

entidades extranjeras, y que se debía nombrar personal adicional para atender esa labor (Junta Directiva del Banco de la República, 1943, acta 1384).

Ilustración 7

Acta núm. 1321, 4 de marzo de 1942

ciudad Cooperativa de Elaboradores de Sal en la Resolución precedente y en las condiciones indicadas allí, toda vez que se trata de productos de la misma calidad.

VIII - ADMINISTRACION FIDUCIARIA DE LA QUIMICA BAYER - Da cuenta el señor Gerente de que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, por Resolución Nº 142, ha nombrado al Banco Administrador fiduciario de los bienes pertenecientes a la Química Bayer Weskot & Cía. El señor Gerente advierte que se trata de una gestión compleja, por el crecido volumen de negocios de la firma en referencia, ajenos por completo a las actividades del Banco.

El señor Lleras explica los motivos que tuvo en cuenta el Gobierno para encomendar al Banco de la República tal encargo y manifiesta que la empresa fiscaliza da deberá sufragar los gastos y honorarios a que haya lugar.

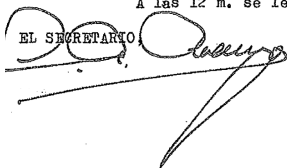
Se aplaza la decisión de este asunto para la próxima sesión y el señor Gerente sugiere que los señores Directores presenten algunos candidatos para el cargo de Administrador de la Casa Bayer.

IX - RETIRO DEL SEÑOR SCHWANHAEUSER - Por estimar que es inconveniente, en las circunstancias actuales, la colaboración de elementos extranjeros en el Banco, se resuelve prescindir de los servicios de don Federico Schwanhaeuser, empleado de la Sección de Estadística de la Oficina Principal, y reconocer a dicho señor, cuya conducta en la institución ha sido correcta, los auxilios que establece el Reglamento de Pensiones y Jubilaciones.

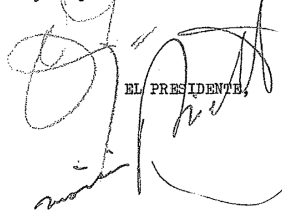
X - BONOS DEL GIMNASIO MODERNO - A moción del señor Cuéllar, se autoriza la suscripción de \$ 3,000 más en bonos del Gimnasio Moderno, en las condiciones acordadas en la sesión anterior. Los intereses de tales valores y el producto de los bonos amortizados se destinarán a auxilios de beneficencia.

A las 12 m. se levantó la sesión.

EL SECRETARIO



EL PRESIDENTE



Fuente: Junta Directiva del Banco de la República (1942).

Colombia se declaró en estado de guerra contra Alemania el 26 de noviembre de 1943 y en julio de 1944 el Gobierno nacional ordenó la expropiación de los bienes pertenecientes a los alemanes que se encontraban en administración fiduciaria. Con esos recursos se pensaba cubrir el pago de indemnizaciones y reparaciones de guerra a favor de Colombia.

En 1944, mediante la Ley 39, Colombia decretó la concentración de extranjeros sospechosos de colaborar con los países enemigos de los Estados Unidos. Esa concentración se llevó a cabo en el hotel Sabaneta, de Fusagasugá. En el acta 1460 se consignaron las siguientes preocupaciones con respecto a los ciudadanos alemanes (Ilustración 8).

Ilustración 8

Acta 1460, 3 de mayo de 1944

VIII - ADMINISTRACIONES FIDUCIARIAS - Manifiesta el señor Gerente que algunos empleados de nacionalidad alemana, que prestaban sus servicios en la Química "Bayer" Weskitt & Co., el Instituto Berhing y la Compañía de anilinas alemanas y que fueron asilados por el Gobierno Nacional en Fusagasugá, han solicitado que se les continúe pagando sus sueldos, por tratarse, según ellos, de un caso de fuerza mayor.

El Banco ofreció reconocerles sus correspondientes auxilios de cesantía, que deberían consignar en el Fondo de Estabilización, de acuerdo con la legislación vigente. Esta solución, sin embargo, ofrece dificultades, pues no se ha definido si el auxilio de cesantía debe pagarse en los términos de los contratos originales celebrados en Alemania por tales empleados con las empresas o conforme a las leyes colombianas.

A moción del señor Toro, se resuelve que este punto sea consultado al Ministerio de Hacienda y que, cediéndose a la opinión de ese Despacho, proceda al respecto el Banco.

Finalmente, manifiesta el señor Gerente que el Gobierno Nacional está interesado en adquirir el Instituto Berhing de Terapéutica Experimental y que se han venido adelantando conversaciones con el señor César García Álvarez, como representante del Gobierno, sobre esta negociación.

Fuente: Junta Directiva del Banco de la República (1944).

A partir de 1942 el Fondo manejó más de 4.000 propiedades, de las cuales 2.500 eran de ciudadanos alemanes y 1.500 de italianos y japoneses. Asimismo, administró todas las propiedades pertenecientes a personas naturales o jurídicas de los países ocupados por Alemania o sus aliados (Viloria, 2000). El Fondo también se encargó de la administración de varias empresas cuyo

funcionamiento no podía paralizarse ni podían funcionar bajo la dirección de personas del Eje.

Después de la guerra, y en cumplimiento de la Ley 39 de 1945, el Fondo de Estabilización liquidó las cuotas de devolución de una fracción de los bienes —pues se les hizo un considerable descuento y no se pagaron intereses— incautados a unos 1.200 ciudadanos alemanes con intereses comerciales en Colombia. Esa operación se adelantó entre abril de 1946 y junio de 1948; sin embargo, en muchos casos el Fondo de Estabilización se quedó con los bienes de los alemanes, por ejemplo, si estos habían muerto durante la guerra, entre otras razones. En el acta 1904 (Ilustración 9) se lee:

Ilustración 9

Acta 1904, 1 de febrero de 1950

V - S A L I N A S - Informa el señor Gerente que la Concesión de Salinas necesita adquirir para sus dependencias de Manaure, en la Guajira, algunas fincas de propiedad del señor Guillermo Eikhoff, que administra el Fondo de Estabilización, y las cuales fueron gravadas con una cuota de guerra del 100%, conforme a la Ley 39 de 1.945.

Como para realizar la compra aludida, se requiere una autorización especial de la Junta Directiva del Banco, presenta la siguiente proposición que es aprobada por unanimidad:

Fuente: Junta Directiva del Banco de la República (1950).

4.3 Minas de esmeralda

En la reunión del 23 de mayo de 1945 el ministro de Hacienda manifestó el interés del Gobierno en celebrar un contrato con el Banco de la República para explotar las minas de esmeralda y la venta de estas piedras, pues consideraba que el Banco era la entidad ideal al efecto por la confianza que inspiraba en todos los sectores de la opinión pública. En la misma reunión el gerente del Banco señaló que este negocio era muy ajeno a las actividades de la institución, pero reconocía que para el Estado no sería fácil administrar esa renta por conducto de otro organismo. Por esa razón, la Junta decidió presentar un anteproyecto de contrato; ello ocurrió el 15 de junio del mismo año y, de acuerdo con él, el Gobierno comisionaba al Banco “[...] para que por nombre y cuenta del primero lleve a cabo la talla o lapidación de esmeraldas y la venta de esmeraldas” (Junta Directiva del Banco de la República,

1945, acta 1529). En la reunión de la Junta del 19 de septiembre se informó que la actividad de venta de esmeraldas talladas se había adelantado de manera satisfactoria. El 10 de octubre de 1945, en la reunión de la Junta se presentó un contrato entre el Gobierno y el Banco para que este último asumiera directamente la explotación de las minas de esmeralda. Esa propuesta fue acogida por la Junta.

El 29 de julio de 1946, luego de varias reuniones entre el Gobierno y el Banco, se llegó a un acuerdo sobre el contrato de la explotación de las minas de esmeraldas en el que “El Gobierno da en administración al Banco para su explotación, las minas de esmeraldas [...] Dicha explotación se hará por cuenta de la Nación, bajo la dirección y administración del Banco” (Junta Directiva del Banco de la República, 1946, acta 1594). También se estipuló que la dirección de las minas quedaba adscrita a la Comisión de Salinas.

El 27 de noviembre de 1946 el Banco recibió las minas de esmeralda de Muzo y Coscuez, de cuya administración delegada se hizo cargo. Las minas estaban clausuradas desde 1938 y en consecuencia no se pudieron iniciar los trabajos de inmediato, el Banco tuvo que adecuarlas primero para poder comenzar su explotación. A diferencia de las salinas, el manejo de las minas de esmeralda era sin ánimo de lucro y con el exclusivo propósito de servir con eficacia a los intereses del Estado.

De acuerdo con el acta 1673 del 12 de septiembre de 1947, el 1 de octubre se daría comienzo a las labores de extracción y en el *Informe del Gerente a la Junta Directiva de 1948*, pese a los pocos meses de trabajo, se reconocía que la producción no era satisfactoria. Luego se afirmaba que “la producción ha sido pequeña y las piedras obtenidas son apenas de regular calidad” (*Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*, 1949). Además, no se logró establecer una zona de producción importante. No obstante, el Banco adquirió en el exterior la maquinaria requerida para el taller de lapidación con el fin de que la talla de esmeraldas se realizara en Colombia.

A lo largo de 1948 la extracción de esmeraldas se vio afectada por un gran estado de agitación en la zona occidental de Boyacá, lo que restringía la mano de obra obrera y el aprovisionamiento de víveres, y en 1949 se ordenó la suspensión de los trabajos mineros debido a que el problema de orden público en la región se agudizó. Esto retrasó nuevamente la posibilidad de obtener resultados exitosos en la minería de esmeraldas. En las reuniones siguientes quedó en evidencia la preocupación del Banco respecto a esta situación. En la reunión del 1 de marzo de 1950:

El señor Gerente se refiere de nuevo a las numerosas dificultades que ha contemplado el Banco para reanudar los trabajos de explotación de las Minas de esmeraldas de Muzo, originadas por las causas ya conocidas de la Junta y expresa la conveniencia de definir a la mayor brevedad

posible si esta entidad debe continuar administrándolas o el Gobierno Nacional decide recibirlas, pues el Banco está asumiendo una gran responsabilidad por su administración y en las actuales circunstancias no podrían reanudarse los trabajos en forma normal. (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1911)

De nuevo, en la reunión del 2 de junio:

Entre los directores hay quienes opinan que debería insistirse ante el Ministerio en que el Banco está dispuesto a prescindir de su intervención y listo a devolver las Minas al Gobierno. Otros consideran que debe esperarse para tratar de lograr un entendimiento con el Despacho Ejecutivo. (Junta Directiva del Banco de la República, 1950, acta 1936)

El Gobierno no estaba interesado en retomar la administración de las minas y el 5 de enero de 1951 se señaló que:

El señor Gerente comunica a la Junta que, no obstante las amenazas que han surgido contra el personal que dirige la explotación de las minas de esmeraldas, en la próxima semana se reanudarán los trabajos, decisión que es aprobada por los señores directores. (Junta Directiva del Banco de la República, 1951, acta 1990)

Pero las labores no pudieron retomarse tan pronto como el Banco esperaba, lo que comenzó a generar inconformidades en la Junta, y el 26 de enero:

[...] el doctor del Corral manifiesta que, en vista de las numerosas dificultades que se han presentado para que el Banco pueda administrar y explotar las minas de Muzo, sería el caso de proponer al Gobierno la cancelación del contrato respectivo y que éste se haga cargo de dichas minas. (Junta Directiva del Banco de la República, 1951, acta 1992)

Finalmente, el 31 de enero: “Informa el señor Gerente que ya se impartieron instrucciones a la Administración de las minas de Muzo para que se reanuden normalmente los trabajos de explotación, lo que es aprobado por la Junta” (Junta Directiva del Banco de la República, 1951, acta 1997).

El Banco de la República administró las minas de esmeraldas hasta 1968, cuando el Gobierno nacional creó la Empresa Colombiana de Esmeraldas, que asumió la tarea de explorar, explotar y administrar la minas de esmeraldas de Muzo y Coscuez. El Banco ejerció la administración con bastantes dificultades y en contra de la voluntad de sus directivos, como se evidencia en la carta de renuncia como gerente del Banco de la República, de Eduardo Arias Robledo, en la cual señaló: “Desde la época del doctor Luis Ángel

Arango, el Banco venía pidiendo que lo relevaran de la administración de las Minas de Esmeraldas y de las Salinas [...]”. (Junta Directiva del Banco de la República, 1969, acta 3236).

4.4 La biblioteca del Banco

En 1932 se inició la biblioteca del Banco de la República, en el segundo piso del edificio Pedro A. López, donde funcionaba la institución desde 1923 en Bogotá. La biblioteca contaba con algunos volúmenes que pertenecieron a la extinguida Junta de Conversión (1909-1922) y estaba especializada en economía y hacienda pública. Paulatinamente se fueron adquiriendo obras clásicas y modernas de economía política, hacienda pública, negocios y legislación nacional y extranjera. En 1933 contaba con 4.000 volúmenes. En junio de 1933 la *Revista del Banco de la República* anunció que se daría apertura de la biblioteca al público, esto ocurrió el 3 de julio:

Con el deseo de fomentar los estudios económicos, el Banco de la República ha resuelto poner al servicio de los estudiantes y de las personas aficionadas a estas cuestiones, la biblioteca de la institución, instalada en amplio y cómodo local y bien provista de libros y revistas. Con tal fin, la biblioteca estará abierta para el público, a partir del próximo 3 de julio, todos los días (con excepción de los sábados y los festivos), de las 2 a las 4 1/2 de la tarde (*Revista del Banco de la República*, julio de 1933).

En la reunión de la Junta Directiva del 15 de marzo de 1944 se discutió la posibilidad de adquirir la biblioteca de Laureano García Ortiz, dado que la del Congreso de los Estados Unidos, en Washington, estaba interesada en comprar una sección de aquella. La Junta consideró que debían hacerse esfuerzos por conservarla en el país (Junta Directiva del Banco de la República, 1944, acta 1452). En 1945 el Banco adquirió la colección privada que fue de Laureano García Ortiz y contaba con 30.000 volúmenes; en 1947 la biblioteca ya tenía más de 50.000 ejemplares.

4.5 Museo del Oro

En diciembre de 1939 el Banco de la República, por petición expresa del Ministerio de Educación, adquirió la primera pieza de lo que más adelante constituiría la colección del Museo del Oro (Sánchez, 2003). Ese objeto fue el poporo Quimbaya, pieza insignia de la orfebrería prehispánica y que fue puesta a la venta por Magdalena Amador de Maldonado.

Antes de la adquisición del poporo Quimbaya el Banco poseía catorce objetos prehispánicos y, por lo tanto, en el primer catálogo el Museo de Oro contaba con quince piezas. Es importante resaltar que durante los primeros años y hasta 1959, el Museo solo estaba abierto a dignatarios, extranjeros, jefes de Estado, miembros de misiones comerciales, diplomáticos e invitados especiales (Sánchez, 2003).

Para continuar aumentando el número de piezas que constituían el Museo del Oro, el Banco de la República compró las principales colecciones privadas que se hallaban disponibles; esto permitió que la colección incluyera no solo un número importante de piezas, sino que también abarcara objetos de diversas regiones del país y varias épocas de las culturas prehispánicas de lo que hoy es Colombia. En 1944 se publicó el primer catálogo del Museo, escrito por el arqueólogo Gregorio Hernández de Alba; fue en ese catálogo que recibió por primera vez el nombre de Museo del Oro.

5. Conclusiones

Desde el punto de vista del crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica, el período de 1930 a 1951 fue positivo en el contexto latinoamericano, con una tasa de crecimiento anual del PIB real per cápita de 2,03 %. Sin embargo, durante este período la autoridad monetaria debió superar los años difíciles de la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial. El ajuste al choque de términos de intercambio que acarreó la Gran Depresión se pudo sortear por medio de la devaluación del peso y el abandono de la convertibilidad al oro en 1931. Estos resultados positivos se debieron, en parte, al aceptable desempeño exportador, pues las reducciones en los precios del café no fueron tan profundas. La producción de café se expandió sin contratiempos y desde 1945 el precio empezó a subir hasta alcanzar niveles históricamente elevados.

Al “buen” desempeño nacional también contribuyó el rápido proceso de industrialización por sustitución de importaciones. Esa fue una de las principales fuentes de estímulo a la demanda interna.

En este capítulo se abordó, asimismo, el surgir de nuevas actividades asumidas por el Banco de la República y que estaban distantes de su trabajo como banco central. Nos referimos a la administración de las minas de sal, los bienes de los ciudadanos del Eje en la Segunda Guerra y algunas minas de esmeralda; la razón por la cual el Banco terminó involucrado en estas actividades administrativas tuvo que ver con la solidez institucional que había logrado para esta época y que le daba, por lo tanto, tranquilidad al ejecutivo de que esas funciones iban a estar bien atendidas. También fue el período en el cual el Banco, por voluntad propia, decidió incursionar en la actividad cultural al fundar una biblioteca pública y el Museo del Oro.

Referencias

- Aguilera, M. (2003). “Salinas de Manaure: tradición wayuu y modernización”, Documentos de Trabajo sobre Economía Regional, núm. 35, CEER, Banco de la República, Cartagena.
- Álvarez, A. (1951). *Memoria de Hacienda 1951*, Bogotá: Banco de la República.
- Ángel, L. (1951). *Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva 1950-1951*, Bogotá.
- Asociación Bancaria de Colombia (1990). *Series estadísticas del sistema financiero colombiano*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Banco de la República (1990). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Banco de la República (varios años). *Revista del Banco de la República*, Bogotá.
- Bertola, L.; Ocampo, J. (2012). *The Economic Development of Latin America Since Independence*, United Kingdom: Oxford University Press.
- Caballero, C.; Urrutia, M. (2006). *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX. Ensayos sobre su desarrollo y crisis*, Bogotá: Ed. Norma.
- Caro, J. (1942). *Informe Anual del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*, Bogotá, junio-julio 1941-junio 1942.
- Cepal (1957). *El desarrollo económico de Colombia*, Bogotá: DANE.
- Greco (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Banco de la República.
- García, A. (1951). “La reforma bancaria y el control selectivo del crédito en Colombia”, *Trimestre económico*, vol. 18, núm. 71, p. 3.
- Informe del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva (1932, 1940, 1941-1942, 1946-1950, 1950-1951)*, Bogotá: Banco de la República.
- Junta Directiva del Banco de la República. Actas 679, 689, 693, 697, 698, 703, 722, 789, 820, 898, 906, 1236, 1242, 1249, 1250, 1321, 1335, 1349, 1384, 1452, 1460, 1529, 1574, 1594, 1673, 1743, 1904, 1905, 1911, 1936, 1950, 1965, 1967, 1968, 1969, 1970, 1971, 1986, 1990, 1992, 1993, 1996, 1997, 2012, 2018, 2023, 3236.*
- Measuring Worth (2015) [en línea], consultado el 15 de julio de 2015, capturado de: <http://www.measuringworth.com/inflation/>
- Meisel, A. (1990). “La organización del Banco de la República y su papel como gestor de la política monetaria durante los primeros años, 1923-1934”, en A. Meisel, A. Ortega-Acosta, F. Ibáñez-Nájara, J. López, A. Gómez-Restrepo, H. Lombo-Vanegas, M. (eds), *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Meisel, A. Ortega-Acosta, F. Ibáñez-Nájara, J. López, A. Gómez-Restrepo, H. Lombo-Vanegas, M. (eds). (1990). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.

- Mora, M. (1992). "Transformación del sistema bancario colombiano, 1924-1931", *Desarrollo y Sociedad*, núm. 30.
- Ocampo, J. A. (2015). *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951-2014*, Bogotá: Portafolio; Asobancaria.
- Patiño, A. (1981). *La prosperidad a debe y la gran crisis, 1925-1935*, Bogotá: Banco de la República.
- Restrepo, J. C.; Betancur, L. I. (2001). *Economía y conflicto colombo-peruano*, Bogotá: Villegas Editores.
- Salazar, N. (1996). "Historia monetaria y financiera de Colombia, 1940-1970" (mimeo), Fedesarrollo.
- Sánchez, E. (2003). "El Museo del Oro", *Boletín Cultural y Bibliográfico*, vol. 40, núm. 64.
- Sánchez, F. (2007). "Historia monetaria de Colombia en el siglo XX: grandes tendencias y episodios relevantes", en J. Robinson y M. Urrutia, *Economía colombiana del siglo XX. Un análisis cuantitativo*, Bogotá: FCE-Banco de la República.
- Triffin, R. (1944). *La moneda y las instituciones bancarias en Colombia*, Bogotá: Banco de la República.
- Viloria, J. (2000). "Banco de la República en Barranquilla, 1923-1951", *Cuadernos de Historia Económica y Empresarial*, núm. 6.

Capítulo 4

El Banco de la República durante 1951-1963: la estabilidad macroeconómica en la balanza

Javier G. Gómez Pineda

El autor agradece a Pablo Martín-Aceña, Jorge García, Enrique López y Adolfo Meisel por sus comentarios; a Natalia Rodríguez y Liliana Muñoz por la excelente asistencia de investigación, y a la Joint IMF-World Bank Library por el acceso al Archivo Histórico del Fondo Monetario Internacional.

Durante 1951-1963 las autoridades de Colombia cambiaron su forma de pensar acerca de la estabilidad macroeconómica: pasaron de valorarla a desatenderla. El cambio se dio pese a que la Conferencia de Bretton Woods había convertido la estabilidad macroeconómica en el nuevo reto de la política económica. Los Acuerdos Constitutivos del Fondo Monetario Internacional (FMI), definidos en la Conferencia, establecieron como uno de los objetivos de esta institución “acortar la duración y reducir el grado de desequilibrio en la balanza de pagos de sus miembros” (Garritsen, 1986, p. 14 y 1987, p. 9).

Durante los quince años posteriores a la Conferencia de Bretton Woods el FMI desarrolló su marco analítico para la implementación de los programas de estabilización, basado en los enfoques monetario y absorción de la balanza de pagos (Garritsen, 1987, pp. 33, 60). En ese escenario, la serie de políticas de estabilización, más tarde llamadas de ajuste macroeconómico, incluyeron políticas en los campos cambiario, monetario y fiscal; en los casos de inflación alta o hiperinflación, políticas de estabilización de precios; en Colombia, políticas relativas al principal producto de exportación: el café.

La expresión ‘estabilidad macroeconómica’ alude tanto a la estabilidad del sector externo como a la de precios. La estabilidad externa es la capacidad de honrar los pagos internacionales, y en un significado más amplio, es la resistencia del país a desarrollos relativos al sector externo, por ejemplo, movimientos especulativos de capital y cambios en los precios de los productos básicos. La estabilidad externa se procura por medio de un monto apropiado de reservas internacionales, y con balances fiscal y en cuenta corriente prudentes. No menos importante es una deuda externa baja y cubierta, así como un sector externo diversificado o al menos amortiguado por un fondo de estabilización. Por su parte, la estabilidad de precios significa llanamente una inflación baja y estable.

Quienes hacen énfasis en la estabilidad macroeconómica con frecuencia argumentan que es una precondition para el crecimiento, la razón es que tanto la inflación como la inestabilidad externa afectan la capacidad de planeación a largo plazo.

Colombia implementó sus tres programas de estabilización macroeconómica iniciales en 1951, 1957 y 1962. El primero fue un conjunto de políticas asociadas a la implementación de las recomendaciones del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) o simplemente Banco Internacional, como se conocía al Banco Mundial en la época; el segundo, fue el primer programa de estabilización del país bajo un acuerdo de crédito contingente con el FMI; el tercero, también se implementó bajo un acuerdo de crédito contingente con el FMI⁴⁵.

En este capítulo estudiamos los programas de estabilización en Colombia de 1951, 1957 y 1962, y su desenlace. De forma más general, analizamos la política económica en Colombia durante 1951-1963. Además de abordar los programas de estabilización, este capítulo examina dos reformas institucionales y sus implicaciones: la reforma financiera de 1951 y la creación de la Junta Monetaria en 1963.

El capítulo, al cual lo complementan varios recuadros, está compuesto por cinco secciones, además de la introducción: la primera explica los programas de estabilización y su relativo éxito; la segunda sección muestra cómo el objetivo de la estabilidad macroeconómica fue cediendo al objetivo del fomento del desarrollo, debido al ascenso del modelo o norma desarrollista de banca central; la tercera presenta el contexto internacional; la cuarta hace un recuento del período 1951-1963, y en la quinta sección se ofrecen las conclusiones. Adicionalmente, algunos recuadros complementan el capítulo.

En el estudio se hace uso del Archivo Histórico del FMI, una fuente que no había sido utilizada en los estudios de la literatura colombiana sobre la política económica para el período analizado^{46, 47}; en especial, las consultas del FMI con Colombia, que registran el diálogo entre las autoridades colombianas y el FMI sobre la política económica y contienen cierto seguimiento sobre el pensamiento de las entidades acerca de algunos temas pertinentes.

Los recuentos que existen sobre política económica en Colombia para el período, utilizan como fuentes principalmente los *Informes del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, las *Notas Editoriales del Banco de la República* y las *actas de la Junta Directiva del Banco*; un vistazo a los recuentos consultados sobre el tema se encuentra en el Recuadro 1.

⁴⁵ Al acuerdo de 1957 le sucedieron otros tres que en la práctica prolongaron el primer programa de estabilización de dicho año. El programa de estabilización de 1963 fue de conformidad al quinto acuerdo de crédito contingente de Colombia con el FMI.

⁴⁶ La excepción es Garritsen (1987), quien cita este archivo como fuente.

⁴⁷ Colombia mantuvo consultas con el FMI entre 1951 y 1963 de forma permanente. De acuerdo al Convenio Constitutivo del FMI, un país mantendría consultas cuando mantuviera o incorporara restricciones a las transacciones cambiarias.

1. El compromiso de las autoridades con la estabilidad macroeconómica

Los programas de estabilización de 1951, 1957 y 1963 difieren en el grado de compromiso de las autoridades con el objetivo de la estabilidad.

El conjunto de políticas de estabilización de 1951 pretendía lograr la estabilidad macroeconómica como requisito para implementar el programa de desarrollo del Banco Internacional, de forma que el país estuviera en condición de recibir importantes recursos externos. Cabe aclarar que el conjunto de estas políticas no fue consecuencia de una crisis de balanza de pagos, pues la cuenta corriente estuvo prácticamente en balance; no obstante, como se aduce más adelante, la anticipación de una posible devaluación resultó en una crisis cambiaria.

En contraste con la situación de 1951, el programa de estabilización de 1957 se originó en una profunda crisis de pagos externos. El programa de estabilización de 1957 fue en gran parte consecuencia del cese de los pagos externos del país, lo que no dejó a las autoridades otra alternativa que implementar un programa de estabilización con el FMI⁴⁸. Los bancos extranjeros forzaron algo de disciplina a los pagos externos de Colombia por medio del cierre del crédito, la banca extranjera privada suspendió el financiamiento y el Banco Internacional hizo lo propio (De Vries, 1987, pp. 70-71).

En 1962 las autoridades enfrentaron el desafío de la estabilización macroeconómica, debido a la crisis en la balanza de pagos, pero lo desatendieron porque pensaron que la estabilización sería el subproducto de la importante entrada de capital que se esperaba dentro del plan de ayuda e inversiones de la Alianza para el Progreso. En efecto,

[...] el objetivo de nuestra política no es el equilibrio cambiario, como lo tuvo que ser en otros tiempos de menos cooperación internacional. El objetivo es el desarrollo, porque no se busca un resultado cambiario sino económico [...], política que no está aventurada, porque está respaldada por la ayuda exterior pactada en la Carta de Punta del Este y en la Alianza para el Progreso y con la cual se van a cubrir los déficit de balanza que resulten dentro de este proceso de desarrollo acelerado. (Arias, 1962, p. 499)⁴⁹

⁴⁸ Como anota Wiesner (1980, p. 26), en 1957 las autoridades del país ya tenían un buen conocimiento de lo que significaba un programa de estabilización.

⁴⁹ En estas notas editoriales el gerente del Banco de la República, Roberto Arias, cita al ministro de Hacienda, Carlos Sanz.

Recuadro 1

Algunos estudios existentes sobre la política económica en 1951-1963

Entre los recuentos más autorizados sobre la política económica durante la primera parte de los años cincuenta está el de Lauchlin Currie (1981), quien al evaluar la asesoría de los países en desarrollo, analiza las políticas de estabilización macroeconómica de 1951^{a/}.

En cuanto a la última parte de los años cincuenta y la primera de los sesenta, uno de los relatos más autorizados es el de Garritsen (1987), autora que posiciona su recuento sobre la política económica en Colombia, durante el período, como prototipo para el estudio de la actividad del FMI en los países en desarrollo en los primeros años de Bretton Woods^{b/}:

La experiencia de Colombia, país con el que el Fondo ha tenido relaciones especialmente cercanas desde comienzos de los cincuenta, permite una ilustración específica de [...] la experiencia de un país miembro en desarrollo durante los primeros diecisiete años, aproximadamente, después de la Segunda Guerra Mundial con la estabilización financiera doméstica y la devaluación de la tasa de cambio como medio de ajuste de la balanza de pagos.

Garritsen comenta las políticas de estabilización de 1951 e incluye la participación de Lauchlin Currie en la devaluación de 1951, al igual comenta los programas de 1957 y 1963, en particular el éxito del primero y el fracaso del segundo.

Entre los trabajos anteriores a Garritsen, el que dirige más atención a los programas de estabilización de la época es el de Wiesner (1980); en sus conclusiones, el autor destaca que “sería casi imposible demostrar que el peso no estuvo casi todo el tiempo sobrevaluado” (p. 40).

En comparación con el trabajo de Wiesner, que tiene forma de una historia de los programas de estabilización del FMI, una narración relacionada con la política económica de forma más general se encuentra en García (1976), cuyo trabajo encuentra posteriores desarrollos en García y Jayasuriya (1997) y en García et al. (2014), en los que se trata el tema de la política de control de importaciones durante el período 1950-2013.

Otro recuento sobre la política económica, que cubre el período 1940-1970, es el de Salazar (1996), el cual hace énfasis en los efectos de la represión financiera, así como en los efectos de la política monetaria sobre la actividad real. Además, presenta un análisis monetario basado en la estimación de la demanda de dinero y contribuye con la construcción de valiosas series de datos sobre tasas de interés.

Sánchez, Fernández y Armata, (2005) estudian las devaluaciones de la época y estiman la respuesta de las reservas internacionales al crédito doméstico (el coeficiente de compensación); dichos autores ofrecen evidencia de que el factor causante de las crisis cambiarias es el aumento del crédito, aunque también refieren que los términos de intercambio son importantes para la evolución de las reservas internacionales.

Sería imposible citar todos los estudios sobre este interesante período de la economía colombiana; aquí solo se hace referencia a algunos de ellos.

^{a/} Currie (1981) también evalúa el papel de la siderúrgica de Paz del Río en la historia del Banco Internacional, en especial lo que tiene que ver con la controversia entre la inversión en programas y en proyectos.

^{b/} A nuestro entender, este capítulo hace para Colombia la primera cita al estudio de Garritsen (1987) en la literatura.

El grado de compromiso de las autoridades con el objetivo de la estabilidad externa fue cambiando. En 1951 las autoridades consideraron la estabilidad externa como una condición para las entradas de capital dentro del programa de desarrollo con el Banco Internacional, en 1957 la consideraron como un objetivo que debieron buscar para normalizar los pagos externos del país, y en 1962 como un objetivo que no era necesario buscar por sí mismo, sino como resultado gratuito de un programa de inversiones y desarrollo.

El conjunto de medidas de estabilización de 1951 fue un éxito, las reservas internacionales entraron en una senda creciente; por su parte, el balance en cuenta corriente mostró estabilidad entre 1952 y 1953, a pesar del importante aumento de las importaciones en 1953.

El programa de estabilización de 1957 también fue un éxito, el crédito externo y los pagos internacionales del país se restablecieron, las reservas internacionales entraron de nuevo en tendencia creciente y la deuda comercial se refinanció; además, la flotación del peso permitió un importante ajuste del balance comercial, sobre todo por el sinceramiento de las importaciones a una tasa de cambio realista y el superávit comercial generó ahorro para normalizar el crédito externo y los pagos al exterior.

Por el contrario, como argumenta Garritsen (1987, p. 281), el programa de estabilización de 1963 fue un fracaso: lo estropeó el aumento desproporcionado de los salarios, que llevó a un aumento de la inflación, el cual, a su vez, contrarrestó la devaluación del peso. En el frente fiscal, el gobierno no contó con el apoyo del Congreso para la aprobación de un proyecto de reforma tributaria. En cuanto al programa de inversiones y desarrollo, los formidables montos de crédito y ayuda exterior proyectados en el programa de la Alianza para el Progreso prácticamente desaparecieron por los eventos relacionados con el principal promotor de ella (el asesinato del presidente de los Estados Unidos, John F. Kennedy).

Según Garritsen (1987, p. 84), el programa de estabilización de 1963 fracasó porque “las autoridades no tenían la latitud necesaria para emprender decisiones de política”. Pero es necesario aclarar que el FMI tampoco la tuvo. De acuerdo con la Oficina de Evaluación del FMI, “hay alguna evidencia que requerimientos de aval por parte del FMI son fuente de presión para aceptar la aprobación de programas con baja probabilidad de éxito” (FMI, 2002, p. 13). Al parecer, el FMI aprobó el acuerdo de crédito contingente con Colombia porque le urgía respaldar al país con su aval: “Lleras Restrepo dijo que los representantes del Fondo Monetario Internacional consideraban de inobjetable importancia evacuar las medidas económicas antes del 31 de diciembre a fin

de que el país sea incluido en los programas de asistencia y empréstitos internacionales” (*La República*, 24 de noviembre de 1962)⁵⁰.

En resumen, en 1951 el país implementó un conjunto de políticas de estabilización macroeconómica a fin de fortalecer su economía; en 1957 el país se vio obligado a implementar un programa de ajuste para normalizar sus relaciones comerciales y financieras con el resto del mundo, y en 1963 firmó un acuerdo de estabilidad macroeconómica con el FMI, pero rápidamente desatendió el objetivo de la estabilidad macroeconómica para buscar otros objetivos, los cuales se tratan adelante⁵¹.

La pregunta es: ¿Qué pasó para que las autoridades pasaran de valorar el objetivo de la estabilidad macroeconómica a desatenderlo? La respuesta es que hubo un cambio en el pensamiento de las autoridades⁵²; estas avistaron otros objetivos tanto para la política económica en general como para el Banco de la República en particular. En este cambio desempeñó un importante papel una de las misiones que visitaron al país al comienzo del período.

2. Las misiones

En 1963 el Banco de la República se había transformado en banco de emisión para el fomento y en agencia de incentivos y controles para la promoción del desarrollo. Fue el año de la creación de una Junta Monetaria conformada enteramente por miembros del Gobierno. Así, el Banco quedaba mejor equipado para ahondar en el norte que se había trazado con la reforma financiera de 1951⁵³.

La transformación del Banco de la República fue resultado de implementar el modelo desarrollista de banca central, que aquí llamaremos norma desarrollista⁵⁴, la cual tuvo origen en el Banco Central de la República Argentina

⁵⁰ Carlos Lleras Restrepo fue miembro de la comisión interparlamentaria que aprobó la devaluación con los miembros del Gobierno. Entre los parlamentarios también se encontraba Álvaro Gómez Hurtado.

⁵¹ Los objetivos eran el fomento de algunos sectores y el aumento de los salarios reales por medio de una ley (véase la sección 5).

⁵² Friedman (1953) enfatiza el pensamiento de las autoridades como causa última del desempeño económico.

⁵³ Para un relato detallado sobre la creación de la Junta Monetaria, véase Avella (2014, pp. 195-201).

⁵⁴ De forma más técnica, el término ‘modelo’ significa una teoría codificada en un conjunto de ecuaciones.

y apoyo por parte de algunos intelectuales de la época; además, fue difundida por la Reserva Federal de los Estados Unidos.

La Reserva Federal diseminó la norma desarrollista por el mundo en desarrollo, aunque en su país no la aplicó. Según Friedman y Schwartz (1963), “la controversia y discusión sobre el papel de la política monetaria y su relación con otros aspectos de la política económica que marcaron la década [contrasta con] el crecimiento constante y sin novedades de la cantidad de dinero [en los Estados Unidos]” (p. 592); en los años cincuenta la Reserva Federal perfeccionaba una política con cierta independencia de la Tesorería (p. 623), contracíclica (p. 631) y dirigida a la estabilidad de precios (p. 628).

La norma desarrollista había sido propuesta por sus promotores específicamente para los países en desarrollo. “Este enfoque a la banca central, que había sido rechazado por las autoridades británicas y norteamericanas en los años veinte, era el mismo que ahora endosaba la Reserva Federal de los Estados Unidos [para los países en desarrollo]” (Helleiner, 2003, p. 5). La norma permeó la banca central de prácticamente todos los países en desarrollo y también de países industrializados como Francia, Italia y Bélgica (Krampf, 2013, p. 15).

Como se mencionó, la norma desarrollista no fue universal pues durante los años cincuenta y sesenta también mantuvo vigencia la norma liberal⁵⁵, que defendió un tipo de banco central independiente del Gobierno y un sector financiero más dirigido por la eficiencia y las leyes del mercado. La norma liberal se mantuvo en países como el Reino Unido, la República Federal de Alemania, Austria y los Países Bajos (Krampf, 2013, p. 15); también perduró en antiguas colonias británicas como Singapur y Hong Kong y fue defendida por el Banco de Ajustes Internacionales.

La norma liberal fue promovida por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para los países industrializados, pero para los países en desarrollo la promovió de forma consensual solo hasta 1977 (Krampf, 2013, pp. 19, 23)⁵⁶. La norma desarrollista actuó como contrapeso al principal objetivo del FMI, la estabilidad del sector externo. Para el FMI la inflación era un importante factor de desestabilización del sector externo y a su vez resultado de la política de extensión selectiva del crédito, el núcleo de la norma desarrollista. Algunas autoridades del FMI se opusieron a la idea del crédito otorgado por el banco central para el fomento del desarrollo; entre ellos, el director del FMI, Per

⁵⁵ Para una historia sobre la difusión de las prácticas desarrollista y liberal de banca central, véase Krampf (2013). El artículo de Krampf también es citado en Urrutia (2014).

⁵⁶ Por ejemplo, Robert Triffin, quien difundió la norma desarrollista desde la Reserva Federal, fue miembro del equipo del FMI en 1946-1948.

Jacobson, y el director del Departamento de Investigaciones, Edward Bernstein (Garritsen, 1987, p. 64; Krampf, 2013, p. 13), para quienes “las experiencias [...] revelaban que el desarrollo económico no requería medios inflacionarios de financiamiento y que había altos costos sociales y económicos de la inflación” (Garritsen, 1987, p. 23). Otros círculos del FMI, por contraste, promovieron la norma desarrollista; según estos, de forma especial para los países en desarrollo.

En Colombia la norma desarrollista se implementó como resultado de la Misión de la Reserva Federal de los Estados Unidos (véase Urrutia, 2014, pp. 7-15), que propuso reformar el Banco de la República habilitándolo para otorgar préstamos de redescuento con el propósito de fomentar el desarrollo. La norma desarrollista entró en funcionamiento con la reforma financiera de 1951 y alcanzó su mayor expresión en los años sesenta, principalmente con la inauguración de una Junta Monetaria estatal.

En Colombia la norma desarrollista hizo contrapeso al objetivo de la estabilidad macroeconómica, pero la estabilidad fue el objetivo de una serie de misiones del FMI⁵⁷.

Por su parte, la Misión del Banco Internacional tuvo a Colombia como principal objetivo el desarrollo. No obstante, tomó distancia de la norma desarrollista: se opuso a la extensión de crédito del banco central para fomentar el desarrollo, política que sería inflacionaria; enfatizó la necesidad de estabilizar la inflación y el sector externo como condición para aplicar un programa de desarrollo; contribuyó a la estabilidad del sector externo por medio de la reforma cambiaria de 1951; alertó sobre el peligro inflacionario si se aumentaban los medios de pago después de estabilizarse la inflación de 1951 y se propuso contribuir al nivel de vida por medio de un gran programa de desarrollo. Infortunadamente, hacia 1951, los directivos del Banco Internacional asociaron los grandes programas de desarrollo con la economía del *New Deal*, de la cual el jefe de la Misión en Colombia era un importante exponente (Alacevich, 2009, p. 135), y cuando dichos directivos decidieron dar un giro a la organización y objetivos del Banco Internacional, de manera colateral abrieron el espacio a los promotores de la norma desarrollista en Colombia.

Las misiones enmarañaron el inventario de objetivos e instrumentos de la política. Los defensores de la norma desarrollista propusieron como objetivo el desarrollo económico y como instrumentos el redescuento, el direccionamiento del encaje, las inversiones forzosas, el control de importaciones y las tasas de cambio múltiples. Por su parte, los proponentes de la norma liberal buscaron como objetivo la estabilización del sector externo y la

⁵⁷ En 1951 la misión del Banco Internacional trabajó conjuntamente con la misión del FMI sobre el objetivo de la estabilidad macroeconómica.

estabilidad de precios para apoyar el desarrollo, y como instrumentos el control cuantitativo de la inflación, el control fiscal, la devaluación y el control de importaciones. La Misión del Banco Internacional propuso un gran programa de desarrollo y parentéticamente contribuyó a la estabilidad macroeconómica con una serie de políticas (Currie, 1981, pp. 58-59)⁵⁸.

2.1 La Misión de la Reserva Federal y la implementación de la norma desarrollista

En este punto conviene dar una mirada al origen del Banco de la República. Como es sabido, se estableció en 1923 con la asesoría de la Misión Kemmerer. Edwin Kemmerer, profesor de la Universidad de Princeton, defensor y promotor del patrón oro, ayudó a establecerlo con una serie de misiones, siete de ellas a países de América Latina, incluida la que dio origen al Banco de la República (Meisel, 1990, pp. 221-228).

Con el patrón oro los bancos centrales operaron de forma clara y ortodoxa; la oferta monetaria era endógena ('pasiva', según los defensores de la norma desarrollista), aumentaba con un superávit en la cuenta comercial y esto llevaba a un aumento de los precios y a una corrección del superávit comercial. Análogamente, la oferta monetaria disminuía, con déficit en la cuenta comercial, lo cual conducía a una disminución de los precios que corregía el déficit. Por otra parte, dentro del patrón oro la política de redescuento se circunscribía a la doctrina clásica del prestamista de última instancia (Bagehot, 1873). Según esta doctrina, el banco central puede prestar solo a bancos solventes, aunque ilíquidos, y los préstamos deben hacerse a una tasa relativamente alta, de forma que los recursos del banco central no sean utilizados por los bancos comerciales para financiar operaciones ordinarias; estos préstamos deben concederse con la garantía de un colateral relativamente líquido o a corto plazo.

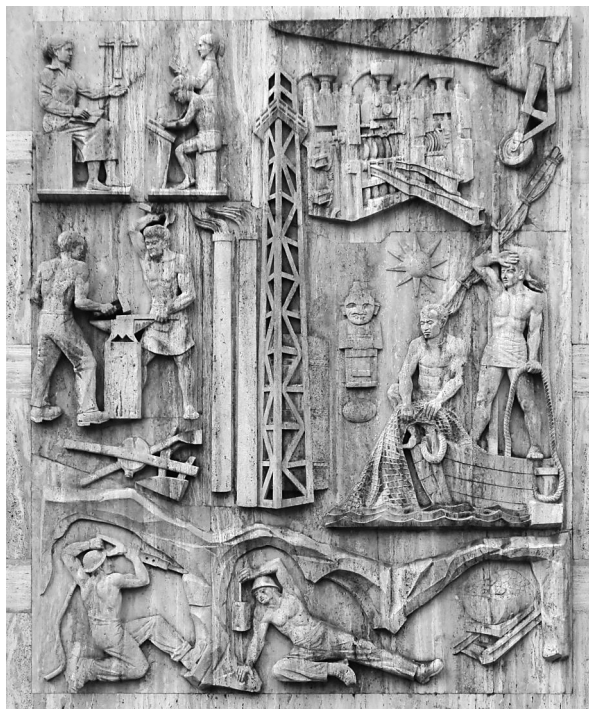
En contraste con la operatividad ortodoxa y endógena de los bancos centrales en el esquema del patrón oro, la norma desarrollista que se implementó en los años cincuenta buscó un control amplio de la asignación del crédito a los sectores de la economía. Bajo la norma desarrollista los bancos centrales canalizaron el crédito del banco central a sectores considerados clave por medio de préstamos llamados de redescuento, inversiones forzosas para

⁵⁸ Otras dos misiones tuvieron lugar durante el período: la Misión sobre Administración Pública, también dirigida por Lauchlin Currie, y la Misión Lebreton. Las recomendaciones de estas misiones están por fuera del alcance de este capítulo.

los bancos comerciales y el direccionamiento de los recursos del encaje. De acuerdo con esta norma el control del Banco de la República pasó totalmente a los miembros del Gobierno en 1964, los banqueros privados fueron marginados de forma que el Banco pudiera dirigir sus esfuerzos al fomento del desarrollo⁵⁹ (fotos 1 y 2).

Foto 1

Relieve sobre los sectores de la industria, la minería y los servicios

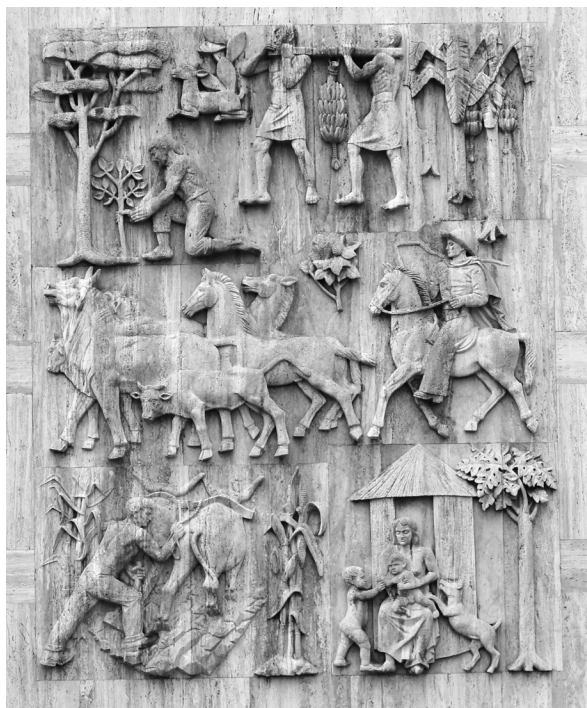


El Banco de la República inauguró su actual sede en 1958. Los relieves en la fachada del edificio hacen alusión a los sectores productivos de la economía colombiana. El relieve al lado izquierdo de la fachada presenta escenas relativas a la minería del petróleo y del oro, a las industrias siderúrgica y metalúrgica, a la pesca y a los sectores de la educación y del transporte aéreo.

Fuente: Guillermo Restrepo C., Banco de la República.

⁵⁹ Un estudio de los países en los cuales se difundió la norma desarrollista se puede ver en Krampf (2013), también citado en Urrutia (2014).

Foto 2
Relieve sobre el sector agropecuario



El relieve del lado derecho contiene escenas relativas a los sectores agrícola y pecuario. Las autoridades implementaban con gran convicción un modelo de "banca central moderna". Bajo ese criterio, algo generalizado en la época, las autoridades y el banco central buscaron direccionar el crédito y el comercio internacional para fomentar el desarrollo.

Fuente: Guillermo Restrepo C., Banco de la República.

De conformidad con las recomendaciones hechas por la Misión de la Reserva Federal⁶⁰, el banco central debería asumir un papel más activo en la economía, en contraste con el papel pasivo de un banco central diseñado para el patrón oro; en este rol activo, el banco central tendría que dirigir el crédito a las actividades consideradas importantes para el desarrollo, convertirse en una especie de autoridad de fomento en contraposición a una autoridad monetaria.

⁶⁰ También conocida como Misión Grove.

De esta manera, los bancos comerciales se convertían en una especie de agentes del banco central.

La norma desarrollista se implementó por medio de la reforma financiera de 1951, que cambió el objetivo del Banco de la República al establecer que “el objetivo primordial que persigue la organización del Banco de la República es el de realizar una política monetaria, de crédito y cambiaria, encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía nacional” (Banco de la República, acta del 16 de enero de 1951)⁶¹.

La reforma se implementó mediante el Decreto Legislativo 756 de abril de 1951 (Recamán, 1980, p. 61)⁶², que dio al Banco de la República una serie de facultades: primero, autoridad para establecer tres tipos de cupos, un cupo ordinario de redescuento para los bancos ligado al capital de estos, un cupo especial de redescuento para créditos destinados al fomento, y un cupo extraordinario para emergencias de liquidez; segundo, autoridad para fijar las tasas de redescuento y descuento; tercero, facultad de administrar el encaje, antes facultad del Congreso, así como el encaje marginal (para más detalle sobre las nuevas atribuciones del Banco, véase Meisel [1990, pp. 427-428]). La reforma también quedó consagrada en el Decreto Legislativo 2057 de octubre 2 de 1951, que estipuló la nueva composición de la Junta Directiva del Banco de la República, conformada principalmente por banqueros y representantes de los sectores productivos y del Gobierno.

La reforma dio al Banco amplios poderes en la asignación del crédito, así como el control de la política cambiaria (respecto de la política cambiaria y su papel en la política de industrialización por sustitución de importaciones, véase Recuadro 2). Las nuevas facultades del Banco requerían el voto del ministro de Hacienda, de esta forma él fue ganando control sobre el Banco. Durante 1931-1951 el ministro tuvo voz en la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), pero no voto (Kalmanovitz y Avella, 1998, pp. 20-21, 25)⁶³; en el período 1951-1963 tuvo voz y voto; y desde 1963⁶⁴, como líder del

⁶¹ Citada en Recamán (1980, p. 41).

⁶² Por medio de un seguimiento a las actas de la Junta del Banco de la República, Recamán (1980) hace un detallado recuento de las reuniones que condujeron a la reforma financiera de 1951 (pp. 27-70). Por su parte, Avella (2014, p. 189) describe el estudio de recomendaciones anteriores a la reforma por parte de la denominada Comisión de Reformas Bancarias.

⁶³ Otros dos miembros del Gobierno tampoco tenían voto. La Ley 82 de 1931 estableció que: “[las acciones clase A] no darán derecho a votar; pero, debido al carácter cuasi público del Banco, el Ministro de Hacienda y Crédito Público será miembro nato de la Junta Directiva, el Gobierno tendrá la facultad de nombrar dos (2) Directores más [...]”.

⁶⁴ La Junta Monetaria se creó mediante la Ley 21 del 20 de agosto de 1963. La ley comenzó a implementarse el 31 de diciembre de 1963.

Gabinete en asuntos económicos, obtuvo amplio poder sobre los asuntos monetarios y cambiarios del Banco.

Recuadro 2

El control de importaciones y la búsqueda de la industrialización

Además de los poderes crediticios, la reforma de 1951 dio al Banco de la República el control de la política cambiaria, que desde 1948 estaba en cabeza de la Junta Directiva de la Oficina de Cambios, en la cual participaban el Banco de la República y el ministro de Hacienda, entre otros miembros (Ibáñez, 1990, p. 647). En 1951 el control de cambios y la política cambiaria se concentraron en el Banco de la República por medio de los decretos legislativos 637 y 143. El primer decreto determinó que el movimiento total de las divisas extranjeras se haría por intermedio del Banco de la República o por los bancos autorizados por este, para lo cual se le ratificó la función de comprar las divisas provenientes de las exportaciones y vender las necesarias para las importaciones [...] al tipo de cambio que señalara la Junta Directiva del Banco (Ibáñez, 1990, p. 647). El segundo “atribuyó a la Junta Directiva del Banco de la República la facultad de señalar periódicamente el monto global de divisas disponibles para efectuar pagos en el exterior” (Ibáñez, 1990, p. 647).

La norma de banca central desarrollista promovió ciertas políticas comerciales que eran difundidas, entre otros^{a/}, por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal). La Cepal se mostraba pesimista sobre la evolución del precio de los productos básicos exportados por los países en desarrollo, en comparación con el precio de los productos exportados por los países industrializados. Buscó la industrialización de los países en desarrollo por medio de restricciones a las importaciones, monedas apreciadas para la importación de materias primas destinadas a la industria, restricciones e impuestos sobre el uso de las divisas y tasas de cambio múltiples, entre otras medidas.

Estas políticas comerciales fueron ampliamente establecidas en los países en desarrollo por lo menos durante los años cincuenta y sesenta, y según García *et al.* (2014) aún están vigentes. Hacia los años setenta la profesión de la economía llegó a la conclusión de que la norma desarrollista tenía altos costos sobre la estructura productiva y el crecimiento económico (Garritsen, 1987, pp. 68-69; Bhagwati, 1978); entre otros, las tasas de cambio sobrevaluadas favorecían a los industriales, pero no a las exportaciones nuevas; las restricciones a las importaciones favorecían desproporcionadamente a los importadores, que obtenían licencias mas no generaban ingresos al Gobierno por medio de tarifas; las tasas de cambio múltiples generaban importantes ingresos fiscales, sin embargo escondían importantes impuestos y subsidios; finalmente, la clase empresarial se ocupaba de obtener rentas del Estado y no de la competitividad y la eficiencia.

Las autoridades implementaron la norma desarrollista con convicción. Trataban de aplicar un modelo de “banca central moderna”^{b/}.

^{a/} Por ejemplo, Kaldor (1966) enfatizó el papel del crecimiento de la industria en el desarrollo económico.

^{b/} Véase, por ejemplo, al entonces secretario de la Junta Directiva del Banco de la República, quien veía la introducción del redescuento como una modernización (Recamán, 1980, p. 27).

Aunque la Misión de la Reserva Federal de 1951 recomendó que el control del Banco pasara totalmente al Estado, la Junta no fue del todo estatal hasta la reforma de 1963, cuando se creó la Junta Monetaria⁶⁵.

La reforma de 1951 dio paso al período de la represión financiera en Colombia. Se entiende por represión financiera a un conjunto de medidas con las cuales el Gobierno dirige el crédito, a tasas reales bajas o incluso negativas, hacia el mismo Estado y a sectores favorecidos por la política de fomento⁶⁶. La represión financiera se caracteriza por la ausencia de retornos y tasas de interés de mercado, estrecha regulación de los bancos por parte del banco central y creación de bancos comerciales oficiales y gremiales para direccionar el crédito. Reinhart, et al. (2011) muestran la incidencia de retornos negativos en los bonos del Gobierno y en las tasas reales de los depósitos bancarios en prácticamente todo el mundo durante el período de represión financiera 1945-1980⁶⁷.

La represión financiera en Colombia ha sido estudiada por autores como Kalmanovitz y Avella (1998), quienes presentan una serie de datos sobre ella, por ejemplo, la asignación de cerca de la mitad de los activos bancarios a la agricultura y la construcción, la asignación de cerca del 6 % del crédito del Banco de la República al sector cafetero durante 1957-1962 y la inversión en títulos de deuda pública por parte del Banco en una magnitud de tres a cinco puntos porcentuales del PIB (pp. 20, 26, 34-36)⁶⁸.

2.2 La Misión del Banco Internacional

El Banco Internacional había sido creado en la Conferencia de Bretton Woods, en 1944, para ayudar a la reconstrucción de Europa, pero la Guerra Fría cambió los intereses de los Estados Unidos y el Plan Marshall dirigió a Europa una cantidad de recursos mucho mayor que el Banco Internacional; en consecuencia,

⁶⁵ Según algunos, la Junta oficial también buscó objetivos para el sector privado.

⁶⁶ La expresión ‘represión financiera’ fue introducida por McKinnon (1973) y Shaw (1973).

⁶⁷ Acerca del efecto de la represión financiera sobre el control monetario, la Misión del Banco Internacional señaló que “los gastos de fomento [...] deben realizarse con ahorros de los negocios y de los particulares” (BIRF, 1950b, p. 291) y que “cuando el gobierno desea suministrar capital para propósitos de fomento debería hacerlo canalizando los ahorros individuales y de los negocios hacia tales usos públicos en vez de crear moneda [sic] nueva” (BIRF, 1950b, pp. 285-286). La Misión del Banco Internacional también trató el tema del plazo de los créditos de bancos comerciales (véase BIRF, 1950a, pp. 396-397).

⁶⁸ Se ha argumentado que la mayor parte de los recursos fue destinada a la agricultura y no a la industria, véase por ejemplo Brando (2016). Sin embargo, Paz del Río se benefició ampliamente del crédito de las entidades multilaterales y de la inversión forzosa de una sobretasa al impuesto de renta.

el Banco Internacional fue reorientado hacia la promoción del desarrollo en los países pobres⁶⁹.

En el marco de esta nueva mira, el Banco Internacional tendría su objetivo más ambicioso en la misión a Colombia (Alacevich, 2009, p. 13), se proponía “formular un programa de desarrollo para elevar el nivel de vida del pueblo colombiano” (BIRF, 1950, p. 13).

La Misión del Banco Internacional llegó a Bogotá el 10 de julio de 1949 y tuvo sede en el Banco de la República (Alacevich, 2009, p. 38; Sandilands, 1990, p. 163). Estuvo conformada por dieciséis miembros extranjeros y dieciséis nacionales (BIRF, 1950a, pp. 11-12); entre los primeros se encontraba Lauchlin Currie, jefe de la Misión, así como consultores en sectores tan variados como moneda y banca, industria, combustibles, energía, transporte, ferrocarriles, vías fluviales, agricultura, salud, servicios públicos, cuentas nacionales y petróleo; además, un economista del FMI como consultor para asuntos del sector externo y la tasa de cambio. Entre los miembros nacionales había cinco del Banco de la República.

Las recomendaciones de la Misión fueron entregadas al Gobierno de Colombia el 13 de agosto de 1950 (Alacevich, 2009, p. 40)⁷⁰ y las de mayor interés para la historia del Banco de la República son las que tienen que ver con los campos monetario y cambiario; por su parte, las relativas a la siderúrgica de Paz del Río son importantes desde el punto de vista de lo que sería el futuro de la Misión General de Análisis⁷¹.

⁶⁹ En 1948 el entonces presidente del Banco Internacional, John McCloy, realizaba conversaciones para realizar una Misión General de Análisis (General Survey Mission) en Colombia. La IX Conferencia Panamericana, que presidía Marshall, sesionaba en Bogotá por la época, cuando tuvo un giro inesperado: el líder del Partido Liberal, Jorge Eliécer Gaitán, fue asesinado el 9 de abril. A pesar de la violencia, y en un gesto de solidaridad con el país, el Banco Internacional mantuvo firme el objetivo de realizar la misión en Colombia y la Conferencia Panamericana continuó sesionando (Lleras, 2006).

⁷⁰ El 28 de octubre de 1949 el Banco de la República realizó una ceremonia de despedida para la Misión (Sandilands, 1990, p. 168), la cual continuó su trabajo en Washington (p. 169).

⁷¹ La Misión del Banco Internacional desestimó el proyecto de la siderúrgica de Paz del Río con base en una serie de criterios económicos y técnicos (Currie, 1981, p. 153; Alacevich, 2009, p. 153). Paz del Río se construyó porque era un símbolo de la gran industria, de la industria pesada, no porque fuera técnicamente justificable o eficiente (Currie, 1981, p. 153). La siderúrgica también fue símbolo de la planificación por proyectos, en contraposición a la planificación por grandes programas comprensivos, como el de la Misión del Banco Internacional en Colombia. Hirschman apoyó la planificación por proyectos, Currie defendió la planificación por programas (Alacevich, 2009, p. 134) y la nueva generación a cargo del Banco Internacional favoreció la planificación por programas (Alacevich, 2009, p. 134). Cuando el Banco Internacional retomó el objetivo de la pobreza en los años setenta, Currie señaló que “el Banco Mundial se atrasó por lo menos 15 años como institución de desarrollo” y que “la inversión [en Paz del Río] ascendió casi al endeudamiento neto para todos los propósitos durante los años cincuentas en Colombia con fuente en los organismos multilaterales, las ganancias eran nulas, y la industria colombiana estaba sobrecargada por acero de alto costo e inferior calidad” (Currie, 1981, p. 155).

El Informe de la Misión hizo énfasis en la importancia del encaje y las fuentes de expansión monetaria como mecanismos básicos de control del dinero (BIRE, 1950a, pp. 288-289)⁷². Adicionalmente, varios asuntos relativos al Banco de la República fueron recomendados por el Comité de Desarrollo Económico.

2.3 El Comité de Desarrollo Económico

Para la adopción de las recomendaciones de la Misión Currie propuso conformar el Comité de Desarrollo Económico:

Vi una oportunidad de promover la creación de un comité al estilo de una Comisión Real⁷³. [...] El Comité de Desarrollo Económico, como fue llamada la Comisión, se reunió regularmente por nueve meses y siempre con un documento técnico antes de cada reunión. (Currie, 1981, p. 60; Sandilands, 1990, pp. 171, 175)

El Comité fue conformado por seis individuos sobresalientes. Uno de los miembros fue Emilio Toro, quien había ayudado a promover la Misión a Colombia como representante del país ante el Banco Internacional. El Comité tenía varios asesores, uno de los cuales era el jefe de la Misión, Lauchlin Currie; más tarde el Banco Internacional incorporó como asesor a Albert Hirschman.

Las recomendaciones del Comité eran enviadas al presidente de la República y se sobreentendía que llevaban el aval del Banco Internacional.

En lo monetario, el Comité llenó un importante vacío ya que en el momento no había junta monetaria y la junta de directores del Banco de la República, que actuaba como junta monetaria, estaba compuesta en su mayoría por banqueros privados y otros prestamistas del banco. (Currie, 1981, p. 70)

Algunas de las principales recomendaciones del Comité tuvieron que ver con el Banco de la República. El Banco contribuía, con su buen nombre como administrador, a actividades que no eran propias de banca central pero que podrían requerir de su protección especial. El Comité recomendó que el Banco debería:

⁷² Currie (1987) volvió a enfatizar el mismo mecanismo décadas más tarde.

⁷³ Una comisión real es, en algunas monarquías, un comité *ad hoc* creado para estudiar y presentar recomendaciones sobre asuntos de importancia mayor.

[...] dedicar todas sus energías y poderes a la dirección de la política monetaria [...] El banco debe ceder la dirección de las salinas nacionales terrestres y marítimas, la planta de soda, represa del Neusa y cualesquiera otras actividades que no tengan un carácter monetario o de crédito. (Comité de Desarrollo Económico 1951, p. 41)

Además, el Comité sugirió que el Banco debía reforzar el área de Estudios Económicos:

[...] El Comité recomienda que uno de los subgerentes del Banco se haga cargo de la Sección de Investigaciones Económicas debiendo ser esta su única función. Dicho subgerente debe ser un economista de primera categoría y debe tener acceso a las deliberaciones de la Junta Directiva del Banco como consejero con voz y sin voto. [...] Sin estudios económicos [...] las autoridades monetarias no pueden tomar decisiones acertadas sobre la política a seguir. (Comité de Desarrollo Económico, 1951, p. 42)

Además de estas recomendaciones institucionales, el Comité propuso algunas políticas que contribuyeron a la estabilización macroeconómica en 1951.

2.4 Las misiones del FMI

El FMI fue el principal defensor del objetivo de la estabilidad macroeconómica. También buscó objetivos como el de los regímenes cambiarios simplificados de tasa única, en vez de regímenes múltiples o sistemas “discriminatorios” de impuestos y subsidios velados. El FMI también persiguió el desmantelamiento de las restricciones al comercio. Los países en desarrollo continuamente pasaron por alto estos objetivos, pero el FMI aceptó las restricciones al comercio y las tasas de cambio múltiples, en principio, de forma transitoria⁷⁴.

En 1957 el FMI contribuyó a la estabilidad macroeconómica de Colombia al proponer un programa de estabilización y dar su aval a los bancos extranjeros para facilitar que se refinanciara la moratoria de la deuda comercial. Para el FMI la flotación era una medida transitoria: “las tasas de cambio flotantes fueron usadas por un tiempo como medio para encontrar el nivel al cual la tasa de cambio podría finalmente fijarse” (Garritsen, 1986, p. 53).

En el esquema de tasas de cambio fijas pero ajustables del acuerdo de Bretton Woods, la flotación fue una solución que surgió por necesidad; fue un recurso para Francia (1948), México (1948), Perú (1949) y Canadá (1950). La flotación

⁷⁴ Para una temprana evaluación del FMI, véase Currie (1981, pp. 95-102).

de Francia se objetó por el FMI; luego, en México, el FMI argumentó que la flotación había ayudado a encontrar una nueva tasa de cambio de paridad; más tarde, en Perú y Canadá el FMI aceptó —o por lo menos toleró— la flotación (Garritsen, 1986, pp. 43, 50-51).

Aunque el FMI aceptó —y más tarde procuró— la flotación solo de forma transitoria, la flotación de Perú perduró por veinte años hasta fin de 1969 (Garritsen, 1986, p. 50) y la de Canadá duró hasta 1962. En 1961, en reconocimiento a las buenas políticas, el FMI clasificó a Perú como uno de los países con régimen de comercio relativamente liberal⁷⁵ e hizo lo mismo con otros nueve países de Europa Occidental (Garritsen, 1986, p. 69). Entretanto, el FMI mantuvo a la mayoría de países en desarrollo en el estatus transitorio de restricciones al comercio internacional y regímenes cambiarios discriminatorios⁷⁶.

3. El contexto internacional

3.1 La arquitectura monetaria, cambiaria y financiera

La institucionalidad monetaria y financiera de la mitad del siglo se caracterizó por la arquitectura financiera creada en la Conferencia de Bretton Woods de julio de 1944⁷⁷. Esta arquitectura consistió en un sistema de tasas de cambio fijas con respecto al dólar de los Estados Unidos, país que fijaba una paridad con respecto al oro. Después de la guerra, la movilidad internacional del capital fue baja, lo cual, de acuerdo al “trilema” de la política monetaria, permitía a los países establecer tasas de cambio relativamente estables y al mismo tiempo administrar cierta autonomía monetaria, conveniente para la serie de políticas de la norma desarrollista que procuró la administración del crédito.

En los casos de problemas de la balanza de pagos, los países avanzados deberían dirigir las políticas monetaria y fiscal hacia el ajuste externo, según el enfoque monetario de la balanza de pagos (Garritsen, 1986, p. 25), y los países en desarrollo deberían complementar estas políticas del enfoque monetario con devaluaciones, procurando mantener un régimen de importaciones favorable al comercio internacional (Garritsen, 1986, p. 25); sin embargo, como se dijo,

⁷⁵ Es decir, Perú aceptó las obligaciones del artículo VIII de los Acuerdos del FMI.

⁷⁶ Estos países continuaron aceptando las obligaciones del artículo XIV de los Acuerdos del FMI.

⁷⁷ Colombia adhirió al Convenio Constitutivo del FMI mediante la Ley 96 del 27 de diciembre de 1945; el FMI se fundó ese mismo día, cuando 29 países firmaron el Convenio (Garritsen, 1986, p. 3).

estos últimos mantuvieron controles a las importaciones y proteccionismo a la producción local.

3.2 El desempeño macroeconómico

Durante el período de estudio los países avanzados registraron altas tasas de crecimiento⁷⁸. En los Estados Unidos el producto potencial creció aproximadamente 4 %, una tasa que no volvió a registrarse. En el Reino Unido el producto potencial creció alrededor de 3 %, comparado con 2 % más adelante (Gráfico 1)⁷⁹.

En Alemania y Japón el producto potencial creció a una tasa sustancialmente mayor durante 1950-1951, de 8 %. Estas altas tasas de crecimiento se debieron, en parte, a la recuperación tras la profunda caída de la producción en esos países al final de la Segunda Guerra Mundial, y más tarde, a fuentes de crecimiento genuinas.

En América Latina el producto potencial creció a una tasa cercana a 5 % durante 1951-1963, un ritmo de crecimiento que no se ha vuelto a registrar desde entonces (gráficos 2 y 3). El producto potencial creció a una tasa alta y sostenida en cada uno de los países latinoamericanos más grandes; luego, disminuyó significativamente hacia el momento en que se implementaron las políticas de la llamada macroeconomía del populismo^{80, 81}.

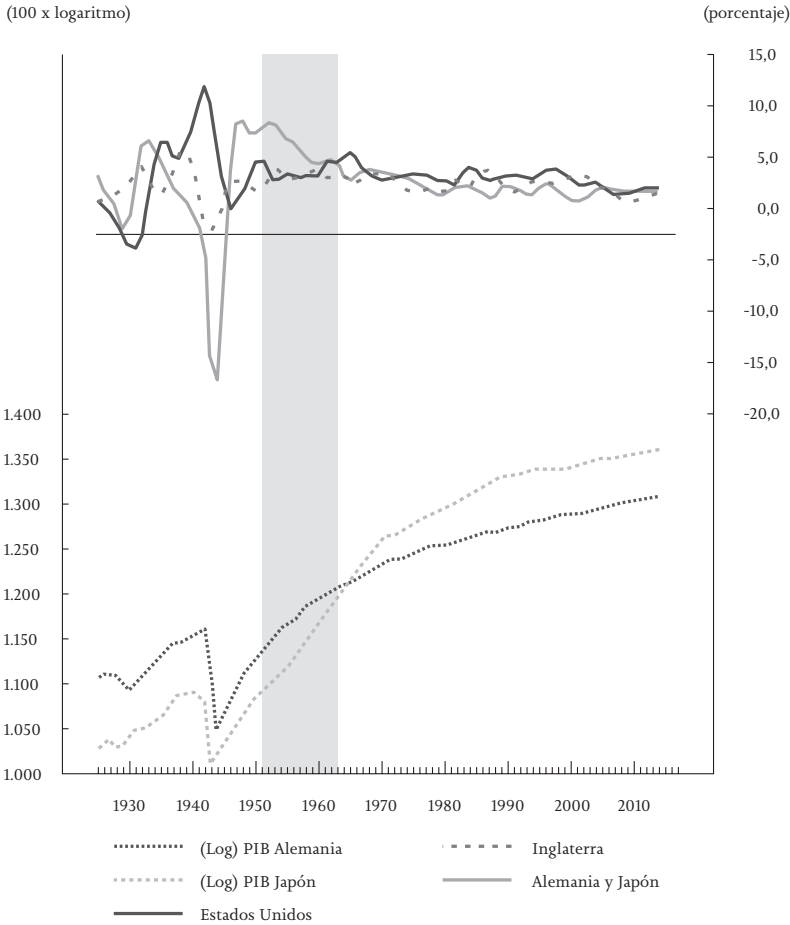
⁷⁸ Esta fue la era del alto consumo en masa, en la que los hogares adoptaron innovaciones como los refrigeradores y los televisores.

⁷⁹ Los gráficos reportan el crecimiento del producto potencial, en vez del crecimiento del producto observado, ya que el producto potencial es una medida del crecimiento de largo plazo. Las fluctuaciones de corto plazo restan claridad al análisis.

⁸⁰ La expresión ‘macroeconomía del populismo’ fue propuesta por Dornbush y Edwards (1991).

⁸¹ En Colombia el producto creció a tasas altas como consecuencia del crecimiento poblacional, la transición demográfica y el proceso de urbanización. Las ciudades sobrellevaron un profundo problema de déficit habitacional debido al crecimiento poblacional y la migración a la ciudad. La cultura y las costumbres también se transformaron: “Si se comparan las fotos de Bogotá a fines de años cuarenta con las de 1960 es evidente el contraste entre una población vestida de ruana y pañolón, o de saco oscuro y sombrero entre los grupos más acomodados, y la invasión del color y la variedad que se imponen bajo la influencia de las modas internacionales” (Melo, 2007).

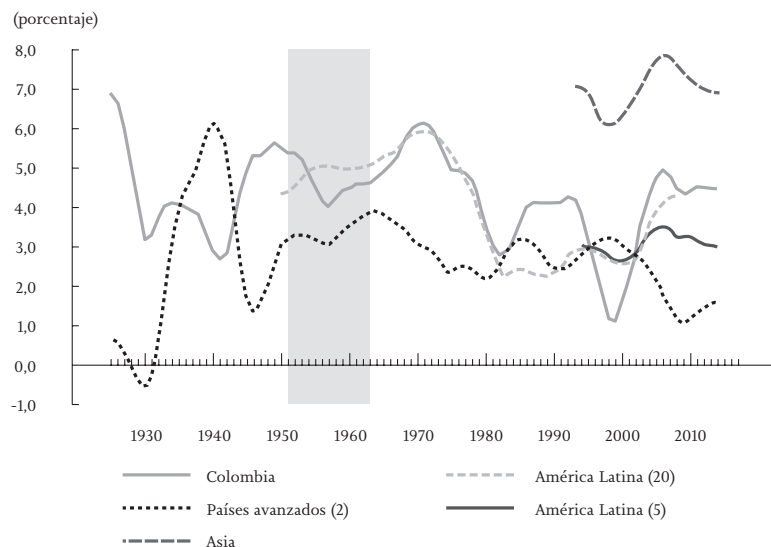
Gráfico 1
Contexto internacional: crecimiento del PIB potencial de los países avanzados



En los países avanzados la actividad económica creció a tasas altas durante el período de estudio. Las altas tasas de crecimiento potencial en Alemania y Japón se debieron, en parte, a la recuperación después de la caída del producto durante la guerra. El sombreado indica el período de estudio. Fuentes: cálculos del autor con base en datos de la Reserva Federal de San Luis (Estados Unidos), el Banco de Inglaterra (Reino Unido), y Maddison Historical GDP Data (Alemania y Japón).

Gráfico 2

Contexto internacional: crecimiento del PIB potencial en América Latina

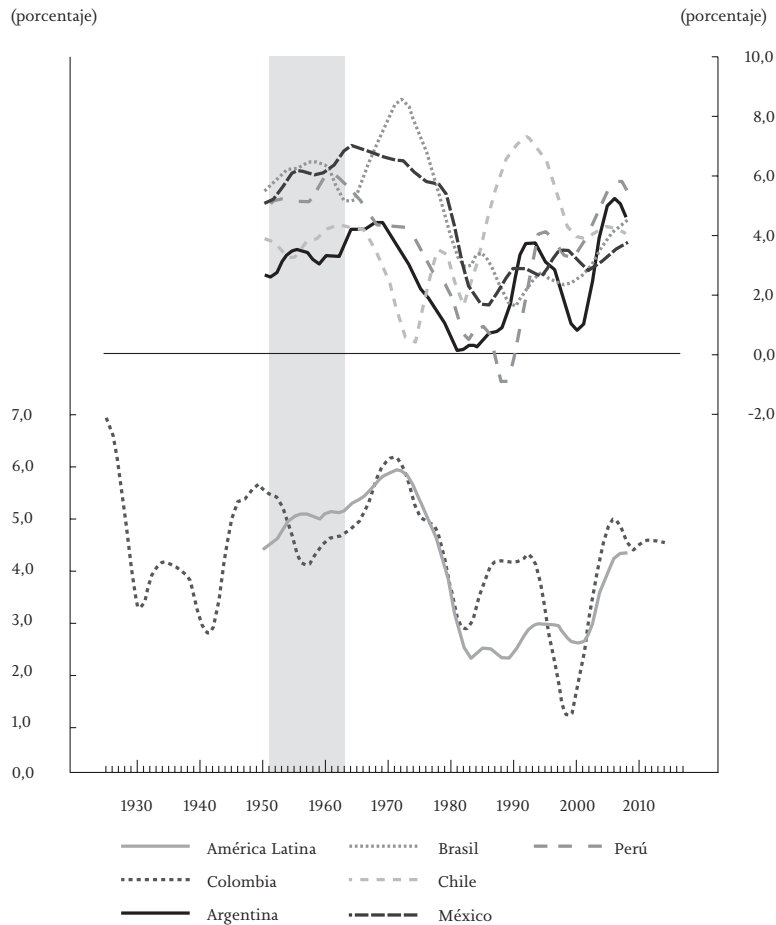


Durante 1951-1963 la actividad económica en América Latina creció a tasas altas comparadas con las de los países avanzados. Este ritmo de crecimiento no se ha vuelto a registrar desde entonces en América Latina. El sombreado indica el período de estudio. Países avanzados (2) es un promedio simple para los Estados Unidos y el Reino Unido, (20) y (5) denotan promedios de veinte y cinco países, respectivamente. Fuentes: DANE, Banco de la República, FMI, Cepal, Reserva Federal de San Luis y Banco de Inglaterra.

El producto fue más estable durante el período de estudio que posteriormente. En los Estados Unidos la variabilidad del producto, medida por la desviación estándar de la brecha del producto⁸², pasó de 1,7% en 1950-1974 a 1,8% en 1975-2000 (Cuadro 1 y Gráfico 4). En el Reino Unido la variabilidad del producto también fue baja, 1,6%, comparada con 1,8% más tarde. De forma similar, en América Latina la variabilidad del producto pasó de 1,1% a 2%, y el producto también fue más estable durante el período de estudio, sobre todo en los países más grandes (Cuadro 1).

⁸² Como es sabido, la brecha del producto es la diferencia entre el producto observado y el producto potencial.

Gráfico 3
Contexto internacional: crecimiento del PIB potencial de algunos países de América latina



El crecimiento fue alto y sostenido en varios países de América Latina durante 1951-1963. Posteriormente, en los años setenta y ochenta, el crecimiento del producto disminuyó sustancialmente en estos países cuando se implementaron políticas de la macroeconomía del populismo.

El sombreado indica el período de estudio.

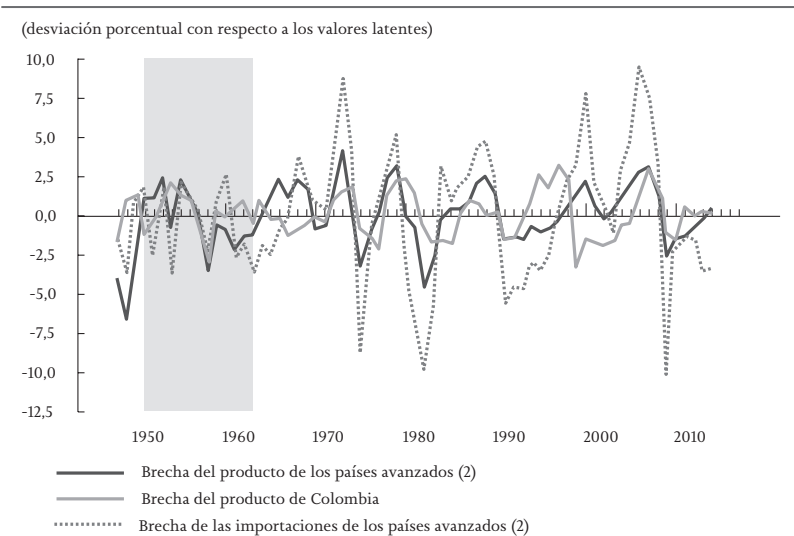
Fuentes: cálculos del autor con base en datos del DANE y Banco de la República (Colombia) y Cepal (países restantes).

Cuadro 1
Volatilidad de la brecha del producto
(Desviación estándar de la brecha del producto)

	1950 Trim. I-1974 Trim. IV	1975 Trim. I-2000 Trim. IV
Colombia	1,1	1,7
América Latina (20)	1,1	2,0
Argentina	2,9	5,6
Brasil	3,3	3,4
Chile	4,8	5,6
México	1,9	3,4
Perú	2,3	5,8
Estados Unidos	1,7	1,8
Reino Unido	1,6	1,8
Alemania	1,7	1,2
Japón	1,9	1,2

La brecha del producto se calculó con base en el filtro de tendencia local lineal (ver Blagrove et al., 2015). La relación de varianzas se estableció como se indica en Benes et al. (2010).
Fuentes: DANE y Banco de la República (Colombia), Cepal (América Latina [20]), FMI (América Latina [5] y Asia), Reserva Federal de San Luis (Estados Unidos), Banco de Inglaterra (Reino Unido), Maddison Historical GDP Data (Alemania y Japón).

Gráfico 4
Contexto internacional: estabilidad del producto



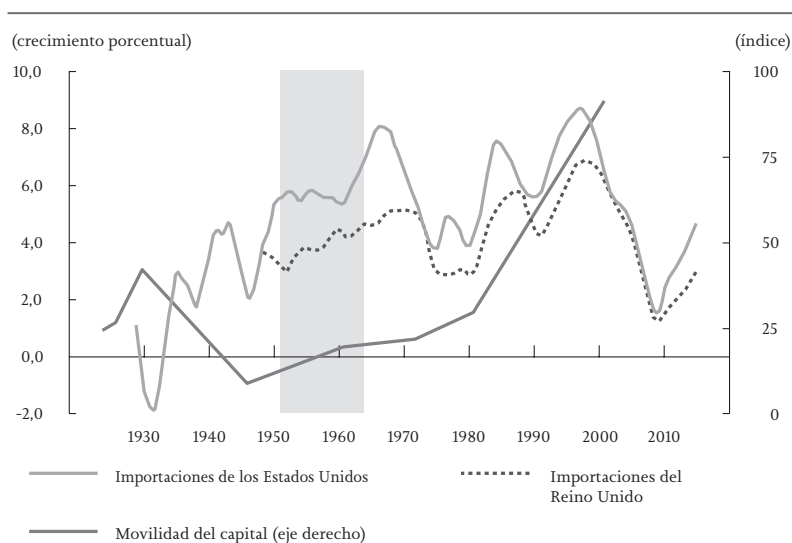
Tanto en los países avanzados como en Colombia, la brecha del producto fue relativamente estable durante 1951-1963. El comercio internacional también fue relativamente estable, como indica la variabilidad de la brecha de las importaciones de los países avanzados. El sombreado indica el período de estudio.
Fuentes: cálculos del autor con base en datos de: Cuadro 1 (países avanzados y Colombia), Reserva Federal de San Luis y Banco de Inglaterra (exportaciones globales).

La relativa estabilidad del producto pudo deberse a la baja movilidad del capital (Gráfico 5). En cuanto a los factores que causaron el ciclo, Garritsen (1987, p. 37) destaca la recesión de 1958 en los países desarrollados, especialmente profunda en los Estados Unidos. Aunque esta recesión coincidió con el punto más bajo del ciclo en Colombia (Gráfico 4), Gómez (2016b) señala al movimiento especulativo de capital y el crédito de fomento como causantes del ciclo en el país.

Pasando al ciclo del comercio global, fue más estable en 1950-1974 que en el período posterior, 1975-2000. En efecto, la desviación estándar en la brecha de las importaciones de los Estados Unidos pasó de 4,8 a 6,2 (Gráfico 5).

Gráfico 5

Contexto internacional: comercio global y movilidad internacional del capital



Durante 1951-1963 el comercio internacional creció a tasas altas y sostenidas, según la evolución de las importaciones de los Estados Unidos. Además, durante el período la movilidad internacional del capital fue relativamente baja.

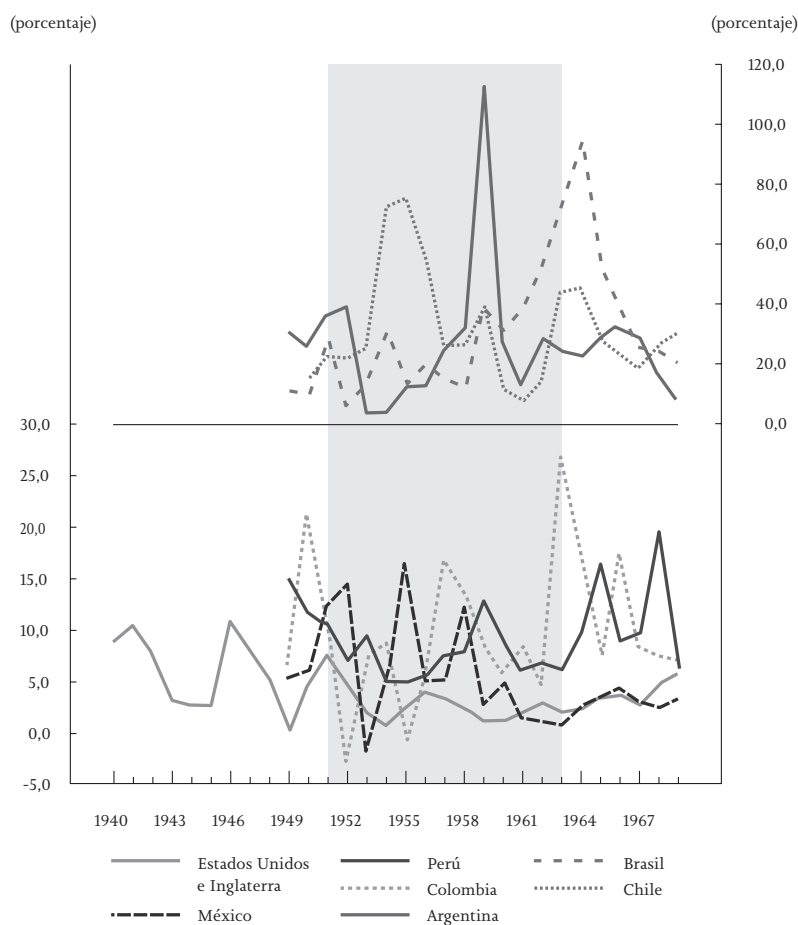
El sombreado indica el período de estudio.

Fuentes: importaciones de los Estados Unidos: Reserva Federal de San Luis; importaciones del Reino Unido: Banco de Inglaterra; movilidad de capital: Obstfeld y Taylor (2003).

Con referencia a la inflación, América Latina muestra un desempeño pobre comparado con los países avanzados. En particular Argentina, Chile y Brasil,

países con centrales obreras y presiones salariales fuertes, registraron espirales de precios y salarios que llevaron la inflación por encima del 50 % en 1959, 1954-1956 y 1962-1965, respectivamente. La inflación fue menor y más estable en Colombia, Perú y México, aunque sin llegar a los niveles de estabilidad de precios de los países avanzados, los Estados Unidos y el Reino Unido (Gráfico 6).

Gráfico 6
Contexto internacional: inflación



La inflación fue alta en América Latina, en comparación con la de los países avanzados. En Colombia la inflación fue alta comparada con la de los países avanzados, pero baja comparada con la de América Latina. El sombreado indica el período de estudio. Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.

En Colombia la inflación fue baja comparada con los países más inflacionarios de América Latina, pero alta comparada con los países avanzados. La inflación de Colombia no mostró una correlación estrecha con la inflación en el exterior, tanto en los países avanzados como en América Latina (Gráfico 6).

3.3 Los choques externos

Como es propio de una economía pequeña y abierta, Colombia estuvo expuesto a choques externos, principalmente el cierre del financiamiento externo por parte de los bancos extranjeros; además, hubo cambios en la actividad económica externa y en el precio del café.

El cierre del financiamiento externo puede considerarse como un choque externo, aunque en realidad fue inducido por las políticas que llevaron a la crisis de la balanza de pagos. Igual sucede con la movilidad del capital; debido a que la movilidad internacional durante la época fue baja, los choques al movimiento especulativo de capital probablemente fueron más al capital de los nacionales en el exterior, por lo tanto, el movimiento especulativo de capital parece ser más producto de cambios en la confianza de los negocios que de choques externos. Los tres episodios de fuga de capital coinciden con el preámbulo a las devaluaciones de 1951, 1957 y 1962.

Los choques a la actividad económica externa fueron el auge de la guerra en Corea de 1950-1953 y la recesión global de 1958-1959.

Por su parte, los choques a los términos de intercambio naturalmente estuvieron ligados al precio del café y a la política cafetera de Brasil, el principal productor del grano. El café fue el principal producto de exportación en Brasil, con una participación un poco mayor al 60 % de las exportaciones durante 1954-1958 (FMI, 1958c, p. 29). El precio del café aumentó en marzo de 1954, nivel que para entonces sería su máximo histórico, debido a una helada en Brasil, lo que elevó el precio a USD 0,91 la libra. Con el propósito de normalizar el flujo de sus exportaciones, Brasil devaluó la tasa de cambio aplicable al café en dos oportunidades: 16 de agosto de 1954 y 6 de febrero de 1955 (FMI, 1955c, p. 14) y mientras tanto mantuvo el precio constante en moneda local; como consecuencia, el precio del café en los mercados mayoristas cayó a USD 65,5 y USD 54,8, respectivamente (FMI, 1955d, pp. 17-18). El precio del café se recuperó en 1956 por una nueva helada y en 1957 retornó a su trayectoria decreciente, a consecuencia de una mayor oferta del grano (FMI, 1958d, p. 45).

4. Recuento del período 1951-1963

4.1 Un vistazo al período

El período 1951-1963 fue rico en sucesos, los distintos episodios aparecen en el Gráfico 7. Hubo tres episodios de crisis cambiaria (1951, 1957, 1962), el primero sucedido por un conjunto de políticas de estabilización y los dos últimos por programas de estabilización con el FMI. El programa de estabilización de 1951 fue seguido por un auge de la actividad económica y las importaciones, el cual obedeció a tres factores: primero, la liberalización de importaciones, principalmente en 1953; segundo, la bonanza cafetera, en 1954; y tercero, el estímulo a la actividad económica por medio del crédito de fomento, durante 1955-1956.

Entre los sucesos que más entorpecieron la estabilidad macroeconómica están los de 1955-1957. El auge de la actividad económica y de las importaciones terminó con la caída en el precio del café en 1955, que trajo consecuencias sobre la disponibilidad de divisas. A pesar de la caída en el precio del café, las importaciones continuaron en auge debido en buena parte a la fortaleza del peso, pero la escasez de divisas devino en moratoria de la deuda comercial en 1956, en crisis de la balanza de pagos a comienzos de 1957, y en un programa de estabilización a mediados de 1957, bajo un nuevo gobierno.

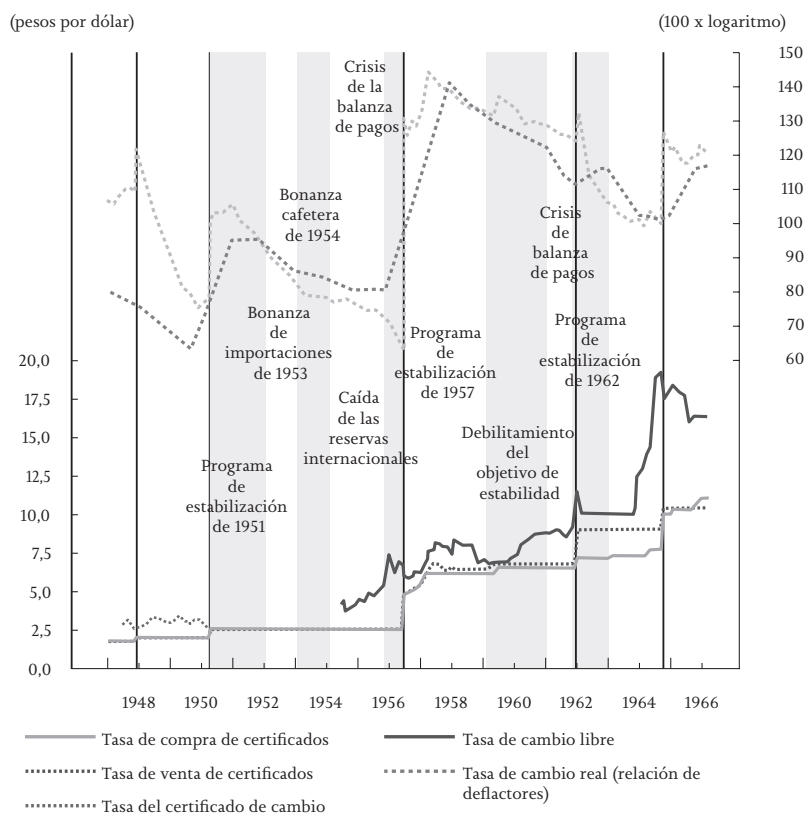
El programa de ajuste de 1957 ayudó a recuperar la normalidad en los pagos externos, pero desde 1960 el objetivo de la estabilidad macroeconómica fue desdeñado. El cambio en las políticas llevó a una nueva crisis de balanza de pagos y al malogrado programa de estabilización de fin de 1963, el cual no contribuyó a la estabilidad macroeconómica, entre otras razones por el aumento desproporcionado de los salarios a comienzos de 1963, que atizó la inflación y dio reversa al ajuste de la tasa de cambio real logrado con la devaluación a finales de 1962.

Además de los episodios del período, el Gráfico 7 ilustra el sistema cambiario dual vigente. Las tasas de cambio nominales, en la parte baja del gráfico, son, de un lado, las tasas por lo general fijas del mercado de bienes, y del otro, la tasa flotante del mercado de capitales. Las tasas fijas del mercado de bienes (compra y venta de certificados⁸³) muestran un diferencial desde marzo de 1958 que comenzó a producir ingresos cuasi fiscales y un diferencial mayor desde noviembre de 1962, debido al estrés fiscal de entonces. La tasa flotante

⁸³ El mercado de certificados funcionaba de la siguiente forma: los exportadores recibían en el Banco de la República un certificado de cambio que llevaban a un banco comercial a cambio de divisas, a la tasa de cambio de compra de los certificados y los importadores podían, previa licencia, comprar estos certificados al banco comercial a la misma tasa.

del mercado de capitales se aleja más de las tasas del mercado de bienes antes de las devaluaciones, lo que indica movimientos especulativos de capital⁸⁴.

Gráfico 7
Tasas de cambio



La tasa de cambio de los certificados tuvo grandes aunque repesados aumentos durante los programas de estabilización de 1951, 1957 y 1963. Estos programas fueron precedidos de crisis cambiarias. La crisis cambiaria de 1957 fue especialmente crítica, precedida de una moratoria de los pagos por importaciones. Las tasas de cambio reales, bajo flotación en 1957M6-1958M3, mostraron tanto los niveles de equilibrio de mercado de la tasa de cambio como la magnitud de la apreciación de la tasa de cambio durante la mayor parte del período.

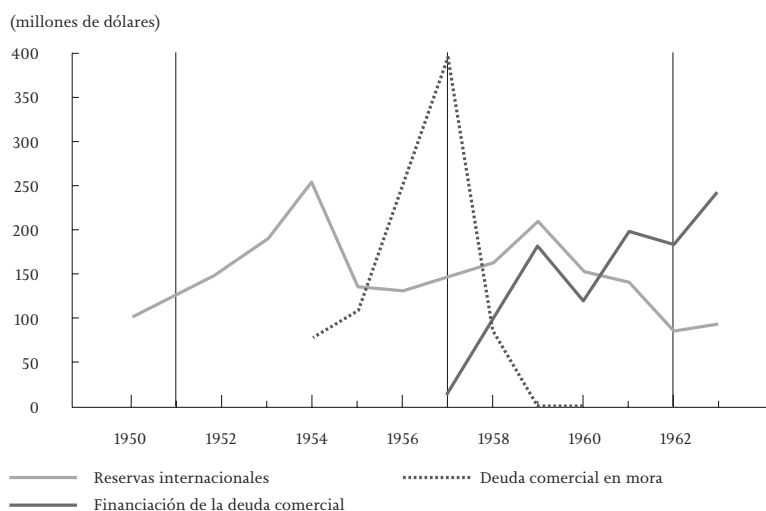
Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1948M12, 1951M4, 1957M6, 1962M12 y 1965M9.

Fuentes: Wiesner (1980), Banco de la República, DANE, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del autor.

⁸⁴ Las tasas de cambio reales que se presentan en la parte superior del Gráfico 7 son la tasa de cambio real bilateral contra el dólar y una aproximación a la tasa de cambio real multilateral. La aproximación está calculada como la relación entre el deflactor del comercio (exportaciones e importaciones) y el deflactor del PIB.

Las reservas internacionales muestran una tendencia ascendente después de los programas de estabilización macroeconómica y una tendencia descendente antes de los programas de 1957 y 1963 (Gráfico 8). Estas aumentaron con la bonanza cafetera en 1954 (gráficos 8 y 9), pero cayeron rápidamente durante 1955-1957 debido al auge de las importaciones, que llevó a un gasto de divisas mayor que el aumento de divisas proporcionado por la bonanza cafetera; en otras palabras, el balance en cuenta corriente fue deficitario y creciente. Después del programa de estabilización, las reservas internacionales llegaron en 1959 a más de USD200 millones; no obstante, con el debilitamiento del objetivo de la estabilidad desde 1960 y las políticas expansivas de 1960-1962 las reservas internacionales brutas cayeron a menos de USD100 millones, suficientes solo para mes y medio de importaciones⁸⁵.

Gráfico 8
Reservas internacionales, moratoria de las importaciones y
financiación de la moratoria



Las reservas internacionales tendieron a aumentar después de los programas de estabilización, pero cayeron cuando el objetivo de la estabilidad se debilitó. En 1955-1956 las reservas internacionales llegaron a niveles críticos, pero cayeron en 1962-1963 a niveles todavía menores. La deuda comercial en mora disminuyó tanto con la reapertura del crédito comercial como con su refinanciamiento.

Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1951, 1957 y 1962.

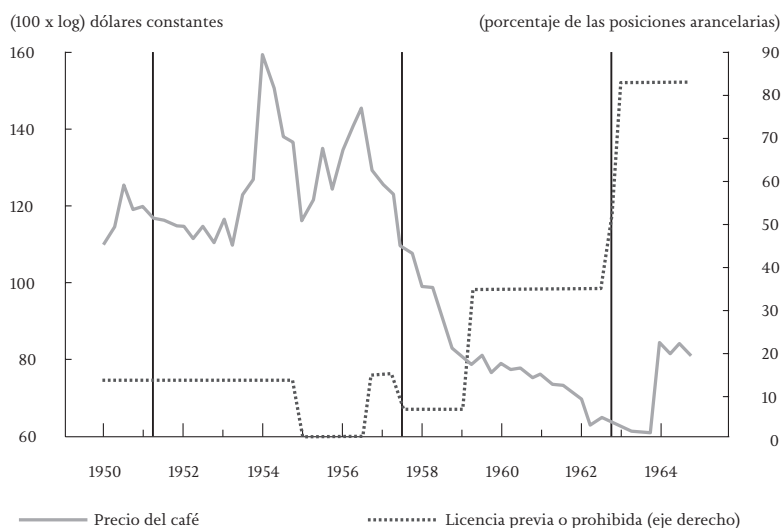
Fuente: FMI.

⁸⁵ Las reservas brutas bajaron a niveles críticos, y de forma aún más grave, las reservas internacionales netas registraron niveles negativos.

Tres factores llevaron a una escasez crónica de divisas desde 1956: el descenso en el precio del café, la prolongación del auge de las importaciones y la marcada apreciación del peso. Las autoridades enfrentaron la escasez con racionamiento de divisas, es decir, con una moratoria de la deuda ligada al comercio de importaciones conocida con el nombre de “deuda comercial”. Un ajuste basado en la depreciación de la tasa de cambio tendría que esperar hasta que fuera impuesto por la banca internacional, después de un cambio de gobierno, cuando fue inevitable.

El problema de la deuda comercial en mora amenazó con romper las relaciones comerciales con el resto del mundo. Tuvo origen en la prolongación del auge de las importaciones, debido a la apreciación del peso y la expectativa de insostenibilidad de esta apreciación. El auge de las importaciones, el déficit en la cuenta corriente y la insuficiencia de reservas internacionales convergieron para que la Oficina de Cambios no estuviera en capacidad de expedir licencias de cambio a fin de pagar importaciones ya realizadas o por lo menos autorizadas.

Gráfico 9
Situación externa



El precio del café aumentó en 1954 con una helada en Brasil, bajó en 1954-1955 con sucesivas devaluaciones en Brasil, se recuperó en 1956 con una nueva helada y en adelante continuó en una tendencia decreciente debido al aumento de la oferta del grano. Las posiciones del arancel en las categorías de previa y prohibida importación aumentaron marcadamente en 1959 para proteger la producción local.

Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1951Q2, 1957Q3 y 1962Q4. Las licencias se expresan como porcentaje del número total de posiciones arancelarias.

Fuentes: Banco de la República (1992) y FMI.

En el ámbito del programa de estabilización de 1957 el FMI avaló el programa económico de Colombia ante los bancos extranjeros por medio de la firma de un acuerdo de crédito contingente, a la vez que estos refinanciaron la deuda comercial en mora. Desde el programa de estabilización de 1957 Colombia repagó la deuda comercial en mora con fondos provenientes de la reapertura del crédito comercial y la refinanciación de esta deuda. Como lo muestra el Gráfico 8, la deuda comercial en mora alcanzó su punto más alto en 1957; de ahí en adelante, disminuyó a medida que se canceló y refinanció.

Con la significativa depreciación del peso en 1957⁸⁶ las importaciones se desplomaron en 1958-1959, y a fin de dar más protección a la industria local desde 1959 las autoridades arreciaron los controles sobre ellas (Gráfico 9).

El balance en cuenta corriente registró déficit en 1954-1955 y en 1960-1964. Según el enfoque ‘absorción’ el déficit de la balanza en cuenta corriente puede ser inducido por el déficit fiscal. En efecto, el déficit del sector público presenta frecuentes coincidencias con el déficit en la balanza en cuenta corriente (Gráfico 10).

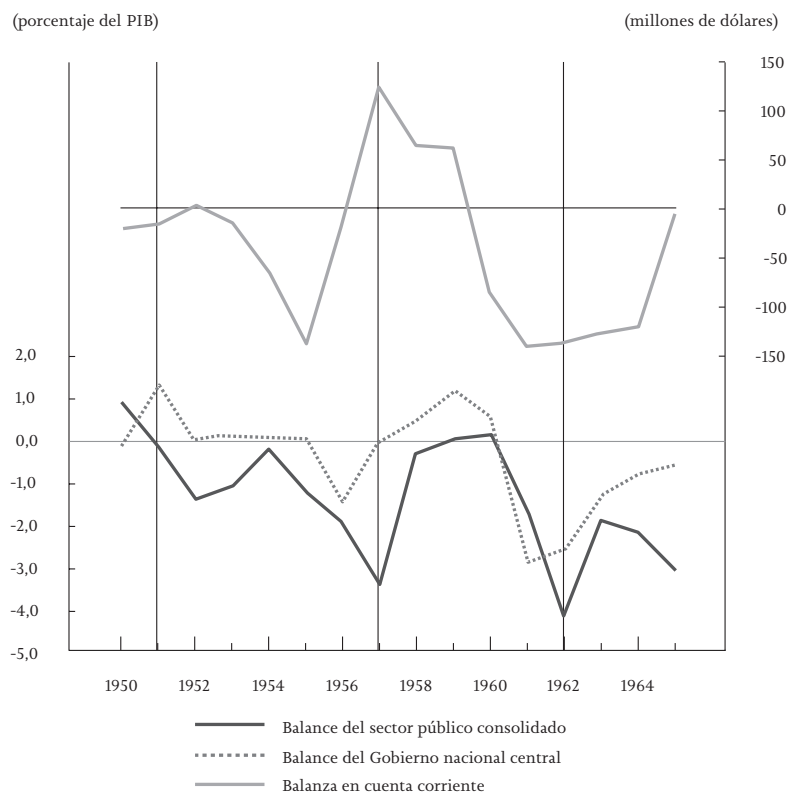
Gómez (2016b) argumenta que la flotación de 1957 fue el principal factor estabilizador del balance comercial y del producto. Una flotación más prolongada habría contribuido al objetivo de la estabilidad externa; en particular, habría hecho innecesario el racionamiento de las importaciones y la moratoria de la deuda comercial. Según Gómez (2016b), el movimiento especulativo de capital y el crédito fueron los principales impulsores del ciclo económico, en contraste con la literatura en la que por lo común se enfatizan los términos de intercambio.

Como hemos visto, excepto por un corto período de flotación de la tasa de cambio, la estabilidad externa brilló por su ausencia.

Otro elemento importante de la estabilidad macroeconómica es la inflación. En el largo plazo la inflación es consecuencia del crecimiento del dinero, pero en el corto plazo no tiene relación con él, porque, como es ampliamente aceptado, el efecto del crecimiento del dinero sobre esta tiene un rezago largo y variable. En el corto plazo la inflación responde a presiones de costos, que pueden ser validadas o no por el crecimiento del dinero en el largo plazo. Gómez (2016c) presenta un análisis de la inflación para el período de estudio desde el punto de vista monetario. De otro lado, Gómez (2016a) presenta un análisis de la inflación desde el punto de vista de la presión de costos.

⁸⁶ En contraste con el término ‘depreciación’, que se refiere a una caída en el valor del peso en un régimen de tasa de cambio flotante, el concepto ‘devaluación’ se refiere a una decisión administrativa en un régimen de tasa de cambio fija y ajustable.

Gráfico 10
Déficits gemelos



Según el enfoque de absorción, el déficit de la balanza en cuenta corriente puede ser inducido por el déficit fiscal. El déficit del sector público consolidado coincide con déficit en la balanza en cuenta corriente en varios años.

Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1951, 1957 y 1962.

Fuentes: sector público consolidado: García y Guterman (1988) y Gobierno central: FMI.

Según la perspectiva monetaria, en el largo plazo la inflación estuvo determinada por el crecimiento del dinero, ajustado por cambios en su velocidad de circulación. En Colombia la inflación de 1951-1963 no llegó a los niveles vistos en Argentina, Chile y Brasil, donde políticas de corte populista ya llevaban a espirales de precios y salarios, al igual que a niveles de inflación por encima del 50 %. Colombia mantuvo menores tasas de expansión promedio

de la cantidad de dinero, pero por encima de los niveles de estabilidad que registraron los países avanzados.

La velocidad de circulación del dinero fue inestable debido a desplazamientos originados en el proceso de monetización de la economía. Según Gómez (2016c), la velocidad no fue predecible y esto representó un inconveniente para el marco teórico que esperaba el control de importaciones mediante el control al crecimiento del dinero. Este marco teórico fue el utilizado por el FMI y se conoció como el enfoque monetario de la balanza de pagos.

En cuanto a la perspectiva de la inflación de costos, en el corto plazo la inflación bajó con el represamiento de los ajustes salariales y de la tasa de cambio, pero luego aumentó cuando estos se ajustaron de forma esporádica, pero masiva. Los choques a la oferta de alimentos debidos al fenómeno El Niño-Oscilación del Sur también repercutieron significativamente sobre la inflación en el corto plazo; según Gómez (2016a y 2016c), la desinflación de 1951 y la reflación de 1952 se explican por los choques a la oferta de alimentos. La desinflación y la reflación coinciden con un desplome y un aumento en el crecimiento de la cantidad de dinero; sin embargo, como el efecto de este crecimiento sobre la inflación tiene un rezago, la coincidencia entre el crecimiento del dinero y la inflación en 1951-1952 podría ser precisamente eso, una simple coincidencia. Los aumentos de la inflación en 1957 y 1963 responden a incrementos salariales y a los ajustes mencionados en la tasa de cambio, mientras que los descensos en la inflación, antes de los programas de ajuste, se deben a la postergación de los ajustes a los salarios y a la tasa de cambio. En 1957 también contribuyó al aumento de la inflación un choque a la oferta de alimentos.

Además del anterior esbozo de los episodios relacionados con la estabilidad macroeconómica durante 1951-1963, merece mención el marco legal para el movimiento internacional de capital. Durante el comienzo del período de estudios la movilidad de capitales, *de iure*, fue restringida debido al control de cambios instaurado en 1931 como respuesta a la especulación contra varias monedas, incluido el peso colombiano. Este episodio de especulación fue desatado por la suspensión de la convertibilidad de la libra esterlina (Ibáñez, 1990, pp. 617-622)⁸⁷. A partir de junio de 1957 la movilidad del capital, *de iure*, fue libre (p. 632) y perduraría nueve años, después de los cuales entró en vigencia el estatuto cambiario de 1966 (p. 634). Un episodio de transición es el de 1955-1957, cuando la movilidad del capital, *de iure*, fue libre para la

⁸⁷ Con anterioridad a 1931, y desde la creación del Banco de la República en 1923, las autoridades permitieron la movilidad de capitales de acuerdo a la institucionalidad del patrón oro; el oro y las divisas se concentraron en el Banco de la República para respaldar la función del Banco como emisor de moneda nacional (Ibáñez, 1990, pp. 613-616).

importación de capital (Ibáñez, 1990, p. 630); no obstante, durante esos años el capital tendía a salir del país ante la expectativa de devaluación de la tasa de cambio.

Como se hizo mención, la movilidad del capital, *de facto*, fue baja (Gráfico 5), pero, según veremos, hay evidencia de importantes movimientos especulativos de capital por parte de los nacionales, en especial durante los episodios de crisis de la balanza de pagos anteriores a las devaluaciones. El Recuadro 3 muestra que las devaluaciones debieron incentivar importantes movimientos especulativos de capital, pues fueron ampliamente incorporadas en las expectativas del público.

4.2 Período 1951-1956

El 20 de marzo de 1951 la tasa de cambio para la compra de los certificados de cambio pasó de COP1,95 a COP2,50 por dólar, lo cual representó una devaluación de 28,2%. La devaluación involucró las tasas de compra y venta de los certificados de cambio, pero no la tasa de cambio aplicable a las exportaciones de café, que sería devaluada gradualmente durante cuarenta meses⁸⁸. La devaluación fue acompañada por “una liberación total de las importaciones excepto por una lista de prohibida importación que se estima cubría el 8 % de las importaciones que se registraron en 1950” (FMI, 1952, p. 1)⁸⁹. La liberación también consistió en el reemplazo de la licencia de importación por solo un requisito de registro.

La devaluación era un asunto que Colombia debía tratar con el FMI, pues fue iniciativa exclusiva del país solamente hasta 1949 (Garritsen, 1987, p. 34); sin embargo, la participación de un integrante del FMI en la Misión del Banco Internacional⁹⁰ haría que la jurisdicción sobre la tasa de cambio quedara en un área gris.

⁸⁸ La devaluación gradual (mensual) de la tasa de cambio para las exportaciones de café sería de COP 2,17 por dólar en octubre de 1951 a COP 2,50 por dólar en febrero de 1955 (FMI, 1952b, p. 14).

⁸⁹ Los bienes en la lista de prohibida importación eran algunos de los producidos internamente, y otros considerados lujosos, por ejemplo, los vehículos y el whisky.

⁹⁰ El FMI contribuyó con un asesor para la Misión del Banco Internacional (BIRF, 1950a, p. 11) y otro para el Comité de Desarrollo Económico (carta del Comité a la Junta del FMI, 19 de octubre de 1950). El primero fue Roger Anderson (Currie, 1981, p. 89); el segundo, Walter Robichek, quien trabajaría en el programa de estabilización para Colombia en 1957.

Recuadro 3

Las expectativas de devaluación

Existe evidencia sobre importantes movimientos especulativos de capital por parte de los nacionales, lo que pudo ser incentivado, tal vez de forma involuntaria, por la incorporación de las devaluaciones en las expectativas del público^{a/}.

Entre los titulares de prensa que antecedieron la devaluación de 1951 se encuentran los siguientes: “Decretos sobre cambio en dos o tres días anunció el ministro” (El Espectador, 10 de marzo de 1951), “Será consultado un cambio del 250 hasta el 270 con el Fondo” (El Espectador, 10 de marzo de 1951), “Pronta decisión sobre cambios espera Currie” (El Espectador, 12 de marzo de 1951), “Nuevas objeciones al plan de cambios han surgido en el Consejo de Ministros” (El Espectador, 14 de marzo de 1951), “Sesión permanente para decidir sobre cambio tiene el Gabinete” (El Espectador, 15 de marzo de 1951).

Asimismo, entre los titulares de prensa que antecedieron la depreciación de 1957 están los siguientes: “Se estudia anticipación del reajuste cambiario” (El Espectador, 6 de junio de 1957), “Importantes decisiones tomará esta semana la Junta de Gobierno” (El Espectador, 10 de junio de 1957), “El lunes, nuevo régimen cambiario en Colombia” (El Espectador, 11 de junio de 1957), “El Gabinete estudia medidas financieras” (El Espectador, 12 de junio de 1957), “Pondrán cuota especial para pago de deuda atrasada” (El Espectador, 17 de junio de 1957) y “Las versiones de esta tarde sobre medidas económicas” (El Espectador, 17 de junio de 1957).

Como en los casos anteriores, en 1962, la devaluación fue ampliamente incorporada en las expectativas; en este caso particular porque ella debió pasar por el Congreso. Las noticias muestran que la devaluación fue acordada por el Congreso y el Gobierno el 15 de noviembre e implementada el 20 de noviembre: “El Gobierno no ha pensado nada sobre devaluación: Carlos Sanz” (La República, 30 de septiembre de 1962), “No es necesaria la devaluación” (La República, 14 de noviembre de 1962), “En caso de no pasar el proyecto de cambios habrá devaluación directa” (La República, 15 de noviembre de 1962), “Acuerdo de devaluación directa” (La República, 15 de noviembre de 1962)^{b/}.

^{a/} El aspecto anticipado de las devaluaciones ha sido subrayado por García (1976).

^{b/} Mientras que la devaluación directa es la variación en la tasa de cambio, una devaluación indirecta es el encarecimiento de las importaciones mediante impuestos de timbre o de cambio, o por medio del traslado de bienes a una tasa de cambio más depreciada en la estructura de tasas de cambio existente.

Al comienzo la participación del FMI en la Misión del Banco Internacional fue bien recibida; en memorando a la Junta Directiva del FMI, el equipo de Colombia de este organismo señaló que existía una actitud positiva del equipo tanto hacia la Misión del Banco Internacional como hacia el Comité de Desarrollo Económico:

Las autoridades tendrán que escoger en un futuro no muy distante entre revisar el sistema cambiario drásticamente o reducir su programa de desarrollo económico [...] es alentador que el Comité de Desarrollo

Económico [...] ha emprendido un estudio de la forma y medios de controlar la inflación monetaria y ha dedicado una de sus primeras reuniones a la discusión de los problemas cambiarios antes de proceder con la tarea principal que se le asignó (FMI, 1950, p. 7).

No obstante, más tarde el FMI no tuvo por bien recibido que el Banco Internacional invadiera su jurisdicción sobre la tasa de cambio y en adelante rara vez enviaría personal a las misiones del Banco Internacional, pues los asuntos monetarios y cambiarios podrían no ser revisados por la Junta del FMI (Alacevich, 2009, pp. 33-34)⁹¹.

Las políticas de estabilización macroeconómica de 1951 se vieron beneficiadas por un aumento en los precios del café, que, según se mencionó, obedeció principalmente a factores de oferta, además de cierta incertidumbre acerca del posible efecto de la helada sobre los cafetales en Brasil.

Como consecuencia de las políticas de estabilización macroeconómica y la bonanza cafetera, las reservas internacionales aumentaron hasta 1954, cuando el precio del café llegó a un máximo histórico. En este mismo año, el balance fiscal entró en déficit y este creó una presión a las cuentas externas que más tarde requerirían un costoso ajuste.

La discusión sobre la política económica de 1953-1954 se centró en el precio externo del café como responsable del auge económico y de divisas, el gran aumento de las importaciones no recibió atención. El FMI confiaba en que las importaciones serían controladas con un mecanismo basado en el enfoque monetario de la balanza de pagos, pero el mecanismo descansaba en el supuesto de una velocidad de circulación del dinero al menos predecible [sobre la mecánica del enfoque monetario véase Polak (1997); para una medición de la predictibilidad de la velocidad, véase Gómez (2016c)]. Según el FMI, el auge de las importaciones de 1953-1954 se debía al rezago en el efecto de la política monetaria.

El Gobierno expresaba su preocupación por el efecto inflacionario que pudiera tener un aumento en la tasa de cambio del café, que para los cafeteros continuó aumentando al ritmo gradual acordado en la reforma cambiaria de marzo de 1951, pero no expresó ninguna preocupación inflacionaria más que con la tasa de cambio de los cafeteros, y mientras tanto el diferencial entre esta tasa y la de venta de los certificados de cambio comenzaba a producir importantes ingresos cuasi fiscales.

⁹¹ Pese a ello, en 1962 un nuevo caso de colaboración de las dos instituciones surgió en Colombia (Garritsen, 1987, p. 75).

La principal medida de política que se tomó en respuesta a la bonanza cafetera de 1954 fue una liberación de la lista de prohibida importación⁹², una liberación sustancial⁹³.

En agosto de 1954 el mercado cafetero se derrumbó de forma abrupta e inesperada, cayó el precio y también la cantidad exportada. Cuando las reservas internacionales entraron en tendencia decreciente, el auge de las importaciones, que había sido ignorado en la discusión sobre la política económica desde 1953, pasó a ser el centro de preocupación de las autoridades económicas.

Tácita o explícitamente, las autoridades reaccionaron incurriendo en una moratoria de pagos por importaciones (*arrears*), que como mencionamos, se conoció en el país con el nombre de deuda comercial. Cabe anotar que el problema de la moratoria comercial fue exclusivo de Colombia; Brasil, por ejemplo, solventó la reducción en el precio del café de forma normal, con deuda externa⁹⁴.

La Oficina de Cambios no tenía las divisas para conceder las licencias de importación. Desde la reforma cambiaria de marzo de 1951 las importaciones no requerían licencia previa, solo registro. Asimismo, durante 1954-1956 las importaciones entraban al país, pero la Oficina de Cambios no contaba con las divisas para conceder las licencias de cambio, entonces, “retuvo” las licencias por períodos hasta de un año. Este es el origen del problema de la deuda comercial.

La respuesta explícita y rápida de las autoridades al problema de pagos externos fue en el campo del control a las importaciones; restauraron algo del proteccionismo que se había perdido con la afluencia de divisas durante la bonanza cafetera. Como se dijo, prohibieron la importación de algunos productos producidos localmente⁹⁵ y concedieron licencias para asegurar las materias primas a algunas industrias y para las importaciones del Gobierno⁹⁶.

Las autoridades también respondieron de forma expedita mediante una devaluación indirecta y selectiva, aumentaron el impuesto de timbre a varias

⁹² La liberación se implementó mediante un sistema de comprobantes de exportación. Al respecto, véase FMI (1953a, p. 7) y García (1976).

⁹³ Solo los textiles y las llantas continuaron en la lista prohibida, al parecer por propósitos de balanza de pagos, si bien es probable que el objetivo fuese la protección, pues eran bienes producidos localmente.

⁹⁴ De todas formas debe acreditarse que aunque Colombia incurrió en suspensión de pagos de la deuda comercial, no incurrió en moratoria del servicio de la deuda externa.

⁹⁵ Estos productos fueron trigo, papa, arroz y maíz.

⁹⁶ Las importaciones del Gobierno eran en especial equipo para la construcción de carreteras, tractores y camiones.

importaciones de 40 % a 80 %, requirieron que más renglones de importación estuvieran sujetos al impuesto de timbre (FMI, 1954a, p. 8) y a fin de ayudar a contener las importaciones aumentaron los depósitos previos sobre las importaciones del rango de 10 % a 30 % al rango de 20 % y 60%. Sin embargo, estos depósitos tuvieron un efecto limitado como instrumento de contracción monetaria, ya que hasta 1957 el Fondo de Estabilización recibía parte de estos recursos y los llevaba a la financiación de obras públicas (López, 1990, p. 484)⁹⁷.

En octubre de 1954 la Oficina de Cambios suspendió temporalmente todos los pagos por importaciones (FMI, 1954a, p. 8), suspensión que duró dos semanas. A finales de 1954 la deuda comercial en mora ya ascendía a COP 80 millones⁹⁸.

La devaluación indirecta actuó solo como un instrumento de proteccionismo, pues a pesar de ella el registro de importaciones aumentó durante 1955. Las importaciones continuaron en auge debido a las políticas expansivas del gasto público y el crédito, pero sobre todo debido a la fortaleza del peso y a la expectativa de cierre de las importaciones. De todas formas, ya en 1955 se había perdido la corrección de la tasa de cambio que se había logrado con la devaluación de 1951.

El Gobierno esperaba un descenso pronto de las importaciones, entre otras razones a consecuencia del aumento del impuesto de timbre; sin embargo, el FMI mostró que la devaluación selectiva no había aumentado significativamente el costo promedio de las importaciones (FMI, 1956, pp. 32-34); en efecto, aproximadamente 97 % de ellas se hacía a la tasa de cambio de venta de los certificados, fuertemente apreciada.

Pese al auge de las importaciones, las autoridades mantuvieron una política monetaria expansiva que llamaron Programa de Compensación, el cual buscaba contrarrestar la caída en el precio externo del café con extensión de

⁹⁷ El Fondo de Estabilización se creó por medio de la Ley 7 de 1935, como organismo independiente del Banco de la República, aunque el gerente del Banco formaba parte de su administración, junto con un representante del presidente de la república y el ministro de Hacienda y Crédito Público (Naranjo, 1943). En 1951 la Misión de la Reserva Federal, el Comité de Desarrollo Económico y la Misión de Administración Pública recomendaron que el Fondo se liquidara, pues adelantaba operaciones propias de un banco central por fuera de él (Peñalosa, 1957). El control del Fondo se trasladó a la Junta Directiva del Banco de la República (Decreto 756 de 1951). Después de 1957 el Fondo comenzó a suspender algunas de sus operaciones y entró en proceso de liquidación (Meisel, 1990, pp. 485-486).

⁹⁸ El FMI utilizó cuatro fuentes de estimación de los atrasos en el pago de importaciones: primero, cuadros ocasionales de los pagos pendientes de autorización oficial por la Oficina de Control de Cambios; segundo, licencias de importación pendientes; tercero, deuda externa a corto plazo de los bancos comerciales; cuarto, deuda a corto plazo de los colombianos a bancos de los Estados Unidos y a sus clientes según el *US Treasury Bulletin*.

crédito a los cafeteros, a la vez que suspendieron el programa de aumento gradual de la tasa de cambio para los cafeteros que había comenzado en 1951, pues se mostraban preocupadas por el efecto que pudiera tener sobre la inflación.

Aunque la discusión de política económica se centró justamente en el crecimiento de las importaciones, el FMI atribuyó el déficit en cuenta corriente al crecimiento del dinero y al déficit fiscal, de acuerdo con los enfoques monetario y de absorción de la balanza de pagos. El gasto público continuó en ascenso por el deseo del Gobierno de avanzar en sus programas de desarrollo.

En lo relacionado con la política monetaria, en 1951 la cantidad de dinero se contrajo. La causa de la contracción fue un superávit del Gobierno central. “Este superávit se reflejó en un aumento de los depósitos del gobierno en el Banco de la República [que] produjo una contracción severa del volumen de los medios de pago en manos del público” (Comité de Desarrollo Económico, 1951, p. 37)⁹⁹. El superávit se debió a un aumento en los ingresos aduaneros por incremento de las tarifas y a que la mayor tasa de cambio de 1951 repercutió en los ingresos por tarifas, contabilizados en pesos (FMI, 1953b, p. 9).

En 1952 el crecimiento del dinero regresó a un rango entre 10 % y 20 % anual, lo que dio reversa a la importante estabilización macroeconómica de 1951; desde entonces, la expansión monetaria continuó en el rango mencionado. En 1955 la expansión monetaria se moderó por la caída en las reservas internacionales, pero en 1956 volvió a un rango entre 15 % y 25 %, debido al aumento del crédito de redescuento.

Pasando a la política fiscal, durante 1951-1956 el gasto público y los ingresos fiscales aumentaron tanto a nivel consolidado como a nivel central (Gráfico 11). El gasto aumentó principalmente en lo relativo a los programas de desarrollo, reconstrucción, seguridad y defensa. En 1951 el Gobierno central registró superávit debido al aumento en las tarifas de aduanas y en la tasa de cambio; durante 1952-1954 el balance estuvo en equilibrio, aunque habría tenido déficit si se excluyen los ingresos de la cuenta especial de cambios, como en la metodología expuesta en García y Guterman (1988).

En 1956 el problema de pagos se intensificó. Al problema de la deuda comercial y de las importaciones excesivas se sumaron los de fuga de capital e importaciones especulativas debido a la expectativa de devaluación y cierre de las importaciones. El FMI construyó algunos estimativos sobre la fuga de capital¹⁰⁰ y

⁹⁹ Véase también Alacevich (2009, pp. 83-84).

¹⁰⁰ El FMI señaló que los depósitos de los colombianos en los Estados Unidos habían crecido de USD 32 millones en 1954 a USD 60 millones en noviembre de 1957, es decir, de 4,2 % de M2 en 1954 (a una tasa de \$2,5 por dólar) a 12,2 % a fin de 1957 (a una tasa de \$6,2 por dólar). Los colombianos podrían tener depósitos adicionales en títulos en los Estados Unidos y en cuentas en Europa (FMI, 1956, p. 17).

Gráfico 11
Finanzas públicas



El sector público consolidado obtuvo en promedio ingresos del 11,3% del PIB, 7,4 puntos porcentuales originados en el Gobierno central. El sector público consolidado gastó un 12,7% del PIB, 7,8 puntos porcentuales por el Gobierno central. El balance fue deficitario en el sector público consolidado. El Gobierno central, así contabilizado, registró superávit en 1951 y después de 1957.

Las líneas verticales indican las devaluaciones de 1951, 1957 y 1962.

Fuentes: sector público consolidado: García y Guterman (1988), y García y Jayasuriya (1997); Gobierno central: FMI (1967).

propuso una devaluación del peso. Sugirió como primera alternativa un sistema dual, flotante tanto en la tasa de bienes como en la de capitales. La flotación en el mercado de bienes sería transitoria y garantizaría el pago de las importaciones a la tasa prevaleciente en el mercado, sin recurso a la moratoria comercial. Como segunda alternativa, planteó un sistema dual con tasa fija en el mercado de bienes y flotante en el mercado de capitales, con una devaluación a \$4 por dólar en el mercado de bienes¹⁰¹. Dentro de estas alternativas la tasa de cambio para los cafeteros quedaría exceptuada del ajuste y solo cambiaría en el largo plazo.

Como respuesta a la propuesta de devaluación del FMI, las autoridades decidieron que no se devaluaría; entretanto, expandieron la lista de prohibida importación y congelaron los redescuentos, exceptuando del congelamiento a la industria, la agricultura y la ganadería.

Las autoridades no quisieron devaluar con el argumento de temer que la devaluación fuera inflacionaria, en contraste con la evidencia de la devaluación de 1951. El FMI ofreció estimativos bajos del traspaso, pero al parecer las autoridades valoraban la importación de insumos para la industrialización a una tasa de cambio (no) económica, aunque la deuda comercial en mora fuera en aumento y la economía se sumergiera en un problema de pagos externos. Los bancos extranjeros se encargarían de imponer disciplina a la situación de pagos del país.

4.3 La crisis de 1957

En 1957 los bancos extranjeros tomaron medidas. El Banco Internacional interrumpió sus créditos al país y organizó un consorcio de bancos extranjeros acreedores:

A mediados de 1957, [Colombia] enfrentó el rompimiento de sus relaciones comerciales con el resto del mundo a menos que pudiera hacer un arreglo para pagar a sus acreedores y garantizarles que tomaba acciones serias para reducir la presión sobre su balanza de pagos. (Garritsen, 1987, p. 73)

La garantía consistió en un acuerdo de crédito contingente con el FMI; Colombia flotó la tasa de cambio el 17 de junio de 1957 y el 19 de junio entró en un primer programa de crédito contingente con dicho organismo.

¹⁰¹ En la segunda alternativa la devaluación era incompleta, pues en abril de 1956 la tasa de cambio en el mercado de capitales era de \$4,57 por dólar.

La reforma cambiaria estableció un sistema cambiario dual, con flotación tanto en el mercado de bienes como en el de capitales. Por un lado, estableció una tasa de cambio libre posteriormente intervenida en el mercado de bienes de certificados y por otro una tasa de cambio flotante para servicios y transacciones de capital. La depreciación anual fue de 144 % a \$6,10 por dólar en marzo de 1958, desde \$2,50 en marzo de 1957. Esta es la depreciación más alta registrada hasta hoy en la historia del Banco de la República. La flotación de 1957 da una idea sobre la magnitud de la apreciación a la que se había sometido al peso. Un vistazo a la evolución de la tasa de cambio real bilateral contra el dólar (Gráfico 7) indica que el peso estuvo fuertemente apreciado durante todo el período, incluso desde 1945. En impacto la depreciación fue de 94 % a \$4,85 por dólar en junio 17 de 1957, desde \$2,50 en junio 16¹⁰².

Merece atención el punto de vista de las autoridades respecto a la flotación en el mercado de capitales; según ellas, esta inhibía el movimiento especulativo de capital e impedía que las reservas internacionales del Banco de la República fueran usadas para la fuga de capitales. Es de acuerdo a este punto de vista que el sistema cambiario de flotación intervenida y libre movilidad de capitales de 1957M6-1958M3 fue el más perfecto del siglo XX desde que el Banco de la República optó por la autonomía monetaria en 1931. Desde esta perspectiva el régimen de 1957M6-1958M3 fue mejor que el régimen de tasa de cambio deslizante y control de capitales que se implementó en 1967. La perfección del régimen cambiario no se debe solo a que la flotación inhibe la fuga de capital, además ayuda a absorber los choques externos y da autonomía a la política monetaria, factores que contribuyen significativamente a la estabilidad macroeconómica. El régimen cambiario se complementó con la libre movilidad del capital, también un régimen ideal, pues crea un ambiente propicio para el desarrollo del sistema financiero y del aparato productivo.

El Gráfico 12 muestra la intervención en el mercado cambiario durante el régimen de flotación¹⁰³. El Fondo de Estabilización hizo compras netas de divisas para sostener la tasa de cambio en \$4,80 por dólar en junio y julio de 1957; ventas netas de divisas para mantener la tasa en \$5,10 en septiembre y octubre, y ventas para mantener la tasa en \$6,10 entre enero y marzo de 1958. La venta de divisas tenía límite en la estrechez de la situación externa; por eso, hasta marzo de 1958 el Fondo de Estabilización prácticamente vendió de modo gradual las reservas que había comprado en junio y julio de 1957

¹⁰² Al hacer una evaluación del período, Wiesner (1980) resumió que en Colombia las devaluaciones siempre fueron postergadas e incompletas, pero la flotación de 1957 fue con claridad una excepción a esta regla.

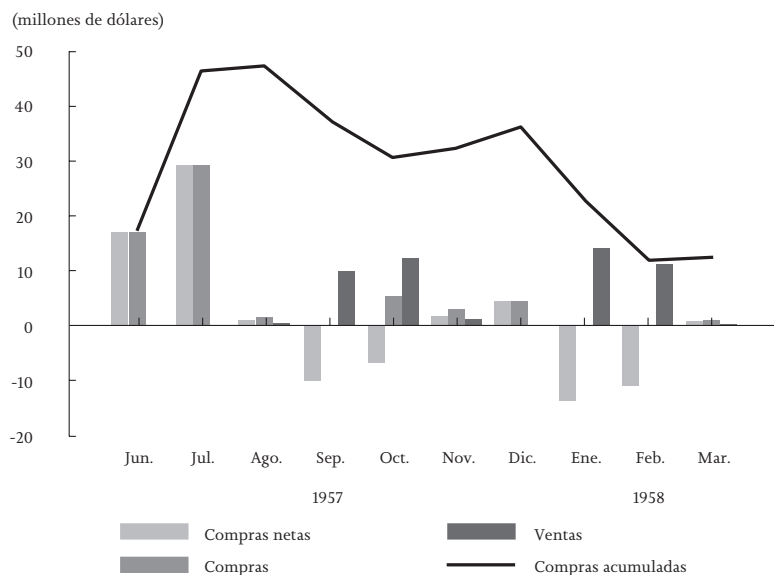
¹⁰³ La información del gráfico era secreta; hoy se puede consultar en el Archivo Histórico del FMI.

(Gráfico 12). Las autoridades manifestaron al FMI su deseo de compensar las fluctuaciones de la tasa de cambio que a su juicio consideraban transitorias (FMI, 1958a, p. 16).

Aunque la flotación fuera transitoria, debería permanecer por lo menos hasta que la economía se estabilizara. Al inicio las autoridades deseaban continuar con un sistema dual flotante hasta que la situación monetaria “se hubiera estabilizado por algún tiempo” y la carga de la deuda comercial se hubiera reducido (FMI, 1958a, p. 15), pero la flotación no les pareció conveniente a los cafeteros porque la depreciación del peso colombiano ejercía presión hacia la baja en el precio del café en el exterior, por eso la flotación se desmontó prematuramente.

El programa de estabilización de 1957 incluyó políticas en varios frentes: la renegociación de la deuda comercial en mora y las políticas de importaciones, cafetera, monetaria, bancaria y crediticia, y la fiscal.

Gráfico 12
Fondo de estabilización: intervención en el mercado cambiario



El corto período de flotación de la tasa de cambio, 1957-junio-1958-marzo, fue de flotación intervenida. El Fondo de Estabilización, que cumplía algunas funciones de banca central y que en 1957 estaba bajo la dirección de la Junta Directiva del Banco de la República, hizo compras netas de divisas en junio y julio de 1957, ventas netas en septiembre y octubre y ventas de enero a marzo de 1958.

Fuente: cálculos del autor con base en datos del FMI (1958, p. 46).

El primer frente fue el de la renegociación de la deuda comercial en mora. Ante todo, es necesario dimensionar el problema, la deuda en mora era de USD350 millones en 1957, un 10 % del PIB¹⁰⁴.

La deuda comercial fue cancelada en su mayoría con crédito externo, la deuda con los Estados Unidos y Alemania se canceló en un 60 % de contado y el resto fue financiado a treinta meses con un interés de 4 %. La cancelación de parte de la deuda comercial fue posible “simplemente por la reanudación de la financiación normal del comercio internacional por los bancos extranjeros” (FMI, 1958a, p. 7); para amortizarla las autoridades establecieron un impuesto, con destinación específica, de 15 % a las exportaciones¹⁰⁵.

Parte de la deuda comercial, USD 60 millones, la habían cancelado los importadores por su propia cuenta, el Banco de la República les reembolsó a una tasa de \$4,95 por dólar¹⁰⁶.

El segundo frente del programa de estabilización fue una liberación de las restricciones a las importaciones; las importaciones que habían sido restringidas aumentaron debido a la demanda acumulada. Sin embargo, las importaciones totales cayeron como consecuencia de factores económicos como la depreciación del peso, la menor actividad económica y el nuevo impuesto de cambio del 10 % para las divisas con destino a importaciones¹⁰⁷.

La devaluación fue el principal elemento del programa de estabilización, sobre todo para la corrección de las importaciones. Respecto de la caída de las importaciones las autoridades expresaron que “[podría] acarrear serias repercusiones sociales” (FMI, 1958a, p. 6), entre estas, el empleo y la provisión de materias primas para la industria. Por su parte, el FMI no descartó un mayor control de las importaciones por medio de licencias, dado el reciente problema de la deuda comercial en mora (FMI, 1958a, p. 19).

El tercer frente del programa de estabilización fue el de la política cafetera. Las autoridades establecieron nuevas contribuciones al sector cafetero, fijaron un precio de reintegro por encima del precio de mercado y un impuesto en especie, además de ratificar el impuesto del 15 % a la exportación de café.

¹⁰⁴ El cálculo utiliza una tasa de cambio de COP 5,12 por dólar y un PIB de COP 17.810,6 millones en 1957.

¹⁰⁵ Además, la Securities and Exchange Commission autorizó una emisión de bonos del Gobierno de Colombia el 20 de febrero de 1958 (FMI, 1958b, p. 10).

¹⁰⁶ Una relación completa sobre el pago de la deuda comercial se encuentra en FMI (1958b, p. 11).

¹⁰⁷ Gómez (2016b) desarrolla un modelo que desagrega el descenso de las importaciones de 1957 entre los componentes que siguen factores económicos como la demanda y la tasa de cambio y los que siguen a las políticas de restricción a las importaciones.

Los exportadores debían comprar divisas en el mercado libre para así sustentar la tasa de cambio flotante del mercado de invisibles y capitales¹⁰⁸.

En cuanto al impuesto *ad valorem* a las exportaciones, los exportadores de café continuaron pagando el 15 %, mientras que la tasa se redujo a 2 % para banano, cueros y metales preciosos.

Con relación al impuesto en especie el FMI recomendó encontrar nuevas formas de financiar la acumulación de inventarios de café, diferentes a la extensión de crédito del Banco de la República a la Federación Nacional de Cafeteros. Los exportadores de café se mostraron partidarios de reemplazar el impuesto *ad valorem* por un impuesto en especie, pero este debió añadirse al impuesto *ad valorem* en vez de sustituirlo y comenzó a financiar los inventarios de café desde agosto de 1958.

El cuarto frente del programa de estabilización fue el del gasto público, que se recortó en unos \$100 millones, alrededor de 0,5 % del PIB (FMI, 1958a, p. 3), principalmente en los ministerios de Obras Públicas y Guerra, no obstante el balance fiscal apenas se cerró porque los ingresos tanto del Gobierno central como del sector público consolidado, descendieron con la actividad económica. El FMI argumentó que “el sector privado no puede costear todo el peso de la estabilización. Se requiere más esfuerzo para balancear el sector público” (FMI, 1958a, p. 10).

El quinto frente del programa de estabilización fue la política monetaria. Durante el programa de estabilización de 1957 la formulación de la política monetaria consistió en un paquete de medidas: el encaje ordinario se elevó de 14 % a 18 % y el marginal se fijó en 80 %; el tope al crédito de redescuento del Banco de la República se redujo en 20 %; también aumentaron los depósitos previos sobre las importaciones (FMI, 1958a, p. 5).

El Banco de la República implementó este paquete de medidas de control monetario a fin de contrarrestar un importante factor expansivo de la cantidad de dinero: la extensión de crédito a la Federación Nacional de Cafeteros para comprar inventarios de café. La Federación debió financiar un aumento de los inventarios de manera que ayudara a disminuir la oferta del grano, de acuerdo con los objetivos establecidos en el Acuerdo de México (López, 1990, p. 476).

Como resultado de estas fuerzas expansivas y contractivas de la cantidad de dinero, en el tercer trimestre de 1957 el dinero (M1) se contrajo; volvió a una tasa de crecimiento positiva hasta el primer trimestre de 1958.

¹⁰⁸ El mecanismo implicaba que el peso se apreciara cuando los términos de intercambio se debilitaran y viceversa. Esta respuesta de la tasa de cambio es de signo contrario al de un modelo estándar de tasa de cambio basado en el precio de los productos básicos (véase, por ejemplo, Gómez [1999]).

La política de redescuento ortodoxa para rescatar bancos ilíquidos parece no haber estado dentro del arsenal de instrumentos del Banco de la República. En 1957 el Banco Popular sostuvo una corrida de depósitos y las autoridades la solventaron con recursos del erario público. Las consultas del FMI revelan que “al equipo del Fondo se le informó que se decidió recortar todos los gastos [el gasto público] en 7% para dar apoyo financiero al Banco Popular, que ha encontrado dificultades debido a [...] grandes retiros de depósitos” (FMI, 1958a, p. 10).

4.4 Período 1958-1963

El programa de estabilización de 1957 fue un éxito, la gigantesca deuda comercial en parte se amortizó y en parte se refinanció, al paso que las reservas internacionales aumentaron aun en medio de un descenso en el precio externo del café. El realismo de la tasa de cambio llevó a un desplome de las importaciones. También contribuyeron al ajuste las políticas monetaria y fiscal algo austeras, aunque de forma limitada y transitoria.

El 19 de junio de 1958 las autoridades firmaron el segundo de una larga serie de programas de crédito contingente con el FMI, en realidad la continuación del acuerdo de 1957. Con el nuevo aval del FMI el Export-Import Bank refinanció la deuda comercial a mayor plazo, deuda que al inicio se había contratado a un plazo relativamente corto (FMI, 1958b, p. 10).

En 1958 las autoridades implementaron cambios en las políticas cambiaria y monetaria que mantuvieron la austeridad, si bien en menor grado. En cuanto a la política cambiaria, en marzo de 1958 las autoridades fijaron la tasa de cambio de los certificados en \$6,10 por dólar, “en respuesta a reclamos de productores locales y extranjeros según los cuales la flotación del peso había perturbado seriamente el mercado del café (FMI, 1959, p. 17). Fue una importante capitulación en el objetivo de la estabilidad.

Como se expuso, el Banco de la República estableció la compra de los certificados de cambio a una tasa de cambio fija –\$6,10 por dólar– y la de venta a una tasa de cambio aparentemente flotante, determinada en remates públicos. Sin embargo, el Banco fijó la tasa de los “remates” en \$6,40 por dólar desde octubre de 1958; tácitamente, las autoridades proveían las divisas necesarias para mantener los remates a una tasa fija, en vez de permitir que la tasa de cambio tomara el precio que haría que la demanda de divisas fuera igual al monto disponible para importaciones.

Mediante este conjunto de tasas de cambio diferenciales las autoridades establecieron cargas discriminatorias a las importaciones y exportaciones de café y estímulos a otras exportaciones. Las principales exportaciones –café,

banano y metales preciosos— recibían la tasa de compra de los certificados —\$6,10— y las demás recibían la tasa de los remates. Los exportadores de café debían reintegrar a un precio por encima del precio del café en el exterior, por lo cual se mantenía un flujo suficiente de demanda de divisas en el mercado libre.

Pero en 1960 las autoridades cambiaron diametralmente sus objetivos. En primer lugar, reevaluaron la importancia del programa de estabilización:

Las autoridades colombianas son de la opinión que las políticas de austeridad seguidas por dos y medio años han sido llevadas a cabo más allá de lo necesario de acuerdo a los requisitos de la balanza de pagos y que, de continuarse, podrían poner en riesgo el futuro crecimiento económico de Colombia. (FMI, 1960a, p. 10)¹⁰⁹

Las autoridades abandonaron abiertamente las políticas fiscal y monetaria austeras del programa de estabilización que comenzó en 1957; el superávit fiscal que se había logrado durante el programa de ajuste llegó solo hasta 1960 y el saldo de las reservas internacionales cayó por primera vez desde el comienzo del programa de estabilización.

Ante el importante cambio de política y sus implicaciones para la estabilidad macroeconómica, el FMI aceptó. El 1 de noviembre de 1960 este organismo concedió al país un nuevo acuerdo de crédito contingente, pese a que el compromiso de las autoridades con la estabilización del sector externo prácticamente había desaparecido.

A finales de 1960 las reservas internacionales llegaron a USD155 millones, unos 2,7 meses de importaciones; según las autoridades, era el mínimo necesario para mantener la confianza en el país (FMI, 1961b, p. 3).

El cambio en la política se manifestó en las nuevas políticas monetaria y fiscal. En el frente fiscal, llevó a fuertes déficits en 1961-1963 que presionaron el balance en cuenta corriente hacia el déficit. En el frente monetario, el crecimiento de M1 regresó al rango de 15 % a 25 %, debido a dos factores; primero, la profundización de las políticas de represión financiera como el crédito de redescuento, encajes e inversiones forzosas; segundo, el redescuento automático. El Recuadro 4 presenta con más detalle el primero de estos factores, las políticas de redescuento, encajes e inversiones forzosas; el Recuadro 5, por su parte, trata el problema del redescuento automático.

¹⁰⁹ El cambio en la dirección de las políticas en 1960 contrasta con la Declaración oficial sobre política económica, de mayo de 1959, en la cual las autoridades comunicaron que la política de estabilidad era el principal objetivo de la política monetaria “para mantener el equilibrio de la balanza de pagos” (Agudelo et al., 1959, p. 413).

En cuanto al frente cambiario, desde 1961 el FMI recomendó a las autoridades la flotación de la tasa del mercado de certificados (FMI, 1961a, p. 9) y no intervenir en el mercado de capitales. A pesar de la experiencia positiva con la flotación durante 1957M6-1958M2, las autoridades sostenían que la flotación “podría disminuir la confianza” (FMI, 1963a, p. 19). Como es sabido, en la época las autoridades velaban por el suministro de materia prima para la industria a una tasa de cambio favorable.

El FMI también recomendó reemplazar las restricciones a las importaciones por aranceles (una recomendación de corte liberal en medio del ambiente desarrollista en el que estaba inmerso el país); explicó que esta política tendría un beneficio fiscal, pero “las autoridades [establecieron] que altos aranceles podrían ser evadidos por contrabando [...] y el respaldo popular para las políticas de austeridad sería minado por la entrada de importaciones no esenciales o lujosas” (FMI, 1960a, p. 15 y 1961a, p. 10). Las restricciones parecían un mejor instrumento que las tarifas desde el punto de vista de la protección a la industria.

El cambio en la orientación de la política económica fue infortunado, a juzgar por una nueva crisis cambiaria en 1962, año en que la balanza en cuenta corriente entró en déficit por tercer año consecutivo y el saldo de las reservas internacionales llegó a cerca de USD100 millones, un nivel mucho menor al que en 1960 las autoridades habían considerado como el mínimo necesario para la solvencia internacional del país. Entre los factores que llevaron a una nueva crisis del sector externo sobresalen el debilitamiento general de las políticas, la rigidez y apreciación de la tasa de cambio, la debilidad del precio del café y la política fiscal expansiva.

Como preámbulo al programa de estabilización de 1963, el 20 de noviembre de 1962 la tasa de venta de certificados –llamada tasa de remates– se devaluó de \$6,81 a \$9, una devaluación de 32,2 %. El 27 de noviembre de 1962 la tasa de compra de certificados se devaluó de \$6,51 pesos por dólar a \$7,10, solo 9,1%; según el FMI, esta última tasa se depreció menos para evitar aumentos en la producción de café y aumentar los ingresos fiscales (*La República*, 22 de enero de 1963)¹¹⁰.

¹¹⁰ El diferencial de \$1,90 entre las tasas de venta y compra de los certificados de cambio fue distribuido de la siguiente forma: \$1,40 para el Gobierno nacional, \$0,30 para el Fondo Cafetero, \$0,10 para la Federación Nacional de Cafeteros y \$0,10 para los gobiernos municipales y departamentales. El FMI buscó unificar las tasas de cambio de forma prácticamente permanente; sin embargo, de manera recurrente aprobó sistemas de cambio múltiples en forma transitoria.

Recuadro 4

La política de redescuento, encajes e inversiones forzosas

La política de redescuento permitió al Banco de la República otorgar crédito a sectores escogidos a tasas bajas según la política propia de la norma desarrollista. Por ejemplo, en 1958, cuando la inflación era de 8%, los bancos comerciales entregaron créditos de descuento a una tasa de 8% para industria, ganadería, irrigación y vivienda popular, al tiempo que redescontaron estos créditos en el Banco de la República a una tasa de 3%.

Por razones de control monetario, el cupo o límite de redescuento se redujo en 1958. No obstante, esta política no tuvo mayor alcance sobre el control monetario porque el nuevo cupo permitió un aumento significativo del crédito, simplemente por un mayor uso del cupo disponible (FMI, 1960b, p. 2). El crédito a los bancos se expandió 21%. El cupo de redescuento también perdió significado como herramienta de control monetario cuando fueron exceptuados de él los créditos para agricultura y ganadería (FMI, 1960b, p. 2).

Un aspecto interesante acerca de la política de redescuento es que las autoridades la consideraban un instrumento importante a fin de obtener la preciosa divisa. Según las consultas de Colombia con el FMI, “las autoridades afirmaron que el desarrollo agrícola era una promesa para reducir la dependencia del país en las importaciones. [...] Como resultado de algunas medidas en el campo del crédito se pueden ahorrar unos USD 50 millones en importaciones en cinco o seis años” (FMI, 1958a, p. 6).

La política de redescuento fue solo un elemento de la política de represión financiera y fomento del desarrollo. Las políticas de asignación del crédito y de encaje fueron, asimismo, instrumentos para la implementación de la norma desarrollista.

En cuanto a las políticas de asignación del crédito, en diciembre de 1957 las autoridades requirieron que los bancos comerciales invirtieran 14% de sus depósitos en crédito agrícola y establecieron líneas de redescuento para estos préstamos (FMI, 1958a, p. 12). Más tarde, las autoridades requirieron que los bancos comerciales realizaran inversiones forzosas, principalmente en la Caja Agraria y en el Gobierno (FMI, 1960b, p. 27).

Luego, el Banco de la República estableció que los bancos comerciales deberían distribuir su cartera según ciertos porcentajes, bajo pena de sanciones (FMI, 1961b, p. 35). La cartera debería ser destinada por lo menos en 25% a la agricultura, como mínimo en un 40% a la industria y el desarrollo, y por lo menos en un 25% al crédito comercial.

Respecto de las políticas de encaje, estas fueron el resultado de una tensión entre algunas acciones que perseguían controlar la expansión monetaria –en especial dentro del programa de estabilización de 1957– y otras que buscaban dirigir el crédito con el objetivo de fomentar sectores seleccionados. El encaje marginal se estableció en 1957 como una medida de control monetario; sin embargo, en 1958-1959 se implementaron importantes medidas cualitativas que buscaron dirigir los recursos del encaje marginal a usos específicos. En 1958 el encaje marginal se destinó hasta en un 72% a la compra de bonos de almacenamiento (FMI, 1960b, p. 28), los cuales buscaban financiar compras de determinados productos agrícolas y estabilizar algunos precios administrados. A comienzos de 1959 se liberaron recursos del encaje marginal por medio de un cambio en la fecha efectiva para su cómputo, los recursos liberados solo deberían dirigirse a crédito para la agricultura y ganadería. Debido a su uso como instrumento de crédito selectivo, el encaje marginal dejó de ser operativo como instrumento de control monetario. El encaje marginal se abolió en mayo de 1960.

El 1 de enero de 1963 Colombia entró en un nuevo programa de crédito contingente con el FMI. El Banco de la República intervino en el mercado de capitales desde el 17 de enero de dicho año para estabilizar la tasa de cambio en \$10.

Como en el caso de 1957, el programa de 1963 constó de medidas de política en los campos cambiario, de importaciones, política monetaria y política fiscal.

Recuadro 5

El redescuento automático y el control del dinero

El FMI criticó el llamado redescuento automático. Aunque los préstamos de redescuento tenían límite en el capital de los bancos, estos podían aumentar sus recursos de redescuento por medio de un aumento de su capital, que podía ser incrementado fácilmente con retención de ganancias o la emisión de acciones.

El FMI argumentó que el Banco de la República tenía poco control sobre la oferta monetaria porque los bancos comerciales recibían crédito de redescuento, por parte del Banco, de forma automática (FMI, 1958a, p. 22).

El redescuento automático también ponía en duda la operatividad del encaje como instrumento monetario. Aunque en teoría la cantidad de dinero podría ser controlada mediante el encaje bancario, los bancos comerciales podían contrarrestar los requerimientos de encaje con aumentos en el uso de los cupos de redescuento (FMI, 1958a, p. 22), por ejemplo, en 1955 el saldo de préstamos de redescuento fue mayor que el encaje.

En 1957 las autoridades intentaron poner fin al redescuento automático, intento que no fue exitoso debido a una fuerte oposición por parte del sector financiero (FMI, 1958b, p. 27). De forma similar, el diálogo sobre la política económica de 1958 revela que:

Con respecto a la automaticidad del redescuento, los representantes de Colombia expresaron que [reemplazar el redescuento automático por un sistema discrecional de préstamos de redescuento] sería impracticable en un futuro cercano porque sería fuertemente opuesto por los bancos colombianos. (FMI, 1958a, p. 12)

La expansión automática del redescuento llevaba a que el Banco de la República acomodara o validara cualquier expansión de la demanda de dinero nominal debida a presiones de inflación de costos, sin que el Banco pudiera ejercer un control monetario sobre los precios en el largo plazo.

En cuanto a la política de importaciones, durante 1963-1964 el 100 % de las posiciones arancelarias estuvo en lista de previa o prohibida importación y el 82,9 % de ellas estuvo en la lista prohibida (García et al., 2014, p. 69). El instrumento para contrarrestar la apreciación de la tasa de cambio fue la intensificación del proteccionismo.

En lo que se refiere a la situación fiscal, había mejorado desde 1958 y luego se deterioró drásticamente. La mejora se dio gracias a que el gasto se limitó

a las prioridades más esenciales, mientras que el ingreso aumentó por tres factores; primero, una sobretasa de 20 % al impuesto de renta; segundo, mayores ingresos de aduanas, y tercero, usos parciales del impuesto de 15 % a las exportaciones de café, que en principio tenía como destinación específica el pago de la deuda comercial en mora. Por su parte, el deterioro de la situación fiscal se debió a importantes aumentos del gasto, al paso que los ingresos cayeron por exenciones de impuestos de renta y exportaciones y a que el gobierno no encontró apoyo en el Congreso para la aprobación del proyecto de la reforma tributaria de comienzos de 1963, año en que el Gobierno central registró aumento de los ingresos debido a la parte del diferencial cambiario asignado al fisco.

Una sobretasa de 4 % al impuesto de renta se destinó específicamente a la capitalización de la siderúrgica de Paz del Río y en contraprestación, los contribuyentes recibieron acciones de ella. En esta venta forzosa, las acciones no fueron emisiones nuevas, sino acciones de propiedad del Gobierno y en fideicomiso en el Banco de la República (López, 1990, p. 481; FMI, 1960b, p. 11 y 1961a, p. 12).

Pasando a la política monetaria, venía algo restrictiva en 1958-1959, aunque la tasa de expansión del dinero habría podido ser menor, dada su importancia dentro del programa de estabilización. El control monetario recayó principalmente en los depósitos previos sobre importaciones, pues la presión expansiva del crédito de fomento limitó el efecto de instrumentos de control monetario como el encaje marginal y el límite a los préstamos de redescuento.

Aunque con limitaciones, los depósitos previos sobre importaciones contribuyeron al control monetario, aumentaron de 100 % a 130 % y su plazo de sesenta a noventa días (FMI, 1959, pp. 9-10). Como instrumento monetario los depósitos previos fueron *sui géneris*, pues su efecto contractivo dependió de la evolución de las importaciones, entre otros factores; naturalmente, las importaciones evolucionaron de forma independiente a las necesidades de control monetario, sin embargo, el instrumento parecía castigarlas y esto pudo resultar atractivo en una economía que venía con un problema de racionamiento de divisas.

Según el FMI (1960a, p. 11), la mitad del aumento de los depósitos previos se debió al aumento de la tasa del depósito; el resto, tanto al mayor plazo como al mayor volumen de importaciones. Más tarde el Banco de la República disminuyó el plazo de los depósitos previos a 45 días.

El incremento en la tasa de los depósitos previos y su duración permitió contrarrestar el efecto expansionista de las políticas de encaje y cupos de redescuento, que continuaron expansivas.

Las medidas monetarias tomadas para contener el aumento del dinero no parecieron tener correspondencia con lo que era necesario en la coyuntura.

En primer lugar, las autoridades aumentaron la reserva bancaria, pero el aumento fue simbólico, de solo 1%. En segundo lugar, aumentaron los depósitos para importaciones de 10 % a un rango entre 12 % y 30 %; aunque puede parecer algo extraño, estos depósitos eran, sobre todo, un instrumento de control monetario, como medida cambiaria para aumentar el costo efectivo de las importaciones tenían un efecto limitado, ya que los depósitos podrían ser financiados con crédito interno o externo a un costo financiero relativamente bajo comparado con la magnitud de la apreciación del peso. El FMI estimó este costo en cerca de 4,5 % del valor de las importaciones (FMI, 1963a, pp. 21-22).

Según el FMI (1964, p. 2), el crecimiento del dinero durante 1963 no fue muy conservador; en efecto, la meta de crecimiento del crédito establecida para este año ya había sido alcanzada en mayo y la meta de crecimiento para el año de los activos domésticos netos fue excedida con amplitud (FMI, 1964, p. 9).

El programa de estabilización de 1963 contempló tres medidas de control monetario: aumento en el encaje ordinario, aumento en el encaje marginal y reducción en los cupos de redescuento; no obstante, el efecto de las medidas fue rápidamente neutralizado, con excepciones. Aunque las autoridades aumentaron el encaje ordinario, los bancos que observaron cierta distribución deseada del crédito tuvieron una rebaja del encaje de diez puntos¹¹¹, y si bien establecieron un encaje marginal, el requisito de este no operó porque se estableció con relación a un punto relativamente alto de acervo de dinero (FMI, 1964, p. 10). Por otra parte, las autoridades requirieron una reducción de los cupos de redescuento en enero de 1963, pero los cupos aún disponibles permitieron una importante recuperación del crédito desde la segunda mitad de ese año.

Los depósitos previos sobre importaciones ayudaron a contrarrestar de modo parcial las fuerzas expansivas de la cantidad de dinero; aumentaron, principalmente, por el incremento de la tasa de cambio nominal.

En cuanto a la política fiscal, el período 1963-1964 se caracterizó por grandes déficits. El programa de estabilización descansaba sobre una reforma tributaria que el Congreso no aprobó. El limitado ajuste del balance fiscal logrado se debió a los importantes ingresos fiscales por el diferencial cambiario, en realidad un impuesto velado a los cafeteros.

Antes de entrar en el problema de la inflación de 1963, conviene señalar que el Ministerio de Desarrollo y el Instituto Nacional de Abastecimientos (INA) implementaron algunos controles de precios. El Ministerio estableció controles de precios sobre la carne y los derivados de la leche, productos que representaban un 20 % de la canasta del IPC. El INA intervino en el mercado con precios

¹¹¹ Para una descripción detallada del direccionamiento del crédito en 1963, véase FMI (1963a, pp. 45-47).

de sustentación, importaciones y almacenamiento de alimentos como arroz y maíz; además estableció precios mínimos para arroz, maíz, trigo, frijol, papa, ajonjolí y soya.

En lo relativo a la política salarial, el Gobierno permitió que varias huelgas generaran aumentos salariales, los trabajadores de los bancos y la industria alcanzaron aumentos entre 12 % y 15 % en 1960 (FMI, 1961b, p. 10).

4.5 El brote populista de 1963

En el campo donde la política daría un giro más dramático fue en la política de precios y salarios de 1963. El país entero aprendió lo que es una espiral de precios y salarios, apenas una de las costosas consecuencias de la macroeconomía del populismo. Gómez (2016a) desarrolla el tema del espiral de precios y salarios de 1963¹¹². El tema se esboza aquí desde el punto de vista del programa de estabilización.

Colombia entró en la espiral de precios y salarios porque el Gobierno cedió a la presión de los transportadores y las centrales obreras. Tal vez ignorando la experiencia de 1957, los transportadores y las centrales obreras argumentaron que la devaluación de noviembre de 1962 tendría consecuencias importantes sobre el costo de vida. Los transportadores reclamaron que la devaluación aumentaría sus costos. Las centrales obreras, por su parte, argumentaron que no sería posible un aumento en el costo del transporte sin un incremento de los salarios y amenazaron con un paro nacional (*La República*, 7 de enero de 1963).

El Gobierno cedió generosamente a las presiones de los transportadores y las centrales obreras, adoptó el aumento salarial como iniciativa propia y presentó la iniciativa al Congreso con el deseo de solucionar el problema de bajos ingresos del país: “el gobierno ha considerado necesario elevar la capacidad de compra de los consumidores a efecto de contrarrestar en la misma medida los estragos de la devaluación sobre los salarios reales” (*La República*, 15 de enero de 1963).

El 1 de febrero de 1963 el Congreso aprobó el proyecto, con retroactividad al primero de enero¹¹³. El aumento de los salarios fue de 25 % en promedio y el de la inflación fue similar.

¹¹² El tema ha sido poco investigado en la literatura. Una referencia al tema se encuentra en Herrera (1985) quien hace una descripción de las devaluaciones y del aumento de los salarios.

¹¹³ La Cámara aprobó el proyecto por unanimidad (*La República*, enero 24 de 1963). El Senado aprobó el proyecto, aunque algunos senadores se opusieron por considerar que “el reajuste se queda corto” (*La República*, 30 de enero de 1963).

Cuando el Gobierno creyó poder incrementar los salarios reales por medio de aumentos de salarios y controles de precios, el país entró en riesgo de hiperinflación. Las centrales obreras pidieron controles de precios (*La República*, 7 de enero de 1963) y el Gobierno pareció simpatizar con la propuesta (*La República*, 9 y 10 de enero de 1963). Sin embargo, por fortuna hubo un trecho entre el deseo que el Gobierno expresó inicialmente y la política adoptada; en efecto, el Gobierno permitió que los precios aumentaran, lo cual revirtió el objetivo de incrementar el salario real. Además, el Gobierno y las centrales obreras se abstuvieron de aplicar la cláusula de indexación de la ley de salarios, la prima móvil, que habría activado una espiral inercial de precios y salarios sin beneficio alguno para los trabajadores.

Para bien, las centrales obreras expresaron que en adelante preferirían negociar los aumentos salariales con los empresarios, en vez de dirigirse al Gobierno (FMI, 1964, p. 14). Desde 1963 las autoridades adoptaron el sano principio de procurar que los aumentos de salarios estén ligados a aumentos en la productividad (FMI, 1964, p. 15).

El aumento de la inflación en la mitad de 1963 deshizo el efecto de la devaluación de noviembre de 1962 y del aumento salarial de febrero de 1963; el alza de los salarios en este último año mostró la forma como no se debe implementar un programa de estabilización. El FMI aprendió de su experiencia en Colombia (Garritsen, 1987, p. 74).

5. Conclusiones

Durante 1951-1963 el compromiso de las autoridades con la estabilidad macroeconómica se fue desvaneciendo. En 1951 las autoridades adoptaron el objetivo de la estabilidad, principalmente a partir de las recomendaciones del Comité de Desarrollo Económico. En 1957 el objetivo de la estabilidad macroeconómica fue tolerado, pues la banca extranjera impuso disciplina a los pagos externos del país por medio de un programa de estabilización con el FMI. En 1962 el objetivo de la estabilidad macroeconómica fue eclipsado por el objetivo del desarrollo, pues las autoridades argumentaron que el primero podría poner en riesgo el segundo.

El deseo de fomentar el desarrollo, según la norma desarrollista, llevó a un crecimiento del dinero que sostuvo una inflación promedio mayor que la de los países avanzados, por esto la tasa de cambio requirió ajustes frecuentes. La devaluación no era atractiva para sectores como la industria, los cuales tenían interés en importar materias primas a una tasa de cambio apreciada; el Gobierno también mostraba interés por promover el desarrollo basado en la sustitución de importaciones industriales. Estos intereses, y otros con repre-

sentación en el Banco de la República, ayudan a explicar por qué las devaluaciones fueron represadas, masivas cuando se tornaron inevitables, y aunque masivas, incompletas. La tasa de cambio fija de febrero de 1956 (\$2,50 por dólar) fue solo 41,6 % de la tasa de cambio flotante de febrero de 1957 (\$6,01 por dólar). Dada la apreciación del peso, el Banco de la República racionó las importaciones, esta política de control de importaciones amplificó el efecto de la disponibilidad de divisas sobre la actividad económica.

Los represados y masivos ajustes en la tasa de cambio y los salarios repercutieron de manera considerable en la inflación. Desafortunadamente, las autoridades intentaron implementar algunas medidas de corte populista, por ejemplo, el aumento desproporcionado de los salarios en 1963, alza que no consolidó un mayor nivel de salarios reales y sí llevó a mayor inflación. El Gobierno y las centrales obreras renunciaron a la prima móvil, o cláusula de indexación de los salarios, gracias a lo cual la inflación se mantuvo flexible y bajó rápidamente en 1964.

Las medidas de estabilización de 1951 mantuvieron la estabilidad externa. Más tarde, el programa de estabilización de 1957 devolvió la estabilidad externa perdida, en especial por la magnitud del ajuste a la tasa de cambio. Por su parte, el programa de estabilización de 1963 fue un fracaso, básicamente porque el aumento de la inflación causado por el alza de salarios condujo al descarrilamiento de la devaluación en noviembre de 1962.

La política cafetera brilló por la ausencia de una política de ahorro que mantuviese los auges transitorios en el exterior; en reemplazo, ella consistió en la imposición de impuestos a los cafeteros para solucionar la situación fiscal de forma fácil.

Durante el período analizado la norma desarrollista se consolidó y la norma liberal se debilitó. La política monetaria debió sortear cierta tensión entre ampliar el crédito para el fomento y controlar el dinero a fin de procurar la estabilidad macroeconómica. Con la creación de la Junta Monetaria en 1963, el país quedaba equipado para adelantar una política monetaria oficial dirigida a otorgar crédito a determinados sectores productivos y al Gobierno.

Referencias

- Agudelo, H.; Llorente, R.; Copete, I.; Franco, J. (1959). “Declaración oficial sobre política económica”, *Revista del Banco de la República*, vol. XXXII, núm. 378, Bogotá, pp. 413-415, abril.
- Alacevich, M. (2009). *The Political Economy of the World Bank: The Early Years*, Stanford: Stanford University Press; Mayol Ediciones.
- Arias, E. (1962). “Notas editoriales”, *Revista del Banco de la República*, vol. XXXV, núm. 415, pp. 499-503, mayo.

- Avella, M. (2004). "Antecedentes históricos de la deuda pública colombiana. Introducción panorámica acerca del manejo de la deuda pública en Colombia durante la posguerra, 1950-1970", Borradores de Economía, núm. 317, Banco de la República, Bogotá.
- Avella, M. (2014). "La independencia de la banca central en Colombia desde 1923. Aspectos institucionales", *Revista de Economía Institucional*, vol. 16, núm. 30, pp. 171-214.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres: Open Road Media.
- Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (1998). *Principales indicadores económicos*, Banco de la República, Bogotá.
- Benes, J.; Clinton, K.; Garcia-Saltos, R.; Johnson, M.; Laxton, D.; Manchev, P.; Matheson, T. (2010). "Estimating Potential Output with a Multivariate Filter", IMF Working Paper 10/285.
- Bhagwati, J. (1978). *Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- BIRF (1950a). *Bases de un programa de fomento para Colombia: Informe de una misión dirigida por Lauchlin Currie y auspiciada por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento*, vol. 1, Bogotá: Banco de la República.
- BIRF (1950b). *Bases de un programa de fomento para Colombia: Informe de una misión dirigida por Lauchlin Currie y auspiciada por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento*, vol. 2, Bogotá: Banco de la República.
- Blagrove, P.; García-Saltos, R.; Laxton, D.; Zhang, F. (2015). "A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output", IMF Working Paper, núm. 15/79.
- Brando, C. (2016). "Winners and Losers in the Allocation of Credit during the Era of Import-Substitution Industrialisation in Colombia, 1940-1967", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 34, núm. 79.
- Comité de Desarrollo Económico (1951). *Informe final: septiembre 1950-agosto 1951*, Bogotá: Imprenta del Banco de la República.
- Currie, L. (1981). *The Role of Economic Advisers in Developing Countries*, Westport: Greenwood Press.
- Currie, L. (1987). *Moneda en Colombia: comportamiento y control*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero, 2.ª edición.
- De Vries, B. (1987). *Remaking the World Bank*, Washington D. C.: Seven Locks Press.
- Dornbush, R.; Edwards, S. (1991). *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, Chicago: The University of Chicago Press.
- FMI (1950). *Recent Developments in Colombia*, Washington: FMI, noviembre 21.
- FMI (1952). *Colombia - Restrictive System, 1952 Consultations*, Washington: FMI, julio 2.

- FMI (1953a). Colombia, *Staff Recommendations - 1953 Consultations*, Part I, Washington: FMI, julio 27.
- FMI (1953b). Colombia, *1953 Consultations - Background Material*, parte II, Washington: FMI, julio 27.
- FMI (1954a). Colombia, *Staff Report and Recommendations - 1954 Consultations*, parte I, Washington: FMI, diciembre 17.
- FMI (1954b). Colombia, *Background Material for 1954 Consultations*, parte II, Washington: FMI, diciembre 15.
- FMI (1955a). Colombia, *Staff Report and Recommendations - 1955 Consultations*, parte I, Washington: FMI, agosto 31.
- FMI (1955b). Colombia, *Background Material for 1955 Consultations*, parte II, Washington: FMI, agosto 31.
- FMI (1955c). Brazil, *Staff and Recommendations - 1954 Consultations*, parte I, Washington: FMI, mayo 26.
- FMI (1955d). Brazil, *Background Material for 1954 Consultations*, parte II, Washington: FMI, mayo 11.
- FMI (1956). *A Review of Exchange and Financial Policies in Colombia*, Washington: FMI, abril 24.
- FMI (1957). Colombia, *Staff Report and Recommendations - 1956 Consultations*, parte I, Washington: FMI, mayo 13.
- FMI (1958a). Colombia, *Staff Report and Recommendations - 1957 Consultations*, parte I, Washington: FMI, marzo 24.
- FMI (1958b). Colombia, *Background Material for 1957 Consultations*, parte II, Washington: FMI, marzo 24.
- FMI (1958c). Brazil, *Staff Recommendations - 1957 Consultations*, parte I, Washington: FMI, enero 22.
- FMI (1958d). Brazil, *Background Material for 1957 Consultations*, parte II, Washington: FMI, enero 22.
- FMI (1959). Colombia, *Staff Report and Recommendations - 1959 Consultations*, parte I, Washington: FMI, agosto 21.
- FMI (1960a). Colombia, *Staff Report and Recommendations - 1960 Consultations*, parte I, Washington: FMI, junio 21.
- FMI (1960b). Colombia, *Background Material for the 1960 Consultations*, parte II, Washington: FMI, junio 21.
- FMI (1961a). Colombia, *Staff Report and Recommendations - 1961 Consultations*, Part I, Washington: FMI, junio 19.
- FMI (1961b). Colombia, *Background Material for the 1961 Consultations*, parte II, Washington: FMI, junio 19.
- FMI (1963a). Colombia, *Staff Report and Recommendations - 1963 Consultations*, parte I, Washington: FMI, julio 9.

- FMI (1963b). *Colombia, Background Material for 1963 Consultations*, parte II, Washington: FMI, julio 9.
- FMI (1963c). *Colombia - Consultations under Paragraph 4 of Its Stand-By Arrangement*, Washington: FMI, mayo 7.
- FMI (1964). *Colombia - Request for Stand-By Arrangement*, Washington: FMI, enero 31.
- FMI (1967). *Fiscal Affairs Department - Import cycle and fiscal policy in Colombia*, Washington: FMI, mayo 8.
- FMI (2002). *Evaluation of Prolonged Use of IMF Resources*, Washington: FMI.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Friedman, M.; Schwartz, A. J. (1963). *A monetary history of the United States: 1867-1960*, Chicago: The University of Chicago Press.
- García, J. (1976). "A History of Economic Policies in Colombia: 1953-1970", tesis de grado, Chicago, The University of Chicago-Department of Economics, 177 pp.
- García, J.; Guterman, L. (1988). "Medición del déficit del sector público colombiano y su financiación: 1950-1986", *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 14, pp. 115-133, Banco de la República, Bogotá.
- García, J.; Jayasuriya, S. (1997). "Courting Turmoil and Deferring Prosperity: Colombia between 1960 and 1990", Washington D. C.: Banco Mundial.
- García, J.; López, D. C.; Montes, E.; Esguerra, P. (2014). "Una visión general de la política comercial colombiana entre 1950 y 2012", *Borradores de Economía*, núm. 817, Banco de la República, Bogotá.
- Garritsen, M. (1986). *The IMF in a Changing World 1945-85*, Washington: FMI.
- Garritsen, M. (1987). *Balance of Payments Adjustment, 1945 to 1986: The IMF Experience*, Washington: FMI.
- Gómez, J. (1999). "A Model of the Nominal and Real Exchange Rates in Colombia", *Borradores Semanales de Economía*, núm. 129, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J. (2016a). "Inflación de costos: las devaluaciones de los años cincuenta y el brote populista de 1963", *Borradores de Economía*, núm. 924, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J. (2016b). "La flotación de 1957 y la estabilidad macroeconómica", *Borradores de Economía* No. 938, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J. (2016c). "La inflación bajo una perspectiva monetaria: Colombia 1951-1963", *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 81, diciembre, Banco de la República, Bogotá.
- Herrera, S. (1985). "Relaciones de causalidad entre la tasa de cambio, los precios y los salarios: alguna evidencia sobre el caso colombiano 1950-1983",

- Ensayos sobre Política Económica, núm. 7, pp. 67-90, Banco de la República, Bogotá.
- Helleiner, E. (2003). "The Southern Side of Embedded Liberalism: The Politics of Postwar Monetary Policy in the Third World", Working Paper, Monetary Orders.
- Ibáñez, J. (1990). "La concentración de las reservas internacionales en el Banco de la República y su administración", en J. Ibáñez, *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Kaldor, N. (1966). *Causes of the Slow Growth in the United Kingdom: an inaugural lecture*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kalmanovitz, S.; Avella, M. (1998). "Barreras del desarrollo financieras: las instituciones monetarias colombianas en la década de 1950", Borradores de Economía, núm. 104, Banco de la República, Bogotá.
- Krampf, A. (2013). "The life cycles of competing policy norms, localizing European and developmental central banking ideas", KFG Working Paper Series, No. 49, April 2013, Kolleg-Forschergruppe (KFG) "The Transformative Power of Europe", Berlín: Freie Universität.
- Lleras, A. (2006). *Antología*, Bogotá: Villegas Editores.
- López, A. (1990). "El Banco de la República y la política macroeconómica en el período comprendido entre 1955 y 1962", en A. Meisel, *Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura* (p. 463), Bogotá: Banco de la República.
- McKinnon, R. (1973). *Money and capital in economic development*, Washington: The Brookings Institution.
- Meisel, A. (1990). "El Banco de la República, 1946-1954 y la Reforma de 1951", en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República.
- Melo, J. (2007). "1950: un año movido", catálogo Salón de Arte Moderno 1957: 50 años de arte, consultado en marzo del 2016, disponible en: <http://www.jorgeorlandomelo.com/1957.htm>
- Naranjo, P. (1943). "El Fondo de Estabilización: origen, organización y atribuciones legales", *Revista del Banco de la República*, vol. XVI, núm. 193, pp. 427-428, abril.
- Obstfeld, M.; Taylor, A. (2003). "Globalization in Historical Perspective", en Bordo, M.; Taylor, A.; Williamson, J. *Globalization in Historical Perspective*, Chicago: Chicago University Press.
- Peñalosa, E. (1957). "Fondo de Estabilización y la inflación", *El Espectador*, junio.
- Polak, J. (1997). "The IMF Monetary Model at Forty", Working Paper, FMI.
- Recamán, J. (1980). *Historia jurídica del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Reinhart, C.; Kirkegaard, J.; Sbrancia, B. (2011). "Financial Repression Redux", Peterson Institute for International Economics, núm. 31641, junio, con-

- sultado en noviembre de 2015, disponible en <https://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/31641/>
- Reinhart, C.; Rogoff, K. (2009). *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, Princeton: Princeton University Press.
- Salazar, N. (1996). *Historia monetaria y financiera de Colombia: 1940-1970*, Fedesarrollo, Bogotá.
- Sánchez, F. (1994). *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Sánchez, F.; Fernández, A.; Armenta, A. (2005). “Crisis cambiarias en Colombia bajo tipo de cambio fijo: 1938-1967”, CEDE, núm. 32, Universidad de los Andes, Bogotá.
- Sandilands, R. (1990). *Vida y política económica de Lauchlin Currie*, Bogotá: Legis.
- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Urrutia, M. (2014). “Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2013”. Documentos CEDE, Universidad de los Andes.
- Wiesner, E. (1980). *Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia*, México D. F.: Cemla.

Capítulo 5

La Junta Monetaria y el Banco de la República

Antonio Hernández Gamarra
Juliana Jaramillo Echeverri

Con la creación de la Junta Monetaria en noviembre de 1963 como órgano gubernamental, el Estado colombiano recuperó para sí el ejercicio de la soberanía monetaria que había quedado en manos privadas en 1951. Los propósitos fundamentales de este capítulo son examinar los orígenes de ese cambio institucional, la manera como se conformó esa Junta, las funciones con que fue investida y el ejercicio que hizo de ellas para dirigir la política cambiaria, monetaria y crediticia hasta mediados de 1991, cuando cesó en sus funciones; objetivos que se complementan con el análisis de cuanto significó ese cambio para las tareas desempeñadas por el Banco de la República.

Para alcanzar esas finalidades resulta indispensable contextualizar los rasgos básicos de la economía colombiana en el período 1963-1990. Por ello, en este trabajo se cuantifica el ritmo del crecimiento económico, la evolución del tamaño del Gobierno, la expansión del sector financiero, el proceso inflacionario y la indexación parcial de la economía, que tuvieron lugar durante ese lapso de la vida nacional. Examen que sirve de base para estudiar la política cambiaria, monetaria y crediticia que siguió la Junta teniendo en cuenta el régimen cambiario prevaleciente en cada momento y las decisiones consustanciales a él; la política implícita de expansión de la liquidez en la economía; y, la política de orientación del crédito a ciertos sectores considerados prioritarios, mediante el suministro de recursos por el Banco de la República, por los fondos de fomento, o por los de origen cuasifiscal que se crearon en ese período.

Especial énfasis hace el trabajo en explicar las razones del manejo circunstancial que la Junta dio a sus decisiones y el papel que cumplieron los expertos que la asesoraron a lo largo de los años al asistir a sus sesiones con derecho a voz pero sin voto.

Durante casi toda su existencia la composición de la Junta y las políticas que siguió fueron objeto de controversia por parte de quienes consideraban que esa institución no tenía un compromiso con la estabilidad de los precios, puntos críticos que se resaltan en el capítulo junto con las propuestas que se formularon para reformar esa institucionalidad.

Termina el trabajo con una breve síntesis sobre algunos aspectos de la naturaleza jurídica del Banco de la República y la manera como cumplió durante un largo período con funciones totalmente ajenas a las de un banco central, como la administración de las salinas nacionales o de las minas de esmeralda, tareas administrativas que terminaron a fines de los años sesenta, momento a partir del cual el Banco quedó a cargo, con especial intensidad, del crédito dirigido, y fortaleció las funciones y áreas administrativas para cumplir con ese propósito.

El lector familiarizado con la historia monetaria de Colombia advertirá omisiones en este trabajo, porque no pretende hacer una descripción exhaustiva de todos los acontecimientos de los que se ocupa. Además, como fueron tantas las medidas que se tomaron para modificar, suspender, interpretar o diferir algunas de las decisiones adoptadas, en un espacio como este es imposible hacerle seguimiento a todas ellas y a sus impactos específicos; lo importante son las tendencias de las variables que se analizan y las razones del cambio de ellas, de eso sí da cuenta.

1. Creación de la Junta Monetaria

1.1 Antecedentes

La soberanía monetaria del Estado, es decir, el poder de determinar y regular la moneda¹¹⁴, fue un principio que en Colombia quedó explícitamente consagrado en el marco jurídico de la nación desde 1886. En efecto, en virtud del numeral 15 del artículo 76 de la Carta Política de ese año se señaló que correspondía al Congreso “fijar la ley, peso, tipo y denominación de la moneda, y arreglar el sistema de pesos y medidas”. De igual manera, en el numeral 17 del artículo 120 de dicha Constitución se dispuso que “corresponde al Presidente de la República como suprema autoridad administrativa organizar el Banco Nacional, y ejercer la inspección necesaria sobre los bancos de emisión y demás establecimientos de crédito, conforme a las leyes”, competencias que con posterioridad se ampliaron al establecer, en el numeral 22 de ese mismo artículo, que también sería facultad del Congreso de la República regular el sistema de cambio exterior.

El numeral 15 del artículo 76 de la Constitución de 1886, pese a las distintas reformas constitucionales, se mantuvo inmodificado hasta 1991 y esas normas

¹¹⁴ Que comprende, entre otras, las facultades para su creación, la atribución de darle curso legal y la prohibición para exportarla o utilizarla con miras a efectuar pagos en el exterior (Salazar, 1987, p. 30).

constitucionales fueron ratificadas por la jurisprudencia en diversas sentencias a lo largo del siglo XX, como lo ilustró, con diversos ejemplos, Avella (2000) en su trabajo sobre Alfonso Palacio Rudas.

En una de las últimas sentencias del siglo XX sobre la materia, el 28 de enero de 1993 la Corte Constitucional, instituida en virtud de la Constitución Política de 1991, indicó:

La Constitución vigente hasta 1991 asignaba al Congreso la función de dictar normas en el campo de lo monetario (cláusula general de competencia y numeral 15 del artículo 76), la atribución de dictar normas generales en materia cambiaria y de crédito público (numeral 22 del artículo 76) y [...] confería al Gobierno atribuciones administrativas en la órbita de lo financiero (120-14), lo crediticio (120-15) y en materia cambiaria (120-22). En tal virtud, el Congreso estaba autorizado para intervenir directamente y sin restricciones, en todo lo relacionado con la actividad monetaria. (Sentencia C-021, en Avella, 2000, p. 131).

Pese a ello, en ocasiones el Congreso cedió esa competencia a diversas autoridades administrativas o ella fue ejercida por el poder ejecutivo en virtud de sus facultades legislativas. Este último fue el caso cuando se expidió el Decreto 756 de 1951, propuesto por la Comisión de Reformas Bancarias¹¹⁵, mediante el cual, entre otras facultades, el Banco de la República quedó autorizado para:

1. Realizar una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana.
2. Fijar periódicamente un cupo ordinario de crédito a los bancos afiliados, para operaciones de préstamos y descuentos.
3. Señalar un cupo especial de crédito, que solo se utilizaría para el descuento de operaciones destinadas a determinadas actividades económicas, de acuerdo con las necesidades del desarrollo agrícola, industrial y comercial del país.
4. Fijar cupos de emergencia y con carácter temporal.

¹¹⁵ Esa comisión inició sus sesiones el 5 de enero de 1951, estuvo integrada por Bernardo Restrepo Ochoa, Carlos Villaveces, Luis Ángel Arango y Manuel Mejía, y durante ocho sesiones a lo largo de ese mes se ocupó de estudiar lo relativo a la dirección de la política monetaria y la autoridad que la llevaría a cabo (Recamán, 1980).

5. Fijar y variar las tasas de interés y descuento para las operaciones de préstamo, descuento y redescuento, de los bancos afiliados.
6. Fijar y variar el encaje legal de los bancos y las cajas de ahorro.
7. Señalar encajes marginales del 100 % y establecer su utilización para financiar el endeudamiento público u operaciones favorables al desarrollo de la economía nacional.

El Decreto 756 de 1951 también dispuso, en el artículo 10, que el Gobierno y el Banco de la República acordarían una reforma de los estatutos de la institución. En virtud de ello se dictó el Decreto 2057 de octubre de ese mismo año, mediante el cual se prolongó por veinte años el término de duración del Banco, que expiraba en 1953; se ratificó el ejercicio de su derecho exclusivo de emitir billetes; y, se determinó la composición y funciones de su Junta Directiva.

Esta última quedó conformada por: el ministro de Hacienda y Crédito Público, dos directores designados por el Gobierno nacional, tres directores elegidos conjunta y simultáneamente por los bancos nacionales y extranjeros, un director propuesto por las sociedades de agricultores del país y las asociaciones de ganaderos, un director propuesto por las cámaras de comercio, y el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros.

Las facultades consagradas por el Decreto 756 de 1951 para el Banco de la República y la nueva conformación de su Junta Directiva hicieron que el ejercicio de la soberanía monetaria quedara en manos privadas, disposición que contrariaba las recomendaciones de David L. Grove y Lauchlin Currie, expertos extranjeros que por esa época vinieron al país para asesorar a las autoridades en materias económicas.

El primero de ellos propuso que la Junta Directiva del Banco de la República estuviera integrada por el ministro de Hacienda, cinco miembros designados por el presidente de la República y dos miembros escogidos por los bancos (Grove, 1988). Por su parte, Currie anotó que la dirección del Banco central implicaba una completa responsabilidad y obligación pública y en consecuencia propuso que su Junta Directiva estuviera integrada por

cinco miembros, nombrados directamente por el Presidente de la República. Uno sería el Gerente General y otro el Ministro de Hacienda y Crédito Público. Los tres restantes serían: un banquero de experiencia y dos ciudadanos prominentes que hayan tenido buen éxito y [sean] conocidos por su independencia y solidez de criterio. (Currie, 1952, p. 386)

1.2 Orígenes

El muy particular arreglo institucional para el manejo monetario que se instituyó en 1951 hizo que en 1963 se debatiera su conveniencia, pues algunos sectores de opinión se oponían a él alegando que la moneda debería ser manejada por el Estado y no por los particulares, que fácilmente podrían tener conflicto de intereses a la hora de tomar decisiones sobre la política monetaria, cambiaria y crediticia.

El hecho de la atipicidad de la organización institucional fue subrayado por el ministro de Hacienda de la época, Carlos Sanz de Santamaría, quien en su momento afirmó:

[...] en todas las organizaciones modernas, la moneda se dirige por el Estado, a través de Juntas Monetarias. En todos ellos hay reglamentación de incompatibilidad que establece claramente que no pueden pertenecer a la Junta Monetaria personas que tengan conexión, de cualquier género, con la dirección o asesoría de entidades privadas de la banca comercial o de fomento del país respectivo. Me parece que hay muchas razones de orden ético para que así sea. (Sanz de Santamaría, 1965, en Hernández, 2004, p. 269)

La idea de que fuese el Estado quien tuviera la dirección de la moneda fue defendida también en 1964 por Diego Calle Restrepo:

El manejo del cambio internacional, de la moneda y del crédito son atributo esencial de la soberanía del Estado, por razón de sus incidencias definitivas sobre la estabilidad y sobre el progreso social y económico de toda Nación. [...] Por estas razones se considera en teoría general y en filosofía política que el manejo del cambio, del crédito y de la moneda constituyen atributo esencial de la soberanía de un Estado y se explica que en la casi totalidad de los países corresponda a organismos oficiales. (Calle, 1964, en Gómez et al., 1976, p. 398)

Bajo esa concepción Sanz de Santamaría logró que se devolviese al Estado el ejercicio de la soberanía monetaria, al establecer el artículo 5.º de la Ley 21 de 1963 que se crearía una Junta Monetaria encargada de estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito que correspondían a la Junta Directiva del Banco de la República, conforme a las disposiciones entonces vigentes, disposición que se complementó, en ese mismo texto legal, con una autorización especial al poder ejecutivo para que procediera a su organización, a determinar los miembros que la integrarían y a convenir con el Banco emisor la modificación de los contratos que tenía celebrados con esa entidad.

Respecto a quién fue el autor de la iniciativa específica para dar vida a la Junta Monetaria como autoridad sustituta de la Junta Directiva del Banco de la República, existe controversia histórica. Alfonso Palacio Rudas atribuyó la idea al senador Darío López Ochoa:

Discutíase en la legislatura de 1963 un proyecto de ley sobre facultades extraordinarias para dictar medidas de orden económico y fiscal. El inquieto e imaginativo senador Darío López Ochoa, que de tiempo atrás martillaba sobre la necesidad de que el Estado recuperara la soberanía monetaria transferida a banqueros privados, aprovechó la coyuntura de rescatarla proponiendo la creación de una Junta Monetaria. O sea que una agencia estatal ejerciera las potestades atribuidas a los directores del Banco de la República. (Palacio, 1973)

Por lo demás, como se documenta en la sección seis de este trabajo, Palacio Rudas se atribuyó la idea de conceder al Gobierno facultades extraordinarias para determinar la composición de la Junta Monetaria.

Por su parte, Hernando Gómez Otálora señala que fue Germán Botero de los Ríos, por entonces subgerente del Banco de la República, quien propuso la idea de crear la Junta Monetaria a fin de separar las funciones de dirección de la moneda de las que como ejecutor de esa política tendría el Banco de la República, división de funciones que buscó poner término a la discusión sobre la nacionalización de esa entidad, que por esos días impulsaban los sectores partidarios de retomar para el Estado la soberanía monetaria.

Todo parece indicar que la apreciación de Palacio Rudas tiene más fuerza¹¹⁶, aun cuando es de señalar que ya en 1951, según el acta número 7 de la Comisión de Reformas Bancarias, se había propuesto que el Banco de la República tuviese una Junta Monetaria, compuesta por el ministro de Hacienda, el gerente del Banco y un miembro nombrado por la Junta Directiva, que tendría “la responsabilidad principal de la iniciativa de las medidas económicas y financieras para la regulación monetaria, crediticia y cambiaria” (Recamán, 1980, p. 54). Sin embargo, esa idea no fue acogida en posteriores sesiones de la Comisión, de allí que no hiciese parte del texto del Decreto 756 de 1951, que consagró para la Junta Directiva del Banco de la República los amplios poderes de que ya se dio cuenta.

Además de las consideraciones político-ideológicas para que el Estado recuperara el ejercicio de la soberanía monetaria, la creación de la Junta Monetaria también fue impulsada por la influencia que para ese entonces habían

¹¹⁶ Entre otras cosas porque, en su texto sobre Palacio Rudas, Avella (2000) cita una intervención del senador López Ochoa en la cual él se declara autor de la iniciativa, sin que nadie en apariencia lo contradijera al respecto.

adquirido las ideas sobre la mayor intervención del Estado en el manejo de la economía, producto de la amplia aceptación de las ideas keynesianas.

A ese respecto son de destacar las iniciativas que expuso Carlos Villaveces, entonces miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, en la Segunda Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano, que tuvo lugar a fines de 1949 en Santiago de Chile. En esa ocasión Villaveces (1949) propuso que los bancos centrales siguieran políticas anticíclicas mediante el control de la emisión, la orientación del crédito y la regulación de las operaciones de comercio exterior, ideas que reiteró en su condición de miembro de la Comisión de Reformas Bancarias en 1951:

Un banco central moderno ha de ser una entidad autónoma, de derecho privado y debe tener como objeto promover, orientar y realizar una política económica tendiente a garantizar el empleo pleno, la expansión ordenada de la economía y el crecimiento de la riqueza nacional, creando y manteniendo las condiciones monetarias, crediticias y cambiarias más favorable a la economía del país. (Villaveces, 1951, en Recamán, 1980, p. 37)

Principios que también orientaban al ministro de Hacienda de la época, Hernán Jaramillo Ocampo, quien mediante un proyecto de ley sobre orientación del crédito bancario, expresó que los lineamientos de esa disposición se encaminaban a acoger:

[las] tesis ampliamente expuestas y debatidas sobre la importancia de ejercer un control monetario para detener las inflaciones o amortiguar las deflaciones. Y en cuanto al crédito, establece un sistema de intervención a través de los redescuentos y mediante el señalamiento de tasas diferenciales de interés para dirigirlo en conformidad con la política de fomento que en cada momento sea más aconsejable seguir. (Jaramillo, 1949, p. 1270)

Esas ideas, y en especial las relativas a la orientación del crédito como mecanismo para promover el crecimiento económico, fueron precisamente las que quedaron consignadas primero en el Decreto 756 de 1951 y luego reiteradas cuando se creó la Junta Monetaria y se establecieron sus funciones, como se apreciará enseguida.

1.3 Funciones

De acuerdo con el artículo 3.º del Decreto Ley 2206 de 1963, correspondería a la Junta estudiar y adoptar, mediante normas de carácter general, las medidas

monetarias y de crédito que conforme a las disposiciones vigentes ejercía entonces la Junta Directiva del Banco de la República. A dichas funciones se agregaron otras que hicieron más amplias sus potestades, como puede verse en el Anexo 1.

Adicionalmente, según el artículo 7.º del Decreto Ley 2206, le correspondería exclusivamente ejercer las facultades sobre cambio y comercio exterior otorgadas hasta entonces a la Junta Directiva del Banco de la República¹¹⁷. Además, los decretos 444 de 1967 y 2617 de 1973 modificaron algunas de las potestades de la Junta, pero en esencia mantuvieron las funciones y orientaciones establecidas desde su creación en 1963.

Es claro que esas atribuciones previeron la posibilidad de realizar operaciones de mercado abierto y utilizar la política de encajes para regular la circulación monetaria. Sin embargo, también se estableció que esta última función podría utilizarse para hacer crédito selectivo, ya que parte del encaje podría estar representado en determinados préstamos o en títulos de deuda pública.

Entre las funciones otorgadas a la Junta ninguna tuvo como mandato explícito controlar la cantidad de dinero en circulación, pues el foco de ellas estaba dirigido a orientar el uso del crédito y regular su costo.

1.4 Composición de la Junta Monetaria

La política de orientación del crédito se fortaleció por la manera como el Decreto Ley 2206 organizó e integró la Junta Monetaria, la cual quedó constituida por:

- El ministro de Hacienda, quien la presidiría
- El ministro de Agricultura
- El ministro de Fomento
- El gerente del Banco de la República
- El jefe del Departamento Administrativo de Planeación y Servicios Técnicos

Composición que se amplió cuando se dispuso que a ella asistirían el superintendente bancario (quien acudió a partir del 21 de febrero de 1968), el secretario económico de la Presidencia¹¹⁸ y el director del Instituto Colombiano

¹¹⁷ En particular por las leyes 1 de 1959 y 83 de 1962.

¹¹⁸ Según quedó establecido en el Decreto 3171 de 1968.

de Comercio Exterior (partícipe desde enero de 1969), funcionarios que intervendrían en las sesiones de la corporación con voz, pero sin derecho a voto.

También se estableció que la Junta Monetaria designaría dos expertos para que la asesoraran de forma permanente en el cumplimiento de sus funciones, los cuales tendrían voz, pero no voto, en sus deliberaciones.

Esos expertos serían de libre nombramiento y remoción de la Junta, tendrían las mismas incompatibilidades del superintendente bancario y debían ser personas de reconocida preparación teórica, con experiencia en materias monetaria y cambiaria el uno, y el otro en economía general, producción y comercio exterior. A cargo de ellos quedó, como una de sus principales responsabilidades, la preparación de documentos técnicos que debería considerar la Junta previamente al proceso de toma de decisiones.

1.5 Funciones del Banco de la República

Es de destacar que, si bien la creación de la Junta Monetaria eliminó las competencias de la Junta Directiva del Banco de la República para dirigir la política monetaria, cambiaria y crediticia, ello no significó que el Banco como institución perdiera su naturaleza y sus funciones esenciales, pues ese cambio no modificó la estructura de su capital, ni limitó sus poderes como banco de emisión. A lo cual se añade que bajo la nueva institucionalidad quedó establecido que el Banco sería el ejecutor de las decisiones de la Junta Monetaria y que continuaría siendo:

1. El guardián y administrador de las reservas internacionales
2. El banquero del Gobierno
3. El guardián de las reservas de los bancos comerciales y demás intermediarios financieros, en tanto que el encaje legal a que ellos estuviesen sometidos debía mantenerse, en muy buena parte¹¹⁹, en el Banco de la República
4. El banquero de las instituciones financieras, mediante operaciones de préstamo y descuento
5. El banquero del Fondo Nacional del Café, de los fondos ganaderos y del Instituto de Desarrollo Cooperativo
6. El administrador de los fondos de fomento que se fueron creando

¹¹⁹ El encaje legal, además de los depósitos en el Banco de la República, incluía parte de la moneda fraccionaria en poder de los bancos.

7. El administrador de los convenios de pago suscritos entre Colombia y otros países
8. El depositario en Colombia de las disponibilidades en el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y el representante del país ante esas entidades, pues en los estatutos básicos de ellas se previó que los bancos centrales serían los depositarios de sus fondos y cumplirían otras funciones en relación con ellas (Alviar, 1976)

Además de sus funciones de naturaleza monetaria, cambiaria o crediticia, o conexas con ellas, según la normatividad expedida en 1963, el Banco continuó desarrollando las actividades culturales, relacionadas con el apoyo a la Biblioteca Luis Ángel Arango y al Museo del Oro, y otras totalmente alejadas de su razón de ser, como la administración de las salinas y minas de esmeralda del país, de las cuales se da cuenta en la sección 7 de este capítulo.

En síntesis,

la creación de la Junta Monetaria [...] desdobló el ejercicio de la potestad monetaria en dos instituciones igualmente importantes, que armónicamente trabajan, la una programando el manejo de la moneda y del crédito, como lo hace la Junta Monetaria y, la otra, ejecutando las medidas y políticas diseñadas por dicha entidad, como lo efectúa el Banco de la República. (Gama, 1983, p. 33)

Importancia operativa del Banco que se fortaleció al quedar establecido, en los acuerdos entre este y el Gobierno para poner en marcha la nueva institucionalidad, que “el banco facilitaría a la recién creada Junta los servicios de asistencia técnica y de secretaría que requiriere y que el costo de tales servicios, así como los demás gastos que exija su adecuado funcionamiento correrán a cargo del banco” (Arias, 1963, p. 18)¹²⁰.

2. Rasgos básicos de la economía colombiana en el período 1962-1990

En el lapso transcurrido entre 1962 y 1990 la economía colombiana creció de manera continua a una tasa promedio del 5 %, aun cuando a ritmos anuales

¹²⁰ Los informes anuales del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva serán citados, por brevedad, de aquí en adelante como Informe, con el nombre del gerente y el respectivo año de presentación.

muy variables, en medio de acentuadas oscilaciones del sector externo, de un crecimiento del tamaño del Gobierno y de recurrentes dificultades fiscales, de una rápida expansión y diversificación del sector financiero, y de un proceso inflacionario sostenido y estable, en especial a partir de los años setenta, que a la larga llevó a un proceso parcial de indexación de la economía.

Realidades que fueron manejadas por la Junta Monetaria de conformidad con principios discrecionales y casuísticos, en el sentido de las normas que rigen casos especiales y no son de aplicación general a la hora de fijar las normas monetarias, cambiarias y crediticias.

2.1 El crecimiento económico y el tamaño del Estado

El Gráfico 1 muestra el ritmo de crecimiento anual de la economía para el período en estudio y las oscilaciones que presentó a lo largo del mismo. Entre 1963 y 1966, años iniciales del ejercicio de las funciones de la Junta Monetaria, la economía colombiana creció a un ritmo relativamente elevado, aun cuando un poco irregular en especial por la caída que sufrió en 1963 cuando el PIB creció al 3%. Ese proceso de crecimiento se dio en medio de notorias dificultades cambiarias, que llevaron a sucesivas devaluaciones nominales de la tasa de cambio, dificultades fiscales y un proceso inflacionario que tuvo su manifestación más aguda en 1963.

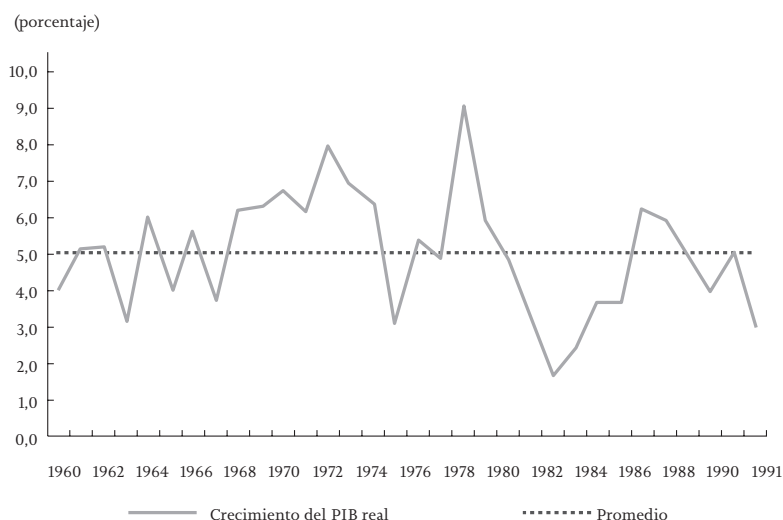
Entre 1967 y 1975 la actividad económica se expandió significativamente (más del 5,6 % de crecimiento del PIB en promedio anual), a lo cual contribuyeron la nueva política cambiaria puesta en marcha a partir de 1967 y la consecuente elevación de las exportaciones distintas del café, los estímulos que significaron para el sector de la construcción la creación del sistema de valor constante en 1972, la mejora en los términos de intercambio y un más amplio acceso al crédito externo.

Luego de la caída en el ritmo de crecimiento que tuvo la economía en 1975, el período comprendido entre 1976 y 1979 fue de muy rápida expansión y alcanzó un pico máximo en 1978, gracias en buena parte al súbito aumento de los precios del café que se presentó desde mediados de 1975, cambio significativo que llevó a una pronta acumulación de reservas internacionales y a decisiones cambiarias que terminaron por provocar una revaluación de la tasa de cambio real en esos años.

A partir de 1980 y hasta 1984 el crecimiento económico se desaceleró y alcanzó su nivel más bajo en 1982, con un pronunciado déficit en la cuenta corriente y un elevado endeudamiento externo tanto del sector público como del sector privado (Ocampo, 2015). Una nueva alza en los precios del café, la devaluación real del tipo de cambio, una política fiscal más consistente y el

inicio de las exportaciones minero-energéticas, ejercieron benéficas influencias sobre el crecimiento de la economía a partir de 1985 y hasta el final de la década.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB real



Fuente: elaboración de los autores con base en Greco (2002).

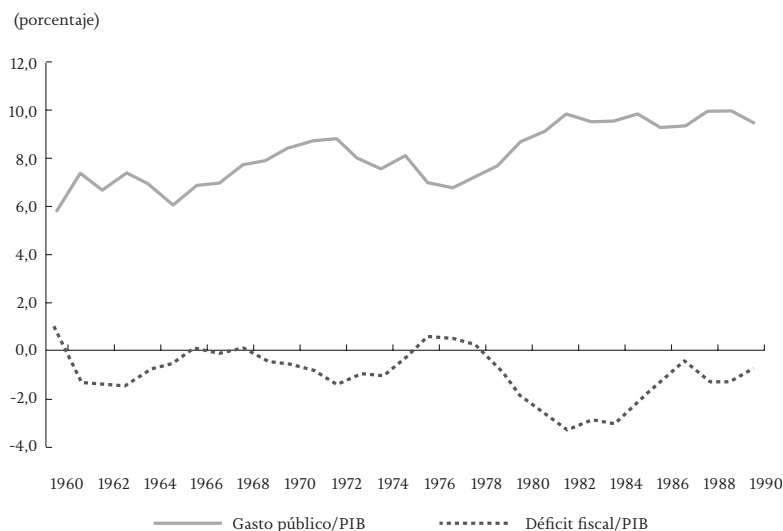
El crecimiento económico de las tres décadas produjo cambios en la estructura del PIB; entre otros, fueron notorios el descenso en la participación del sector agropecuario, la relativa estabilidad del sector industrial¹²¹ y el ascenso del resto de los sectores económicos, en especial la explotación de minas y canteras, la construcción, el comercio, la administración pública y otros servicios comunitarios (Anexo 2).

Para apreciar cuán significativo fue el crecimiento del Estado, el Gráfico 2 muestra la relación entre el gasto del Gobierno nacional central y el PIB entre 1960 y 1990. Como allí se observa, en ese lapso se produjo un ascenso gradual,

¹²¹ Cuya significación ascendió en las décadas de los sesenta y setenta, pero luego retrocedió, de suerte que en 1990 tenía un nivel similar al de 1960.

aunque variable en el indicador, que en 1990 alcanzó 9,4 % (cuando había sido de 7,4 % en 1961), cifras que demuestran la debilidad del Estado para satisfacer las necesidades de la creciente población en el período.

Gráfico 2
Gasto público y déficit fiscal



Fuente: elaboración de los autores con base en Junguito y Rincón (2007).

Pese a ello, el tamaño de los impuestos era menor, pues el déficit fiscal fue la constante del período con excepción de los años de la bonanza cafetera a mediados de los setenta y algunos de los sesenta (1960, 1966, 1968). Sin embargo, esos déficits no fueron de gran tamaño relativo porque, aun en medio de la crisis de los años ochenta, su máximo nivel escasamente superó el 3 % del PIB y lo usual fue que se mantuvieran en niveles cercanos o inferiores al 1 % de este.

2.2 Desarrollo del sistema financiero y tasas de interés

El sistema financiero, como el mecanismo a través del cual se efectúan buena parte de los pagos en la economía y se canaliza el ahorro financiero hacia las

actividades productivas, tuvo escasa diversificación en Colombia durante los años sesenta, sea que esta se mida por el número y naturaleza de los intermediarios que lo conformaban (Cuadro 1), o por el volumen de recursos que ellos intermediaban.

Cuadro 1
Sistema financiero. Composición de los activos totales
(porcentaje)

Intermediarios financieros	1960	1970	1978
Bancos comerciales	64,8	56,4	53,4
Caja Agraria	21,7	13,8	8,2
Banco Central Hipotecario	13,2	13,5	7,6
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	12,6
Corporaciones financieras	0,0	16,1	15,3
Compañías de financiamiento comercial	0,0	0,0	2,6
Otros	0,3	0,2	0,3
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: elaboración de los autores con base en Figueroa, et al. (1979).

Como se aprecia en el Cuadro 1, en los años sesenta la intermediación financiera estuvo a cargo básicamente de los bancos comerciales (que eran pocos), de la Caja Agraria y del Banco Central Hipotecario¹²², cuyas fuentes de fondos estaban constituidas por las cuentas corrientes, los recursos del Banco de la República y, en menor medida, los depósitos de ahorro, los pasivos con bancos e instituciones del exterior, y por su propio capital.

En parte ello fue así porque hasta 1970 las corporaciones financieras, ideadas como bancos de inversión para canalizar créditos a largo plazo en especial al sector industrial¹²³, y por lo tanto, complementar el crédito y la función de intermediación financiera de los bancos comerciales, tuvieron al inicio escaso dinamismo, un resultado esperable por el entorno competitivo en el cual operaban.

¹²² Entidades de naturaleza pública.

¹²³ El artículo 1.º del Decreto 2369 de 1980, que luego de dos intentos regulatorios fallidos en 1957 y 1958 se convirtió en el estatuto básico de estas instituciones, estableció que ellas tendrían como finalidad principal promover la creación, reorganización y transformación de las empresas, participar en su capital y otorgarles crédito.

Como sus tasas de interés estaban controladas, las corporaciones financieras tenían serias limitaciones para captar recursos del público y por esa vía financiar sus operaciones, y si bien quedaron autorizadas para captar esos recursos mediante la colocación de bonos en el mercado, el intento que se hizo para ello fue traumático.

Ese mecanismo consistió en autorizar el pago de los créditos que concedían no en activos líquidos sino en los bonos que emitían, los cuales los usuarios del crédito debían monetizar mediante su venta en el mercado. Como eso suponía un descuento frente a su valor nominal, ello significaba un mayor costo de este crédito frente a la tasa de interés que cobraban en sus operaciones el Banco de la República, el Fondo de Inversiones Privadas (FIP) o el Fondo Financiero Industrial (FFI). Por eso las corporaciones financieras se vieron seriamente limitadas para aumentar sus fondos prestables y debieron recurrir al Banco de la República a fin de que este les otorgara créditos directos¹²⁴ o les comprara los bonos que ellas emitían, recursos que luego se complementaron mediante el redescuento de sus operaciones por los fondos de fomento.

Otro hecho que demuestra la escasa diversificación del sector financiero era la preponderancia que tenían la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario (Cuadro 1). Ambas instituciones apelaban al apoyo del Banco de la República, aun cuando en el caso de la Caja Agraria las captaciones a través de las cuentas de ahorro eran significativas en la época.

A la escasa diversificación del sector financiero y a su bajo dinamismo le puso término en 1972 la creación de las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), así como las medidas que se adoptaron en el segundo semestre de 1974 para el manejo de tasas de interés y la regulación del sistema de redescuento en el Banco de la República.

La creación de las CAV fue el principal instrumento para llevar a cabo el Plan de Desarrollo “Las Cuatro Estrategias”, durante el cuatrienio 1970-1974. Con base en la teoría de los sectores líderes, cuyo mentor fue el profesor Lauchlin Currie, el Plan propuso acelerar el crecimiento económico dándole prioridad al crecimiento de la construcción, a las exportaciones, a incrementar la productividad de las actividades agropecuarias, y a los aspectos redistributivos de la política económica¹²⁵.

¹²⁴ Desde la Resolución 44 de 1961 de la Junta Directiva del Banco de la República se creó una línea de crédito especial para las corporaciones en el Banco (Gaviria, 1977).

¹²⁵ Un detallado análisis del contenido del Plan y su desarrollo inicial se presentó en el libro *El plan de desarrollo colombiano en marcha* (DNP, 1974). Aspectos críticos sobre él están contenidos en la obra *Controversia sobre el plan de desarrollo* (Corporación para el Fomento de las Investigaciones Económicas, 1972).

Pero sin duda el énfasis se centró en el crecimiento de la industria de la construcción, donde se estimaba la existencia de una demanda latente que podía satisfacerse si el sector crecía adecuadamente, para lo cual canalizar ahorros hacia él era esencial, según los mentores del Plan.

Teniendo en cuenta que la tasa de interés había estado congelada en 4 % anual desde principios de los años cincuenta (Cuadro 2), pues se consideraba que al mantener esas tasas bajas era posible financiar a bajo costo la inversión privada y por ende estimular el crecimiento económico, captar esos ahorros suponía elevar la tasa de interés que por ellos se pagaba.

Para poner en marcha el nuevo sistema de ahorros se crearon las corporaciones de ahorro y vivienda, como el Fondo de Empleados para el Ahorro, el Bienestar y la Vivienda (FAVI), y se reglamentó la unidad de poder adquisitivo constante (UPAC)¹²⁶. La esencia del sistema fue establecer que tanto las captaciones de recursos del público que harían las CAV como sus préstamos, se indexarían con el cambio de nivel de precios, ya que unos y otros cambiarían su valor nominal de acuerdo con el poder adquisitivo de la moneda nacional.

Operativamente las CAV quedaron autorizadas para captar recursos mediante cuentas de ahorro, las cuales pagarían inicialmente 5 % anual más la corrección monetaria, y certificados de depósito a término en valor constante, cuyo plazo máximo se estableció al comienzo en seis meses, con una remuneración del 5,5 % anual más la corrección monetaria¹²⁷.

En medio de un fuerte debate¹²⁸, las CAV supusieron un rompimiento con el sistema financiero del pasado en tres direcciones: la remuneración real del ahorro, el financiamiento de sus operaciones con recursos privados y no del Banco de la República o de los fondos de fomento, y la creación del FAVI con miras a manejar los encajes y los excesos de liquidez de las CAV y a suministrarles recursos cuando se presentaran problemas de liquidez en algunas de ellas.

Es decir, el FAVI no fue concebido en un principio para apoyar las labores crediticias de las CAV, sino como prestamista de última instancia (Carrizosa, 1979). Sin embargo, el descalce entre los plazos de las captaciones y las colocaciones, al igual que las fuertes variaciones de las tasas de interés autorizadas

¹²⁶ Según quedó consignado en los decretos 677, 678 y 1229 de 1972, respectivamente.

¹²⁷ Una buena descripción de los inicios de las CAV y el sistema UPAC se encuentra en Rosas y Soto (1974), y en Villate (1979).

¹²⁸ La defensa del sistema de valor constante estuvo a cargo, sobre todo, del profesor Currie en el *Plan de desarrollo colombiano en marcha* (DNP, 1974) y en la *Revista de Economía* de la Universidad Nacional (1993). Críticos de algunos aspectos del sistema fueron Ortega (1979) y Pieschacón (1973).

para ciertos documentos terminó por afectar el mecanismo y el Banco de la República tuvo que financiar, en algunas épocas, a las CAV¹²⁹.

El éxito del sistema de valor constante fue notable puesto que rápidamente se crearon diez corporaciones, se incrementó la significación de los depósitos de ahorro en los fondos prestables y se produjo un cambio en la estructura del sistema financiero, pues ya para 1978 las CAV ocupaban un lugar destacado dentro de este (Cuadro 1).

En adición a la creación de las CAV, en el ámbito de un programa de ajuste económico la administración del presidente López Michelsen, que inició sus funciones en agosto de 1974, en busca de una mayor liberación financiera modificó la estructura de las tasas de interés y pretendió reducir su dispersión. Esa reforma se inspiró en los análisis y recomendaciones de los simposios del mercado de capitales¹³⁰ y en las ideas de Ronald McKinnon y Eduard Shaw, quienes visitaron al país por esa época (Urrutia y Caballero, 2006).

En razón de esas decisiones se aumentó el rendimiento de los depósitos de ahorro en los bancos comerciales y en la Caja Agraria hasta el 18 % anual; se autorizó a los bancos para emitir certificados de depósito a término (CDT) hasta por el 100 % de su capital pagado y reserva legal, con tasas de captación del 24 %; y, se permitió a las corporaciones financieras la captación a corto plazo (tres, seis y nueve meses) para que financiaran el capital de trabajo de la industria. Además de ello se redujo la rentabilidad nominal y real de las captaciones en UPAC al ponerle un límite del 20 % a la corrección monetaria y reducir en medio punto el rendimiento tanto de las cuentas de ahorro como de los CDT.

La cuantificación precisa de estas modificaciones se aprecia en el Cuadro 2.

Las ideas que guiaron ese proceso de liberación financiera fueron reseñadas por el gerente del Banco de la República, Germán Botero de los Ríos:

La filosofía que inspira la política monetaria, en especial desde los últimos meses de 1974, es permitir en forma gradual un mayor juego de las fuerzas del mercado en la asignación de recursos. Es así como en este año se han dado pasos importantes en la reestructuración de las relaciones de las instituciones financieras con el Banco de la República, procurando dotar a las primeras de una mayor autonomía en el desarrollo de sus funciones. Nuevamente se ha puesto énfasis en la concepción

¹²⁹ En el Informe de 1974 (p. 54) Germán Botero de los Ríos reportó que el crédito doméstico del Banco de la República aumentó en especial por el financiamiento al FAVI.

¹³⁰ Que fueron eventos promovidos por el Banco de la República y la Asociación Bancaria a principios de los años setenta con el fin de debatir la política financiera nacional, y de los cuales se publicaba el respectivo libro.

ortodoxa del papel que debe desempeñar el Banco Emisor como prestamista de última instancia, cuyas líneas de crédito no deben ser miradas como fuente adicional de recursos permanentes [...]. Dentro de los mismos lineamientos, se ha modificado la estructura de tasas de interés prevalecientes en el mercado, se ha reducido su dispersión y se han adoptado rangos más realistas y flexibles. (Informe, 1974, p. 55)

Cuadro 2
Tasas de interés nominal de los principales pasivos bancarios
(porcentaje anual)

Año	Depósitos de ahorro	Depósitos a término	CDT	UPAC cuentas	UPAC certificados
1962	4,0	4,0	-	-	-
1965	4,0	4,0	-	-	-
1970	4,0	7,0	-	-	-
1973	8,5	8,5	13,0	25,2	25,7
1974	12,0	12,0	24,0	26,0	26,6
1975	16,0	16,0	23,0	23,7	24,7
1976	18,0	18,0	23,0	21,6	22,6
1977	18,0	18,0	23,0	22,0	23,0

Fuente: elaboración de los autores con base en Figueroa et al. (1979).

Otro hecho destacable sobre el sector financiero a mediados de los años setenta fue el proceso conocido como “colombianización de la banca”, provocado por la decisión 24 de la Comisión del Acuerdo de Cartagena, que impuso límites al capital extranjero en los bancos nacionales y llevó a adecuar la legislación colombiana a las normas del Pacto Andino.

Fue así como la Ley 55 de 1975 estableció que los bancos extranjeros que continuaran prestando servicios al público debían transformarse en empresas de capital mixto, en las cuales no menos del 51% debía pertenecer a nacionales colombianos. En virtud de esas normas siete bancos extranjeros convinieron su transformación en empresas de capital mixto (Ocampo, 2015; Caballero, 1987), aun cuando se estima que su crecimiento fue limitado desde entonces (Urrutia y Caballero, 2006).

En medio de ese proceso de colombianización del sector, la liberación financiera de 1974 se vio interrumpida por las medidas de política económica que se adoptaron para manejar el alza de los precios del café que se presentó a mediados de 1975. Varios hechos influyeron para ello. El uso de los certificados de cambio como instrumento de esterilización de las reservas internacionales,

su negociabilidad en el mercado, y el establecimiento de encajes marginales del 100 % sobre los depósitos a la vista de los bancos, ocasionó una nueva dispersión de las tasas de interés, costos diferenciales muy pronunciados para el manejo de los recursos por los intermediarios financieros y, de nuevo, controles sobre las tasas de interés.

Sin embargo, esos controles fueron poco efectivos, ya que se eludieron por parte de quienes estaban sometidos a ellos, conducta que fue caracterizada de la siguiente manera:

Operaciones como la venta de cartera, la captación a través de las secciones fiduciarias y, en ciertos intermediarios, las llamadas “transacciones fuera de balance” se han generalizado [...]. Todas esas figuras han sido ideadas para reducir el valor efectivo de los depósitos [del encaje requerido] y, de paso, rebajar ciertas inversiones forzosas. (Ortega, 1979, pp. 473-474)

Esas conductas sistemáticas para eludir los controles surgieron como consecuencia de que ni los particulares ni los bancos querían que en sus balances figuraran depósitos en cuentas corrientes. Los primeros, porque su poder adquisitivo se deterioraba a medida que subía el ritmo de inflación, pues sobre esas cuentas no se reconocía ningún rendimiento financiero. Los segundos, porque el manejo de esas cuentas solo les significaba costos, ya que los recursos debían permanecer depositados en el Banco de la República también, sin que sobre ellos se reconocieran rendimientos.

Los intermediarios financieros recurrieron a los mecanismos descritos por Ortega (1979) pues al eludir así las normas tenían más recursos para préstamos. Surgieron así las ‘innovaciones financieras’ y se configuró ‘el síndrome del papel estrella’ (Hernández, 1980), el cual hacía que los títulos sin control de la tasa de interés fueran los que canalizaban los fondos prestables, en detrimento de los que sí la tenían.

Los intentos por eludir los controles dieron lugar al surgimiento de nuevas corporaciones financieras, de las cuales se crearon seis en 1978:

que corresponden a solicitudes seguramente hechas en períodos anteriores cuando el encaje sobre los CDT era inferior al de los bancos y el tope de las tasas de interés las favorecía. En los últimos años del período no se crearon corporaciones financieras porque no había este tipo de alicientes. (Ortega, 1981, p. 66)

De igual manera, entre 1977 y 1978 se fundaron 18 compañías de financiamiento comercial, con lo cual su número ascendió a 36, cantidad que superó la de los bancos que manejaban las cuentas corrientes, cuyos activos perdieron

significación dentro del sistema a medida que la ganaba otro tipo de intermediarios (Cuadro 3).

Cuadro 3
Sistema financiero. Composición de los activos totales
(porcentajes)

Año	Bancos	Corporaciones financieras	CAV	CFC
1970	92,4	7,6	0,0	0,0
1975	85,3	6,6	8,2	0,0
1980	75,8	10,1	10,4	3,8
1985	76,1	5,8	14,5	3,6
1990	74,3	9,2	12,2	4,3

Fuente: Ocampo (2015).

Las elusiones a la normatividad estuvieron acompañadas asimismo de otros comportamientos que afectaron la institucionalidad y el registro apropiado de las transacciones económicas. A este respecto es preciso distinguir entre las actividades no cuantificadas debido a la informalidad y su pequeña cuantía, y aquellas no registradas deliberadamente por realizarse al margen de la ley.

Sobre la significación cuantitativa de estas últimas se generaron muchas polémicas a lo largo de los treinta años que comprende este estudio, pues, en razón de su naturaleza, era imposible contar con estadísticas sobre ellas.

Aun así, pese a esa carencia de información no puede caber duda de que durante el período aquí analizado la exportación de marihuana y cocaína, la subfacturación de otras exportaciones en algunos períodos o la sobrefacturación en otros, el contrabando de importaciones y el lavado de activos asociados a esas actividades constituyeron hechos que afectaron el mercado de divisas y la tasa de cambio.

Resultaría demasiado prolijo, dadas las finalidades de este trabajo, dar cuenta de los períodos y fases en que se presentaron esos fenómenos¹³¹. Sin embargo, ellos alimentaron un mercado “negro” de capitales que de igual manera repercutió sobre la operación del sistema financiero y las tasas de interés. Ello

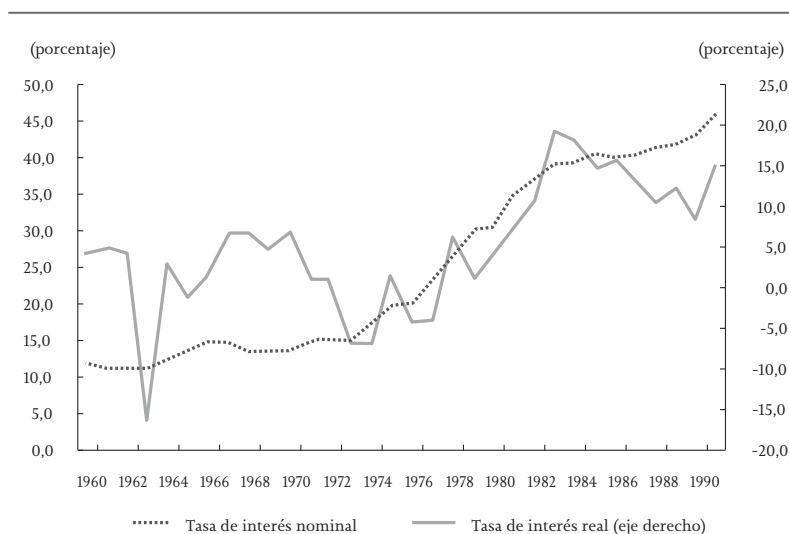
¹³¹ En Junguito y Caballero (1978) se hizo un examen detallado de ellos y se elaboraron algunos cálculos para medir su significación cuantitativa. No obstante, sobre esto último la opinión de los autores consistió en que cualquier estimación navegaba en los límites entre la ciencia ficción y la economía.

fue así pues había un estímulo adicional para monetizar las divisas que no se canalizaban por el mercado oficial, al ser la rentabilidad interna del mercado extrabancario superior a la que se obtenía en el mercado internacional, aun si se tomaba en cuenta la tasa de devaluación.

Intentando recuperar el debilitamiento que al control monetario le provocaron las innovaciones financieras y las operaciones no registradas oficialmente, en 1979 se tomó la decisión de liberar nuevamente las tasas de interés, lo cual significó reorientar la política hacia un funcionamiento más libre del mercado financiero, de suerte que las tasas de interés se acercaran a las del mercado.

Todo este proceso llevó a elevar la tasa de interés nominal y real entre 1979 y 1983 (Gráfico 3). La tasa de interés real descendería a partir de 1984, pero su nivel no retornó al que tenía con anterioridad a 1979, cuando en muchos años fue negativa.

Gráfico 3
Tasa de interés activa



A principios de la década de los ochenta se produce la aludida desaceleración de la economía, que terminó por incidir en la calidad de la cartera bancaria, a lo cual también contribuyó un pronunciado crecimiento del endeudamiento

externo privado, que, por la lenta devaluación nominal del período, resultaba más atractivo en términos de costo que el endeudamiento interno. Además, el sistema financiero tenía una baja capitalización, lo que lo hacía muy vulnerable, en especial si, como fue el caso, algunas entidades financieras eludían los controles a estos respectos (Anzola y Arias, 2009).

A esas circunstancias económicas se agregó el mal manejo que algunos de los propietarios de los intermediarios financieros le dieron a los mismos (Ocampo, 2015; Caballero, 1987), hecho que se sintetizó así:

A comienzos de los años ochenta se hicieron evidentes graves problemas éticos de algunos administradores del sistema financiero, relacionados con una proliferación de los llamados ‘autopréstamos’ —consistentes en destinar recursos captados del público a financiar inversiones de las propias entidades captadoras o de otras pertenecientes a sus mismos propietarios, en el sector industrial—, lo que hizo que los balances de las entidades financieras dejaran de reflejar adecuadamente la situación particular de cada institución. (Anzola y Arias, 2009, pp. 71-72)

Al hacerse públicas esas prácticas estalló la crisis de confianza de los depositantes, en junio de 1982, en las instituciones del grupo Correa, propietario del Banco Nacional. Con posterioridad a ello, en octubre de ese mismo año el Gobierno tuvo que asumir la administración del Banco del Estado. Sin embargo, las mayores dificultades y costos de la difícil situación del sistema financiero estaban por venir, ya que a fines de 1983 los problemas éticos y las dificultades de liquidez de las entidades del grupo Grancolombiano llevaron a oficializar el Banco de Colombia, cabeza de dicho grupo financiero y el mayor intermediario del sistema financiero en ese momento, a lo cual se sumó la oficialización del Banco Tequendama, el Banco de los Trabajadores y, más adelante, el Banco del Comercio¹³².

Con la idea de salvar a los bancos, y no a sus dueños, la oficialización de esas instituciones se hizo diluyendo el valor de sus acciones y por lo tanto sin reconocer a sus propietarios valor significativo sobre ellas. Esto significó que a mediados de los años ochenta, el sistema financiero podía juzgarse, en buena parte, como de capital público.

El costo financiero de la crisis de las instituciones en esos años, equivalió a cerca de cinco puntos del PIB (Anzola y Arias, 2009; Ocampo, 2015) y, aunque sin duda muy significativa, fue mucho menor que las crisis que tuvieron lugar en otros países por la misma época; además, la crisis fue de relativa cor-

¹³² En los Informes de 1984 (Hugo Palacios) y 1985 (Francisco Ortega) se analizan complementariamente las causas del debilitamiento del sector financiero y las medidas que se adoptaron para solucionarlo.

ta duración, pues a mediados de 1987 se empezaron a presentar síntomas de recuperación.

No obstante las vicisitudes que se dejan señaladas, el sistema financiero colombiano mostró entre 1960 y 1990 un crecimiento elevado que estuvo acompañado de cambios notorios en su operación, sea que ella se mida por el número y el grado de especialización de sus instituciones, por el cubrimiento geográfico de sus sucursales, por el número de empleos generados, o por la estructura de sus captaciones, que mostraron un descenso pronunciado de las cuentas corrientes como fuente de financiación de sus operaciones y correlativamente el ascenso de los ahorros y los CDT (Cuadro 4).

Cuadro 4
Estructura de las captaciones del sistema financiero
(porcentaje)

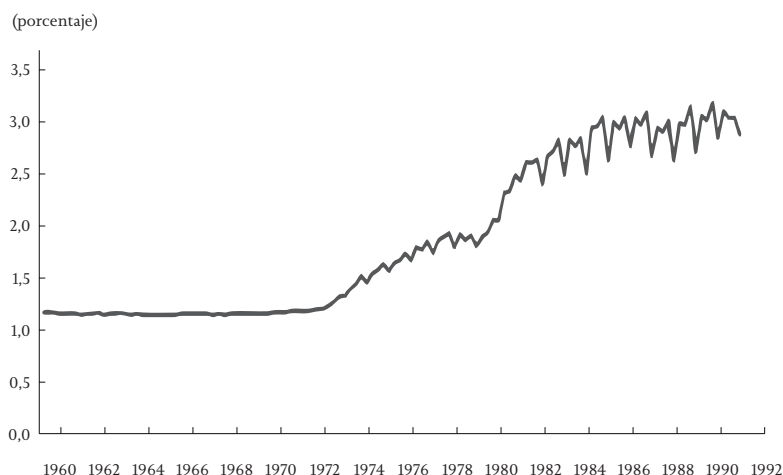
Año	Depósitos en cuenta corriente	Cuentas de ahorro	CDT
1970	87,9	11,5	0,6
1975	74,2	14,8	11,0
1980	56,2	19,3	24,5
1985	46,9	14,7	38,4
1990	46,6	20,8	32,6

Fuente: Ocampo (2015).

Como manifestación adicional de ese proceso el Gráfico 4 presenta un indicador de la profundización financiera, medida por la relación entre un agregado monetario amplio (M2) —que incluye los medios de pago, las cuentas de ahorro, los depósitos en UPAC y los depósitos a término— y los medios de pago (M1).

Como se puede apreciar, hasta 1972 ese indicador permaneció prácticamente constante debido al control de las tasas de interés y en general a lo que se conoce como “la época dorada de la represión financiera” (Urrutia y Caballero, 2006). A partir de los años setenta, en especial luego de la creación de las CAV y de los intentos de liberación financiera, se evidencia un importante incremento en ese indicador de la profundización, que fue menos acelerada durante la crisis que se inició en 1982, pero que luego tiene un nuevo ascenso hasta alcanzar en 1990 un valor cercano a tres veces el que tenía en 1960.

Gráfico 4
Indicador de la profundización financiera



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

2.3 Inflación

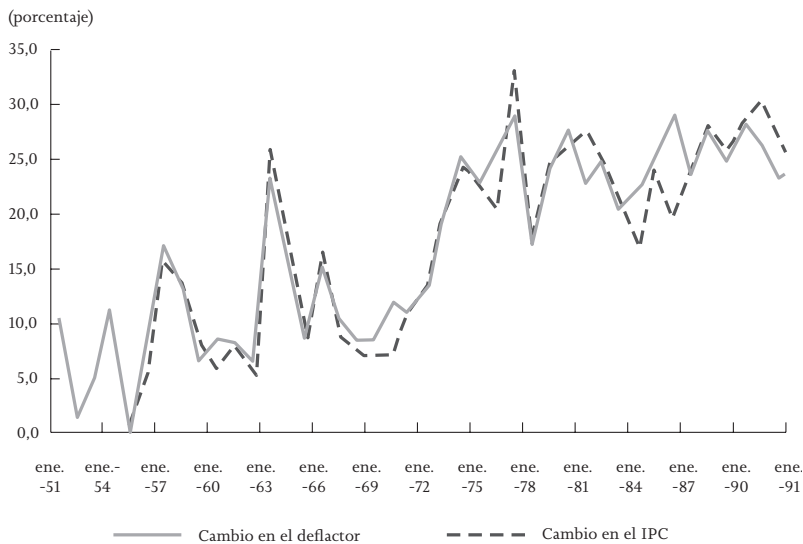
En el lapso transcurrido entre 1963 y 1991 la economía colombiana experimentó un considerable aumento de la inflación, que alcanzó su punto máximo en 1977. Este proceso inflacionario fue históricamente atípico por su nivel, duración y estabilidad, como se aprecia en el Gráfico 5, el cual muestra la evolución del deflactor implícito del PIB y del índice de precios al consumidor (IPC) para el período comprendido entre 1951 y 1991.

Cuando se analiza el comportamiento de la inflación por décadas (Gráfico 6) se encuentra que los años cincuenta fue un período de relativa estabilidad para la economía internacional; no obstante, en Colombia, de acuerdo con los datos del Cuadro 4, en dicho período hubo una alta variabilidad de la inflación. En la década de los sesenta, la inflación comienza a aumentar, hasta alcanzar su punto más elevado en 1963, pero fue en la década de los setenta cuando la inflación promedio casi duplica la de la década anterior.

Diversas razones explican esa aceleración del proceso inflacionario. En el campo internacional, la presencia de lo que se conoce como la gran inflación

(Bordo y Orphanides, 2013), el rompimiento del acuerdo de Bretton Woods y el shock de los precios del petróleo incidieron en el proceso inflacionario colombiano al inicio de los años setenta de una u otra manera.

Gráfico 5
Inflación en Colombia, 1951-1991

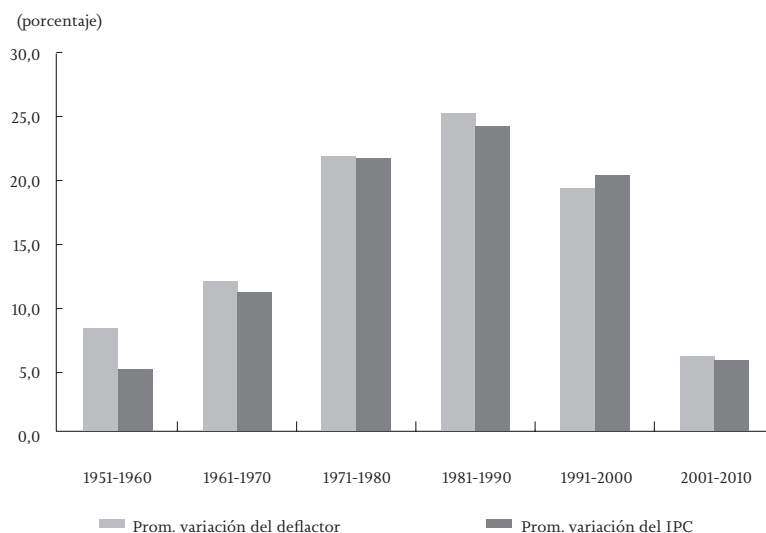


Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

En lo interno la política cambiaria, que pese a no mantener la tasa de cambio nominal fija obligaba a la monetización de las divisas cuando se presentaban incrementos en las reservas internacionales, junto al recurrente déficit fiscal y su monetización, y al escaso compromiso de las autoridades por controlar el alza de los precios, son factores que incidieron en la aceleración de ese proceso inflacionario.

En conjunto todos esos factores modificaron de modo permanente las expectativas de los agentes económicos y crearon persistencia en la alta inflación, que se mantuvo, con menor volatilidad, durante la década de los ochenta.

Gráfico 6
Promedios geométricos de la inflación por décadas



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

El Cuadro 5 presenta la evolución, por décadas, del coeficiente de variación de la inflación (medida tanto con el deflactor del PIB como con el IPC). Con estos datos se evidencia que durante el período de la Junta Monetaria el coeficiente de variación disminuyó considerablemente con respecto a las décadas anteriores, y aumentó de nuevo después de 1991. Ello nos permite concluir que este período se puede caracterizar por una inflación moderada pero estable en términos históricos.

Aunque no es posible reducir los determinantes de la inflación a factores internos, debido a que la economía colombiana fue vulnerable a *shocks* internacionales, esos datos muestran que la Junta Monetaria no tuvo un claro compromiso con la estabilidad de los precios porque no se apreciaban sus beneficios para reducir la incertidumbre, mejorar la transparencia del sistema de precios y facilitar un mejor planeamiento en la asignación eficiente de los recursos productivos.

Es decir, no fue la lucha contra la inflación el principal objetivo de la Junta Monetaria, pues junto con el mantenimiento de un tipo de cambio controlado, otras fueron sus prioridades, como se verá en la siguiente sección.

Cuadro 5
Coefficientes de variación

Décadas	Coefficiente de variación del deflactor implícito del PIB	Coefficiente de variación del IPC
1931-1940	5,80	-
1941-1950	0,78	-
1951-1960	0,62	1,18
1961-1970	0,42	0,58
1971-1980	0,27	0,28
1981-1990	0,11	0,17
1991-2000	0,26	0,31
2001-2010	0,23	0,29

Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Por ello, pese al disímil ritmo de crecimiento de la economía en algunos años y a la diversidad de políticas macroeconómicas que se siguieron, la característica distintiva del período que se inicia en 1973 es la aparición y consolidación de un proceso que elevó la tasa de crecimiento de los precios, en promedio, a niveles superiores al 20 % anual. Por lo demás, durante el lapso que va de 1973 a 1991, solo en 1983 la tasa de inflación bajó del 17 % anual, situación que contrasta con lo sucedido en los cincuenta años transcurridos entre 1923 y 1972, cuando únicamente en cuatro años la inflación anual superó ese nivel y la inflación promedio fue ligeramente superior al 7 % anual.

2.4 Indexación

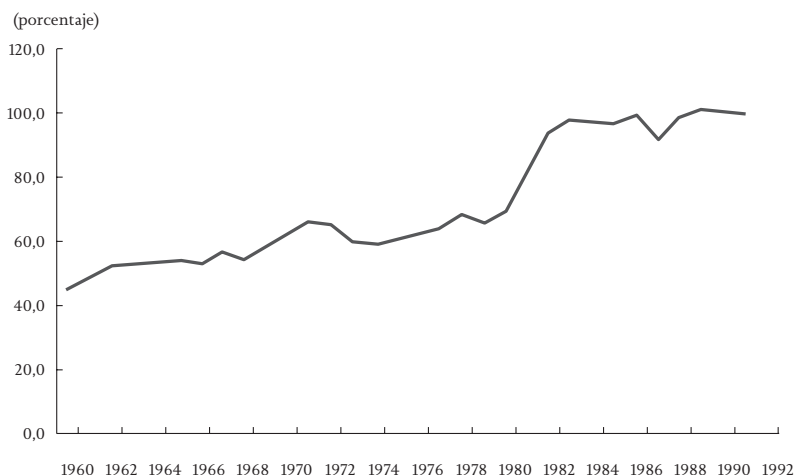
Un factor que contribuyó a que la inflación se mantuviera estable y en niveles altos para los estándares colombianos, sin que se presentaran severos disturbios sociales¹³³, fue el proceso de relativa indexación presentado a lo largo de las tres décadas analizadas en este trabajo. En efecto, sin que los precios nominales más relevantes de la economía se ajustaran de manera plena con el índice de inflación, pues no hubo reglas preestablecidas y únicas para variar los salarios, los beneficios pensionales, los impuestos, las tasas de interés o la de cambio, es claro que ninguna de esas variables se mantuvo nominalmente fija durante períodos prolongados.

¹³³ Con excepción de lo acontecido en septiembre de 1977, cuando un paro provocado por el malestar social llevó a disturbios que causaron la muerte de varios manifestantes en Bogotá.

Así las cosas, se puede afirmar la existencia de una indexación moderada que incluyó los salarios, otros beneficios laborales, los precios de los servicios públicos, los arrendamientos, el costo de la educación y el precio de la gasolina, entre otros. Como en especial el salario mínimo y el precio de la gasolina se ajustaban al inicio de cada año, con ello se producían alzas sucesivas en otros precios que posibilitaban y perpetuaban el proceso de indexación de los mismos.

En relación con los salarios, el Gráfico 7 muestra su continuo aumento en términos reales, incluso en 1977, año de mayor inflación durante el período. Ello indica que la inflación no afectó el nivel de ingresos de los asalariados y en esa medida no se convirtió en causa de inconformismos sociales.

Gráfico 7
Índice de salarios reales



Fuente: elaboración de los autores con base en Echavarría y Villamizar (2007).

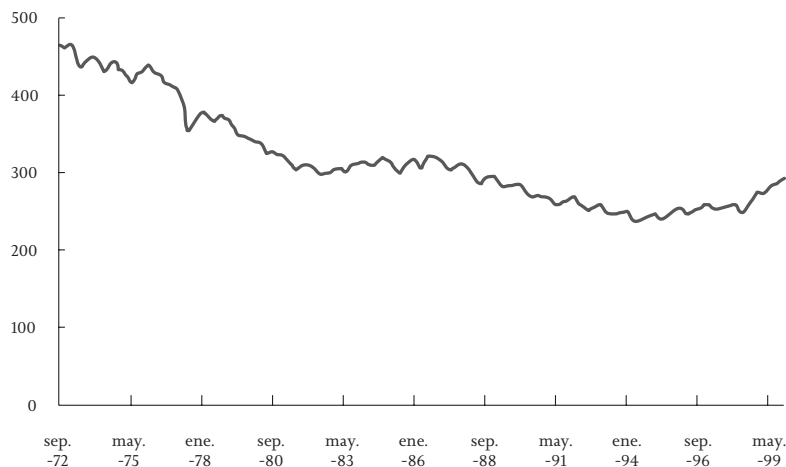
El Gráfico 8 muestra el valor real de la UPAC¹³⁴, que por contraste con el aumento del salario real muestra una caída constante desde la creación del sistema de valor constante en 1972. Este hecho es notable, pues en el imaginario

¹³⁴ Para lo cual su valor nominal fue deflactado con el IPC base 2008.

colectivo se suele culpar a la UPAC de haber producido la indexación en la economía, lo cual dejó de ser cierto a partir de 1974, cuando su valor nominal dejó de ajustarse plenamente con la variación del IPC.

El crecimiento del salario real y la disminución en términos reales de la UPAC tendieron a estabilizar la capacidad de pago de los deudores hipotecarios que se endeudaban bajo esa modalidad, hechos que, unidos a la estabilidad en el precio real de las viviendas que garantizaban sus obligaciones, hicieron que el sistema UPAC no presentara notorias dificultades en el período de estudio.

Gráfico 8
UPAC deflactado



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

3. Los pilares de la política cambiaria, monetaria y crediticia

3.1 El régimen cambiario

Cuando la Junta Monetaria inició sus funciones, a finales de 1963, Colombia manejaba su sector externo mediante un sistema administrado, que suponía la existencia de tasas de cambio diferenciales para distintos tipos de exportaciones y, de igual manera, disímiles precios de las divisas para las importaciones, según la prioridad que la política económica le asignaba a

las distintas categorías en las cuales ellas se clasificaban. También era disímil la tasa de cambio aplicable a los flujos de capitales.

Manejo institucional que se complementaba con disposiciones diferenciales sobre las listas de permitida importación y con regulaciones sobre los depósitos previos que los importadores debían hacer en el Banco de la República para poder efectuarlas. Todo ello con la intención de regular la demanda por divisas en los mercados que establecían las regulaciones¹³⁵.

Este esquema cambiario tenía como trasfondo la elevada significación del café en las exportaciones del país, la variabilidad de sus precios externos, la precariedad de la balanza cambiaria y el grado de acumulación o desacumulación de las reservas internacionales (Anexo 3).

Bajo el referido esquema de manejo cambiario, en medio de una intensa discusión pública sobre el nivel del tipo de cambio que duró casi tres meses, la Junta Directiva del Banco de la República, en noviembre de 1962, devaluó la cotización nominal del certificado de cambio para la venta, de \$6,70 a \$9,00 por dólar, mientras que su precio de compra fue elevado de \$6,50 a \$7,10 por dólar. Además se mantuvo un mercado libre cuya cotización al momento de adoptar esa decisión, transaba las operaciones a \$10,00 por dólar¹³⁶.

En 1964 se prohibió la negociación de divisas en el mercado libre –Resolución 46 de la Junta Monetaria– y una nueva devaluación del certificado para la compra de las divisas tuvo lugar en marzo y junio de 1965, cuando se expedieron las resoluciones 8 y 33, respectivamente, de la Junta Monetaria.

Modificaciones adicionales se establecieron a mediados de 1965 para fijar el precio de las divisas provenientes de las exportaciones distintas al café mediante una disposición del ejecutivo¹³⁷, que estableció que el Banco de la República adquiriría las divisas provenientes de las exportaciones menores no al precio del mercado libre sino al que estableciera la Junta Monetaria.

Mediante la Resolución 20 de 1965 se ejerció esa facultad y estableció un precio de \$13,50 por dólar para las divisas provenientes de esas exportaciones, lo cual podría interpretarse como una revaluación, pues la cotización en el mercado libre era superior.

¹³⁵ Para señalar la discrecionalidad con que se manejaban las listas de importación, Wiesner señaló: “A partir de noviembre de 1962 es cuando más difícil se hace seguir la evolución de la devaluación, pues se intensifica la práctica de pasar mercancías de un mercado a otro y de una tasa de cambio a otra, sin oficialmente variar el tipo de cambio” (Wiesner, 1978, p. 165).

¹³⁶ En “Devaluación” (Vélez, 1963) contiene una detallada documentación sobre ese proceso de devaluación, sus actores y las posiciones que se debatieron.

¹³⁷ Decreto 1709 (Wiesner, 1978, p. 169).

Pero además, en 1965 se eliminó el remate de los certificados de cambio¹³⁸ y se establecieron dos mercados de divisas. El primero, que era el preferencial, se nutría de los reintegros provenientes de las exportaciones de café y aquellas cuyo contenido de materia prima importada fuera superior al 50 %, y los destinaría al pago de las importaciones consideradas esenciales. El segundo mercado se nutría de las exportaciones distintas al café y de aquellas que agregaban mayor valor nacional al utilizar menos del 50 % de importaciones; en él se pagarían las importaciones no esenciales y las demás obligaciones externas.

A fines de noviembre de 1966, mediante una disposición del poder ejecutivo¹³⁹ se suspendió el mercado libre de oro y divisas y se dispuso que solo el Banco de la República podía adquirir y vender esos valores. Haciendo uso de las facultades establecidas en el Decreto 2867 la Junta Monetaria expidió las resoluciones 48 y 49 de 1966, las cuales reglamentaron las pautas que deberían seguirse para elaborar los presupuestos de divisas con cargo a los cuales se manejarían el mercado de capitales y el de certificado de cambio.

Esta apretada síntesis sobre el manejo cambiario en el período 1962-1967, de la cual escapan, como es natural, muchos casos particulares y disposiciones específicas¹⁴⁰, subraya el manejo de cambios que imperó en Colombia en ese período; dicho manejo puede caracterizarse por los siguientes rasgos básicos:

- La preocupación de las autoridades por los efectos inflacionarios de la devaluación, y por ende, su decisión de establecer tipos de cambio preferenciales para las llamadas importaciones esenciales
- La necesidad de regular las importaciones, más allá de la política de tasa de cambio, a través de controles cuantitativos, en el intento por evitar que se presentara aguda escasez de divisas y pérdidas de reservas internacionales
- La conciencia de que era inconveniente mantener un régimen de cambio múltiple, pero en la práctica la imposibilidad de unificarlo dadas las dificultades que suponían el manejo de los impactos redistributivos y las presiones inflacionarias
- La falta de un esquema integral de política económica, como se pone de manifiesto en el incesante intento por modificar la tasa de cambio

¹³⁸ Decreto 2322, de septiembre, sobre el cual Eduardo Arias Robledo da una explicación detallada en el Informe de 1965 (pp. 46-47).

¹³⁹ Decreto 2867 del 29 de noviembre.

¹⁴⁰ Las cuales están contenidas en Wiesner (1978).

- El escaso control sobre la masa monetaria, ya que al decir de Gómez (1978),
en la crisis gestada en 1962 y 1963, que se desencadenó entre 1964 y 1965, la indisciplina monetaria fue general: déficit fiscal, financiamiento interno y externo a la Federación Nacional de Cafeteros, inoperancia de los encajes marginales establecidos para los bancos y múltiples líneas de créditos y redescuentos para ellos. (p. 229)
- La corta vigencia de las medidas cambiarias que se dejan comentadas

Pero, sin duda, el hecho distintivo del período es la confianza que, pese a las dificultades y sobresaltos que se hubo de afrontar, la dirigencia colombiana mantuvo en el control de cambios como mecanismo para regular el sector externo de la economía aun en los momentos de agudas crisis.

Una de esas crisis, producto del desequilibrio estructural en la balanza de pagos, se presentó con particular intensidad a fines de 1966, cuando las reservas internacionales netas del Banco de la República llegaron a ser negativas¹⁴¹; ello, sin considerar los compromisos internacionales de la nación, las entidades territoriales y los particulares, en especial de la Federación Nacional de Cafeteros.

En medio de esas dificultades el Gobierno nacional desestimó las recomendaciones del FMI, que eran avaladas por la Agencia Internacional para el Desarrollo (AID) y la embajada estadounidense, para que se decretara una nueva devaluación del tipo de cambio, se adoptaran medidas que garantizaran un adecuado nivel de reservas internacionales y se estableciera un compromiso de mantener la disciplina monetaria, con miras a evitar incrementos excesivos en el nivel general de los precios internos.

Para explicar su posición el Gobierno nacional adujo tanto razones de tipo técnico¹⁴² como argumentos relativos a la soberanía del Gobierno para manejar la política económica, porque al decir del presidente de la República “el gobierno de la nación se nos confió a nosotros y no a los organismos internacionales” (Lleras, 1987, p. 4).

En medio de esa controversia se expidió el mencionado Decreto 2867 del 28 de noviembre de 1966, que suprimió el mercado libre de divisas, y se procedió a solicitar al Congreso de la República facultades extraordinarias y pro

¹⁴¹ Es decir, los activos internacionales en poder del Banco eran inferiores a sus obligaciones de corto plazo.

¹⁴² Referidas a su escepticismo sobre el efecto que la devaluación tendría en el equilibrio cambiario, sus implicaciones fiscales, sus efectos inflacionarios y, por ende, sobre la política de salarios.

tempore para que el poder ejecutivo pudiese legislar en materia cambiaria acorde con las circunstancias del momento.

Esas facultades fueron concedidas al tenor de la Ley 6 de 1967 y, con base en ella, se expidió el Decreto 444, el cual, con las leves modificaciones que supusieron los decretos 569 y 688 del mismo año, se convirtió en el pilar del régimen cambiario que rigió en el país desde entonces y hasta mediados de 1991.

El régimen cambiario así establecido implicó importantes cambios respecto a las prácticas del pasado reciente, por cuanto supuso:

- Establecer una tasa nominal flexible, cuya variación frecuente hizo posible evitar que existiera un cambio nominal fijo durante períodos prolongados, con la consecuente devaluación abrupta de este y los debates sobre su modificación
- El control de cambios que establecía limitaciones al uso de los ingresos provenientes de las exportaciones y sobre los pagos de bienes y servicios comprados al exterior
- La búsqueda de unificar el tipo de cambio, con los saludables efectos que eso conllevó para la asignación de los recursos y la certidumbre en las transacciones cambiarias
- La búsqueda expresa de diversificar las exportaciones, mediante la creación de un fondo para su promoción y estímulos no cambiarios de diverso orden
- La concentración de las reservas internacionales en el Banco de la República, que por lo tanto quedó en capacidad de conocer su evolución y los factores que la determinaran, ya que se estableció, como se dijo, un control sobre la demanda de importaciones vía su registro obligatorio para perfeccionarlas
- La eliminación de las controversias periódicas sobre la devaluación nominal; y, una manera más integral de entender el manejo cambiario

3.2 Evolución de la tasa de cambio real

Con el nuevo régimen cambiario la unificación de la tasa de cambio se alcanzó en junio de 1968, cuando la tasa se cotizó a COP 16,30 por dólar, que era la cotización existente en el mercado de capitales. Ello supuso que la devaluación

nominal de 1967 fuese la más alta del período 1967-1977, como se observa en el Cuadro 6.

Cuadro 6
Ritmo de devaluación del certificado de cambio, 1967-1977

Año	Porcentaje
1967	16,7
1968	7,1
1969	5,7
1970	7,0
1971	9,5
1972	9,0
1973	8,8
1974	15,0
1975	15,0
1976	10,0
1977	4,5

Fuente: Wiesner (1978).

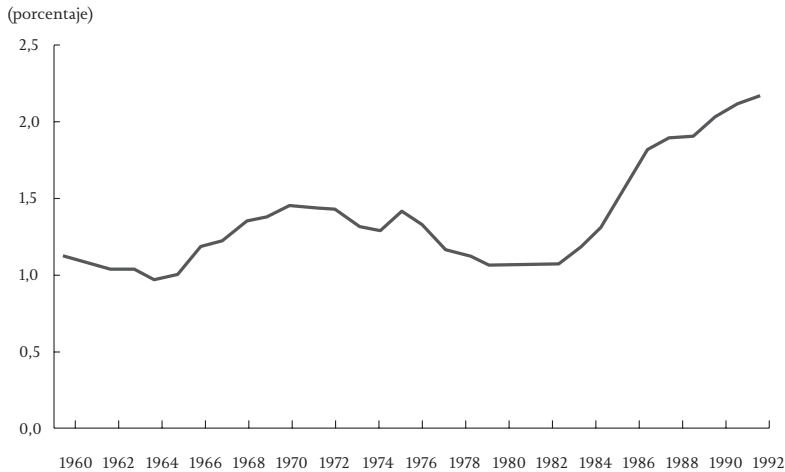
De estas cifras se deduce que el ritmo de devaluación nominal fue muy heterogéneo, aun cuando posibilitó una devaluación de la tasa de cambio real, como se observa en el Gráfico 9, donde se aprecia que ese ritmo de incremento no fue continuo, pues en 1974 se presentó una caída en el indicador.

Sin embargo, en el período 1967-1975 lo destacable fue la ausencia de modificaciones apreciables en el régimen cambiario y la inexistencia de traumas en los pagos al exterior, como se observa en el saldo de las reservas internacionales del Anexo 3.

A mediados de 1975, en razón de un fenómeno climático que redujo en Brasil la oferta de café, los precios internacionales del grano empezaron a subir de manera significativa y con ello la oferta de divisas en la economía nacional. Enfrentadas a esa situación las autoridades cambiarias optaron por mantener el régimen establecido en el Decreto 444 de 1967 y, por consiguiente, se decidió que el Banco de la República adquiriría el exceso de oferta de divisas. El mantenimiento del régimen cambiario elevó las reservas internacionales y dio lugar a rápidas expansiones de la oferta monetaria y a presiones inflacionarias adicionales a las que se venían presentando desde 1973.

Esa decisión afectó el ritmo de la devaluación nominal, que junto con la mayor inflación condujo después de 1976 a una pronunciada caída en el índice de tasa de cambio real hasta mediados de los años ochenta (Gráfico 9).

Gráfico 9
Índice de tasa de cambio real



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Las favorables condiciones externas que implicó el alza en los precios del café se prolongaron hasta 1979, cuando se acumularon reservas internacionales. Obedeció ese fenómeno a que en ese año los precios del café se recuperaron en el segundo semestre y hubo un notorio incremento en las cantidades exportadas, fenómeno que se vio complementado con un crecimiento anual del 47% en las exportaciones menores y con un superávit en la cuenta de capitales, explicado en partes iguales por el endeudamiento externo del Gobierno y el del sector privado¹⁴³.

Esos factores, al tiempo que presionaban la emisión monetaria y el nivel de precios internos, llevaron a que la política de modificación de la tasa de cambio nominal se hiciera lenta, con lo cual se profundizó la caída en la tasa de cambio real que había empezado a finales de los años setenta.

A partir de 1981 la cuenta corriente se volvió deficitaria en cuantías significativas, tanto por el balance del comercio de bienes como debido a los pagos netos por concepto de servicios. Esto, unido a las dificultades que presentó el financiamiento externo y los movimientos de capitales, como consecuencia

¹⁴³ Rafael Gama (1983), Informe de 1979, pp. 133-136.

de la crisis de la deuda en América Latina, provocó una dramática reducción de las reservas internacionales, que cayeron de USD 5.630 millones en 1981 a USD 1.796 millones a fines de 1984¹⁴⁴.

El manejo de la tasa de cambio nominal fue al inicio bastante moderado, pero a partir de 1984, y en especial en 1985, se decidió devaluar el peso y por ende se produjo una elevación en la tasa de cambio real que se prolongó hasta finales de los años noventa.

Al alza de los precios del café en 1985 siguieron fuertes caídas en 1987, lo que hizo presagiar dificultades cambiarias; sin embargo, en dicho año se presentó el inicio del auge de las exportaciones de hidrocarburos, carbón y oro, que con el aumento de las exportaciones menores y las transferencias evitaron esas dificultades.

En 1989 se rompió el pacto de cuotas del café, el cual rigió durante casi medio siglo, y con ello se produjo una caída notoria en los precios del grano y en el valor de sus exportaciones, sin que ello afectara de modo notable la situación cambiaria por las condiciones favorables que en ese año tuvo el petróleo en los mercados internacionales y también porque se prosiguió la devaluación real.

A principios de los años noventa la política sobre comercio exterior estuvo encaminada a reorientar la economía nacional hacia los mercados externos y tuvo su manifestación más notoria con la expedición de la Ley 9 de 1990. Esta disposición, desarrollada mediante la Resolución 57 de 1991, de la Junta Monetaria, se convirtió en el nuevo régimen cambiario, el cual empezaría a ser aplicado por la nueva Junta Directiva del Banco de la República, instituida en virtud de lo establecido en los artículos 372 y 373 de la Constitución de 1991 como la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, con la misión expresa de velar por la capacidad adquisitiva de la moneda. Así, se acabaría la institucionalidad de la Junta Monetaria.

3.3 La política monetaria

A lo largo de la existencia de la Junta Monetaria, período en el cual se presentó un sostenido proceso inflacionario, como quedó reseñado en la sección 2.4, si bien no se establecieron metas cuantitativas para controlar la liquidez de la economía, sí existió conciencia de que controlar esa variable, en particular los medios de pago, era fundamental para estabilizar los precios y evitar un desbordamiento de la inflación.

¹⁴⁴ Francisco Ortega, Informe, 1986, p. 36.

Expresión clara de esa preocupación quedó consignada en el Informe de 1969; en él Eduardo Arias manifestó que la tasa de expansión óptima de los medios de pago debería ser cercana a la registrada en 1968, que fue del 14,8 %, “teniendo en cuenta el aumento del producto y del alza de los precios, además de alguna extensión de la utilización del dinero, es decir de la economía monetaria” (p. 176).

Como se ve, de modo implícito se postulaba una relación estrecha entre el crecimiento de los medios de pago y la expansión del PIB nominal, en especial si se tiene en cuenta que la tasa de inflación del período fue cercana al 7%.

Similar consideración hizo en 1972 uno de los asesores de la Junta Monetaria:

Del marco teórico que orienta la acción de la autoridad correspondiente, se desprenden las metas en materia de evolución de las variables monetarias, las cuales se concretan en decisiones como la de escoger un crecimiento de la oferta de dinero compatible con los propósitos de estabilidad. Por ejemplo, para períodos en que el aumento del ingreso real ha sido del 7% y la tasa de inflación tolerable se ha calculado alrededor de la histórica, entre 8 % y 10 %, la expansión deseada de los medios de pago se ha fijado entre 15 % y 18 %. (Ortega, 1976, p. 195)

Se daba importancia a los factores monetarios para controlar la inflación porque, si bien se creía que ella estaba determinada parcialmente por factores de oferta, por lo general se estimó que sobre el fenómeno gravitaban con especial fuerza los factores de demanda.

Fue con relación a los factores de oferta preponderante que, durante años, el análisis de los informes anuales del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva dieran especial peso a la variación del costo de los alimentos para explicar el alza en el índice general de precios. Así, para dar cuenta de la inflación en el quinquenio 1971-1975, en el Informe de este último año Germán Botero de los Ríos indicó:

Las variaciones de precios, según los cuatro grupos en que se desagrega el índice total, indican para el quinquenio comentado que las cotizaciones de los bienes alimenticios superan a las experimentadas por la vivienda, el vestuario y misceláneo, lo cual unido a su alta ponderación en la canasta familiar, 40 % para empleados y 50 % para obreros, determina que los precios de los alimentos sean el factor predominante de la variación del índice total. (p. 317)

Con variantes, ese tipo de análisis estuvo presente a lo largo de todo el período en estudio; así, por ejemplo, en 1988 Francisco Ortega anotó:

Durante el año comentado se acentuó la tendencia alcista de los precios, al alcanzar el índice al consumidor una variación anual de 28,1%, tasa superior en 4,1 puntos a la del año anterior. Como causa inmediata de dicha aceleración cabe citar los problemas de abastecimiento de alimentos, originados en factores climáticos, y cierta rigidez de oferta en algunos sectores de la economía. (p. 49)

Aunque allí mismo se anotó que “en una perspectiva de más largo plazo, es preciso reconocer también la incidencia del comportamiento monetario en los últimos lustros por cuanto, en alguna medida, ha tendido a validar algunas de las presiones alcistas (p. 49)”.

El examen de los informes y documentos de los asesores de la Junta Monetaria preparados por ellos con el propósito de examinar el presupuesto monetario de cada año muestra que el control al ritmo de expansión de la liquidez en la economía, y en particular de los medios de pago, fue constante, preocupación que se acentuaba cuando se juzgaba que el ritmo de crecimiento de la liquidez era excesivo, para lo cual se adoptaban medidas tendientes a evitar su desbordamiento.

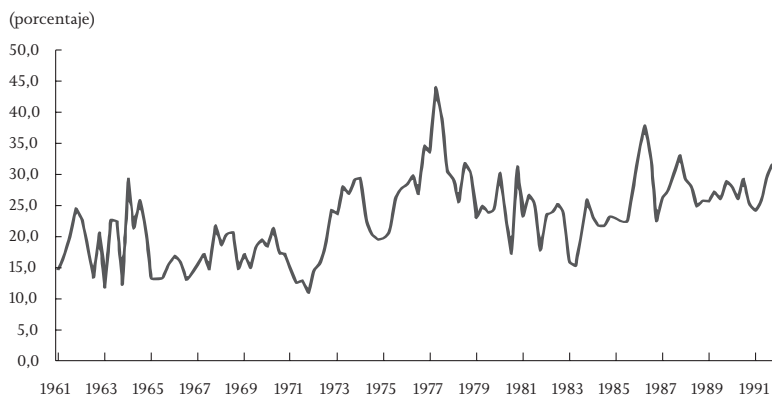
Se debe enfatizar, eso sí, que la meta implícita sobre el crecimiento de la liquidez en la economía se elevó a partir de 1972. Eso supuso un incremento de la ‘inflación tolerable’ y la aceptación de que bajarla a niveles de un dígito tendría costos en términos del crecimiento económico. Sin embargo, ello no fue óbice para reconocer que un desbordamiento del proceso inflacionario tendría costos intolerables.

Al examen de las decisiones sobre la política monetaria que se adoptaron durante el período se encamina esta sección, para lo cual se cuantifica la tasa de crecimiento de los medios de pago y sus determinantes, de acuerdo con la metodología explicada en el Anexo 4, que descompone ese crecimiento entre el correspondiente a la base monetaria y el correspondiente al multiplicador.

El Gráfico 10 muestra la tasa de crecimiento de los medios de pago; se observan niveles superiores al 20 % anual, en especial a partir de 1970, con independencia del superávit o déficit en la cuenta corriente de cada año, que se puede considerar como el factor ‘exógeno’ a las decisiones de la Junta dado el régimen cambiario.

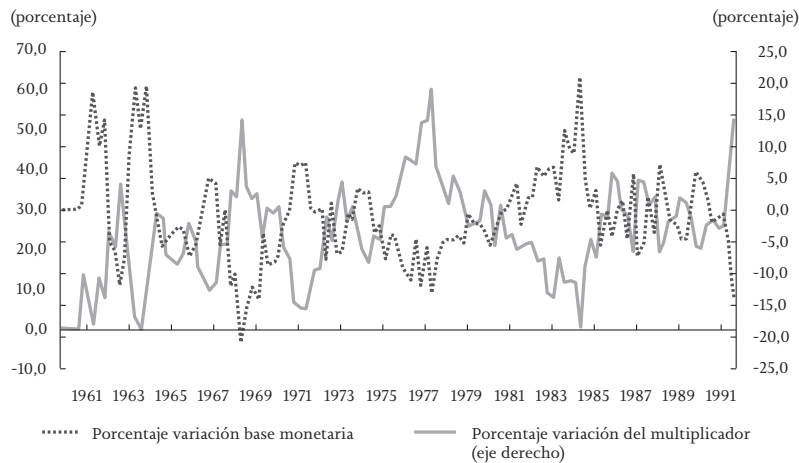
El Gráfico 11 ilustra la estrecha relación inversa que se presentó en el período entre la tasa de crecimiento de la base y la del multiplicador. Este es un primer indicio de que la Junta procuró moderar el impacto que la expansión primaria del dinero tenía sobre los medios de pagos, pues aun cuando es difícil establecer con precisión la relación de causalidad, es plausible suponer que ella iba de la base hacia el multiplicador y no al contrario, debido el menor control que se ejercía sobre la primera.

Gráfico 10
Crecimiento de los medios de pago



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Gráfico 11
Crecimiento de la base monetaria y del multiplicador



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

La mayor variabilidad de la base monetaria respecto a los medios de pago, que se infiere del Gráfico 11, obedeció a la falta de una meta explícita sobre su expansión y a la manera heterogénea como se comportaron sus determinantes; estos, de acuerdo con la metodología del Anexo 3, están constituidos por la financiación del déficit fiscal mediante el crédito del Banco de la República y el financiamiento externo¹⁴⁵; por el superávit o déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos deducido el endeudamiento externo del Gobierno¹⁴⁶; y, por el crédito interno neto del Banco de la República a los sectores no gubernamentales.

El Anexo 5 cuantifica la contribución porcentual de cada uno de sus tres determinantes al crecimiento de la base monetaria, cuantificación de la que es factible sacar las siguientes conclusiones:

- Solo en 1973 y 1975 los tres factores fueron al tiempo expansivos de la base monetaria y en ningún año produjeron simultáneamente su contracción; es decir, la política monetaria produjo efectos compensatorios entre los determinantes de la base monetaria, lo cual impidió un mayor crecimiento —o decrecimiento— del efectivamente observado
- La financiación monetaria del déficit fiscal fue una constante durante el período, pues produjo expansión de la base monetaria en veintitrés de los veintiocho años analizados. La excepción fueron los de la bonanza cafetera de los años setenta¹⁴⁷ y en 1990, constancia que sin embargo tiene matices, pues fue moderada entre 1966 y 1970, al igual que en algunos otros pocos años, y en especial elevada entre 1982 y 1984
- El resultado de la cuenta corriente ajustada produjo alta expansión entre 1976 y 1981, al igual que entre 1985 y 1990; por el contrario, esa variable contrajo la base monetaria entre 1982 y 1984 y tuvo efectos moderados en el resto del período
- El crédito interno del Banco de la República fue contraccionista en dieciocho de los veintiocho años del período de análisis y su signo fue contrario al de la cuenta corriente ajustada en veinte de ellos

¹⁴⁵ Que por brevedad llamaremos ‘financiación monetaria del déficit fiscal’.

¹⁴⁶ Que llamaremos ‘efecto de la cuenta corriente ajustada’.

¹⁴⁷ Específicamente en el período 1976-1979. En los dos últimos años de este período, si bien los precios del café habían bajado, comparados con el pico que tuvieron durante la bonanza, las cantidades exportadas del grano subieron de manera notoria.

El crédito interno neto del Banco de la República a los sectores no gubernamentales incluye el crédito neto a los bancos comerciales, a las entidades de fomento, al sector privado propiamente dicho y sus pasivos no monetarios, variable esta última cuyo principal componente lo constituyeron durante años los depósitos previos a las importaciones y desde mediados de los años ochenta la contracción monetaria que se hizo mediante las operaciones de mercado abierto, factores preponderantes que explican el efecto contraccionista del crédito interno neto.

La composición del crédito interno neto del Banco de la República supone que a su interior se produjeron, también, efectos compensatorios, pues como se explicará en la siguiente sección, hubo períodos en los que el crédito dirigido a ciertos sectores fue en especial expansivo y cuando este fue el caso se adoptaron medidas para compensar esa variación, medidas que también se adoptaban para moderar el crecimiento del multiplicador de la base monetaria, como se analiza a continuación.

De acuerdo con el Gráfico 12, el multiplicador tuvo una tendencia decreciente a lo largo del período en análisis, hecho que obedeció al alza del coeficiente de encaje, ya que la preferencia por efectivo no tuvo una tendencia con claridad discernible durante esos años (Anexo 6). Sin embargo, en 1988 la preferencia por efectivo creció a raíz de la expedición del Decreto 2503, de diciembre de 1987, el que a fin de reducir la evasión tributaria, determinó utilizar información de los intermediarios financieros sobre las cuentas corrientes y los depósitos de los particulares; ello desestimuló las cuentas corrientes como medio de pago y los cheques como el instrumento para transferir su propiedad, y aumentó la demanda de efectivo. La medida tuvo notorias implicaciones cuantitativas y causó graves traumas en el sistema de pago, frente a lo cual hubo que expedir el Decreto 634 de abril de 1988 para morigerar sus efectos (Informe, 1988, p. 50).

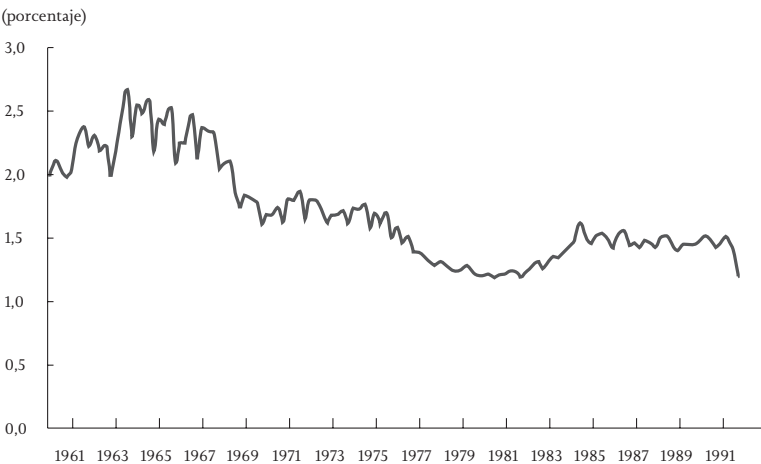
La política seguida con relación al coeficiente de encaje se caracterizó por: su elevación progresiva; la frecuencia con que se variaron las disposiciones; su valor diferencial según la naturaleza de los pasivos a que se aplicaba y, por consiguiente, su dispersión; y, la decisión expresa de utilizar el instrumento no solo como medio para regular la liquidez de la economía sino para la orientación del crédito.

En cuanto a su variación en los años sesenta, la frecuencia de las modificaciones anuales se consigna en el Cuadro 7.

Además entre 1971 y 1990 no hubo año en que no se tomaran decisiones sobre el encaje, bien para elevarlo o reducirlo; para establecer que parte de él podría ser invertida en determinados papeles financieros; para señalar que sería menor en cuanto se concedieran créditos a las actividades consideradas meritorias (Hernández y Tolosa, 2001); o, para reglamentar la fórmula como

se calcularía el requerido y las especies y monto en que se presentaría, incluso las penalidades por el incumplimiento del requisito.

Gráfico 12
Multiplicador de la base monetaria



Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Cuadro 7
Frecuencia de la variación del coeficiente de encajes

Año	Frecuencia de la variación
1962	6
1963	4
1964	6
1965	1
1966	3
1967	4
1968	2
1969	1

Fuente: Informe, 1969, p. 113.

En ocasiones se estableció un encaje del 100 % sobre los incrementos de depósitos a partir de una fecha establecida con el fin de imposibilitar la expansión secundaria¹⁴⁸, aun cuando fue usual que en ese evento, a los pocos meses de tomada la medida, se estableciera que algunos de los recursos así congelados podrían destinarse a determinadas inversiones o al otorgamiento de cierto tipo de créditos por los intermediarios financieros.

La complejidad del sistema de encajes hacia mediados de los años setenta se muestra en el Cuadro 8.

Cuadro 8
Tasas de encaje legal del sistema financiero

Instituciones	1975 diciem- bre	1976 diciem- bre	Inversiones del encaje - diciembre de 1976							
			Bonos del Fondo Finan- ciero In- dustrial (Res. 50/74)	Pagarés provi- vienda social. Insti- tuto de Crédito Territo- rial (Res. 50/74)	Opera- ciones especia- les de crédito (1) (Res. 50/74)	Cédu- las del Banco Central Hipote- cario	Títulos del Fondo Financie- ro de Obras Públicas	Total de inver- siones computa- bles	Encaje moneta- rio	
I. Sistema bancario										
A) Encaje ordinario										
1. En moneda nacional										
a) Exigibilidades a la vista y antes de treinta días	36 (2)	43,5 (3)	—	1	1	—	—	2	41,5	
b) Exigibilidades a más de treinta días	29	29	14 (4)	—	—	—	—	*	*	
c) Exigibilidades a la vista y a término de establecimientos públicos	80	80	—	—	—	—	(5)	—	*	
d) Depósitos de ahorro ordinarios	20	20	—	—	—	19,5 (6)	—	19,5	0,5	
e) Depósitos de ahorro de establecimientos públicos	60 (7)	80	—	—	—	19,5	—	19,5	60,5	
f) Sección fiduciaria	21	21	—	—	—	—	—	—	21	
g) Certificados de depósito a término	10	10	—	—	—	—	—	—	10	
h) Depósitos del Banco de la República (8)	5	—	—	—	—	—	—	—	—	

¹⁴⁸ Ese fue el caso en 1975, 1977 y 1980.

Instituciones	1975 diciem- bre	1976 diciem- bre	Inversiones del encaje - diciembre de 1976						Encaje moneta- rio
			Bonos del Fondo Finan- ciero Indus- trial (Res. 50/74)	Pagarés provi- vienda social. Insti- tuto de Crédito Terri- torial (Res. 50/74)	Opera- ciones especia- les de crédito (1) (Res. 50/74)	Cédulas del Banco Central Hipote- cario	Títulos del Fondo Finan- ciero de Obras Públi- cas	Total de inver- siones compu- tables	
i) Depósitos del Banco de la República en moneda extranjera	(9)	(9)	—	—	—	—	—	—	—
j) Exigibilidades en moneda extranjera antes y después de treinta días reducidas a moneda nacional (Res. 66/76)	—	6 (10)	—	—	—	—	—	—	6
2. En moneda extranjera									
Exigibilidades a la vista y a término en moneda extranjera (Res. 21/67 y 58/76)									
a) Con autorización de la Junta Monetaria	30	20	—	—	—	—	—	—	20
b) No autorizadas por la Junta Monetaria	100	100	—	—	—	—	—	—	100
B) Encaje marginal en moneda nacional									
1. Depósitos exigibles antes y después de treinta días	100 (11)	—	—	—	—	—	—	—	—
2. Certificados de depósito a término	100 (11)	—	—	—	—	—	—	—	—
3. Depósitos de ahorro	100 (11)	—	—	—	—	—	—	—	—
II. Banco Central Hipotecario (12)									
1. Exigibilidades antes de treinta días	25	25	—	—	—	—	—	—	25
2. Exigibilidades a más de treinta días y depósitos a término	5	5	—	—	—	—	—	—	5
3. Sección fiduciaria:									
a) Para cédulas sorteadas y vencidas e intereses de las mismas	100	100	—	—	—	—	—	—	100
b) Acreedores varios	25	25	—	—	—	—	—	—	25
c) Administración de fincas	5	5	—	—	—	—	—	—	5
d) Cédulas de capitalización	3	3	—	—	—	—	—	—	3
III. Corporaciones de ahorro y vivienda (13)									
1. Depósitos en UPAC y ordinarios	15	15	—	—	—	—	—	—	—
2. Certificados	10	10	—	—	—	—	—	—	—

			Inversiones del encaje - diciembre de 1976						
Instituciones	1975 diciem- bre	1976 diciem- bre	Pagarés		Opera- ciones especia- les de crédito (1) (Res. 50/74)	Cédu- las del Banco Central Hipote- cario	Títulos del Fondo Financie- ro de Obras Públicas	Total de inver- siones computa- bles	Encaje moneta- rio
			Bonos del Fondo Finan- ciero In- dustrial (Res. 50/74)	provi- vienda social. Insti- tuto de Crédito Territo- rial (Res. 50/74)					

IV. Corporaciones financieras

A) Encaje ordinario

1. Exigibilidades a la vista y a término de establecimientos públicos	80	80	—	—	—	—	—	—	80
2. Exigibilidades en moneda extranjera antes y después de treinta días reducidas a moneda nacional (Res. 66 y 67/76)	—	6 (10)	—	—	—	—	—	—	6

* Difiere para cada banco.

(1) Para financiar capital de trabajo de empresas dedicadas a la producción de bienes de exportación. (2) Para los primeros COP 50 millones de exigibilidades el encaje es de 18%. (3) Para los primeros COP 100 millones de exigibilidades el encaje es de 18%. (4) Se computa solamente sobre los depósitos a término. (5) Las inversiones en títulos del Fondo de Contratistas de Obras Públicas que poseían los bancos en 14 de agosto de 1974, son computables hasta su vencimiento final. (6) El Banco Popular hace esta inversión en bonos de vivienda y ahorro del Instituto de Crédito Territorial. (7) La Resolución 56 de 1975 dispuso un reajuste mensual de veinte puntos a partir del 1° de noviembre; al finalizar 1975 se llegó a 60%. (8) Se refiere a los depósitos constituidos por el Banco de la República según la Resolución 59/74, para compensar el retiro de los depósitos de establecimientos públicos. (9) La Resolución 8 de 1975 fijó este encaje en COP 15 por dólar depositado; la Resolución 54/76 lo redujo a COP 5. (10) Se aplicarán así: tres puntos a partir del 15 de noviembre y tres a partir del 15 de diciembre. (11) Para incrementos de saldos presentados en 29 de noviembre de 1975. (12) El 50% de este encaje puede ser mantenido en bancos del país. (13) El encaje para estas instituciones debe ser invertido en títulos de valor constante emitidos por el FAVI, con excepción del 40% del encaje sobre depósitos ordinarios que debe mantenerse en depósitos sin interés.

Fuente: Informe 1976, pp. 192-193.

Un cuadro similar a este se presentó en los informes de 1974 (p. 135) y 1975 (p. 197), con el propósito de informar sobre las normas de encaje vigente en cada período.

Asimismo, en ocasiones se estableció que para cubrir los defectos de encaje los intermediarios financieros que se encontrasen en esa situación podrían acudir a créditos en el Banco de la República y de esa manera aumentar las reservas presentadas, lo cual también inutilizaba al encaje como instrumento de control, pues así se hacía nugatoria la medida.

La política de encaje de ese modo establecida hacía imposible conocer cuál sería la demanda por reservas bancarias, puesto que ella vino a depender de la composición de los depósitos sujetos a encajes, de la manera como los depositantes decidían mantener sus depósitos en diversos intermediarios ya que

el coeficiente de encajes era diferencial según el tamaño de los bancos, y de la composición del activo de los intermediarios financieros, debido a que, como se ha señalado, algunas operaciones crediticias disminuían automáticamente los requisitos de encajes.

Todos esos factores obstaculizaban a corto plazo la política monetaria, pero, aun así, no existe duda del efecto estabilizador que sobre la tasa de crecimiento en los medios de pago ejercieron los encajes (Gráfico 11). Los períodos de alta expansión monetaria están asociados con valores bajos del multiplicador, mientras que multiplicadores altos se observan en períodos en los cuales se reduce el crecimiento de la base monetaria.

3.4 Política de crédito dirigido

Con la reforma introducida en 1951, quedó instituido en Colombia que el crédito del Banco de la República a los bancos, y progresivamente a otros intermediarios financieros, no tendría como primera finalidad cubrir sus necesidades transitorias de liquidez debido a bajas en sus depósitos, sino servirles como fuente permanente de financiación de sus operaciones, ello a condición de que destinasen esos recursos a financiar los sectores que la política económica juzgaba prioritarios.

Es cierto que con anterioridad a 1951 se tomaron decisiones para direccionar el crédito al crearse como entidades de naturaleza pública la Caja de Crédito Agrario (Caja Agraria), el Banco Central Hipotecario (BCH), el Instituto de Crédito Territorial (ICT) y el Instituto de Fomento Industrial (IFI). También lo es que en 1948 se obligó a los bancos a suscribir el 5 % de sus depósitos a la vista en bonos de la Caja Agraria y en 1949 se determinó que era obligación de las cajas de ahorro invertir el 30 % del valor de sus depósitos en cédulas del BCH (Urdinola, 1976).

Mediante esas decisiones se buscó canalizar recursos financieros hacia determinadas finalidades; sin embargo, ellas no implicaron otorgar crédito del Banco de la República para esos propósitos. Ese principio se quebró cuando, a través de los decretos 384 y 756 de 1951, quedó establecido que el Banco de la República, además de emisor del dinero y prestamista de última instancia, sería una institución que destinaría recursos para apoyar determinadas actividades productivas.

La justificación de esa política radicó en que el crédito destinado por el Banco de la República a las actividades consideradas prioritarias incrementaría la oferta de bienes y repercutiría de manera favorable sobre el empleo y la balanza de pagos si con esas operaciones se promovía la sustitución de importaciones o la promoción de las exportaciones, argumentos a los que se agregó,

al inicio, que si el crédito así direccionado se hacía a corto plazo con destino a la producción de alimentos tendría menores efectos inflacionarios¹⁴⁹.

Este raciocinio con el correr de los años varió para señalar que el crédito dirigido debería tener como una de sus finalidades conceder operaciones a largo plazo, las cuales no estaban dispuestos a realizar los intermediarios financieros por temor al desfase que podría presentarse entre ellas y sus captaciones de recursos, que eran a la vista o a muy corto plazo.

Según esas premisas, en Colombia, con especial intensidad a partir de los años sesenta, se desarrolló una política que incluyó el suministro de crédito del Banco de la República a:

- Los bancos comerciales y las corporaciones financieras, con fines de fomento económico.
- Las entidades especializadas, que incluían los fondos ganaderos, el Instituto Nacional de Financiamiento y Desarrollo Cooperativo (Financiacoop), el Fondo Nacional del Café, el BCH y la Caja Agraria.
- Los fondos de fomento económico, que fueron: el Fondo de Inversiones Privadas (FIP), el Fondo Financiero Agrario (FFA), el Fondo Financiero Agropecuario (FFAP), el Fondo Financiero Industrial (FFI), el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) y el Fondo de Capitalización Empresarial (FCE).
- Los fondos cuasifiscales, que fueron el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (FFDU), el Fondo de Desarrollo Eléctrico (FDE) y el Fondo de Monedas Extranjeras (Fodex).

Además de esos fondos, aun cuando por razones distintas a la orientación del crédito, también utilizaron crédito del Banco de la República el FAVI y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin).

Los recursos otorgados directamente por el Banco de la República a los bancos y las corporaciones financieras con fines de fomento económico fueron

¹⁴⁹ Ejemplos de este tipo de raciocinios son los siguientes: “La enorme ventaja del sistema [del Fondo Financiero Agrario - FFA] [...] fue que permitió una estricta planeación agrícola, de gran impacto en el desarrollo del país, sin efectos inflacionarios; muy por el contrario, se estimuló la producción agrícola de corto plazo, clave de cualquier programa antiinflacionario” (Urdinola, 1976, p. 476). Por su parte, Gómez anotó al FFA: “Se destinarían los dineros congelados por el encaje marginal, y para evitar efectos inflacionarios, tales recursos se encauzarían hacia procesos productivos a corto plazo, especialmente de alimentos y de bienes agrícolas para la exportación” (Gómez, 1976, p. 489).

significativos hasta mediados de los años setenta, no obstante empezaron a descender luego de la reforma de 1974.

El crédito del Banco de la República a las entidades especializadas fue de escasa cuantía en términos absolutos en el caso de los fondos ganaderos y de Financiacoop, pero valioso para sus actividades por cuanto representaba una porción muy significativa de sus operaciones crediticias. Créditos que por lo demás el Banco de la República otorgaba en condiciones preferenciales; así, hasta 1982 el Banco otorgó los créditos a los fondos ganaderos al 5 % anual y a partir de la Resolución 10 de 1983 de la Junta Monetaria se pasó a cobrarles el 7 % anual (Junta Monetaria, acta 680).

La financiación al Fondo Nacional del Café se presentó en los años en que hubo dificultades para comprar la totalidad de la cosecha interna del grano, lo cual se dio en cuantías significativas hasta mediados de los años setenta.

En lo referente al BCH, el crédito que esta institución recibía del Banco de la República se vio menguado a medida que ganaron significación las CAV, como entidades canalizadoras de crédito hacia la construcción después de 1973. Otro tanto sucedió con la Caja Agraria, cuyo cupo de crédito se congeló a partir de 1974. Desde entonces, estas dos instituciones perdieron representatividad en el sistema financiero (Cuadro 1).

Esos cambios obedecieron, asimismo, a la dinámica que adquirieron los fondos financieros y a la preponderancia que en su manejo dio el Banco de la República. Esto último fue así porque, si bien en febrero de 1965 la Junta Monetaria encomendó a sus asesores la elaboración de un proyecto que contemplara la creación de un banco para el desarrollo económico, y a funcionarios del Banco de la República para que prepararan las bases que permitieran la fundación de un banco de comercio exterior, esas ideas no prosperaron.

La razón de ello obedeció a que:

[...] inicialmente se consideró apropiado que una nueva institución de carácter especial, fuera la encargada de manejar el sistema, ya que un organismo dedicado exclusivamente a este fin podría llevar a cabo con mayor éxito una política de crédito de fomento. En este sentido se pronunció explícitamente el 'Informe del Comité de los Nueve'. Sin embargo, debido a la necesidad de poner en marcha inmediata la ejecución de los programas, se acordó que fuera el Banco de la República la entidad encargada de administrar los fondos así constituidos. De esta manera el Banco con su experiencia en la canalización del crédito hacia actividades altamente productivas, se encargó de la organización y funcionamiento del FIP. (Arias, 1963, p. 89)

Por esas razones el Banco quedó a cargo de la administración de los fondos de fomento propiamente dichos, y de los que aquí se denominan fondos financieros cuasifiscales.

3.4.1 Fondos de fomento¹⁵⁰

El primero de los fondos que se creó fue el FIP, que surgió cuando se expidió la Resolución 11 de 1963 de la Junta Directiva del Banco de la República, en concordancia con una recomendación del Comité *ad hoc* de la Alianza para el Progreso y de una misión del BIRF (Arias, 1963).

El objeto específico del FIP fue contribuir a fortalecer la balanza de pagos mediante la sustitución de importaciones y el incremento de las exportaciones. Al inicio se privilegió la asignación de sus recursos crediticios a la primera de esas finalidades (Urdinola, 1976; Asociación Nacional de Instituciones Financieras [ANIF], 1975), pero luego se otorgaron mayores recursos con el objetivo de lograr el crecimiento de las exportaciones.

Los recursos iniciales del FIP provinieron de créditos externos concedidos al Banco de la República por el BID, el BIRF y el Gobierno de Holanda. Además, para el redescuento de operaciones en moneda extranjera se contó con líneas de crédito de la AID, el BID, el Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) y el BIRF. Además, el Banco de la República emitió para financiar sus operaciones, como se explica adelante.

Los propósitos del FIP de incrementar la producción nacional se complementaron cuando se buscó que a través de sus operaciones se presentara un desarrollo regional más equilibrado, para lo cual sus tasas de interés se establecieron de modo diferencial, según el número de habitantes de las ciudades donde estuvieran establecidas las empresas, lo que produjo poco efecto, pues el crédito se concentró en Bogotá, Medellín y Cali, y en menor medida en Barranquilla.

La segunda institución creada para direccionar el crédito a un sector específico fue el FFA, que se reguló mediante las resoluciones 23 de 1966 y 17 de 1968, de la Junta Monetaria. En esas disposiciones se determinó que el objetivo de este fondo sería financiar programas destinados al aumento de la producción agrícola a corto plazo, mediante la tecnificación de las actividades y la asistencia técnica. Tales programas debían ser aprobados por la Junta Monetaria y tendrían como plazo máximo un año.

¹⁵⁰ Un examen detallado sobre la organización inicial de los fondos, sus finalidades y operación, se encuentra en ANIF (1976), Gómez (1976), Urdinola (1976), Carrizosa (1979) y Gómez (1990).

Los recursos del FFA se nutrieron al comienzo, de los fondos del encaje marginal y más tarde, de una inversión forzosa que, en cuantía equivalente al 6 % del valor de su cartera, debían hacer los bancos comerciales en bonos de fomento agrario emitidos por el Banco de la República.

La Ley 5 de 1973 convirtió el FFA en el FFAP, para lo cual ordenó que los bancos comerciales debían invertir mínimo el 15 % y máximo el 25 % de sus colocaciones en títulos de fomento agropecuario, con cuyo producto el FFAP financiaría actividades agrícolas y pecuarias a corto, mediano y largo plazo. No obstante, “de los 12 o 13 cultivos financiados semestralmente desde 1967 solo cuatro absorbieron en promedio desde ese año el 88,3 % del crédito y el 84,5 % de las hectáreas cultivadas. Esos cultivos privilegiados han sido algodón, arroz, sorgo y maíz” (ANIF, 1975, p. 216).

En 1967, por medio del Decreto 444, se creó Proexpo, fondo al cual se destinó un impuesto equivalente al 1,5 % del valor CIF de las importaciones, recursos que se incrementaron en 1974 cuando, mediante el Decreto 2366, ese porcentaje se elevó al 5 %. Es decir, Proexpo tuvo una fuente de recursos de origen fiscal, no ligada a las inversiones forzosas o al crédito externo, aun cuando inicialmente hubo de ser financiado también por el Banco de la República porque el Gobierno no le transfirió esos recursos. Sus actividades iniciales comprendieron otorgar crédito y los gastos de promoción de las exportaciones, y al igual que el FFAP concentró su financiamiento en muy pocas actividades (ANIF, 1975).

La cuarta de las instituciones a través de las cuales se canalizó el crédito dirigido fue el FFI, creado por la Resolución 54 de 1968 de la Junta Monetaria para financiar los préstamos que otorgasen los bancos y las corporaciones financieras a la pequeña y mediana industria con destino al capital de trabajo o al pago de asistencia técnica, fin para el cual se determinó que sus recursos provendrían de la emisión y colocación de bonos por parte del Banco de la República. Los plazos serían de hasta tres años y, al igual que en el caso del FIP, se establecieron tasas de interés diferenciales según el tamaño de las ciudades en que estuvieran radicadas las empresas prestatarias.

Por último, en lo referente a los fondos de fomento, la Resolución 16 de 1983 de la Junta Monetaria creó el FCE con el propósito de fomentar la capitalización de las sociedades anónimas pertenecientes a los sectores manufacturero, agroindustrial, de la construcción o del comercio interno. Sus recursos provendrían de los títulos creados por la Resolución 39 de 1978 y serían beneficiarios de sus operaciones las personas naturales o jurídicas colombianas que comprasen nuevas emisiones de acciones, fuesen ellas nuevos accionistas o ya tuviesen esa condición.

3.4.2 Fondos cuasifiscales

Los que en este trabajo se llaman fondos cuasifiscales comprenden el FFDU, el FDE y el Fodex. Estas instituciones pueden considerarse de naturaleza cuasifiscal porque de una u otra manera tuvieron como finalidad financiar gasto público que ha debido fondearse con impuestos, ahorro privado, endeudamiento externo, o con crédito directo del Banco de la República.

El FFDU se creó mediante la Resolución 63 de 1968 de la Junta Monetaria con el objeto de financiar crédito a los gobiernos municipales que destinasen el producto de esas operaciones al desarrollo urbano, siempre que los proyectos así financiados dieran lugar a la recuperación de sus costos mediante contribuciones de valorización.

Al igual que en el caso del FFI, los recursos del FFDU provendrían de la emisión de bonos por parte del Banco de la República y sus operaciones tendrían como condiciones que las entidades municipales deudoras cumplieran con cierto límite en su endeudamiento y contasen con la aprobación de la Junta Directiva del Banco de la República y la Junta Monetaria. En lo referente a su plazo, el máximo sería de diez años. Las principales actividades financieras serían la construcción de nuevas vías; la ampliación y pavimentación de las existentes; la adecuación de terrenos para parques recreacionales; y, la provisión de infraestructura sanitaria. Sus créditos se otorgaron, sobre todo, en Bogotá, Cali, Medellín y, en menor medida, Manizales. Las operaciones de este fondo fueron suspendidas en 1970 por falta de recursos y en 1974 se trasladó al BCH para que este asumiera su manejo.

El FDE, creado con el propósito de financiar el pago de la deuda externa del sector eléctrico (Carrizosa, 1979), fue financiado con recursos de la Resolución 12 de 1979 y crédito del Banco de la República. Los pasivos de este fondo fueron asumidos en noviembre de 1982 por el Gobierno nacional con los recursos de un crédito que le concedió el Banco de la República, al paso que sus activos fueron transferidos a la Financiera Eléctrica Nacional (FEN), creada para suministrarle créditos al sector eléctrico mediante la Ley 11 de 1982.

Finalmente, el Fodex se constituyó en 1986 por medio de un contrato celebrado entre el Gobierno nacional y el Banco de la República con el fin de asegurar el pago de la deuda externa de la nación o de la deuda externa garantizada por esta. Según ese contrato, el Fodex podría financiarse con recursos del Banco de la República, con cargo a la Cuenta Especial de Cambios, o con otros recursos que se juzgasen apropiados para ese fin (Ortega, Informe, 1986). Al inicio se utilizaron los excedentes cafeteros que generaron los buenos precios del café en 1985 y 1986, pero más adelante se recurrió a la emisión del Banco de la República para nutrirlo.

3.4.3 La operación de los fondos y sus implicaciones

Como se desprende de la anterior síntesis, los fondos pretendieron acelerar el crecimiento económico, generar más empleo, fortalecer la balanza de pagos del país, el desarrollo urbano, un más equilibrado desarrollo regional, y subsanar las dificultades financieras del sector público¹⁵¹. La evaluación de cuánto de ello se logró, escapa al propósito de este trabajo, porque el énfasis debe hacerse en la manera como su operación afectó el manejo de la política monetaria y los impactos que tuvieron en la distribución del ingreso.

Los fondos eran unas cuentas administradas por el Banco de la República que no otorgaban el crédito directamente a los usuarios finales, pues se estableció que los intermediarios financieros serían quienes asumirían ese riesgo al concederles las operaciones, las cuales podían redescontarse en el respectivo fondo.

Así las cosas, el intermediario financiero le cobraba al usuario final del préstamo la tasa de interés, y le pagaba al fondo por los recursos que este le redescantara, lo cual se conocía como la tasa de redescuento. La relación entre el monto de lo que prestaba el intermediario financiero y lo que redescataba cada fondo se conocía como el margen de redescuento. En esas circunstancias, a mayor diferencia entre la tasa de interés y la de redescuento, y a mayor margen de redescuento, más incentivo tenía el intermediario financiero para asumir el riesgo al concederles los créditos a los usuarios finales.

Como las tres variables (la tasa de interés, la tasa de redescuento y el margen de redescuento) estaban controladas, en el afán de orientar el crédito a los fines que se consideraban prioritarios estas podían ser utilizadas para tratar de incentivar unas operaciones más que otras¹⁵² y así ellas se variaron con profusión en el transcurso de los años.

Desde el punto de vista de la política monetaria las operaciones de redescuento creaban reservas bancarias, mientras que las amortizaciones de los intermediarios las reducían, de tal suerte que, con independencia del origen de los recursos, la operación diaria de los fondos afectaba el monto de la base monetaria. Además de ello, como las disponibilidades de los fondos —mediante las inversiones forzosas para el FFAP, los impuestos para Proexpo y los títulos emitidos por el Banco de la República para esas finalidades (FFI y FFDU)— fueron, en muchas ocasiones, menores que el valor de sus redescuentos, el Banco de la República tuvo que emitir para financiar sus actividades.

¹⁵¹ Carrizosa (1979) presenta un resumen sobre los objetivos específicos de cada fondo.

¹⁵² Hernández (1975) dio cuenta de que hacia 1974 en el FFAP existían 71 actividades financiadas y cerca de 35 tasas de rentabilidad diferentes en el sistema bancario.

Ese fenómeno fue constante durante los años setenta. Sin embargo, a partir de 1980 este hecho se revirtió y las disponibilidades de los fondos superaron el monto de los redescuentos, por lo que contribuyeron a reducir la emisión primaria de dinero (Cuadro 9).

Cuadro 9
Banco de la República, crédito neto a los fondos de fomento

Año	Crédito neto (millones de pesos)
1970	312,6
1971	1.678,6
1972	2.002,6
1973	2.985,5
1974	2.007,9
1975	2.548,0
1976	2.960,2
1977	4.325,8
1978	8.309,3
1979	6.536,1
1980	-628,1
1981	-6.661,8
1982	-7.290,5
1983	-16.211,3
1984	-2.422,3
1985	-3.813,2
1986	-12.478,3
1987	-10.676,4
1988	-6.412,0

Fuente: Gómez (1990, p. 693).

Ese cambio fue el resultado de las disposiciones consignadas en las resoluciones 39 de 1978 y 12 de 1979. Con la Resolución 39 la Junta Monetaria impuso por primera vez un encaje a las corporaciones financieras y les dio la posibilidad de que este estuviera representado en bonos emitidos por el Banco para financiar el crédito de fomento (disposición que se extendió un poco más tarde a los depósitos de ahorro y a término de los bancos comerciales y las compañías de financiamiento comercial). La Resolución 12, por su parte, posibilitó que el Banco de la República captara recursos del mercado a tasas de interés competitivas.

De este análisis se concluye que los fondos contribuían no solo al direccionamiento del crédito, sino que afectaban el nivel de la base monetaria, tanto por los efectos netos que sobre la emisión primaria del Banco tenía la diferencia entre sus disponibilidades y el valor de sus redescuentos, como por su operación diaria al otorgar y recibir el pago de sus créditos.

Aspecto de especial relevancia para entender la manera como operaban los fondos es cuantificar la diferencia entre la tasa de interés de mercado prevaleciente en cada momento, y la que cobraban los bancos por el crédito de fomento. El Anexo 7 muestra unos indicadores a este respecto.

Se debe advertir, eso sí, como se hace en la nota metodológica que explica de qué manera se obtuvieron los datos de dicho anexo, que la información disponible no permite medir con total precisión el fenómeno. No obstante, como se puede apreciar en esa información, todo indica que los subsidios fueron muy cuantiosos, pues en muchas ocasiones superaron el 20 % anual del valor del préstamo.

Con ello las cifras dan validez al argumento de que los fondos, al otorgar los subsidios, fueron el instrumento utilizado para aminorar el efecto de la inflación en alguno de los sectores productivos.

Los efectos redistributivos de la inflación pueden dividirse entre los que afectan el flujo de los ingresos y aquellos que afectan el stock de la riqueza de los agentes económicos. Los primeros están referidos principalmente al efecto de la inflación sobre los salarios y las demás rentas laborales; los segundos miden el impacto que sobre el valor de los activos tiene el hecho de que ellos no eleven su valor nominal al mismo ritmo de la inflación. Como quedó dicho, la indexación parcial de los salarios y de muchos otros precios hizo que la inflación no tuviera efectos redistributivos importantes sobre el flujo de ingresos, pero ese no fue el caso en los activos líquidos —efectivo y cuentas corrientes— sobre los cuales no se reconocían rendimientos financieros.

La desvalorización de los activos líquidos —que en la literatura económica se conoce como impuesto por inflación— demerita la riqueza de quienes los mantienen, en beneficio del Banco Central que emite el dinero primario, y de los bancos de depósito, que son los deudores de las cuentas corrientes.

Fácil es demostrar que la distribución del impuesto por inflación entre el Banco Central y los bancos de depósito depende del valor del multiplicador (Hernández, 1980), ya que dada la preferencia por efectivo un alza en los encajes disminuye la expansión de las cuentas corrientes. Por lo tanto, la política de crédito dirigido, que se hacía aumentando los encajes, que luego se reducían cuando el crédito estaba destinado a ciertos sectores, era de mutua conveniencia para los bancos y sectores a los que estaba dirigido el crédito preferencial.

El subsidio a los deudores del crédito de fomento era, por su parte, una manera de quitarles una porción del impuesto por inflación a los bancos de depósito para trasladársela a esos deudores. El crédito dirigido supuso entonces una pugna distributiva entre el sector financiero y los sectores considerados prioritarios, pugna que se fue resolviendo con el alza en las tasas de interés a medida que la inflación alcanzó niveles superiores al 20% y que los bancos vieron disminuir de manera relativa las cuentas corrientes como fuente de financiamiento de las operaciones crediticias.

4. Manejo circunstancial de la política

En la literatura económica sobre reglas y discrecionalidad, las reglas son mecanismos que restringen el poder de la autoridad para escoger la política a seguir o para tomar decisiones y por consiguiente, limitan sus actuaciones, mientras que la discrecionalidad se entiende como el poder de la autoridad para actuar de acuerdo a su juicio y voluntad (Dwyer, 1993). La discusión sobre la conveniencia de uno u otro sistema para dirigir la política económica en general, y la monetaria en particular, es interminable porque está referida tanto a consideraciones políticas como de eficiencia.

En la Colombia de los años sesenta y en las dos décadas siguientes, ese debate teórico no permeó las decisiones de la Junta Monetaria por los amplios poderes con que ella fue investida para manejar la política monetaria, cambiaria y crediticia, y por los múltiples objetivos que, con distinto énfasis, siguió esa autoridad, los cuales incluyeron:

- Mantener un nivel de reservas internacionales que hiciera posible el cumplimiento de las obligaciones externas del país
- Financiar el déficit fiscal del Gobierno nacional central y del sector descentralizado
- Direccionar el crédito del Banco de la República y de los fondos de fomento hacia los sectores productivos que se consideraron prioritarios
- Controlar la liquidez de la economía para evitar el crecimiento de los medios de pago más allá de lo que fuese compatible con la ‘inflación tolerable’, para lo cual se aprobaba anualmente un presupuesto monetario. Para esas finalidades se contaba con la política de encajes, con la tasa de redescuento y, en teoría, con las operaciones de mercado abierto

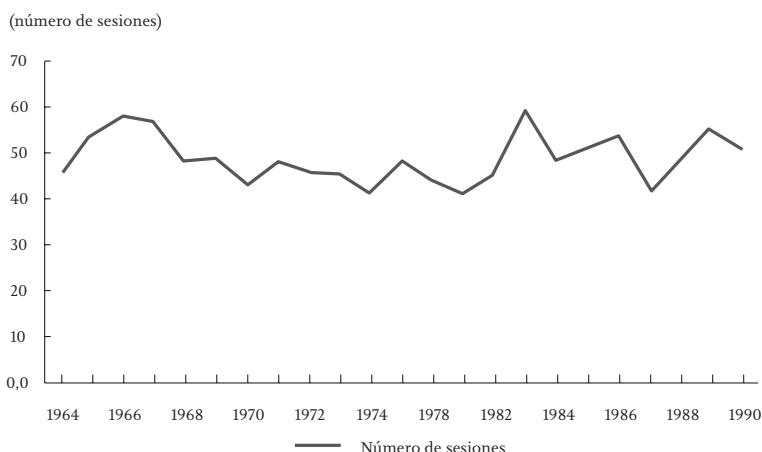
Es evidente que los cuatro objetivos fueron durante muchos períodos claramente contradictorios entre sí, y que los instrumentos eran insuficientes para alcanzarlos, en especial si se tiene en cuenta que los encajes tuvieron como finalidad no solo controlar la liquidez de la economía, sino orientar el crédito hacia ciertos sectores.

Limitación a la cual se agrega que, por lo precario del mercado de capitales, por la dispersión de la tasa de interés y por el control administrativo que sobre muchas de ellas se ejercía, las operaciones de mercado abierto tenían escaso poder para controlar el crecimiento de la base monetaria y por ende la liquidez de la economía.

Fue por ello que la Junta, sin renunciar a sus múltiples objetivos, ejerció de manera muy discrecional sus poderes, como se desprende de las cifras del Anexo 8, donde se ve que durante su ejercicio se reunió en 1.256 ocasiones y emitió 2.185 resoluciones, u órdenes, para regular las materias de su competencia.

El Gráfico 13 muestra el número de sesiones anuales de la Junta y puede observarse que entre noviembre de 1963 y julio de 1991 hubo prácticamente una sesión semanal, con excepción de los años 1975, 1976, 1979 y 1980, que no se muestran en el gráfico por su atipicidad, pues en ellos se celebró un número significativamente menor de reuniones.

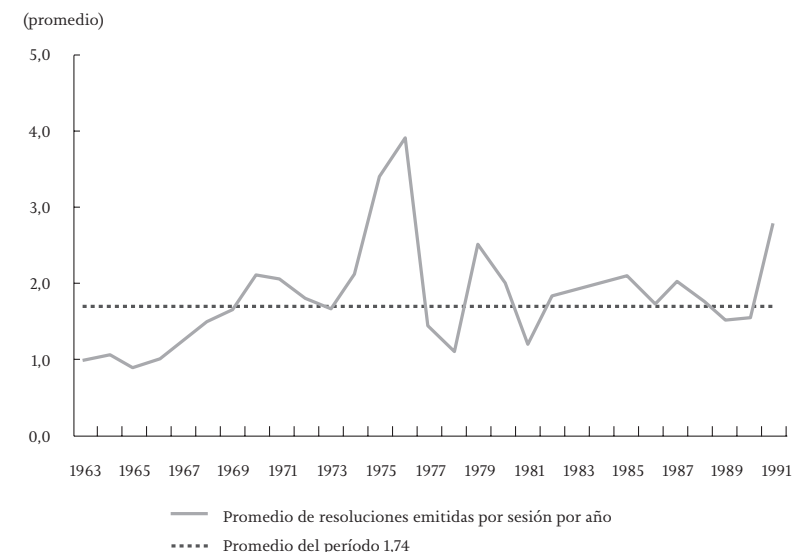
Gráfico 13
Número de sesiones anuales



Fuente: Anexo 8.

En esas sesiones el promedio de decisiones por reunión fue de 1,74 (Gráfico 14), indicativo de la alta discrecionalidad con que la Junta ejerció sus funciones, mas no da cuenta plena del manejo circunstancial con que se expedían las normas, debido a que para comprenderlo es necesario entender que “el proceso de decisión dentro de la Junta [...] era complejo. Implicaba un proceso de negociación entre los diferentes ministerios, con un papel importante de componedor para el Gerente del Banco, y una cooperación estrecha con los asesores” (Urrutia, 2014, p. 14).

Gráfico 14
Promedio de resoluciones emitidas por sesión



Fuente: Anexo 8.

Se debe entender además que lo circunstancial en el proceso de toma de decisiones obedecía también a la casuística con que lo contradictorio de sus objetivos la obligaba a actuar para modificar, interpretar, suspender o bien diferir algunas de sus determinaciones.

Un análisis exhaustivo de esa casuística rebasa, asimismo, los objetivos de este trabajo, pero para ilustrarla algunos ejemplos son reveladores:

- En 1963, según el acta 4, la Junta aprobó una rebaja de los depósitos de importación para unos vehículos con destino a los hospitales de La María y San Juan de Dios, y para importar 1.700 metros de lino puro, según solicitud del cardenal arzobispo de Bogotá
- En 1975, según el acta 551, la Unión de Mujeres del Atlántico se dirigió a la Junta pidiendo se le eximiera de constituir el depósito de COP 10 por cada dólar que debían efectuar para la compra de las divisas que requerían en el viaje que iban a realizar a Ciudad de México como participantes en el Congreso Mundial Femenino. La Junta negó la solicitud considerando que sus disposiciones eran de carácter general y que no estaba facultada para establecer excepciones a estas
- La Resolución 45 de 1973 autorizó redescantar las operaciones de crédito que los bancos hubiesen hecho para financiar las importaciones de productos alimenticios por parte del Instituto de Mercadeo Agropecuario (Idema)
- La Resolución 43 de 1975 creó un cupo de crédito a favor de Proexpo para otorgar préstamos a las empresas productoras de textiles a fin de que ellas pagaran sus obligaciones en divisas¹⁵³
- La Resolución 42 de 1983 “se utilizó para resolver el conflicto entre las dos agrupaciones de accionistas que se habían disputado el control del Banco de Bogotá en 1981” (Caballero, 1987, p. 208)
- La Resolución 24 de abril de 1981, por la cual se dictaron normas en materia de reintegro de divisas por concepto de reexportaciones de bienes, se expidió para resolver una solicitud de Avianca (acta 1245)

Constantes fueron también los casos en que luego de expedir una norma, al cabo de un corto término se expedía una modificación de la misma para aclararla o introducir excepciones o variantes en su aplicación.

¹⁵³ La justificación de esa decisión, absolutamente circunstancial la hizo Germán Botero de los Ríos: “Este tratamiento a la industria de textiles, que formalmente aparece como una excepción de la política monetaria tuvo en verdad varias explicaciones económicas de fondo [...] Por tratarse de una industria que ocupa un elevado número de brazos, que consume un volumen apreciable de materia prima nacional, y sobre todo muy representativa de la institución de la sociedad anónima en Colombia, resultaba prudente prestarle alguna forma de ayuda para mantener esta fuente de empleo y lograr que en el futuro recobre su dinamismo exportador” (Informe, 1975, pp. 75-76).

Pero la manera más general de ilustrar el proceso circunstancial de la toma de decisiones es verificando el orden del día que consta en las actas de la Junta, pues se evidencia que no hubo sesión en la cual la Junta no se ocupara de resolver la petición bien de algún gremio, de algunas de las empresas asociadas a estos, de entidades o agencias gubernamentales, de alguna de las dependencias del Banco de la República, o bien de algunos individuos particulares, como ya se ilustró.

5. Papel de los asesores de la Junta Monetaria

La institución de los asesores de la Junta Monetaria, creada por el Decreto Ley 2206 de 1963, fue un valioso elemento en el proceso de la toma de sus decisiones. Ello fue así porque desde sus inicios:

[...] se estableció el principio [de] que estos deberían presentar un estudio sobre todos los temas que llevaran a decisiones de la Junta y que esos documentos se leerían en las sesiones antes de la toma de cada decisión. Esa práctica tenía el objetivo de plantear soluciones técnicas antes de las deliberaciones políticas que se tomarían en las sesiones. (Urrutia, 2014, p. 14)

También desde el principio el cargo de los asesores recayó sobre profesionales de muy elevada capacitación (Anexo 9), todos con títulos de doctorado en Economía o Derecho, o con estudios de posgrado en estas materias.

Se facilitó ese proceso de selección porque la remuneración de los asesores estuvo a cargo del Banco y por lo tanto fue mayor que la del resto de la burocracia oficial ya que este pagaba mejores salarios. Según consta en el acta 6, el primer salario de los asesores fue de COP15.000 mensuales, equivalente al 75 % de la asignación básica que recibía el gerente del Banco de la República en ese momento, superior en 36 % a la del subgerente secretario, que era el cargo de segundo rango en el Banco, y casi el doble de la de los cargos de tercer nivel. Además, a partir de 1969 la Junta aceptó reconocerles las mismas prestaciones sociales de los empleados del Banco, con lo cual mejoró aún más su remuneración (acta 65).

Hasta mediados de los años setenta, como también se puede apreciar en el Anexo 8, los asesores duraron más tiempo en el cargo, probablemente por las dificultades que para ejercerlo fueron surgiendo a medida que se acentuó el proceso inflacionario. La fuente primaria para verificar esas dificultades deberían ser las actas de la Junta Monetaria, donde se da cuenta de los conceptos que se les solicitaban y los trabajos que se les encomendaban a fin de tomar las decisiones. Desafortunadamente, en las actas son escasas las ocasiones en que se dejó constancia de los debates que suscitaban el contenido de los documentos; lo que allí se consignaba por lo general eran las decisiones adoptadas.

No obstante, un valioso testimonio de Miguel Urrutia —quien fue testigo de excepción del proceso de toma de decisiones en la Junta, primero como asesor, luego gerente técnico del Banco y más adelante como miembro de ella en su condición de director del Departamento Nacional de Planeación (DNP)— da cuenta del entorno en que los asesores ejercían su tarea:

[...] su labor se constituía en discutir, negar o rediseñar propuestas presentadas por los miembros de la Junta, que con frecuencia implicaban aumentar la cantidad de dinero para solucionar problemas sectoriales de los ministros con créditos del Emisor [...]. La labor de los asesores era extenuante, pues contradecir ministros no es fácil, y aunque bien pagados, estos funcionarios no duraban mucho en sus cargos. (Urrutia, 2014, p. 14)

Ninguna de esas contradicciones puntuales se hizo pública en aquellos años, en parte por la discreción con que ejercieron el cargo los asesores y también porque ellas no eran doctrinarias, sino circunstanciales, ya que las posiciones ideológicas extremas no fueron comunes entre los principales economistas colombianos (Meisel, 1996).

Con independencia de las dificultades que suponía ejercer el cargo de asesor de la Junta Monetaria, ese ejercicio se convirtió en valiosa experiencia para acceder a más altas posiciones en el comando del Estado colombiano. Dos de ellos fueron más tarde ministros de Hacienda, otros dos ejercieron la Gerencia del Banco de la República, cuatro fueron directores del DNP, cuatro más se desempeñaron en otras carteras ministeriales, y dos, además de los mencionados ministros de Hacienda, ejercieron como miembros de la nueva Junta Directiva del Banco de la República a partir de 1991¹⁵⁴.

6. Controversia sobre la Junta, sus políticas y propuestas de reforma¹⁵⁵

El manejo discrecional que la Junta Monetaria dio a sus decisiones, la creciente inflación que se generó desde el inicio de los años setenta, la reiterada

¹⁵⁴ Rudolf Hommes y Juan Camilo Restrepo fueron ministros de Hacienda; Francisco Ortega y Miguel Urrutia, gerentes del Banco de la República; Jorge Luis Lara, Luis Eduardo Rosas, Miguel Urrutia y Armando Montenegro dirigieron el DNP; Miguel Urrutia, Hernando Gómez Otálora, Juan Camilo Restrepo y Carlos Caballero se desempeñaron en otras carteras ministeriales, y Hernando José Gómez y Carlos Caballero fueron miembros de la nueva Junta.

¹⁵⁵ El contenido de esta sección se basa, en buena parte, en el trabajo de Hernández (2008).

financiación monetaria del déficit fiscal y el reparto del impuesto inflacionario por fuera de las normas tributarias y presupuestales, dieron lugar a diversas críticas.

Una de ellas se manifestó por primera vez de manera franca y abierta cuando, a mediados de 1973, el DNP publicó en su revista cuatro documentos —de Currie, Barro, Hernández y Rosas— criticando el sesgo inflacionario de la institucionalidad monetaria entonces existente.

Progresivamente esa postura terminó siendo aceptada por amplios sectores de la opinión ilustrada, y fue así como se empezó a proponer que se reformara, en su composición y funciones, la autoridad monetaria. En febrero de 1974 el presidente Misael Pastrana exhortó a pensar sobre la dicotomía presente en el hecho de que:

[...] nos hemos venido acostumbrando a mirar el Banco de la República, no como un instrumento exclusivo de manejo del sistema monetario sino también como una entidad de desarrollo y de fomento [...]. Existe, pues, una contradicción básica y un dilema sin resolver en el corazón mismo de nuestra estructura económica, que se proyecta desde mucho tiempo atrás. (1974, p. 8-A)

En 1975 Miguel Urrutia, por entonces jefe del DNP y por tanto miembro de la Junta Monetaria, indicó que:

[...] 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 instrumento para asignar recursos de la economía. (1975, p. 226)

Por su parte, Hernández (1975, 1979) expuso reiteradas críticas a la estructura institucional entonces vigente para el manejo de la política monetaria y la forma como ella se conducía; en particular, con ocasión de la V Asamblea Anual de Afiliados de ANIF, propuso la creación de una junta de emisión y control monetario:

[...] compuesta por representantes designados por el Presidente de la República para períodos fijos y prolongados [...] [a la cual se] dotaría de una amplia autonomía. De la misma harían parte el Ministro de Hacienda y el Gerente del Banco de la República en condiciones jerárquicas iguales a las de los demás miembros, pero no existiría representación de otros ministerios y de ninguno de los gremios económicos. (Hernández, 1979, p. 39)

En concordancia con estas ideas, en el Congreso de 1982 Hernando Agudelo Villa presentó un proyecto de ley en el cual propuso que la Junta Monetaria estuviera compuesta por el ministro de Hacienda, el jefe del DNP, el gerente del Banco de la República y dos miembros con derecho a voz y voto de tiempo completo y dedicación exclusiva.

Como ponente del proyecto de Agudelo fue designado Hernando Gómez Otálora, quien había sido asesor de la Junta Monetaria en sus inicios y dio su apoyo a esa iniciativa, pues señaló:

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, cuyo interés está centrado en las inversiones públicas y quien por lo tanto desearía ver un creciente caudal monetario orientado hacia ellas. De allí que propongamos también sustraerlo de la Junta Monetaria. (Gómez, en Avella, 2000, p. 173)

Sin embargo, la crítica más acerba a la institucionalidad y al manejo monetario fue la de Rudolf Hommes, quien en su columna de la revista *Estrategia Económica y Financiera* expresó la inconveniencia de que en el Banco de la República, a través de la Junta Monetaria, estuviesen presentes tentaciones y oportunidades de engrandecimiento personal y burocrático sin que existiesen controles para evitar que los funcionarios sucumbiesen ante ellas. Por ello propuso crear:

[...] una autoridad monetaria independiente que le responda al electorado por la tasa de inflación, y que dicte la política que ejecuta el Banco de la República [...]. Es indispensable aislar a la administración del Banco de la República de presiones políticas, para que la institución se reforme y abandone su carácter clientelista. Por esto se debe mantener el principio de que el Banco no puede crear ni asignar liquidez arbitrariamente a favor de nadie. (Hommes, 1988, p. 29)

Todas esas propuestas de reforma de la autoridad monetaria eran coincidentes, de una u otra manera, con las ideas de Alfonso Palacio Rudas, quien durante más de veinticinco años fue un crítico acérrimo de la Junta Monetaria

y a fines de julio de 1973, concordante con la publicación de los artículos en la revista del DNP aludida, escribió:

Diez años de recorrido lleva la Junta Monetaria con resultados adversos, ruinosos para la estabilidad de precios. La inflación incubada en el desequilibrio de los presupuestos ha encontrado amparo y estímulo en ese prepotente organismo. Paradójico y doloroso que una entidad creada para defender la salubridad de la moneda, le inocule tuberculosis con sus arbitristas maniobras. (Palacio, en Hernández, 2004, p. 285).

Y luego de precisar cómo se había creado la Junta Monetaria con base en unas facultades extraordinarias propuestas por él mismo, de lo cual siempre se arrepintió, Palacio Rudas señaló:

Desde 1963 no se desaferra de mi cerebro la idea de sustituir la Junta Monetaria gubernamental por una especie de Magistratura de la Moneda. Sería una agencia del Estado servida por funcionarios altamente calificados por su idoneidad técnica y conocimientos de las realidades. Si se quiere, hasta podría designarlos el Presidente de la República. Pero con garantía de inmovilidad durante un período fijo. No encuentro otra manera de liberar a la numisma de la servidumbre de las apropiaciones, vale decir, de inmunizarla contra el influjo irresistible de los gastos de imagen y prestigio. Considero que mientras subsista la actual composición de la Junta Monetaria resulta candoroso creer en la eficacia de la lucha contra la carestía. (Palacio, en Hernández, 2004, p. 286)

Aun cuando la iniciativa de Agudelo Villa en el Congreso de 1982 no tuvo éxito, ello no fue óbice para que se presentaran nuevas iniciativas que buscaron modificar la institucionalidad monetaria entonces existente y en particular quitarle injerencia al Banco de la República en la asignación de crédito a los particulares.

En el último semestre de 1981 se tramitó una iniciativa que se convirtió en la Ley 11 de 1982, por la cual se creó la Financiera Eléctrica Nacional (FEN), que sustrajo de la órbita del Banco de la República el financiamiento para el sector eléctrico, pues esa institución empezó a financiarlo con captaciones en el mercado interno y con crédito externo.

Además de ello en las legislaturas de 1986, 1987 y 1988 se presentaron nuevos proyectos de ley, de origen parlamentario, con el fin de cercenarle el poder crediticio al Banco de la República.

En 1989, mediante la Ley 57, se autorizó la constitución de la Financiera de Desarrollo Territorial S. A. (Findeter), cuyo objeto social fue la promoción del desarrollo regional y urbano sin la intervención del Banco de la República,

ya que, al igual que la FEN, quedó autorizada para captar recursos del ahorro interno y externo en procura de ese objetivo.

Un año después Gabriel Rosas, quien acompañó a Hernando Agudelo en sus iniciativas, habría de insistir, cuando fue ministro de Agricultura, en algunas de esas ideas y bajo su liderazgo se expidió la Ley 16 de 1990, por medio de la cual se sustrajo de la competencia del Banco de la República el suministro de crédito al sector agropecuario con la creación de Finagro, entidad que empezó a operar en enero de 1991, en reemplazo del FFAP.

En contraste con esas iniciativas, en el Banco de la República se preparó, en 1987, un proyecto de ley que buscaba fortalecer el crédito dirigido por parte del Emisor (Banco de la República, 1987), postura que se defendió en las notas editoriales de la *Revista del Banco de la República* de noviembre de 1988, con un trabajo de Hernando José Gómez (1990), y que Francisco Ortega refrendó en la introducción del libro *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*¹⁵⁶, cuando expresó:

Contar con una política especial de crédito e irrigación de recursos a los principales sectores de la actividad económica, ha sido considerado un elemento importante en razón del limitado avance del mercado doméstico de capitales [...] [Para ello] se ha logrado una adecuada coordinación entre las funciones monetarias y aquellas de orientación del crédito, de tal manera que desde finales de los años setenta, los fondos financieros no ofrecen dificultades para la ejecución de una política monetaria ajustada. (Ortega, 1990, pp. XXIV-XXV)

Además, en 1990 el Banco adelantó gestiones para contratar con el BIRF una línea de crédito externo por USD 200 millones con el fin de financiarle proyectos al sector industrial. Sobre el particular, en el Informe de 1990 se anotó: “la mencionada línea de crédito para reestructuración industrial asegura la continuación, en los próximos años, de la labor desarrollada por el Banco de la República a través de los Fondos financieros industriales y de líneas de crédito externo” (Ortega, Informe, 1990, p. 63).

De estas últimas evidencias se concluye que hasta muy pocos meses antes de expedirse la Constitución de 1991 la dirección del Banco de la República defendió el crédito a los particulares como parte de su razón de ser. Todo indica que fue gracias a esa influencia que en la Carta de 1991 la prohibición del crédito del Banco a los particulares no fue taxativa, pues quedó establecido que el mismo podría hacerse “cuando se trate de intermediación de crédito externo

¹⁵⁶ Texto que se propuso ser una historia total de la institución desde sus orígenes hasta principios de los años noventa y que incluyó también trabajos sobre la evolución monetaria del país en el siglo XIX.

para su colocación por medio de los establecimientos de crédito” (art. 373), facultad que, afortunadamente, la Junta Directiva del Banco de la República no ha ejercido desde su creación como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia desde 1991.

7. Aspectos sobre la naturaleza y la administración del Banco

Establecer que la Junta Monetaria, como órgano estatal, tuviera a su cargo la dirección de la política monetaria, cambiaria y crediticia y que esta sería ejecutada en muy buena parte por el Banco de la República, no impidió que se continuara debatiendo la naturaleza jurídica del Emisor y, en particular, si él debía ser nacionalizado y operar como una entidad pública.

En 1960 se propuso en el Congreso de la República que el Banco se convirtiera en un órgano descentralizado de la rama ejecutiva y fuera un establecimiento público; en 1967 se intentó que fuera una sociedad de economía mixta; en 1971 se planteó convertirlo en una entidad de derecho público que tuviese un estatuto autónomo especial (Ibáñez, 1990).

A esas iniciativas de origen parlamentario, u originadas en el trabajo del Grupo de Estudio de las Instituciones Financieras¹⁵⁷, se sumó la del gerente del Banco, Germán Botero de los Ríos, quien en su Informe a la Junta Directiva de 1971, al hacer un amplio comentario sobre algunas de esas iniciativas consideró que la entidad:

[...] para mantener los servicios actuales, debe ser un organismo lo más autónomo posible, con continuidad y permanencia en su organización que aseguren la mejor realización de sus labores [...]. En todos los países los bancos centrales tienen un estatuto especial que les permite cumplir sus funciones, bien dentro del gobierno o fuera de él, con estabilidad y sin interferencias, única manera de corresponder a lo delicado de las labores que se les asignan. (Informe, 1971, p. 282)

Esas ideas estuvieron presentes cuando se expidieron la Ley 7 y el Decreto 2617 de 1973, normas mediante las cuales se nacionalizó el Banco de la República, que en 1972 tenía la siguiente composición accionaria (Cuadro 10).

¹⁵⁷ En marzo de 1971 se creó este grupo técnico que, entre otras, formuló recomendaciones sobre la naturaleza del Banco de la República.

Cuadro 10
Composición accionaria del Banco de la República en 1972
(porcentaje)

Sector oficial	50,5
Sector privado ^{a/}	42,2
Entidades de economía mixta	7,3

^{a/} Comprende bancos privados nacionales, bancos privados extranjeros y particulares.

Fuente: Ibáñez (1990).

Al establecerse, en las citadas disposiciones, que el Gobierno adquiriría las acciones de los bancos privados nacionales y extranjeros, de los particulares y de las entidades de economía mixta, el Gobierno elevó su participación en el capital del Banco al 99,9 %, pues quedó establecido que cada banco conservaría la propiedad de una acción. Esta participación accionaria sería solo simbólica, ya que las acciones de los bancos no podían ser transferidas ni enajenadas y no darían derecho a voto, ni a dividendos, ni a participación en los bienes del Banco en caso de que este se liquidara.

Por lo tanto, a partir de 1973 el Banco de la República se convirtió en un órgano del Estado de naturaleza única, con un régimen legal propio que no pertenecía a ninguno de los sectores de la rama ejecutiva del poder público y cuya duración se extendió por 99 años contados a partir de julio de 1973.

Pese al cambio en su composición accionaria, la Junta Directiva del Banco no se modificó, siguió integrada por el ministro de Hacienda, el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros, tres miembros elegidos por los bancos nacionales afiliados a la Asociación Bancaria, dos miembros designados libremente por el presidente de la República y tres designados por él en representación, respectivamente, del sector de los consumidores, del sector de la producción y del sector exportador, y permaneció así hasta la reforma constitucional de 1991.

Con independencia de su naturaleza jurídica, y en particular sin tener en cuenta la composición de su capital, el Banco en el lapso comprendido entre 1961 y 1993 tuvo a la cabeza de la organización al gerente general, cargo que fue ejercido por Eduardo Arias Robledo (1961-1969), Germán Botero de los Ríos (1969-1978), Rafael Gama (1978-1982), Hugo Palacios (1982-1985) y Francisco Ortega (1985-1993).

Al primero de ellos le correspondió manejar una institución que, por delegación del Estado, se ocupó de un conjunto de actividades alejadas de su función de banco central, que incluían el manejo de las salinas terrestres de

Zipaquirá, Nemocón, Gachetá, Chámeza y Mongua, y las marítimas de Galera-zamba, Pozos Colorados y Manaure (Informe, 1961)¹⁵⁸.

Como consecuencia de esa delegación, quedó en manos del Banco preocuparse por el comercio de la sal y además tuvo a su cargo la construcción de la carretera Neusa-Tausa, la operación del embalse de la represa del Neusa y la planta eléctrica del mismo nombre. Solo con ocasión de crearse la Corporación Autónoma Regional de la Sabana de Bogotá (CAR), tanto la represa como la planta eléctrica pasaron a poder de esa entidad a partir del 1 de enero de 1962.

Además, el Banco administraba por esos años la Planta Colombiana de Soda de Betania, en Zipaquirá, y la Planta de Soda de la costa Atlántica en Cartagena, y como parte de la Concesión Salinas tuvo a su cargo la construcción de pozos, jagüeyes y albiges para suministrar agua potable a la población de La Guajira (Arias, Informe, 1963) e indirectamente participó en la empresa Curtiembres Vegetales de Colombia, que tenía como propósito producir ácido tánico del dividivi.

A lo anterior se agrega que a partir de 1946 el Banco tuvo a su cargo la administración de las minas de esmeralda, lo cual se hizo en virtud de autorización de la Ley 35 de 1944, que le concedió a la nación facultades para delegar su manejo y posibilitó la celebración de un contrato con el Banco para esos fines.

Todas esas actividades las realizó el Banco de la República en contra de la opinión de sus gerentes Luis Ángel Arango, Ignacio Copete y Eduardo Arias Robledo, quienes consideraron que esas funciones eran por completo ajenas a los objetivos de un banco central y no resultaba conveniente que este distrajera su atención en el desempeño de labores mineras o industriales. Así, en 1967 Arias Robledo expresó:

Nuevamente deseo insistir en lo extraño que resulta para un banco central el manejo de empresas industriales, máxime de minas de esmeralda cuya vigilancia y mercado son muy complejos y aleatorios. La gerencia del Banco expresa al gobierno –una vez más– la conveniencia de que a estos bienes nacionales se les de una administración por fuera del instituto emisor. (Informe, 1967, p. 26)

Sin embargo, el deseo de desembarazarse de las labores ajenas a la razón de ser de un banco central tardó años en llevarse a cabo. A pesar de que en 1961 se creó la sociedad anónima Esmeraldas de Colombia¹⁵⁹, que se encargaría de

¹⁵⁸ La administración de las salinas se inició en 1931, en desarrollo de los contratos aprobados por el Decreto 2241 de ese año (Informe, 1969, p. 18).

¹⁵⁹ Mediante el Decreto 1988 de 1961 (Informe, 1961).

administrar las minas, esa decisión no se tomó porque la injerencia del Banco en estas materias duraría hasta 1969, cuando:

[...] el Gobierno nacional accedió a las reiteradas gestiones del Banco y [...] los Decretos Leyes 912 y 3161 de 1968 crearon la “Empresa Colombiana de Minas”. Esta importante entidad entró en posesión de los yacimientos esmeraldíferos con todas sus anexidades, el 10 de octubre de 1969. En fechas anteriores el Banco le hizo entrega [...] de los bienes muebles e inmuebles, carreteras y caminos, acequias y tambres, garitas, escuelas, hospitales, acueductos, plantas eléctricas, maquinaria, equipo, taller de lapidación, etc. (Informe, 1969, p. 25)

Descripción que demuestra lo exóticas que eran algunas de las funciones del Banco de la República al administrar unas minas de esmeralda.

En cuanto al manejo de la Concesión Salinas, la Ley 41 de 1968 permitió que se terminaran los contratos de concesión que tenían el Banco y el Gobierno para manejar esas explotaciones. Por medio de esa norma se determinó que se celebraría un nuevo contrato entre el Gobierno y el Instituto de Fomento Industrial, que se encargaría de las labores de la concesión y también de administrar las plantas de soda de Betania y Cartagena. Se puso así término a las tareas del Banco de la República que durante años debió preocuparse por la producción de soda cáustica, cloro, bicarbonato refinado y sal refinada (Informe, 1969)¹⁶⁰.

Al abandonar esas tareas el Banco se dedicó a administrar el crédito de fomento y por eso en 1966 se creó el Departamento de Crédito Agrario, que en 1969 se convertiría en el Departamento de Crédito de Fomento y en 1984 se denominaba Subgerencia de Fomento y Cartera, cuya finalidad era la de ejecutar la política crediticia y de fomento del Banco y participar en el “diseño de políticas en las áreas financieras, agrícolas, pecuarias e industriales, a través de los organismos oficiales especializados” (Informe, 1984, p. 20). Ello supuso una notoria expansión de su planta de personal, que en 1988 llegó a tener casi 5.900 empleados (Informe, 1988, p. 20), cifra muy superior a la de otros bancos centrales latinoamericanos (Urrutia, 2014).

Al administrar y nutrir, de una u otra manera, las líneas de crédito de fomento, el Banco de la República, originariamente concebido como un banco central de emisión y control monetario, quedó convertido en un banco de crédito que seleccionó y financió proyectos de inversión privada de manera

¹⁶⁰ Sin embargo, es de señalar que el Banco siguió teniendo alguna injerencia en esas actividades, pues después de ello el gerente siguió asistiendo a la Junta Directiva de la Concesión Salinas, del IFI, el BCH y más adelante también a las de Avianca y Caribol (Informe, 1984, p. 28).

similar a como lo hacen los intermediarios financieros que no tienen ni la responsabilidad ni la prerrogativa de emitir primariamente el dinero. Para ilustrar lo prolija que era esa administración basta señalar que en el Informe de 1985 se dio cuenta de las facultades que para aprobar créditos del FFAP tenían los gerentes de las sucursales del Banco, los comités de crédito existentes en ellas, el director de ese fondo, el Comité de la Subgerencia de Fomento y Cartera, el Comité de la Junta Directiva y aun la Junta Directiva.

La función crediticia del Banco Central, así concebida, solo vino a ser cercenada, en buena hora, por la Constitución de 1991, al establecerse en el art. 373 que el Banco de la República no puede establecer cupos de créditos ni otorgar garantías a particulares, y que para concederle crédito al Gobierno se necesita la voluntad unánime de la Junta.

Referencias

- Alviar, O. (1976). “El Banco de la República”, en H. Gómez, F. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, 591 pp., Bogotá: Fedesarrollo; Universidad de los Andes; Fondo Cultural Cafetero; Editorial Stella.
- Anzola, O.; Arias, P. (2009). “Crisis financiera colombiana en los años noventa”, en M. Aparicio (ed.), *Origen, resolución y lecciones institucionales*, 312 pp., Bogotá: Fogafín; Universidad Externado de Colombia.
- Arias, E. (1963). *Informe anual del Gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*. Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF (1976). “Financiamiento para el desarrollo”, en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia 1975*, pp. 185-225, Bogotá: Tercer Mundo.
- Avella, M. (2000). *Hacienda pública, moneda y café. El papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, Bogotá: Común Presencia Editores.
- Banco de la República. *Informe Anual del Gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, años: 1961, 1963, 1965, 1969, 1971, 1974, 1975, 1976, 1979, 1984, 1985, 1986, 1988, 1990.
- Banco de la República (1987). “Proyecto de ley por la cual se regula el crédito de fomento económico y se dictan otras disposiciones”, 5.ª versión, Bogotá, 23 de septiembre.
- Barro, R. (1973). “El dinero y la base monetaria en Colombia, 1967-1972”, en *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2, pp. 68-87.
- Bordo, M.; Orphanides, A. (2013). “Introduction”, en M. Bordo y A. Orphanides (eds.), *The Great Inflation. The Rebirth of Modern Central Banking*. A National

- Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago: University of Chicago Press.
- Caballero, C. (1987). *50 años de economía: de la crisis del treinta a la del ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Calle, D. (1964). "Creación, estructura y funciones de la Junta Monetaria", en H. Gómez, F. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, 591 pp., Bogotá: Fondo Cultural Cafetero; Editorial Stella.
- Carrizosa, M. (1979). "Los fondos financieros del Banco de la República", en C. Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, 477 pp., Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Corporación para el Fomento de las Investigaciones Económicas (1972). *Controversias sobre el plan de desarrollo*, Bogotá: Editorial Oveja Negra.
- Currie, L. (1952). *Reorganización de la rama ejecutiva del Gobierno de Colombia*, Bogotá: Imprenta Nacional.
- Currie, L. (1973). "La política monetaria y el nivel de precios", en *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2, pp. 20-45.
- Currie, L. (1987). *Moneda en Colombia, comportamiento y control*, Bogotá: Ediciones Fondo Cultural Cafetero.
- Currie, L. (1993). "UPAC 20 años después", en *Cuadernos de Economía*, vol. XIII, núms. 18-19, pp. 267-280.
- Departamento Nacional de Planeación [DNP] (1974). *El plan de desarrollo en marcha*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Dwyer Jr., G. (1993). "Rules and Discretion in Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 3-14, mayo-junio.
- Echavarría, J.; Villamizar, M. (2007). "El proceso colombiano de desindustrialización", en J. Robinson y M. Urrutia, (eds.), *Economía colombiana del siglo XX*, pp. 173-238, Bogotá: Fondo de Cultura Económica; Banco de la República.
- Figuerola, A.; Urdinola, A.; Vélez, F. (1979). "El sector financiero, sus perspectivas, necesidades de crecimiento y cambios institucionales", en C. Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, 477 pp., Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Gama, R. (1983). *El Banco de la República o banca central colombiana 1923-1983*, Bogotá: Ediciones del Banco de la República.
- Gaviria, F. (1977). *Moneda, banca y teoría monetaria*, Bogotá: Ediciones del Banco de la República.
- Gómez, H. (1976). "La experiencia de los fondos financieros en Colombia", en H. Gómez, F. J. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, pp. 251-273, Bogotá: Fedesarrollo; Universidad de los Andes; Fondo Cultural Cafetero; Editorial Stella.

- Gómez, H. (1978). "Comentarios", en E. Wiesner (ed.), *Política económica externa de Colombia 1978*, 349 pp., Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Gómez, H. J. (1990). "Antecedentes y evolución del crédito de fomento en Colombia y su relación con el Banco central", en Banco de la República (ed.), *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, pp. 677-708, Bogotá.
- Grove, D. (1988). "Memorando sobre reorganización del Banco de la República (1951)", en Banca y Finanzas, Bogotá, Asociación Bancaria de Colombia, marzo-abril.
- Grupo de Estudios del Crecimiento Económico [Greco] (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Banco de la República; Fondo de Cultura Económica.
- Hernández, A. (1973). "Política de redescuento 1950-1970", en *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2, pp. 46-66.
- Hernández, A. (1975). "Déficit fiscal, política monetaria y distribución del crédito", en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia, 1974*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Hernández, A. (1979). "La crisis financiera de los setenta: un plan para conjurarla", en *Carta Financiera*, vol. VI, núm. 2, pp. 33-39.
- Hernández, A. (1980). "Inflación, control monetario e intermediación financiera", en M. Cabrera (ed.), *Inflación y política económica*, Bogotá: Asociación Bancaria.
- Hernández, A. (2004). *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Retina.
- Hernández, A. (2008). "El pensamiento monetario de Lauchlin Currie y su influencia en Colombia", en *Revista del Banco de la República*, vol. LXXXI, núm. 964, febrero.
- Hernández, A.; Tolosa, J. (2001). "La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa", en *Revista del Banco de la República*, vol. LXXIV, núm. 880, febrero.
- Hommes, R. (1988). "La insoportable oscuridad del Emisor", en *Estrategia Económica y Financiera*, núm. 125, pp. 27-31.
- Ibáñez, J. (1990). "Estatización del Banco de la República", en Banco de la República (ed.), *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá.
- Jaramillo, H. (1949). "Exposición de motivos al Proyecto de ley sobre orientación del crédito bancario", en *Revista del Banco de la República*, vol. XXII, núm. 216, diciembre.
- Junguito, R.; Caballero, C. (1978). "La otra economía", en *Coyuntura Económica*, vol. VIII, núm. 4, diciembre.

- Junguito, R.; Rincón, H. (2007). "La política fiscal en el siglo XX en Colombia", en J. Robinson y M. Urrutia (eds.), *Economía colombiana del siglo XX*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica; Banco de la República.
- Lleras, C. (1987). "Discurso de instalación", en Banco de la República (ed.), *Colombia, 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, Bogotá: Banco de la República.
- Meisel, A. (1996). "Why no Hiperinflation in Colombia? On the Determinants of Stable Economic Policies", en Borradores Semanales de Economía, núm. 54, Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República.
- Ocampo, J. A. (2015). *Una historia del sistema financiero colombiano*, Bogotá: Asobancaria; Portafolio; Casa Editorial El Tiempo.
- Ortega, F. (1975). "Política monetaria y precios", en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia 1974*, pp. 33-41, Bogotá: Tercer Mundo.
- Ortega, F. (1976). "Moneda y crédito", en H. Gómez, F. J. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, pp. 251-273, Bogotá: Fedesarrollo; Universidad de los Andes; Fondo Cultural Cafetero.
- Ortega, F. (1979). "Política monetaria y sector financiero", en C. Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, 477 pp., Bogotá: Asociación Bancaria; Editorial Fénix.
- Ortega, F. (1981). XIX Convención Bancaria y de Instituciones Financieras, 1981. *Notas sobre la reciente evolución económica e institucional del sector financiero*, Bogotá: Asociación Bancaria.
- Ortega, F. (1988). "El crédito de fomento y la banca central", en *Revista del Banco de la República*, vol. LXI, núm. 733, pp. III-XVI.
- Ortega, F. (1990). "Introducción", en *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. XIII-XXXI, Bogotá: Banco de la República.
- Palacio, A. (1973). "Columna del cofrade", en A. Hernández, *La moneda y el debate monetario en Colombia*, 322 pp., Bogotá: Retina.
- Pastrana, M. (1974). "Discurso del 18 de febrero", *El Tiempo*, 19 de febrero, p. 8A.
- Pieschacón, F. (1973). "Análisis del sistema de valor constante", en Banco de la República (ed.), *El mercado de capitales en Colombia, 1973*, Bogotá: Banco de la República; Asociación Bancaria.
- Recamán, J. (1980). *Historia jurídica del Banco de la República*, Bogotá: Publicaciones del Banco de la República.
- Rosas, L. E. (1973). "La política monetaria", en *Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 2, pp. 8-19, abril-junio.
- Rosas, G.; Soto, L. (1974). "El sistema de valor constante y las corporaciones de ahorro y vivienda", en Banco de la República (ed.), *El mercado de capitales en Colombia*, Bogotá: Banco de la República; Asociación Bancaria.

- Salazar, R. (1987). "Algunos aspectos jurídicos del control de cambios", en Banco de la República (ed.), *Colombia, 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, 494 pp., Bogotá: Banco de la República.
- Sanz de Santamaría, C. (1965). "La Junta Monetaria", en A. Hernández, *La moneda y el debate monetario en Colombia*, 322 pp., Bogotá: Retina.
- Urdinola, A. (1976). "El crédito de fomento y la banca comercial", en H. Gómez, F. J. Ortega y P. Sanclemente (eds.), *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, pp. 251-273, Bogotá: Fedesarrollo; Universidad de los Andes; Fondo Cultural Cafetero; Editorial Stella.
- Urrutia, M. (1975). "Discurso del doctor Miguel Urrutia Montoya al clausurar el III Simposio sobre Mercado de Capitales", en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia*, 1974, pp. 225-229, Bogotá: Tercer Mundo.
- Urrutia, M. (2014). "Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2013", Documentos CEDE, núm. 13, pp. 1-26.
- Urrutia, M.; Caballero, C.; Lizarazo, D. (2006). "Desarrollo financiero y desarrollo económico en Colombia", en C. Caballero y M. Urrutia (eds.), *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX. Ensayos sobre su desarrollo y sus crisis*, pp. 21-60, Bogotá: Asobancaria; Norma.
- Vélez, J. (ed.). (1963). "Devaluación", en J. Vélez (ed.), *Historia documental de un proceso económico*, 522 pp., Bogotá: Tercer Mundo.
- Villaveces, C. (1949). "Política anticíclica", en *Revista del Banco de la República*, vol. XXII, núm. 216, diciembre.
- Villate, E. (1979). "Las coporaciones de ahorro y vivienda. Importancia en la financiación de la construcción. Perspectivas futuras de la operación", en C. Caballero (ed.), *El sector financiero en los años ochenta*, 477 pp., Bogotá: Asociación Bancaria; Editorial Fénix.
- Wiesner, E. (1978). "Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia", en E. Wiesner (ed.), *Política económica externa de Colombia*, 349 pp., Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.

Anexos

Anexo 1 Funciones de la Junta Monetaria

El artículo 3° del Decreto Ley 2206 de 1963 estableció que correspondería a la Junta Monetaria:

1. Fijar periódicamente un cupo ordinario de crédito a los bancos afiliados al Banco de la República para operaciones de préstamo y descuento, teniendo en cuenta el capital y reserva legal del respectivo banco y la política que se considere más aconsejable de acuerdo con la situación económica general del momento
2. Señalar un cupo especial de crédito, que solo se utilizaría para el descuento de operaciones destinadas a determinadas actividades económicas, de acuerdo con las necesidades del desarrollo agrícola, industrial y comercial del país, pudiendo la Junta Monetaria establecer dentro de dicho cupo porcentajes para cada una de tales actividades
3. Reunir en un solo cupo el especial y el ordinario de que tratan los numerales anteriores
4. Fijar cupos extraordinarios de crédito para casos de emergencia y con carácter temporal
5. Fijar y variar las tasas de interés y descuento para las operaciones de préstamo, descuento y redescuento a los bancos afiliados al Banco de la República, pudiendo establecer tasas diferentes según la importancia económica de la respectiva operación y su finalidad
6. Señalar las tasas máximas de interés o descuento que los bancos afiliados al Banco de la República puedan cobrar a su clientela sobre operaciones descontables, redescontables o admisibles en garantía de préstamo en el Banco de la República. Esas tasas podrían ser distintas según fuese la clase de documentos o el destino de los fondos obtenidos por el cliente mediante la respectiva operación. Ningún banco podría descontar, redescantar u

obtener préstamos en el Banco de la República, si cobraba en esas operaciones una tasa mayor a la señalada

7. Fijar y variar el encaje legal de los bancos y cajas de ahorro, a fin de hacer efectiva la política monetaria y de crédito que se estimara oportuna. A este respecto se señaló que ese encaje podía llegar a ser hasta del 100%; que para efectos del mismo no se computarían las exigibilidades de los bancos por razón de los préstamos y descuentos que les hiciera el Banco de la República; que podría existir en cajas marginales hasta el 100 % sobre aumentos futuros de depósitos, pudiéndose autorizar a las instituciones bancarias para mantener la totalidad o parte de él invertida en títulos de deuda representativa de moneda nacional o extranjera o en determinados préstamos u operaciones favorables al desarrollo de la economía nacional
8. Fijar y variar el encaje de los billetes en circulación y de los depósitos del Banco de la República
9. Señalar el plazo máximo de las letras de cambio que los bancos comerciales podían descontar y recibir en garantía de préstamo; y,
10. Las demás funciones de carácter general en materia de regulación monetaria y crediticia que, conforme a las disposiciones vigentes, correspondían al Banco de la República

Además se le atribuyeron a la Junta Monetaria las siguientes otras funciones:

11. Fijar de acuerdo con las circunstancias monetarias y crediticias, límites específicos al volumen total de los préstamos o inversiones de las instituciones de crédito o a determinadas categorías de ellos
12. Señalar la tasa de crecimiento del total de los activos a que se refiere el literal anterior, o de determinadas clases de ellos, durante un cierto período, pudiendo establecer tasas diferentes por entidades atendiendo, entre otras razones, su contribución a la financiación de operaciones de desarrollo económico
13. Señalar las tasas máximas de interés o descuento que los establecimientos de crédito podrían cobrar a su clientela sobre todas sus operaciones activas. Esas tasas podrían ser diferentes en atención a aspectos tales como la clase de operación, el destino de los fondos y su lugar de aplicación. Las instituciones de crédito que cobraren tasas de interés en exceso de los

máximos fijados por la Junta Monetaria, estarían sujetas a las sanciones que se estableciesen en forma general para esos casos

14. Fijar los plazos de los préstamos y descuentos que efectuasen las instituciones de crédito y las clases y montos de las garantías requeridas en tales operaciones
15. Prohibir a los establecimientos de crédito la ejecución de ciertas clases de préstamos e inversiones que conlleven graves riesgos o establecer una determinada proporción entre tales operaciones y su capital pagado y reserva legal
16. Facultar al Banco de la República, con mira principal a la regulación del mercado monetario, para emitir, vender, comprar y amortizar sus propios títulos de crédito en moneda nacional o extranjera
17. Autorizar al Banco de la República, con el fin de regular el medio circulante, para comprar y vender por cuenta propia y en mercado abierto obligaciones emitidas o garantizado por el mercado nacional
18. Solicitar a los demás organismos y dependencias del Gobierno nacional y al Banco de la República la cooperación que se estime oportuna con el fin de coordinar la política cambiaria, monetaria y de crédito, y de armonizar dicha política con la económica y fiscal
19. Reglamentar las operaciones de crédito comercial de consumo por instalamentos o de ventas a plazos de los establecimientos crediticios o comerciales o de cualquier otra índole
20. Disponer, cuando así lo exigieran las circunstancias económicas, que la totalidad o parte de los depósitos de los establecimientos de crédito y empresas públicas de orden nacional se hagan en el Banco de la República o en otras entidades determinadas
21. Ordenar la acuñación de moneda fraccionaria, de conformidad con las aleaciones establecidas o que se estableciesen en las leyes

Anexo 2

Composición del PIB por sectores

Sectores	Porcentajes			
	1960	1970	1980	1990
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	29,2	25,0	19,4	16,2
Explotación de minas y canteras	6,3	1,9	2,3	9,3
Industrias manufactureras	18,8	20,6	23,3	19,9
Suministro de electricidad, gas y agua	0,6	1,1	1,3	2,5
Construcción	2,9	4,0	4,7	4,9
Comercio al por mayor y al por menor, reparación de bienes, y hoteles y restaurantes	12,1	12,5	13,3	14,1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	7,2	8,7	8,9	9,1
Intermediación financiera, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	12,5	13,8	13,7	11,1
Administración pública y otros servicios comunitarios, sociales y personales	10,5	12,5	13,0	12,8

Fuente: Cepal (cuentas nacionales).

Anexo 3

Reservas internacionales y balanza en cuenta corriente

Año	Saldo en cuenta corriente	Reservas internacionales netas
	Millones de dólares	
1964	137	-122,0
1965	28	-61,5
1966	290	-94,8
1967	89	-36,3
1968	197	35,1
1969	213	96,5
1970	-291	152,0
1971	-456	170,4
1972	-201	345,2
1973	-77	515,8
1974	-405	429,5
1975	-127	547,2
1976	189	1.165,8
1977	390	1.829,6
1978	330	2.481,9
1979	512	4.105,9
1980	104	5.416,0
1981	-1.723	5.630,2
1982	-2.885	4.890,8
1983	-2.826	3.078,5
1984	-2.088	1.795,5
1985	-1.586	2.067,1
1986	463	3.477,7
1987	-21	3.449,9
1988	-216	3.809,9
1989	-201	3.866,9
1990	543	4.501,2
1991	2.347	6.420,2

Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Anexo 4

Determinantes del crecimiento de los medios de pago

Los medios de pago (M) se definen como la suma del efectivo (E) y los depósitos en cuenta corriente (DC); esto es:

$$M = E + DC \quad (1)$$

A su vez la base monetaria está constituida por la emisión primaria de dinero que hace el Banco de la República y que comprende el efectivo y las reservas bancarias; esto es:

$$B = E + R \quad (2)$$

donde B es la base monetaria y R las reservas bancarias (o encajes) de los establecimientos financieros que ellos mantienen en el Banco de la República.

De las ecuaciones 1 y 2 se deriva que:

$$\frac{M}{B} = m = \frac{E + DC}{E + R} = \frac{e + 1}{e + r} \quad (3)$$

donde $e = E/DC$ y $r = R/DC$.

La ecuación 3 también puede expresarse como:

$$M = mB \quad (4)$$

Expresión de la cual se deduce que la tasa de crecimiento de los medios de pago es igual a la tasa de crecimiento de la base monetaria más la tasa de crecimiento del multiplicador y más el factor de iteración entre ellos. Es decir:

$$M^* = B^* + m^* + B^* \cdot m^* \quad (5)$$

donde en la ecuación 5 el asterisco denota la tasa de crecimiento de la respectiva variable.

Los orígenes del crecimiento de la base monetaria son explicados en este trabajo siguiendo la metodología adoptada por Barro (1973). Según este enfoque:

$$B = RI + CI - PNM \quad (6)$$

donde RI son las reservas internacionales, CI es el crédito total del Banco de la República a los distintos sectores y PNM los pasivos no monetarios.

De ello se sigue que:

$$\Delta B = \Delta RI + \Delta CI - \Delta PNM \quad (7)$$

Ecuación que se puede expresar como:

$$\Delta B = \Delta RI + CIG + CISP - \Delta PNM \quad (8)$$

donde CIG y CISP son el crédito del Banco de la República al Gobierno y el crédito del Banco de la República a los sectores privados no gubernamentales, respectivamente, expresados como variables flujo.

Si el crecimiento de las reservas internacionales se descompone entre aquella parte que obedece a las transacciones externas del sector privado y las que son producto del endeudamiento externo neto del Gobierno (CEG), la ecuación 8 puede expresarse como:

$$\Delta B = (\Delta RI - CEG) + (CEG + CIG) + (\Delta CISP - PNM) \quad (9)$$

De la manera descrita, la variación en términos absolutos de la base monetaria se divide entre el efecto que sobre ella tiene el déficit en cuenta corriente del sector privado, que en el trabajo denominamos balanza en cuenta corriente ajustada; la financiación monetaria del déficit fiscal, constituida por el endeudamiento externo y el crédito del Banco de la República; y, el crédito interno neto que otorga el Banco de la República a los sectores no gubernamentales.

Anexo 5

Contribución porcentual de los determinantes de la base monetaria a su crecimiento

Año	Financiación monetaria del déficit fiscal	Cuenta corriente ajustada	Crédito interno neto del Banco de la República	Total
1965	98,0	80,0	-78,0	100,0
1966	7,0	-65,0	158,0	100,0
1967	104,0	0,0	-4,0	100,0
1968	36,0	0,0	64,0	100,0
1969	36,0	-5,0	69,0	100,0
1970	51,0	-17,0	66,0	100,0
1971	224,0	-42,0	-82,0	100,0
1972	91,0	28,0	-19,0	100,0
1973	30,0	27,0	43,0	100,0
1974	51,0	-23,0	72,0	100,0
1975	17,0	58,0	25,0	100,0
1976	-26,0	153,0	-27,0	100,0
1977	-18,0	129,0	-11,0	100,0
1978	-25,0	112,0	13,0	100,0
1979	-58,0	246,0	-88,0	100,0
1980	14,0	154,0	-68,0	100,0
1981	47,0	80,0	-27,0	100,0
1982	181,0	-17,0	-64,0	100,0
1983	118,0	-256,0	238,0	100,0
1984	369,0	-140,0	-129,0	100,0
1985	71,0	105,0	-76,0	100,0
1986	72,0	225,0	-197,0	100,0
1987	53,0	105,0	-58,0	100,0
1988	163,0	110,0	-173,0	100,0
1989	67,0	100,0	-67,0	100,0
1990	-199,0	315,0	-16,0	100,0
1991	17,0	211,0	-128,0	100,0

Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Anexo 6

Determinantes del multiplicador de la base monetaria

Año	Reservas/ Depósitos	Efectivo/ Depósitos	Multiplicador
1960	0,19	0,65	1,98
1961	0,15	0,57	2,18
1962	0,27	0,53	1,92
1963	0,15	0,59	2,16
1964	0,19	0,60	2,04
1965	0,21	0,60	1,98
1966	0,19	0,60	2,01
1967	0,22	0,55	2,02
1968	0,35	0,57	1,71
1969	0,44	0,56	1,57
1970	0,43	0,58	1,57
1971	0,43	0,57	1,58
1972	0,41	0,58	1,60
1973	0,45	0,50	1,57
1974	0,48	0,54	1,51
1975	0,51	0,56	1,46
1976	0,56	0,57	1,39
1977	0,64	0,65	1,28
1978	0,68	0,66	1,24
1979	0,71	0,67	1,21
1980	0,72	0,62	1,21
1981	0,75	0,64	1,18
1982	0,67	0,67	1,24
1983	0,51	0,70	1,40
1984	0,43	0,72	1,49
1985	0,44	0,70	1,49
1986	0,50	0,65	1,43
1987	0,48	0,65	1,46
1988	0,50	0,66	1,44
1989	0,50	0,61	1,45
1990	0,52	0,63	1,42

Fuente: elaboración de los autores con base en Banco de la República.

Anexo 7

Subsidio a la tasa de interés por los fondos de fomento

La determinación exacta de los subsidios que otorgaron los fondos de fomento requiere conocer las tasas de interés que los intermediarios financieros cobraban en esas operaciones, para compararlas con las tasas que ellos cobraban en las operaciones no controladas.

Como las tasas activas de los créditos de fomento fueron muchas para un mismo fondo y en un mismo año, ello supondría tener información de la cartera por cada tipo de operación o, alternatively, conocer la tasa implícita promedio de los redescuentos de los fondos para sumarle a ella los puntos adicionales que cobraban los intermediarios. Desafortunadamente esa información no está disponible.

Ante dicha dificultad, en este anexo (Cuadro A7.1) se utilizan las bases de datos que para el período 1968-1979 construyó Carrizosa (1979) a fin de cuantificar los subsidios. En esencia, lo que se hace es tomar la tasa de descuento a la que se negociaba libremente en el mercado el certificado de abono tributario (CAT), que era un papel de muy bajo riesgo, y compararla con la tasa del crédito de fomento para los distintos fondos, tasa esta última que se obtiene como el promedio entre la tasa máxima y la tasa mínima de sus operaciones.

Para el período 1979-1988 la tasa de mercado que se utilizó es la tasa activa de los bancos en las operaciones no controladas, y la tasa que se cobraba en las operaciones de los fondos se obtiene como la suma de la tasa de redescuento —o tasa de colocación de los fondos— más cuatro puntos porcentuales, en los que se estima el margen de los intermediarios financieros. Las tasas de redescuento de los distintos fondos son tomadas del trabajo de Gómez (1990).

Cuadro A7.1
Subsidio a la tasa de interés por los fondos de fomento

Año	FFAP	FFI	Porcentajes		Proexpo	FDU	FDE
			FIP	FCE			
1968	6,3	5,3	8,1	-	12,8	4,3	-
1969	2,2	1,2	0,2	-	8,5	0,2	-
1970	2,2	0,2	0,2	-	8,5	0,2	-
1971	-2,8	-4,6	-4,6	-	7,3	-4,1	-
1972	7,5	1,0	-2,9	-	2,1	1,6	-
1973	7,7	5,2	1,2	-	6,2	5,7	-
1974	9,2	11,7	8,0	-	8,7	12,2	-
1975	8,7	5,2	3,2	-	8,2	9,2	-
1976	9,2	5,7	3,7	-	8,7	3,7	6,7
1977	10,2	5,2	3,7	-	13,2	3,2	6,2
1978	35,2	10,1	11,6	-	18,6	8,6	11,6
1979	21,1	15,1	18,1	-	20,6	8,6	14,6
1980	13,2	10,8	3,3	-	-	-	-
1983	18,4	14,2	11,8	14,5	-	-	-
1985	20,1	14,7	11,6	18,4	-	-	-
1986	17,9	14,1	11,7	17,2	-	-	-
1987	17,5	13,2	9,7	13,3	-	-	-
1988	18,6	12,9	10,7	11,8	-	-	-

Fuente: cálculos de los autores.

Anexo 8

Sesiones celebradas y resoluciones emitidas por la Junta Monetaria

Año	Actas		Número de sesiones	Resoluciones emitidas	Promedio de resoluciones emitidas por sesión
1963	1	5	5	5	1
1964	6	50	45	48	1,07
1965	51	104	54	51	0,94
1966	105	162	58	56	0,97
1967	163	219	57	70	1,23
1968	220	268	49	73	1,49
1969	269	316	48	79	1,65
1970	317	359	43	91	2,12
1971	360	407	48	99	2,06
1972	408	453	46	84	1,83
1973	454	498	45	76	1,69
1974	499	539	41	87	2,12
1975	540	562	23	77	3,35
1976	563	584	22	86	3,91
1977	585	632	48	69	1,44
1978	633	676	44	49	1,11
1979	677	705	29	73	2,52
1980	706	737	32	65	2,03
1981	738	778	41	49	1,2
1982	779	823	45	83	1,84
1983	824	883	60	115	1,92
1984	884	932	49	99	2,02
1985	933	983	51	106	2,08
1986	984	1.037	54	95	1,76
1987	1.038	1.079	42	85	2,02
1988	1.080	1.128	49	89	1,82
1989	1.129	1.183	55	85	1,55
1990	1.184	1.234	51	80	1,57
1991	1.235	1.256	22	61	2,77
Total			1.256	2.185	1,74

Fuente: Actas de la Junta Monetaria.

Anexo 9

Asesores de la Junta Monetaria

Nombre	Período
Hernando Gómez Otálora	1964-1968
Álvaro López Toro	1964
Jorge Ruiz Lara	1965-1969
Miguel Urrutia	1968-1970
Leonel Torres	1970-1974
Francisco Ortega	1970-1975
Eduardo Sarmiento	1974-1978
Juan Camilo Restrepo	1975-1977
Haroldo Calvo	1977-1978
Juan Camilo Restrepo	1978-1981
Luis Eduardo Rosas	1978-1982
Jorge García García	1981-1982
Juan Carlos Jaramillo	1982-1984
Fernando Montes N.	1982-1984
Manuel Ramírez	1984-1985
Carlos Caballero A.	1984-1986
Gilberto Gómez A.	1985-1987
Armando Montenegro	1986-1989
Rudolf Hommes	1987-1988
Javier Fernández R.	1988-1990
Jaime Jaramillo Vallejo	1989-1991
Ulpiano Ayala	1991
Hernando José Gómez	1990-1991

Fuentes: Actas de la Junta Monetaria; Meisel (1996).

Anexo 10

Fuentes de las estadísticas

A continuación se describen las fuentes de donde se obtuvieron los datos para algunos de los gráficos que se presentan en el texto; además, aquí se precisa la manera como se calcularon algunas variables. Los datos están a disposición de los lectores y pueden solicitarse a los autores.

- Gráfico 5. La inflación se calculó como la variación porcentual anual del índice de precios al consumidor y del deflactor implícito del PIB. Fuentes: Para el deflactor implícito del PIB: DNP, DANE; cálculos del Banco de la República. Para el índice de precios al consumidor: DANE.
- Gráfico 6. La inflación promedio para cada década se calculó como la media geométrica de la variación porcentual anual del deflactor implícito del PIB y del índice de precios al consumidor. Para el deflactor implícito del PIB: DNP, DANE; cálculos del Banco de la República. Para el índice de precios al consumidor: DANE.
- Cuadro 5. El coeficiente de variación para la inflación se calculó como la razón entre la media geométrica de cada variable y su desviación estándar, en cada década. Fuentes: Para el deflactor implícito del PIB: DNP, DANE; cálculos del Banco de la República. Para el índice de precios al consumidor: DANE.
- Gráfico 8. Se utiliza la serie mensual del UPAC disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/upac>; la serie se deflacta con el índice de precios al consumidor base 2008, disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/ipc>
- Gráfico 9. El índice de la tasa de cambio real se calcula como la razón entre la tasa de cambio nominal multiplicada por la razón entre el índice de precios de los Estados Unidos base 1923 y el índice de precios al consumidor base 1923 para Colombia, este cálculo se convierte en un índice utilizando como base en 1930. Fuentes: Tasa de cambio nominal: Revistas del Banco de la República; índice de precios de los Estados Unidos: <http://www.measuringworth.com/inflation/>; índice de precios al consumidor para Colombia: DANE, cálculos de los autores.
- Gráfico 10. Fuente: Revista del Banco de la República, años: 1964, 1965, 1970, 1973, 1975, 1977, 1981, 1982, 1984, 1989, 1990, 1991, 1992.

- Gráfico 11. El multiplicador se calculó como la razón entre M1 y la base monetaria. Fuente: *Revista del Banco de la República*, años: 1964, 1965, 1970, 1973, 1975, 1977, 1981, 1982, 1984, 1989, 1990, 1991, 1992.
- Anexo 3. Las reservas internacionales se obtienen de la *Revista del Banco de la República* en pesos, y se dividen por la tasa de cambio nominal promedio anual disponible en las revistas del Banco. El saldo en cuenta corriente en dólares para cada año se obtiene del Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.
- Anexo 5. Fuente: *Revista del Banco de la República*, años: 1964, 1965, 1970, 1973, 1975, 1977, 1981, 1982, 1984, 1989, 1990, 1991, 1992.
- Anexo 6. Fuente: *Revista del Banco de la República*, años: 1965, 1967, 1970, 1973, 1975, 1977, 1981, 1982, 1984, 1989, 1990, 1991, 1992.

Capítulo 6

Autonomía del Banco de la República en la Constitución de 1991 y en la Ley 31 de 1992

**Alberto Boada Ortiz
Carolina Gómez Restrepo
Marcela Ocampo Duque**

El concepto de independencia que guio la concepción del Banco de la República en 1923, pronto perdió su vigor original. En aquel entonces la independencia del banco emisor significaba aislarlo de la influencia directa del Gobierno y de intereses políticos para poder alcanzar la estabilización monetaria. Con este propósito, el Banco fue constituido mediante contrato como una entidad de carácter cuasipúblico, con participación en su capital del sector privado y del Gobierno, que tenía una representación minoritaria en la Junta Directiva, sin derecho a voto. Con el paso de los años, sin embargo, la independencia del Banco se fue desvirtuando debido a que en varias ocasiones el Congreso autorizó la financiación del gasto público con recursos de emisión y su máximo órgano directivo se transformó en un ente gubernamental cuyos integrantes tenían a cargo otros frentes de la actividad económica, lo cual generaba incompatibilidades para el ejercicio independiente de la función de regulación monetaria y relegaba la responsabilidad de velar por el poder adquisitivo de la moneda.

La Asamblea Nacional Constituyente de 1991 generó el espacio propicio para replantear la función constitucional y legal del Banco de la República. El constituyente entendió que velar por la estabilidad de precios es un deber del Estado y que la entidad responsable de este cometido debe estar consagrada en la Constitución y contar con la autonomía necesaria para adoptar con libertad las decisiones que considere pertinentes para alcanzar este objetivo fundamental, en coordinación con la política económica general. Este arreglo institucional coincidía con el esquema de banca central adoptado por países exitosos en el control de la inflación.

El capítulo se compone de dos partes: en la primera se describe la evolución del banco emisor al régimen constitucional de banca central; en la segunda, se revisan las sentencias de la Corte Constitucional y del Consejo de Estado que han sentado jurisprudencia con relación al Banco de la República y su autonomía. Adicional a ello, se incluyen las entrevistas realizadas a varios de los participantes en la definición del nuevo régimen

de banca central, las cuales estarán disponibles en la página electrónica del Banco¹⁶¹.

1. Del banco emisor al régimen constitucional de banca central

1.1 Antecedentes históricos

1.1.1 Autonomía del Banco de la República: 1923-1991

La Constitución Política de 1886 y las reformas de las que fue objeto antes de la Asamblea Nacional Constituyente de 1991 desarrollaron en forma dispersa y desordenada una de las facetas más importantes de la soberanía del Estado: el régimen monetario. La soberanía monetaria residía en el Congreso de la República al corresponderle, mediante la expedición de leyes, “fijar la ley, peso, tipo y denominación de la moneda”¹⁶², en tanto que el presidente de la República, como suprema autoridad administrativa, era responsable de “Organizar el Banco Nacional, y ejercer la inspección necesaria sobre los bancos de emisión y demás establecimientos de crédito, conforme a las leyes”¹⁶³.

En aquel entonces primaba el concepto de banca libre en ausencia de un banco central, y los bancos particulares, organizados como sociedades comerciales de crédito, realizaban una amplia gama de actividades, incluso la de emisión de billetes respaldada por metálico. En 1886 el Estado se consideró como único titular del atributo de emisión y delegó dicha función, con exclusión de los bancos particulares, en el Banco Nacional¹⁶⁴, dependencia oficial

¹⁶¹ Se entrevistó a los doctores César Gaviria Trujillo (expresidente de la República, 1990-1994); Hugo Palacios Mejía (exgerente del Banco de la República); Guillermo Perry Rubio y Carlos Lleras de la Fuente (delegatarios en la Constituyente de 1991); Jorge Enrique Ibáñez (subdirector jurídico del Banco de la República en 1991), Olver Bernal (subgerente de Investigaciones Económicas del Banco de la República en 1991) y Roberto Steiner (director del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República en 1991), a quienes se agradece su valiosa contribución para la realización de este artículo.

¹⁶² Constitución Política de Colombia de 1886, artículo 76, ordinal 15.

¹⁶³ Constitución Política de Colombia de 1886, artículo 120, ordinal 17.

¹⁶⁴ Véase Ibáñez (1990, p. 56). En él se citan como antecedentes los decretos 104, 254 y 448 de 1886, y la Ley 87 de 1886. También se señala que el Congreso de la República, en ejercicio de la soberanía monetaria, dictó la Ley 57 de 1887, mediante la cual se suspendió a los bancos particulares la facultad de emitir y poner en circulación billetes mientras dicho atributo lo ejerciera, con carácter exclusivo, el Banco Nacional.

creada para atender las operaciones de crédito del Gobierno. Debido a la difícil situación fiscal, se suspendió la convertibilidad de los billetes del Banco Nacional a oro y se decretó su curso forzoso, con lo cual se suspendieron los patrones metálicos existentes. Como mecanismo de control el Congreso de la República limitó el monto de emisión del Banco Nacional, restricción que fue excedida de manera recurrente por la entidad para financiar al Gobierno; en consecuencia, una vez se comprobó que el monto en circulación de billetes excedía el tope de 12 millones de pesos fijado por la Ley 124 de 1887, el Congreso ordenó la liquidación del Banco Nacional mediante la Ley 70 de 1894. Asimismo, dispuso suspender las emisiones de papel moneda como recurso fiscal¹⁶⁵, consideración que luego se consagró en la Constitución Política mediante el Acto Legislativo 3 de 1910¹⁶⁶, que prohibió toda nueva emisión de papel moneda de curso forzoso.

El desorden monetario que vivió el país a principios del siglo XX puso en evidencia la necesidad de contar con una entidad seria que regulara la labor de emisión. En palabras del historiador Mauricio Avella:

Para países como Colombia que habían sufrido desbordamientos monetarios en décadas recientes, asociados al manejo gubernamental de la emisión, la autonomía del Banco, entendida como independencia del Gobierno, era una exigencia prioritaria en el momento de su fundación. (Avella, 2000, p. 154)

A fin de evitar los errores cometidos en el pasado, se proponía que el Estado delegara el derecho de emisión en un banco único, totalmente independiente de la acción oficial y de intereses políticos, que permitiera separar el manejo monetario del manejo fiscal.

Entre 1904 y 1922 se presentaron a consideración del Congreso de la República dieciocho proyectos de ley, en los que se debatieron asuntos como la naturaleza de la institución, la participación de particulares en su capital y el tipo de operaciones que realizaría (Ibáñez, 1990, p. 176). En 1922 se impuso la tesis de un banco constituido por los demás bancos y el Estado. La participación del Estado se consideraba esencial para respaldar la fundación de un instituto serio de emisión en Colombia. Estas consideraciones sirvieron de sustento para que en los lineamientos definidos por la Misión Kemmerer, la Ley 25 de 1923 autorizara al Gobierno para celebrar los contratos que dieron

¹⁶⁵ Decreto Legislativo 217 de 1903 y Ley 33 del mismo año.

¹⁶⁶ Consideración que fue el origen del artículo 49 de la Constitución Política de Colombia de 1886.

origen al Banco de la República¹⁶⁷. Este se constituyó como una entidad de carácter cuasipúblico, con participación en su capital del Gobierno y el sector privado¹⁶⁸. A la entidad se le confió en forma exclusiva, por concesión, la facultad de emitir la moneda legal colombiana; además, fue instituido como banquero de bancos (función que cumplía principalmente mediante operaciones de redescuento), prestamista de última instancia, administrador de las reservas internacionales¹⁶⁹, y como banco y agente fiscal del Gobierno.

Para proteger al banco emisor de la influencia directa del Gobierno, este fue constituido por medio de contrato con el fin de evitar que de manera unilateral se impusieran modificaciones a la naturaleza, estructura o funciones de la nueva institución¹⁷⁰. El Gobierno tenía una participación minoritaria en la Junta Directiva al nombrar a tres de diez miembros, quienes participaban con voz pero sin voto¹⁷¹, y se estableció un tope a las operaciones de crédito con el Banco¹⁷², las cuales requerían en todo caso la aprobación de los siete miembros restantes. También, por disposición legal se facultaba a los bancos para suscribir el 15 % de su capital y reservas en acciones del Banco de la República, con lo cual se reducía de forma paulatina la participación del Gobierno¹⁷³.

La autonomía del nuevo banco con relación al control que ejercía sobre los instrumentos de política monetaria era bastante limitada. En ese entonces, uno de los principales objetivos del Banco fue mantener el patrón oro, régimen de

¹⁶⁷ La Ley 25 de 1923 recogió los planteamientos de la Ley 30 de 1922, mediante la cual se autorizó la creación del Banco de la República, y que luego fue modificada por la Ley 117 del mismo año.

¹⁶⁸ El capital inicial fue suscrito por el Gobierno nacional, que aportó el 50 %, por bancos comerciales nacionales y extranjeros, y algunos particulares. Conforme a la ley, el Banco tendría una duración de veinte años prorrogables mediante resolución del Gobierno, previa autorización del Congreso.

¹⁶⁹ El Banco de la República realizaba el depósito de las reservas internacionales en bancos del exterior. La administración de las reservas internacionales se estableció de manera explícita en el Decreto 340 de 1980.

¹⁷⁰ Argumento documentado en Ibáñez (1990, pp. 190-191).

¹⁷¹ La Junta Directiva quedó conformada por diez miembros, tres de los cuales eran representantes del Gobierno, quienes participaban con voz, pero sin voto. El resto de integrantes representaba a los bancos nacionales (4), a los bancos extranjeros (2) y a los accionistas particulares (1).

¹⁷² Las operaciones de crédito al Gobierno estaban acotadas al 30 % del capital pagado y reservas del Banco. Este tope se incrementaba a la tercera parte del capital pagado y reservas del Emisor para los préstamos y operaciones de descuento con los bancos comerciales.

¹⁷³ Según lo dispuesto por la Ley 25 de 1923, modificada por la Ley 82 de 1931.

tasa de cambio fija en el cual la oferta monetaria estuvo determinada, sobre todo, por el comportamiento del sector externo¹⁷⁴. Por otra parte, si bien el principal instrumento de política monetaria era la tasa de redescuento, que podía ser modificada por resolución de la Junta Directiva, la ley impuso topes a las operaciones de crédito que el Banco podía extender al Gobierno y a los bancos accionistas y definió el nivel del encaje¹⁷⁵. Por lo tanto, la Junta no tenía facultad de regulación sobre estos instrumentos de política monetaria.

En la década de los treinta, tras el abandono del patrón oro (1931), se introdujeron algunas modificaciones al marco normativo y la organización del Banco de la República que tuvieron un efecto limitado en su autonomía. Entre ellas, se aumentó el cupo de los préstamos al Gobierno del 30 % al 45 % del capital pagado y reservas del Banco, de manera que estos se constituyeron en la fuente principal de expansión de la base monetaria. Así mismo, se facultó al Banco para realizar operaciones de mercado abierto y se acordó aumentar en dos el número de miembros de la Junta Directiva para que estuvieran allí representados el comercio, la agricultura y la industria, y de esta manera reducir el papel protagónico que en ella tenían los banqueros¹⁷⁶. La representación gubernamental en la Junta se mantuvo inalterada: tres miembros con voz y sin voto, pero se exigió, por primera vez, que el ministro de Hacienda fuera miembro de esta.

A finales de la década de los cuarenta se consideró que el Banco podría contribuir al crecimiento económico encauzando crédito hacia sectores que se consideraban estratégicos¹⁷⁷. Con este propósito, a partir de 1951, se le confió la misión de “realizar una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones propicias para el desarrollo ordenado de la economía nacional”¹⁷⁸, para lo cual se le otorgaron facultades de regulación en

¹⁷⁴ El Banco debía garantizar la convertibilidad de los billetes que se pusieran a circular, por lo cual se fijaban porcentajes que se debían mantener en oro amonedado o físico. En 1931, cuando colapsa el patrón oro, los billetes del Banco se convierten en moneda nacional sin respaldo del metálico.

¹⁷⁵ La Ley 25 de 1923 fijó el encaje sobre los depósitos a la vista y para los bancos accionistas en 25 %; luego, la Ley 17 de 1925 lo redujo al 15 %.

¹⁷⁶ Como resultado, la Junta Directiva quedó conformada por doce miembros: i) tres representantes del Gobierno; ii) tres banqueros; iii) cinco hombres de negocios, de los cuales tres serían nombrados por los banqueros, uno por la Federación Nacional de Cafeteros y uno por las cámaras de comercio, iv) un representante de los accionistas particulares. Poco después, el número de integrantes de la Junta Directiva se redujo a nueve.

¹⁷⁷ Decreto 1407 de 1948, Decreto Legislativo 756 de 1951 y normas posteriores.

¹⁷⁸ Cita tomada de Avella (2014, p. 174).

estas materias. En la práctica, dichas facultades estarían relacionadas con la definición de cupos de crédito ordinario, extraordinario y de fomento a tasas subsidiadas para impulsar sectores que se consideraban prioritarios¹⁷⁹. La política monetaria empezó a ser también más autónoma al asignarle al Banco los instrumentos propios de un banco central, tales como determinar las tasas de interés y regular el encaje de las instituciones bancarias, elementos esenciales para regular la oferta del dinero y del crédito global de los bancos. Sin embargo, dado que la Junta estaba conformada por representantes de los gremios y los bancos, quienes eran los principales beneficiarios del crédito primario del Banco de la República, las decisiones de regulación monetaria tenían un sesgo inflacionario.

Con relación a la estructura y organización del Banco, en 1951 se consolidó su privatización mediante la venta de las acciones que el Gobierno mantenía en la entidad, si bien conservó todos los derechos y prerrogativas, entre ellas, nombrar a los directores que le correspondían. Debido a la ampliación de las funciones públicas que el Banco tendría que desempeñar en materia monetaria, cambiaria y crediticia, se modificó la composición de la Junta Directiva para consolidar en ella la participación del Gobierno. La nueva Junta quedó conformada por nueve miembros: tres representantes del Gobierno, por primera vez con voz y voto; tres representantes de los bancos comerciales; un representante de los gremios agrícolas; un representante de los comerciantes e industriales, y el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros. Además, se dispuso que las decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia deberían contar con el voto favorable del ministro de Hacienda y, por primera vez, se señaló que los miembros de la Junta Directiva representarían solo los intereses generales de la economía nacional, con independencia del origen de su elección.

A principios de los años sesenta se hizo evidente la inconveniencia de que la Junta Directiva estuviese dominada por representantes del sector privado y en particular por miembros del sector bancario, quienes eran responsables de la regulación monetaria y al mismo tiempo los principales beneficiarios del crédito primario del Banco. Con el propósito de trasladar las funciones de regulación de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia a un organismo del Estado, la Ley 21 de 1963 dispuso crear la Junta Monetaria y facultó al Gobierno para determinar su organización y principales atribuciones. La Junta Monetaria quedó conformada por los principales responsables de la política macroeconómica del país, es decir, por el ministro de Hacienda (quien la presidía), el jefe de Planeación Nacional y el gerente del Banco de la República,

¹⁷⁹ Cupos de crédito: i) ordinarios, para bancos afiliados; ii) extraordinarios, para casos de emergencia y de carácter temporal, iii) especiales o de fomento, a tasas subsidiadas.

y por los ministros de Fomento y de Agricultura¹⁸⁰. También se facultó a la Junta Monetaria para nombrar a dos asesores técnicos, uno de ellos con reconocida experiencia en asuntos monetarios y cambiarios, y el otro experto en economía general, producción y comercio exterior; dichos asesores eran responsables de preparar los documentos a ser discutidos en la Junta Monetaria y participaban en ella con voz y sin voto.

Si bien el origen de esta iniciativa fue la necesidad de que el Estado recuperara su potestad en relación con la moneda y el crédito, el esquema adoptado rompió la unidad en el ejercicio de las funciones de banca central al quedar divididas en dos instancias: la Junta Monetaria, encargada de la orientación de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, y el Banco de la República, responsable de su ejecución bajo la dirección y control administrativo de la Junta Directiva.

En 1973 el Gobierno consideró que debería intervenir nuevamente en el capital de la entidad para aclarar cualquier equívoco sobre el atributo de emisión, como parte de la soberanía monetaria del Estado. La nacionalización del Banco de la República se concretó mediante la Ley 7 del citado año, en virtud de la cual el Banco se transformó en entidad de derecho público para el ejercicio de la facultad de emisión y ejecutor de las políticas que determinara la Junta Monetaria.

La conformación de la Junta Monetaria fue objeto de controversia, en especial en la década de los ochenta, por su falta de independencia frente al Gobierno¹⁸¹. Al estar integrada por funcionarios dependientes del presidente de la República, se reclamaba la carencia de autonomía y de una visión a largo plazo para el manejo de la política monetaria. La inclusión de ministros del despacho, quienes abogaban por financiamiento para sus sectores, y la utilización de recursos de emisión para atender necesidades fiscales, producía distorsiones en la asignación del crédito y relegaba el objetivo de mantener una moneda sana. Por otra parte, la duplicidad de funciones difíciles de armonizar, tales como la regulación de la circulación monetaria y la asignación de créditos de fomento a través de fondos financieros administrados por el

¹⁸⁰ Decreto Ley 2206 de 1963. Los decretos 2976 de 1968 y 151 de 1976 determinaron que el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incomex) también fuera miembro.

¹⁸¹ Según Avella (2014, pp. 197-202), "La composición de la Junta Monetaria fue objeto de controversia desde el momento de su creación. [...] al conformarse la Junta Monetaria con representantes del Ejecutivo se afirmó que el sesgo inflacionario se nutriría con la competencia de estos representantes por recursos primarios a favor de sectores específicos". "Uno de los polemistas más reconocidos fue Alfonso Palacio Rudas, en colaboraciones periodísticas e intervenciones parlamentarias a favor de un organismo de dirección monetaria independiente del Ejecutivo".

Banco, dificultaba poner en práctica políticas consistentes con la estabilidad de precios.

En palabras del gerente del Banco de la República, Francisco Ortega:

En Colombia, el hecho de que la Junta Monetaria estuviera integrada principalmente por funcionarios pertenecientes al Gobierno, quienes a su vez tenían la responsabilidad de otros frentes de la actividad económica, comenzó a generar ciertas incompatibilidades para el ejercicio independiente de la función de regulación monetaria, las cuales hicieron perder a la Junta autonomía técnica y administrativa para asumir plenamente la responsabilidad esencial de velar por el poder adquisitivo de la moneda. (Ortega, 1991, p. 49)

1.1.2 *Facultad de intervención sobre el Banco de la República: 1923-1991*

Desde su fundación en 1923 y hasta 1968, el Congreso ejerció la facultad de intervenir en el Banco de la República mediante la expedición de leyes que fijaron las bases que dieron origen a la entidad¹⁸². El presidente de la República, por su parte, ejercía la función de vigilancia y control como suprema autoridad administrativa.

La reforma constitucional adoptada por el Acto Legislativo 1 de 1968 amplió las competencias del presidente, al establecer: “Corresponde al presidente de la República como jefe de Estado y suprema autoridad administrativa: [...] Ejercer como atribución constitucional propia, la intervención necesaria en el Banco de Emisión”¹⁸³. De acuerdo con la Corte Suprema de Justicia, dicha competencia correspondía a dictar reglas relacionadas con la naturaleza jurídica, organización, funciones, directiva y régimen legal de los funcionarios del Banco¹⁸⁴. Posteriormente, el Acto Legislativo de 1979 devolvió al Congreso la facultad de intervenir en el banco de emisión limitando dicha facultad a la capacidad de dictar normas generales conforme a las cuales el presidente de la República tendría que sujetarse para intervenir en el Banco. De esta manera, se determinó una intervención concurrente entre el Congreso y el presidente, facultó al primero para dictar normas generales y al segundo para dictar normas

¹⁸² Dado el origen contractual del Banco, dichas leyes fijaron las bases y autorizaciones al Gobierno para concretar la creación de la entidad.

¹⁸³ Numeral 14 del artículo 120 de la Carta política.

¹⁸⁴ Tomado de Ibáñez (1990), quien hace referencia a la Corte Suprema de Justicia, Sala Plena, sentencia del 18 de agosto de 1972, M. P.: Guillermo González Charry (Gaceta Judicial, tomo CXLIV, núms. 23-64, p. 190).

especiales, con sujeción a las normas expedidas por el Congreso. En 1981 el Acto Legislativo 1 de 1979 fue declarado inexecutable por la Corte Suprema de Justicia debido a vicios de forma, con lo cual recobró vigencia la facultad constitucional del presidente de la república de intervenir en el Banco.

Para los expertos de derecho constitucional y administrativo la normatividad constitucional no permitía distinguir con exactitud la naturaleza y alcance de las funciones que le correspondían al Congreso y las que tenía el Gobierno para regular el funcionamiento del Banco de la República. Esta circunstancia dio lugar a diversas y contrarias interpretaciones por parte de la Corte Suprema de Justicia y el Consejo de Estado, lo cual hacía que fuera riesgoso, tanto para el Congreso como para el Gobierno, regular el funcionamiento del banco emisor. Se requería, por lo tanto, una definición de competencias, a nivel constitucional, como requisito para el adecuado funcionamiento de la entidad.

1.2 Del banco emisor al régimen constitucional de banca central

1.2.1 Contexto internacional

En la década de los ochenta la búsqueda de la estabilidad de precios se había convertido en común denominador ante el desbordamiento de la inflación en países latinoamericanos y episodios de inflación acompañada de recesión en países desarrollados. A fin de reducir la probabilidad de episodios de inflación alta y persistente, varios países incursionaron en reformas al régimen de banca central mediante las cuales se buscaba consolidar su autonomía e independencia:

El estudio de derecho comparado de las normas constitucionales vigentes mostraba que varios bancos centrales tenían consagración constitucional, no formaban parte del Gobierno, tenían una jerarquía especial dentro de la estructura del Estado y un ordenamiento jurídico especial, en razón a las funciones que están llamados a cumplir. (Lloreda, 1991, p. 5)

La independencia del banco central se apoyaba tanto en modelos teóricos como en la evidencia empírica. En el primer caso, la reconocida inconsistencia dinámica de la política monetaria planteada por Kydland y Prescott (1977) y por Barro y Gordon (1983) sugiere que cuando la autoridad monetaria tiene objetivos adicionales a la estabilidad de precios, tiene el incentivo de tolerar algo de inflación y utilizar la expansión monetaria para estimular temporalmente una mayor actividad económica. En el largo

plazo, sin embargo, el efecto es el opuesto. El público, de manera racional, anticipa la inflación y la incorpora en la negociación de salarios y otros contratos. El resultado es una inflación más alta, sin afectar de manera positiva el crecimiento económico.

Por su parte, la evidencia empírica estaba soportada en el éxito alcanzado en controlar la inflación por parte de países desarrollados que tenían bancos centrales autónomos. En una muestra de diecisiete países (período 1955-1988), la mayor independencia del banco central con respecto al Gobierno estuvo asociada a tasas de inflación más bajas y estables (Alesina y Summers, 1990). Se destacaba la experiencia del Banco Central de Alemania, o Bundesbank, que sería el modelo de referencia para la constitución del Banco Central Europeo y del banco central suizo.

El Bundesbank tenía consagración constitucional, gozaba de autonomía y tenía una personalidad jurídica propia, independiente del Gobierno, conforme a la ley. Además, el Consejo Central (ente responsable de la determinación de las políticas monetaria y crediticia) y el Directorio (ejecutor de dichas políticas y otros aspectos administrativos) tenían la categoría de autoridades supremas. La ley establecía que el Bundesbank, en el ejercicio de sus funciones, no dependía de las instrucciones del Gobierno, el cual podía tomar parte de las deliberaciones, sin derecho a voto. Por su parte, la Constitución suiza establecía la existencia de un banco del Estado al que se delega el derecho de emisión y la responsabilidad de ejecutar una política monetaria y de crédito acorde con los intereses generales del país.

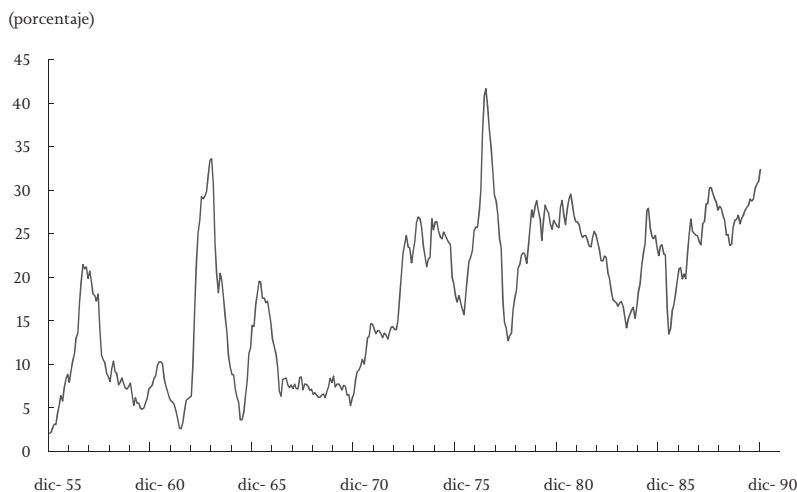
En América Latina, Chile era pionero en esta materia al consagrar la autonomía de la banca central en la Carta Política de 1980, mandato que se desarrolló mediante la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile (Ley 18840 de 1989); en ella se dispuso que el Banco Central de Chile es un órgano autónomo de carácter técnico con atribuciones suficientes para regular la cantidad del dinero y el crédito, así como para establecer normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales. Asimismo, le definió un objetivo claro: velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

1.2.2 Soplan vientos de reforma al Banco de la República

La experiencia acumulada a lo largo de los años ochenta planteaba serios interrogantes con relación al papel que desempeñaban el Banco de la República y la Junta Monetaria. Si bien la inflación no había alcanzado los niveles observados

en otros países de la región¹⁸⁵, se observaba un aumento importante en el ritmo de crecimiento del índice de precios al consumidor, al alcanzar un valor de 32,2% en 1990 frente a 22,5% observado en 1985 (Gráfico 1). Al respecto, el gerente del Banco de la República formulaba algunas reflexiones sobre los costos de la inflación y la conveniencia de buscar tasas sustancialmente inferiores al 22%¹⁸⁶, al tiempo que el Gobierno señalaba la necesidad de alcanzar la estabilidad de precios para lograr con éxito el proceso de apertura económica.

Gráfico 1
Comportamiento de la inflación anual (IPC), (1955-1990)



Fuente: Banco de la República, cálculos de los autores.

La recurrente financiación del déficit fiscal con emisión monetaria primaria, así como el acceso de particulares a recursos de emisión mediante cupos de crédito, fue la principal causa de expansión monetaria en Colombia durante la

¹⁸⁵ Inflación promedio del índice de precios al consumidor en el período 1984-1988: Argentina (387%), Brasil (323%), México (82%), Venezuela (21%), Perú (432%), Bolivia (2.669%), Chile (20%) y Colombia (22%). Calculado con base en información - Ortega (1989).

¹⁸⁶ Con base en la experiencia de otros países de la región, el gerente del Banco argumentaba: "No parece haber evidencia de que a través de elevadas tasas de inflación se estimule de manera duradera el crecimiento económico". Tomado de Ortega (1989, pp. III-XX).

década de los años ochenta y el consecuente deterioro del poder adquisitivo de la moneda. El acceso a recursos de emisión para financiamiento del Gobierno era ordenado por el Congreso en forma considerable y a muy largo plazo; asimismo, como consecuencia de la crisis financiera de 1982 se ordenó solventar con recursos de emisión a las entidades financieras que requerían apoyo efectivo por parte del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín), el cual no contaba con el patrimonio suficiente¹⁸⁷.

En este contexto, se empezó a discutir acerca de cuál debería ser la función constitucional y legal del Banco de la República. En 1982 fue presentado al Congreso un proyecto de ley mediante el cual se proponía modificar la composición de la Junta Monetaria y centralizar e institucionalizar la función de banca de desarrollo en el Banco de la República, actividad que ejercía desde principios de los cincuenta y estaba dispersa en varios contratos de fideicomiso¹⁸⁸. Si bien esta iniciativa parlamentaria no culminó con éxito en el Congreso, a finales de los ochenta suscitó un amplio debate en relación con la conformación de la Junta Monetaria, las funciones de banca central y la asignación del crédito de fomento, responsabilidad que para varios analistas económicos era función indelegable del Gobierno.

El director de Estrategia Económica y Financiera, Rudolf Hommes, luego ministro de Hacienda (durante la reforma de 1991), planteó algunos principios que a su juicio deberían guiar una reforma al Banco. Su propuesta buscaba “aislar la administración del Banco de la República de presiones políticas” (Hommes, 1988) y poner fin a la mecánica de financiar al Gobierno y a la creación de cupos de crédito distintos a los que se requieren para dar liquidez al sistema bancario. También, proponía delegar en un auditor externo el control de las actividades del Banco e institucionalizar en una autoridad monetaria independiente su responsabilidad con relación al control de la inflación. En cuanto al crédito de fomento, señalaba la inconveniencia de utilizar recursos de emisión y proponía que la Junta Monetaria, con una conformación diferente, se abstuviera de participar en su asignación, esta debía ser una responsabilidad del Gobierno.

¹⁸⁷ Ejemplos de ello fueron la Ley 34 de 1984, la Ley 55 de 1985, la Ley 7 de 1986 y la Ley 43 de 1987, que autorizaron créditos por COP 80.517 millones, COP 60.000 millones, COP 55.000 millones y COP 135.000 millones, respectivamente, según se relaciona en el Informe-ponencia “La banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 53, pp. 9-10, 18 de abril de 1991).

¹⁸⁸ Proyecto de Ley 25 de 1982, presentado por el representante a la Cámara Hernando Agudelo Villa (*Anales del Congreso*, septiembre 13 de 1982). Según el proyecto, la Junta Monetaria quedaría conformada por cinco miembros: el ministro de Hacienda, el gerente del Banco de la República, el jefe del Departamento Nacional de Planeación y dos miembros permanentes (equivalentes a los dos asesores de la Junta Monetaria).

Algunos otros importantes personajes de la vida política del país, a través de columnas de opinión, coincidieron en la necesidad de independizar al Banco de la República (o a la Junta Monetaria) del Gobierno y centralizar en la entidad las decisiones de emisión, al igual que señalaron la conveniencia de prohibir de manera categórica el fijar cupos de crédito por parte del Congreso y financiar el gasto público con recursos de emisión primaria¹⁸⁹.

En el Congreso de la República, en el ámbito del proyecto de reforma constitucional presentado por el Gobierno entre 1988 y 1989, también se discutían temas relacionados con las funciones del Banco. En la ponencia para primer debate de este proyecto surgió la propuesta de sustituir el artículo 49 adoptado por la Asamblea Nacional Constituyente de 1910, por la prohibición explícita de utilizar recursos de emisión primaria con la finalidad de financiar la brecha fiscal¹⁹⁰. Si bien el proyecto no completó el trámite legislativo para su aprobación, la iniciativa de reformar el artículo 49 fue uno de los diez temas considerados en la reforma constitucional que contempló el Decreto Legislativo 1926 de 1990. Una vez la Corte Suprema de Justicia, al revisar la constitucionalidad de dicho decreto, definió que la Asamblea Nacional Constituyente tendría competencia para reformar sin restricción alguna la Constitución de 1886, se concretó la posibilidad de revisar la función constitucional y legal del Banco de la República.

¹⁸⁹ Para citar algunos ejemplos de las columnas de opinión en la época: i) el ex asesor de la Junta Monetaria, Juan Camilo Restrepo, analizaba el origen del artículo 49 de la Constitución y señalaba la conveniencia de consignar constitucionalmente la independencia del Banco de la República (Restrepo, *El Tiempo*, septiembre 1990); ii) el exministro Abdón Espinosa Valderrama controvertía el proyecto de reforma al régimen de cambios internacionales por considerar que creaba competencias excepcionales en cabeza de la Junta Monetaria mediante actuaciones administrativas y regulatorias (Espinosa, *El Tiempo*, octubre 1990); iii) el exministro Alfonso Palacio Rudas manifestaba la necesidad de recuperar los poderes monetarios del Congreso y proponía una reforma a la Junta Monetaria (*El Tiempo*, noviembre 1990); iv) el dirigente gremial Fabio Echeverri Correa criticaba la financiación del gasto público con recursos de emisión sin ninguna contrapartida, y proponía que la Junta Monetaria fuera un órgano independiente del Gobierno, con autonomía (Echeverri, enero 1991); v) el exministro de desarrollo Roberto Gerlein analizaba el proyecto de reforma a la Junta Monetaria presentado por él ante el Congreso (1990).

¹⁹⁰ Según cita Ibáñez (1991), “El artículo 7.º del Acto Legislativo No. 3 de 1910, mediante el cual se reformó la Constitución Política, dispuso lo siguiente, según se lee en el artículo 49 de la Carta: ‘Queda prohibida en absoluto toda emisión de papel moneda de curso forzoso’”. Asimismo, señala que el proyecto original del Gobierno discutido en las sesiones ordinarias del Congreso de 1988 y 1989, no consideró modificar el artículo 49 de la Constitución Política. Sin embargo, en la ponencia para primer debate en el Senado, suscrita por el senador Hernando Durán Dussán, surgió la propuesta de sustituirlo.

1.2.3 Régimen constitucional de banca central y su proceso de concertación

La facultad dada a la Asamblea Nacional Constituyente abrió la posibilidad de revisar de manera integral el sistema monetario del país y consignar en la nueva Carta las competencias que en este campo corresponden al Congreso, al presidente de la república y al órgano del Estado encargado de las funciones de banca central. Por esta razón, el gerente del Banco de la República, Francisco Ortega Acosta, junto con las áreas técnica y jurídica¹⁹¹, se concentraron en preparar la que se denominó “Propuesta sobre el régimen monetario en la reforma constitucional”. La elaboración de este proyecto fue encomendada a Jorge Enrique Ibáñez, subdirector jurídico del Banco, quien ya venía estudiando de tiempo atrás el tema de banca central en otras legislaciones¹⁹². El hecho de que la propuesta contemplara centralizar la función de regulación monetaria, cambiaria y crediticia en el Banco de la República, con lo cual desaparecía la Junta Monetaria, condujeron a que el proyecto se manejara con la más estricta reserva dentro del Banco.

La propuesta fue acogida y respaldada por el presidente de la república, César Gaviria Trujillo y, tras incorporar algunas modificaciones fue presentada a la Asamblea como proyecto del Gobierno¹⁹³. El ministro de Hacienda, quien conoció el proyecto cuando ya estaba impreso y a punto de ser presentado a la Asamblea, tuvo una reacción al inicio negativa; consideraba que: “despojaba al ministerio de atribuciones que poseía y de su preeminencia indiscutible en materia cambiaria y crediticia” (Hommes, 1995, p. 34); no obstante, se comprometió a defenderlo en la Constituyente, reservándose el derecho de introducir las modificaciones que considerara pertinentes.

El proyecto del Gobierno y la propuesta del Banco tenían diferencias que, a juicio de algunos delegatarios, diluía la pretensión del Banco de crear un régimen de banca central autónomo. Para convencer a los delegatarios sobre las bondades de la iniciativa, el gerente del Banco y algunos de sus funcionarios más cercanos se reunieron con más de la mitad de los miembros de la Asamblea Nacional Constituyente, a quienes se les entregó la propuesta del

¹⁹¹ En particular Juan Carlos Jaramillo, Jorge Enrique Ibáñez Najara y Guillermo Salah Zuleta, en permanente consulta con Hugo Palacios Mejía, exgerente del Banco, según cita De Brigard (1995).

¹⁹² El trabajo de investigación de Ibáñez, que se publicó en la *Revista Jurídica de la Universidad de Puerto Rico*, sirvió de guía principal para la propuesta elaborada por el Banco y contenía un estudio detallado de la regulación del sistema monetario en las constituciones modernas de la época.

¹⁹³ La propuesta del Banco fue presentada por el gerente del Banco al presidente Gaviria el 29 de noviembre de 1990, según reporta De Brigard (1995).

Banco y suficiente material de apoyo acerca del tratamiento constitucional y legal del régimen monetario en otros países; de esta manera, la propuesta del Banco resultó en lo que algunos constituyentes denominaron “iniciativa fantasma” (Lleras, 1995, p. 53), al servir de referencia a los asambleístas, sin ser presentada oficialmente.

En el proceso de deliberaciones en torno al proyecto de régimen de banca central hubo una clara evolución de la calidad de su contenido. El primer consenso sobre el proyecto de articulado se logró en la subcomisión integrada por los constituyentes Ignacio Molina Giraldo, Rodrigo Lloreda Caicedo, Antonio Yepes Parra, Carlos Ossa Escobar, Carlos Lemos Simmonds y Óscar Hoyos Naranjo, la cual elaboró la ponencia para el debate en la Comisión Quinta tomando como referencia principal el proyecto del Gobierno y la propuesta del Banco¹⁹⁴. Una vez la Comisión Quinta incorporó las modificaciones que consideró pertinentes y las aprobó¹⁹⁵, fue presentada a la Asamblea para surtir un controvertido primer debate en plenaria, que se llevó a cabo el 17 de mayo de 1991¹⁹⁶.

En la Asamblea, la discusión sobre el nuevo régimen del Banco fue intensa. Un grupo de constituyentes defendía la idea de un Banco mucho más autónomo que el propuesto por el Gobierno, sugería consagrar en la Constitución Política la conformación de la Junta Directiva y que se prohibiera al Banco financiar al Gobierno o a los particulares directa o indirectamente. Un segundo grupo insistía en la necesidad de que el Banco coordinara el ejercicio de sus funciones de acuerdo con la orientación de la política económica fijada por el Gobierno, lo cual limitaba su autonomía, era partidario de mantener la posibilidad de que el Banco pudiera emitir para financiar al Gobierno y cuestionaba que la Junta Directiva del Banco de la República actuara como autoridad crediticia y cambiaria¹⁹⁷.

¹⁹⁴ Informe-ponencia “La banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 53, pp. 6 y ss., 18 de abril de 1991). Según cita Lleras (1995), la Subcomisión también consultó los proyectos presentados por algunos constituyentes.

¹⁹⁵ Aprobación en sesión del 3 de mayo de 1991, actas 26 y 27 de la Comisión Quinta (*Gaceta Constitucional*, núm. 100, pp. 8-12, 17 de junio de 1991).

¹⁹⁶ Informe-ponencia para primer debate en plenaria “Banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, pp. 7-12, 14 de mayo de 1991), y acta de sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, pp. 5-12, junio 11 de 1991).

¹⁹⁷ Asamblea Nacional Constituyente (1991), sesión plenaria, 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, pp. 1-95), Bogotá.

Ante el importante número de propuestas sustitutivas que surgieron en la plenaria¹⁹⁸, muchas de las cuales tenían diferencias sustanciales, la presidencia de la Asamblea designó una comisión accidental integrada por los constituyentes Ignacio Molina Giraldo, Carlos Ossa Escobar, Rodrigo Lloreda Caicedo, Alfonso Palacio Rudas, Iván Marulanda Gómez, Augusto Ramírez Ocampo y Carlos Lleras de la Fuente, quien actuó como coordinador, para elaborar un texto que conciliara las proposiciones presentadas. Dicha comisión creó un proyecto de articulado y llegó a un acuerdo unánime en el que participó el ministro de Hacienda¹⁹⁹. El proyecto fue aprobado en la plenaria el 21 de mayo de 1991²⁰⁰ y quedó consignado en los artículos 371, 372 y 373 de la nueva Carta Política.

La reforma al Banco de la República concertada en la Constituyente de 1991 se puede resumir en los siguientes aspectos: i) se le asignó al Banco un mandato específico: mantener la capacidad adquisitiva de la moneda, en coordinación con la política económica general; ii) la Junta Directiva del Banco es autoridad monetaria, cambiaria y crediticia; iii) se le otorgó al Banco autonomía y a su Junta Directiva un importante grado de independencia frente al Gobierno; iv) se restringió la posibilidad de financiar al Gobierno con recursos de emisión y se prohibió al legislador ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares, v) se designó al Congreso, en representación de la sociedad, como principal destinatario del ejercicio de rendición de informes del Banco, y vi) se delegó en el presidente de la república la función de inspección, vigilancia y control sobre el Banco de la República. Por otra parte, aunque en la Constitución de 1991 no se definió la competencia del Banco como gestor de la actividad cultural del país, este tema se discutió y acogió por una parte importante de delegatarios en la Asamblea y fue una referencia importante en la reglamentación de la Ley 31 de 1992²⁰¹.

¹⁹⁸ Presentaron propuestas sustitutivas los constituyentes: i) Marulanda, I.; ii) Verano, E.; Espinosa, E.; Holmes, C.; Fernández, J.; Gómez, J. y otro; iii) Lleras de la Fuente, C.; iv) Palacio, A.; v) Perry, G.; vi) Ramírez, A.; vii) Ossa, C.; viii) Pérez, J.; ix) Espinosa, E.; Villa, F. y Pineda, H.; x) Echeverri, A.; xi) Zalamea, A. La constituyente Carranza, M. presentó una propuesta aditiva (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, pp. 7-10, 11 de junio de 1991).

¹⁹⁹ Acta de sesión plenaria del 21 de mayo de 1991 (*Gaceta Constitucional*, núm. 104, p. 18, 21 de junio de 1991).

²⁰⁰ Acta de sesión plenaria del 21 de mayo de 1991 (*Gaceta Constitucional*, núm. 104, pp. 17-21, 21 de junio de 1991).

²⁰¹ Aditiva núm. 11, presentada por la delegataria Carranza, M., Asamblea Nacional Constituyente (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, p. 10, 11 de junio de 1991). Esta proposición tuvo gran acogida por los constituyentes al ser respaldada por 39 delegatarios. Constancia en el acta de sesión plenaria del 21 de mayo de 1991 (*Gaceta Constitucional*, núm. 104, 21 de junio de 1991).

La evolución del proyecto de articulado (Cuadro 1) y el proceso de concertación en cada uno de estos temas se desarrolla a continuación.

Cuadro 1
Evolución del proyecto de articulado del régimen constitucional de Banca Central

Asunto	Proyecto del Gobierno ¹	Propuesta del Banco ²	Propuesta presentada por la Comisión Quinta para primer debate en plenaria de la Asamblea Nacional Constituyente ³	Propuesta concertada y aprobada en la Asamblea Nacional Constituyente ⁴
Naturaleza del Banco de la República	El Banco de la República estará organizado como entidad de derecho público, sujeto a un régimen legal propio, con personería jurídica y autonomía administrativa y técnica.	El Banco de la República será el banco central.		El Banco de la República ejercerá las funciones de banca central.
		Estará organizado como entidad de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio.		
Funciones básicas del Banco de la República	Ejecutar las políticas monetarias cambiaria y de crédito que determine su Junta Directiva con arreglo a la ley marco; emitir y poner en circulación la moneda legal; administrar las reservas internacionales y ser prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito.	Reglamentar las políticas monetaria, cambiaria y crediticia; emitir y poner en circulación la moneda legal; administrar sus reservas internacionales; ser prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito; facilitar los pagos entre diversos agentes económicos; servir de agente fiscal del Gobierno; apoyar la investigación económica, en coordinación con la política económica y con sujeción a las bases generales que expida el Congreso.	Regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito, y servir como agente fiscal del Gobierno. Todas ellas se ejercerán en coordinación con la política económica general ⁵ .	

Asunto	Proyecto del Gobierno ¹	Propuesta del Banco ²	Propuesta presentada por la Comisión Quinta para primer debate en plenaria de la Asamblea Nacional Constituyente ³	Propuesta concertada y aprobada en la Asamblea Nacional Constituyente ⁴
Objetivo		El Banco de la República velará por mantener el poder adquisitivo de la moneda.	El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.	
Crédito del Banco de la República al Gobierno y a particulares	El Banco de la República no podrá emitir, salvo para otorgar garantías o financiamiento a establecimientos de crédito y operaciones de tesorería dentro de la misma vigencia fiscal.	El Banco no podrá emitir para otorgar garantías o financiamiento a la nación, a las entidades territoriales, a las entidades descentralizadas de aquella y estas, ni a las empresas privadas, que no tengan carácter de establecimientos de crédito, salvo cuando se haya declarado el estado de emergencia económica y social.	El Banco no podrá establecer cupos de crédito ni otorgar garantías a favor de particulares o entidades privadas, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación a través de los establecimientos de crédito o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos.	
Crédito del Banco de la República al Gobierno y a particulares			No podrá adquirir documentos emitidos por el Estado, salvo en operaciones de mercado abierto, ni conceder garantías a sus organismos o empresas, y tampoco podrá financiar con créditos directos o indirectos ningún gasto público a menos que se haya declarado estado de emergencia económica, social y ecológica ⁶ .	Las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la Junta Directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto. El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares.

Asunto	Proyecto del Gobierno ¹	Propuesta del Banco ²	Propuesta presentada por la Comisión Quinta para primer debate en plenaria de la Asamblea Nacional Constituyente ³	Propuesta concertada y aprobada en la Asamblea Nacional Constituyente ⁴
Junta Directiva	La Ley, a iniciativa del Gobierno, determinará la composición de la Junta Directiva del Banco y el período y las calidades de sus integrantes, quienes serán designados por el presidente de la república. La Junta será presidida por el ministro del Ramo.	La Ley, a iniciativa del Gobierno, determinará la composición de la Junta Directiva del Banco y el período y las calidades de sus integrantes, quienes serán designados por el presidente de la república y entre los cuales debe haber un ministro del despacho. Los demás miembros de la Junta desempeñarán el cargo con dedicación exclusiva y períodos fijos.	La Junta Directiva tendrá a su cargo la dirección y ejecución de las funciones del Banco y estará conformada por siete (7) miembros, entre ellos el ministro de Hacienda, quien la presidirá. El gerente del Banco será nombrado por la Junta Directiva y será miembro de ella. Los cinco (5) miembros restantes, de dedicación exclusiva, serán nombrados por el presidente de la república para períodos prorrogables de cuatro (4) años, reemplazados dos (2) de ellos cada cuatro (4) años. Los miembros de la Junta Directiva representarán únicamente el interés de la nación ⁷ .	
	La Junta Directiva es autoridad monetaria, cambiaria y crediticia.			La Junta Directiva será autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, conforme a las funciones que le asigne la ley.
Rendición de informes	El Banco rendirá anualmente un informe al Congreso sobre la ejecución de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia a su cargo y sobre los demás asuntos que le soliciten.	El Banco de la República rendirá a las Cámaras los informes que estas le soliciten acerca de las políticas que adopte en cumplimiento de sus funciones.	El Banco anualmente rendirá al órgano legislativo un informe sobre la ejecución de las políticas a su cargo y los demás asuntos que le soliciten.	El Banco rendirá al Congreso informe sobre la ejecución de las políticas a su cargo y sobre los demás asuntos que se le soliciten.

Asunto	Proyecto del Gobierno ¹	Propuesta del Banco ²	Propuesta presentada por la Comisión Quinta para primer debate en plenaria de la Asamblea Nacional Constituyente ³	Propuesta concertada y aprobada en la Asamblea Nacional Constituyente ⁴
Competencias del Congreso con relación al Banco de la República	El Congreso, mediante leyes marco, fijará principios con relación a las atribuciones de la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, y los estatutos del Banco.	Corresponde al Congreso dictar las bases con sujeción a las cuales el Banco de la República debe cumplir las funciones previstas en la Constitución; dictar las bases con sujeción a las cuales el presidente de la república expedirá los estatutos del Banco de la República que contemplen las normas especiales sobre su organización; el régimen de sus actos y el de sus procedimientos administrativos, entre otros ⁸ .	El órgano legislativo nacional, a iniciativa del Gobierno, dictará la ley a la cual deberá sujetarse el Banco de la República para el ejercicio de dichas funciones. Una ley orgánica dictada a iniciativa del Gobierno, establecerá las reglas con sujeción a las cuales este expedirá los estatutos del Banco, en los que se determine, entre otros, su régimen legal propio, la forma de su organización, el período del presidente y las calidades, inhabilidades e incompatibilidades de los miembros de la Junta Directiva, del presidente y sus empleados. Dicha ley señalará las pautas generales conforme a las cuales el banco central constituirá sus reservas monetarias y cambiarias y las condiciones bajo las cuales, conformadas estas, los excedentes de utilidades podrán ser recursos fiscales destinados exclusivamente para gastos de inversión social o servicio de deuda pública.	El Congreso dictará la ley a la cual deberá ceñirse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones y las normas con sujeción a las cuales el Gobierno expedirá los estatutos del Banco en los que se determinen, entre otros, su organización, su régimen legal, el funcionamiento de la Junta Directiva y del Consejo de Administración, el período del gerente y las reglas para la constitución de sus reservas, entre ellas la de estabilización cambiaria y monetaria, y el destino de los excedentes de sus utilidades.

Asunto	Proyecto del Gobierno ¹	Propuesta del Banco ²	Propuesta presentada por la Comisión Quinta para primer debate en plenaria de la Asamblea Nacional Constituyente ³	Propuesta concertada y aprobada en la Asamblea Nacional Constituyente ⁴
Competencias del presidente de la república con relación al Banco de la República	Expedir los estatutos del Banco de la República. Ejercer, como atribución constitucional propia, la intervención en el Banco de la República.	Ejercer, con exclusión de otra autoridad, la inspección, vigilancia y disciplina sobre el Banco de la República, sus directores y funcionarios, en lo relativo al cumplimiento de las leyes a las que están sujetos, respetando su autonomía técnica y sin interferir en su administración. El presidente podrá delegar estas funciones en la autoridad que tenga a su cargo la inspección y vigilancia de las demás instituciones financieras.	El presidente ejercerá la inspección, vigilancia sobre el Banco, sus directivos y demás empleados, en los términos que señale la ley y sin perjuicio de las facultades que le correspondan a la Procuraduría General de la Nación.	El presidente ejercerá la inspección, vigilancia y control del Banco en los términos que señale la ley.

¹ "Proyecto de acto reformativo de la Constitución Política núm. 2", presentado por el Gobierno (*Gaceta Constitucional*, núm. 5, pp. 26, 15 de febrero de 1991).

² Steiner, R. (1995). Anexo 1. "Apartes principales de la propuesta original el Banco de la República sobre el régimen monetario en la reforma constitucional", y Anexo 2, "Propuesta originalmente sugerida por el Banco de la República al Gobierno", en *Autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, pp. 247-258.

³ Informe-ponencia para primer debate en plenaria "Banca central", de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, pp. 7-12, 14 de mayo de 1991), que tuvo como referencia principal la propuesta elaborada por la subcomisión constituida por los constituyentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 53, pp. 6-10, 18 de abril de 1991) y las modificaciones sugeridas en el debate en la Comisión Quinta, sesiones del 2 y 3 de mayo de 1991. El articulado elaborado por la subcomisión tuvo como base principal la propuesta elaborada por el Banco y el proyecto de reforma constitucional presentado por el Gobierno nacional. Asimismo, consultó los proyectos presentados por la Alianza Democrática M-19, el Partido Social Conservador, los constituyentes Alfredo Vázquez y Aída Abella, Rodrigo Lloreda, Antonio Galán, Iván Marulanda, Hernando Herrera, Diego Uribe, Fernando Carrillo, Jesús Pérez González-Rubio, Álvaro Cala, Gustavo Zafra, la Comisión Primera de la Cámara de Representantes, la Fundación Futuro Colombiano, el Centro de Estudios Colombianos y el Centro de Altos Estudios Quirama.

⁴ Acta de sesión plenaria (*Gaceta Constitucional*, núm. 104, pp. 17-20, junio 21 de 1991).

⁵ En el articulado propuesto por la Comisión Quinta para primer debate en plenaria se proponía que la coordinación sería con el resto de la política económica. Asimismo, se mantenía la redacción propuesta por el Banco, que sugería tener propiedad sobre las reservas internacionales.

⁶ El articulado propuesto por la subcomisión no contemplaba la posibilidad de que el Banco realizara operaciones de mercado abierto con títulos emitidos por el Gobierno, posibilidad que la Comisión Quinta adicionó en la ponencia presentada para debate en plenaria.

⁷ La Comisión Quinta mantuvo, en términos generales, el texto propuesto por la subcomisión, al reducir de cinco (5) a cuatro (4) años el período mínimo de los miembros de Junta sin modificar el sistema de rotación. Añadió que estos representarían únicamente el interés de la nación. El articulado de la ponencia elaborada por la Comisión Quinta para primer debate en plenaria otorgaba al gerente del Banco el nombre de presidente.

⁸ Asimismo, el de sus relaciones laborales y de seguridad social; el de las inhabilidades e incompatibilidades de sus directores y de quienes les presten sus servicios; los sistemas de contabilidad, presupuesto e inspección y vigilancia, y el procedimiento para su ejercicio. Dichas normas deberán tener en cuenta la naturaleza de las funciones de banca central y la necesidad de que pueda cumplirlas con absoluta independencia técnica y administrativa. La propuesta incluía, además, que esta ley debería ser aprobada por la mayoría absoluta de los miembros de una y otra Cámara y no podrían ser adoptadas mediante el ejercicio de facultades extraordinarias.

1.2.3.1 Estabilidad monetaria en coordinación con la política económica general

La estabilidad monetaria fue la razón de incluir en la Constituyente el tema de banca central y dotar al Banco de la República de la autonomía necesaria para utilizar los instrumentos a su cargo sin injerencia de otras autoridades. La Constituyente entendió que la estabilidad de precios es un deber del Estado y que la entidad responsable de este cometido fundamental debe estar consagrada en la Constitución Política y contar con la capacidad técnica e independencia institucional necesaria para adoptar con total libertad las decisiones que considere pertinentes a fin de salvaguardar el valor de la moneda, sin injerencia del legislativo o del ejecutivo. El Banco de la República sería el órgano constitucional autónomo encargado de preservar el valor adquisitivo de la moneda, disposición que coincidía con el esquema de banca central adoptado por países exitosos en el control de la inflación.

En palabras del presidente, César Gaviria:

Actualmente es imperioso volver a una estructura del Banco de la República, en el que la emisión monetaria esté drásticamente restringida, y las funciones de la política monetaria se ejerzan con independencia y guiadas con el único objeto de lograr una estricta estabilidad de precios²⁰².

La propuesta elaborada por el Banco establecía: “El Banco de la República velará por mantener el poder adquisitivo de la moneda”, propósito ausente en el proyecto del Gobierno y que fue incorporado en el articulado elaborado por la subcomisión para aprobación en la Comisión Quinta. En el debate en la Asamblea algunos delegatarios propusieron que fuera el Estado, por intermedio del Banco de la República, el responsable de velar por la estabilidad monetaria²⁰³. Esta diferencia, aparentemente sutil, es de fondo. La Constituyente entendió que la estabilidad de la moneda es una expresión de la voluntad política de una nación y que el Banco de la República sería el órgano del Estado a través del cual se buscaría alcanzar dicha estabilidad²⁰⁴.

²⁰² Cita tomada de la exposición del constituyente Molina, I., en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 10), Bogotá. La cita hace referencia a la intervención del presidente de la república, César Gaviria Trujillo (Biblioteca Luis Ángel Arango, 20 de marzo de 1991).

²⁰³ Este planteamiento fue presentado por los delegatarios Marulanda, I. (sustitutiva núm. 1), Lleras, C. (sustitutiva núm. 3) y Ramírez, A. (sustitutiva núm. 5), Asamblea Nacional Constituyente (Gaceta Constitucional, núm. 95, pp. 8-9, 11 de junio de 1991).

²⁰⁴ Exposición del delegatario Marulanda, I. en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 41), Bogotá.

Se consideró que si bien se daría un grado importante de autonomía al Banco para el logro de este objetivo, este no sería una rueda suelta dentro de la estructura del Estado y tendría que estar coordinado como una pieza clave de la política económica general del país. De esta manera definió que el Banco ejercerá sus funciones “en coordinación con la política económica general” y acogió el texto sugerido por el delegatario Lleras de la Fuente²⁰⁵.

1.2.3.2 Autoridad monetaria, cambiaria y crediticia

El articulado presentado por la Comisión Quinta establecía que el Banco de la República tendría como funciones básicas, entre otras, regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito, sin que de manera categórica se definiera a su Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. La propuesta hecha por algunos delegatarios de incluir en forma explícita esta última proposición²⁰⁶, tal como lo planteaba el proyecto del Gobierno, generó una fuerte controversia; algunos consideraban que esto conllevaría a que el Banco regulara y ejecutara las políticas a su cargo de manera autónoma respecto de las demás instituciones del Estado que participan en la formulación de la política económica. El origen de su preocupación era resolver cómo conciliar el régimen de autonomía del Banco para el manejo de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, con las directrices generales de la economía trazadas por el presidente de la república y su ministro de Hacienda (Lloreda, 1995, pp. 97-98).

Los delegatarios plantearon diversas posiciones: i) el delegatario Guillermo Perry Rubio defendió la tesis según la cual la política económica es una sola y tiene una sola cabeza, por lo cual proponía que “el Banco ejercerá sus funciones siguiendo las orientaciones generales de la política económica”²⁰⁷; ii) el constituyente Augusto Ramírez Ocampo señaló que solo debe haber en

²⁰⁵ Modificaciones al proyecto de articulado sobre el Banco de la República, sustitutiva núm. 3 por el delegatario Lleras, C., acta de sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (*Gaceta constitucional*, núm. 95, p. 8), Bogotá.

²⁰⁶ Este planteamiento fue presentado por los delegatarios Marulanda, I. (sustitutiva núm. 1) y Lleras, C. (sustitutiva núm. 3), Asamblea Nacional Constituyente (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, pp. 7-8, 11 de junio de 1991).

²⁰⁷ Perry, G. Constancia articulado sobre el Banco de la República (*Gaceta Constitucional*, núm. 104, p. 19, 11 de junio de 1991). Asimismo, en exposición del constituyente Perry, G., en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 26), Bogotá.

el país una política económica orientada desde el ministerio de Hacienda²⁰⁸; iii) el presidente Misael Pastrana Borrero manifestó que “la acción del Banco de la República tiene que desarrollarse en forma de consulta mutua, con todas aquellas autoridades que tienen la dirección económica, es decir que tienen la dirección de la política económica”²⁰⁹, y iv) el delegatario Alfonso Palacio Rudas planteó que el Banco ejercería sus funciones “dentro del contexto del Plan de Desarrollo Económico y Social”²¹⁰. Por su parte, el ministro Hommes señaló:

Yo pienso que el Banco debe ser autónomo, ahora, no me cabe la menor duda de que la política económica debe ser una y así siempre se ha concebido, de tal manera que lo que el Gobierno quisiera es que dentro de esa política económica única, haya una entidad responsable por la integridad monetaria y que eso obre como una restricción, como un freno, al Gobierno en su política económica²¹¹.

La Asamblea fácilmente concertó que la nueva autoridad monetaria del país sería la Junta Directiva del Banco de la República. De acuerdo con los ponentes, el Banco:

[...] deberá encargarse de la política monetaria del país, mediante la adopción, con sujeción a la ley, de las medidas que influyan sobre la cantidad, costo y disponibilidad de dinero y del crédito para todas las unidades económicas, públicas o privadas, con el propósito de mantener la cantidad de dinero en circulación de manera estable. La autonomía en la política monetaria así concebida, significa entonces que en lo sucesivo las decisiones del banco central no dependerán del curso que quieran seguir las autoridades gubernamentales, aunque deberán coordinarse con ellas²¹².

²⁰⁸ Exposición del constituyente Ramírez, A., en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 32), Bogotá.

²⁰⁹ Exposición del delegatario y presidente Pastrana, M., en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 55), Bogotá.

²¹⁰ Modificaciones al proyecto de articulado sobre el Banco de la República (sustitutiva núm. 4) por el delegatario Palacio, A., acta de la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, p. 8), Bogotá.

²¹¹ Exposición del ministro de Hacienda en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 84), Bogotá.

²¹² Informe-ponencia para primer debate en plenaria “Banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, p. 8, 14 de mayo de 1991).

La competencia del Banco en materia cambiaria fue un tema más difícil de conciliar. En palabras del delegatario Perry: “no existe ningún banco central en el mundo que tenga autonomía para la política monetaria y además para la cambiaria y la crediticia”²¹³. Dado que las políticas monetaria y cambiaria no son independientes, y que esta última está estrechamente ligada al comercio exterior, a la inversión extranjera, al nivel de precios y al desarrollo del país, surgía la pregunta de cómo conciliar las facultades otorgadas a la Junta Directiva con la tradición institucional que en materia cambiaria correspondía al ejecutivo.

La solución la aportó José Elías Melo, viceministro de Hacienda, quien sugirió que se trataba de dos funciones distintas:

El manejo de día a día de la tasa de cambio nominal así como la intervención del Banco en el mercado y los sistemas de intervención y determinación de la tasa de cambio nominal deben ser una función de la Junta y del Banco exclusivamente porque la política monetaria y la cambiaria no son independientes. Sin embargo, el ejercicio de esta función debe estar sujeto a que el Banco obre dentro del régimen cambiario que le señale el Gobierno, de acuerdo con la ley [marco que apruebe el Congreso]. (Hommes, 1995, p. 38)

Esta interpretación dio origen al artículo 150, numeral 19, literal b) de la Constitución Política de 1991, la cual fue aceptada por todas las partes²¹⁴.

La competencia de la Junta Directiva como autoridad crediticia se entendió, principalmente, como su función de proveer liquidez al sistema financiero mediante operaciones de mercado abierto o de manera individual a establecimientos de crédito en ejercicio de su función como prestamista de última instancia, así como a la facultad de intermediar líneas externas de crédito para su colocación a través de los establecimientos de crédito. Esta última facultad fue incorporada por la Comisión Quinta en el articulado presentado a la Asamblea, al señalar:

El Banco no podrá establecer cupos de crédito, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito

²¹³ Exposición del delegatario Perry, G., en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 25), Bogotá.

²¹⁴ “Corresponde al Congreso de la República dictar las normas generales y señalar los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno para los siguientes efectos [...] b) Regular el comercio exterior y señalar el régimen de cambio internacional, en concordancia con las funciones que la Constitución consagra para la Junta Directiva del Banco de la República”.

externo para su colocación por medio de establecimientos de crédito, o apoyos transitorios de liquidez para los mismos²¹⁵.

Aunque en el debate se sugirió eliminar la atribución de que el Banco intermediaría líneas de crédito externas²¹⁶, el delegatario Carlos Ossa señaló que este es un recurso para cumplir con la función de ser banco de bancos y prestamista de última instancia de entidades crediticias, y consideraba:

necesario dejar la puerta abierta para que el Banco intermedie el crédito externo, porque el Banco cumple esa función, tiene experiencia en ella, el banco puede intermediar créditos externos para que se canalicen a través del sector privado o de la banca estatal²¹⁷.

El ministro Hommes señaló:

Aquí lo que estamos proponiendo y ha propuesto la Comisión Quinta, es que no puedan hacer crédito de fomento salvo como intermediarios de créditos externos que es lo que hace ante el Banco Mundial y esa es una consideración más que todo práctica porque para que el Banco Mundial le preste a particulares no se puede, entonces hay que hacer alguna intermediación a través del Gobierno, entonces se quiso mantener esa posibilidad²¹⁸.

Asimismo, expresó:

Los fondos del Banco de la República y la administración de líneas de crédito por parte del Banco de la República se acabarían, este sería un banco emisor y su función de crédito sería solamente ser prestamista

²¹⁵ Informe-ponencia “La banca central”, de los delegatarios Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 53, pp. 6-10, 18 de abril de 1991) e Informe-ponencia para primer debate en plenaria “Banca central”, de los delegatarios Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, pp. 7-12, 14 de mayo de 1991).

²¹⁶ Planteamiento presentado por los delegatarios Espinosa, E., Villa, F. y Pineda, H. (sustitutiva núm. 9), Asamblea Nacional Constituyente (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, p. 9, 11 de junio de 1991).

²¹⁷ Exposición del delegatario Ossa, C., en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 50), Bogotá.

²¹⁸ Exposición del ministro de Hacienda, Rudolf Hommes, en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 93), Bogotá.

de última instancia de otras entidades financieras, es decir, este es un planteamiento bastante clásico del producto de banca central²¹⁹.

En este mismo sentido se pronunciaron los delegatarios Perry y Ossa, para dejar claro que el Banco de la República no podría manejar crédito de fomento y que la administración de los fondos de fomento sería trasladada, mediante ley, a las entidades que señalara el Gobierno.

Por otro lado, el Banco defendió la conveniencia de seguir operando líneas externas, tal como consta en documento técnico que luego soportó la reglamentación expedida por la Junta Directiva en esta materia:

La experiencia y credibilidad que tiene el Banco de la República en la consecución de créditos externos tanto en la negociación con los organismos multilaterales como en su manejo interno, permite al Banco mostrar resultados favorables de su actividad en la canalización de recursos externos. Además la posibilidad proactiva de que tales empréstitos se puedan canalizar a través de todos los bancos y corporaciones financieras en igualdad de condiciones trae ventajas en términos de costo para su redescuento en todas las zonas del país²²⁰.

Al respecto, se señalaban los logros recientes en las negociaciones con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), en la contratación de la línea de reestructuración del Banco Mundial (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, BIRF) y el préstamo del Eximbank de Japón.

1.2.3.3 Autonomía del nuevo Banco de la República

Los proyectos presentados a la Asamblea coincidieron en prever que el Banco de la República debería estar organizado como persona jurídica de derecho público, sujeto a un régimen legal y operativo distinto y autónomo, “pues no de otra forma podría poner en práctica eficiente y oportunamente las medidas

²¹⁹ Exposición del ministro de Hacienda, Rudolf Hommes, en la Comisión Quinta, 20 de marzo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 54), Bogotá.

²²⁰ Copete, F.; De Brigard, A.; De Moreno, L., documento técnico “Crédito de largo plazo, SGC-1091-001-J, octubre 25 de 1991”, en el que se cita: “Por estas y otras razones el Banco estuvo de acuerdo y defendió en la comisión de la Asamblea Constitucional, la conveniencia de seguir operando las líneas externas”, autorizado por Francisco Ortega.

monetarias que por ley está llamado a dictar y ejecutar”²²¹. Del alcance de dicha autonomía dependería la capacidad de ejercer de manera efectiva las funciones de banca central para salvaguardar la estabilidad de la moneda.

Se consideró que tal autonomía no podía ser absoluta, esto es, ajena a los demás intereses de la política económica. Lo que se propuso fue una independencia relativa en la que el Banco debe ejercer sus funciones con sujeción a lo establecido en la Constitución y la ley, en coordinación con la política económica general. Al respecto el delegatario Carlos Ossa Escobar expresó:

Nosotros nunca tuvimos en mente proponerle a la Asamblea un esquema con total autonomía del Banco de la República [...]. Yo creo que en el articulado queda muy claro que la autonomía del Banco no es total, y que el Banco de la República no va a estar subordinado al Gobierno, como tampoco el Gobierno va a estar subordinado al Banco [...] estamos proponiendo una independencia relativa del Banco, no una sujeción del Banco a los dictámenes del Gobierno o del Ejecutivo, porque consideramos que eso no es sano para el manejo de la política monetaria, del crédito y de los cambios²²².

En términos de la ponencia presentada por la Comisión Quinta:

La autonomía administrativa y técnica especial dentro de la estructura del Estado permite establecer que el Banco Central no forme parte de las ramas Legislativa, Ejecutiva, Jurisdiccional, Fiscalizadora o Electoral del poder público, sino que debe ser un órgano del Estado de naturaleza única, que por razón de las funciones que está llamado a cumplir, requiere de un ordenamiento y organización especiales, propio, diferente del común aplicable a las demás entidades públicas o privadas. Dicha naturaleza del Banco y, por ende, la razón de su normatividad, se justifican porque se trata de una institución que debe tener en cuenta, ante todo, el carácter eminentemente técnico y por lo demás complejo de los problemas monetarios y bancarios que debe manejar. [...] debe actuar con una identidad propia, con un régimen legal y operativo distinto y autónomo, pues no de otra forma podría poner en práctica eficiente y oportunamente, las medidas monetarias que por ley está llamado a dictar y ejecutar. [...]. La autonomía de la política monetaria así concebida, significa entonces que en lo sucesivo las decisiones del

²²¹ Informe-ponencia “La banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 53, p. 8, 18 de abril de 1991).

²²² Exposición del delegatario Ossa, C., sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 46, Bogotá).

Banco Central no dependerán del curso que quieran seguir las autoridades gubernamentales, aunque deberán coordinarse con ellas²²³.

De acuerdo con lo anterior, el Banco debe estar en capacidad de adoptar con total libertad las decisiones que considere pertinentes para salvaguardar la estabilidad de la moneda, sin perjuicio de que en la formulación y ejecución de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia se coordine con el Gobierno, quien está a cargo de las políticas fiscal, de comercio exterior, tributaria, entre otras.

A diferencia de los proyectos presentados por el Gobierno y por el delegado Antonio Galán Sarmiento, todos los demás consideraron que el Banco debía disponer de autonomía patrimonial. Al respecto, los ponentes manifestaron que era indispensable que el Banco gozara de una autonomía patrimonial que le permitiera integrar y disponer de sus propios activos, en moneda nacional y extranjera, los cuales debían manejarse en su presupuesto y contabilizarse en sus estados financieros. “Sin autonomía patrimonial no se podría predicar con exactitud la autonomía administrativa y técnica del Banco Central”²²⁴. En la práctica, de esta manera es posible garantizar que el Banco pueda intervenir en el mercado monetario y cambiario y actuar como prestamista de última instancia, sin que en sus decisiones primen consideraciones contables de corto plazo.

Al respecto, el ministro Hommes manifestó que el Gobierno consideraba que el Banco no debía ser autónomo en cómo se gastaba las utilidades. Como fórmula de transacción proponían que el Banco sería autónomo en términos de patrimonio y dispondría de sus propios recursos, pero el excedente de sus ingresos (utilidades) sería un recurso fiscal²²⁵. Ante esta recomendación, algunos delegatarios manifestaron su preocupación con relación al manejo de las utilidades de la Cuenta Especial de Cambios

²²³ Informe-ponencia para primer debate en plenaria “Banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, p. 8, 14 de mayo de 1991).

²²⁴ Informe-ponencia para primer debate en plenaria “Banca central”, de los ponentes Molina, I., Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, p. 9, 14 de mayo de 1991).

²²⁵ Exposición del ministro de Hacienda, Rudolf Hommes, en la Comisión Quinta, 20 de marzo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 45), Bogotá.

(CEC)²²⁶. Se planteó que el diferencial cambiario asociado a las reservas internacionales –principal ingreso de la CEC– “no debía ser de ninguna manera un recurso fiscal del Estado”²²⁷, e incluso se consideró establecer de manera categórica en la Constitución que “en ningún caso los saldos en moneda nacional que resulten de las reservas internacionales por efectos del diferencial cambiario, se podrían utilizar como recurso fiscal para cubrir gastos del Estado”²²⁸. Al respecto, el ministro Hommes manifestó que esa propuesta estaba implícita en la discusión sobre las utilidades del Banco de la República: “Hoy en día nosotros estamos tomando algunos de los ingresos del Banco y los estamos apropiando como una renta, como un ingreso fiscal, que es la ganancia de la cuenta especial de cambios. Yo creo que eso no está bien, yo creo que eso hay que eliminarlo”²²⁹.

Los ponentes propusieron que la ley desarrollara este aspecto, de manera que el Banco dispusiera de recursos, entre ellos los provenientes de las reservas internacionales, para el cumplimiento de sus funciones. A su vez, destinar sus activos y rendimiento a constituir apropiaciones y reservas legales que le permitieran precaver los momentos de crisis y crear fondos de estabilización monetaria y cambiaria con los cuales asumir los costos de intervención en el manejo cambiario, monetario y crediticio. Señalaron la conveniencia de separar el manejo monetario de los asuntos de carácter fiscal, lo que en su concepto garantizaba una real autonomía del banco central respecto del Gobierno²³⁰.

²²⁶ Vale la pena recordar que una parte importante de los ingresos y egresos que generaban los activos y pasivos del Banco antes de la reforma de 1991 no eran parte de los estados financieros de la entidad. De acuerdo con la ley y en virtud de los acuerdos entre el Banco y el Gobierno, en la Cuenta Especial de Cambios (CEC) se canalizaba el resultado de operaciones monetarias y cambiarias adoptadas por la Junta Monetaria. En efecto, en la CEC se registraban las utilidades provenientes de la compra y venta de divisas, los ingresos netos asociados al rendimiento de las reservas internacionales, el costo de emisión de los títulos canjeables por certificados de cambio y el costo financiero de otros instrumentos monetarios que antes eran asumidos por el Fondo de Estabilización de Operaciones de Mercado Abierto (Feoma), entre otros. Las utilidades de dicha cuenta constituían un ingreso para el Gobierno y su estimativo era parte del presupuesto nacional.

²²⁷ Exposición del delegatario Rodado, C., en la Comisión Quinta, 20 de marzo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 64), Bogotá.

²²⁸ Exposición del delegatario Ramírez, A., en la sesión plenaria del 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 35), Bogotá.

²²⁹ Exposición del ministro de Hacienda, Rudolf Hommes, en la Comisión Quinta, 20 de marzo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 65), Bogotá.

²³⁰ Véase Informe-ponencia “La banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 53, p. 10, 18 de abril de 1991).

Las leyes y decretos que desarrollaron el concepto de autonomía patrimonial precisaron los ingresos y egresos del Banco, la obtención y destino de sus utilidades, los mecanismos para absorción de pérdidas, el tratamiento contable de los ajustes por tasa de cambio y las pautas para liquidar la CEC²³¹.

1.2.3.4 Independencia de la Junta Directiva

La conformación de la Junta Directiva del Banco fue, al igual que en reformas anteriores, un tema crítico en la Asamblea por considerar que “en la relativa independencia de sus miembros respecto del Gobierno en ejercicio, radica la mejor garantía de la autonomía de la institución”²³².

Tanto la propuesta del Banco como el proyecto del Gobierno establecían que sería la ley, por iniciativa del Gobierno, la que determinaría la composición de la Junta Directiva y la permanencia y calidades de sus integrantes, quienes serían designados por el presidente de la república. En ambos proyectos la participación del Gobierno se limitaba a un ministro, que en el proyecto del Gobierno correspondía al “ministro del Ramo”, quien actuaría como presidente de la Junta.

En su afán por proteger la autonomía del nuevo banco, la Comisión Quinta propuso elevar a texto constitucional y no legal, el número y el período de los miembros de la Junta Directiva, a fin de garantizar su independencia frente a intereses políticos o económicos de corto plazo²³³. Este planteamiento no fue compartido por algunos delegatarios, para quienes lo central era definir a la Junta como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia en la nueva Constitución,

²³¹ Sobre el particular, el remanente de las utilidades del Banco, una vez apropiadas las reservas estatutarias, es de la nación. Dichas reservas tienen por objeto absorber las eventuales pérdidas que se generen en desarrollo de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia. En el evento de que el Banco obtenga un resultado operacional negativo y que este no alcance a ser cubierto con la reserva legal (Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria), constituida con las utilidades de ejercicios anteriores para tal efecto, la pérdida es asumida por el Gobierno, con cargo al Presupuesto General de la Nación.

²³² Informe-ponencia para primer debate en plenaria “Banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, pp. 7-12, 14 de mayo de 1991).

²³³ El primer consenso con relación a este punto se logró en la Subcomisión de la Comisión Quinta, la cual otorgó a la Junta dirigir la ejecución de las funciones del Banco y propuso, además, el nombramiento del gerente por parte de esta, y su calidad como miembro de ella, así como la dedicación exclusiva de los demás miembros y su nombramiento por parte del presidente de la república. Informe-ponencia “La banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 53, pp. 9-10, 18 de abril de 1991).

en tanto que los aspectos organizacionales o atribuciones en materia administrativa podrían ser objeto de la ley²³⁴.

La participación del ministro de Hacienda en la Junta generó posiciones encontradas: un grupo de constituyentes consideraba que él era un elemento esencial para la coordinación de políticas entre el Banco y el Gobierno, tesis que fue defendida por el ministro de Hacienda; otros, por el contrario, afirmaban que le restaba autonomía al banco central. Al final, la presencia del ministro en la Junta fue la adoptada por la Asamblea como elemento de coordinación efectiva entre el Banco y el Gobierno. Por otra parte, aunque algunos delegatarios cuestionaron la presencia del gerente del Banco en la Junta Directiva²³⁵, los ponentes insistieron en la conveniencia de que este, como ejecutor de las políticas trazadas, hiciera parte de ella, la cual lo nombraría.

Con relación a los demás miembros, rápido se dispuso que fueran de dedicación exclusiva y por un término fijo (hubo propuestas de cuatro, cinco y seis años). Se acordó su nombramiento por parte del presidente de la república, de manera escalonada, al establecer que él reemplazaría a dos de ellos cada cuatro años; mediante este mecanismo se buscó garantizar la necesaria continuidad, estabilidad e independencia de la Junta Directiva del Banco.

De esa manera, el articulado aprobado definió una Junta conformada por siete miembros, entre ellos el ministro de Hacienda, quien la presidiría; el gerente del Banco, que sería nombrado por la misma Junta, y cinco miembros de dedicación exclusiva, designados por el presidente de la república, con períodos mínimo de cuatro años, reemplazados dos de ellos al término de este período²³⁶. Se dispuso, además, que los miembros de la Junta representarían únicamente el interés de la nación²³⁷.

²³⁴ Exposición del delegatario Palacio, A., en la plenaria, 17 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 20), Bogotá.

²³⁵ Planteamiento presentado por el delegatario Pérez, J. (sustitutiva núm. 8), Asamblea Nacional Constituyente (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, p. 9, 11 de junio de 1991).

²³⁶ De esa manera, de acuerdo con el informe de ponencia, la propuesta de la Comisión Quinta acogió, en parte, iniciativas que presentaron otros asambleístas con relación a la integración de la Junta y autoridades competentes para la designación de sus miembros. Es de señalar que algunas de las propuestas consideraban la participación en la Junta de representantes de los gremios, de la banca privada, del Congreso, de la Corte Suprema de Justicia o del Consejo de Estado, pero, de acuerdo con los delegatarios, esto les pareció inconveniente y significaba una pérdida de independencia.

²³⁷ Informe-ponencia para primer debate en plenaria “Banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, pp. 7-12, 14 de mayo de 1991). Planteamiento respaldado por los delegatarios Marulanda, I. (sustitutiva núm. 1); Palacio, A. (sustitutiva núm. 4); Perry, G. (sustitutiva núm. 5); Palacio, A. (sustitutiva núm. 4); Ramírez, A. (sustitutiva núm. 6), Asamblea Nacional Constituyente (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, pp. 7-9, 11 de junio de 1991).

1.2.3.5 Financiación al Gobierno

Los diferentes proyectos, comenzando por el del Gobierno, coincidieron en la necesidad de limitar las emisiones inflacionarias con el objeto de que el Banco efectivamente pudiera velar por la estabilidad de la moneda. En palabras del ponente Carlos Ossa Escobar:

Esta ponencia tiene sentido en la medida que nosotros podamos garantizar a través de limitaciones severas y drásticas, como lo ha dicho el presidente de la república, un manejo sano de la moneda, que debe contribuir a la estabilidad de precios, de lo contrario esta ponencia no tendría sentido, si nosotros vamos a dejar la puerta abierta para que el Banco de la República siga financiando indiscriminadamente al Gobierno, yo sugeriría a la plenaria de la Asamblea que mejor archivemos esta ponencia²³⁸.

La subcomisión propuso a la Comisión Quinta prohibir que el Gobierno y las demás entidades públicas tuviesen acceso a recursos primarios de emisión para financiar déficits fiscales, salvo en situaciones de emergencia económica y social²³⁹. Dicha prohibición se extendía a la adquisición por parte del Banco de documentos emitidos por el Estado y la financiación de cualquier gasto público mediante créditos directos o indirectos. Aunque la intención de la propuesta era consistente con el propósito de evitar que se crearan cupos de crédito a favor del Gobierno y cerrar la puerta de emisión primaria para financiamiento presupuestal, la redacción generó controversia entre los delegatarios; para algunos de ellos y para el ministro de Hacienda esta redacción era demasiado restrictiva, incluso inaceptable, además podría dar lugar a que el Gobierno, de manera recurrente, convocara el estado de emergencia económica y social para tener acceso a recursos del Emisor.

El delegatario Guillermo Perry defendió la posibilidad de que el Banco pudiera comprar títulos del Gobierno en el mercado monetario, acorde con la práctica de otros bancos centrales, “porque de lo contrario, sería una inflexibilidad realmente peligrosa para la economía, porque no tendría el Banco instrumentos de política monetaria suficientes para poder hacer el crecimiento

²³⁸ Exposición del delegatario Ossa, C., en la sesión plenaria del 17 mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 47), Bogotá.

²³⁹ Ponencia “La banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 53, pp. 9-10, 18 de abril de 1991).

de los medios de pago que se necesitan”²⁴⁰. En este mismo sentido, el ministro Hommes insistió en la necesidad de facultar al Banco para adquirir papeles del Estado en el mercado, por ser esta una manera de ejecutar la política monetaria mediante operaciones de mercado abierto. Esta propuesta fue acogida en la Comisión Quinta e incorporada en el texto aprobado en la Asamblea.

Algunos delegatarios señalaron que en ocasiones se requiere acudir al Congreso para pedir cupo de financiamiento presupuestal con emisión y trajeron a colación las solicitudes que en los años ochenta realizaron los ministros de Hacienda Édgar Gutiérrez y Roberto Junguito, por ser esta la mejor y casi única alternativa del Gobierno para enfrentar la crisis de ese momento, sin que esto hubiese producido un desbordamiento inflacionario. En ese mismo sentido, el ministro de Hacienda explicó que desde el punto de vista técnico “alguna posibilidad de emitir para financiar al Gobierno debe quedar porque va a haber situaciones económicas extremas, que tal vez se han presentado una vez en un siglo, en las cuales eso sea necesario”²⁴¹. Ante la posibilidad de que el vehículo de emergencia económica fuese facilista, propuso que la emergencia económica se planteara como un mecanismo que debe ser refrendado de inmediato por el Congreso.

Por otra parte, en el debate algunos constituyentes defendieron la posibilidad de que el Banco financiara al Gobierno con créditos de tesorería cancelables en la misma vigencia fiscal, tal como lo contemplaba el proyecto original del Gobierno²⁴². Al respecto el ministro Hommes se mostró en desacuerdo, al señalar:

Ni siquiera dentro de un préstamo de tesorería que se paga dentro de una misma vigencia, me parece legítimo que el Banco le preste al Gobierno. Yo creo que para una disciplina monetaria y fiscal es útil, es conveniente

²⁴⁰ Exposición del delegatario Perry, G., en la Comisión Quinta, 2 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 24), Bogotá. Asimismo, el delegatario Perry manifiesta que esta posición fue largamente discutida con el gerente del Banco de la República y se encontró que en el articulado propuesto por el Banco esta había sido una omisión no voluntaria. Tomado de la exposición del delegatario Perry, G., en la Comisión Quinta, 3 de mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 31), Bogotá.

²⁴¹ Exposición del ministro Rudolf Hommes en la sesión plenaria del 17 mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 92, Bogotá).

²⁴² Exposiciones de los delegatarios Lleras, C. y Ramírez, A., en la sesión plenaria del 17 mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, pp. 17 y 34-35), Bogotá.

que el Gobierno tenga que financiarse con fuentes costosas, porque eso limita su capacidad de mantener el déficit indefinidamente²⁴³.

La conciliación de las diferentes proposiciones se alcanzó en la comisión accidental. El delegatario Alfonso Palacio Rudas propuso que “en lugar de institucionalizar un veto en contra del financiamiento del Gobierno, tal operación sería posible siempre y cuando contara con el consentimiento unánime de la Junta Directiva”²⁴⁴, texto que fue acogido y aprobado por la Asamblea, y para evitar que por medio de una ley se excediera el espíritu de la norma constitucional también se dispuso que “el legislador en ningún caso podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de particulares”.

1.2.3.6 Facultades del Congreso con relación al Banco

La autonomía administrativa, patrimonial y técnica otorgada por la Constitución al Banco de la República exige responsabilidad; por ello, la propuesta del Banco y del Gobierno, así como la ponencia de la Comisión Quinta, coincidieron en prever la obligación del Banco de rendir informes al Congreso acerca de las políticas a su cargo a efectos de control político y evaluación pública de su gestión.

De acuerdo con la Constitución Política y la Ley 31 de 1992, el Banco de la República debe rendir al Congreso de la República un informe sobre la ejecución de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, el cual incluya las directrices generales de las citadas políticas, una evaluación de los resultados logrados en el período anterior y los objetivos, propósitos y metas para el período siguiente y a mediano plazo. Asimismo, se debe informar sobre la gestión de las reservas internacionales y la situación financiera del Banco y sus perspectivas. Además, el Banco debe atender de manera oportuna las solicitudes de información y citaciones que le hace el Congreso de la República.

Por otra parte, la Constitución Política establece que la regulación de las funciones y actividades a cargo del Banco de la República debe hacerse por el Congreso de la República mediante la expedición de bases contenidas en leyes de iniciativa gubernamental, a las cuales debe sujetarse el Banco para cumplir

²⁴³ Exposición del ministro de Hacienda, Rudolf Hommes, en la sesión plenaria del 17 mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 85), Bogotá.

²⁴⁴ Texto tomado de Avella (2000, pp. 203-204).

sus funciones²⁴⁵. De esta manera el Congreso recuperó la facultad de regular aspectos relacionados con las funciones del Banco y de su Junta Directiva²⁴⁶.

1.2.3.7 Inspección, vigilancia y control

El proyecto del Gobierno mantenía la facultad del presidente de la república de intervenir en el Banco, lo cual era totalmente contrario al principio de autonomía que se quería consagrar; esta posición fue cuestionada por algunos constituyentes, quienes coincidían en devolverle al Congreso la facultad de dictar normas a las cuales debía sujetarse el ejecutivo para el ejercicio de dichas funciones. Ante esta inquietud, el ministro Hommes señaló que lo pretendido en el proyecto del Gobierno era facultar al presidente para intervenir en el Banco de la República dentro del marco general que le fijara el Congreso, pero conservando este su autonomía, dicha facultad permitiría al Gobierno definir y modificar los estatutos de la nueva entidad²⁴⁷.

Por su parte, el proyecto de articulado presentado por la Comisión Quinta a la Asamblea proponía:

El presidente de la república ejercerá la inspección, vigilancia y control sobre el Banco, sus directivos y demás empleados, en los términos que señale la ley y sin perjuicio de las facultades que le corresponda a la Procuraduría General de la Nación²⁴⁸.

Al respecto, los ponentes manifestaron:

El Banco no es un organismo de carácter fiscal, su control no debe estar a cargo de la Contraloría General de la República, debe estar sujeto a un

²⁴⁵ Constitución Política de 1991, artículo 150, numeral 22, y artículo 154.

²⁴⁶ Aunque en la discusión se planteó que la ley que regulara las atribuciones del Banco fuera de un rango superior a una de carácter ordinario para salvaguardar su autonomía (ley marco en el proyecto del Gobierno o ley orgánica en el de la Comisión Quinta), dicha proposición no fue acogida en el texto que se acordó en la comisión accidental y se aprobó en la Asamblea. En consecuencia, mediante el trámite de una ley ordinaria, de iniciativa gubernamental, el Congreso podría ampliar las funciones del Banco y de su Junta Directiva.

²⁴⁷ Exposición del ministro de Hacienda, Rudolf Hommes, en la Comisión Quinta, el 20 de marzo de 1991, para resolver la inquietud manifestada por el delegatario Carlos Ossa en este sentido (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 59), Bogotá.

²⁴⁸ Informe-ponencia para primer debate en plenaria “Banca central”, de los ponentes Molina, I.; Ossa, C.; Yepes, A.; Hoyos, O.; Lemos, C. y Lloreda, R. (*Gaceta Constitucional*, núm. 73, p. 12, 14 de mayo de 1991).

control técnico y especializado, y por eso su inspección y vigilancia se propone esté a cargo del presidente de la república en los términos que señale la ley²⁴⁹.

Respecto del control por parte de la Procuraduría, algunos delegatarios manifestaron que la propuesta parte de la base de que los funcionarios del Banco ejercen funciones públicas y, por lo tanto, deben estar controlados por ella. Para evitar la disputa sobre quién controla al Banco y si debería haber dualidad de controles, sugirieron eliminar del inciso la frase “sin perjuicio de las facultades que corresponden a la Procuraduría General de la República”²⁵⁰, proposición que fue acogida por la Asamblea.

De esta manera se dispuso que el presidente de la república ejerza las funciones de inspección, vigilancia y control del Banco, en los términos que señale la ley²⁵¹. Esta función corresponde a un control técnico especializado acorde con la naturaleza del Banco y las funciones de banca central, por lo cual la Ley 31 de 1992 facultó al presidente para delegarla en la Superintendencia Financiera y en la Auditoría General.

1.2.3.8 Actividad cultural

En los constituyentes también hubo preocupación de que a partir de la reorganización del Banco se cancelara la labor cultural que este venía ejerciendo desde los años cincuenta. En palabras de la delegataria María Mercedes Carranza:

[...] el Banco tiene en este momento áreas culturales en veintitrés ciudades, estas áreas culturales constituyen, podemos decirlo, el epicentro alrededor del cual gira la actividad cultural, la actividad intelectual, la actividad artística de estas ciudades [...] ²⁵².

²⁴⁹ Exposición del delegatario Molina, I., en la sesión plenaria del 17 mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 8), Bogotá.

²⁵⁰ Exposición del delegatario Lleras, C., en la sesión plenaria del 17 mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, pp. 16 y 17), Bogotá.

²⁵¹ La iniciativa de incorporar el texto acorde con los términos que señale la ley fue apoyada por los delegatarios Palacio, Ramírez, Lleras y Verano, entre otros, según cita Lleras (1995).

²⁵² Exposición de la delegataria Carranza, M., en la sesión plenaria del 17 mayo de 1991 (transcripción de sesiones grabadas en casete, p. 63), Bogotá.

Por consiguiente, con el objetivo de mantener en el Banco su actividad cultural, la delegataria propuso que la ley que regulara las funciones del Banco dispusiera que parte del excedente de las utilidades se destinara a gastos de inversión cultural. Dicha propuesta tuvo gran acogida entre los delegatarios, quienes dejaron constancia de ella en el acta de la sesión plenaria del 21 de mayo de 1991²⁵³ y fue un antecedente importante en la expedición de la Ley 31 de 1992.

1.2.4 Soberanía monetaria

En el marco de la discusión de la nueva Constitución, era necesario actualizar el artículo 76 de la Constitución de 1886, que facultaba al Congreso para “fijar la ley, peso, tipo y denominación de la moneda, y arreglar el sistema de pesas y medidas”²⁵⁴, precepto que se refería a la moneda metálica. En la Asamblea Nacional Constituyente Alfonso Palacio Rudas propuso variar el citado numeral y facultar al Congreso para determinar la moneda legal, su convertibilidad y su poder liberatorio²⁵⁵, iniciativa que no tuvo mayor controversia en la Constituyente y quedó consignada en el artículo 150, numeral 13 de la Constitución de 1991²⁵⁶. En palabras del delegatario, el citado numeral “armoniza a la perfección con la función básica del Banco de emitir la moneda legal” (Palacio, 1995, p. 166), abarca todo el concepto de moneda y confirma el ejercicio de la soberanía monetaria del Congreso.

²⁵³ Aditiva núm. 11, presentada por la delegataria Carranza, M., Asamblea Nacional Constituyente (*Gaceta Constitucional*, núm. 95, p. 10, 11 de junio de 1991). Esta proposición tuvo gran acogida por los constituyentes, al ser respaldada por 39 delegatarios. Constancia en el acta de sesión plenaria del 21 de mayo de 1991 (*Gaceta Constitucional*, núm. 104, 21 de junio de 1991).

²⁵⁴ Constitución Política de Colombia de 1886, artículo 76, ordinal 15.

²⁵⁵ Capacidad para solucionar deudas.

²⁵⁶ Numeral 13, artículo 150 de la Constitución Política de 1991. Corresponde al Congreso: “Determinar la moneda legal, la convertibilidad y el alcance de su poder liberatorio, y arreglar el sistema de pesas y medidas”.

Recuadro 1

Régimen monetario del país

La Constitución Política de 1991 hizo importantes modificaciones y adiciones al régimen económico y en particular al sistema monetario del país. Definió las competencias que en este campo corresponden al Congreso, al presidente de la república y al Banco de la República. Dichas disposiciones quedaron recogidas en los artículos 150 (numerales 13, 19, 22), 154 (donde se desarrollan las facultades del Congreso en ejercicio de la soberanía monetaria del Estado y con relación al Banco de la República), y 371, 372 y 373 (que desarrollan el régimen constitucional de la banca central).

Título VI - De la rama legislativa

Capítulo 3. De las leyes

Artículo 150. Corresponde al Congreso hacer las leyes. Por medio de ellas ejerce las siguientes funciones:

[...]

13. Determinar la moneda legal, la convertibilidad y el alcance de su poder liberatorio, y arreglar el sistema de pesas y medidas.

19. Dictar las normas generales, y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno para los siguientes efectos [...]

b) Regular el comercio exterior y señalar el régimen de cambio internacional, en concordancia con las funciones que la Constitución consagra para la Junta Directiva del Banco de la República.

[...]

22. Expedir las leyes relacionadas con el Banco de la República y con las funciones que compete desempeñar a su Junta Directiva.

Artículo 154. Las leyes pueden tener origen en cualquiera de las Cámaras a propuesta de sus respectivos miembros, del Gobierno nacional [...]. No obstante, solo podrán ser dictadas o reformadas por iniciativa del Gobierno las leyes a que se refieren los numerales 3, 7, 9, 11 y 22, y los literales a), b) y e) del numeral 19 del artículo 150 [...]

Título XII - Del régimen económico y de la Hacienda pública

Capítulo VI. De la banca central

Artículo 371. El Banco de la República ejercerá las funciones de banca central. Estará organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio.

Serán funciones básicas del Banco de la República: regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir la moneda legal; administrar las reservas internacionales; ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito, y servir como agente fiscal del Gobierno. Todas ellas se ejercerán en coordinación con la política económica general.

El Banco rendirá al Congreso informe sobre la ejecución de las políticas a su cargo y sobre los demás asuntos que se le soliciten.

Artículo 372. La Junta Directiva del Banco de la República será la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, conforme a las funciones que le asigne la ley. Tendrá a su cargo la dirección y ejecución de las funciones del Banco y estará conformada por siete miembros, entre ellos el ministro de Hacienda, quien la presidirá. El gerente del Banco será elegido por la Junta Directiva y será miembro de ella. Los cinco miembros restantes, de dedicación exclusiva, serán nombrados por el presidente de la república para períodos prorrogables de cuatro años, reemplazados dos de ellos cada cuatro años. Los miembros de la Junta Directiva representarán exclusivamente el interés de la nación.

El Congreso dictará la ley a la cual deberá ceñirse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones y las normas con sujeción a las cuales el Gobierno expedirá los estatutos del Banco en los que se determinen, entre otros aspectos, la forma de su organización, su régimen legal, el funcionamiento de su 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.

El presidente de la república ejercerá la inspección, vigilancia y control del Banco en los términos que señale la ley.

Artículo 373. El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.

El Banco no podrá establecer cupos de crédito, ni otorgar garantías a favor de particulares, salvo cuando se trate de intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito, o de apoyos transitorios de liquidez para los mismos. Las operaciones de financiamiento a favor del Estado requerirán la aprobación unánime de la Junta Directiva, a menos que se trate de operaciones de mercado abierto. El legislador, en ningún caso, podrá ordenar cupos de crédito a favor del Estado o de los particulares.

2. Visión de la Corte Constitucional y del Consejo de Estado sobre el régimen de la banca central

En la primera parte de este capítulo se relataron los hechos que inspiraron la reforma constitucional de 1991 sobre la banca central, entre los cuales se destacan: i) la creación de un órgano constitucional adicional a las otras ramas del poder público, dotado de autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio; ii) la conformación de una Junta Directiva, la cual tiene a su cargo la dirección y ejecución de las funciones del Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia; iii) un objetivo de política monetaria, velar por el poder adquisitivo de la moneda en coordinación con la política económica general; iv) la restricción a las operaciones de financiamiento a favor del Estado; v) la restricción a establecer cupos de crédito y a otorgar garantías en favor de particulares, excepto cuando se trate de apoyos transitorios de liquidez o la intermediación de crédito externo para su colocación por medio de los establecimientos de crédito; vi) la

obligación de rendir informes al Congreso sobre la ejecución de las políticas a cargo y sobre los demás asuntos que le soliciten; y vii) la inspección, vigilancia y control a cargo del presidente de la república. En esta parte se exponen los alcances que la Corte Constitucional y el Consejo de Estado le han dado al desarrollo de estas consagraciones constitucionales y legales con ocasión del control de la Ley 31 de 1992 (ley ordinaria)²⁵⁷.

2.1 El Estado, por medio del Banco de la República, tiene como fin velar por la estabilidad de precios

El artículo 373 de la Constitución Política previó que “El Estado, por intermedio del Banco de la República, velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda”. En desarrollo de este precepto constitucional, la Ley 31 de 1992, en el inciso primero del artículo 2.º,²⁵⁸ consagra que el Banco “a nombre del Estado velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.”

A juicio de la Corte, la Constitución Política de 1991 introdujo un cambio fundamental, al considerar como “finalidad esencial” del Banco de la República “proteger la capacidad adquisitiva de la moneda”²⁵⁹ por cuanto “constituye de manera simultánea un derecho de los ciudadanos y un deber del Estado”²⁶⁰, como quiera que “[...] en una economía de mercado como la colombiana (CP, art. 333) [...] la

²⁵⁷ Sentencia C-489 de 1994, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo. “Las leyes mediante las cuales se establecen las reglas referentes a las funciones del Banco de la República y de su Junta Directiva no tienen una categoría especial dentro de la estructura del orden jurídico colombiano, pues la Constitución no las ha dotado de un nivel jerárquico superior ni ha exigido determinados requisitos de índole formal para su aprobación, como sí acontece con las leyes estatutarias o las orgánicas” (Sentencia C-037 de 2000, M. P.: Vladimiro Naranjo Mesa).

²⁵⁸ Artículo 2.º de la Ley 31 de 1992. “Fines. El Banco de la República a nombre del Estado velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda conforme a las normas previstas en el artículo 373 de la Constitución Política y en la presente ley. Parágrafo. Para cumplir este objetivo la Junta Directiva del Banco de la República adoptará metas específicas de inflación que *deberán ser siempre menores a los últimos resultados registrados* (cursiva declarado inexequible), utilizará los instrumentos de las políticas a su cargo y hará las recomendaciones que resulten conducentes a ese mismo propósito”.

²⁵⁹ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁶⁰ Sentencia C-383 de 1999, M. P.: Alfredo Beltrán Sierra.

inflación no solo afecta el crecimiento y el desarrollo económico, sino que tiene también elementos sociales regresivos”²⁶¹.

Por su parte, estima la Corte:

[...] la Constitución no escogió ninguno de los dos modelos extremos de banca central, a saber, aquel en que el Banco es una institución totalmente subordinada al Gobierno y que persigue simultáneamente múltiples finalidades (estabilidad monetaria, fomento de determinadas industrias, etc.), tal y como lo fue el Banco de la República en los años sesenta, ni aquel en donde, por el contrario, la banca central es totalmente independiente en sus decisiones y tiene exclusivamente la finalidad de controlar la inflación, sin que deba tomar en consideración otros objetivos²⁶².

Por lo tanto, considera:

La peculiaridad del diseño constitucional colombiano puede [...] ser resumida así: si bien la Junta del Banco de la República es autónoma y tiene como finalidad preservar la moneda sana (C. P., arts. 371 y 373), sin embargo esta autonomía tiene límites formales –sujeción a la ley (C. P., art. 150 ords. 13, 19 y 22, y art. 372)– y materiales: sus funciones deben ejercerse en coordinación con la política económica general (C. P., arts. 113 y 371) y sus actuaciones, como la[s] de los demás órganos del Estado, deben propender a la realización de los valores del Estado social de derecho (C. P., arts. 1.º y 2.º) y a la materialización de los fines propios de la intervención del Estado en la economía (C. P., art. 334)²⁶³.

En este sentido, la Corte entiende que “[...] la Constitución no es neutra frente a variables económicas que puedan resultar comprometidas negativamente con determinadas políticas monetarias, tales como el empleo y el crecimiento”²⁶⁴. Los mandatos constitucionales de intervención del Estado en la economía (art. 334, C. P.) y el de mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda (art. 373, C. P.) deben interpretarse armónicamente, de manera que la “salvaguarda de la capacidad adquisitiva de la moneda no

²⁶¹ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁶² Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁶³ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁶⁴ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

es un fin en sí mismo, sino que es un instrumento para hacer efectivos los fines del Estado²⁶⁵”.

Ahora bien, la Corte al analizar la demanda del art. 2.º de la Ley 31 de 1992²⁶⁶, manifiesta:

[...] es cierto que la Constitución señala que el Banco tiene como finalidad esencial preservar la capacidad adquisitiva de la moneda (C. P., art. 371). Sin embargo, el demandante acierta en indicar que esto no significa que la Carta haya asumido un modelo de banca central con finalidad única, esto es, un modelo en el cual la autoridad monetaria debe preocuparse exclusivamente por la estabilidad monetaria, sin tomar en consideración otros objetivos económicos. En efecto, si el Banco de la República tuviera exclusivamente la función de controlar la inflación, entonces carecería de todo sentido normativo la expresión según la cual la Junta debe ejercer sus funciones en coordinación con la política económica general, puesto que la autoridad monetaria debería preocuparse únicamente de la protección del poder adquisitivo de la moneda. Pero eso no es así, porque la Carta expresamente ordena a la Junta que coordine el desarrollo de sus funciones con la política económica general, e implícitamente establece que el Banco, como cualquier autoridad estatal, desarrolle los principios y valores del Estado Social de Derecho y haga efectivos los fines de intervención del Estado en la economía²⁶⁷.

Por su parte, reitera que no es inexequible la totalidad del artículo, ni el primer inciso, por cuanto

²⁶⁵ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero, y art. 2.º de la Constitución Política: “Son fines esenciales del Estado: Servir a la comunidad, promover la prosperidad general y garantizar la efectividad de los principios, derechos y deberes consagrados en la Constitución; facilitar la participación de todos en las decisiones que los afectan y en la vida económica, política, administrativa y cultural de la Nación; defender la independencia nacional, mantener la integridad territorial y asegurar la convivencia pacífica y la vigencia de un orden justo. [...]”.

²⁶⁶ Artículo 2.º de la Ley 31 de 1992. “Fines. El Banco de la República a nombre del Estado velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda conforme a las normas previstas en el artículo 373 de la Constitución Política y en la presente ley. Parágrafo. Para cumplir este objetivo la Junta Directiva del Banco de la República adoptará metas específicas de inflación que *deberán ser siempre menores a los últimos resultados registrados* (cursiva declarado inexequible), utilizará los instrumentos de las políticas a su cargo y hará las recomendaciones que resulten conducentes a ese mismo propósito”.

²⁶⁷ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

[...] la finalidad del Banco no es exclusivamente luchar contra la inflación. Esa es la función básica del Banco, pero la Junta no puede ser indiferente a los otros objetivos económicos, pues sus decisiones deben coordinarse con la política económica general y desarrollar el contenido social del Estado colombiano. [...] ²⁶⁸

Sin embargo, considera:

[...] es cierto que una interpretación puramente exegética de ese inciso puede sugerir que la única finalidad que debe tomar en cuenta la Junta del Banco en sus decisiones es preservar la estabilidad en los precios. En efecto, esa disposición dice que el “Banco de la República a nombre del Estado velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda conforme a las normas previstas en el artículo 373 de la Constitución Política y en la presente ley (cursivas no originales)”. El tenor literal del texto legal acusado sugiere entonces que la única disposición constitucional relevante para establecer la finalidad de la banca central es el artículo 373, que establece el deber estatal de preservar el poder adquisitivo de la moneda. Por ende, podría concluirse que la estabilidad en los precios es el único factor que debe tomar en consideración la Junta del Banco al tomar sus decisiones, lo cual, como se ha visto largamente en esta sentencia, no se adecúa a la Carta, pues el artículo 373 superior no puede ser interpretado aisladamente sino a la luz del contenido social del Estado colombiano (C. P., art. 1.º) y teniendo en cuenta las finalidades de la intervención estatal en la economía (C. P., art. 334), por cuanto la Constitución es explícita en señalar que todas las funciones del Banco deben ejercerse en coordinación con la política económica general (C. P., art. 371). Por consiguiente, en la medida en que el primer inciso del artículo 2 de la Ley 31 de 1992 admite una interpretación literal inconstitucional, es necesario que esta Corporación condicione su alcance [...].

Concluye por consiguiente la Corporación:

Esa disposición será entonces declarada exequible, pero en el entendido de que la actividad del Banco para mantener la capacidad adquisitiva de la moneda debe ejercerse en coordinación con la política económica general, lo cual implica que la Junta no puede ser indiferente a los otros objetivos de desarrollo económico y social previstos por la Carta ²⁶⁹.

²⁶⁸ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁶⁹ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

2.2 Autonomía administrativa, patrimonial y técnica

La Constitución Política, en el artículo 113, previó: “Son ramas del poder público, la legislativa, la ejecutiva y la judicial. Además de los órganos que la integran existen otros autónomos e independientes [...]”, y en el artículo 371 dispuso: “El Banco de la República ejercerá las funciones de banca central [...] con autonomía administrativa, patrimonial y técnica [...]”; asimismo, el artículo 1.º de la Ley 31 de 1992, siguiendo lo dispuesto en la Constitución Política, estableció: “El Banco de la República es una persona jurídica de derecho público [...] con autonomía administrativa, patrimonial y técnica”.

La corporación observa que el Constituyente de 1991 incluyó la existencia de órganos autónomos e independientes “en la estructura del ordenamiento nacional, [...] al lado de la noción de ramas del poder público, [...] y, dentro de estos, creó directamente a la Junta Directiva del Banco de la República”²⁷⁰. También señaló la Corte que con estos órganos se buscó que sus fines y funciones se ejerzan con

un amplio margen de libertad e independencia en el ejercicio de sus competencias, sin injerencias externas de las ramas del poder público o de otros órganos del Estado, salvo las que son admisibles para asegurar la coordinación de funciones dentro de la concepción del Estado Unitario²⁷¹

y que no estén “condicionado[s] a las dinámicas electorales”²⁷². Esta estructura está diseñada “contra la concentración del poder público y contra el uso de la política monetaria como instrumento velado de recaudación sin participación democrática de los representantes”²⁷³.

²⁷⁰ Sentencia C-455 de 1993, M. P.: Fabio Morón Díaz.

²⁷¹ Sentencia C-208 de 2000, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

²⁷² Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁷³ Sentencia C-866 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa. Que a su vez cita: (32) “Una banca central independiente, que pueda controlar de forma autónoma la moneda, el cambio y el crédito, no solo es importante para estabilizar las políticas en cada una de esas materias, sino que incluso es necesaria para mantener el control sobre el poder adquisitivo del dinero”. (33) Elster (2002, pp. 19-29). (34): “Se ha observado que la inflación es una forma velada de imposición de recursos”. Keynes (1996, pp. 62 y ss.). El control autónomo de la inflación, que depende del control sobre la política monetaria, cambiaria y crediticia por parte de un banco central independiente, contribuye entonces a evitar que con la inflación se efectúe una recaudación impositiva no discutida y aprobada por el Parlamento, y en esa medida es una forma de garantizar el principio de representación democrática en la imposición de recaudos. Véase, por ejemplo, Kalmanovitz (2003, pp. 53 y ss.).

No obstante, la autonomía:

no significa ausencia de controles tanto de legalidad (C. P., arts. 237 y 372) como de orden político (C. P., art 371) ni desconexión respecto de la política económica general²⁷⁴

ni se trata de una “independencia absoluta”²⁷⁵

ni puede ser entendido como si el Constituyente lo hubiera exonerado de todo punto de contacto con el Estado y concebido como una isla ubicada por fuera de los demás ámbitos constitucionales de actuación de sus órganos y autoridades²⁷⁶.

Por lo tanto,

la autonomía constitucionalmente atribuida a la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia “no es absoluta sino relativa, en el sentido de que debe ejercerse dentro de los términos de la Constitución y de la ley”²⁷⁷.

De acuerdo con lo anterior, destaca la Corte que la Constitución Política consagra entonces “límites formales y materiales” a la autonomía del Banco “para controlar la inflación”²⁷⁸.

2.2.1 Alcance de la autonomía

Según la Corte, las diversas manifestaciones de la autonomía se traducen en los siguientes campos:

Autonomía administrativa. La Carta Política de 1991 acoge: “la tendencia moderna [...] en la cual los bancos centrales tienen su propia consagración

²⁷⁴ Sentencia C-529 de 1993, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz, y Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁷⁵ Sentencia C-489 de 1994, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo, y Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁷⁶ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara, y Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁷⁷ Sentencia C-341 de 1996, M. P.: Antonio Barrera Carbonell, y Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁷⁸ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

constitucional [...] y están dotados de autonomía administrativa especial dentro de la estructura del Estado”²⁷⁹. Dicha autonomía “comprende básicamente lo relativo a la forma de su organización, el funcionamiento de su Junta Directiva y del Consejo de Administración y el período del gerente”²⁸⁰. También significa:

que no pertenece a ninguna de las ramas del poder público, ni a los órganos fiscalizador o de control o electoral, sino que es un órgano autónomo e independiente que aun cuando forma parte del Estado, tiene una naturaleza única que, en razón a sus funciones, requiere de un ordenamiento y organización especiales, que difiere del común aplicable a las demás entidades²⁸¹.

Autonomía patrimonial. Se refiere a “la libertad e independencia para administrar y afectar su propio patrimonio, mediante la ejecución de los actos jurídicos y materiales relativos al cumplimiento de las funciones”²⁸².

Lo anterior implica que el Banco de la República:

podrá integrar y disponer de sus propios activos, en moneda nacional y extranjera, los cuales contabilizará en sus estados financieros para que exista unidad en el manejo de sus recursos, en la obtención de las utilidades y en la destinación de las mismas; así, las reservas internacionales deben manejarse con los demás activos, desapareciendo la cuenta especial de cambios. Las utilidades que se obtengan por la administración de sus activos se destinarán para constituir las reservas legales que le permitan al Banco atender a sus necesidades y fines propios y precaver los momentos de crisis para con ellas asumir los costos que demande su intervención en el manejo cambiario, monetario y crediticio por la utilización de los instrumentos a su cargo²⁸³.

Autonomía técnica. Es la capacidad para “decidir con independencia frente a exigencias de la comunidad, de los demás organismos del Estado y en particular del Gobierno”²⁸⁴; así como:

²⁷⁹ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

²⁸⁰ Sentencia C-566 de 2000, M. P.: Carlos Gaviria Díaz.

²⁸¹ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

²⁸² Sentencia C-566 de 2000, M. P.: Carlos Gaviria Díaz.

²⁸³ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

²⁸⁴ Sentencia C-021 de 1994, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

para analizar libremente sus fenómenos monetarios y para diseñar sin injerencia de otras autoridades los instrumentos que demande el ejercicio de sus atribuciones en aquellas 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 de beneficio de la economía nacional²⁸⁵.

Además, la Corte se refiere en su jurisprudencia a dos tipos adicionales de autonomía, la autonomía funcional²⁸⁶, relacionada “con el ejercicio de las competencias específicas de que ha sido investido por la Constitución y la ley para el cumplimiento de las funciones especializadas que les fueron asignadas”, y la autonomía de gestión y de decisión del Banco frente al Gobierno, lo cual significa que: “para el cumplimiento de sus funciones no debe ni puede obrar con sujeción a las instrucciones políticas del Gobierno, pero sí en coordinación con la política económica general”²⁸⁷.

Dentro del alcance de la autonomía, la Corte en 2001 previó incluso la facultad de la Junta para definir sanciones con el objetivo de que pueda ejercer su autoridad. Es así como, al pronunciarse sobre las sanciones del encaje consagradas en el literal a) del artículo 16 de la Ley 31 de 1992²⁸⁸ declaró exequible la expresión “y establecer sanciones por infracciones a las normas sobre esta materia”, condicionada a que “[...] deberán ser siempre de carácter pecuniario”²⁸⁹ y manifestó:

[...] En el presente caso no se está frente a un régimen de sanciones penal, ni al régimen de sanciones administrativo disciplinario, sino a un régimen de sanciones en el ámbito de la acción económica del Estado para el cumplimiento del mandato específico de los artículos 371, 372 y 373 de la Constitución²⁹⁰.

²⁸⁵ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

²⁸⁶ Sentencia C-341 de 1996, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

²⁸⁷ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

²⁸⁸ Literal a) del artículo 16 de la Ley 31 de 1992: “Fijar y reglamentar el encaje de las distintas categorías de establecimientos de crédito y en general de todas las entidades que reciban depósitos a la vista, a término o de ahorro, señalar o no su remuneración y *establecer sanciones por infracción a las normas sobre la materia* [la frase en cursiva fue declarada exequible]. Para estos efectos, podrá tenerse en cuenta consideraciones tales como la clase y el plazo de la operación sujeta a encaje. El encaje deberá estar representado por depósitos en el Banco de la República o efectivo en caja”

²⁸⁹ Sentencia C-827 de 2001, M. P.: Álvaro Tafur Galvis.

²⁹⁰ Sentencia C-827 de 2001, M. P.: Álvaro Tafur Galvis.

Precisa en este tema la Corte Constitucional, en Sentencia C-150 de 2003²⁹¹:

[...] se puede decir que la Constitución contempla dos grandes tipos de órganos de regulación: primero, los de rango constitucional, entre los cuales se encuentra por ejemplo, la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia [...] y segundo, los de creación legal [...] como otras entidades del orden nacional [...] y agencias del Estado. [...] Estos órganos de regulación gozan de un alto nivel de autonomía [...] Un ejemplo claro de ello es el Banco de la República. [...] De tal manera que si bien la autonomía de los órganos constitucionales de regulación es muy amplia y sólida, no es absoluta sino limitada. Sus límites varían en cada caso, según lo dispuesto por el constituyente pero tienen en común, entre otros, que el legislador establece el régimen general dentro del cual habrán de ejercer sus funciones de regulación.

En el mismo sentido se pronunció el Consejo de Estado al establecer:

La Junta Directiva del Banco de la República, sobre las condiciones, requisitos y demás reglamentaciones específicas necesarias para el funcionamiento y desarrollo de esa actividad, tiene o asume la misma posición o valor de la ley, es decir, para el caso es como si los requisitos y condiciones para desempeñar la actividad de la intermediación en cambios, hubiera sido establecida por el propio legislador. Vale decir que en esta materia la Junta actúa como legislador²⁹².

Reitera el Consejo de Estado en Sentencia de 2007:

De ser aceptable la tesis del actor según la cual las sanciones solo podrían estar en la ley, [...] supondría que la única forma en que la autoridad cambiaria tendría poderes para establecer una sanción sería en la medida en que están consagradas directamente en la Ley marco de cambios internacionales, lo que contradice lo dispuesto por la Corte en la sentencia C-1161 de 2000, que aclaró que el establecimiento de cualquier tipo de infracción vinculada con el ejercicio de Leyes marco, no debe estar en ellas, por lo que puede acudir a otros estatutos jurídicos por remisión normativa.

²⁹¹ M. P.: Manuel José Cepeda Espinosa.

²⁹² Sentencias del Consejo de Estado de 1994, radicación 5158, C. P.: Guillermo Chaín Lizcano, y de 2007, radicación 14802, C. P.: María Inés Ortiz Barbosa.

Asimismo señala el Consejo de Estado: “La Corte reconoce que la Constitución y la Ley no resultan violadas por la imposición de sanciones cambiarias, pues reconoce la facultad de la autoridad cambiaria para prever el régimen sancionatorio por violación al régimen de cambios”²⁹³.

En definitiva, la Corporación indica que el alcance de la autonomía:

debe ser apreciado en cada caso por el Juez [la Corte Constitucional, cuando realiza el control abstracto de constitucionalidad, y los demás jueces y tribunales de la rama judicial], al resolver en concreto litigios [...] teniendo presente que a estos órganos estatales les asiste la garantía de ejercer sus competencias sin la injerencia indebida de otras autoridades estatales, aunque habrá de coordinar con ellas su acción²⁹⁴.

2.2.2 Coordinación con la política económica general

El artículo 371 de la Carta Política dispone que las funciones básicas las debe ejercer el Banco de la República “en coordinación con la política económica general” y el artículo 4.º de la Ley del Banco de la República igualmente prevé que la Junta Directiva, como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, ejercerá las funciones “en coordinación con la política económica general”.

La Corte ha resaltado en su jurisprudencia que la coordinación es un “importante elemento que moldea los exactos contornos de la autonomía del Banco, cuando exige que las funciones que este cumpla se ejerzan en coordinación con la política económica general [...]”²⁹⁵.

Confirma lo anterior el artículo 113 de la Constitución Política, el cual dispone que los diversos órganos del Estado tienen funciones separadas pero colaboran armónicamente para la realización de sus fines. Por consiguiente, la estructura del Estado la integran, además de las ramas del poder público, los órganos autónomos e independientes, para el cumplimiento de las demás funciones del Estado. De esta manera la Corte Constitucional desarrolla el principio de *república unitaria*, al establecer:

Toda interpretación constitucional sobre el ejercicio de funciones públicas debe partir del supuesto de que cada organismo, entidad o servidor estatal tan solo puede desempeñar aquellas que le han sido

²⁹³ Sentencia del Consejo de Estado de 2007, radicación 14802, C. P.: María Inés Ortiz Barbosa.

²⁹⁴ Sentencia C-827 de 2001, M. P.: Álvaro Tafur Galvis.

²⁹⁵ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

expresamente asignadas por el ordenamiento jurídico, lo cual no significa que se sostenga la existencia de divisiones rígidas y absolutas en cuya virtud resulte imposible que dos o más instituciones concurren, cada una circunscrita al ámbito propio de sus competencias²⁹⁶.

Así pues,

los alcances de la independencia del Banco de la República no llegan hasta tal punto de que sus decisiones puedan adoptarse al margen de las estrategias y orientaciones generales de la política económica, [...] porque si bien el Banco no es un órgano del ejecutivo, es de todas maneras, un organismo del Estado, y le está absolutamente vedado [...] actuar bajo la simple inspiración de sus caprichos. De no ser así sobraría la advertencia final del artículo 371, que como se vio, acoge el principio universal de que las políticas generales del Estado no pueden desconocerse por ninguna autoridad y menos cuando está organizado en forma de república unitaria²⁹⁷.

De ello resulta que “el Banco de la República no puede desarrollar una política monetaria, crediticia y cambiaria que sea indiferente respecto del manejo de otras directrices y tareas a cargo de otras autoridades económicas, y en especial del Gobierno [...]”²⁹⁸.

En este sentido, la corporación en 1994 confirmó que la participación de un representante de la Junta Directiva del Banco de la República en la Comisión Nacional Agropecuaria²⁹⁹ no limitaba la autonomía, toda vez que:

La pertinencia de esa participación es más evidente si se repara en que, por mandato constitucional (artículo 371), las funciones del Banco de la República se ejercerán en coordinación con la política económica general y que las formas de concertación establecidas en la ley, mientras no impliquen una subordinación del Estado y de sus agentes al querer del sector privado [...], configuran importante desarrollo de la democracia [...]³⁰⁰.

²⁹⁶ Sentencia C-560 de 1994, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

²⁹⁷ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

²⁹⁸ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

²⁹⁹ Artículo 91 de la Ley 101 de 1993. “Integración de la Comisión Nacional Agropecuaria. La Comisión Nacional Agropecuaria estará integrada por: [...] Un representante de la Junta Directiva del Banco de la República”.

³⁰⁰ Sentencia C-489 de 1994, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

2.2.3 Limitaciones al legislador

El artículo 150 numeral 22 de la Carta Política –funciones del Congreso que se ejercitan mediante leyes– prevé que el Congreso de la República es el encargado de: “Expedir las leyes relacionadas con el Banco de la República y con las funciones que le compete desempeñar a su Junta Directiva”. Igualmente, el artículo 372 establece que la Junta Directiva es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia *conforme a las funciones que le asigne la ley*.

Al respecto, la Corte ha indicado que el Congreso “puede determinar la manera como el Banco debe cumplir con las atribuciones que le corresponde según la Constitución [...]”, pero que estas atribuciones no las puede ampliar el legislador “hacia la fijación de linderos donde se precise en detalle el ejercicio de sus atribuciones”, porque ello significaría el cercenamiento de su autonomía³⁰¹.

De esta manera, sería inconstitucional cualquier norma que exceda el alcance de “fijar por vía general y abstracta, el ámbito de funciones del Banco”³⁰² y advierte que:

resultan inadmisibles aquellas regulaciones del legislador que de alguna forma constituyan un catálogo puntual de conductas, que le sirvan de guía o parámetro obligados para el ejercicio de su actividad institucional y que lo inhiban para apreciar [...] la oportunidad y conveniencia de las medidas que debe adoptar³⁰³.

Determina asimismo la Corte Constitucional:

Inclusive, las disposiciones que en ejercicio de sus funciones adopten los órganos autónomos o independientes previstos en la Carta, deben adoptarse conforme a los dictados legales. En este sentido, el artículo 372 de la Carta indica que el Congreso “dictará la ley a la cual deberá ceñirse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones”, de donde se infiere que las disposiciones de este último organismo no pueden adoptarse por fuera de los parámetros fijados por el legislador [...]. Tenemos entonces que, de manera general, la normativa jurídica emanada [...] de entes autónomos, debe acatar las disposiciones de la ley, tanto en su sentido material como formal³⁰⁴.

³⁰¹ Sentencia C-208 de 2000, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

³⁰² Sentencia C-489 de 1994, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

³⁰³ Sentencia C-208 de 2000, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

³⁰⁴ Sentencia C-037 de 2000, M. P.: Vladimiro Naranjo Mesa.

Adicional a ello, la Corte en 1993 consideró que el Congreso no puede asignarle al Banco de la República funciones atribuidas por la Constitución a otros órganos del Estado. En esa oportunidad declaró inexecutable las atribuciones que en materia internacional fueron consagradas en el inciso primero y el párrafo del artículo 15 de la Ley 31 de 1992³⁰⁵ al Banco de la República, dado que:

La norma acusada, lejos de circunscribir la actuación del Banco de la República en el escenario internacional, a una función técnica y subordinada a la facultad que la Constitución le atribuye al presidente como jefe de Estado [...] lo reviste del carácter de representante del Estado ante los organismos financieros internacionales en los que se haya hecho aportes que se contabilicen como reservas.

Así las cosas:

En ningún caso puede la ley ordinaria reducir o suprimir la facultad constitucional del presidente de representar internacionalmente al Estado [...] no podría ello tampoco ser materia de la competencia de su Junta Directiva para los efectos de fijar criterios orientadores sobre su concreto ejercicio³⁰⁶.

De igual manera la Corte, en julio de 1999, declaró inexecutable por afectar la autonomía de la Junta, parte del párrafo del artículo 2.º de la Ley 31 de 1992³⁰⁷, sobre las metas de inflación, el cual señalaba que “deberán ser siempre menores

³⁰⁵ Artículo 15. “Atribuciones en materia internacional. El Banco de la República será el representante del Estado en los distintos organismos financieros internacionales en los cuales haya hecho o haga aportes a su capital que se contabilicen como reserva internacional. El Gobierno y las demás autoridades del Estado, no podrán disponer de las reservas para propósitos diferentes. Así mismo el Banco de la República será canal de comunicación con los demás organismos financieros internacionales (el texto en cursiva fue declarado inexecutable).

El Banco de la República podrá desarrollar con los organismos citados en este artículo y con otras instituciones del exterior, las relaciones que se deriven de sus funciones de banca central o que faciliten las operaciones internacionales de pago y crédito.

Parágrafo. La Junta Directiva fijará los criterios que deberán orientar las decisiones que adopte el Banco de la República cuando actúe como representante del Estado en los diferentes organismos financieros internacionales. Además, en tal condición deberá obrar en coordinación tanto con la política económica general como con la política internacional del Gobierno” (el texto en cursiva fue declarado inexecutable).

³⁰⁶ Sentencia C-485 de 1993, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

³⁰⁷ Artículo 2.º. “Fines. El Banco de la República a nombre del Estado velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda conforme a las normas previstas en el artículo 373 de la Constitución Política y en la presente ley.

Parágrafo. Para cumplir este objetivo la Junta Directiva del Banco adoptará metas específicas de inflación que deberán ser siempre menores a los últimos resultados registrados, utilizará los instrumentos de las políticas a su cargo y hará las recomendaciones que resulten conducentes a ese mismo propósito” (el texto en cursiva fue declarado inexecutable y se retira de la ley).

a los últimos resultados registrados”. La Corte ordenó retirar la expresión de la ley y señaló que:

la disposición acusada disminuye considerable y notoriamente la facultad de la Junta de valoración de las variables económicas determinantes para diseñar la política monetaria [...] con lo cual afecta su autonomía como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia³⁰⁸.

Además, la Corte, al pronunciarse sobre el literal e) del artículo 16 de la Ley 31 de 1992³⁰⁹, lo declara inconstitucional en el aparte [...] “situaciones excepcionales y por períodos que sumados en el año no excedan de 120 días” [...] al establecer que:

el texto normativo acusado ofrece una regulación en detalle en relación con el manejo de las tasas máximas de interés, como parte de la política crediticia, hasta el punto de llegar a precisar que dichas tasas sólo pueden establecerse en “circunstancias excepcionales” y durante un plazo determinado,

por cuanto es a la Junta Directiva “a quien le compete, como parte de la política crediticia, dentro de cierta discrecionalidad y según lo demanden los intereses públicos y sociales, la determinación de dichas tasas”³¹⁰.

Lo anterior confirma la jurisprudencia según la cual corresponde al Congreso expedir las leyes sobre las funciones de la Junta Directiva, las cuales “deben fijar por vía general y abstracta, el ámbito de funciones del Banco”³¹¹.

2.3 Autoridad monetaria, cambiaria y crediticia

³⁰⁸ Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

³⁰⁹ Literal e) del artículo 16 de la Ley 31 de 1992. “Señalar en situaciones excepcionales y por períodos que sumados en el año no excedan de ciento veinte (120) días (texto en cursivas inexequible) las tasas máximas de interés remuneratorio que los establecimientos de crédito pueden cobrar o pagar a su clientela sobre todas las operaciones activas y pasivas, sin inducir tasas reales negativas. Las tasas máximas de interés que pueden convenirse en las operaciones en moneda extranjera continuarán sujetas a las determinaciones de la Junta Directiva. Estas tasas podrán ser diferentes en atención a aspectos tales como la clase de operación, el destino de los fondos y el lugar de su aplicación. Los establecimientos de crédito que cobren tasas de interés en exceso de las señaladas por la Junta Directiva estarán sujetos a las sanciones administrativas que establezca la Junta en forma general para estos casos”.

³¹⁰ Sentencia C-208 de 2000, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

³¹¹ Sentencia C-489 de 1999, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

El precepto constitucional (art. 372, C. P.) consagra que “La Junta Directiva del Banco de la República será la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, conforme a las funciones que le asigne la ley. Tendrá a su cargo la dirección y ejecución de las funciones del Banco [...]”; en el mismo sentido, recoge el alcance de la norma constitucional, el artículo 4.º de la Ley 31 de 1992, que prevé: “La Junta Directiva del Banco de la República es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia y, como tal, cumplirá las funciones previstas en la Constitución y en esta ley, mediante disposiciones de carácter general [...]”.

En este sentido, la Corte ha indicado que [...] “el Banco por intermedio de su Junta, expide los ordenamientos o reglas de acuerdo con los cuales se manejan en lo sucesivo las actividades monetarias, cambiarias y crediticias [...]” y aclara que los temas monetarios y de crédito son [...] “una atribución exclusiva de la Junta Directiva del Banco, porque la Carta no autorizó compartir tales facultades, ni con el presidente, ni con ninguna otra autoridad u organismo del Estado”. Lo anterior se reafirma en la Carta Política, en los artículos 189 (Calidades y competencias presidenciales) y 371 a 372 (De la banca central), que “[...] no establecen otros niveles de competencia en las materias indicadas”³¹².

Por ello, en materia crediticia la Corte ratificó la calidad de autoridad de la Junta al declarar inexecutable el parágrafo del artículo 12 de la Ley 101 de 1993³¹³, el cual disponía que “la autoridad monetaria debe garantizar tasas de interés inferiores a las del crédito comercial ordinario”, por considerar que violaba “los artículos 371 y 372 de la Carta, quedando a salvo la atribución de la Junta Directiva del Banco de la República para establecer, si lo estima pertinente, reglas análogas a las que él consagra [...]”³¹⁴.

³¹² Sentencia C-021 de 1994, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

³¹³ Artículo 12. “En desarrollo del artículo 66 de la Constitución Política y de conformidad con lo establecido en la presente ley, el Estado subsidiará el crédito para pequeños productores, incentivará el crédito para la capitalización rural y garantizará la adecuada disponibilidad de recursos crediticios para el sector agropecuario.

Parágrafo. En la expedición de las normas que regulan la actividad crediticia, el Gobierno Nacional y el Banco de la República deberán garantizar que, durante 1994 y 1995, las tasas de interés del crédito de fomento agropecuario y de los títulos de Finagro no superen las vigentes al 31 de octubre de 1993. Para años posteriores, deberán garantizar su suministro adecuado de crédito al sector, a tasas de interés inferiores a las del crédito comercial ordinario”.

³¹⁴ Sentencia C-489 de 1994, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

En 1996 la Corte destacó de nuevo que tratándose de líneas de crédito agropecuario en zonas de frontera³¹⁵ “[...] el manejo concreto y la regulación específica de los instrumentos y programas de crédito, compete a la Junta Directiva del Banco de la República, en virtud de las atribuciones que directamente le confiere la Constitución Política”. Por otro lado, advierte que: “La ley –al atribuir estas competencias al Gobierno nacional– desconoce la competencia de la Junta, [y] violó el principio de ejercicio armónico del poder, pues su cometido podía lograrse sin apartar a un órgano que tiene en la materia competencias de origen constitucional”, y añade:

[...] las condiciones especiales del crédito agropecuario en sus lineamientos generales los establece la ley y, en lo demás, se desarrolla a través de los instrumentos cuyo manejo se ha confiado a la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad en materia de crédito [...] las competencias constitucionales de la Junta Directiva del Banco de la República no son delegables en otro órgano del Estado, así se cuente con su aquiescencia, como quiera que tal proceder no lo autoriza la Constitución³¹⁶.

La corporación, en el 2000³¹⁷, al examinar la demanda presentada contra la Ley 546 de 1999 (por la cual se dictan, entre otras, normas en materia de vivienda), mantuvo la tesis expresada, según la cual, corresponde a la ley la

³¹⁵ Ley 191 de 1995, “Por medio de la cual se dictan disposiciones sobre zonas de fronteras”; parágrafo del artículo 11: “El Gobierno, previa autorización de la Junta Directiva del Banco de la República, establecerá líneas de crédito en condiciones especiales para el sector agropecuario”.

³¹⁶ Sentencia C-615 de 1996, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz. En el mismo sentido dispuso la Corte en Sentencia C-021 de 1994 que: “Lo anterior significa, que en las materias aludidas, el Banco por intermedio de su Junta, expide los ordenamientos o reglas de acuerdo con los cuales se manejan en lo sucesivo las actividades monetarias, cambiarias y crediticias; lo cual no significa, como ya se advirtió, que esas regulaciones se deduzcan al margen de los criterios generales de política que en tales asuntos traza la ley, mas también se exige por la Constitución que tales determinaciones deben adecuarse al contexto de la “política económica general”; De no suceder así, es seguro que los actos que las contienen resultarían violatorios del artículo 371 de la Carta Política y, por ende, inconstitucionales. Las “regulaciones” de que trata el artículo 371, son, en principio, normas de carácter general, y su formulación, en lo que atañe con el manejo monetario y crediticio, constituye una atribución exclusiva de la Junta Directiva del Banco, porque la Carta no autorizó compartir tales facultades, ni con el presidente, ni con ninguna otra autoridad u organismo del Estado. Tanto es así, que ni el artículo 189 (atribuciones del presidente de la república), ni en las disposiciones que regulan las funciones de la banca central (Arts. 371 a 373), se establecen otros niveles de competencia en las materias indicadas”.

³¹⁷ Sentencia C-955 de 2000, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

determinación de la política relativa al crédito y a la Junta Directiva, en ejercicio de su autoridad crediticia, el manejo concreto y la regulación específica de los instrumentos y programas de crédito.

Es así como, al analizar la constitucionalidad del artículo 3.º de la Ley 546 de 1999³¹⁸, la Corte declaró que corresponde a la Junta Directiva del Banco de la República y no al Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) la fijación de la metodología de la unidad de valor real (UVR), y estimó que la ley le confirió al Conpes una facultad que no le corresponde, pues:

según el artículo 372 de la Constitución, la autoridad monetaria y crediticia, es decir, la llamada a establecer la metodología para el cálculo de la unidad de cuenta alrededor de la cual funcionará el sistema de financiación de vivienda de largo plazo, es únicamente la Junta Directiva del Banco de la República la cual, eso sí, deberá hacerlo dentro de las pautas y reglas señaladas en la ley y en las sentencias que la Corte Constitucional ha proferido sobre el tema, entre ellas la presente³¹⁹.

Los fallos a los que hace referencia son C-383, C-700 y C-747 de 1999³²⁰.

³¹⁸ Artículo 3.º de la Ley 546 de 1999. Unidad de valor real (UVR). “La Unidad de valor real (UVR) es una unidad de cuenta que refleja el poder adquisitivo de la moneda, con base exclusivamente en la variación del índice de precios al consumidor certificada por el DANE, cuyo valor se calculará de conformidad con la metodología que establezca el Consejo de Política Económica y Social, Conpes. Si el Conpes llegare a modificar la metodología de cálculo de la UVR, esta modificación no afectará los contratos ya suscritos, ni los bonos hipotecarios o títulos emitidos en procesos de titularización de cartera hipotecaria de vivienda ya colocados en el mercado. El Gobierno Nacional determinará la equivalencia entre la UVR y la Unidad de Poder Adquisitivo Constante, UPAC, así como el régimen de transición de la UPAC a la UVR” (texto en cursiva declarado inexecutable).

³¹⁹ Sentencia C-955 de 2000, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

³²⁰ Sentencia C-383 de 1999, M. P.: Alfredo Beltrán Sierra (declaró inexecutable la expresión) “procurando que esta también refleje los movimientos de la tasa de interés en la economía”, contenida en el literal f) del artículo 16 de la Ley 31 de 1992); C-700 de 1999; M. P. José Gregorio Hernández (declaró inexecutable las normas sobre el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero que regulaban el sistema de ahorro y vivienda basado en la unidad de poder adquisitivo constante, UPAC); C-747 de 1999, M. P.: Alfredo Beltrán Sierra (resolvió estarse a lo dispuesto en la Sentencia C-700 de 1999 y declarar inexecutable el numeral 3 del artículo 121 del Decreto Ley 633 de 1993, así como la expresión “que contemple la capitalización de intereses” contenida en el numeral primero de la norma en mención únicamente en cuanto a los créditos para la financiación de vivienda de largo plazo, inexecutable cuyos efectos se difieren hasta el 20 de junio de 2000, como fecha límite para que el Congreso expida la ley marco correspondiente).

De manera concordante opinó que le corresponde a la Junta Directiva del Banco de la República y no al Consejo Superior de Vivienda calcular y divulgar el valor diario de la UVR (art. 6.º)³²¹, por cuanto la ley:

[...] quiso trasladar al Ejecutivo la integridad de la función que, según aquella, ha sido asignada al ente directivo del Emisor, la cual tiene que ver con la definición del valor de las unidades de cuenta creadas por la ley, que reflejan las variaciones en la inflación, y que son trascendentales para la determinación del monto de deudas y para la actualización de los saldos de la misma [...]. Todo ello, por supuesto, rompe la necesaria separación funcional consagrada en el artículo 113 de la Constitución y desconoce la autonomía técnica del Banco de la República (art. 371 C. P.) y su carácter de autoridad en los terrenos monetario y crediticio (art. 372)³²².

En el mismo sentido, al pronunciarse sobre las funciones del citado Consejo (art. 7.º)³²³, la Corte condicionó su constitucionalidad:

[...] siempre y cuando se interpreten y apliquen en el sentido de que, dado su papel asesor, las recomendaciones que formula el Consejo Superior de Vivienda, como resultado de sus estudios, no obligan al Gobierno y menos al legislador, ni a la Junta Directiva del Banco de la República.

Además declaró inconstitucional la palabra ‘temporal’ por estar en contra de la Carta Política, debido a que las funciones que esta le asigna a la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, no tienen restricción en el tiempo para su ejercicio (arts. 371 y 372 de la C. P.)³²⁴.

³²¹ Artículo 6.º de la Ley 546 de 1999. “Consejo Superior de Vivienda. Créase el Consejo Superior de Vivienda, como organismo asesor del Gobierno Nacional en todos los aspectos que se relacionan con la vivienda [...]. El Consejo contará con una Secretaría Técnica, de conformidad con lo que disponga el reglamento, a quien le corresponderá entre sus funciones, la de calcular y divulgar el valor diario de la unidad de valor real” (texto en cursiva declarado inexecutable).

³²² Sentencia C-955 de 2000, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

³²³ Artículo 7.º de la Ley 546 de 1999. “Reuniones y funciones del Consejo Superior de Vivienda. El Consejo Superior de Vivienda se reunirá como mínimo dos veces al año y tendrá las siguientes funciones: [...] 7. Recomendar a la Junta Directiva del Banco de la República la intervención temporal en los márgenes de intermediación de los créditos destinados a la financiación de vivienda [...]”. (La palabra en cursiva fue declarada inconstitucional).

³²⁴ Sentencia C-955 de 2000, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

No obstante lo anterior, al pronunciarse sobre el numeral 2 del artículo 17³²⁵ obligó a la autoridad crediticia a fijar tasas máximas de interés de vivienda en ejercicio del literal e) del artículo 16 de la Ley 31 de 1992 y le fijó a la Junta Directiva reglas particulares y específicas para la determinación de dicha tasa. Al respecto, la Corte declaró exequible el artículo:

en el entendido [de] que la tasa de interés remuneratoria a que se refiere no incluirá el valor de la inflación, será siempre inferior a la menor tasa real que se esté cobrando en las demás operaciones crediticias en la actividad financiera, según certificación de la Superintendencia Bancaria, y su máximo será determinado por la Junta Directiva del Banco de la República, conforme a lo resuelto por la Corte Constitucional, en sentencias C-481 del 7 de julio de 1999 y C-208 del 1 de marzo de 2000. Una vez se comunique el presente fallo, y la Junta Directiva del Banco de la República proceda a fijar la tasa máxima de interés remuneratorio, la norma legal, con el condicionamiento que precede, se aplicará de manera obligatoria e inmediata tanto a los créditos nuevos como a los ya otorgados. Los créditos que se encuentren vigentes al momento de la comunicación de esta providencia y en los cuales hubieren sido pactados intereses superiores al máximo que se fije, deberán reducirse al tope máximo indicando, que será aplicable a todas las cuotas futuras. Los intereses remuneratorios se calcularán solo sobre los saldos insolutos del capital, actualizados con la inflación³²⁶.

³²⁵ Numeral 2 del artículo 17, Ley 546 de 1999. “Tener una tasa de interés remuneratoria, calculada sobre la UVR, que se cobrará en forma vencida y no podrá capitalizarse. Dicha tasa de interés será fija durante toda la vigencia del crédito, a menos que las partes acuerden una reducción de la misma y deberá expresarse única y exclusivamente en términos de tasa anual efectiva”.

³²⁶ Sentencia C-955 de 2000, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo. Además la citada sentencia señala: “Lo anterior encuentra fundamento para la Corte, dado que ‘resulta abiertamente opuesto a la Carta Política que esa tasa de interés no tenga límite alguno y que en ella se vuelvan a incluir los puntos del aumento de la inflación’. En igual sentido, indica que ‘por ser el acceso a la vivienda digna un derecho de rango constitucional que el Estado debe hacer efectivo (art. 51 C. P.), y por haberse establecido como objetivo prevalente en la Constitución de 1991 la democratización del crédito (art. 335 C. P.), según los lineamientos del Estado Social de Derecho (art. 1 C. P.), las tasas de interés aplicadas a los créditos de vivienda deben ser intervenidas por el Estado; no pueden ser pactadas por los contratantes en un plano de absoluta autonomía por cuanto su determinación según las fluctuaciones del mercado hace posible que las instituciones financieras, prevalidas de su posición dominante, impongan a sus deudores tasas y márgenes de intermediación excesivamente altos, haciendo nugatorios sus derechos constitucionales a la vivienda y al crédito, y que se produzca un traslado patrimonial a favor de tales entidades que implique la ruptura del equilibrio que debe existir en esas relaciones contractuales, y por el cual deben velar las autoridades competentes’.

Así, con este pronunciamiento, la Corte ejerció una función que había vedado al legislador al ordenarle términos y condiciones para el cálculo de las tasas máximas de interés remuneratorio, al expresar que la tasa:

[...] será siempre inferior a la menor de todas las tasas reales que se estén cobrando en el sistema financiero, según certificación de la Superintendencia Bancaria, sin consultar factores distintos de los puntos de dichas tasas, e independientemente del objeto de cada crédito, y a la tasa menor se le deberá descontar la inflación para que no se cobre doblemente³²⁷.

La corporación en fallos anteriores había dejado claro que si bien el legislador puede determinar la manera como el Banco debe cumplir sus atribuciones según la Constitución, no puede fijar linderos donde se precise en detalle el ejercicio de sus atribuciones, porque ello significaría el cercenamiento de su autonomía.

Por otra parte, en materia cambiaria la Corte confirma la autoridad de la Junta Directiva del Banco de la República al referirse a la demanda contra el parágrafo 3 del artículo 21 de la Ley 191 de 1995, que dispone: “El Gobierno Nacional establecerá un régimen cambiario especial para las unidades especiales de desarrollo fronterizo cuando la Junta Directiva del Banco de la República lo considere”. La Corporación declaró inexecutable dicho parágrafo entendiendo que

(1) el régimen cambiario se integra también en virtud de las regulaciones que adopta la Junta Directiva del Banco de la República, entidad que para estos efectos elimina la disposición acusada, (2) la Junta Directiva del Banco de la República, tiene, junto al Gobierno y al Congreso, competencias propias en materia cambiaria —no es mero ejecutor del “régimen cambiario”—, y éstas no pueden ser deferidas al Gobierno, así ello se realice con su voluntad, (3) la función del Congreso es la de ofrecer los criterios y directrices del régimen cambiario ordinario o especial y la de señalar las competencias específicas de la Junta Directiva del Banco de la República y del Gobierno, de acuerdo con la misión constitucional específica de cada órgano³²⁸.

Asimismo, en el proceso de revisión constitucional de la Ley 1747 de 2014, “Por medio de la cual se aprueba el Acuerdo de libre comercio entre la República de Colombia y la República de Corea”, la Corte Constitucional en

³²⁷ Sentencia C-955 de 2000, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

³²⁸ Sentencia C-615 de 1996, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

2016³²⁹ declaró la exequibilidad condicionada del literal a) del numeral 2 del Anexo 8-C sobre “Las medidas de salvaguarda respecto a pagos y movimientos de capital”³³⁰. Manifestó la Corte que estas medidas:

[...] se ajustan a la Carta Política, por cuanto le permiten a los Estados contratantes emprender acciones en esas materias para la protección de sus economías en los eventos en los que estas resulten seriamente amenazadas. En atención a la finalidad de esas medidas y, especialmente, a la autonomía del Banco de la República en la regulación de los asuntos cambiarios, la Corte considera necesario condicionar la comprensión del límite temporal impuesto en el literal “a” del numeral 2.º del referido anexo, pues esta restricción no constituye una obligación sino una facultad que sirve de orientación de política exterior. Solo en esos términos debe ser observado por la autoridad competente – Junta Directiva del Banco de la República– no como un límite a sus funciones constitucionales.

En igual sentido, la Corte Constitucional señaló:

[...] el diseño institucional del Estado colombiano, plasmado en la Constitución Política de 1991, estableció unas funciones típicas para la banca central, entre las que se encuentra el manejo del mercado cambiario. El ente encargado de hacerlo es el Banco de la República, que se instituyó como una persona jurídica de derecho público con autonomía administrativa, patrimonial y técnica.

En concordancia con dicha autonomía, las funciones que el artículo 372 Superior le asignó a la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, bancaria y crediticia son permanentes y no están sujetas a límites temporales rígidos como el determinado en el literal “a” del numeral 2.º del Anexo 8-C. El carácter indefinido de

³²⁹ Sentencia C-184 de 2016, M. P.: Gloria Stella Ortiz Delgado.

³³⁰ Anexo 8-C. “1. Nada de lo dispuesto en este Acuerdo se interpretará para impedir a una parte adoptar o mantener medidas temporales y de salvaguarda de conformidad con las leyes y regulaciones de la parte con respecto a pagos y movimientos de capital: a) en casos de serias dificultades o amenazas de la balanza de pagos o dificultades financieras externas o amenazas de las mismas; o b) cuando, en circunstancias especiales, los pagos y movimientos de capital causen o amenacen con causar serias dificultades en el manejo de la política monetaria o política cambiaria de cualquiera de las Partes. 2. Las medidas indicadas en el párrafo 1 deberán: a) no exceder un período de un año; sin embargo, bajo circunstancias excepcionales y por razones justificadas, una Parte podrá extender el período de aplicación de tales medidas por un año adicional. La parte que busca la extensión deberá notificar a la otra parte de antemano sobre tal extensión [...]”.

las competencias del Banco se ha considerado en otros acuerdos internacionales en los que, si bien se han referido las circunstancias que habilitan ese tipo de medidas y se ha destacado su carácter transitorio, no se han previsto términos específicos de vigencia, pues estos solo pueden ser establecidos por la autoridad competente de acuerdo con las circunstancias concretas a las que se enfrente en el ejercicio de sus funciones constitucionales.

Resaltó también la Corte:

Establecida la relevancia de las competencias asignadas al Banco de la República y su carácter abierto para la regulación del flujo de capitales, el examen de los límites a las medidas de salvaguardia previstas en el anexo 8-C impone a la Corte adelantar un juicio de confrontación entre una norma, de rango constitucional, que le asigna al Banco de la República una facultad, indefinida en el tiempo, para regular los cambios internacionales y una norma, de rango legal, que reconoce una de las manifestaciones de esa función, pero la limita temporalmente. En suma, la confrontación se da entre una facultad constitucional temporalmente indeterminada y una restricción de rango legal a la misma. La primacía de las disposiciones de rango constitucional lleva a la conclusión de que la facultad indefinida de regulación cambiaria que se le asignó al Banco de la República prevalece y, por ende, el literal “a” del numeral 2.º del Anexo 8-C no puede reducir dicha potestad de carácter superior. En principio esto llevaría a la declaratoria de inexecutable de la norma. Sin embargo, es posible interpretar el precepto para que sea armónico con la Constitución. En efecto, el entendimiento de ese límite temporal como un criterio de orientación de la política cambiaria se ajusta a la Carta Política, lo que justifica una interpretación de la cláusula del Acuerdo que establezca la forma en la que el Estado colombiano puede manifestar su voluntad con respecto a los tiempos de duración de las medidas incluidas en esta parte del tratado. Por el contrario, admitir que una de las manifestaciones de la política cambiaria –esto es, la adopción de medidas de protección respecto a pagos y movimientos de capital– solo puede ser ejercida durante un término máximo de 2 años, en contra de lo establecido por la Constitución, implicaría asumir, de forma anticipada, que el Estado colombiano incurrirá –con conocimiento de causa– en responsabilidad internacional por violación de esa cláusula del tratado. Tal situación también estaría en abierta contradicción con el principio de buena fe en las relaciones internacionales (que también ha sido reconocido en la Constitución, art. 9, C. P.) pues, como se ha señalado reiteradamente, el acuerdo comercial que se estudia cobra vigor en el ordenamiento jurídico colombiano a través de una ley ordinaria que carece de la fuerza normativa para subordinar las potestades previstas en la Constitución.

En efecto, la autonomía de la Junta Directiva del Banco de la República para tomar medidas de salvaguarda es de rango constitucional, mientras que el límite impuesto en el Tratado tiene rango de ley ordinaria y por tanto es de menor jerarquía dentro del sistema jurídico, por lo cual no podría ser un obstáculo al ejercicio autónomo de las competencias de este organismo, y menos aún ser fuente de la futura responsabilidad internacional del Estado.

Finalmente, cabe resaltar que la interpretación del plazo como un criterio de orientación de las políticas cambiarias responde a los argumentos planteados por el Banco de la República, que solicitó que se declarara la exequibilidad condicionada del término³³¹ para la adopción de medidas en relación con pagos y movimientos de capital. Aunque su principal preocupación era la responsabilidad de los miembros de la Junta Directiva, el condicionamiento expuesto por esta Corte, descarta el establecimiento de un límite y la responsabilidad derivada de su transgresión.

En consecuencia, la Corte declarará la exequibilidad condicionada del literal “a” del numeral 2.º responsabilidad del Estado colombiano derivada del Anexo 8-C a que se interprete que el plazo allí establecido tiene el carácter de una orientación de política exterior a las autoridades competentes [...].

Como quiera que los términos de duración de las medidas de salvaguarda en materia de transferencias de capital solo pueden orientar, no limitar, el ejercicio de las atribuciones que le fueron asignadas por la Constitución al Banco de la República, y que la Corte considera oportuna una declaratoria de exequibilidad condicionada de la cláusula, es necesaria una declaración interpretativa en ese sentido. En consecuencia, además de declarar la exequibilidad condicionada del literal “a” del numeral 2.º del Anexo 8-C para que se interprete que el plazo allí establecido tiene el carácter de una orientación de política exterior a las autoridades competentes, la Corte ordenará al presidente de la República que, al momento de manifestar el consentimiento del

³³¹ Corresponde a la cita 207 de la Sentencia C-184 de 2016, de la Corte Constitucional: El condicionamiento que sugirió el Banco de la República en su intervención consistió en que “si la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia toma medidas en relación con los pagos y movimientos de capital en ejercicio de sus facultades constitucionales y legales con plazos superiores a los allí previstos, estas medidas no comprometen la responsabilidad patrimonial de los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República o del Banco de la República en la medida que se ejercen en cumplimiento de un deber legal de conformidad con los artículos 371-373 de la Constitución y el artículo 16 de la Ley 31 de 1992 en su calidad de autoridad monetaria, cambiaria y crediticia”.

Estado colombiano en obligarse por este Acuerdo mediante el depósito del instrumento de ratificación, formule la respectiva declaración interpretativa.

La decisión descrita comporta los siguientes efectos:

[...] d. [...] se excluye la posible responsabilidad del Estado colombiano derivada del incumplimiento de un término rígido en el ejercicio de las competencias del Banco de la República.

2.4 Funciones adicionales a las señaladas en la Constitución Política y en la Ley 31 de 1992

En adición a las funciones básicas previstas en la Carta Política, el legislador puede encomendarle:

competencias no expresamente mencionadas en la Constitución mientras no anule o reduzca las facultades que esta sí le confiere en forma expresa al Banco, no desplace al Banco para ejercer el lugar suyo y por vía específica las funciones que la Constitución le confía directamente al Emisor, enmarque la regulación de las competencias dentro de la autonomía administrativa, patrimonial y técnica del Banco de la República, y si las funciones que le asigna pueden incidir en el comportamiento de las realidades macroeconómicas que le corresponde controlar al Banco, debe además concederle un margen suficiente de acción para ajustar el cumplimiento del deber legal a su misión constitucional³³².

En este sentido, mediante sentencias proferidas en 1998³³³ y en 2014³³⁴ dispuso que son exequibles los artículos de las leyes de honores que ordenan la emisión de billetes y monedas, como quiera [...] que “está[n] dentro de las atribuciones legislativas, sin que signifique invasión de las estrictamente monetarias –propias, intransferibles e inalienables del Banco de la República– [...], señalar los diversos modos tangibles de expresión de un homenaje público”. Lo que no podría el Congreso es establecerle con exactitud al Banco,

³³² Sentencia C-866 de 2014, M. P.: María Victoria Correa Calle.

³³³ Sentencia C-432 de 1998, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

³³⁴ Sentencia C-948 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa.

la fecha en la cual debe efectuarse una emisión monetaria ni tampoco el día exacto en que debe principiar la circulación de billetes, y menos todavía definir cuál habrá de ser su cantidad, ni la denominación del numerario [...]³³⁵.

Asimismo, en 2014³³⁶, en demanda de inconstitucionalidad instaurada por el Banco de la República contra el artículo 91 parcial³³⁷ de la Ley 1708 de 2014, “Por medio de la cual se expide el Código de Extinción de Dominio”, la Corte declaró que la norma en virtud de la cual se le asigna una nueva función al Banco de la República es exequible en tanto que le deja un margen de acción a la Junta Directiva del Banco de la República y “no señala en definitiva, cuándo y cómo debe hacerse la conversión del dinero extranjero. De manera que en este margen el Banco puede obrar con el fin de que no se vean menoscabadas sus funciones, ni su autonomía”. De esta manera, la Corte está reconociendo que se le pueden atribuir al Banco funciones adicionales a las señaladas en la Carta Política y en la Ley 31 de 1992, siempre y cuando no se determine cómo y cuándo deben ejercerse.

Igualmente, al referirse la Corte a las actividades conexas y culturales del banco central, destacó que la:

[...] regulación normativa no es tan solo de carácter constitucional o estatutaria, sino también, legislativa. La circunstancia de que el legislador se haya ocupado de definir el radio de acción del Banco, respecto de funciones complementarias que tradicionalmente ha venido cumpliendo al lado de las básicas [...] no entraña desconocimiento de la autonomía. [...] Es claro que en este sentido la Carta confiere al legislador una competencia de regulación normativa concurrente, la cual [...] se supedita a lo que ella disponga.

En modo alguno puede entenderse que no se salvaguarda la autonomía del Banco cuando “el legislador promueva por su conducto los altos fines de la

³³⁵ Sentencia C-432 de 1998, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

³³⁶ Sentencia C-866 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa. Demanda de inconstitucionalidad instaurada por el Banco de la República contra el artículo 91 parcial de la Ley 1708 de 2014, “Por medio de la cual se expide el Código de Extinción de Dominio”.

³³⁷ Artículo 91. “Administración y destinación. [...] En el caso de las divisas, una vez incautadas, estas serán entregadas al Banco de la República para que las cambie por su equivalente en pesos colombianos, sin que se requiera sentencia que declare la extinción definitiva del dominio sobre las mismas”.

cultura y del avance científico, que constituyen piedra angular del desarrollo de los pueblos”³³⁸ con pleno sustento en el artículo 70 de la Carta Política³³⁹.

En este contexto debe observarse que la Corte considera que las facultades indicadas en el precepto de la Carta Política son las *principales*, pero que “no comporta el significado tácito de proscripción de otras que no fueron previstas positivamente en dicha regulación”³⁴⁰.

2.5 Iniciativa legislativa del Gobierno

El inciso 2 del artículo 154 de la Carta Política –iniciativa legislativa– establece que las leyes que se refieren al Banco de la República o a las funciones de la Junta Directiva “solo podrán ser dictadas o reformadas por iniciativa del Gobierno”.

Respecto al citado inciso, ha sostenido la Corte que:

[...] en virtud de la trascendencia económica y social de las funciones que cumple el Banco de la República, las leyes relacionadas con este [...] no pueden expedirse a iniciativa de los congresistas, sino que requieren que lo sean, siempre, por “iniciativa del Gobierno”³⁴¹,

pues buscan evitar que las normas se adopten “[...] sin el conocimiento y consentimiento del ministro de Hacienda y Crédito Público, quien preside la Junta Directiva del Banco de la República”, es decir, que se legisle “sin el conocimiento y consentimiento del Ejecutivo sobre materias que comprometen aspectos propios de su competencia”³⁴².

Se había entendido que la iniciativa legislativa del Gobierno, para el caso de la presentación de proyectos de ley sobre el banco central, debía provenir

³³⁸ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

³³⁹ Artículo 70. “El Estado tiene el deber de promover y fomentar el acceso a la cultura de todos los colombianos en igualdad de oportunidades, por medio de la educación permanente y la enseñanza científica, técnica, artística y profesional en todas las etapas del proceso de creación de la identidad nacional.

La cultura en sus diversas manifestaciones es fundamento de la nacionalidad. El Estado reconoce la igualdad y dignidad de todas las que conviven en el país. El Estado promoverá la investigación, la ciencia, el desarrollo y la difusión de los valores culturales de la Nación”.

³⁴⁰ Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.

³⁴¹ Sentencia C-383 de 1999, M. P.: Alfredo Beltrán Sierra.

³⁴² La Sentencia C-866 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa, cita la Sentencia C-1707 de 2000, M. P.: Cristina Pardo Schlesinger.

del ministro de Hacienda y Crédito Público, por cuanto es por intermedio de este que se efectúa la coordinación entre la política económica general y el ejercicio de las funciones atribuidas al Banco. No obstante, indica la Corte que también pueden los ministros:

[...] coadyuvar o avalar los proyectos que estén tramitando en el Congreso, [...] pero no puede provenir de cualquier ministro [...] sino de aquel cuya dependencia tenga alguna relación temática o conexión con el proyecto de ley³⁴³.

Además, sobre la oportunidad de presentar el aval gubernamental resaltó en el 2003 que se entiende que existe iniciativa del Gobierno si se otorga “antes de su aprobación en las plenarias”³⁴⁴. Sin embargo, la corporación, en sentencia del 2014³⁴⁵ indica que si bien el aval del Gobierno “no se presentó antes de la aprobación en segundo y cuarto debate en plenarias, sino en el transcurso del cuarto debate ante la Plenaria del Senado” considera que se puede presentar en etapa de conciliación, y que en efecto “no existe una irregularidad por falta de iniciativa o aval gubernamental, [...] ya que después del cuarto debate y a causa de la diferencia entre los textos aprobados en Plenarias de Senado y Cámara, fue necesario conciliar”.

2.6 Régimen laboral de los empleados del Banco

El inciso 1 del artículo 123 de la Constitución Política establece: “Son servidores públicos los miembros de las corporaciones públicas, los empleados y trabajadores del Estado y de sus entidades descentralizadas territorialmente y por servicios”. Por su parte, el artículo 372 de la Carta Política señala: “El Congreso dictará la ley a la cual deberá ceñirse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones y las normas con sujeción a las cuales el Gobierno expedirá los Estatutos [...]”. Asimismo, el capítulo V de la Ley 31 de 1992 y el título IV del Decreto 2520 de 1993 regulan el régimen laboral, prestacional y de seguridad social de los empleados del Banco de la República.

³⁴³ Sentencia C-866 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa.

³⁴⁴ Sentencia C-866 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa, que cita las sentencias C-121 de 2003, M. P.: Clara Inés Vargas Hernández, y C-838 de 2008, M. P.: Marco Gerardo Monroy Cabra.

³⁴⁵ Sentencia C-866 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa.

El artículo 38 de la Ley 31 de 1992 prevé que existen dos categorías de trabajadores, como se indica a continuación:

a) Con excepción del Ministro de Hacienda y Crédito Público, los demás miembros de la Junta Directiva tienen la calidad de funcionarios públicos de la banca central y su forma de vinculación es de índole administrativa, y b) Los demás trabajadores del Banco continuarán sometidos al régimen laboral propio consagrado en esta ley, en los Estatutos del Banco, en el reglamento interno de trabajo, en la Convención Colectiva, en los contratos de trabajo y en general a las disposiciones del Código Sustantivo del Trabajo que no contradigan las normas especiales de la presente ley.

La Corte en varios pronunciamientos³⁴⁶ sobre la materia ha señalado que: “Si el Banco de la República cumple funciones públicas, sus trabajadores son servidores públicos, que desempeñan actividades de la misma índole, bajo una relación de trabajo subordinada, conforme a las normas del Código Sustantivo del Trabajo [...]”. Lo anterior porque:

No existe impedimento constitucional para que funciones públicas se puedan desempeñar por personas vinculadas a través de contratos de trabajo, sometidos al mismo régimen legal que regula las relaciones laborales entre particulares, como es el caso de los trabajadores del Banco de la República³⁴⁷.

Resaltó además que:

[...] la autonomía que se predica del Banco, no comporta lo correspondiente al régimen disciplinario de sus servidores, pues lo relativo a la responsabilidad disciplinaria de los servidores públicos es materia que corresponde al legislador [...] esto no se opone a que en sus estatutos se determinen, como ya se hizo (arts. 51 a 54), inhabilidades, incompatibilidades, prohibiciones y deberes especiales para los trabajadores del Banco, ni que en el reglamento de trabajo se puedan regular aspectos de orden disciplinario [...] siempre y cuando las respectivas normas no se opongan a la ley³⁴⁸.

³⁴⁶ Sentencia C-341 de 1996, M. P.: Antonio Barrera Carbonell, y Sentencia C-280 de 1996, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.

³⁴⁷ Sentencia C-341 de 1996, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

³⁴⁸ Sentencia C-341 de 1996, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.

2.7 Inspección, vigilancia y control

Los artículos constitucionales 371 y 372 disponen, respectivamente, que “El Banco rendirá al Congreso informe sobre la ejecución de las políticas a su cargo y sobre los demás asuntos que se le soliciten” y que “El presidente de la República ejercerá la inspección, vigilancia y control del Banco en los términos que señale la ley”. Por su parte, la Ley del Banco en el título IV, “Inspección, vigilancia y control”³⁴⁹, desarrolló los preceptos de la Carta Política, y en el artículo 5.º se refiere a los informes que debe presentar al Congreso.

Sobre el particular:

La Corte no cree que el Banco de la República, pese a ser un órgano constitucional autónomo e independiente, quede sustraído de los controles político, judicial, administrativo y fiscal [...] Sostener esto último quebrantaría toda la construcción del Estado Colombiano como estado de derecho y república unitaria y democrática³⁵⁰.

En relación con el tipo de controles ha sostenido la corporación que, de acuerdo con la Constitución Política, el Banco está sometido a control

[...] de legalidad en la medida en que sus actos son de carácter administrativo y, por ende, pueden ser demandados ante la jurisdicción de lo contencioso administrativo (art. 237, C. P.), a un control político, en los términos que establece el artículo 371 de la Carta, a un control disciplinario, a cargo de la Procuraduría General de la Nación, respecto de los servidores públicos, y a un control fiscal, por parte de la Contraloría General, en aquellos eventos en los que el Banco cumple actividades de gestión fiscal (art. 268, C. P.)³⁵¹.

Por la naturaleza y funciones especiales encomendadas al Banco, la Constitución establece un control especial que ejerce el presidente de la república [...]; “es un control permanente, de carácter administrativo, que recae sobre todos los actos, hechos y operaciones que realice el Banco en desarrollo de las funciones que le compete cumplir”³⁵², el cual puede ser delegado (art. 211, C. P.)

³⁴⁹ Artículo 46, “Inspección, vigilancia y control”; artículo 47, “Delegación de las funciones de inspección y vigilancia”; artículo 48, “Delegación de la función de control”; artículo 49, “Calidades para ser auditor”.

³⁵⁰ Sentencia C-529 de 1993, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

³⁵¹ Sentencia C-566 de 2000, M. P.: Carlos Gaviria Díaz.

³⁵² Sentencia C-566 de 2000, M. P.: Carlos Gaviria Díaz.

en los términos que señale el legislador y este autorizó que fuera en el auditor. En el mismo sentido, se autorizó que la inspección y vigilancia la ejerciera la Superintendencia Financiera de Colombia, a efecto de las funciones técnicas especializadas.

En relación con el control fiscal resalta:

(i) es evidente que someter al Banco de la República al control fiscal total que ejerce la Contraloría General de la República contraría el texto y el espíritu de las normas constitucionales [...]. (ii) Se circunscribirá a los actos de gestión fiscal que realice [...] (iii) no es permanente [...] sino que ha de llevarse a cabo cuando el Banco ejecute actos o cumpla actividades de gestión fiscal [...]³⁵³.

En igual sentido, el Banco debe rendir al Congreso anualmente un informe sobre la ejecución de las políticas a su cargo y sobre los demás asuntos que se le soliciten (C. P., art. 371). Asimismo, de acuerdo con el inciso final del artículo 208 de la Constitución Política, el gerente general puede ser citado ante las Comisiones Permanentes de las Cámaras.

Por su parte, el procurador general de la nación, de acuerdo con el artículo 278 de la Constitución Política, también puede ejercer sus funciones respecto de la conducta de los funcionarios públicos del Banco.

Además ha señalado que “las normas que en ejercicio de sus funciones dicte la Junta Directiva del Banco de la República son actos nacionales sujetos a la jurisdicción de lo contencioso administrativo”³⁵⁴.

Considera entonces la Corte: “El control del presidente, del Congreso, de la Procuraduría, de la Contraloría General de la República y de la Justicia, de suyo desvanecen cualquier pretensión de invisibilidad [...] de las actuaciones y operaciones de la entidad”³⁵⁵.

Bibliografía

Fuentes de información

Asamblea Nacional Constituyente (1991). Transcripción de sesiones grabadas en casete, Bogotá.

³⁵³ Sentencia C-529 de 1993, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

³⁵⁴ Sentencia C-529 de 1993, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

³⁵⁵ Sentencia C-529 de 1993, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.

Gaceta Constitucional (1991). Asamblea Nacional Constituyente, período de sesiones de febrero a julio, Bogotá.

Referencias

- Agudelo, H. (1982). “Proyecto de Ley núm. 25 de 1982, presentado por el representante a la Cámara Hernando Agudelo Villa”, en *Anales del Congreso*, 13 de septiembre.
- Aguirre, E. (1997). “El proceso de reforma de los bancos centrales en América Latina”, en E. Aguirre, R. Junguito y G. Miller, *La banca central en América Latina: aspectos económicos y jurídicos*, pp. 1-72, Tercer Mundo Editores.
- Alesina, A.; Summers, L. H. (1990). “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, Working Paper, pp. 1-7, Harvard University y NBER.
- “Apartes principales de la propuesta original del Banco de la República sobre el régimen monetario en la reforma constitucional (Anexo 1)”, “Propuesta originalmente sugerida por el Banco de la República al Gobierno” (Anexo 2), en Steiner, R. (comp.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, pp. 247-258, Bogotá: Tercer Mundo Editores, mayo de 1995.
- Avella, M. (2000). “El contexto de las reformas monetarias de 1991”, en *Hacienda pública, moneda y café: el papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, pp. 135-147, Bogotá: Común Presencia Editores.
- Avella M. (2000). “El debate monetario de la Constituyente en perspectiva histórica”, en *Hacienda pública, moneda y café: el papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, pp. 149-206, Bogotá: Común Presencia Editores.
- Avella M. (2000). “Las instituciones monetarias colombianas”, en *Hacienda pública, moneda y café: el papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, pp. 113-134, Bogotá: Común Presencia Editores.
- Avella, M. (2014). “La banca central en Colombia desde 1923. Aspectos institucionales”, en *Revista de Economía Institucional*, vol. 16, núm. 30, pp. 197-202, primer semestre.
- Banco de la República (1990). “Propuesta original del Banco de la República sobre el régimen monetario en la reforma constitucional”, policopiado, Bogotá, noviembre.
- Barro, R.; Gordon, D. (1983). “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, en *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, núm. 1, pp. 101-121, julio.

- Bernal, O. (1995). "Las finanzas del Banco de la República", en R. Steiner (comp.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, pp. 207-243, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Copete, F.; De Brigard, A.; de Moreno, L. (1991). Documento técnico "Crédito de largo plazo, SGC-1091-001-J", autorizado por Francisco Ortega, 25 de octubre.
- Cukierman, E. (1997). "La economía de la banca central", en E. Aguirre, R. Junguito y G. Miller, *La banca central en América Latina: aspectos económicos y jurídicos*, pp. 101-144, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- De Brigard, A. (1995). "El papel de Francisco Ortega en la independencia de la banca central colombiana", en R. Steiner (comp.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, pp. 21-31, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Echeverri, F. (1991). "Moneda y Constitución", en *El Tiempo*, 24 de enero.
- El Tiempo* (1990). "Alfonso Palacio Rudas vuelve al ruedo político. El liberalismo tiene derecho a diseñar la Carta", entrevista, 19 de noviembre.
- Elster, J. (2002). "Política constitucional", en *Revista del Banco de la República*, núm. 900, pp. 19-20, octubre.
- Espinosa, A. (1990). "Espuma de los acontecimientos. Racionalización cambiaria", en *El Tiempo*, octubre.
- Hernández, G. (1997). El Banco de la República como banco central independiente, en E. Aguirre, R. Junguito y G. Miller, *La banca central en América Latina: aspectos económicos y jurídicos*, pp. 85-99, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Hommes, R. (1988). "La insoportable oscuridad del Emisor", en *Estrategia Económica y Financiera*, año 11, núm. 125, pp. 27-31, septiembre.
- Hommes, R. (1995). "El proyecto del Gobierno y su evolución durante la constituyente", en R. Steiner (comp.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, pp. 33-50, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Ibáñez, J. (1990). "Antecedentes legales de la creación del Banco de la República", en A. Meisel, A. Ortega-Acosta, F. Ibáñez-Nájar, J. López, A. Gómez-Restrepo, H. Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 163-213, Banco de la República.
- Ibáñez, J. (1990). "El Banco de la República y su regulación actual", en A. Meisel, A. Ortega-Acosta, F. Ibáñez-Nájar, J. López, A. Gómez-Restrepo, H. Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 709-771, Banco de la República.
- Ibáñez, J. (1990). "Estatización del Banco de la República", en A. Meisel, A. Ortega-Acosta, F. Ibáñez-Nájar, J. López, A. Gómez-Restrepo, H. Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 568-607, Banco de la República.

- Ibáñez, J. (1990). "La emisión de billetes en el siglo XIX", en A. Meisel, A: Ortega-Acosta, F; Ibáñez-Nájar, J; López, A; Gómez-Restrepo, H; Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 33-65, Banco de la República.
- Ibáñez, J. (1990). "La Junta Monetaria y el Banco de la República como órganos de la banca central", en A. Meisel, A: Ortega-Acosta, F; Ibáñez-Nájar, J; López, A; Gómez-Restrepo, H; Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 506-539, Banco de la República.
- Ibáñez, J. (1990). "La reforma de 1951", en A. Meisel, A: Ortega-Acosta, F; Ibáñez-Nájar, J; López, A; Gómez-Restrepo, H; Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 444-462, Publicaciones del Banco de la República.
- Ibáñez, J. (1991). "Antecedentes y alcances del artículo 49 de la Constitución Política, reflexiones para su reforma", en *Revista del Banco de la República*, vol. LXVIII, núm. XXX, p. 23, junio.
- Ibáñez, J. (1991). "Propuesta sobre el régimen monetario en la reforma constitucional en Colombia", en *Revista Jurídica Universidad de Puerto Rico*, vol. 60, núm. 1, pp. 271-294.
- Jaramillo, J.; Montenegro A. (1982). "Cuenta Especial de Cambios; descripción y análisis de su evolución reciente", en *Ensayos sobre Política Económica*, pp. 145-149, septiembre.
- Kalmanovitz, S. (2003). "El Banco de la República como institución independiente", en *Ensayos sobre banca central en Colombia*, Bogotá: Norma.
- Keynes, J. M. (1996). "La inflación como método de recaudación", en *Breve tratado sobre la reforma monetaria*, México: Fondo de Cultura Económica.
- Kydland, F.; Prescott, E. (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", en *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, pp. 473-492, Universidad de Chicago.
- Lleras, C. (1995). "El régimen de banca central en la Constitución de 1991: la búsqueda del consenso", en R. Steiner (comp.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, pp. 51-83, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Lloreda, R. (1991). "Libertad de empresa e intervención del Estado", proyecto de acto reformativo de la Constitución, en *Gaceta Constitucional*, núm. 64, p. 5, 19 de marzo.
- Lloreda, R. (1995). "La banca central en la constituyente: una visión de conjunto", en R. Steiner (comp.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, pp. 85-104, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Meisel, A. (1990). "El Banco de la República 1946-1954 y la reforma de 1951. La inflación de la posguerra: la bonanza cafetera", en A. Meisel, A: Ortega-Acosta, F; Ibáñez-Nájar, J; López, A; Gómez-Restrepo, H; Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 405-442, Banco de la República.

- Meisel, A. (1990). “La creación del Banco de la República y primeras reformas: la organización del Banco de la República y su papel como gestor de la política monetaria durante los primeros años, 1923-1934”, en A. Meisel, A. Ortega-Acosta, F; Ibáñez-Nájar, J; López, A; Gómez-Restrepo, H; Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 254-305, Banco de la República.
- Meisel, A. (1990). “La segunda Misión Kemmerer. Los intentos por mantener el patrón oro”, en A. Meisel, A. Ortega-Acosta, F; Ibáñez-Nájar, J; López, A; Gómez-Restrepo, H; Lombo-Vanegas, M. (eds). *El Banco de la República. Antecedentes, evolución y estructura*, pp. 325-333, Banco de la República.
- Ortega, F. (1989). “Consideraciones sobre el fenómeno inflacionario”, en *Revista del Banco de la República*, vol. LXII, núm. 735, pp. III-XX, enero.
- Ortega, F. (1991). “La banca central en la reforma constitucional: explicación de la propuesta del Gobierno”, en *Revista del Banco de la República*, vol. LXIV, núm. 759, pp. III-XVIII, enero.
- Ortega, F. (1991). “El Banco de la República en el nuevo régimen constitucional. Informe anual del Gerente a la Junta Directiva”, en *Revista del Banco de la República*, vol. LXVIII, pp. 49-63.
- Ortega, F. (1991). “El Banco de la República en el nuevo régimen monetario”, en *Revista del Banco de la República*, vol. LXX, núm. 765, pp. III-XVII, julio.
- Palacio, A. (1995). “Los instrumentos que maneja el Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia”, en R. Steiner (comp.), *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, p. 166, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Perry, G. (1991). “Constancia del articulado sobre el Banco de la República”, en *Gaceta Constitucional*, núm. 104, p. 19, junio 11.
- Restrepo, J. C. (1990). “Constitución y moneda”, en *El Tiempo*, 14 de septiembre.
- Revista del Banco de la República* (1991), pp. III-XVIII, enero.
- Revista del Banco de la República* (1991), pp. III-XVI, julio.
- Revista del Banco de la República* (2013), pp. 5-13, agosto.
- Revista del Banco de la República* (2013), pp. 5-12, septiembre.
- Steiner, R. (comp.) (1994). *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Vial del Río, V. (1997). “La ley orgánica constitucional del Banco Central de Chile”, en E. Aguirre, R. Junquito y G. Miller, *La banca central en América Latina: aspectos económicos y jurídicos*, pp. 73-84, Bogotá: Tercer Mundo Editores.

Normativa

Corte Constitucional

- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-455 de 1993, M. P.: Fabio Morón Díaz.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-485 de 1993, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-529 de 1993, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-021 de 1994, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-050 de 1994, M. P.: Hernando Herrera Vergara.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-489 de 1994, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-560 de 1994, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.
- Colombia, Consejo de Estado, Sentencia del Consejo de Estado de 1994, radicación 5158, C. P.: Guillermo Chaín Lizcano.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-280 de 1996, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-341 de 1996, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-615 de 1996, M. P.: Eduardo Cifuentes Muñoz.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-432 de 1998, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C- 383 de 1999, M. P.: Alfredo Beltrán Sierra.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-481 de 1999, M. P.: Alejandro Martínez Caballero.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-037 de 2000, M. P.: Vladimiro Naranjo Mesa.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-208 de 2000, M. P.: Antonio Barrera Carbonell.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-566 de 2000, M. P.: Carlos Gaviria Díaz.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-955 de 2000, M. P.: José Gregorio Hernández Galindo.

- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-1707 de 2000, M. P.: Cristina Pardo Schlesinger.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-827 de 2001, M. P.: Álvaro Tafur Galvis.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-121 de 2003, M. P.: Clara Inés Vargas Hernández.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-150 de 2003, M. P.: Manuel José Cepeda Espinosa.
- Colombia, Consejo de Estado, Sentencia del Consejo de Estado de 2007, radicación 14802, C. P.: María Inés Ortiz Barbosa.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-838 de 2008, M. P.: Marco Gerardo Monroy Cabra.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-866 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-948 de 2014, M. P.: María Victoria Calle Correa.
- Colombia, Corte Constitucional, Sentencia C-184 de 2016, M. P.: Gloria Stella Ortiz Delgado.
- Consejo de Estado

Capítulo 7

El debate sobre la banca central en la constituyente de 1991

Rudolf Hommes R.
José Elías Melo A.

1. Las preocupaciones del presente

En el mundo se discute una aparente dicotomía en el manejo de la banca central entre los países desarrollados, los cuales, con distintos modelos, han querido o bien establecer una barrera entre una administración especializada de los bancos centrales y los políticos, o de manera alterna acordar reglas claras a fin de que, aun en los casos en los que la banca central no tiene plena autonomía, le preserven suficiente independencia para desarrollar su misión de alcanzar y mantener la estabilidad macroeconómica y evitar circunstancias propicias para la inflación. Un artículo dedicado al tema (“Brazil and Turkey show India what not to do”), de Alan Beattie, editor de economía internacional del *Financial Times*, afirma que el modelo de manejo del banco central que ha hecho carrera en países desarrollados se ha consolidado en torno a la definición de una meta (de inflación) que se logra mediante el uso de una herramienta (la tasa de interés).

En ese orden de ideas, los gobiernos establecen las metas y el banco central, operativamente independiente, tiene la responsabilidad de alcanzarlas. El Banco de Inglaterra funciona más o menos así desde 1997 y ha pregonado por el mundo las virtudes de su modelo. Por su parte, el Sistema de la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos tiene como objetivo desde 1977 la “estabilidad de precios” –con pleno empleo– y de modo informal fija metas numéricas de inflación. El Banco Central Europeo (BCE) también acogió la regla de un objetivo y una herramienta, complementándola con técnicas de seguimiento monetario copiadas del antiguo Bundesbank.

Estos bancos centrales, responsables además de la regulación bancaria, desde la crisis de 2008 han tenido que fortalecer su estrategia con actuaciones orientadas a prevenir el tipo de abusos y desórdenes que dieron lugar a los colapsos financieros de ese año, porque la sola estabilidad de precios no garantiza que se van a evitar desbalances financieros y procesos de sobrevaluación de activos, más que todo en el sector de finca raíz. Ante la magnitud y complejidad de la crisis, Beattie indica que en el período reciente los principales bancos centrales se han visto obligados a recurrir “temporalmente” a métodos

de “flexibilización cuantitativa” para suplementar la tasa de interés, su herramienta única, que pierde capacidad de promover el crecimiento o de conjurar el riesgo de deflación.

El artículo consigna que en el panorama de muchos países en desarrollo el fantasma de la deflación no ha aparecido y la mayoría de ellos están todavía tratando de controlar la inflación. Para Beattie, estos países mantienen a los bancos centrales bajo control del Gobierno y, si recién les concedieron independencia formal, la conveniencia de esta todavía se cuestiona o mantienen dentro de sus funciones la regulación del manejo cambiario, no compatible con la estricta aplicación de metas de inflación. Cita que en Brasil y en Turquía, por ejemplo, donde la independencia de los bancos centrales es un concepto relativamente nuevo y no del todo aceptado, se aplican las metas de inflación pero el resultado ha sido pobre en términos de cumplimiento: la inflación todavía está por encima de lo pronosticado, ambas naciones han tenido que fortalecer sus políticas para contener la inflación y la devaluación aunque impliquen costos de crecimiento económico, y no tienen margen para contrarrestar la inflación importada y la devaluación adicional que les causarían a sus economías los aumentos en las tasas de interés que pueda llevar a cabo la Fed de Estados Unidos.

En Turquía el Banco Central no controla la expansión monetaria porque existen varios canales para procurar liquidez “con distintos objetivos de política y distintas tasas de interés”. Beattie relata que tampoco ha hecho carrera en ese país el respeto debido del Gobierno al banco central como institución, el presidente Ergoyan “frecuentemente le hace bullying (matonea) al banco para presionar reducciones de la tasa de interés” y ha llegado hasta decir que es “traidor” porque se pone de parte de los acreedores; además acota que en Brasil el Banco Central está dentro del Ministerio de Hacienda y quien lo dirige le responde al presidente del país, quien nombra a los directores del Banco sin término fijo. Incluso destaca que los candidatos perdedores en las últimas elecciones presidenciales aún se quejan de que el Banco no controló la inflación para facilitar la victoria de Dilma Rousseff.

Beattie trae a colación que en la India el nuevo gobierno, a diferencia de Brasil y Turquía, le ha permitido al Banco Central fijar metas de inflación, elevar tasas de interés, e incluso ha llegado a crear un Comité de Política Monetaria para que las decisiones no las tome solamente el presidente del Banco; sin embargo, considera que la práctica de la India ha borrado parte de este progreso con el codo al nombrar en ese Comité a una mayoría de funcionarios del Ministerio de Finanzas. A pesar de ello, la inflación ha caído, el banco ha podido rebajar tasas de interés, tiene campo para mantener el diferencial de tasas que existe con la Fed si esta última decide elevar tasas, y ha ganado en respetabilidad y aceptación.

Hemos hecho extensa referencia al artículo citado del *Financial Times* que apareció justo antes de esta presentación, para poner en contexto internacional y actual el desarrollo y desempeño del Banco de la República, al que se le concedió autonomía en la Constitución de 1991, hace ya veinticinco años, dotándolo, en la Carta Política y en la posterior ley que reglamentó su funcionamiento, con las herramientas esenciales para convertirse en lo que es hoy: una institución con alto grado de independencia que goza de la confianza del público y es respetada por el Gobierno y por el sistema político con pocas excepciones. Estas son características claves para el buen manejo de los bancos centrales, como lo es el respeto y no interferencia del Gobierno, y la capacidad de transmitir reglas y metas claras de manera consistente evitando tener que aplicar múltiples políticas con objetivos diversos y hasta contradictorios.

La hipótesis que queremos proponer y sustentar en este capítulo consiste en que el cambio constitucional que dio lugar a la nueva banca central colombiana no se debió de forma exclusiva a la iniciativa de la administración del Banco de la República de ese entonces, sino que esta, presionada por el marco de política económica consolidado por las reformas económicas adoptadas en 1990, no vio otra alternativa que plantear un cambio constitucional fuerte para esa institución, cuyo debate con el Gobierno y en el seno de la Asamblea Constituyente conformaron las medidas tomadas en 1991, esas sí claves para el posterior desarrollo exitoso del Banco como institución colombiana independiente. Y, por qué no decirlo, queremos congratularnos por haber estado presentes y muy activos en el diseño del ámbito constitucional y legal del Banco de la República, desde el momento de su gestación y aprobación en la Asamblea Constituyente, y luego en el Congreso, para entregarle al Banco Central el espacio y las herramientas que le permitieran desenvolverse con éxito en un país que no cesa de avanzar en medio de eventos sorprendentes y cambios constantes no solo internos sino del entorno internacional, evolución en la que el Banco se ha destacado por su capacidad de mantenerse de manera estricta dentro de la letra y el espíritu de las normas, y por cumplir a cabalidad su responsabilidad constitucional y legal.

Para entender las dimensiones del cambio que implicó para el manejo macroeconómico tanto la nueva Constitución como la Ley del Banco de la República, es interesante revisar el largo proceso de maduración de la institucionalidad económica de donde veníamos y describir el ambiente y la manera de pensar justo antes de la reforma del Banco en los inicios del Gobierno de Gaviria, momento en el cual se llevaron a cabo cambios importantísimos de las políticas económicas y del marco institucional en el que se desarrollaría el nuevo banco central para Colombia, sin los cuales esa importante reforma de la banca central habría sido incompleta o podría incluso haber fracasado.

2. Evolución del arreglo institucional previo

El arreglo institucional existente antes de la Constitución de 1991 y su posterior evolución tienen características que explican o inciden en la valoración de la magnitud e importancia de las reformas al régimen del Banco de la República que adoptó la Asamblea Constituyente. El arreglo institucional tuvo dos planos de funcionamiento: el primero tiene que ver con lo que las normas constitucionales propiamente dichas definían respecto de la banca central y, el segundo, con el esquema institucional concreto que funcionó en el país durante el período republicano derivado de los cambios puramente legislativos.

2.1 El desarrollo de las normas constitucionales sobre banca central

La Constitución centralista de 1886 reconocía al Congreso la facultad genérica de legislar sobre la moneda, con un texto semejante a como el tema se trata en la Constitución de los Estados Unidos. Además, en materia de banca central, encargó al ejecutivo la organización del Banco Nacional y le dio el mandato de supervisarlos, lo mismo que a los demás bancos, pero en todo caso de acuerdo con los parámetros que al respecto señalara la ley. Esta estructura constitucional, en la que la norma suprema es muy parca en contenido y deja al legislativo la tarea de desarrollar todo el marco institucional, se mantuvo casi inalterada hasta 1968, con la única excepción de la norma adoptada en el Acto Legislativo 3 de 1910, cuando se proscribió la emisión de papel moneda de curso forzoso, como dura lección resultante de las desastrosas experiencias inflacionarias ocurridas desde finales del siglo XIX y durante la guerra de los Mil Días; por tal motivo, el mandato constitucional prohibió de modo tajante la moneda fiduciaria y aceptó solo el papel moneda convertible.

Aunque la gestión monetaria tuvo cambios a lo largo del siglo XX que condujeron al abandono del patrón oro y la desaparición práctica de la convertibilidad desde la Gran Recesión, nuestras normas constitucionales se mantuvieron inalteradas, al punto que, con la evolución de la experiencia de banca central, hacia finales del siglo XX la mencionada prohibición se convirtió en un puro anacronismo.

Con la reforma de 1968 y la marcada inclinación del ejecutivo de ese entonces por arrogarse el manejo exclusivo de los asuntos económicos, se modificó la redacción de la facultad constitucional del numeral 14 del artículo 120 para incluir la de “ejercer, como atribución constitucional propia, la intervención necesaria en el Banco de Emisión y en las actividades de personas naturales o jurídicas que tengan por objeto el manejo o aprovechamiento y la inversión de los fondos provenientes del ahorro privado”. Este fue un cambio sustancial

en el modelo que había operado durante casi ochenta años, pues se abandona el esquema en el que el legislativo dicta las normas y la organización institucional, y queda al ejecutivo apenas la supervisión de una banca central limitada drásticamente por la prohibición de la emisión sin respaldo, a un nuevo orden en el cual, si bien el legislativo conserva intactas sus facultades, el ejecutivo entra a compartir dicha competencia en materias de por sí muy amplias relativas al banco de emisión y el ahorro privado, mediante la capacidad de intervención en dichas actividades. Para la doctrina constitucional de ese entonces el alcance de tales facultades de intervención admitió conceptos muy vagos, mas no así el uso de ellas, que en la práctica implicó trasladar su manejo al ejecutivo.

En efecto, esta reforma *sui géneris* para fortalecer la figura presidencial en los temas de banca central y ahorro privado, suscitó numerosas confusiones, pues por ese entonces ya se había desarrollado un cuerpo legal y doctrinario importante acerca del alcance de las facultades del legislador en materia monetaria, cambiaria y de crédito, tema que dio lugar a la famosa sentencia de la Corte Suprema de Justicia del 12 de junio de 1969, en la cual se desarrolló la doctrina acerca del alcance de la “soberanía monetaria” del Congreso, dándole bases muy firmes a la legislación sobre este particular. Por otro lado, los alcances de la figura de la intervención económica, mucho anterior a esta última discusión, fueron en verdad pobres.

En todo caso, lo que rodeaba este debate a finales de los años sesenta no era más sino la idea de que no se podían llevar a cabo discusiones de temas técnicos y difíciles en el Congreso y resultaba mejor que las decisiones del día a día las manejara de forma sabia y discreta el ejecutivo en forma excluyente.

En efecto, fruto del aislamiento del Congreso de la República, el ejecutivo en 1972 llegó incluso a estructurar un nuevo subsistema financiero, con la creación de las corporaciones de ahorro y vivienda, y a legislar con amplitud en materias muy disímiles, en que literalmente se convirtió en un verdadero y profuso legislador de una materia muy vaga: el ahorro privado. Este ejercicio de poder en temas tan delicados no tuvo más límite que el de la imaginación y la capacidad de acceso de los promotores de las normas a la firma del presidente de la república. Organización institucional evidentemente muy propensa a las decisiones caprichosas e intempestivas del ejecutivo, marginadas por completo de la discusión pública que permite el procedimiento legislativo. Sin embargo, a pesar de todo lo que suponía en cuanto a fuero presidencial respecto del Emisor, este prácticamente no fue intervenido mientras existieron esas facultades.

Con el uso que se hizo de las facultades de intervención en el Banco de la República y el ahorro privado, otorgadas en la reforma del 68, la confusión acerca de quién podía hacer qué en materias monetarias y financieras terminó

dando lugar a la búsqueda de soluciones prácticas como la de las leyes marco, de manera que pudieran existir leyes amplias y flexibles en las que el legislativo no tomara decisiones muy significativas en esas materias y permitiera un amplio espacio de acción al ejecutivo; este arreglo institucional se concibió para permitir la actuación de ambos poderes de una forma ordenada y estable, pero con la capacidad de ajuste de las medidas específicas en el corto plazo.

Fue así como en la fallida reforma constitucional de 1979 se corrigió la figura para incluir las materias del numeral 14 del artículo 120 en la figura de las leyes marco donde, sin la claridad rotunda de esta definición de competencias, permite la participación del legislativo y, al menos, crea unos límites para las facultades del ejecutivo.

En ese desorden de cosas, la Asamblea Constituyente de 1991 aborda los ajustes pendientes en la normativa constitucional en estas materias, a saber: la eliminación de la mencionada norma en “desuso” —anunciada desde el acuerdo político previo a la convocatoria de la Asamblea Nacional Constituyente— y la resolución del conflicto de competencias derivado de la concurrencia de las facultades presidenciales sobre el Banco de emisión y las facultades legislativas ordinarias reconocidas por la jurisprudencia constitucional.

2.2 La evolución legislativa de la banca central

Ahora bien, si esto fue lo que ocurrió en el siglo XX con las normas constitucionales en esta materia, la historia de nuestra banca central a nivel legislativo durante dicho siglo fue mucho más intensa. Desde 1886 se consagró el Banco Nacional pero las experiencias tan significativas como calamitosas del mismo precipitaron la posterior decisión de prohibir la emisión de papel moneda de curso forzoso. Llegó a tal extremo la aversión a la inflación y al desorden monetario, que se incorporó a la Constitución esa prohibición, completamente justificada, pues en los anales de la historia monetaria la experiencia de los billetes del Banco Nacional se compara apenas con la de los del Reichsbank al final de la Primera Guerra Mundial.

Este capítulo queda entonces cerrado. El Banco de la República surgido de las reformas de 1923, con accionistas privados, es el que finalmente se va consolidando a lo largo del siglo XX y, amarrado al patrón oro, permite la gestación de la institución de banca central en Colombia. Su régimen es privado, por el origen y participación privada en la propiedad y la administración. Lleva a cabo sus funciones de acuerdo con un contrato con la nación y, por ello, es de algún modo autónomo, con un régimen legal especial, ligado a dicho contrato y a las normas legales prohijadas por la Misión Kemmerer, pero con otra cortapisa tajante referida a la mencionada prohibición del

papel moneda de curso forzoso. Sin embargo, no llega al modelo de banca central moderno, pues por un lado la participación de los privados en la dirección del Banco no permitía que existiera la necesaria separación de los intereses públicos y privados en las decisiones de política pública que debía adoptar y, por otro lado, el marco estrecho del patrón oro en la emisión de moneda, constituían situaciones que ocasionaban el papel pasivo del Banco de la República durante décadas.

En un primer momento esa inactividad se abandona con la eliminación de la convertibilidad, como consecuencia de la crisis mundial de 1928, pero ese paso no fue seguido de reformas legales sustanciales a la estructura legal del Banco; esta solo se vino a dar hasta la primera gran reforma al Banco de la República, mediante el Decreto 756 de 1951, la cual se orientó a dar “flexibilidad” y una función activa al Banco, motivada en las recomendaciones del Banco Mundial y asesores extranjeros. El Decreto 756 recogió entonces una serie de instrumentos de política monetaria y reflejó esa nueva perspectiva de la política económica, como lo indicó el primer artículo del decreto, asignándole al Banco de la República el objetivo de “estimular condiciones propicias al desarrollo ordenado de la economía colombiana”. Por primera vez se enunció la conveniencia de disponer un apoyo técnico, a cuyo propósito se autorizó al Gobierno y al Banco para crear, como dependencia de la Junta Directiva del Banco, un “organismo especializado que tenga a su cuidado el estudio de las medidas monetarias, de crédito y de cambios que requiera el adecuado desarrollo de la economía nacional”. Aunque el decreto le asignó tan novedosas funciones a un organismo básicamente privado, la Junta del Banco, supeditó el ejercicio de sus funciones principales al voto favorable del ministro de Hacienda.

Apenas hasta la Ley 21 de 1963 se suprime la participación de los privados en las decisiones de política monetaria, cambiaria y de crédito, pues esta sustrajo de la Junta Directiva del Banco de la República el manejo de esas decisiones y las trasladó a un nuevo organismo, este ya de integración exclusivamente pública, la Junta Monetaria. Esta nueva entidad, liderada por el ministro de Hacienda pero integrada en su totalidad por funcionarios del ejecutivo³⁵⁶, será la que en adelante tomará las decisiones fundamentales en esas políticas con un matiz interesante, pues se incorporaron de manera formal expertos asesores

³⁵⁶ Decreto Ley 2206 de 1963: “Artículo 1.º La Junta Monetaria creada por el artículo 5.º de la Ley 21 de 1963, estará integrada, en la siguiente forma:

El ministro de Hacienda, quien la presidirá;

El ministro de Fomento,

El ministro de Agricultura,

El jefe del Departamento Administrativo de Planeación y Servicios Técnicos, y

El gerente del Banco de la República”.

para realizar la evaluación de esas decisiones, funcionarios que tendrían un esquema de remuneración y contratación especial³⁵⁷.

El corte de las funciones tanto de la Junta Monetaria como del Banco de la República no fueron novedad, ya que eran básicamente las mismas que tenía el Banco desde el Decreto 756 de 1951. El resultado concreto de este cambio fue marginar al sector privado de las decisiones de política monetaria, cambiaria y de crédito, aunque se mantuvo la Junta Directiva del Banco, encargándola de las funciones meramente administrativas de la institución. En todo caso, el Banco de la República no será entonces una suerte de cerbero, porque su única cabeza será en adelante el Gobierno de manera directa a través de la Junta, liderada por el ministro de Hacienda.

Desde el ángulo legal, esta evolución ya puso de presente una delicada disyuntiva: aunque la Junta Monetaria no es el órgano directivo de un banco, sino una ‘autoridad’, sus decisiones, muchas de ellas correspondientes a las que toma una empresa con quienes utilizan sus servicios, se convierten ahora en actos administrativos bajo control jurisdiccional. Se desnaturalizó entonces la función esencialmente económica de las decisiones en materia monetaria, cambiaria y crediticia, para convertirlas en actuaciones administrativas sujetas a controles de legalidad similares a los de cualquier otra autoridad administrativa.

Por último, esta organización se consolidó con la nacionalización del Banco en 1973, cuando se recompuso su Junta Directiva manteniendo en ella la presencia del sector privado, ya no originario en las distintas categorías de accionistas, sino en representación de los distintos sectores de la economía; presencia simplemente honorífica, pues las decisiones relevantes se tomarían en la Junta Monetaria, con una pequeña excepción: la Junta del Banco conservó la función de designar al gerente.

En este escenario legislativo se perfiló desde 1951 un banco central en Colombia de otras dimensiones: ya no sería solo el banco de los bancos y el depositario de la garantía de convertibilidad. Ahora, con el mandato de la intervención del Estado en la economía, llevaría a cabo una prolífica gestión de dirección del crédito hacia los diversos sectores económicos y sociales. De allí se parte en la línea de ampliar la gestión institucional, por la preponderancia que adquiere en el Banco la gestión del crédito a la economía, la cual adquiere su mayor magnitud

³⁵⁷ Decreto Ley 2206 de 1963. “Artículo 2.º La Junta Monetaria designará dos (2) expertos para que la asesoren en forma permanente en el cumplimiento de sus funciones, los cuales tendrán voz pero no voto en las deliberaciones de la Junta.

Los expertos deberán ser personas de reconocida preparación teórica y de experiencia en materias monetaria y cambiaria, el uno y el otro en economía general, producción y comercio exterior.

Parágrafo. Los expertos serán de libre nombramiento y remoción de la Junta Monetaria y tendrán las mismas incompatibilidades del Superintendente Bancario” (énfasis fuera del texto original).

hacia comienzos de los ochenta. De hecho, para ese momento, el Banco de la República se habrá constituido no solo en el banco central, sino además en lo que en ese entonces se denominó un banco de desarrollo, “comprometido” en la dirección del crédito a los sectores y propósitos meritorios de la economía. Con todas esas tareas, el Banco de la República adquirió su mayor dimensión de gestión pública a comienzos de los ochenta, cenit de su gestión administrativa.

3. El ambiente reformista de 1990

Los eventos económicos ocurridos en el país durante la década de los ochenta necesariamente reflejan las reformas económicas que tuvieron lugar a principios de los noventa. Colombia vivió a comienzos de los ochenta una época de grandes convulsiones en lo económico; por un lado, el país se enfrentó a la crisis de deuda externa que en dicho período también impactó de modo directo a los países latinoamericanos como Argentina, Brasil y México (Vázquez, 1988). En el caso colombiano, “[l]a deuda externa como proporción del PIB se elevó de 18,4 % en 1980 a 41,3 % en 1987 [...]” (Rubio et al., 2003).

De igual forma, en 1982 el país sufrió un grave deterioro de la balanza de pagos, en esta oportunidad el déficit fiscal de la cuenta corriente alcanzó el 7,4 % del PIB (Ocampo, 1987), sin contar que el ritmo de crecimiento de las reservas internacionales que venía acumulándose desde 1978 (USD 2.500 millones) hasta 1982 (USD 5.000 millones), se redujo a USD 1.900 millones en este último año; todo esto, sumado al deterioro de los índices de rentabilidad y calidad de la cartera, produjo el descalabro de varias instituciones financieras (Garay et al., 1998).

En ese entonces se observó una economía en extremo vulnerable, incluso llegó a pensarse que si continuaba por el rumbo que traía en pocos meses se provocaría una crisis cambiaria al agotarse completamente las reservas y la crisis fiscal repercutiría de manera mucho más clara sobre la expansión de los medios de pago y la inflación (Junguito, 1986, p. 11). Teniendo en cuenta la crisis de deuda y potencial quiebra de establecimientos financieros, así como de empresas del sector real, la autoridad monetaria se abstuvo de hacer un ajuste cambiario y prácticamente dejó inmóvil el nivel real de la tasa de cambio, elevó los aranceles e impuso fuertes restricciones cuantitativas a las importaciones (Garay et al., 1998).

La administración del presidente Betancur adoptó la decisión de trasladar casi la totalidad de los ítems arancelarios de la lista de libre importación a licencia previa y prohibió las importaciones de bienes de lujo, de modo que para 1984 únicamente el 0,5 % de los artículos se podía importar libremente (Garay et al., 1998). En respaldo de esta política la Junta Monetaria estableció un presupuesto de divisas para importaciones, fijó un cupo de USD 3.300 millones

anuales para dicho propósito e impuso controles que impedían el uso indebido de los cupos. Adicional a lo anterior, se impuso la constitución de un depósito en pesos, en el Banco de la República, por cada dólar que se adquiriera para turismo, y se definieron topes máximos de compra de divisas por persona y año para viajes al exterior (Junta Monetaria, resoluciones 18 y 33 de 1986).

Así las cosas, el punto culminante de la gestión del Banco de la República de comienzos de los ochenta, concebido como banco central y banco de desarrollo, es el punto de partida para entender la dinámica que precedió a la reforma constitucional de 1991, pero allí también comenzó el debilitamiento de su poder institucional. Podemos considerar como un primer momento crucial en esa nueva evolución la creación en 1982 de la Financiera Energética Nacional (FEN), que vino a absorber el Fondo de Desarrollo Eléctrico (FDE), el cual funcionaba dentro del Banco de la República, como la decisión que rompió el velo de la gestión gubernamental del crédito por fuera del Banco. Esa primera experiencia, mediante la cual el Gobierno nacional asumió con éxito la gestión de financiar proyectos de gran impacto en la infraestructura eléctrica, de manera transparente y segura, con utilización de la red bancaria existente, permitió establecer la viabilidad y conveniencia de lograr una estructura institucional sana al margen del banco central.

Con esa notable excepción, y seguramente por las necesidades de darle manejo a las graves circunstancias de la economía, en particular la crisis financiera, el aparato institucional del Banco de la República se mantuvo casi inalterado hasta finales del gobierno Barco, desempeñándose dentro de un ambiente muy frágil desde el punto de vista institucional y político, pero del cual se derivó una corriente de modernización de la política económica. La única otra novedad en ese período consistió en la creación del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), mediante la Ley 117 de 1985, como resultado de las evidentes limitaciones de haber manejado la crisis bancaria con mecanismos de emisión.

Con el fin de poner en marcha medidas que ayudaran a salir de la crisis y consolidar la economía, a finales de su gobierno el presidente Barco optó por implementar un programa de apertura en materia comercial, su administración le apostó a un cambio gradual en la utilización de los instrumentos de comercio exterior y planteó una modificación paulatina respecto de como se manejaron en administraciones anteriores. Fue así que el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) y el Consejo Directivo de Comercio Exterior, en febrero de 1990 aprobaron el “Programa de Modernización de la Economía Colombiana”, política que pretendía “[...] introducir una competencia gradual pero progresiva a la producción nacional y, simultáneamente, continuar la reducción de los controles administrativos sobre las importaciones de bienes complementarios con dicha producción” (Conpes, 1990).

Así las cosas, a partir de febrero de 1990 se redujeron las restricciones cuantitativas a la importación y para marzo de ese año un 55,6 % del universo arancelario quedó en el régimen de libre importación, el 43,3 % en el

de licencia previa y el 1% en el de prohibida importación (Garay et al., 1998). Además, a principios de 1990 se tomaron por el gobierno Barco las primeras grandes decisiones de liberación financiera, tales como: disminución de restricciones importantes para el crédito bancario, flexibilización en las operaciones de las entidades de financiamiento hipotecario (Junta Monetaria, Res. 4/1990), graduación de las compañías de financiamiento comercial como entidades financieras, liberación de plazos en los préstamos de los establecimientos de crédito (Junta Monetaria, Res. 19/1990), entre otras.

Con el inicio de la década también comienzan las políticas de apertura e internacionalización de la economía colombiana, impulsadas por el presidente entrante César Gaviria, quien, desde su discurso de posesión, asumió un compromiso con este objetivo mucho más intenso del que sus asesores hubieran pronosticado, lo que le imprime un cambio fundamental a las herramientas de política pública en los aspectos sustantivos de la economía. En ese discurso Gaviria anunció también las reformas financieras, de la inversión extranjera y al Estatuto Cambiario, pieza esta última insigne para el Banco de la República, al punto que llegó a ser considerada casi insustituible; propuestas que por su audacia en ese momento sorprendieron aun a su equipo de gobierno.

Estos propósitos se recogieron en la reforma legislativa económica más ambiciosa de la historia reciente³⁵⁸ (la cual abarcó los temas fundamentales

³⁵⁸ Algunas de las reformas más importantes fueron las siguientes:

- “Aranceles: decretos 686 y 725 de 1990: consagraron la apertura a las importaciones [...]. Estos decretos hicieron descender el nivel promedio aritmético simple del arancel aduanero desde el 82% hasta el 7% en forma repentina [...].
- Aduanas: decretos 392, 755 y 1144 de 1990: reformaron el régimen de aduanas para facilitar las importaciones. Cambios: Ley 9 de 1991: derogó todo el decreto 44 de 1967 y estableció un nuevo régimen cambiario, suprimiendo [...] el control a los movimientos capitales extranjeros.
- Comercio Exterior: Ley 07 de 1991 y Decreto 2444 de 1990.
- Régimen de inversiones extranjeras: Resolución 49 del Consejo de Política Económica y Social (Estatuto Orgánico de Inversiones Extranjeras). Estipuló la completa libertad a los capitales extranjeros de entrar al país, de salir y de operar sin ninguna obligación o restricción.
- Financiera: Ley 45 de 1990 y desmonte de las inversiones forzosas.
- Tributaria: Ley 49 de 1990 y ley 6 de 1992. Elevaron al 16% la tasa del impuesto al valor agregado (IVA) [...].
- Portuaria: Ley 1 de 1991, que autorizó privatizar todos los puertos marítimos [...].
- Laboral: Ley 50 de 1993, que abolió la retroactividad de las cesantías de los trabajadores.
- Seguridad social: Ley 100 de 1993 que reformó profundamente el régimen de pensiones de retiro y el de prestación de servicios de salud.
- Endeudamiento del Estado: Ley 51 de 1990 [...].
- Transporte: Ley 1 de 1991, Ley 105 de 1993, Decreto 2171 de 1992.
- Medioambiente: Ley 99 de 1993 (creación del Ministerio), Código de Recursos Naturales.
- Regalías: Ley 141 de 1994.
- Servicios públicos domiciliarios: Ley 142 de 1994.
- Sector eléctrico: Ley 143 de 1994.
- Supresión de trámites: Decreto 1122 de junio de 1995” (Poveda, 2005, p. 688).

de la política económica en el objetivo de apertura e internacionalización de la economía), que se mantienen vigentes hoy y han sido el eje estructural de las políticas económicas en los últimos veinticinco años. Tales reformas en realidad conformaron una visión nueva de ejecutar la política económica y afectaron de manera drástica al Banco de la República antes de reunirse la Asamblea Constituyente.

En efecto, con base en la experiencia que hubo desde 1982 con la FEN se definió la separación de otra de las herramientas de crédito del Banco de la República, en este caso el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (FFDU). Con tal propósito, la Ley 57 de 1989, por iniciativa de Luis Fernando Alarcón, creó la Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter) como instrumento de gestión del crédito para proyectos de las entidades territoriales. Con similar criterio, fueron saliendo por esos meses los demás fondos que administraba el Banco y que le representaban su mayor cuota de poder: es el caso del Fondo Financiero Agropecuario (FFAP) y el Fondo Colombiano de Promoción de Exportaciones (Proexpo), que por virtud de las leyes 16 de 1990 y 7 de 1991 se convirtieron en el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro) y el Banco de Comercio Exterior (Bancoldex).

Esta recapitulación hace visible el fuerte efecto que el nuevo panorama institucional representó para el Banco de la República, al ser todas ellas iniciativas que se produjeron sin su conformidad. A todas luces, el Banco no estuvo de acuerdo con la creación del Sistema Nacional de Crédito Agropecuario (SNCA) y de Finagro, que reemplazaría al FFAP y sería un organismo con autonomía administrativa y patrimonio propio. Sobre el particular, es interesante recordar lo manifestado por el gerente del Banco de la República en 1989:

[...] la nueva fórmula institucional prevista para el crédito agropecuario significa un retroceso en el esfuerzo que se ha realizado desde comienzos de esta década para deslindar completamente la política de crédito dirigido a la política monetaria. Ello se debe a que en los últimos años no solo se ha logrado que el crédito no influya en la efectividad de la política monetaria, y también se ha evitado que los recursos destinados a financiar los sectores productivos sean utilizados para efectos de regulación de la liquidez en la economía. (Ortega, 1989, p. 19)

Por otra parte, la Ley 45 de 1990 consolidó las primeras reformas de liberación financiera del gobierno anterior, al establecer un nuevo diseño del sector financiero pero avanzando significativamente en la desregulación de sus operaciones con miras a lograr la rentabilización del sistema financiero, de manera que fuera capaz de fortalecerse patrimonialmente y ser más confiable ante los ciclos económicos. El rediseño del sistema implicaba renunciar a la sobrerregulación y dejar de lado muchas de las herramientas de intervención

que en el pasado había utilizado la autoridad monetaria, en particular el famoso crédito dirigido.

La conciencia sobre la necesidad de una profunda reforma del sistema financiero colombiano se indicaba en ese entonces así:

[...] el nivel de competencia del sector financiero colombiano ha sido bajo y los márgenes altos. En el país hay una excesiva concentración del crédito, prácticamente no existe el crédito comercial a largo plazo y un alto porcentaje del sector bancario está en manos del Gobierno. (Hommes, 1994, p. 106)

Analizando el desarrollo del sistema financiero en Colombia, en diciembre de 1989 la cartera neta ascendía a COP 4,4 billones y representaba cerca del 29,5 % del PIB, guarismo bajo de acuerdo con estándares internacionales y que reflejaba la estrechez de un sistema financiero en realidad pequeño y frágil, al considerar el amplio consenso que existe entre los economistas sobre el impacto positivo de la intermediación y especialización financiera en el crecimiento económico. Para el futuro desarrollo del país las condiciones del sector financiero eran, por lo tanto, a todas luces insuficientes.

A partir de la reforma financiera (Ley 45 de 1990), empezó también la privatización de los bancos que pertenecían al Estado y el desarrollo del mercado de capitales mediante, primero, la creación de los fondos de cesantías, y luego la del Sistema de Seguridad Social derivado de la Ley 100 de 1994. La verdad de la historia del mercado de capitales colombiano era que para el momento resultaba muy incipiente, y no se había podido desarrollar entre otras cosas por el rol histórico de banca de fomento y el papel omnipresente que había desempeñado el Banco de la República. Tanto es así, que el índice M2/PIB –de profundización financiera– era 30 % en 1990. Varios países latinoamericanos presentaban una relación M2/PIB mucho mayor que la de Colombia en el mismo período; en Chile era de 41 %, en Costa Rica 40 %, en Uruguay 43 %, en Jamaica 47 %³⁵⁹. Gracias a la reforma, el mismo indicador en 1995 llegó a 39,5 % y en 2014 se ubicó en niveles cercanos al 45 %, aunque es cierto que esta relación sigue siendo baja si se compara con países por ejemplo de la OCDE, en los cuales está por encima del 60 %.

Pero de hecho el impacto más fuerte que recibió la política del Banco de la República fue el remezón cambiario que implicó la Ley 9 de 1991; en efecto, esta le dio sepultura al famoso e ‘irreemplazable’ Estatuto Cambiario, y el Decreto 444 de 1967 creó el mercado libre de cambio, eliminó muchas de las herramientas normativas del antiguo estatuto y diseñó un mercado cambiario

³⁵⁹ Véase Carrasquilla (1995).

que en sus elementos principales se mantiene hoy en día. Pero lo esencial consistió en que el Congreso, por iniciativa del Gobierno, organizó un régimen detallado y concreto, limitó el campo de acción del regulador con miras a generar las condiciones para el funcionamiento de un verdadero mercado de divisas, protegió la libertad económica de los agentes privados y creó las bases para un esquema moderno de manejo de la moneda local frente a las extranjeras³⁶⁰.

De igual manera, la Ley 9 de 1991 también empezaría a transformar el papel de la inversión extranjera en el país. Urrutia da cuenta de esto:

Garantizó la igualdad entre inversionistas nacionales y extranjeros, la entrada de inversión a muchos otros sectores de la economía nacional, el acceso al crédito interno y la eliminación de las restricciones al giro de utilidades y a los reembolsos de capital. (1996)

Vale la pena recordar que en promedio durante el período 1984-1986 la inversión extranjera directa en el país alcanzaba la diminuta cifra de USD 754,5 millones, lo cual equivalía a menos del 1,0 % del PIB. Estas cifras eran consistentes con el régimen normativo que se venía promulgando. Hommes et al. proveen una clara explicación sobre las causas de esta situación:

Desde el decreto 444 de 1967 hasta el decreto 1265 de 1968 se restringía la entrada de capitales, en línea con el modelo de desarrollo vigente de sustitución de importaciones, y consideraba que la inversión extranjera directa atentaba contra la soberanía nacional, afectaba el poder de negociación del país e impulsaba la creación de monopolios. (1994)

Estos flujos de inversión extranjera directa fueron incrementándose progresivamente después de la aplicación de la ley. En 1994 alcanzaron los USD 1.400 millones y en 2014 superaron los USD 16.000 millones, el 4,3 % del PIB.

Estos cambios fueron posibles en tan poco tiempo porque el equipo económico de Gaviria venía trabajando en el programa económico desde antes de su lanzamiento como candidato a la presidencia (Cepeda y Umaña, 1994) y aun durante su gestión en el Ministerio de Hacienda.

Como se puede ver entonces de esta dinámica de reformas, que antecedieron a la reforma del Banco de la República en la Asamblea Constituyente, el espíritu de la política económica con que arrancó la administración Gaviria rompía de manera drástica con las políticas aplicadas durante la segunda mitad del siglo XX y tenía claros los objetivos de modernizar las herramientas

³⁶⁰ Sobre el ambiente político en el que se desarrollaron estas reformas y la manera de pensar que dio lugar a ellas vale la pena consultar a Hommes (1998).

de política económica y las instituciones del Estado vinculadas con ellas. Por ejemplo, Hommes (1988) publicó, recién salido de la Junta Monetaria, un artículo muy crítico de la multiplicidad de funciones del Banco de la República, el crédito de fomento en el Banco Central y la modalidad de clientelismo que propiciaba el esquema institucional imperante alrededor de la función del Banco en esa época.

En este artículo se revela que Hernando Agudelo, en asociación con Gabriel Rosas, entonces ministro de Agricultura, había desempolvado su proyecto de reforma del Banco a raíz del ingreso del Nuevo Liberalismo al gobierno; este partido había puesto como condición de ingreso que se llevara al Congreso la iniciativa de reformar la Junta Monetaria y el Banco, propuesta que lo hubiera convertido en una organización bicéfala, con una cabeza responsable por el crédito de fomento y la otra por el manejo monetario y cambiario, lo que coincide más o menos con el criterio que predominaba en la administración del Banco con anterioridad a su presentación de un documento definitivo de reforma al Gobierno y luego a la Constituyente. Este último, que había sido depurado con amplitud, todavía conservaba muchos rasgos del modelo original. En ese artículo Hommes prevé la necesidad de aislar al Banco del sistema político, mantener el principio de que no puede crear ni asignar arbitrariamente liquidez a favor de alguien –como lo hacía corporativamente la Junta Monetaria– y suprimir los “cupos para los establecimientos de crédito y todo el sistema de asignación del crédito de fomento”. También aconsejó adoptar el principio de que las utilidades del Banco de la República fueran de los contribuyentes y que por esa razón se estableciera por ley un proceso formal de aprobación del presupuesto del Banco, en vez del “procedimiento voluntario y cortés” que operaba entonces.

Por último, el artículo defendía el tercer principio de no servir a dos señores, con el argumento de que los ministros sectoriales y el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incomex) deberían ser retirados de la Junta Monetaria porque estaban allí principalmente para conseguir recursos que se destinarían a los agentes privados en sus sectores. También sugirió que en la Junta Directiva del Banco no debían estar personas que tuvieran conflicto de interés con la ejecución de la política monetaria y financiera. En cuanto a crédito de fomento, el artículo defendió el criterio de que no debía conceder crédito con emisión, pues implica una contradicción de los objetivos de política monetaria del Banco. En la propuesta que hicieron pública los miembros del equipo económico de Gaviria poco antes de las elecciones presidenciales de 1990, se defendió de manera categórica la idea de separar la política monetaria de la asignación del crédito y llevar a cabo las reformas que fueran necesarias para alcanzarlo (Hommes, 1990). Estas aspiraciones y preocupaciones, veremos adelante, quedaron resueltas de modo satisfactorio en la

nueva Constitución y sobre todo en la ley del Banco de la República, distinto a lo previsto originalmente y con mayor alcance.

4. Los grandes puntos de la reforma

La Asamblea Constituyente adelanta su trabajo con la firme convicción de que con la reforma se van a “sanear las costumbres políticas”, y por ende el Congreso de la República será legítimo y responsable en el manejo de sus competencias. Se abandona el presidencialismo de las reformas de 1968 y las expresiones de intervención allí otorgadas al presidente, en favor de las leyes marco, que de todos modos son secuelas de la suspicacia respecto de qué tan sabio podrá ser el legislador en manejar los detalles de los temas ‘técnicos’. Sin discusión el proceso de reforma del Banco de la República se originó en una iniciativa del entonces gerente del Banco, Francisco Ortega, quien creó en la entidad un grupo muy discreto que comenzó a esbozar artículos de reforma con miras a modificar su estructura institucional y acabar con la Junta Monetaria

Los técnicos del Banco de la República que trabajaron en la preparación del proyecto presentado a la Asamblea Constituyente sostienen que este era muy parecido al que fue aprobado (Steiner, 1995). Esa es la historia oficial con la que debemos trabajar, aunque debe reiterarse que el texto definitivo de la Constitución y la ley posterior del Banco dieron luz a una criatura muy distinta a la que ellos quisieron gestar.

En todo caso, lo importante es que el Banco hubiera querido hacer la reforma, porque si se hubiera opuesto tal vez el Gobierno no se hubiera atrevido a impulsarla en solitario, en 1991. Hasta cierto punto es irrelevante si hubo o no un documento anterior, del que creemos tener memoria, que le daba al Banco absoluta independencia para manejar la política monetaria, la cambiaria y las líneas de crédito de fomento sin interferencia del Gobierno. Compartimos la curiosidad que tienen otros economistas consultados, quienes conocieron muy de cerca la situación cuando comenzó a sesionar la Asamblea Constituyente y se preguntan cuál fue la motivación que tuvo el Banco para llevar esto a la Constituyente. Ellos dicen que les sorprendió mucho que el Banco hubiera tomado partido a favor de un banco central independiente, pues habría sido la negación de todo cuanto la administración había hecho hasta entonces, y no creen que se tratara de ‘una conversión al estilo de las de San Pablo o de Fouché’; más bien infieren la posibilidad de haber una estrategia de la jerarquía del Banco para adaptarse a lo que estaba sucediendo en el mundo, pues tomaba fuerza la idea de autonomía de la banca central. Estiman que quizás esa administración se subió al carro de la autonomía no por convicción, sino

para aprovechar la ola a favor de cambio y mantener el control sin interferencia del Gobierno. Pudo haber sido una hábil jugada al estilo de *El gatopardo*, al proponer un cambio para que todo quedara igual.

Esto felizmente no alcanzó a suceder porque intervinieron otras fuerzas. Por un lado porque varios constituyentes tenían otras ideas y sentido de responsabilidad con el público, y revisaron con detalle todas las iniciativas. Adicionalmente, los miembros del Ministerio de Hacienda, encabezados por los autores de esta presentación y los del Departamento Nacional de Planeación (DNP), liderados por Armando Montenegro y Juan Luis Londoño (q. e. p. d.) estuvieron presentes en todas las deliberaciones y en todas las discusiones que condujeron a la aprobación de los artículos referentes al Banco en la nueva Constitución, a fin de lograr introducir los cambios a los que nos referimos adelante y trancar posibles “goles”, ignorantes de que algunos de estos provenían de un proceso secreto paralelo a la discusión que se llevó a cabo en la Asamblea, coordinado por la administración del Banco de la República de ese entonces.

Sobre estos procesos y el camino que recorrió el proyecto de banca central independiente en la Asamblea Constituyente, así como las diferentes tendencias que marcaron la redacción final, hay varias versiones que en algunos puntos son contradictorias, como los de los autores que contribuyeron al citado libro compilado por Steiner (1995). Vale la pena destacar entre estas versiones la de Alberto de Brigard, quien describe al detalle el proceso paralelo de discusión de la reforma que organizó el Banco de la República a escondidas.

El proyecto original apareció entonces entre los constituyentes sin que el Ministerio de Hacienda supiera del tema, lo cual de alguna manera se puede entender como natural, pues aspiraba a suprimir la preponderancia del Gobierno nacional sobre el Banco de la República. Los propósitos que tenía la alta dirección del Banco de la República se pusieron de presente con el texto que proponía y fueron:

1. Eliminar la injerencia del Gobierno en las decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia. Dichos asuntos serían definidos por el Banco de la República y en ellos solo habría una actuación marginal de otros poderes, restringiendo la función legislativa en esas materias al definir unas bases para orientar las decisiones del Banco. El principal motor de esa propuesta, en nuestra opinión, radicaba precisamente en la permanente angustia de las administraciones del Banco de la República ante la posibilidad de cualquier intervención intempestiva del presidente con base en la facultad privativa autorizada en 1968
2. La Junta Directiva del Banco será la encargada de definir las políticas monetaria, cambiaria y de crédito. Desaparecía con esto la Junta Monetaria

y la antigua Junta Directiva del Banco, con su composición originaria en los sectores económicos, que era en verdad anacrónica y cuyo único papel significativo pudo ser el de darle alguna estabilidad al gerente general. Para ese efecto, vale la pena recordar el episodio de la incómoda destitución del gerente Rafael Gama en 1980, en plena crisis financiera

3. Aclarar las competencias constitucionales. Como hemos expresado, este punto ya se había propuesto y aprobado desde la fallida reforma constitucional de 1979. Pero en particular se buscó excluir la intervención directa del presidente en el Emisor y en la actividad financiera, al plantear una separación de competencias y dejar la regulación financiera y bursátil al Gobierno, quedando una zona gris para el manejo del crédito porque la intención de la alta jerarquía del Banco no había sido enemiga formal de la banca de desarrollo en el Banco Central, que manejaba a gusto
4. Establecer un régimen especial, la naturaleza única del Emisor con autonomía. Este punto era muy importante para el Banco, pues siempre tuvo la preocupación de que sobre él pesara la vigilancia de los organismos de control ordinarios del Estado, dada la debilidad en entender sus funciones y alcances, acentuadas por las incongruencias de ciertos fallos del contencioso administrativo sobre decisiones de la Junta Monetaria
5. Restringir la emisión monetaria en la financiación al Gobierno. En este sentido, el proyecto del Banco erige la financiación directa al Gobierno como el principal obstáculo para la efectividad de la política monetaria de ese momento y el mal que debe ser erradicado. Sin embargo, darle tal relevancia a esa prohibición es un hecho al menos curioso, pues en la experiencia de los años inmediatamente anteriores, durante la existencia de la Junta Monetaria, no existen antecedentes de que pese a lo díscola que pudo ser en muchas decisiones, se hubiera atrevido a girarle directamente un cheque al ejecutivo, aunque si colaboró a financiarlo de forma indirecta, entre otras razones porque nunca tuvo facultades expresas para hacerlo. Al contrario, el debate registraba más bien como tema relevante el manejo monetario dispuesto por la Junta Monetaria en años anteriores alrededor de disponer recursos de emisión con destino a sectores y beneficiarios privados específicos (el “cupe-río”) en las distintas coyunturas. Podrá entenderse que el proyecto también buscaba erradicar esta práctica, pero no lo hizo de manera directa ni implícita. El proyecto inicial no impedía los cupos de redescuento tan criticados y cuyo traslado a bancos especializados era un objetivo claro del equipo económico del Gobierno

6. Delegar la integración de la Junta al legislador y definir que en ella participara al menos un ministro. Esto constituyó un claro mensaje al ministro de Hacienda de que él podría quedar marginado induciendo su oposición al proyecto del Banco de la República, no así a la idea de darle mayor independencia al Banco, lo que ya figuraba en su agenda desde 1988, como se verá adelante

De los puntos anteriores, contenidos en lo que se conoce como el primer texto de la reforma propuesta por la administración del Banco de la República, se puede concluir entonces que, en lo sustancial, dicha propuesta contenía un consenso existente en torno a la estructura general de competencias en este particular y que ya se había reflejado en la frustrada reforma de 1979. Por lo tanto, la evaluación de esa iniciativa debe hacerse en sus detalles específicos, donde, como se puso de presente, apenas contenía como avance la restricción a la financiación directa al Gobierno y en aislarse de él para obtener su autogobierno.

Por consiguiente, puede decirse de esa propuesta que en lo básico no era novedosa, mientras que las virtudes principales del nuevo régimen aprobado por la Asamblea Constituyente derivaron más bien de contenidos adicionales fruto de las discusiones y consensos logrados a lo largo de los debates con los constituyentes. En efecto, lo que resultó en los textos definitivos implicó cambios importantes a lo propuesto originalmente por el Banco en los siguientes puntos:

1. Se definió como un objetivo del Estado y no solo del Banco de la República, el de velar por la capacidad adquisitiva de la moneda. Con ello se le da carácter de compromiso constitucional al control de la inflación, más allá de que sea un objetivo de la política del Banco Central. Con ese fin, en la ley del Banco se establece con mayor claridad esta responsabilidad y se le da prioridad a proteger la capacidad adquisitiva de la moneda frente a casos de conflicto entre el Banco y el Gobierno
2. Existe una modificación sutil, que se menciona poco y relleva la perspectiva del Ministerio de Hacienda en cuanto a lo que debía ser el eje principal del Banco y su Junta Directiva. El proyecto inicial del Banco de la República consagraba para sí la facultad de reglamentar las políticas monetaria, cambiaria y crediticia

Esta redacción traía implícita una concepción de tales políticas con un alto componente normativo, propio de las facultades de un organismo público como la Junta Monetaria y su visualización como órgano de regulación.

Al final, se opta por una redacción diferente, en la cual se indica que el Banco tiene como función “regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito”, en este sentido mucho más exacta sobre la función económica del Banco más que depositario de una facultad regulatoria. En otros términos, el Banco sí tiene como función regular la moneda, los cambios y el crédito, pero en definitiva no es legislador en esas materias, la reglamentación de dichas actividades permanece en el Congreso. Por eso, en el texto final aprobado en la Asamblea Constituyente se le asigna el carácter de autoridad monetaria, cambiaria y crediticia a la Junta Directiva del Banco, no al Banco como institución, y se le da a esta última una jerarquía propia

3. Se aceptó la prohibición de los créditos directos al Gobierno, aunque no del todo, pues se dejó abierta la posibilidad de financiarlo pero por decisión unánime de la Junta Directiva
4. Se incluyó una restricción (que no estaba en el proyecto inicial del Banco), esta sí severa, a la financiación de particulares. Con ello se consolidaba la salida de todos los cupos de crédito del Emisor, los antiguos FFAP, FFDU, FDE y Proexpo, y que consagró la ley del Banco después. Solo permaneció la autorización de intermediar crédito para el sector privado cuando provinieran de líneas externas de crédito. Esta opción se explica porque el país acababa de tener la experiencia del cierre completo de los mercados de crédito privado externo, como consecuencia de la crisis a comienzos de los ochenta. Todavía estaban muy vivas las lecciones de esa coyuntura y, en caso de una nueva crisis en la que el único sujeto de crédito fuera el Banco Central, podría ser conveniente mantener esa herramienta para viabilizar el acceso a ese crédito por parte de la banca comercial. Al haber trasladado los fondos de fomento a otras instituciones, y con la creación de una nueva Junta y un nuevo procedimiento para elegir al gerente del Banco, esta autorización no ha tenido aplicación práctica hasta ahora y seguramente no se tenga que acudir a ella
5. Se incorporó la integración de la junta y la designación del gerente en la norma constitucional. El hecho de que, como proponía al inicio el Banco de la República, dicha Junta tuviera apenas regulación de carácter legal y no integración de rango constitucional como lo obtuvo el Ministerio de Hacienda, le daría a la Junta la jerarquía y estabilidad necesarias para poner limitaciones al poder del gerente del Banco, que era excesivo, como esta discusión lo hace evidente

Se discutió bastante el tamaño de la Junta, a fines de que no fuera “tan” numerosa, y se llegó a ese número de cinco miembros permanentes con la

idea un poco estrafalaria de ser suficiente para compensar, al menos en número, la presencia del ministro de Hacienda en sus discusiones; la historia no ha permitido, dado que sus miembros los elige el presidente, quitar el ascendiente que tiene el ministro de Hacienda en ella. En todo caso, con la designación específica del gerente y el hacerlo parte de la Junta Directiva se evitó que se replicara una doble organización, una para propósitos administrativos y otra para propósitos de política económica

6. Finalmente, la Constituyente de 1991 delimitó las competencias del Congreso y el presidente respecto de la regulación financiera, el comercio exterior y la política cambiaria. Quedó definido que la regulación de los cambios internacionales, del comercio exterior, y la regulación financiera, bursátil y aseguradora, la hiciera el Congreso a iniciativa del presidente, sin perjuicio de las funciones del Banco de la República. Este no es asunto de poca monta. Solo en la medida en que esas competencias fueran por completo claras podía ser efectivo el esquema que se estaba buscando: un Banco de la República convertido en un verdadero banco central, despojado de una gran cantidad de compromisos y tareas de intervención en la economía que podrían entrar en conflicto con su principal y tal vez única responsabilidad, la de proteger la estabilidad monetaria, y un legislador que regula en materia económica, con el grado de especificidad que se requiera, pero en el escenario de una economía estructurada con base en la libertad económica

Entonces, es claro que la Asamblea Constituyente avanzó en la conformación de una estructura constitucional muy superior a la existente hasta ese momento y que no se habría logrado con los cambios de la reciente reforma de 1979. La nueva disposición de competencias fue saludable y constructiva, ya que si bien el banco central tendría autonomía grande y una dirección fuerte e independiente, no personal sino colegiada, de modo que podía defenderse de los caprichos del gobierno de turno, también se le encomendó la responsabilidad clara de fortalecer la estabilidad monetaria, para lo cual se le señalaron límites definidos en cuanto a lo que podía hacer y no hacer con esa autonomía, en particular evitar el desbordamiento de la política monetaria mediante créditos en favor del Gobierno o del sector privado.

5. Los retos de implantación

Milagrosamente, la reforma salió bien en el sentido de haber permitido que el Banco evolucionara de tal manera que se ha fortalecido como institución, ha alcanzado el respeto del Gobierno y del público y se ha transformado en un

híbrido que se parece mucho hoy en día a los bancos centrales importantes del mundo que trabajan alrededor de un objetivo y una regla a que hace referencia el artículo citado del *Financial Times*, pese a conservar su carácter de autoridad cambiaria, que podría entrar en conflicto con el de cumplir anualmente metas de inflación establecidas en coordinación con la política económica, crítica que ya comienza a aparecer en los medios de comunicación colombianos.

La Junta del Banco ha revelado hasta ahora que le da mayor preferencia a su papel como autoridad monetaria, absteniéndose de intervenir en forma más decidida para suavizar la revaluación y últimamente para moderar el impacto de la macrodevaluación. Esta es una discusión que no se ha dado a nivel técnico y que revela a su vez la confianza del público y el Gobierno en sus decisiones.

La Junta Directiva del Banco de la República obtuvo la independencia seis años antes que el Banco de Inglaterra, algo que no aparece en el artículo del periódico citado. La composición de su Junta cumple con los requisitos para defender esa independencia porque los presidentes nombran a sus miembros a término fijo y cada vez que deben nombrar nuevos miembros solo pueden reemplazar dos en cada período. La única fragilidad de esta rotación se produjo mientras estuvo vigente la reelección presidencial, pues el mismo presidente podría terminar eligiendo a cuatro de los cinco miembros de la Junta y, por lo tanto, tomársela con criterio de necesidad política; por fortuna la experiencia de la reelección forma parte del pasado.

Al gerente del Banco lo nombra la Junta y el ministro de Hacienda es miembro de ella pero como primero entre pares, y está allí para garantizar que el Gobierno y el Banco actúen de manera coordinada en la aplicación de la política macroeconómica. En sus orígenes el Banco, que acababa de recibir su independencia, comenzó actuando como lo hacía la Junta Monetaria, con multiplicidad de objetivos y sin aferrarse a una sola política, interfiriendo la política monetaria con el manejo cambiario y sin saber cómo manejar la tasa de cambio después de años de haberlo hecho sin discutir con nadie, a puerta cerrada, entre el ministro de Hacienda y el gerente del Banco. El aprendizaje fue lento y difícil, pero se completó tanto en los aspectos técnicos como en lo referente a desarrollo institucional.

La Ley 31 de 1992 vino a complementar con coherencia la reforma constitucional, lo cual fue importante porque se concibió con la misma visión de la reforma constitucional. En efecto, la primera tarea de esa ley consistió en reducir al máximo las facultades de la Junta Directiva, en consonancia con la reciente reforma financiera. La poda de facultades frente a las que tuvo en su momento la Junta Monetaria fue drástica; es decir, el Banco de la República, ya desprendido de sus fondos de fomento, tampoco tendría que mantener muchas de las funciones de la antigua Junta Monetaria y las que permanecieron

fueron limitadas por completo, por ejemplo, los antiguos –y con constancia empleados– controles a las tasas de interés fueron limitados por la nueva ley a períodos muy breves, al punto que ya ni se recuerda su existencia. Tampoco se le permite a la nueva Junta crear inversiones obligatorias, asunto que quedó de ahí en adelante reservado a la ley. Además, se buscó acentuar el objetivo técnico de la Junta en dicha ley al separar a sus miembros de cualquier interés ulterior, mediante la creación de verdaderas ‘murallas chinas’ para incorporarlos luego de su gestión al Gobierno, al sector financiero o a la diplomacia.

La crisis financiera de 1998, y en particular la del sistema UPAC, puso a la institución a tambalear, pero recibió apoyo del Gobierno y, en general, los presidentes han sido muy respetuosos de su independencia, aunque fueron públicos los momentos en que no les han faltado ganas de comportarse con sus directores como lo hace el presidente de Turquía. Un presidente clave para que se fuera estableciendo el respeto y la distancia del Gobierno con el Banco comentaba en una ocasión, después de haberse reunido con los directores del Banco, que “estos tipos no saben que son independientes porque yo los dejo”. Su sucesor no estuvo al principio de acuerdo con darles independencia y no le gustaba el concepto; trató de influenciar o presionar de modo directo a los miembros de la Junta invitándolos periódicamente a tomar té en el Palacio, lo que podría ser legítimo, pero al menos nunca los desautorizó en público.

El presidente que siguió no objetó que el Banco aprovechara la caída de la inflación durante la recesión y adoptara de manera implícita la regla de una meta y una herramienta, conocida como *inflation targeting*, y dejó las relaciones con el Banco en manos de sus ministros de Hacienda. El primer presidente elegido en este milenio, a su turno vivía obsesionado con la tasa de cambio y la tasa de interés y algunas veces estuvo a punto de intentar imponerle a la Junta del Banco su voluntad; con dificultad lo contuvieron sus colaboradores y amigos. Desde entonces las relaciones entre el Gobierno y el Banco son maduras y tranquilas, no ha habido problemas con el ejecutivo, aunque en el Congreso no faltan los intentos de reformar la ley del Banco, y por ello es preciso estar atentos para que no intenten inducir cambios o permitir interferencias del sistema político so pretexto de algún objetivo social que aleje al Banco de su función central.

¿Qué factores han contribuido al fortalecimiento institucional del Banco de la República? Fue muy importante que la primera designación de los miembros de la Junta haya recaído en personas con amplia trayectoria técnica y política, que contaban además con el apoyo de sus partidos. Haber escogido personas con esas características y no solo técnicos sirvió para equilibrar el poder inicial de la Junta frente al de la alta jerarquía del Banco y también frente al sector político para obtener de él respeto por su composición inicial.

Muy diferente resultó ser esta Junta de la que posiblemente se había imaginado la jerarquía superior del Banco cuando concibió el proyecto que se le llevó a la Asamblea Constituyente, pues la nueva Junta le resultó un hueso difícil de roer. Aunque al Gobierno también le tocó sufrir en carne propia las consecuencias de haber nombrado una junta de notables, haberlo hecho con pleno conocimiento de lo que tendría que enfrentar fue clave para la fortaleza inicial de la institución. La Junta nació grande, independiente y con colmillos. No era de bolsillo. Esto sería muy importante para capotear luego la crisis de las UPAC, que ha sido hasta ahora el mayor riesgo institucional que ha tenido que enfrentar el Banco.

Después, se ha contado de forma permanente en la Junta con personas de categoría comparable a la inicial, y aunque ya se ha evolucionado a nombrar técnicos más jóvenes, siempre hace falta que haya en ella una o dos personas que tengan una trayectoria más amplia, como ha sucedido hasta ahora, que le sirvan de escudo a la Junta cuando surgen críticas u ofensivas de sectores que quieren minar la fortaleza institucional del Banco. Otro factor clave ha sido el procedimiento para elegir al gerente y determinar su término fijo, así como el de los demás miembros de la Junta. El período fijo y depender de la Junta para su reelección modera los ánimos monárquicos del gerente de turno y también los de los demás miembros.

Algo muy importante que ha contribuido a fortalecer al Banco radica en la norma constitucional que lo obliga a ejercer sus funciones en coordinación con el Gobierno y que por simetría obliga a este a coordinar sus políticas con el Banco. En efecto, una de las grandes discusiones técnicas sobre la política monetaria ha consistido en si debe manejársela también en función de mejorar el crecimiento económico, o incorporar otros objetivos de política pública además del control de la inflación. Esta discusión ha sido más intensa en los años posteriores a la crisis mundial que puso a prueba a los grandes bancos centrales, los cuales han tenido que recurrir a poderosas intervenciones con miras a evitar el colapso de sus economías. El debate ha tenido particular relevancia en países donde la política monetaria solo tiene como objetivo el control de la inflación.

En nuestra opinión, esta clase de dilema institucional no cabe en Colombia, debido a que el mandato de la coordinación hace que en las discusiones de la política monetaria tengan que formar parte consideraciones sobre el desempeño de la economía y la situación fiscal, no al punto de menoscabar el objetivo fundamental, sino para que la ejecución de la política monetaria se pueda atenuar a fin de integrar con el resto de la política económica, en el ámbito de una discusión explícita y técnica de objetivos y acciones de política.

Un punto importante adicional ha sido que, pese a permitirle la Constitución al Banco intermediar créditos del Banco Mundial y de otras entidades

multilaterales de crédito para canalizarlo hacia el sector privado, la ley del Banco previno que esto se desarrollara y este adquiriera funciones que habrían ido en contravía de sus obligaciones como autoridad monetaria, crediticia y cambiaria. Asimismo, se estableció que los ingresos de las reservas internacionales son del público, ya que no han faltado los avispados que le proponen al Gobierno utilizarlos como fuente de financiación para su gasto, el Gobierno caería en la tentación de acumular reservas de manera innecesaria para echarles mano.

En conclusión, si el Banco tuvo un papel preponderante en los orígenes de la banca central independiente en Colombia, no fue menor el papel del equipo económico del Gobierno que logró enderezar el proyecto original y con ello limitar hasta cierto punto el poder de la burocracia del Banco, lo cual ha sido muy importante para preservar su imagen de institución prudente y reservada que cumple una función pública con seriedad y en forma efectiva. Debe reconocerse que, a pesar de los conflictos que existían entre las posiciones del ministro de Hacienda y las del Banco, el resultado tuvo consecuencias positivas para Colombia, y quizás se deba destacar que si no hubiera existido esa divergencia fuerte de puntos de vista, llevada a las discusiones y debates con los miembros de la Asamblea Constituyente, que condujo a buscar soluciones de compromiso entre los distintos puntos de vista, el producto final habría sido posiblemente inferior.

Otros comentaristas han revelado las figuras que desempeñaron un papel decisivo para que la autonomía del Banco saliera como salió. Por parte nuestra, no cabe duda que debemos agradecerle a Francisco Ortega y su equipo, sin cuya colaboración no hubiera salido adelante esta reforma, aunque debe reconocerse que no fue menos crítica e importante la gestión del resto del equipo económico en las características finales del esquema. Pese a esta situación feliz, que da lugar para congratular a todos los que participaron en ella, creemos que fue gracias a la intervención asidua del equipo económico en el foro institucional previsto para que deliberara la Asamblea Constituyente, y a la independencia de criterio de distinguidos constituyentes, que se logró que el proyecto de reforma propuesto por la alta jerarquía del Banco no fuera aprobado como se había concebido, sino con modificaciones esenciales que han permitido un desarrollo sostenible de la Junta y su autoridad, y evitado una excesiva concentración de poder personal o una multiplicidad de funciones que hubieran interferido con el cumplimiento de su función constitucional. El carácter colegiado de la Junta ha actuado a favor de la moderación. A pesar de que institucionalmente no convenía la estrategia del Banco de tratar de manejar el proyecto a espaldas del Ministerio de Hacienda en reuniones secretas o casi secretas con constituyentes amigos, quizá fue mejor el resultado que el que se hubiera logrado si el Banco y el Gobierno hubieran perseguido

un objetivo compartido. Esto dio juego a miembros destacados de la Asamblea Constituyente para desempeñar un papel que trajo un mejor final.

En efecto, para que esta historia no sea la de un Hamlet sin el príncipe de Dinamarca, el verdadero responsable a quien se le debe atribuir el resultado fue la Asamblea Constituyente, que en muchas discusiones optó por tener en cuenta todos los argumentos y, con grandeza, se dedicó a encontrar caminos que en una gran mayoría de los casos han dado frutos positivos, como ha sido el caso de la autonomía del Banco. En nuestra memoria figuran Rodrigo Llorente y Alfonso Palacio Rudas como constituyentes claves. El primero, muy respetado en su partido y en el Banco, y con bastante influencia en la Asamblea, ayudó a promover la posición de Hacienda, motivado en lo principal por el deseo de acertar. Palacio defendía puntos de vista tradicionales del Partido Liberal que encontraron la forma de permanecer vigentes en la Constitución. Era muy cercano a Francisco Ortega, el gerente del Banco, y un interlocutor válido del ministro de Hacienda. Otros constituyentes con papeles importantes pero no tan protagónicos fueron Guillermo Perry y Carlos Ossa. También fue clave Carlos Lleras de la Fuente, amigo personal de Ortega, quien tuvo a su cargo la supervisión de la versión final de la Constitución, pues produjo una redacción que ha superado la prueba del tiempo.

Por lo pronto, conformémonos con lo que tenemos: una institución que ha funcionado adecuadamente y que debe estar preparada para evolucionar de acuerdo a las circunstancias, para lo cual cuenta con un marco constitucional y legal que le otorga flexibilidad y campo de acción. En la actualidad enfrenta un reto que con seguridad va a superar, pero no sin dificultad, y es el que se deriva del gran impacto inflacionario de devaluación de la moneda a partir de 2014.

Referencias

Normatividad

Acto legislativo 3 de 1910, recuperado el 20 de octubre de 2015, disponible en ftp://ftp.camara.gov.co/camara/basedoc%2016-12-10/cp/ACTO_LEGISLATIVO_O%20GENERAL%201909%20%20Y%201_2910.HTML

Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes), “Programa de Modernización de la Economía Colombiana”, Documento DNP 2465 del 22 de febrero de 1990, recuperado el 19 de noviembre de 2015, disponible en <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Conpes/Econ%C3%B3micos/2465.pdf>

Decreto 677 de 1972, recuperado el 12 de octubre de 2015, disponible en ftp://ftp.camara.gov.co/camara/.../decreto/1972/decreto_0677_1972.html

- Decreto 678 de 1972, recuperado el 12 de octubre de 2015, disponible en ftp://ftp.camara.gov.co/camara/.../decreto/1972/decreto_0678_1972.html
- Ley 16 de 1990, recuperado el 10 de noviembre de 2015, disponible en ftp://ftp.camara.gov.co/camara/basedoc/ley/1990/ley_0016_1990.html
- Ley 21 de 1963, recuperado el 10 de noviembre de 2015, disponible en https://www.redjurista.com/documents/l0021_63.aspx
- Ley 25 de 1923, recuperado el 19 de octubre de 2015, disponible en <http://www.javeriana.edu.co/personales/hbermude/leycontable/contadores/1923-ley-25.pdf>
- Ley 31 de 1992, recuperado el 10 de noviembre de 2015, disponible en http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/.../ley_31_1992_compendio.pdf
- Ley 31 de 1993, recuperado el 10 de noviembre de 2015, disponible en http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0031_1992.html
- Ley 45 de 1990, recuperado el 10 de noviembre de 2015, disponible en https://www.cancilleria.gov.co/sites/default/files/Normograma/docs/ley_0045_1990.htm
- Ley 57 de 1989, recuperado el 10 de noviembre de 2015, disponible en ftp://ftp.camara.gov.co/camara/basedoc/ley/1989/ley_0057_1989.html
- Ley 7 de 1991, recuperado el 10 de noviembre de 2015, disponible en https://www.cancilleria.gov.co/sites/default/files/.../ley_0007_1991.htm
- Ley 9 de 1991, recuperado el 10 de noviembre de 2015, disponible en <http://www.banrep.gov.co/.../pli/LEY09DE1991CONHIPERVINCULOS-1.pdf>

Jurisprudencia

- Consejo de Estado, Sección Cuarta, 12 de abril de 1985, E. Low. Anales: CVIII, núms. 485-486, p. 107.
- Corte Suprema de Justicia, 14 de diciembre de 1972, G. González. GJ: CXLIV, p. 190.
- Corte Suprema de Justicia, 14 de diciembre de 1973, E. Sarria. GJ: CXLIV, p. 284.
- Corte Suprema de Justicia, Sala Plena, 12 de junio de 1969, H. Toro. GJ: CXXXVII, p. 122.
- Corte Suprema de Justicia, Sala Plena, 25 de septiembre de 1986, J. Pinzón.

Publicaciones

- Banco de la República (1989). “Nota editorial”, en *Revista del Banco de la República*, noviembre.

- Beattie, A. (2015). "Brazil and Turkey Show India what not to do", disponible en *Financial Times*, recuperado el 26 de septiembre de 2015, de <http://www.ft.com/cms/s/3/b6b8f1e0-635f-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3oY-DiqQPr>
- Carrasquilla, A. (1995). "Dinero y activos financieros", *Coyuntura Económica*, Fe-desarrollo, diciembre.
- Cepeda, F.; Umaña, D. (1994). *Dirección política de la reforma económica en Colombia*, cap. 3, Bogotá: Fonade-DNP.
- Garay, L; Quintero, L; Villamil, J; Tovar, J; Fatat, A; Gómez, S; Restrepo, E; Yemil, B. (1998). *Colombia: estructura industrial e internacionalización 1967-1996*, Bogotá, Departamento Nacional de Planeación; Colciencias; Consejería Económica y de Competitividad; Ministerio de Comercio Exterior; Ministerio de Hacienda y Crédito Público; Proexport, recuperado el 20 de octubre de 2015, de <http://www.banrepcultural.org/sites/default/files/libro.pdf>
- Hernández, A. (2001). "La banca central en Colombia: Banco Nacional (1880), Banco Central (1905), Banco de la República (1923)", en *Revista Credencial Historia*, vol. 135, recuperado el 20 de octubre de 2015, de <http://www.banrepcultural.org/node/32756>
- Hommes, R. (1988). "La insoportable oscuridad del Emisor", en *Estrategia Económica y Financiera*, núm. 125, septiembre, pp. 27-31.
- Hommes, R. (1990). "Una propuesta económica para los noventa", en *Estrategia Económica y Financiera*, núm. 141, marzo, pp. 12-20.
- Hommes, R. (1998). "La apertura y las reformas económicas", en *La nueva historia de Colombia*, vol. VIII, pp. 83-110, Bogotá: Planeta.
- Lara, R. (1978). "Intervención en la sesión del 17 de octubre de 1978 en la Comisión Primera del Senado, Acta núm. 14, Reforma Constitucional de 1978", en *Colección Pensadores políticos colombianos*, t. I, Bogotá: Cámara de Representantes.
- Ortega, F. (1989). Nota editorial, "El Fondo Financiero Agropecuario y su aporte al sector agropecuario", en *Revista del Banco de la República*, vol. LXII, núm. 737, marzo, recuperado el 10 de diciembre de 2015, de http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr_nota_737.pdf
- Palacios, H. (1983). Nota editorial, "Política de crédito de fomento", en *Revista del Banco de la República*, vol. LVI, núm. 671, septiembre, recuperado el 10 de diciembre de 2015, de http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr_nota_671.pdf
- Poveda, G. (2005). *Historia económica de Colombia en el siglo XX*, Medellín: Universidad Pontificia Bolivariana.

- Rubio, O; Ojeda, J; Montes, E. (2003). “Deuda externa, inversión y crecimiento en Colombia, 1970-2002”, Bogotá, Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, Departamento Técnico y de Información Económica, recuperado el 11 de octubre de 2015, disponible en <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra272.pdf>
- Santos, E. (2005). “La Misión Kemmerer”, *Revista Credencial Historia*, vol. 184, abril, recuperado el 13 de noviembre de 2015, disponible en <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/revistas/credencial/abril2005/mision.htm>
- Steiner, R. (1995). *La autonomía del Banco de la República: economía política de la Reforma*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Superintendencia Bancaria de Colombia (1998). *Institucionalidad financiera en el siglo XX*, Bogotá: Superintendencia Bancaria de Colombia.

Capítulo 8

La jurisprudencia de la Corte Constitucional y la autonomía del Banco de la República

Gerardo Hernández Correa

El autor desea agradecer a Marcela Ocampo Duque por su colaboración y comentarios.
Asimismo, a los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República entre los años 1994
y 2010, con quienes tuve el gusto de discutir estos temas.

Luego de varias décadas de tasas de inflación excepcionalmente altas en los países desarrollados y fenómenos de hiperinflación en algunos países en desarrollo, sobre todo en América Latina, la década de los noventa se caracterizó por reformar a los bancos centrales con el fin de fortalecerlos institucionalmente y dotarlos de autonomía en el manejo de la política monetaria. Se buscó, en particular, que las autoridades monetarias fueran independientes de las demás ramas del poder público, en especial del ejecutivo, para que pudieran fijar políticas a largo plazo que llevaran a la estabilidad de la moneda y, como corolario de lo anterior, a tasas de inflación bajas y estables que incentivaran la inversión y el crecimiento.

La justificación de las reformas al banco central se fundamentó en evitar que políticas monetarias expansivas de corto plazo, con efectos temporales en la reducción del desempleo y motivadas por razones políticas, pudieran comprometer los beneficios de la estabilidad monetaria de largo plazo, y que en períodos de desequilibrio fiscal las presiones políticas pudieran llevar a que los bancos centrales las cubrieran mediante expansiones monetarias que pusieran en peligro la estabilidad de la moneda (Alesina *et al.*, 2002).

La definición de qué tan autónomo es un banco central se asocia con la capacidad para cumplir el objetivo principal de lograr la estabilidad de precios; la independencia para definir y establecer los instrumentos que permitan alcanzar dicho objetivo; la independencia funcional, institucional y administrativa; y, un elemento fundamental, como lo es el de la independencia en sus finanzas.

Dentro de ese marco analítico, las reformas introducidas a los bancos centrales (Aguirre *et al.*, 1997) se orientaron a establecer los siguientes elementos considerados fundamentales en su esquema institucional:

- Autonomía para dirigir la política monetaria y definir sus objetivos a largo plazo, al igual que establecer de manera discrecional los instrumentos de política para alcanzarlos
- La determinación explícita del control de la inflación como objetivo primordial del banco central

- La definición constitucional o legal de esa autonomía estableciendo reglas claras para su funcionamiento, mediante un régimen legal propio, distinto al de las demás entidades del órgano ejecutivo, el cual incluya una regulación que permita su independencia técnica, administrativa y financiera
- Reglas precisas sobre la coordinación de las políticas otorgadas al banco central (monetaria y cambiaria), con las generales, en cabeza del ejecutivo
- Reglas sobre la forma como el banco central debe rendir cuentas a la ciudadanía de las políticas llevadas a cabo
- Definición de los eventos en que el banco central pueda otorgar crédito al Gobierno y a las entidades financieras
- Conformar sus órganos de dirección con el fin de propender por la autonomía en la toma de decisiones
- Reglas relacionadas con el régimen financiero interno aplicable al banco central y, en especial, con la manera como se enjugarán las posibles pérdidas y la distribución de las utilidades

Este proceso de cambio a la organización del banco central se dio en Colombia en el ámbito de la Constitución Política de 1991 y estuvo acompañado por reformas estructurales en las políticas de comercio exterior, financieras, laborales y cambiarias, lideradas por la administración del presidente César Gaviria Trujillo, con la pretensión de insertar a la economía colombiana en mercados cada vez más globales y competitivos.

1. La reforma constitucional al Banco de la República

La Asamblea Nacional Constituyente de 1991 realizó una reforma integral de la Carta Política. Amplió el marco de los derechos e instituyó la figura jurídica de la tutela, la cual, con el paso de los años, se convirtió en el mecanismo por excelencia para que los ciudadanos puedan hacer efectivos sus derechos. También hizo reformas al régimen territorial del país, les dio funciones y recursos a departamentos y municipios a fin de que dejaran de ser invitados de piedra, como lo eran en el régimen presidencial de la Constitución del 86. Creó la Corte Constitucional como órgano de cierre y guardián de la Constitución, institución que con sus decisiones ha tenido una notable influencia en la historia del país; al Banco de la República como banco central independiente, y a su Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia.

Las ponencias y discusiones de la Asamblea Nacional Constituyente de 1991 sobre la transformación del Banco de la República, reflejan que sus miembros, de variada índole política e ideológica, eran conscientes de la importancia de dotar al banco central de una mayor autonomía si querían reducir la inflación, que para principios de la década de los noventa, era considerada por expertos como “alta y estable” frente a parámetros internacionales. De hecho, la idea de un banco central independiente chocaba con el marco constitucional vigente, de marcada tendencia presidencialista; el presidente de la República tenía amplísimas facultades para intervenir la economía y al banco emisor, facultades que se reforzaban con la posibilidad de declarar la emergencia económica y, por esa vía, legislar, en el sentido formal y material, en cualquier campo de la economía. La Constitución Política de 1991 no solo recortó esas facultades presidenciales, sino que limitó el uso de los estados de excepción.

El uso extendido de los créditos de fomento fondeados con recursos de emisión destinados a beneficiar sectores particulares era, sin duda, uno de los mecanismos más usados por el ejecutivo para financiar sus planes de gobierno o lidiar problemas sectoriales o conflictos políticos y sociales. De igual manera, la apropiación de recursos como fuente presupuestal, provenientes de la llamada Cuenta Especial de Cambios, se constituía en una práctica fiscal poco ortodoxa, y la conformación de la Junta Monetaria, que fungía como autoridad monetaria y crediticia, con miembros en representación de sectores económicos específicos, tampoco contribuía a mantener la capacidad adquisitiva de la moneda.

Por esa razón hubo consenso sobre la importancia de incluir en la Constitución, como objetivo del banco central, el preservar la capacidad adquisitiva de la moneda con la creación de una Junta Directiva que fuera la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, así como prohibir de un tajo la financiación a particulares con recursos de emisión y limitar la financiación directa al Gobierno.

La principal discusión se centró en la forma como el Banco de la República coordinaría sus políticas con el Gobierno; algunos constituyentes veían como una amenaza para el poder presidencial la existencia por fuera de la órbita del ejecutivo de un órgano especializado, con un mandato tan amplio en materia económica, pero primó la idea mayoritaria de establecer un banco central independiente.

En cuanto a la naturaleza del banco central, la Constituyente optó por la ruptura de la idea clásica de las tres ramas del poder público. De forma expresa, la Constitución en su artículo 113 estableció la existencia de órganos independientes y autónomos para cumplir determinadas funciones del Estado y consagró al Banco de la República como un órgano especializado encargado de desarrollar y ejecutar las funciones derivadas de la soberanía monetaria

del Estado y, a su Junta Directiva, como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. Además, la Carta Política señaló que el Banco de la República estaría organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeta a un régimen legal propio.

Aunque no es explícito en las ponencias de la Asamblea Nacional Constituyente, puede suponerse que se prefirió el dejar establecidas en el texto constitucional las principales reglas de funcionamiento del Banco de la República y su Junta Directiva, con el propósito de que cualquier modificación a su objetivo, naturaleza y funcionamiento tuviera la discusión propia de un cambio constitucional. Lo anterior es, sin duda alguna, una de las principales fortalezas del régimen de banca central y sigue de cerca las mejores prácticas recomendadas en el ámbito internacional para defender la autonomía del banco central frente a necesidades de los gobiernos de turno, más interesados en el corto que en el largo plazo.

También se estableció en la Constitución (artículo 154), la obligatoriedad de que cualquier proyecto de ley que intente reformar la ley relacionada con el Banco de la República debe tener iniciativa gubernamental, con lo cual se limita la posibilidad de tramitar una reforma legal si el Gobierno no está de acuerdo con ella. De hecho, la Ley 31 de 1992, que reglamentó las funciones del Banco de la República como banco emisor, banco de bancos y prestamista de última instancia, y de su Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, no ha sufrido mayores cambios a pesar de numerosos intentos de reforma que no pudieron concretarse por no tener el aval del Gobierno nacional.

2. El papel de la Corte Constitucional en la autonomía del Banco de la República

Si bien los artículos constitucionales sobre la banca central incluyen de manera detallada los principales aspectos del funcionamiento del banco central, ha sido la Corte Constitucional la que mediante sus pronunciamientos ha delineado con mayor precisión el objetivo y funcionamiento del Banco de la República. Esto no debe sorprender porque, como ya se mencionó, a pesar del consenso logrado en la Constituyente algunos sectores políticos y académicos consideraron, desde un principio, que la autoridad de la economía se diluyó y afectó la gobernabilidad del país al reducir drásticamente los poderes presidenciales, tesis que ha sido esgrimida tanto en los ámbitos académico y político, como en el jurídico.

Revisada la jurisprudencia de la Corte Constitucional desde la expedición de la Ley 31 de 1992, puede identificarse, a efectos de análisis, tres etapas de

pronunciamientos del tribunal constitucional. La primera está asociada a las numerosas demandas presentadas al expedirse la Ley 31: en esta etapa, la institucionalidad del Banco de la República recibió un espaldarazo por parte de la Corte; en efecto, entre 1993 y 1994 dicha ley fue objeto de diversas demandas en temas cruciales como los relacionados con la autonomía técnica, financiera y administrativa del Banco de la República, su régimen legal propio, el régimen laboral de los trabajadores del Banco y la naturaleza jurídica de sus servidores³⁶¹. Asimismo, el Banco tuvo que demandar leyes violatorias, a su entender, de su autonomía. Lo cierto es que, en ese momento, hasta ahora se estaba entendiendo en el país el alcance del nuevo banco central autónomo y por ello se incluían en las leyes normas que violaban las nuevas funciones del Banco y de su Junta; de allí la importancia de los pronunciamientos de la Corte.

La Corte, al seguir muy de cerca las discusiones de la Asamblea Nacional Constituyente, respaldó, casi sin excepción, el marco legal establecido por la Ley 31 de 1992. El concepto general que orientó esos fallos se encuentra resumido en la Sentencia C-529 de 1993, en la cual se indicó:

El Constituyente estructuró al Banco de la República como entidad estatal de carácter independiente y autónoma, organizada como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeta a un régimen especial (C. P., art. 371). El Banco de la República como aparato al servicio funcional como es el de velar por la moneda sana ha querido ser sustraído de la influencia determinante de otros órganos, en especial de los de origen político, con lo cual se pretende relevar su cometido preponderantemente técnico y de largo plazo. El diseño de un aparato independiente es una prueba irrefutable del indicado designio del Constituyente [...] que se desvirtuaría si se inscribiera en el campo del gobierno, como quiera que allí quedaría sujeto a la suprema autoridad administrativa del presidente de la República.

Con base en esa premisa, la Corte se pronunció en varias sentencias sobre el alcance del nuevo esquema de banca central independiente. La Sentencia C-341 de 1996 resume el alcance de la autonomía del Banco de la República, al señalar que el banco central tiene:

- Una autonomía administrativa, que comprende básicamente lo relativo a la forma de su organización, el funcionamiento de su Junta Directiva y del Consejo de Administración y el período del gerente

³⁶¹ El desarrollo de la jurisprudencia en esta etapa es analizado de manera completa y cuidadosa en otro capítulo de este libro.

- Una autonomía patrimonial, que concierne a la libertad e independencia para administrar y afectar su propio patrimonio mediante la ejecución de los actos jurídicos y materiales relativos al cumplimiento de sus funciones
- Una autonomía técnica, referida al señalamiento del conjunto de métodos, procedimientos y mecanismos específicamente diseñados, relativa a las reglas para la constitución de sus reservas, entre ellas, las de estabilización cambiaria y monetaria y el destino de sus excedentes, y el cumplimiento de sus funciones básicas, como también la libertad y capacidad de actuar en dichos campos, sin la injerencia de otras autoridades
- Una autonomía funcional, atinente al ejercicio de las competencias específicas de que ha sido investido por la Constitución y la ley para el cumplimiento de las funciones especializadas que les fueron asignadas

Con el apoyo de la Corte, la nueva rectora de la economía colombiana llevó a cabo un trabajo intenso de modernizar la regulación y los instrumentos de política a su cargo, desmontó lo hecho durante décadas por la Junta Monetaria, expidió regulaciones que abandonaron la casuística y reemplazó los controles administrativos por normas generales en las que se utilizaban instrumentos de mercado.

Una segunda etapa de pronunciamientos de la Corte Constitucional se presentó a finales de los años noventa, período en el cual el país vivió la denominada crisis de fin de siglo³⁶². La mayoría de miembros de la Corte fueron muy críticos de las políticas seguidas por el Banco de la República y, en especial, en relación con la crisis hipotecaria, en la cual la Corte asumió un intenso papel de protección a los deudores. Durante este período, como se verá adelante, la Corte Constitucional fue muy activa en materias económicas, ya que propugnó por una mayor intervención en la economía, en el escenario del Estado social de derecho.

Superada la crisis económica y tras los cambios en la conformación de la Corte, la jurisprudencia, en una tercera etapa, retomó las tesis originales, a principio de los años noventa, de apoyar la institucionalidad del Banco de la República, sin que se hubieran producido fallos que afectaran su autonomía.

A continuación se presentará la forma como la jurisprudencia de la Corte Constitucional ha resuelto temas fundamentales relacionados con la autonomía del Banco de la República.

³⁶² Sobre la crisis de fin de siglo, veánse Urrutia y Llano (2012).

3. ¿Preservar la capacidad adquisitiva de la moneda es el objeto exclusivo del Banco de la República?

La Sentencia C-481 de 1999 es sin lugar a dudas el pronunciamiento más importante de la Corte respecto al mandato constitucional del Banco de la República y su Junta Directiva. La demanda presentada en plena crisis económica argumentaba que el artículo 2.º de la Ley 31 de 1992 era violatorio de la Carta, en la medida en que:

el Legislador interpretó erróneamente el sistema de banca central previsto por la Carta, al establecer que el cometido esencial del Banco de la República es mantener la capacidad adquisitiva de la moneda, cuando su finalidad es estimular el desarrollo económico y social.

El demandante argumentaba que la ley se había excedido pues permitía que el Banco de la República actuara como una rueda suelta, en desmedro de la política económica general. En el fondo lo que buscaba la demanda era que, en momentos de crisis, la Junta abandonara su mandato de combatir la inflación y estableciera políticas de estímulo monetario que apoyaran a corto plazo el crecimiento de la economía.

Para facilitar el entendimiento y la importancia de la sentencia, se reproduce el artículo demandado:

Artículo 2. Fines. El Banco de la República a nombre del Estado velará por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda conforme a las normas previstas en el artículo 373 de la Constitución Política y en la presente ley.

Parágrafo: Para cumplir este objetivo la Junta Directiva del Banco adoptará metas específicas de inflación que deberán ser siempre menores a los últimos resultados registrados, utilizará los instrumentos de las políticas a su cargo y hará las recomendaciones que resulten conducentes a ese mismo propósito.

La sentencia de la Corte declaró exequible el primer inciso del artículo 2.º de la Ley 31, en el entendido de que la actividad del Banco para mantener la capacidad adquisitiva de la moneda debe ejercerse en coordinación con la política económica general, lo cual implica que la Junta no puede desconocer los objetivos de desarrollo económico y social previstos por la Carta, pero declaró inexecutable la obligación de adoptar metas específicas de inflación menores a los últimos registrados.

En palabras de la Corte:

La finalidad constitucional básica del Banco de la República es la protección de la moneda sana, pero esa autoridad debe tomar en consideración en sus decisiones los otros objetivos económicos de la intervención del Estado, como el pleno empleo, pues sus funciones deben coordinarse con la política económica general. El mandato legal que ordena al Banco adoptar metas de inflación siempre menores a las registradas afecta la autonomía de la Junta y desconoce la coordinación entre las funciones de esa entidad y la política económica general.

El pronunciamiento de la Corte tenía como antecedente la controversia presentada entre quienes sostenían que la Constitución le había otorgado al Banco de la República como función exclusiva el combatir la inflación y quienes argumentaban que esa función objetivo tenía los límites fijados por la coordinación con la política general y, en especial, con el empleo. Este debate, que en principio era puramente académico, se había hecho público al iniciar el Gobierno del presidente Ernesto Samper, cuando el ex constituyente y primer ministro de Hacienda de esa administración, Guillermo Perry Rubio, manifestó reparos a algunos aspectos de la Ley 31 de 1992.

Perry, en el lanzamiento del libro *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, manifestó que la ley le había introducido un verdadero ‘torpedo’ a la coordinación al establecer en su artículo 4.º que las funciones del Banco se deberían cumplir en coordinación con la política general, siempre que esta no comprometiera la responsabilidad constitucional del Estado de velar por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda. También señalaba Perry que atentaba contra este principio de coordinación lo previsto en el literal i) del artículo 16 de la Ley 31, el cual indica que la Junta debe determinar la política sobre manejo de la tasa de cambio en común acuerdo con el ministro de Hacienda, pero que, en caso de desacuerdo, prevalecería la responsabilidad constitucional del Estado de velar por mantener la capacidad adquisitiva de la moneda. Perry además estaba en desacuerdo con el inciso del artículo 2.º, objeto de la demanda, que obligaba a fijar metas de inflación menores a las presentadas el año anterior. Los argumentos del ministro de Hacienda se fundamentaban en que el objetivo del Banco de la República no debía ser con exclusividad controlar la inflación, dado el efecto a corto plazo en el crecimiento del producto, y que por tal razón, al tomar decisiones de política monetaria, era su deber tener otros objetivos consagrados como derechos en la Carta.

El ministro Perry formuló objeciones similares en la presentación realizada en un foro internacional organizado en 1996 por el Banco de la República, en el que participaron académicos internacionales expertos en temas de

banca central, como Alex Cukierman y Charles Goodhart, quienes apoyaron el esquema de banca central independiente. El gerente general de la época, Miguel Urrutia Montoya, conocedor de la posición no solo del ministro Perry sino de otros funcionarios que conformaban el equipo económico del Gobierno, consideró de la mayor importancia que fueran estos ilustres economistas quienes en un foro académico recordaran las ventajas de tener un banco central independiente.

El ministro concluyó en ese foro:

Aunque solamente han transcurrido cuatro años de la autonomía de la Junta Directiva del Banco de la República, nuestra experiencia, como la de Chile ha sido exitosa en cuanto al logro de una reducción de la inflación en un marco macroeconómico estable.

Reconocer las virtudes del nuevo marco constitucional no debe, sin embargo, ser un obstáculo para discutir los aciertos o desaciertos de la ley que desarrolló las normas constitucionales, y si es del caso revisarla con el fin de que refleje más claramente los mandatos de la Carta y facilite una mayor eficacia en la acción coordinada de las autoridades económicas. (Perry, 1997, p. 37)

El también ex ministro de Hacienda y para esa época miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, Roberto Junguito Bonnet, en su artículo “La independencia de los bancos centrales en entredicho: el caso colombiano” salió al paso de los comentarios de Perry. Apoyado en las ponencias y discusiones de la Asamblea Nacional Constituyente y en las mejores prácticas de los bancos centrales independientes, argumentó que la Ley 31 lo que hacía en la práctica era definir unas reglas en casos de diferencias entre el ejecutivo y el banco central, las cuales privilegiaban el objetivo de la moneda sana, y no existía duda en que “los constituyentes prefirieron optar por la línea más ortodoxa de tener el único objetivo de controlar la inflación, al dar un mandato exclusivo de la Junta del Banco” (Junguito, 1995, p. 27).

En el artículo citado concluía:

Frente al posible conflicto que se pueda presentar en el muy corto plazo entre la estabilización y la variabilidad de la producción se anotó que una forma adecuada de resolverlo es exigir, como lo manda la Constitución colombiana, que exista una coordinación entre las funciones del Banco y la política económica general. Esto implica que no es necesario darle una valoración explícita a la meta de crecimiento dentro de la función objetiva del banco central, y que un medio adecuado de hacerlo es el procedimiento colombiano previsto en la ley de proponer rebajas graduales en la meta de inflación y establecer la coordinación mediante

un esquema de Programación Financiera en el cual se diseña la combinación de políticas económicas (monetaria, crediticia, cambiaria y fiscal) que permitieran alcanzar el objetivo de inflación bajo supuestos explícitos sobre el crecimiento económico. (Junguito, 1995, p. 36)

Un análisis sistemático de la Ley 31 de 1992 muestra que en efecto la ley establece como fin básico del Banco de la República combatir la inflación, e incluyó en su articulado reglas para solucionar controversias entre la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia y el Gobierno, poniendo en primer lugar la obligación de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda; de ahí la importancia del pronunciamiento de la Corte, que en la citada sentencia indicó que ese objetivo debía matizarse con los otros fines esenciales del Estado y las decisiones de la Junta debían tener presente en su análisis estas consideraciones.

Si bien la sentencia utiliza en su motivación los argumentos esgrimidos por el ministro Perry, el texto es bastante ambiguo: por una parte, incorpora el entender de los magistrados de la época respecto del alcance de las funciones del banco central en el Estado social de derecho y aboga por una mayor intervención en la economía, pero por otro, fortalece la autonomía de la Junta al indicar que el Congreso no puede limitar sus facultades por la vía legal ni imponer dirección alguna sobre las decisiones a su cargo, razón por la cual se declaró inexecutable el parágrafo del artículo 2.º de la Ley 31 de 1992.

Por esa razón, y luego de que apartes del texto de la sentencia fueran utilizados por los consuetudinarios críticos del modelo de banco central independiente, tanto en el Congreso como en la prensa nacional, el gerente general, Miguel Urrutia Montoya (1999), dio una interpretación alternativa de la sentencia, enfatizó que la responsabilidad de combatir la inflación también era del ejecutivo y por lo tanto la política fiscal debía tener en consideración el mandato constitucional de preservar la capacidad adquisitiva de la moneda. Urrutia, en su escrito, dejaba claro que la Junta, al definir la política monetaria, ya tenía en cuenta factores diversos a los exclusivamente monetarios.

Con la adopción de la política de inflación objetivo por parte del Banco de la República y las presentaciones públicas realizadas trimestralmente por el gerente general sobre el estado de la economía, en las cuales se deja claro que las discusiones de la Junta Directiva incluyen elementos más allá de los estrictamente monetarios, pareciera haberse zanjado la discusión.

4. ¿Puede el ejecutivo reemplazar a la autoridad monetaria cuando se utilizan los estados de excepción?

Otra sentencia muy importante fue la C-122 de 1997, que declaró inexecutable la emergencia económica decretada el 13 de enero de ese año. El Gobierno,

mediante el Decreto 80, había declarado este estado de emergencia económica y social y en su ejercicio emitió una serie de normas que usurpaban las facultades de la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad cambiaria. La decisión de la Corte se basó en que los hechos para declarar el estado de emergencia no eran ni sobrevinientes ni excepcionales, ya que eran conocidos por el Gobierno, y existían facultades ordinarias para enfrentarlos, en este caso por parte de la Junta Directiva del Banco.

La emergencia económica fue decretada por el Gobierno del presidente Samper aduciendo el ingreso extraordinario de divisas provenientes, entre otras, de privatizaciones del sector eléctrico, lo que, a juicio del ejecutivo, podría ocasionar una mayor revaluación del peso y un desbordamiento monetario, lo que afectaría los niveles de empleo. También se argumentó la difícil situación fiscal del Gobierno y la poca flexibilidad del gasto como consecuencia de las nuevas obligaciones incluidas en la Constitución del 91. La Corte, luego de pedir la opinión de diversos expertos, entre ellos los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República, algunos de los cuales en un acto de independencia frente al ejecutivo solicitaron de manera expresa la inexecutable del decreto, concluyó que los hechos argumentados para decretar la emergencia eran conocidos de antemano por el Gobierno y que, además, existían instrumentos ordinarios para enfrentar esa situación.

La Corte, luego de señalar que la autoridad cambiaria tenía suficientes instrumentos legales para combatir el fenómeno de revaluación de la moneda, al igual que el Gobierno para encarar la caída de los ingresos tributarios, indicó:

Los temas de la declaración [de emergencia] se relacionan con ámbitos de actividad densamente regulados y, algunos de ellos, se caracterizan por estar dotados no solamente de órganos de regulación y de control propios sino por aplicarse en ellos técnicas normativas que se traducen en la potestad de expedir prontamente resoluciones o actos dirigidos a corregir o prevenir distorsiones y efectos nocivos. Lo anterior se refleja en la existencia de mayores poderes ordinarios para resolver las crisis y, por consiguiente, en términos del principio de subsidiariedad, en la prevalencia de la normalidad institucional y en la verificación de un control de constitucionalidad más estricto que el que se verificaría si el repertorio jurídico fuera menor.

Lo que hace en particular interesante el fallo no es lo que menciona la sentencia, sino lo que no dice. En efecto, el proyecto de fallo derrotado por la mayoría de la Corte y que se incluyó como salvamento de voto de la posición minoritaria, es una crítica profunda al arreglo constitucional del banco central independiente en el que se justificaba la situación de emergencia por una supuesta inacción de la Junta Directiva del Banco de la República en el manejo

cambiario y por la ausencia de coordinación de sus políticas con la política económica general.

A este respecto señalaba el proyecto de sentencia minoritario:

En síntesis: es claro que en las épocas de normalidad, la Junta Directiva del Banco de la República tiene una suma de poderes en materias monetaria, cambiaria y crediticia. Pero, en el caso que nos ocupa, es decir, durante los dos últimos años, no ejerció tales poderes o si lo hizo no fue en coordinación con el ministro de Hacienda [acaso por el mecanismo de nombramiento de los miembros de la Junta, diabólico si se tiene en cuenta la sucesión de los gobiernos].

De haber prosperado la posición minoritaria de la Corte Constitucional, la decisión hubiera sido en la práctica un juicio político y un golpe formidable a la autonomía del banco central, en la medida en que la Corte le abría al Gobierno la posibilidad de reemplazar y asumir como propias, en situaciones de emergencia, funciones de estricta competencia de la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. La Sentencia C-122 de 1997 no solo dejó incólumes las facultades de la Junta Directiva, sino que estableció un precedente muy importante sobre los límites de la actuación entre la Junta y el Gobierno.

5. Un tema polémico: la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad crediticia

Uno de los temas en que tanto la doctrina como la jurisprudencia han guardado un relativo silencio es el alcance de las funciones de la Junta Directiva como autoridad crediticia. Los pronunciamientos de la jurisprudencia al respecto han sido poco claros, en tanto confunden las facultades de orientación del crédito con los instrumentos propios de la política monetaria.

A esto se suma que la Ley 31 de 1992, si bien incluye varias funciones relacionadas con la actividad crediticia, no estableció función específica alguna sobre la orientación del crédito en la economía. Las funciones previstas en la ley se refieren a las competencias de la Junta para regular el crédito interbancario y utilizar instrumentos que, en algún momento, pueden complementar la política monetaria, como es la intervención directa al crédito al fijar límites a su crecimiento o la imposición de topes a la tasa de interés que puede ser cobrada por los establecimientos de crédito.

El excodirector Néstor Humberto Martínez, en su obra *Cátedra sobre el Banco de la República. Antecedentes y régimen funcional*, considera que la jurisprudencia en esta materia:

[...] constituye un desatino porque por esta vía le entrega toda la política económica al Gobierno y olvida que el crédito puede ser intervenido por el Congreso y el Gobierno, en desarrollo de claros postulados constitucionales sobre intervención en la economía sin que se usurpen las competencias asignadas a la Junta Directiva del Banco de la República y que tienen que ver exclusivamente con su deber de velar por el mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda. ¿Acaso la posibilidad de orientar el crédito hacia el sector agropecuario o definirle condiciones preferenciales de plazo o interés al crédito para la vivienda, son aspectos íntimamente asociados al control de la inflación? (Martínez, 2013, p. 105)

Lo cierto es que la pregunta formulada no ha tenido respuesta en los fallos de la Corte, ya que las sentencias en esta materia se han enfocado en tratar los temas de competencias entre el legislativo, el ejecutivo y la Junta Directiva del Banco de la República. Lo anterior, en la medida en que estos pronunciamientos se han hecho respecto de disposiciones legales que, en lugar de ser generales y abstractas, relacionadas con las atribuciones de la Junta, regulaban de manera específica aspectos tales como las tasas de interés aplicables a los créditos de fomento agropecuario (Sentencia C-484 de 1994, que declaró inexecutable el parágrafo del artículo 12 de la Ley 101 de 1993) o la refinanciación de la deuda de ciertos sectores (Sentencia C-021 de 1994, que declaró inexecutable el artículo 3.º de la Ley 34 de 1993) o la determinación de líneas de crédito en condiciones especiales para el sector agropecuario (Sentencia C-615 de 1996, que declaró inexecutable parcialmente el parágrafo del artículo 11 de la Ley 191 de 1995). En otras palabras, se presentaba una clara extralimitación de las funciones del Congreso al establecer de manera precisa la manera como la Junta del Banco debería adoptar las políticas a su cargo o trasladaba al Gobierno funciones propias de la Junta.

A este respecto la jurisprudencia de la Corte ha sido consistente, como en la Sentencia C-615, en la que se señala:

La doctrina de la Corte, arriba citada, ha puesto de presente que las condiciones especiales del crédito agropecuario, en sus lineamientos generales, las establece la ley y, en lo demás, se desarrolla a través de los instrumentos cuyo manejo se ha confiado a la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad en materia de crédito. La ley, de otro lado, al desconocer la competencia de la Junta, violó el principio de ejercicio armónico del poder, pues su cometido podía lograrse sin apartar a un órgano que tiene en la materia competencias de origen constitucional. Falta agregar que las competencias constitucionales de la Junta Directiva del Banco de la República no son delegables en otro

órgano del Estado, así se cuente con su aquiescencia, como quiera que tal proceder no lo autoriza la Constitución. (1996).

Por esa razón, en la Sentencia C-560 la Corte expresó:

Cuando se trata de la implementación y manejo de un programa de crédito, no puede faltar la participación del Banco de la República, porque a pesar de la especial motivación y tratamiento, en razón de los potenciales beneficiarios que inspiran las antedichas disposiciones constitucionales, la regulación sigue siendo potestad de la Junta Directiva del Banco de la República. (1994)

Sin embargo, se repite, la ley no previó función alguna para la Junta a este respecto y las expedidas han invadido sus competencias. Una hipótesis plausible es que, dada la enorme actividad de la Junta Monetaria en intervenir de manera directa el crédito y los efectos negativos que tuvo la utilización del crédito de fomento, la Ley 31 de 1992 se curó en salud y prefirió dejar a una autoridad crediticia sin funciones directas en la orientación del crédito.

6. Si bien le está vedado al Congreso invadir la autonomía de la Junta Directiva del Banco de la República, ¿sí lo puede hacer la Corte Constitucional?

Ya se mencionó que la jurisprudencia de la Corte ha sido consistente en señalar que

[...] el legislador puede determinar la manera como el banco debe cumplir con las atribuciones que le corresponden según la Constitución (arts. 150-22 y 372), pero ello solo habilita a aquel para establecer las limitaciones que resulten necesarias e indispensables y, además proporcionadas a la misión que le ha sido asignada al Banco, de tal manera que no lesione el núcleo esencial de la autonomía [de] que es titular. De este modo, es preciso entender que las aludidas limitaciones deben resultar compatibles con la autonomía funcional y técnica propia del Banco. Por lo tanto, resultan inadmisibles aquellas regulaciones del legislador que de alguna forma constituyan un catálogo puntual de conductas, que le sirvan de guía o parámetro obligado para el ejercicio de su actividad institucional y que lo inhiban para apreciar, según su prudente juicio, la oportunidad y conveniencia de las medidas que debe adoptar. (Sentencia C-208 de 2000)

La citada sentencia declaró inexecutable la expresión “en situaciones excepcionales y por períodos que sumados en el año no excedan más de 120 días” contenida en el literal e) del artículo 16 de la Ley 31 de 1992, que faculta a la Junta para imponer tasas máximas de interés remuneratorios que los establecimientos de crédito pueden cobrar o pagar sobre todas las operaciones activas o pasivas. La inclusión en la ley de este límite en el tiempo a la intervención de las tasas de interés, tal y como se señaló en la intervención del Banco de la República en el trámite de la demanda, se justificó en la medida en que:

- a) En la ley 31 se recogió el criterio de que la autoridad monetaria utilizara, dentro del esquema de una economía de mercado, herramientas que privilegiaran la intervención indirecta a cambio de los instrumentos de intervención administrativa directa, como es el control de las tasas de interés.
- b) El aparte de la norma acusada tiene como fundamento el criterio anterior, de manera que se limita el control administrativo a las tasas de interés máximas de interés remuneratorio.

La posición institucional del Banco ponía de presente los efectos negativos que podrían derivarse del control de las tasas de interés por períodos largos sobre la actividad financiera, pues afectaría la correcta asignación de recursos y la transparencia de las operaciones financieras. La Corte consideró:

Para la Sala resultan lesivas de esa autonomía del Banco de la República los mandatos que desarrollan de manera puntual y concreta las funciones cambiarias, monetarias y crediticias del Banco, o que regulen específicamente casos particulares referidos a dichas funciones, porque en esas circunstancias el legislador sustituye la voluntad de la Junta Directiva del Banco y asume, en su lugar, el manejo de las políticas que la Constitución le ha atribuido específicamente a esta.

Paradójicamente, la Corte Constitucional en Sentencia C-955 de 2000, pese a reconocer de nuevo la autonomía técnica de la Junta, fijó de manera “puntual y concreta” la metodología que esta debe seguir para calcular los límites a la tasa de interés aplicable al crédito hipotecario, la cual, según esa y otras sentencias de la Corte, debía ser la más baja del mercado a fin de amparar el derecho a la vivienda digna.

Al imponer la Corte la obligatoriedad de intervenir de manera permanente las tasas de interés del crédito hipotecario y fijar una metodología que atienda ese propósito, ignoró los diversos argumentos técnicos que se le presentaron en su momento y que explicaban las especiales características del crédito

hipotecario y el funcionamiento del sistema financiero que se dedica a este segmento del crédito. También ignoró la autonomía técnica de la Junta Directiva del Banco de la República, al establecer una metodología que solo podrá modificarse con un nuevo pronunciamiento de la Corte y que, con seguridad, se pondrá a prueba cuando debido al ciclo económico se presenten de manera generalizada tasas de interés al alza. Será en ese momento cuando se verán los efectos de lo que podría considerarse como una extralimitación de funciones de la Corte.

Como se indicó por el autor de este escrito en el artículo “La Corte Constitucional y la política económica”:

Los argumentos de la Corte son, sin duda, cuestionables e ignoran principios fundamentales de cómo funciona el sistema financiero. En efecto, la sanidad del sistema depende del circuito fluido de captaciones y préstamos en donde se reconocen y se cobran intereses. Distorsiones en ese proceso afectan la profundidad del sistema y entran la colocación del crédito. Por otra parte, se olvidó la amplia experiencia internacional que muestra que es más importante el acceso al crédito que su costo, en especial para aquellos sectores que no cuentan con garantías suficientes para cubrir los créditos y que, por ende, tienen mayores niveles de riesgo y acarrear costos administrativos mayores para las entidades financieras. (Hernández, 2007, p. 59)³⁶³

7. ¿Quién debe regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora?

En 1994 la Corte Constitucional, mediante Sentencia C-560, trató el tema del alcance de la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria y crediticia en relación con la regulación prudencial del sistema financiero. La demanda sostenía que algunas disposiciones de la Ley 35 de 1993 –reforma financiera tramitada por la administración Gaviria– se habían extralimitado, al asignar competencias al Gobierno en materias cuyo conocimiento era de estricta competencia de la Junta.

La demanda y el pronunciamiento de la Corte son en particular relevantes porque los artículos impugnados se refieren a los instrumentos de intervención del

³⁶³ En igual sentido se pronunció el expresidente César Gaviria Trujillo, al señalar: “Es cierto que en algunos de los fallos en materia económica de finales de los años noventa [la Corte] trató de trazar la línea en terrenos que no le corresponden, y se dio una forma de activismo que resultó nociva por el desconocimiento que ella tenía de ciertos temas económicos, como el funcionamiento del sistema UPAC al que le hicieron un gran daño” (De la Calle, 2004, p. 49).

Gobierno en relación con las entidades financieras y aseguradoras, tales como fijar los plazos de las operaciones autorizadas, así como las clases y montos de las garantías requeridas para realizarlas, establecer las normas requeridas para que las entidades de intervención mantengan niveles adecuados de patrimonio y limitar o prohibir el otorgar avales y garantías por parte de las entidades financieras. Asimismo, se incluían en la demanda las facultades previstas para fijar límites máximos de crédito o en concentración de riesgo, en forma directa o indirecta, y para regular que en el otorgamiento del crédito no se empleen prácticas discriminatorias que impidan injustificadamente el acceso al crédito a los demás servicios financieros. La demanda también incluía las facultades de orientación del crédito cuando existan fallas del mercado o para democratizar el crédito.

La demanda, en palabras simples, pretendía que fuera el Banco de la República el que estableciera temas propios de la regulación prudencial. Lo que hace más interesante el debate jurídico planteado a la Corte es que quien presentó la demanda era un abogado del Banco de la República y que la defensa de los artículos demandados fue quien a la fecha se desempeña como director jurídico del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

La posición de la Corte fue tajante, en su concepto:

En materias como las que tratan las normas demandadas, la Corte estima indispensable recalcar que, a la luz de la preceptiva constitucional vigente y siguiendo el criterio de la prevalencia del interés público en ella consagrado, no puede permitirse que aspectos tales como los límites de endeudamiento de las instituciones financieras, los topes de los créditos que ellos otorgan, las clases y requisitos de las garantías exigidas a los deudores, o los niveles de patrimonio mínimo de quienes ejercen la gestión financiera, queden librados a la más absoluta discreción de los entes participantes o dependan de forma exclusiva de las fuerzas del mercado y del incontrolado juego de la oferta y la demanda. La presencia estatal, activa, técnicamente orientada y razonablemente dirigida, dentro de unas políticas globales que preserven el sano y armónico desenvolvimiento de la actividad crediticia, resulta insustituible como garantía para el público y como factor que incide en la solidez del sistema económico en su conjunto.

Asuntos de especial trascendencia económica como los niveles de riesgo en la colocación de los dineros confiados a las instituciones financieras, ya por los particulares, ora por las entidades del Estado, deben ser objeto de la permanente vigilancia del Ejecutivo, pues las operaciones de inversión que se efectúen con tales recursos no interesan solamente al establecimiento crediticio que las lleva a cabo, sino primordialmente a los depositantes, asegurados e inversionistas (artículo 1.º de la Ley 35 de

1993), y, en general, afectan la integridad del componente financiero de la economía y, por tanto, el interés público. Por ello deben marchar dentro de los cauces que trace el Gobierno con arreglo a la ley, bajo la perspectiva de garantizar la solidez operacional de todo el conjunto sometido a control, la adecuada inversión de los fondos captados del público y la transparencia del mercado.

El artículo 334 del Estatuto Fundamental confía al Estado la dirección general de la economía, mientras el 335, específicamente relacionado con las actividades financiera, bursátil, aseguradora y con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, es diáfano al declarar que ellas sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias.

Todo lo dicho encaja dentro de los principios básicos que inspiran al Estado social de derecho (artículo 1.º, C. P.), que mal podría dejar expó-sita la confianza pública en el manejo ordenado, serio y transparente del sistema financiero, ni permitir que los recursos provenientes del ahorro privado afrontaran contingencias susceptibles de ser evitadas y controladas merced a la vigilancia de la autoridad pública responsable de conducir y orientar la economía nacional.

En ese orden de ideas, la interpretación prohijada por el demandante, según la cual las atribuciones que la normatividad acusada confiere al jefe del Estado tendrían que ser forzosamente entregadas a la competencia exclusiva y excluyente de la Junta Directiva del Banco de la República, desconoce sin duda la vigencia de los aludidos preceptos constitucionales, dentro de una visión parcial e incompleta del ordenamiento básico.

Esta posición de la Corte, que ha sido reiterada en distintas sentencias, da absoluta certeza a la competencia del Gobierno para fijar las normas prudenciales del sector financiero. De allí que propuestas para que sea el Banco de la República el que asuma esas funciones, requerirían de una reforma constitucional.

La experiencia colombiana y, en especial, la de los últimos años, muestra que es posible y eficaz la coordinación entre la Red de Seguridad Financiera (Banco de la República, Unidad de Regulación Financiera, Superintendencia Financiera y Fogafín), no de otra manera se hubiera podido llevar a cabo una agenda tan agresiva de reformas en la regulación y la supervisión financieras que ha permitido acercarlas a los mejores estándares internacionales, como ha sido consignado en distintas evaluaciones realizadas por el Fondo Monetario

Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Además, esta coordinación ha permitido que en situaciones como la crisis financiera global presentada luego de la quiebra de Lehman Brothers, las autoridades financieras hubieran podido tomar una mezcla de medidas que incluyeron la imposición de encajes marginales, el establecimiento de controles temporales de capitales, la orden de no distribución de utilidades a las entidades financieras de manera preventiva y medidas fiscales contracíclicas. Estas medidas macro y microprudenciales fueron indispensables para que el sistema financiero no sufriera mayores efectos frente al desbarajuste financiero global, sin necesidad de modificar la Constitución Política (Hernández, 2012).

8. ¿Hasta dónde llega el control fiscal frente al Banco de la República?

Reconocido por la Corte Constitucional el carácter del Banco de la República como organismo autónomo e independiente, ha sido materia de pronunciamiento del máximo órgano constitucional los controles a que está sujeto el banco central. En Sentencia C-566 de 2000 la Corte manifestó:

De conformidad con la Carta, el Banco de la República está sujeto a diferentes tipos de control: de legalidad, en la medida que sus actos son de carácter administrativo y, por ende, pueden ser demandados ante la jurisdicción de lo contencioso administrativo (art. 237, C. P.); a un control político, en los términos que establece el artículo 371 de la Carta; a un control disciplinario, a cargo de la Procuraduría General de la Nación, respecto de los servidores públicos; y a un control fiscal, por parte de la Contraloría General, en aquellos eventos en los que el Banco cumple actividades de gestión fiscal (art. 268, C. P.) [...]

Adicionalmente, en atención a la naturaleza del Banco y a las particulares funciones técnicas que le corresponde cumplir, la Constitución prevé un sistema de control especial en cabeza del presidente de la República, que deberá ser ejercido de acuerdo con los parámetros trazados por el legislador. Así se consagra en el último inciso del artículo 372 de la Constitución: “El presidente de la República ejercerá la inspección, vigilancia y control del Banco en los términos que señale la ley”.

Este control especial del presidente de la República ha sido delegado en un auditor especial designado por el presidente para ejercer la función de control y en la Superintendencia Financiera para el ejercicio de la inspección y vigilancia. Precisamente, la Sentencia C-566 de 2000 encontró exequible el

artículo 48 de la Ley 31 de 1992, que permite esta delegación en la Auditoría del Banco de la República, al considerar que esta:

goza de autonomía e independencia en el ejercicio de las funciones que le han sido asignadas, sino también porque el auditor es designado directamente por el presidente de la República y debe responder ante él por su gestión. Así las cosas, no se infringe la citada disposición del Estatuto Superior, pues allí se autoriza la delegación de funciones en entes administrativos, en las agencias estatales que señale la ley, y en “subalternos o en otras autoridades, de conformidad con las condiciones que fije la ley”.

Con relación al control fiscal la Corte, en Sentencia C-050 de 1994, indicó:

La autonomía patrimonial implica que podrá integrar y disponer de sus propios activos, en moneda nacional y extranjera, los cuales contabilizará en sus estados financieros para que exista unidad en el manejo de sus recursos, en la obtención de las utilidades y en la destinación de las mismas; así, las reservas internacionales deben manejarse con los demás activos, desapareciendo la cuenta especial de cambios. Las utilidades que se obtengan por la administración de sus activos se destinarán para constituir las reservas legales que le permitan al Banco atender a sus necesidades y fines propios y precaver los momentos de crisis para con ellas asumir los costos que demande su intervención en el manejo cambiario, monetario y crediticio por la utilización de los instrumentos a su cargo.

La Corte Constitucional se pronunció de la anterior manera ante una demanda presentada por los doctores Guillermo Salah Zuleta y Jorge Enrique Ibáñez a un aparte de la Ley 42 de 1993. La sentencia estableció como principio general que la actividad de la Contraloría General de la República respecto al banco central no puede ser integral y solo podría realizarse cuando de manera efectiva se realicen por parte del Banco actividades de gestión fiscal. La sentencia también es clara en indicar que las reservas internacionales no son bienes o recursos fiscales y que sus rendimientos solo se convierten en un ingreso fiscal una vez la Junta Directiva, al aprobar los estados de resultados del Banco, determina las utilidades del ejercicio. Dice la Corte que, con anterioridad a ese momento, la configuración del ingreso fiscal no es más que una mera eventualidad.

Sin embargo, un salvamento de voto por parte del magistrado Eduardo Cifuentes Muñoz, de manera contradictoria con el argumento central ya esbozado y apoyado por la mayoría de la Corte, sugiere la posibilidad de un control fiscal integral, al señalar:

Si la operación global del Banco arroja pérdidas que en los términos de la ley deben ser asumidos por la Nación, es evidente que aquí se verifica una eventualidad que amerita y legitima plenamente el control fiscal y deja de tener asidero la separación de las políticas a cargo del Banco frente a la Hacienda Pública, premisa esta sobre la que los constituyentes eligieron una suerte de control unificado en cabeza del presidente de la República, que al no optarse en la situación planteada justifica la intervención del contralor general de la República.

El argumento del magistrado Cifuentes en su salvamento de voto ignora el principio de la autonomía patrimonial o financiera del Banco de la República reconocido por la Corte. Trabajos como los de Stella y Lonnberg (2008) destacan la importancia de que el marco institucional prevea reglas claras sobre la forma como se enjagan los posibles resultados negativos del balance del Banco central, mediante recursos del presupuesto y nunca de emisión. El estudio citado, al revisar la experiencia de varios bancos centrales, concluye señalando que las pérdidas son resultado en muchas oportunidades a la intervención en casos de inestabilidad y crisis financieras y en casos de fuertes intervenciones en el mercado de cambio.

La tesis de un control fiscal integral, que ha sido rechazado por la Corte de manera reiterada, podrá abrir un camino inconveniente en la medida en que permitiría a la Contraloría General de la República controvertir por esta vía las medidas de política monetaria, cambiaria y crediticia con el argumento de que estas generan eventuales pérdidas que deben ser cubiertas por el presupuesto general de la nación, situación que claramente afectaría la autonomía del banco central.

9. Conclusiones

Este capítulo ha mostrado la importancia de los fallos de la Corte Constitucional en la autonomía del Banco de la República. De manera general, la jurisprudencia constitucional ha apoyado el esquema institucional de banca central independiente, al reconocer su autonomía técnica, administrativa y patrimonial, y su independencia frente a las ramas ejecutiva y legislativa.

No obstante, y en especial durante la denominada crisis del fin de siglo, algunos fallos propugnaron por una mayor intervención de la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, mediante mecanismos de intervención directa, y en otros casos, como es el que obliga a un control permanente a las tasas de interés del crédito hipotecario, no tuvieron en consideración el adecuado funcionamiento del sistema financiero ni la autonomía del banco central.

El análisis jurisprudencial muestra que las tesis de la Corte son cambiantes según la composición de sus integrantes y su posición ideológica. Las nuevas tendencias del derecho constitucional llevan a que frente a situaciones críticas en el ámbito económico y social, sea la Corte la que considere que tiene la obligación de enfrentar dichos problemas. Lo anterior permite pensar que en el futuro algunos de los temas acá reseñados pueden ser revisados por la Corte Constitucional.

Referencias

- Aguirre, E.; Junguito, R.; Miller, G. (1997). *La banca central en América Latina. Aspectos económicos y jurídicos*. Bogotá, Tercer Mundo Editores, Banco de la República.
- Alesina, A.; Carrasquilla, A.; Steiner, R. (2002). *Reformas institucionales en Colombia*, en A. Alesina (ed.) Bogotá, Alfaomega, Fedesarrollo.
- Carstens, A.; Jácome, L. I. (2005). “Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges”, IMF Working Paper (WP/05/114), Fondo Monetario Internacional, junio.
- De la Calle, H. (2004). *Contra todas las apuestas*, Bogotá: Editorial Planeta.
- Gaitán, B. (2004). *Lecturas Dominicales*, El Tiempo, 5 de septiembre.
- Hernández G. (2012). “Macprudential Policies to Achieve Financial Stability”, conferencia dictada en el seminario auspiciado por el Banco Central de Uruguay y el Fondo Monetario Internacional.
- Hernández G. (1997). “El Banco de la República como banco central independiente”, en Aguirre, E.; Junguito, R.; Miller, G. *La banca central en América Latina. Aspectos económicos y jurídicos*. Bogotá: Tercer Mundo Editores, Banco de la República.
- Hernández G. (2007). “La Corte Constitucional y la política económica”, en *Memorias del conversatorio Diálogo entre abogados y economistas sobre la Constitución en el aspecto económico*. Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Junguito R. (1995). “La independencia de los bancos centrales en entredicho: el caso colombiano”, en *Revista del Banco de la República*, vol. 68, núm. 812, pp 24-37, junio.
- Ley del Banco de la República (1992). *Ley 31 de 1992, compilación normativa Banco de la República*.
- Martínez, N. H. (2013). *Cátedra sobre el Banco de la República. Antecedentes y régimen funcional*, Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana y Colección Cátedra Bancolombia.

- Perry, G. (1997). “Los bancos centrales en América Latina dentro de su nueva estructura jurídica”, en Aguirre, E.; Junguito, R.; Miller, G. *La banca central en América Latina. Aspectos económicos y jurídicos*. Bogotá: Tercer Mundo Editores, Banco de la República.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-529 de 1993, M. P. Eduardo Cifuentes Muñoz.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-021 de 1994, M. P. Antonio Barrera Carbonell.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-050 de 1994, M. P. Hernando Herrera Vergara.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-484 de 1994, M. P. José Gregorio Hernández Galindo
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-560 de 1994, M. P. José Gregorio Hernández Galindo.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-431 de 1996, M. P. Antonio Barrera Carbonell.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-615 de 1996, M. P. Eduardo Cifuentes Muñoz.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-122 de 1997, M. P. Alejandro Martínez Carbonell y Eduardo Cifuentes Muñoz.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-481 de 1999, M. P. Alejandro Martínez Caballero.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-208 de 2000, M. P. Antonio Barrera Carbonell
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-566 de 2000, M. P. Carlos Gaviria Díaz.
- Sentencia de la Corte Constitucional: C-955 de 2000, M. P. José Gregorio Hernández Galindo.
- Steiner R. (1995). *La autonomía del Banco de la República*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Stella, P.; Lonnberg, A. (2008). “Issues in Central Bank Finance and Independence”, IMF Working Paper (WP/08/37), Fondo Monetario Internacional, febrero.
- Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*. Bogotá: Universidad de los Andes.
- Urrutia M. (1999). “La autonomía del Banco de la República y el reciente fallo de la Corte Constitucional” [nota editorial], en *Revista del Banco de la República*, vol. 72, núm. 862, pp. 5-11, agosto.

Capítulo 9

La política monetaria durante los primeros años del Banco Central Independiente: 1992-1998

**Camila Gamba Tiusabá
José E. Gómez González**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Contexto macroeconómico

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

1.1 Comportamiento de los flujos de capitales en Colombia entre 1992 y 1998

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

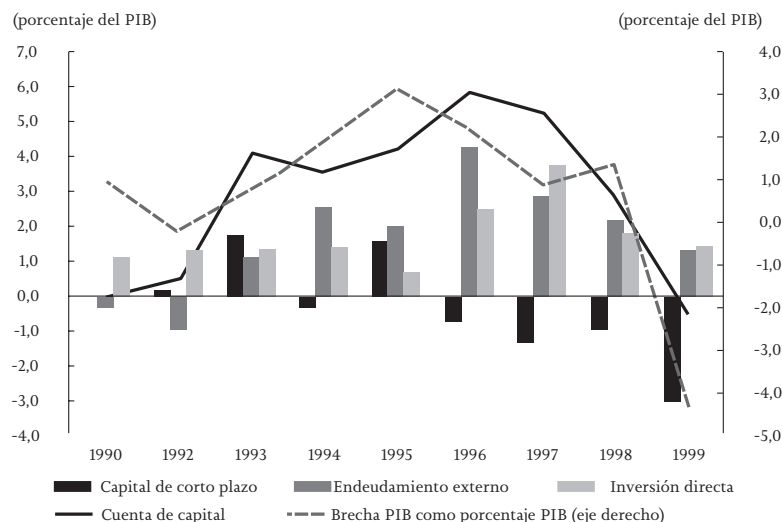
Al estudiar el comportamiento de los flujos de capitales en el país, Alonso *et al.* (2003) identifican la existencia de dos etapas con claridad demarcadas en los noventa. La primera de ellas, ocurrida entre 1991 y 1997, se caracterizó por ser una etapa en la cual se dieron grandes entradas de capital;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

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

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

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

Gráfico 1
Composición cuenta de capital



Fuente: Banco de la República.

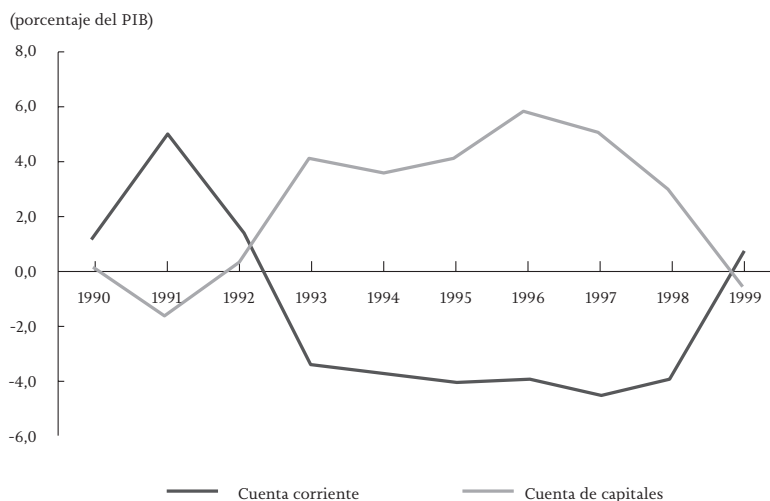
Los mayores ingresos de capital en Colombia entre 1991 y 1997 financiaron el mayor gasto de la economía colombiana, hecho que se reflejó en el comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la cual pasó de registrar un superávit de 4,9 % del PIB en 1991, a presentar un déficit de 4,0 %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

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

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

de intercambio se empezaron a constituir inversiones en el exterior que condujeron a una reversión significativa de los flujos de capital (Gómez-González y Kiefer, 2009).

Gráfico 2
Cuenta corriente y cuenta de capitales



Fuente: Banco de la República.

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

Asimismo, si bien el sector público continuó endeudándose en el exterior y los flujos de largo plazo por inversiones directas siguieron ingresando al país, estos no fueron de las magnitudes observadas en la primera parte de la década, situación que se reflejó en el déficit de la cuenta de capital y la cuenta fi-

nanciera de 0,5 % del PIB en 1999, lo que se tradujo en una fuerte corrección de la cuenta corriente que presentó un superávit de 0,7% del PIB en el mismo año.

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

1.2 Comportamiento de las variables relacionadas con la estabilidad financiera en Colombia

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

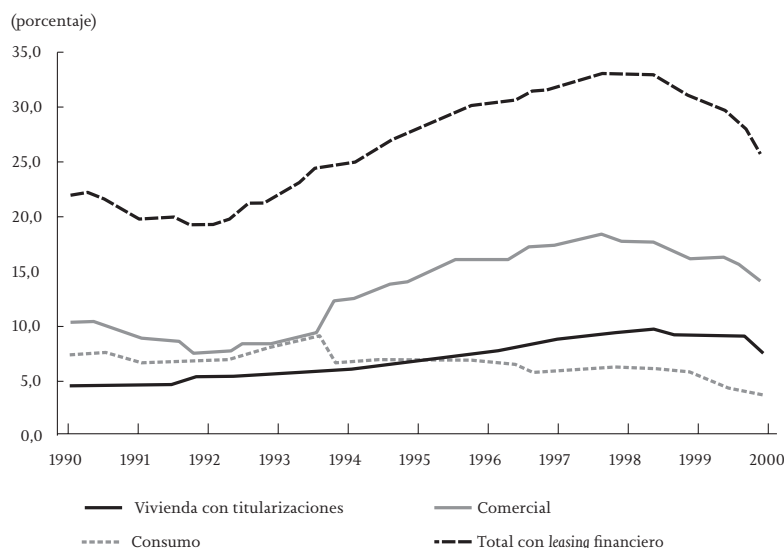
A su vez, expansiones del crédito se relacionan de forma positiva con aumentos en el precio de los activos, en particular los precios de la finca raíz, y con incrementos del producto observado por encima del potencial –brechas de producto positivas– (Gómez-González *et al.*, 2015).

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

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

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

Gráfico 3
Profundización financiera
(cartera/PIB)



Fuente: Banco de la República.

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

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

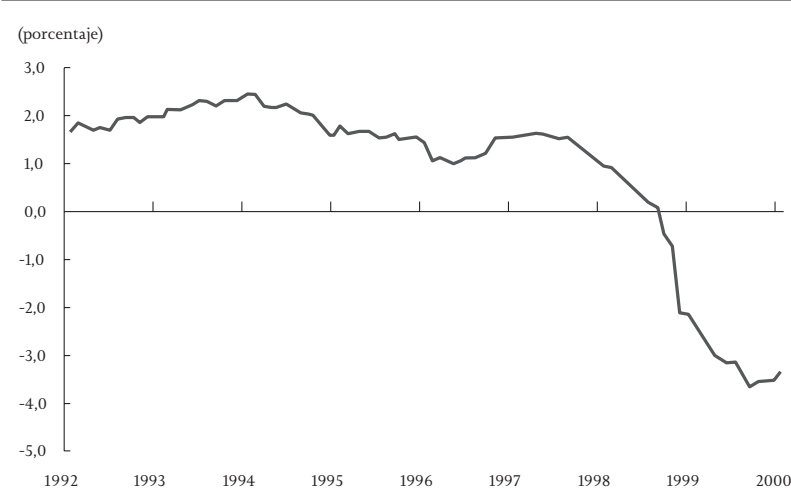
Entre 1998 y 1999 ocurrió una reversión intensa del flujo de capitales, motivada en especial por el incremento de la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales tras las crisis financieras de varias economías: la de Asia, la de Rusia y la de Brasil. Al entrar la economía en una profunda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

Gráfico 4
Calidad de la cartera
(cartera vencida/cartera bruta)



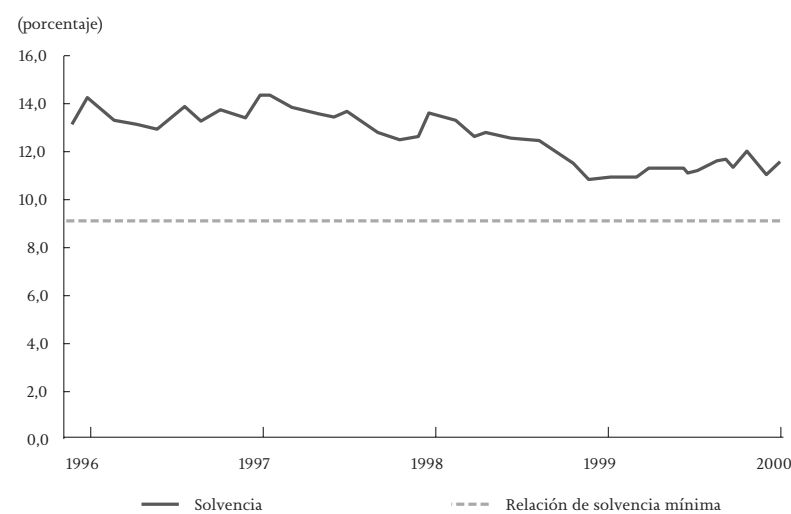
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5
Rentabilidad del activo (ROA)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 6
Relación de solvencia



Fuente: Banco de la República.

2. Los años noventa: una década de fuerte interacción entre las políticas monetaria y cambiaria

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

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

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

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

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

A partir de 1991 se empezaron a descentralizar las transacciones en divisas y se crearon condiciones propicias para el desarrollo del mercado cambiario. Urrutia (2002) plantea que durante ese período no se pensó en tener un sistema cambiario totalmente flexible, ante todo por la presión de los exportadores,

quienes temían que dicho sistema pudiera llevar a una fuerte revaluación del peso.

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

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

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

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

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

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

Dicha reducción en la inflación se explica por varios factores. Por una parte, el proceso de apertura económica y financiera iniciado en el Gobierno de César Gaviria llevó a la liberalización de importaciones y la reducción de aranceles, que promovió más competencia de bienes y servicios. Por otra, la independencia del Banco de la República respecto del Gobierno nacional condujo

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

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

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

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

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

Gráfico 7
Tasa de inflación



Fuente: Banco de la República.

3. Primeros pasos: política monetaria y certificados de cambio, 1992-1994

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

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

consistía en reducir la inflación de los niveles prevalecientes en el pasado hasta llegar a niveles considerados adecuados en el contexto internacional (inflación de un dígito).

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

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

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

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

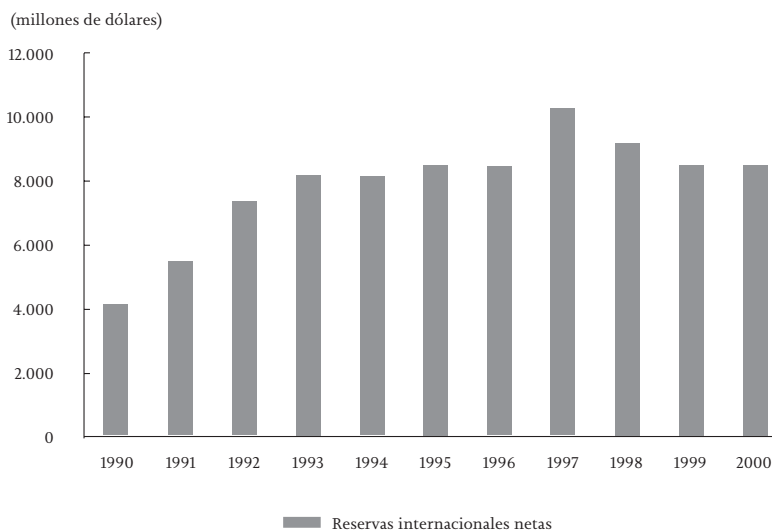
La intensa entrada de capitales y el proceso de acumulación de reservas internacionales (Gráfico 8), que derivaron por la preocupación cambiaria del Banco de la República, implicaron retos de política importantes.

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

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

Gráfico 8

Reservas internacionales del Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

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

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

La tasa de cambio oficial era el precio al cual los certificados podían ser redimidos a la fecha de vencimiento establecida. El certificado descontado era el precio fijado para las estadísticas de la tasa de cambio del mercado. El saldo de certificados de cambio emitidos alcanzó un valor máximo de USD1,8 billones, correspondientes aproximadamente al 3 % del PIB de 1993.

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

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

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

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

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

4. Adolescencia: política monetaria y bandas cambiarias, 1994-1998

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

Pese a estas críticas, el sistema de bandas cambiarias se estableció en enero de 1994 como un mecanismo de flexibilización del sistema cambiario, imperante hasta el momento en el país. El sistema de bandas cambiarias consistía en un corredor establecido por el Banco de la República en el cual el piso

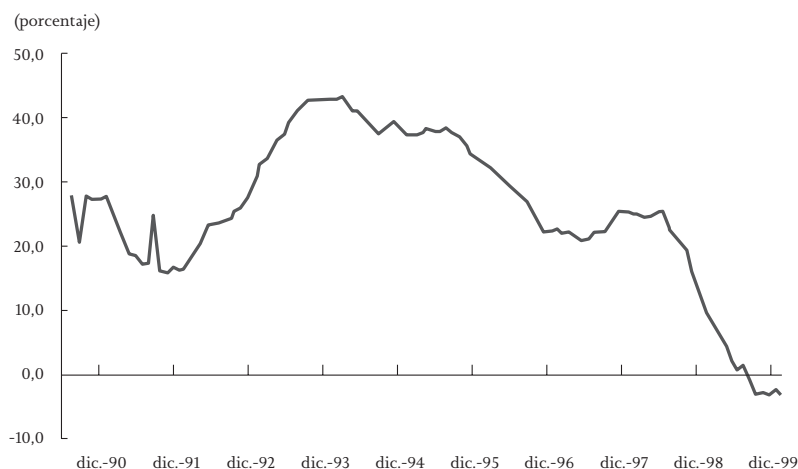
marcaba la tasa de cambio bilateral peso-dólar mínima, mientras que el techo fijaba la tasa de cambio bilateral máxima.

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

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

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

Gráfico 9
Tasa de crecimiento de la cartera bruta



Fuente: Banco de la República.

Desde el momento en que se suprimió la emisión de certificados de cambio el Banco de la República emitió base monetaria en lugar de deuda doméstica a cambio del influjo de dólares. La decisión fue tener metas de oferta monetaria más explícitas en el contexto de una tasa de cambio nominal más flexible. Se utilizó el dinero como ‘ancla’ para la estabilización y de esta manera se permitió mayor flexibilidad de la tasa de cambio nominal (Gráfico 10). La banda para los agregados monetarios fue de cuatro puntos, amplitud que se argumentó por el deseo de la Junta Directiva de no desestimar variaciones de la demanda consideradas normales. En el caso de una banda monetaria más estrecha, las fluctuaciones estacionales de las transacciones habrían implicado mayor variabilidad de la velocidad (y por ende de las tasas nominales de interés), en exceso de las que las autoridades consideraban normales (Carrasquilla, 1994).

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

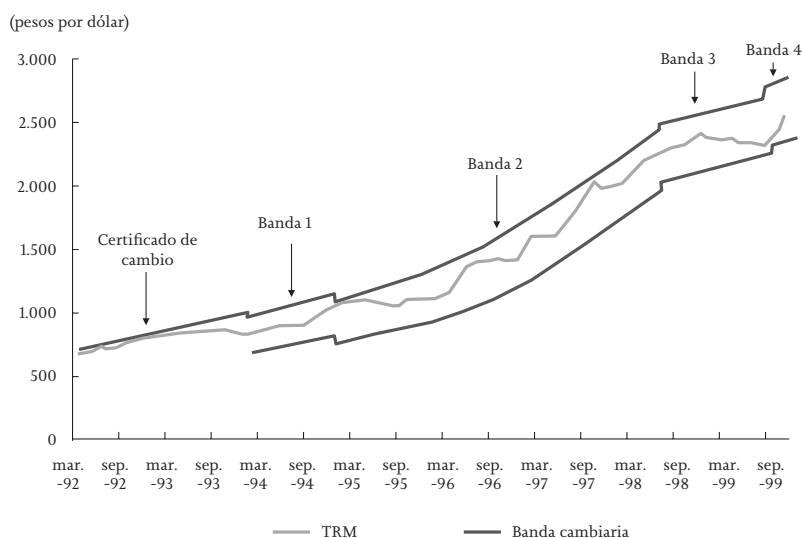
Durante su operación, la Junta Directiva del Banco de la República debió hacer algunos cambios a la banda, en cuanto a pendiente y desplazamiento. Cuantitativamente los parámetros evolucionaron de la siguiente manera: la pendiente del 24-ene-94 al 12-dic-94, 11%; del 13-dic-94 al 31-dic-96, 13,59 %;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

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

La experiencia de 1998 y 1999 puso en evidencia las propiedades estabilizadoras de la banda cambiaria. Desde los últimos meses de 1997, después de la crisis asiática, la tasa de cambio se estaba depreciando y tocaba el límite superior de la banda, obligando al Banco a vender grandes cantidades de divisas. La preocupación era la de ocurrir una sobre-reacción de la tasa de cambio nominal que afectara la inflación y desestabilizara la economía. En ausencia de las bandas cambiarias se sugiere que el efecto pudo ser mayor, no solo por

los desbalances externos y fiscales, sino además por la incertidumbre política alrededor de las elecciones presidenciales de 1998. Por último se decidió subir el límite superior de la banda hacia finales de 1998, gracias a un programa de ajuste que se venía gestando y del compromiso de ajuste fiscal del Gobierno entrante.

Gráfico 10
Tasa de cambio nominal



Fuente: Banco de la República.

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

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

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

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

5. Conclusiones

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

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

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

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

En el período se gestaron desbalances macroeconómicos tan significativos que desencadenaron en la crisis financiera más fuerte que ha vivido el país; en

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

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

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

Referencias

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

- Amador-Torres, J. S.; Gómez-González, J. E.; Ojeda-Joya, J.; Jaulin-Méndez, O.; Tenjo-Galarza, F. (2016). "Mind the Gap: Computing Finance-Neutral Output Gaps in Latin-American Economies", en *Economic Systems*. vol. 40, núm. 3, pp. 444-452.
- Aristizábal, C.; Lozano, L. I. (2003). "Déficit público y desempeño en los noventa: el caso colombiano", en *Borradores de Economía*, núm. 261, Banco de la República, Bogotá.
- Caballero, C.; Urrutia, M. (2006). "Las crisis financieras del siglo XX", en C. Caballero y M. Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, pp. 61-161, Bogotá: Norma.
- Carrasquilla, A. (1994). "Desarrollo reciente de las políticas monetarias y cambiarias en Colombia", en *Borradores de Economía*, núm. 8, Banco de la República, Bogotá.
- Carrasquilla A.; Suescún, R. (1999). "Sobre el objetivo intermedio de la política monetaria en Colombia", en C. Carrasquilla, *Estabilidad y gradualismo*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Gamarra, A. H.; Buitrago, J. T. (2001). "La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa", en *Borradores de Economía*, núm. 172, Banco de la República, Bogotá.
- García-Suaza, A. F.; Gómez-González, J. E. (2010). "The Competing Risks of Acquiring and Being Acquired: Evidence from Colombia's Financial Sector", en *Economic Systems*, vol. 34, núm. 4, pp. 437-449.
- Gómez, J. (2006). "La política monetaria en Colombia", en *Borradores de Economía*, núm. 394, pp. 1-33, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez-González, J. E.; Kiefer, N. (2009). "Bank Failure: Evidence from the Colombian crisis", en *The International Journal of Business and Finance Research*, vol. 3, núm. 2, pp. 15-31.
- Gómez-González, J. E.; Ojeda, J.; Franco, J. P.; Torres, J. E. (2015). "Asset Price Bubbles: Existence, Persistence and migration", en *South African Journal of Economics*, vol. 85, núm. 1, pp. 52-67.
- Gómez-González, J. E.; Ojeda-Joya, J.; Zárate, H. M.; Tenjo-Galarza, F. (2014). "Testing for Causality Between Credit and Real Business Cycles in the Frequency Domain: An Illustration", en *Applied Economics Letters*, vol. 21, núm. 10, pp. 697-701.
- González, C.; García, A. (2002). "El sistema de ahorro y vivienda y las CAV", en C. González, *El sector financiero de cara al siglo XXI*, Bogotá: ANIF.
- González C.; García, A. (2002). "La evolución del sistema financiero entre 1985-2001", en C. González, *El sector financiero de cara al siglo XXI*, t. I, Bogotá: ANIF.

- Gamarra, A. H.; Buitrago, J. T. (2001). “La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa”, en *Borradores de Economía*, núm. 172, Banco de la República, Bogotá.
- Minsky, H. P. (1982). *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, Nueva York: M. E. Sharpe.
- Ocampo, J. (2014). “La liberalización y el gran ciclo del auge y colapso financiero, 1990-2003”, en J. A. Ocampo, *Una historia del sistema financiero colombiano, 1951-2014*, pp. 103-147, Bogotá: Asobancaria.
- Steiner, R.; Escobar, A. (1995). “Acumulación de reservas internacionales: sus causas y efectos en el caso de Colombia”, en *Serie Financiera del Desarrollo*, núm. 18, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), Santiago de Chile.
- Tenjo, F.; López, E.; Zárate, J. P. (2002). “Burbuja y estancamiento del crédito en Colombia”, en *Borradores de Economía*, núm. 215, Banco de la República, Bogotá.
- Toro, J. (1993). “Metas monetarias como instrumento de estabilización macroeconómica”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 24, Banco de la República, Bogotá.
- Uribe, J.; Vargas, H. (2002). “Financial Reform, Crisis and Consolidation in Colombia”, en *Borradores de Economía*, núm. 204, Banco de la República, Bogotá.
- Urrutia, M.; Fernández, C. (2004). “La opinión pública y la política cambiaria: el caso colombiano”, en *Coyuntura Económica*, vol. XXX, núm. 3, pp. 173-202.
- Urrutia, M. (2002). “Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década”, en *Borradores de Economía*, núm. 207, Banco de la República, Bogotá.
- Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: CEDE, Universidad de los Andes-Facultad de Economía.
- Villar, L.; Rincón, H. (2003). “Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los 90”, en *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 39, Banco de la República, Bogotá.
- Zárate, J. P.; Cobo, A.; Gómez-González, J. E. (2012). “Lecciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetarias y financieras en Colombia”, en *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 30, núm. 69, pp. 259-293.

Capítulo 10

Historia del Banco de la República. Crisis de 1999

David Pérez-Reyna

El autor agradece los comentarios de Patricia Correa y Juan Pablo Zárate, de los asistentes al preseminario “La historia del Banco de la República y tres banqueros centrales” y al seminario “92 años de la banca central en Colombia”, y las conversaciones con Pamela Cardozo, José E. Gómez González, Ángela González, Daniel Osorio-Rodríguez, Guillermo Perry y Miguel Urrutia, que fueron muy valiosas para completar este trabajo.

En 1999 Colombia sufrió la peor crisis económica desde que se tienen series de crecimiento, que vino acompañada de una crisis financiera y causó un cambio profundo en la política monetaria y cambiaria en el país. Así se terminaba una década caracterizada por transformaciones importantes en la forma de manejar la economía que fueron introducidas con la promulgación de la Constitución de 1991. En este artículo se analizan las políticas que tomó el Banco de la República en el contexto económico vivido por Colombia durante los últimos años del siglo XX.

El detonante de la crisis de 1999 fue una reversión en los flujos de capital externo. Desde 1997 varios países emergentes sufrieron crisis económicas, y la de muchos fue aún más severa que la experimentada por Colombia. Durante el verano boreal de 1997 Tailandia, Indonesia, Filipinas y Malasia, entre otras naciones, afrontaron crisis cambiarias fuertes, a pesar de que su posición macroeconómica no era tan desfavorable. Un año más tarde Rusia sufrió una crisis importante, poco tiempo después de pensarse que su economía estaba saliendo adelante luego de afrontar por años las consecuencias de una economía maltrecha heredada de la antigua Unión Soviética. En Latinoamérica Brasil sufrió su primera crisis desde que adoptó el Plan Real, a los pocos años de haber afrontado otra crisis bancaria. Argentina, Chile y Ecuador no se quedaron atrás.

No obstante, la magnitud de la crisis que experimentó Colombia fue en cierta forma inesperada. En diciembre de 1998, cuando los países que sufrieron la crisis asiática empezaban a respirar, y Rusia y Brasil estaban en medio de lo peor de sus respectivas crisis, el Gobierno colombiano estimaba en el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) un crecimiento del producto interno bruto (PIB) real de 2 % para un año después (Urrutia, 2002), pero el crecimiento observado fue de -4,1 %.

A comienzos de los ochenta, mientras Chile y México lidiaban con crisis cambiarias fuertes, el daño que sufrió Colombia fue relativamente bajo: el PIB real creció 0,9 % en 1982. El hecho de que el choque externo sufrido en 1999 haya sido peor fue debido a condiciones internas. A finales de los noventa la economía colombiana tenía desbalances macroeconómicos importantes y

fricciones financieras considerables. A raíz de las nuevas responsabilidades adquiridas con la Constitución de 1991, el gasto del Gobierno aumentó a una tasa mayor que sus ingresos, y por lo tanto el déficit fiscal hacia finales de los noventa era alto. Además, el país tuvo una apertura económica a comienzos de la década que se tradujo en un déficit de cuenta corriente, financiado en gran parte con endeudamiento externo del sector privado.

Por otro lado, desde los años setenta el sistema UPAC (unidad de poder adquisitivo constante) ofreció incentivos para destinar recursos hacia el sector de la construcción y la compra de vivienda; los flujos de capital externo de los noventa fueron canalizados ineficientemente por el sector financiero hacia estos sectores y, cuando se presentó la reversión en dichos flujos, la economía sufrió más por tener los mencionados desbalances y no haber canalizado con eficiencia los recursos que habían entrado.

La crisis de 1999 fue el estreno de las funciones que la Constitución de 1991 le encargó al Banco de la República. A diferencia de la crisis bancaria de comienzos de los ochenta, en este caso el eje de la acción al lidiar con la intervención de los bancos comerciales en problemas recayó sobre el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín), que precisamente se había creado con tal propósito (Ocampo, 2015). El Banco usó los instrumentos que tenía a su disposición para hacerle frente a la crisis: en particular, defendió la banda cambiaria hasta garantizarse que eliminarla no iba a resultar en una devaluación peor, como lo experimentaron otros países emergentes que tomaron medidas similares; a partir de la segunda mitad de 1998 aumentó la liquidez disponible en la economía por medio de menores encajes bancarios y disminuciones en el corredor de la tasa interbancaria; y finalmente, actuó como prestamista de última instancia para las entidades de crédito.

A pesar de los costos económicos de la crisis, el Banco de la República le sacó provecho a la situación y después de ella pudo implementar una política de inflación objetivo, que era el norte de la política que se quería implementar. Además, con la flotación de la tasa de cambio el Banco de la República pudo empezar a implementar una política monetaria contracíclica. Esto fue en especial útil para sortear la crisis financiera internacional de 2008 y 2009. Por último, desde el final de la crisis de 1999 el Banco pudo enfocarse en su labor de velar por la defensa del poder adquisitivo.

1. Contexto económico antes de la crisis

El contexto económico en el que se encontraba Colombia hacia finales del siglo XX no era fácil. Durante esos años varios países emergentes sufrieron crisis económicas que terminaron afectando al país. Adicional a ello, en los

noventa el Banco de la República estaba en una etapa de ajuste en su política cambiaria y monetaria a raíz del papel independiente adquirido con la Constitución de 1991, respecto del Gobierno. Por otro lado, en la antesala de la crisis los descalces macroeconómicos que afectaban a la economía colombiana auguraban una corrección importante. Si a esto se agregan las importantes fricciones del sector financiero, la crisis resultante no parece ser un resultado inesperado.

Como menciona Urrutia (2011), las grandes desaceleraciones en el crecimiento económico de Colombia durante el siglo XX fueron causadas por reversiones de flujos de capital. La reversión que se dio a finales de los noventa no fue por causas del todo internas, y por tal razón es importante entender el contexto externo. Colombia fue solo un país emergente más que sufrió una crisis financiera a finales de dicha década, y para entender por qué el país se vio enfrentado a la peor crisis económica que vivió en el siglo XX es importante analizar lo que ocurrió en los países emergentes un par de años antes. En particular, la crisis del sureste asiático de 1997 desempeñó un papel importante, porque fue una de las causas de la crisis rusa un año después, que a su vez fue uno de los detonantes de la crisis brasileña de finales de 1998. De estas crisis resultaron los dos choques externos que desencadenaron la crisis de 1999 en Colombia: caída en los términos de intercambio y reversión de flujos de capital (Caballero Argáez y Urrutia Montoya, 2006).

En 1997 los países emergentes del sureste asiático afrontaron una grave crisis cambiaria. A pesar de que Burnside *et al.* (2001) argumentan que hubiera sido difícil pronosticar una crisis cambiaria de tal magnitud en los países involucrados, Corsetti *et al.* (1999) mencionan déficits de cuenta corriente que alcanzaron 9 % del PIB en Tailandia y el hecho de que solo con un superávit en la balanza comercial cercano al 5 % tales países hubieran podido mantener un nivel de deuda sobre PIB estable. En lo que ambos artículos están de acuerdo, al igual que Edison *et al.* (1998), es en que una de las causas principales de esa crisis fueron los sistemas financieros no muy bien regulados y los desbalances cambiarios, esto causó una mala asignación de recursos derivados de varios años con influjos de capital.

El detonante de la crisis pudo haber sido la caída en la actividad económica nipona a comienzos de 1997, luego del aumento al impuesto de consumo en ese país. Japón debió hacer uso de una política monetaria expansiva para contrarrestar tal desaceleración, que resultó en una depreciación del yen relativa al dólar que afectó a los países del sureste asiático debido a que las monedas de algunos estaban indexadas al dólar. Así, las exportaciones a Japón cayeron, y como este país era un socio comercial importante, eso afectó a las economías analizadas. Además, dadas las bajas tasas de interés el sistema financiero japonés había prestado recursos a bancos del sureste asiático y con la caída

en la actividad real japonesa algunos créditos no pudieron ser renovados. Por lo tanto, durante el verano boreal de 1997 varias economías emergentes del sureste asiático sufrieron reversiones en los flujos de capital y como consecuencia varias monedas tuvieron que dejar de lado la paridad con el dólar de los Estados Unidos (Corsetti et al., 1999).

Las repercusiones de la crisis asiática se empezaron a sentir en Rusia en 1998. Este país había tenido una década complicada en términos económicos por las condiciones heredadas de la maltrecha economía de la Unión Soviética. No obstante, hacia finales de los noventa la situación parecía estar en buen camino. Aun así, el alto nivel de endeudamiento y la caída en ingresos por bajos precios del petróleo hicieron que Rusia fuera susceptible a un ataque especulativo desde el segundo semestre de 1997. La crisis en Asia pudo haber exacerbado la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales y el Banco Central Ruso trató de defender la tasa de cambio fija mediante aumentos en la tasa de intervención y hasta que las reservas internacionales se agotaron. En el peor momento de la crisis, el 13 de agosto de 1998, la tasa de rendimiento de los bonos de deuda soberana aumentó hasta 200 %, al tiempo que los mercados bursátil y cambiario colapsaron; cuatro días después Rusia dejó flotar su moneda y declaró moratoria en el pago de los bonos de deuda soberana denominados en rublos, al igual que en las deudas contraídas por los bancos nacionales en el extranjero. La crisis resultó en una caída del PIB de 4,9 % en 1999 y en una inflación de 92,6 % ese mismo año (Chiodo y Owyang, 2002).

La crisis rusa tuvo repercusiones importantes en la economía mundial porque, entre otras razones, fondos de inversión estadounidenses tenían exposición a los bonos de deuda soberanos rusos. En particular, el fondo Long-Term Capital Management (LTCM) colapsó y fue requerida intervención federal, en un momento en que la economía de los Estados Unidos estaba en peor estado que un año antes, durante la crisis del sureste asiático. Adicionalmente, por motivos políticos, Rusia era considerado un país “muy grande para caer” (Chiodo y Owyang, 2002).

El contagio de esta crisis llegó a los países latinoamericanos por medio de Brasil. El contexto macroeconómico que vivía este país a finales de los noventa guardaba paralelos con el de Rusia antes de su respectiva crisis: déficit fiscal alto y creciente, políticas de estabilización de la tasa de cambio, apreciación real, un déficit de cuenta corriente en aumento financiado con flujos de capital a corto plazo y vulnerabilidad ante caídas en el precio de las materias primas. En el caso de Brasil, la implementación del Plan Real unos años antes trajo estabilidad en la tasa de cambio por pocos años. Esto aumentó la fragilidad financiera de esa nación (Paula y Alves Jr., 2000).

El principal medio de contagio de la crisis rusa a Brasil fue a través de los mercados financieros. Con la crisis rusa los inversionistas internacionales se

vieron forzados a cerrar posiciones en otros países emergentes para cubrir sus pérdidas. Como los bonos *Brady* de Brasil y su mercado bursátil eran de los más líquidos entre los países emergentes, las condiciones macroeconómicas similares entre Rusia antes de la crisis y Brasil causaron flujos netos negativos de capital hacia este último durante el segundo semestre de 1998. Además, luego de ofrecer un paquete de ayuda financiera a Rusia se percibía que el Fondo Monetario Internacional (FMI) no tenía la fortaleza financiera para poder ofrecer algo similar a otro país grande; de hecho, el paquete de USD 41 miles de millones (mm) ofrecido por el FMI a Brasil a finales de 1998 no fue percibido como suficiente. Finalmente, en enero de 1999 Brasil dejó flotar su moneda (Paula y Alves Jr., 2000).

Como documentan Calvo et al. (2003), varios países de América Latina sufrieron episodios de reversión en los flujos de capital externo a finales de siglo que fueron mayores a los experimentados en la región después de la crisis mexicana de 1994. Colombia no fue la excepción, pero para entender el impacto sobre el país es necesario analizar sus condiciones macroeconómicas en esa época.

Durante la década de los noventa el Banco de la República había implementado un esquema de inflación objetivo de meta intermedia. El raciocinio detrás de esta política monetaria era que el banco central no controlaba de manera directa la inflación, si bien contaba con instrumentos para afectarla directamente y con rezago; entre estos instrumentos estaba el crecimiento de los agregados monetarios (Banco de la República, 1998).

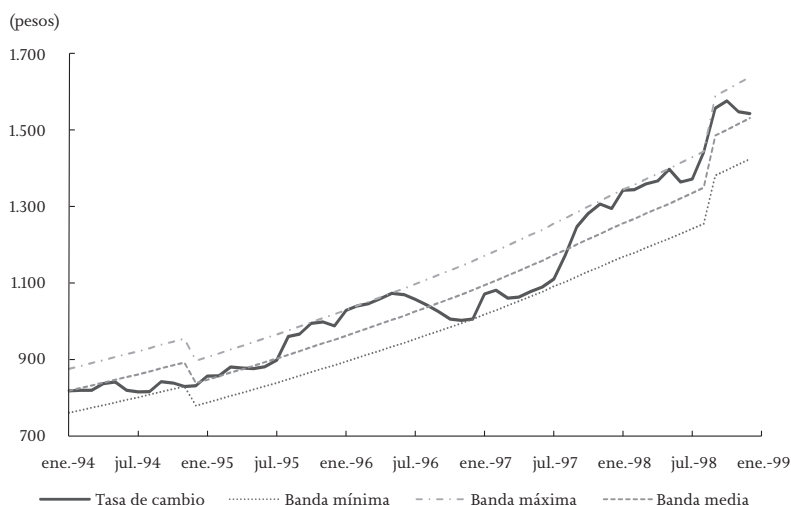
Además, la política monetaria estaba supeditada a la política cambiaria: en 1994 se estableció una banda cambiaria dentro de la cual la tasa de cambio fluctuaba. El Banco de la República estableció que las bandas debían tener un ancho de 7% alrededor de un punto medio, y este punto iba aumentando; no obstante, la media de la banda se actualizaba según cambiaran las condiciones consideradas por el Banco como las de equilibrio (Gómez et al., 2002) (Gráfico 1). Esta política cambiaria era una posición intermedia entre tasa de cambio fija y tasa de cambio flotante³⁶⁴.

Gómez (2006) argumenta que en esos años hubo cambios en la política monetaria y cambiaria que pueden ser considerados precursores en la implementación de una política de inflación objetivo, pero no se puede considerar que este tipo de política se había empezado a aplicar. De hecho, desde julio de 1996 el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República mencionó que el

³⁶⁴ Krugman (1991) aduce que con una banda cambiaria la tasa de cambio no flota libremente, aun si está lejos de los límites establecidos por la banda. La razón de esto es que los agentes saben que no todas las realizaciones de precios son posibles debido a que la tasa de cambio no puede superar las bandas.

Banco estaba trabajando para hacer operativo el esquema de meta final de la inflación. Entre los cambios mencionados por Gómez están el hecho que en 1997 se estableció un corredor para la tasa interbancaria, con un ancho inicial de veinte puntos porcentuales (pp), que luego se fue haciendo más angosto; unos años después el piso y el techo de este corredor se convirtieron en la tasa de intervención del Banco de la República. Asimismo, desde 1995 el Banco de la República empezó a usar modelos para pronosticar la inflación, y desde diciembre de 1998 se empezó a publicar trimestralmente el *Informe de Inflación* (Urrutia, 2002).

Gráfico 1
Tasa de cambio y banda cambiaria



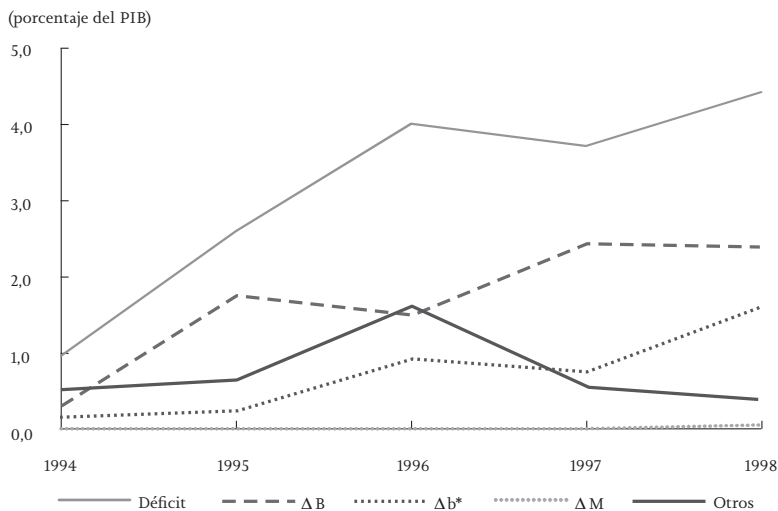
Fuente: Banco de la República.

Desde el punto de vista macroeconómico Colombia sufría desbalances importantes. Uribe menciona que “dado el gran tamaño de los desbalances y de la fragilidad financiera, la corrección no podía ser menor” (Uribe, 2011, p. 50). Esta corrección se dio en la forma de la peor crisis experimentada por Colombia en el siglo XX.

Como primera medida, el déficit fiscal del país era creciente. Esto se debió en parte a los nuevos compromisos adquiridos por el Gobierno nacional

central (GNC) después de la Constitución de 1991. Junguito y Rincón (2007) y Ocampo (2015) resaltan el creciente déficit fiscal como uno de los desbalances más importantes antes de la crisis. Urrutia (2002) argumenta que la política fiscal durante los noventa hizo más difícil implementar la política monetaria. El Gráfico 2 muestra el déficit del GNC y sus fuentes de financiación. Se puede observar que la principal fuente de financiamiento del déficit fue la de emisiones de deuda interna (ΔB). Esto coincidió con el desarrollo de mercado de deuda pública en Colombia, aunque es difícil argumentar qué causó qué. A pesar de que las emisiones de deuda externa (Δb^*) no fueron despreciables a la hora de financiar el déficit, no desempeñaron la función principal; de hecho, Villar (2011) menciona que las causas de la crisis de 1999 no fueron de carácter fiscal, porque cuando estalló la crisis el saldo de deuda externa era relativamente bajo comparado con la historia de Colombia³⁶⁵.

Gráfico 2
Déficit del GNC y fuentes de financiamiento

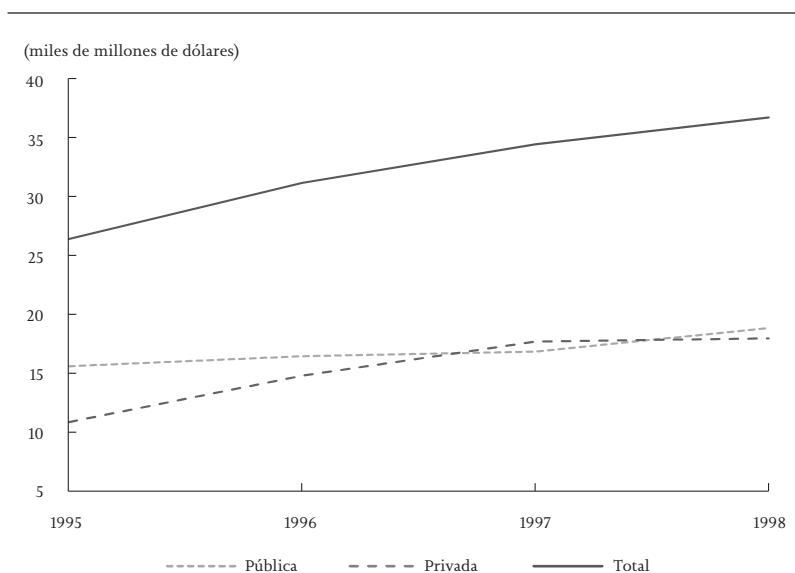


Fuente: Pérez-Reyna y Osorio Rodríguez (2016).

³⁶⁵ Esto implica que en Colombia es menos relevante hablar de “profecías autocumplidas”, como las analizadas por Cole y Kehoe (2000) para la crisis mexicana de 1994. En efecto, el creciente endeudamiento privado en moneda extranjera es una característica que Colombia compartió con algunos países asiáticos antes de la crisis del sureste asiático.

No obstante, el endeudamiento externo del sector privado aumentó durante los últimos años del siglo XX y alcanzó a sobrepasar al endeudamiento externo público (Gráfico 3), eso causó que el riesgo cambiario de los agentes privados aumentara y, por consiguiente, este se materializó durante la crisis. El crecimiento en el saldo de la deuda externa ayudó a financiar el creciente déficit de cuenta corriente (Gráfico 4), que alcanzó a representar el 8 % del PIB durante el primer trimestre de 1998 (Urrutia, 2002).

Gráfico 3
Saldo de deuda externa

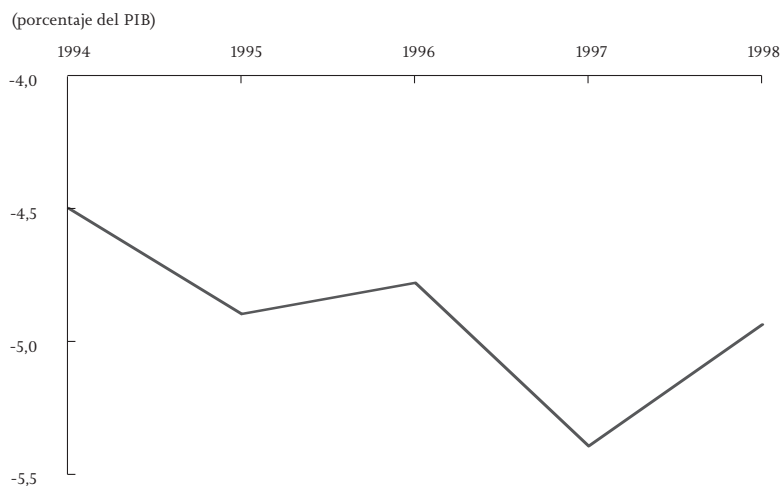


Fuente: Banco de la República.

El ingreso de flujos de capital durante la década de los noventa influyó en el comportamiento de la cartera nacional. Como documentan Herrera y Perry (2001), Gómez et al. (2014), Villar Gómez y Salamanca Rojas (2005), Villar Gómez et al. (2005), Ocampo (2015), Urrutia Montoya et al. (2006), entre otros, hay una relación positiva y estrecha entre flujos de capital externo y el comportamiento de la cartera intermediada por los establecimientos de crédito. El Gráfico 5 muestra que la profundización financiera, medida como el saldo de la cartera como porcentaje del PIB anual, casi se duplicó durante la

década de los noventa. Aunque un aumento en la cartera no es indicador de desbalance macroeconómico³⁶⁶, las fricciones financieras que sufría el sector bancario en esta época hicieron que el aumento en la cartera fuera una fuente adicional de desbalance.

Gráfico 4
Cuenta corriente como porcentaje del PIB



Fuentes: Banco de la República y Banco Mundial; cálculos del autor.

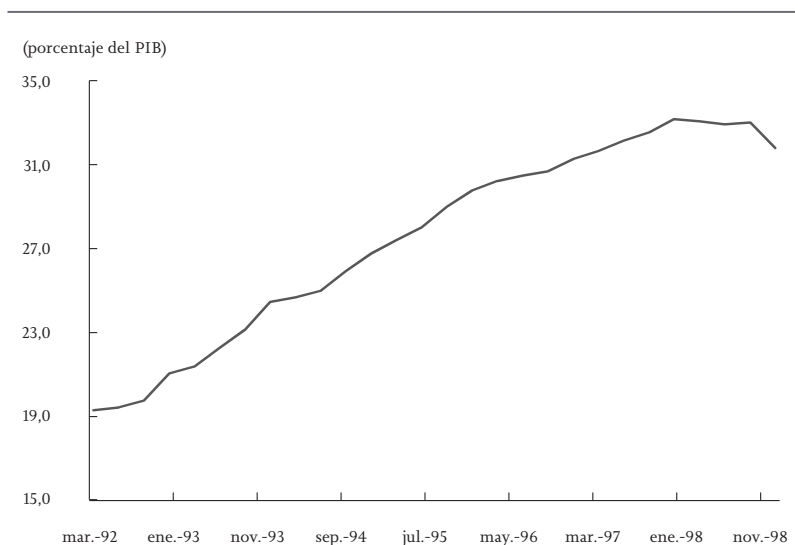
La principal fricción que agobiaba al sector financiero era el sistema UPAC. Las motivaciones para implementar este sistema en la década de los setenta fueron la importancia de la urbanización, la creencia de que la política económica debía impulsarla y la incapacidad de las entidades oficiales para satisfacer la demanda de vivienda causada por ella. Además, mientras no hubiera contratos financieros de largo plazo era difícil no necesitar un sistema como la UPAC³⁶⁷. Sin embargo, el establecimiento de las corporaciones de ahorro y

³⁶⁶ De hecho, como es documentado en Villar Gómez *et al.* (2005) y Urrutia Montoya *et al.* (2006), entre otros, hay una relación positiva entre la profundización financiera y el PIB per cápita.

³⁶⁷ El autor agradece a Juan Pablo Zárate por este punto.

vivienda (CAV) no fue la solución; la intermediación financiera no aumentó (González Muñoz y García Bolívar, 2002), por el contrario, el sistema UPAC pudo haber causado una mala asignación de los recursos, sobre todo en una época en la que los flujos de capital a los países latinoamericanos tuvieron un auge (Calvo et al., 2003).

Gráfico 5
Profundización financiera



Fuente: Banco de la República.

Asimismo, a raíz de la crisis bancaria a comienzos de los ochenta varios bancos debieron ser intervenidos y nacionalizados. A pesar de que la Constitución de 1991 permitió el ingreso de bancos extranjeros al mercado nacional³⁶⁸, en la década de los noventa la participación de los bancos públicos en la cartera total aún era alta. En general los bancos públicos se han caracterizado por ser menos eficientes que los privados, y un reflejo de esto es que durante

³⁶⁸ Hasta 1991 había un límite en el porcentaje de capital extranjero que podía tener un banco.

la crisis de 1999 fueron los que tuvieron mayores pérdidas como porcentaje de su capital (Urrutia Montoya *et al.*, 2006).

Aun así, durante la década de los noventa hubo otras fricciones financieras que se empezaron a desmontar. Carrasquilla y Zárate (2002) desarrollan un índice de represión financiera para medir las distorsiones en el margen de intermediación causadas por la regulación bancaria y encuentran que este índice cae desde 1992 hasta 1998, en gran parte debido a que el encaje bancario disminuyó en esta época³⁶⁹; pese a ello, el índice empieza a aumentar en 1999 con la imposición del impuesto a las transacciones financieras.

2. La crisis

Urrutia (2011) y Caballero Argáez y Urrutia Montoya (2006) mencionan que las grandes desaceleraciones de la economía colombiana durante el siglo XX fueron causadas por reversiones en los flujos de capital, y la de 1999 no fue la excepción. El Gráfico 6 muestra que la economía colombiana pasó de tener déficit en cuenta corriente en 1998, a tener superávit un año después. Es importante mencionar que el ajuste en cuenta corriente se dio rápido: en el segundo trimestre de 1999 no había déficit en esta cuenta (Urrutia, 2002). También, otro factor externo afectó la producción nacional: a raíz de la crisis asiática los términos de intercambio de Colombia disminuyeron de forma considerable (Gráfico 7).

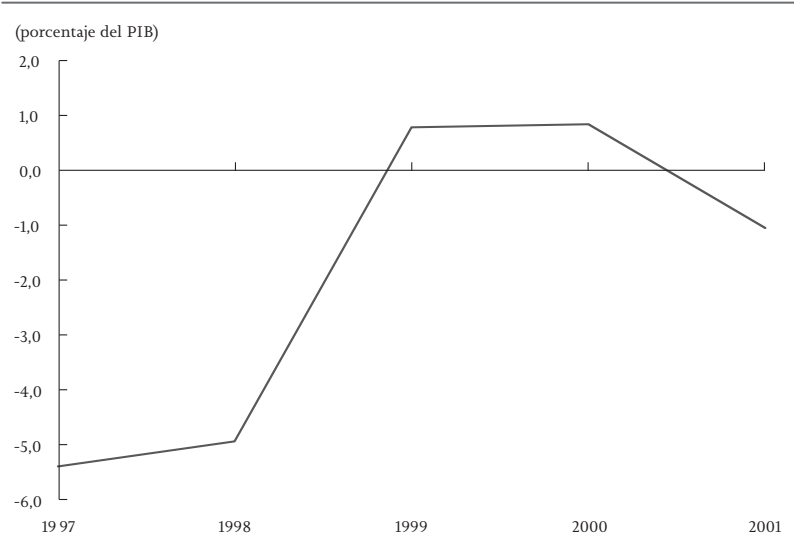
Hay cierto consenso en la literatura respecto de que las principales causas de la crisis de 1999 correspondieron a factores externos³⁷⁰. Ahora bien, hay autores que resaltan las características internas como los factores fundamentales de la crisis³⁷¹. Ambas perspectivas son consistentes con la siguiente idea: el detonante de la crisis fue externo (reversión en flujos de capital), pero las consecuencias fueron agravadas por factores internos, en especial por las fricciones financieras.

³⁶⁹ Pérez-Reyna y Osorio-Rodríguez (2016) analizan la función del encaje bancario como política para contrarrestar la emisión monetaria y evitar inflaciones muy elevadas en la década de los ochenta. Tras promulgarse la Constitución de 1991 el uso de esta política dejó de ser tan activo.

³⁷⁰ Badel (2002), Calvo *et al.* (1993), Calvo *et al.* (1996), Urrutia y Llano (2012), Gómez y Posada (2004), Mendoza (2001), Uribe (2011), Uribe y Vargas (2002) y Villar (2011), entre otros. Esta idea también está en línea con lo expuesto en Carrasquilla y Zárate (2002).

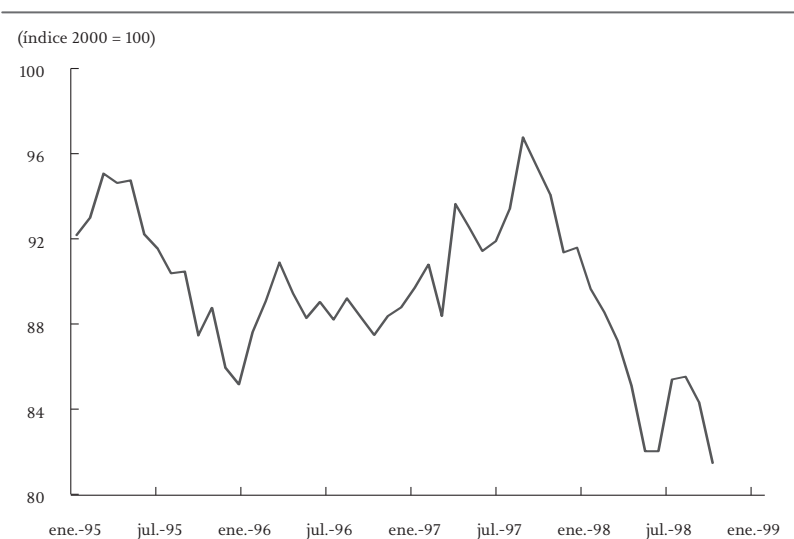
³⁷¹ Cárdenas y Badel (2003); Echavarría (2001); Echeverry (2001); Echeverry y Salazar (1999), Ocampo (2015), entre otros.

Gráfico 6
Cuenta corriente como porcentaje del PIB



Fuentes: Banco de la República y Banco Mundial; cálculos del autor.

Gráfico 7
Términos de intercambio



Fuente: Banco de la República.

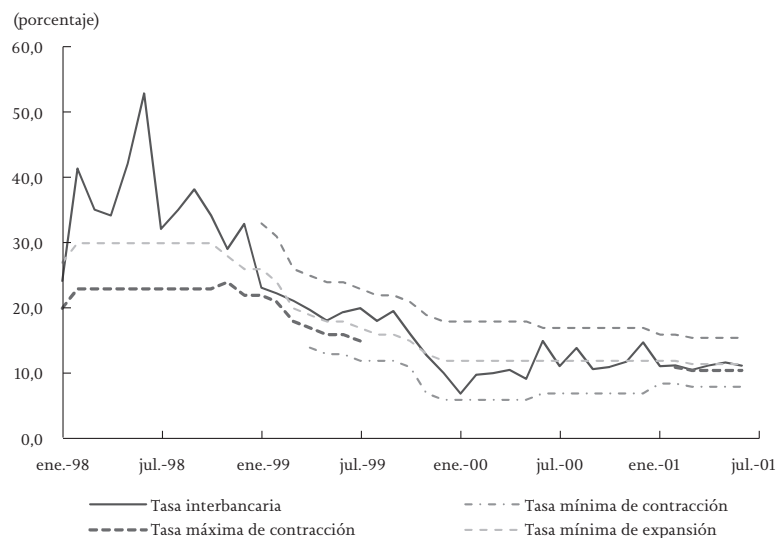
Es importante mencionar que Colombia no fue el primer país emergente que sufrió una crisis con estas características. Kaminsky y Reinhart (1999) documentan hechos similares en varios países emergentes, incluida la crisis colombiana de comienzos de los ochenta. Desde el punto de vista teórico, esta idea es consistente con lo expresado por Edwards y Vegh (1997), en el sentido de que un choque exógeno es magnificado por el sistema bancario; estos autores mencionan que el sector bancario desempeñó un papel importante en las crisis que Chile sufrió a comienzos de los ochenta y en la crisis mexicana de finales de 1994. Por su parte, Chari et al. (2005) demuestran que una reversión repentina en los flujos de capital por sí sola no disminuye la producción, porque causa un aumento en las exportaciones netas, que es equivalente a un aumento en el consumo del Gobierno en una economía cerrada. Debe haber alguna fricción adicional. Por otro lado, Gómez (2009) plantea un modelo en el que una salida de capitales causa una recesión cuando hay tasa de cambio fija debido a que debe haber una contracción monetaria que tumba la absorción.

El endeudamiento privado pudo haber tenido un papel importante, como se ilustra en Brunnermeier y Sannikov (2015). En el modelo propuesto por ellos el endeudamiento privado externo causa una externalidad negativa porque las empresas no internalizan que al pedir prestado mucho afectan el precio de producción y los términos de intercambio. Además, ceses repentinos en los flujos de capital causan que el precio del capital no líquido caiga.

3. ¿Qué hizo el Banco?

Desde 1998, en medio de la crisis rusa y ante presiones sobre la tasa de cambio, el Banco de la República defendió la banda cambiaria. En un principio la preocupación en el equipo técnico del Banco era que, ante un endeudamiento externo privado alto y un mercado de coberturas incipiente, una devaluación fuerte como la que se podría experimentar en ausencia de la banda cambiaria pudiera ocasionar efectos negativos similares a los observados durante la crisis de comienzos de los ochenta. La defensa de la banda cambiaria en 1998 implicó una disminución de USD 1.300 millones (m) en las reservas internacionales ese año, correspondiente al 15 % del total. En febrero el Banco de la República vendió USD 411 m y en ese mismo mes aumentó el corredor de la tasa interbancaria de un mínimo y un máximo de 20 % y 27 % a 23 % y 30 %. Sin embargo, la tasa interbancaria se ubicó bastante por encima del corredor durante gran parte de 1998, hecho que es consistente con falta de liquidez en los bancos comerciales (Gráfico 8). En mayo y junio de ese año se vendieron USD 432 m de reservas internacionales con un aparente éxito de corto plazo debido a que la tasa de cambio pareció alejarse del techo de la banda (Sánchez et al. 2007) (Gráfico 9).

Gráfico 8
Tasa interbancaria y corredor de tasas de interés

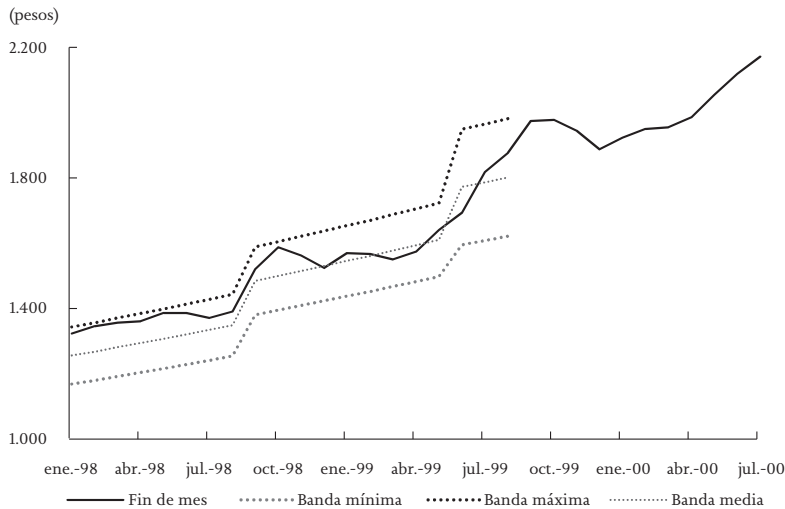


Fuente: Banco de la República.

No obstante, las presiones sobre la tasa de cambio no cesaron y en la primera semana de septiembre de 1998 el Banco desplazó el punto medio de la banda hacia arriba, con el argumento de que la crisis asiática había cambiado los fundamentales del sector externo del país (Urrutia y Llano, 2012). Aun así, las presiones sobre la tasa de cambio continuaron y en los primeros siete meses de 1999 el Banco de la República debió vender USD 450 m de reservas, que representaron 6 % del total (Sánchez et al., 2007). En junio de 1999 el Banco de la República volvió a desplazar la banda hacia arriba y también amplió su ancho al doble (Urrutia y Llano, 2012). Finalmente se eliminó la banda cambiaria, en septiembre de 1999.

En el Banco de la República se empezó a discutir la eliminación de la banda desde marzo de 1999 (Urrutia y Llano, 2012). No obstante, como menciona Correa (2015), desde mediados de 1998 se tenían indicios de que la credibilidad de la política cambiaria no era muy fuerte. En Urrutia y Llano (2012) se argumenta que luego del desplazamiento de la banda a mediados de 1999 el equipo técnico del Banco de la República se convenció de que la política cambiaria sufría problemas de credibilidad. Por otro lado, una preocupación

Gráfico 9
Tasa de cambio y bandas cambiarias



Fuente: Banco de la República.

del Banco era que eliminar la banda cambiaria en períodos de incertidumbre, como los vividos a finales de 1998 y comienzos de 1999, podría ser peor para la economía, una razón para considerar esto fue lo ocurrido en Indonesia durante la crisis asiática (Banco de la República, 1999).

El momento en el que finalmente se dejó flotar la tasa de cambio se dio al lograrse el apoyo de entidades multilaterales para garantizar que se contara con recursos en caso de ser necesario evitar una crisis cambiaria de proporciones mayores y para mandar al mercado la señal de que se contaba con suficientes recursos en dólares. En particular, antes de eliminar la banda el Gobierno concretó puntos fundamentales de un acuerdo de contingencia (*stand by*) con el FMI, se contrató un crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y se obtuvo el compromiso de recursos de financiamiento con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y con el Banco Mundial (BM)³⁷².

³⁷² Urrutia (2002), Urrutia y Llano (2012) y Caballero Argáez y Urrutia Montoya (2006), entre otros.

El hecho de que al eliminar la banda no hubo una devaluación acelerada, como ocurrió con otros países emergentes en la misma situación, es un argumento fuerte para justificar la decisión del Banco de la República de no haber eliminado la banda cambiaria antes³⁷³. Sin embargo, en ese momento la tasa de cambio nominal se había devaluado casi 50 % desde comienzos de 1998. Esto parece sugerir que el ajuste nominal ya había ocurrido antes de la eliminación de la banda. Qué hubiera pasado si los esfuerzos para eliminar la banda cambiaria se hubieran dado antes, o si no hubiera habido una banda cambiaria sino que se hubiera dejado flotar la tasa de cambio desde 1994, siguen siendo preguntas abiertas.

Aun así, después de las crisis cambiarias que sufrieron varios países emergentes a finales del siglo XX hubo cierto consenso en que tener una política cambiaria intermedia no era lo mejor para la economía. Edwards (2001) argumenta que los países deben tener tasas de cambio completamente fijas o flexibles del todo, pero no casos intermedios. Céspedes *et al.* (2004) y Fornaro (2015) coinciden en que el esquema cambiario generador de mayor bienestar para la sociedad ante choques externos es una tasa de cambio flexible. El hecho de que Colombia haya soportado la peor crisis mundial desde la Gran Depresión entre 2008 y 2009 parece darles la razón, aunque:

[l]a prueba de fuego del nuevo régimen cambiario [flotación de tasa de cambio] vendrá cuando un creciente déficit de la cuenta corriente o de capitales presione la tasa de cambio, y sea necesario endurecer la política monetaria para evitar que una devaluación abrupta reviva la inflación. (Urrutia, 2002, p. 24)

Es interesante notar que al momento de escribir este artículo el déficit en cuenta corriente ha vuelto a ser motivo de preocupación, pues la tasa de cambio nominal se ha devaluado más del 70 % en año y medio, y el Banco de la República ha incrementado su tasa de política 150 puntos básicos en seis meses para tratar de contrarrestar una inflación que supera el 7 % anual. Dicho esto, la reputación que el Banco de la República se ha ganado por la capacidad técnica de sus empleados, le da confianza al autor para creer que en el momento de la lectura se podrá decir que la política cambiaria y monetaria implementada en 1999 sorteó “la prueba de fuego”.

El Banco de la República desempeñó un papel fundamental al dar liquidez a la economía después de eliminar la banda cambiaria. Luego de aumentar el corredor de la tasa interbancaria en el primer semestre de 1998, el Banco

³⁷³ Ese es el argumento usado en Urrutia (2002), Urrutia y Llano (2012) y Caballero Argáez y Urrutia Montoya (2006).

descendió el corredor en noviembre de ese año y lo hizo más angosto (piso de 24 % y techo de 28 %). Un mes después, volvió a descender el corredor en dos puntos porcentuales (pp). Los descensos en el corredor continuaron a lo largo de 1999 y al finalizar el año el techo del mismo (la tasa mínima de expansión) alcanzó 12 %. Para ese entonces, y desde enero de 1999, ya había una tasa máxima de expansión. En enero la tasa interbancaria se ubicó dentro del corredor establecido y así ha estado desde entonces.

Urrutia (2002) argumenta que en 1998 la política monetaria fue contractiva porque se tenía una meta de crecimiento de la base monetaria de 16 % y esta fue de 8,1 %, en un año en que el PIB nominal creció a una tasa de 15,4 %; la razón principal del menor crecimiento fue la venta de reservas internacionales. En 1999 la meta de crecimiento de la base monetaria era de 28,4 % y el crecimiento observado fue de 24,8 %. No obstante, el PIB nominal creció a una tasa de 7,9 % y por lo tanto Urrutia califica 1999 como un año de política monetaria expansiva. Además, el Banco de la República empezó a disminuir el encaje bancario en octubre de 1998 y aun en 1999 siguió disminuyéndolo, esto permitió que los bancos contaran con mayor liquidez.

Al mismo tiempo, el Banco actuó como prestamista de última instancia para las entidades de crédito. Esto es relevante, porque los choques de liquidez que sufrieron estas entidades durante la crisis no fueron homogéneos. De hecho, un porcentaje no despreciable de la base monetaria correspondió a apoyos transitorios de liquidez³⁷⁴.

Por otro lado, con el fin de evitar una crisis similar, el Banco decidió hacerle un seguimiento más detallado al sistema financiero y para esto creó en 2000 el Departamento de Estudios Financieros, que actualmente se llama Departamento de Estabilidad Financiera, cuyo objetivo principal es analizar los principales riesgos que amenazan al sistema financiero colombiano. Con tal fin, los integrantes del Departamento elaboran cada semestre el *Reporte de Estabilidad Financiera*. Aún más, el Banco de la República empezó a formar parte de la Red de Seguridad Financiera, que sirve como mecanismo de coordinación entre el Banco, el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera), Fogafín y el Fondo de Garantías de Entidades Cooperativas (Fogacoop) para evaluar de forma conjunta los riesgos que puedan amenazar la estabilidad del sistema financiero (Zárate, et al. 2012).

³⁷⁴ El autor agradece a Juan Pablo Zárate por este comentario; él menciona que durante la crisis el 16 % de la base monetaria correspondió a apoyos transitorios de liquidez.

4. Discusión sobre las acciones del Banco

Con el propósito de analizar si las medidas que tomó el Banco de la República antes y durante la crisis de 1999 fueron las adecuadas, es necesario tener en cuenta las condiciones a las cuales se enfrentaba en ese momento. Es verdad que para defender la banda cambiaria en 1998 el Banco debió asumir una política monetaria procíclica, justo en momentos en que los bancos necesitaban liquidez. No obstante, teniendo en cuenta los desbalances macro, haber dejado flotar la tasa de cambio en ese momento hubiera sido peor. Con el grado de endeudamiento del sector privado, una depreciación mayor podría haber contraído aún más la economía. Además, la tasa de cambio actuaba como ancla nominal, debido a que las numerosas modificaciones a los corredores de la base monetaria impidieron que esta pudiera serlo. La falta de credibilidad en la base monetaria como ancla nominal fue argumento adicional para no abandonar antes la banda cambiaria³⁷⁵.

Una de las causas de los problemas de liquidez que sufrieron los bancos comerciales en 1998 fue el bajo desarrollo del mercado de deuda pública. A fin de poder acceder a liquidez a través del Banco de la República los bancos comerciales debían contar con bonos de deuda pública para poder usarlos como colateral y la baja profundidad del mercado de dicha deuda impidió que más bancos comerciales pudieran tener acceso a estos activos en los momentos en que tenían mayores necesidades de liquidez (Correa, 2015).

Correa (2015) argumenta que la banda cambiaria se ha debido desplazar a finales de 1997, cuando la tasa de cambio empezó a acercarse al límite superior de la banda. En ese momento el Banco de la República ya tenía conocimiento sobre la situación de los países del sudeste asiático y las posibles implicaciones negativas que esto podría generar en la economía colombiana. Ahora bien, tomar la decisión de eliminar la banda cambiaria fue el resultado de varias discusiones y no una reacción a lo que estaba ocurriendo en el momento³⁷⁶.

Por su parte Correa (2015) menciona que el Banco falló en no hacerle seguimiento al sistema financiero. Es cierto que la responsabilidad de supervisar a las entidades de crédito recaía sobre la Superintendencia Bancaria, pero el Banco de la República pudo haber presionado para garantizar una mejor disponibilidad de los datos que hubiera permitido una mejor evaluación. De manera similar, aunque la política fiscal depende del Gobierno, un llamado de atención por parte del Banco de la República podría haber evitado el aumento desmedido en el déficit fiscal.

³⁷⁵ El autor agradece a Juan Pablo Zárate por este comentario.

³⁷⁶ El autor agradece a Juan Pablo Zárate por este comentario.

Una pregunta adicional es si el Banco de la República hubiera podido adoptar otras medidas. Por ejemplo, Caballero y Krishnamurthy (2004) y Farhi y Werning (2014) proponen implementar controles de capital. No obstante, antes de considerar una medida así es importante analizar que si un inversionista extranjero sabe que existe la posibilidad de imponerse controles de capital, va a estar más renuente a traer sus recursos al país. Es verdad que la principal causa de la crisis fueron capitales extranjeros que salieron o que dejaron de entrar, pero el costo de oportunidad de no permitir la entrada de capitales en un principio puede ser alto. Además, una de las razones por las que la crisis fue grave fueron las fricciones financieras, en ausencia de tales fricciones el efecto de una reversión en el flujo de capitales no hubiera sido tan grande, como proponen Chari *et al.* (2005), desafortunadamente no estaba en las manos del Banco haber podido disminuirlas.

Para afrontar la crisis financiera que afectó al mundo en 2008 y 2009 los bancos centrales de los países desarrollados afectados tuvieron que implementar medidas más allá de una política monetaria contracíclica (Pérez-Reyna, 2015). La razón principal de esto es que después de bajar las tasas de interés de política a cero, las respectivas economías necesitaron estímulos extras. Aunque en Colombia durante la crisis de final de siglo se observaron eventos en los que se hizo evidente la falta de liquidez de los bancos comerciales, una vez el Banco de la República tomó medidas para que aumentara la liquidez ofrecida a estas entidades la tasa de interés interbancaria cayó a niveles consistentes con el corredor establecido por el Banco, y en caso de que se hubiera necesitado aún más liquidez el Banco hubiera podido bajar más el corredor de la tasa interbancaria.

5. Conclusión

A pesar de los costos causados por la crisis de 1999, se deben destacar algunos resultados positivos que ella generó. Como primera medida, a partir de la crisis no hay CAV, esto ayudó a eliminar una de las principales fricciones financieras que hizo que la crisis fuera más aguda.

Desde el punto de vista del Banco de la República, con la eliminación de la banda cambiaria el Banco pudo implementar una política de inflación objetivo, que ha permitido que pueda dar cumplimiento a su labor establecida en la Constitución de 1991: velar porque se mantenga el poder adquisitivo. De hecho, desde 1999 la inflación ha sido de un dígito, algo que no se observaba en Colombia desde la década de los setenta, y en los años más recientes la inflación ha fluctuado alrededor de 3 %, que era considerado el nivel de largo plazo.

Por otro lado, de la crisis de 1999 se pueden destacar enseñanzas para evitar que la economía vuelva a sufrir un evento de tal magnitud. Trabajos como el de Grupo Macroeconomía (2006) han permitido evaluar las condiciones de la economía colombiana para garantizar que no alcancen los mismos desbalances observados a finales de los noventa.

Uribe (2011) resalta que la estabilidad macroeconómica y financiera descansa en tres pilares fundamentales: finanzas públicas sostenibles, regulación y monitoreo adecuado de los riesgos del sistema financiero y una política monetaria enfocada en el control de la inflación, con flexibilidad cambiaria.

Con respecto al primero, reconocer que los desbalances macroeconómicos que sufrió Colombia a finales de los noventa constituyeron uno de los causantes de que el choque externo afectara a la economía local, es un primer paso para evitar que una crisis como la de 1999 se repita. Urrutia (2002) menciona que en una conferencia organizada por el Banco de la República en Bogotá, en 2001, Stanley Fisher afirmó que la flotación cambiaria no elimina la posibilidad de una crisis de deuda. Si las finanzas públicas no son sostenibles, la política monetaria no puede actuar de forma adecuada, como ocurrió en la década de los noventa. El hecho de que Colombia haya implementado una regla fiscal es indicio importante de que esta enseñanza de la crisis ha calado, prueba de eso es que la deuda soberana del país recuperó su grado de inversión ante las calificadoras internacionales.

Con relación al segundo pilar, desde la crisis financiera la Superintendencia Bancaria se fortaleció (Zárate Perdomo *et al.*, 2012). La publicación del *Reporte de Estabilidad Financiera* por parte del Banco de la República ha ayudado a hacerle un mejor seguimiento a los riesgos que aquejan al sector financiero. También es importante resaltar la buena comunicación que ha existido desde entonces entre las autoridades económicas.

Villar (2011) resalta el tercer pilar, y menciona que hay dificultades en usar la tasa de cambio como ancla nominal. Aunque hay países que aún lo siguen haciendo (e.g. Ecuador, El Salvador y Panamá, entre otros), permitir que la tasa de cambio absorba choques externos puede ayudar a que la política monetaria sea contracíclica.

Correa (2015) resalta que una enseñanza de la crisis de 1999 es reconocer como fundamental el desarrollo del mercado de deuda pública para que el Banco de la República pueda garantizar liquidez al sistema financiero, siempre y cuando las finanzas públicas sean sostenibles. En este sentido se han dado avances importantes: desde finales de 1998 se cuenta con el Sistema Electrónico de Negociación (SEN), administrado por el Banco, y desde años después con el Mercado Electrónico Colombiano (MEC), administrado por la Bolsa de Valores de Colombia. La existencia de estos sistemas permite tener precios en tiempo real. Además se han hecho avances en la planificación de nuevas emi-

siones de deuda pública con la finalidad de poder contar con oferta de títulos a varios plazos.

Desde 1999 Colombia pudo afrontar la peor crisis internacional desde la Gran Depresión sin que la economía se viera afectada en gran medida. Aun así, el país no está exento de choques externos que puedan afectar a la economía, pero en la medida en que se evite caer en las condiciones experimentadas a mediados de los noventa se puede evitar sufrir una crisis como la de 1999. Sobre el Banco de la República recae la importante responsabilidad de velar por esto.

Referencias

- Avella Gómez, M. (2007). “El encaje bancario en Colombia. Perspectiva general”, en Borradores de Economía, núm. 470, Banco de la República, Bogotá.
- Badel, A. (2002). “Choques financieros, precios de activos y recesión en Colombia”, en *Desarrollo y Sociedad*, vol. 49, pp. 61-97, Universidad de los Andes - CEDE, marzo.
- Banco de la República (1998). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Bogotá, marzo.
- Banco de la República (1999). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Bogotá, marzo.
- Brunnermeier, M. K.; Sannikov, Y. (2015). “International Credit Flows and Pecuniary Externalities”, en *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, núm. 1, pp. 297-338, American Economic Association, enero.
- Burnside, C.; Eichenbaum, M.; Rebelo, S. (2001). “Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis”, en *Journal of Political Economy*, vol. 109, núm. 6, pp. 1155-1197, The University of Chicago Press, diciembre.
- Caballero Argáez, C.; Urrutia Montoya, M. (2006). “Las crisis financieras del siglo XX”, en C. Caballero y M. Urrutia (eds.), *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX: ensayos sobre su desarrollo y sus crisis*, pp. 61-160, Bogotá: Asobancaria; Editorial Norma.
- Caballero, R. J.; Krishnamurthy, A. (2004). “Smoothing Sudden Stops”, en *Journal of Economic Theory*, vol. 119, núm. 1, pp. 104-127, Elsevier, noviembre.
- Calvo, G. A.; Izquierdo, A.; Talvi, E. (2003). “Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”, *NBER Working Papers*, núm. 9828, National Bureau of Economic Research, julio.
- Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. M. (1993). “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, núm. 1, pp. 108-151, Palgrave Macmillan Journals.

- Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. M. (1996). "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, núm. 2, pp. 123-139, American Economic Association.
- Cárdenas, M.; Badel, A. (2003). "La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: causas y consecuencias", en Documentos de Trabajo, núm. 500, Banco Interamericano de Desarrollo, octubre.
- Carrasquilla, A.; Zárate, J. P. (2002). "Regulación bancaria y tensión financiera: 1998-2001", en ANIF (ed.), *El sector financiero de cara al siglo XXI*, pp. 215-230, Bogotá: Asociación Nacional de Instituciones Financieras.
- Céspedes, L. F.; Chang, R.; Velasco, A. (2004). "Balance Sheets and Exchange Rate Policy", en *American Economic Review*, vol. 94, núm. 4, pp. 1183-1193, American Economic Association, septiembre.
- Chari, V. V.; Kehoe, P. J.; McGrattan, E. R. (2005). "Sudden Stops and Output Drops", en *American Economic Review*, vol. 95, núm. 2, pp. 381-387, American Economic Association, mayo.
- Chiodo, A. J.; Owyang, M. T. (2002). "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998", en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 84, núm. 6, pp. 7-18, noviembre.
- Cole, H. L.; Kehoe, T. J. (2000). "Self-Fulfilling Debt Crises", en *Review of Economic Studies*, vol. 67, núm. 1, pp. 91-116, enero.
- Correa, P. (2015). "Comentarios al capítulo 'Crisis de 1999 - Historia del Banco de la República', por David Pérez-Reyna", presentado en el Seminario 92 años de la Banca Central en Colombia, Bogotá.
- Corsetti, G.; Pesenti, P.; Roubini, N. (1999). "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", en *Japan and the World Economy*, vol. 11, núm. 3, pp. 305-373, octubre.
- Echavarría, J. J. (2001). "Colombia en la década de los noventa: neoliberalismo y reformas estructurales en el trópico", en *Cuadernos de Economía*, vol. 20, núm. 34, pp. 57-102, Universidad Nacional, junio.
- Echeverry, J. C. (2001). "Memorias de la recesión de fin de siglo: flujos, balances y política anticíclica", en *Boletines de divulgación económica*, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, enero.
- Echeverry, J. C.; Salazar, N. (1999). "¿Hay un estancamiento en la oferta de crédito?", en *Archivos de Macroeconomía*, núm. 118, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, julio.
- Edison, H. J.; Luangaram, P.; Miller, M. (1998). "Asset Bubbles, Domino Effects and 'Lifeboats': Elements of the East Asian Crisis", *International Finance Discussion Papers*, núm. 606, Board of Governors of the Federal Reserve System, marzo.

- Edwards, S. (2001). "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", NBER Working Papers, núm. 8529, National Bureau of Economic Research, octubre.
- Edwards, S.; Vegh, C. A. (1997). "Banks and Macroeconomic Disturbances Under Predetermined Exchange Rates", en *Journal of Monetary Economics*, vol. 40, núm. 2, pp. 239-278, Elsevier, octubre.
- Farhi, E.; Werning, I. (2014). "Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows", en *IMF Economic Review*, vol. 62, núm. 4, pp. 569-605, Palgrave Macmillan.
- Fornaro, L. (2015). "Financial Crises and Exchange Rate Policy", en *Journal of International Economics*, vol. 95, núm. 2, pp. 202-215, marzo.
- Gómez, E.; Murcia, A.; Zamudio, N. (2014). "Foreign Debt Flows and the Credit Market: A Principal Agent Approach", en *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 32, núm. 73, pp. 87-103, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J. G. (2006). "La política monetaria en Colombia", en Borradores de Economía, núm. 394, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J. G. (2009). "Capital Flows and Monetary Policy", en Borradores de Economía, núm. 395, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, J.; Uribe, J. D.; Vargas, H. (2002). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia", en Borradores de Economía, núm. 202, Banco de la República, Bogotá.
- Gómez, W.; Posada, C. E. (2004). "Un choque del activo externo neto y el ciclo económico colombiano 1994-2001", en Borradores de Economía, núm. 285, Banco de la República, Bogotá.
- González Muñoz, C.; García Bolívar, A. (2002). "Una visión historiográfica del sistema financiero colombiano 1923-2001", en ANIF (ed.), *El sector financiero de cara al siglo XXI*, pp. 55-214, Bogotá: Asociación Nacional de Instituciones Financieras.
- Grupo Macroeconomía (2006). "La economía colombiana: situación actual frente a los noventa y sus perspectivas", en Borradores de Economía, núm. 429, Banco de la República, Bogotá.
- Herrera, S.; Perry, G. (2001). "Tropical Bubbles: Asset Prices in Latin America, 1980-2001", Policy Research Working Paper, núm. 2724, Banco Mundial, noviembre.
- Junguito, R.; Rincón, H. (2007). "La política fiscal en el siglo XX en Colombia", en J. Robinson y M. Urrutia (eds.), en *Economía colombiana del siglo XX: un análisis cuantitativo*, pp. 239-311, Bogotá: Banco de la República; Fondo de Cultura Económica.
- Kaminsky, G. L.; Reinhart, C. M. (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", en *American Economic Review*, vol. 89, núm. 3, pp. 473-500, American Economic Association, junio.

- Krugman, P. R. (1991). "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", en *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, núm. 3, pp. 669-682, Oxford University Press, agosto.
- Mendoza, E. G. (2001). "Credit, Prices, and Crashes: Business Cycles with a Sudden Stop", NBER Working Papers, núm. 8338, National Bureau of Economic Research, junio.
- Ocampo, J. A. (2015). "La liberalización y el gran ciclo de auge y colapso financiero, 1990-2003", en *Una historia del sistema financiero colombiano*, pp. 103-146, Bogotá: Casa Editorial El Tiempo.
- Paula, L. F. R.; Alves Jr., A. J. (2000). "External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crisis", en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, núm. 3, pp. 589-617, M. E. Sharpe.
- Perez-Reyna, D. (2015). "Medidas de política tomadas a raíz de la crisis financiera reciente y la crisis de finales del siglo XX en Colombia", mimeo, Banco de la República.
- Perez-Reyna, D.; Osorio-Rodríguez, D. (2016). "The Fiscal and Monetary History of Colombia: 1963-2012", mimeo.
- Sánchez, F.; Fernández, A.; Armenta, A. (2007). "Historia monetaria de Colombia en el siglo XX: grandes tendencias y episodios relevantes", en J. Robinson y M. Urrutia (eds.), en *Economía colombiana del siglo XX: un análisis cuantitativo*, pp. 313-382, Bogotá: Banco de la República; Fondo de Cultura Económica.
- Uribe, J. D. (2011). "Comentarios a 'La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia', de Miguel Urrutia y Jorge Llano", en *Desarrollo y Sociedad*, vol. 67, pp. 49-52, Universidad de los Andes - CEDE, primer semestre.
- Uribe, J.; Vargas, H. (2002). "Financial Reform, Crisis and Consolidation in Colombia", en *Borradores de Economía*, núm. 204, Banco de la República, Bogotá.
- Urrutia, M. (2002). "Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década", en *Revista del Banco de la República*, Nota Editorial, vol. LXXV, núm. 895, Banco de la República, mayo.
- Urrutia, M. (2011). "Democracia y crecimiento económico en Colombia 1958-2000", en *Documentos CEDE*, núm. 47, Universidad de los Andes, Bogotá, noviembre.
- Urrutia Montoya, M.; Caballero Argáez, C.; Lizarazo, D. L. (2006). "Desarrollo financiero y desarrollo económico en Colombia", en C. Caballero y M. Urrutia (eds.), *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX: ensayos sobre su desarrollo y sus crisis*, pp. 19-60, Bogotá: Asobancaria; Editorial Norma.

- Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Ediciones Uniandes.
- Villar, L. (2011). “Enseñanzas de una crisis. Comentario a ‘La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia’, de Miguel Urrutia y Jorge Llano”, en *Desarrollo y Sociedad*, vol. 67, pp. 53-60, Universidad de los Andes - CEDE, primer semestre.
- Villar Gómez, L.; Salamanca Rojas, D. M. (2005). “Un modelo teórico sobre crédito, represión financiera y flujos de capital”, en *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 48, pp. 184-233, Banco de la República, junio.
- Villar Gómez, L.; Salamanca Rojas, D. M.; Murcia Pabón, A. (2005). “Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003”, en *Desarrollo y Sociedad*, núm. 55, pp. 167-209, Universidad de los Andes.
- Zárate Perdomo, J. P.; Cobo Serna, A. L.; Gómez-González, J. E. (2012). “Lecciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetarias y financieras en Colombia”, en *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 30, núm. 69, pp. 258-293, Banco de la República, diciembre.

Capítulo 11

La estrategia de inflación objetivo en Colombia

Enrique López E.
Hernando Vargas H.
Norberto Rodríguez N.

Agradecemos los comentarios de Leonardo Villar, Marc Hofstetter y Munir Jalil
a una versión anterior de este trabajo, así como la asistencia de investigación
de Alejandra Dussán y Cristian Bojacá.

La adopción por parte de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) de la estrategia de inflación objetivo (IO) para guiar su política monetaria y cambiaria fue un proceso gradual. A lo largo de la última década del siglo XX ya se habían dado avances en esa dirección; el evento más importante que definió ese rumbo ocurrió el 25 de septiembre de 1999, con el final del sistema de banda cambiaria vigente hasta entonces. Durante un tiempo, sin embargo, el seguimiento a los agregados monetarios continuó siendo importante, pero fue perdiendo relevancia.

Con la decisión de utilizar la IO el Banco de la República (BR) entró a formar parte del grupo de los bancos centrales en el mundo que siguieron el ejemplo de Nueva Zelanda, el primer país en adoptar en diciembre de 1989 ese marco de política monetaria. Desde entonces cerca de treinta países, incluido Colombia, han acogido explícitamente el régimen de inflación objetivo, aunque algunos lo abandonaron al entrar a formar parte de la zona del euro (Finlandia, España y Eslovaquia).

Para algunos autores, antes de la crisis de 2008 el régimen de IO era el marco estándar *de facto* de la política monetaria. Muchos bancos centrales habían adoptado alguna variante de aquel. Incluso el Banco Central Europeo y la Reserva Federal, aunque no seguían estrictamente la estrategia, habían construido su marco de política monetaria sobre la idea de un compromiso con un objetivo cuantitativo de inflación de mediano plazo (Reichlin y Baldwin, 2013).

En ese orden de ideas, existirían tres formas principales de IO: una ‘IO ecléctica’, una ‘IO completa’ y una ‘IO ligera’³⁷⁷. La clasificación se hace de acuerdo con la transparencia y credibilidad del compromiso del banco central con la meta de inflación. La transparencia está relacionada con el anuncio público de una meta de inflación y el arreglo institucional que apoya la rendición de cuentas en relación con la meta.

³⁷⁷ Traducción por los autores de las siguientes definiciones, en su orden: *eclectic inflation targeting*, *full-fledge inflation targeting* e *inflation targeting lite*.

La primera definición corresponde a países con elevada credibilidad que pueden mantener una inflación baja y estable sin tener una total transparencia y una completa rendición de cuentas respecto a la meta de inflación; su buen registro de una inflación reducida y estable y un alto grado de estabilidad financiera les permite flexibilidad para perseguir la estabilidad del producto. En el segundo grupo de países se encuentran aquellos con una credibilidad entre mediana y alta y gran compromiso con la inflación objetivo, el compromiso se institucionaliza en la forma de un marco transparente de política. Este último propicia la rendición de cuentas del banco central con relación a la meta de inflación. En estos países el régimen de política monetaria disminuye el problema de inconsistencia temporal de un banco central. Por último, la forma IO ligera prevalece sobre todo en las economías emergentes. En esos países la credibilidad es reducida para mantener tasas bajas de inflación sin un compromiso creíble y transparente. Ganar credibilidad es un desafío para las autoridades monetarias de esas economías, en virtud de su exposición a diferentes tipos de choques, con lo cual la estabilización del producto se vuelve prioritaria y puede limitar la capacidad de acción de la política monetaria (Carare y Stone, 2003).

La creciente popularidad de esta nueva estrategia de política monetaria se debió a un cambio de apreciación acerca de la posibilidad que brinda para controlar la inflación. La experiencia de algunos bancos centrales que enfrentaron con éxito episodios de elevada inflación –Estados Unidos, Suiza, Alemania Occidental– fue fundamental en esa percepción. Aunque en un primer momento no se tenía claro cómo la política monetaria alcanzó esos resultados, los economistas se volcaron a profundizar en los llamados mecanismos de transmisión de la política monetaria, con lo cual se fue ganando en conocimiento acerca de la ‘potencia’ que aquella puede tener en su accionar, al tiempo que los bancos centrales ganaban en credibilidad (Thornton, 2012).

Por otro lado, muchos bancos centrales adoptaron la inflación objetivo como una respuesta pragmática ante el fracaso de otros regímenes de política monetaria. Bernanke y Mihov (1997) muestran que el Bundesbank fue pionero en ese proceder, en la medida en que tenía como un objetivo indirecto la inflación y usaba el crecimiento monetario como indicador cuantitativo para ayudar a calibrar su política; sin embargo, si surgían tensiones entre el crecimiento monetario y la meta implícita de inflación el Bundesbank optaba por darle mayor peso a esta última.

En la práctica de la política monetaria los desarrollos teóricos han tenido una gran influencia; esos avances están relacionados con la reducida confianza en el activismo de dicha política y con la amplia aceptación del punto de vista de Friedman (1968) acerca de la no existencia en el largo plazo de una disyuntiva (*trade-off*) entre el producto y la inflación, con lo cual la política

monetaria solo afecta a los precios en ese horizonte. El segundo pilar es la literatura de inconsistencia dinámica asociada a Kydland y Prescott (1977), en este caso llevada al ámbito de la política monetaria por Barro y Gordon (1983) y Rogoff (1985) y a los escritos vinculados con la independencia de los bancos centrales (Alesina y Summers, 1993). La investigación en ese frente destaca cómo la existencia de una disyuntiva a corto plazo entre producto e inflación puede llevar a que el público perciba que el banco central va ocasionalmente a “mentir” acerca de la meta de inflación, con el propósito de alcanzar un mayor producto. Si la estructura institucional compromete a los bancos centrales a alcanzar una inflación reducida, se puede lograr mayor aceptación por parte del público; si el resultado de inflación reducida se obtiene, el banco central no solo alcanzará su objetivo de largo plazo, sino que resolverá su disyuntiva de corto plazo, a medida que las expectativas permanezcan ancladas como respuesta a las perturbaciones.

1. La estrategia de inflación objetivo, origen y principales características

Los desarrollos teóricos de la macroeconomía en la década de 1970 coincidieron con el amplio reconocimiento en la sociedad acerca de los altos costos que puede acarrear la inflación. No debe perderse de vista, por otro lado, que las presiones inflacionarias y el aumento del desempleo llevaron no solo a la crisis de las teorías de origen keynesiano dominantes en ese momento, sino también al colapso del sistema de Bretton Woods ante el abandono de la convertibilidad del dólar a oro por parte de los Estados Unidos.

En la época había tomado fuerza el punto de vista acerca de la incapacidad de una política monetaria expansiva para generar un mayor producto a largo plazo, mientras que por otro lado ganó impulso la idea de un ancla nominal como elemento crucial para alcanzar la estabilidad de precios y solucionar el trilema de la política monetaria³⁷⁸. Ese último elemento podría ayudar a prevenir el problema de la inconsistencia temporal, en la medida en que los bancos centrales pueden concentrarse en su objetivo de estabilidad de precios en el largo plazo y resistir la tentación, o las presiones políticas, de adoptar

³⁷⁸ En esencia el trilema plantea que la política monetaria está enfrentada a tres objetivos, cada uno de estos deseable en sí mismo aunque los tres imposibles de lograr al mismo tiempo. El primer objetivo es el de lograr determinado nivel de tasa de cambio; el segundo, alcanzar un determinado nivel de la tasa de interés; el tercero, tener movilidad de capitales (Mundell, 1963).

políticas expansionistas de corto plazo que no son consistentes con la meta pretendida.

Esas ideas dieron pie para adoptar un objetivo de agregado monetario por parte de muchos bancos centrales. Otros tomaron un camino que parecía simple y claro, y podía también cumplir el objetivo de controlar la inflación con rapidez y anclar las expectativas de esa variable: la estrategia de tasa de cambio objetivo. Un grupo muy importante de bancos centrales, entre ellos la Reserva Federal, decidió que su política monetaria no necesitaba contar con un ancla nominal explícita como objetivo, llámese esta tasa de cambio, agregado monetario o inflación. En todo caso, se hacía control de la inflación en el mediano plazo y en esa medida se constituía en un ancla nominal implícita.

Existían, en realidad, muchos elementos potencialmente exitosos en la estrategia de agregados monetarios: un compromiso institucional para alcanzar la estabilidad de precios y una determinada tasa de inflación como objetivos centrales de la política monetaria a largo plazo; mayor transparencia a través de la comunicación hacia el público de los objetivos pretendidos, así como de los planes para alcanzarlos, y el mejoramiento palpable de la rendición de cuentas de los bancos centrales comprometidos en alcanzar metas de inflación bien determinadas. Unos años más adelante se fortaleció la independencia cada vez mayor de los bancos centrales, un desarrollo institucional muy importante que robusteció la lucha contra la inflación.

No obstante, pese a la prometedora combinación de ingredientes virtuosos la estrategia fracasó. Como afirman Estrella y Mishkin (2007), la utilización de los agregados monetarios en la política monetaria solo tiene sentido si se preserva la relación entre el dinero y el ingreso o los precios y es estable en el tiempo. El problema es que ese tipo de relación no se daba, como lo muestra el ejercicio de los autores citado; según sus resultados, los agregados monetarios en los Estados Unidos no tienen un contenido de información que permita su utilización como guía clara para los propósitos de la política monetaria; los cambios en la velocidad de circulación oscurecen las señales que puedan proveer los agregados monetarios y provocan ese comportamiento. Los casos exitosos de estrategia de agregados (Alemania, Suiza, entre otros) se deberían a su flexibilidad o, en otras palabras, a que no siguieron la estricta regla de expansión monetaria propuesta por Friedman (1968).

La estrategia de tasa de cambio objetivo fue también una alternativa para muchos bancos centrales que buscaban reducir la inflación y no contaban con un entorno institucional que facilitara ese propósito. Atar la moneda local a la de una economía más grande y de baja inflación también proveía un ancla nominal con sus virtudes asociadas, en particular, la de controlar la inflación y aferrar las expectativas de esta última a las del país de referencia. Sin embargo, la lista de desventajas de esta estrategia es larga y ha llevado a reevaluar

su utilización. El principal inconveniente es la pérdida de independencia de la política monetaria, que no puede responder ante choques domésticos; es más, si el país de referencia sufre un choque este puede transmitirse de modo automático al país anclado. Este último pierde también la señal que brinda la tasa de cambio sobre la postura de su política monetaria y se vuelve más frágil ante ataques especulativos contra su moneda.

De esa forma, ninguno de los regímenes de política monetaria mencionados probó ser exitoso o sostenible por completo. Al final, las innovaciones propias de los mercados financieros redujeron la predictibilidad de la relación entre el ingreso nominal y el dinero, que es una parte esencial del proceso de transmisión de la política monetaria, mientras los regímenes de tasas de cambio controladas propiciaron la creación de un entorno de política particularmente inestable (Walsh, 2009).

La inflación objetivo tomó los elementos considerados útiles de las estrategias de control de agregados y de la tasa de cambio objetivo, pero hizo aportes propios. En lugar de tener una meta para un agregado monetario, su práctica consiste en hacer pública una meta numérica de mediano plazo para la inflación. Por otro lado, utiliza una estrategia de información que confiere reducido valor a metas intermedias como, por ejemplo, el crecimiento monetario. Un elemento que aporta mucho a la creciente popularidad de la IO es que, además de establecer un ancla nominal creíble y transparente para la política monetaria, provee una flexibilidad suficiente para responder a los choques temporales sin minar su credibilidad. De hecho, si la meta es creíble, se reduce el costo o la necesidad de contrarrestar choques de oferta; aún más, si la senda de desinflación es totalmente creíble en últimas puede lograrse sin costo alguno de la actividad económica.

En la literatura relacionada existen varias definiciones de IO que parten de la lista de elementos descritos pero dan énfasis diferente a uno u otro factor (véase, por ejemplo, Bernanke *et. al.*, 1999; Amato y Gerlach, 2002; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2007); como mínimo, un banco central debe anunciar de manera formal una meta de inflación, y el instrumento de política –la tasa de interés– debe ajustarse de forma consistente para alcanzar esa meta en un tiempo definido. La clave, de acuerdo con Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007), es que el objetivo de inflación sea el ancla nominal y que la meta se anuncie formalmente. Esto lleva a que Svensson (2010) defina la IO como una estrategia de política monetaria que tiene las siguientes características: i) el anuncio de una meta cuantitativa de inflación; ii) una ejecución de la política monetaria que dé mayor importancia al pronóstico de la inflación, denominada por esa razón *pronóstico objetivo*, iii) alto nivel de transparencia y rendición de cuentas. Por otro lado, prosigue Svensson, la estrategia de IO está asociada estrechamente con un marco institucional que corresponde a una trinidad:

- i) mandato de estabilidad de precios, ii) independencia del banco central, y
- iii) rendición de cuentas.

2. La crisis financiera de fin de siglo y el abandono de la banda cambiaria. Los primeros elementos de IO utilizados en Colombia

El 25 de septiembre de 1999 la JDBR, en sesión extraordinaria, acordó abandonar el esquema de banda cambiaria y pasar a un régimen de tasa de cambio flexible, con lo cual finalmente se pudo avanzar en dirección de un esquema de IO más nítido. A esta decisión se llegó cuando los ataques a la banda hicieron insostenible su permanencia; aunque esta última había sido un avance hacia la búsqueda de mayor flexibilidad, en lo más agudo de la crisis su defensa la había reducido. Después de unos meses de pausa las arremetidas contra la banda se habían reanudado en abril de 1999 revirtiendo la tendencia que hasta ese momento tenía la tasa de cambio. Para la JDBR, detrás de ese cambio de tendencia estaba la modificación sustancial de las expectativas de inversión que tenía la economía colombiana, cuya solidez estaba puesta en duda y era considerada muy vulnerable frente a las turbulencias de la economía internacional, en especial de Rusia y las economías del sudeste asiático. Entre los elementos que consolidaron esa percepción sobre Colombia se encontraba la postura restrictiva de la política monetaria en los Estados Unidos, la incertidumbre sobre el ajuste fiscal y en general sobre todas las cuentas públicas, y la situación del sistema financiero colombiano³⁷⁹.

Con respecto a ese último punto, el meollo del problema estaba en la fragilidad de importantes sectores del sistema financiero que se gestó a lo largo de los años noventa. Coincidieron en el período la mala calidad de la regulación y supervisión a los bancos públicos y la insuficiente capitalización de los bancos hipotecarios en medio de una burbuja en los precios de la vivienda. El mayor riesgo de crédito y del desempleo, junto con el desplome del precio real de los activos colateralizables, desnudó el descalce que existía entre los préstamos hipotecarios a largo plazo y las obligaciones a corto plazo de los bancos. Al aumentar la tasa de interés en la crisis, la vulnerabilidad de los bancos hipotecarios, los bancos públicos y las cooperativas financieras se incrementó, esto vino a sumarse al efecto sobre el ingreso disponible de los hogares endeudados como consecuencia de indexar sus créditos de vivienda a la tasa de interés de corto plazo.

³⁷⁹ Véase el Informe Adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República, octubre de 1999.

Con la decisión de liberar la tasa de cambio se modificaba sustancialmente la estrategia de política monetaria que se había construido a partir de enero de 1994. En ese momento la autoridad monetaria decidió, ante la necesidad de defender la tasa de cambio en presencia de entradas masivas de capitales en el período y la pérdida subsecuente del control sobre los agregados monetarios, abandonar el esquema de minidevaluaciones diarias e introducir el sistema de banda cambiaria deslizante. El nuevo sistema, en teoría, debía permitir que se recobrara el control de los agregados monetarios (Urrutia y Llano, 2012). La banda permitía que la tasa de cambio oscilara de acuerdo con las variaciones de la oferta y la demanda de dólares; sin embargo, estas fluctuaciones no podían ir más allá de los límites determinados por el BR, lo cual significaba que la tasa de cambio fluctuaba con libertad, pero con un límite inferior y un límite superior que de alcanzarse podía propiciar la intervención del BR³⁸⁰.

Cuando se creó el corredor cambiario la JDBR había enfrentado el dilema de escoger entre utilizar agregados monetarios –objetivo de cantidad– o tasas de interés –objetivo de precios– como variables intermedias de política. La decisión es fundamental porque, como es conocido, cuando se elige una de ellas la otra, de forma automática, se convierte en variable endógena. Después de evaluar las diversas alternativas, en 1994 se optó por construir corredores para M1 y M3. En 1997 se tomó la decisión de utilizar la base monetaria como meta intermedia, estimando para este fin su crecimiento dentro de un corredor; en su momento se consideró que el BR tenía un mayor grado de control sobre esa variable, se daban menores rezagos entre las acciones del Banco y el nivel deseado de ella y existía una más estrecha relación estadística entre dicha variable y la inflación. En ese entonces los pasos que se seguían para diseñar la política monetaria anualmente consistían en: i) definir la coherencia entre la trayectoria de la base monetaria y la meta de inflación; ii) determinar el instrumento que facilitaba el cumplimiento de la meta intermedia de base monetaria, y iii) establecer un vínculo entre el instrumento y la meta intermedia³⁸¹.

Entre 1992-1999 se dieron algunos avances importantes que mejoraron la forma como se hacía la política monetaria en Colombia: el BR profundizó el mercado monetario y liberó diferentes tasas de interés; el Ministerio de Hacienda, por su parte, creó un mercado de deuda pública (Hamman et. al., 2014).

³⁸⁰ La base teórica del sistema de las bandas cambiarias es el artículo de Krugman (1991).

³⁸¹ La autoridad monetaria insistió siempre en su discrecionalidad para revisar las metas monetarias ante la existencia de un ‘sesgo de efectivo’ y la presencia de eventos inesperados, siempre y cuando no se comprometiera el logro de la meta de inflación y existiera evidencia clara de un cambio permanente en la velocidad de circulación del dinero. Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, octubre de 2000.

Durante un buen tiempo aquel enfoque de la política monetaria convivió con algunos elementos que forman parte de la estrategia de IO y que en Colombia habían comenzado a implementarse desde tiempo atrás. En efecto, las metas cuantitativas anuales de inflación, características de la IO, en Colombia eran por ley obligatorias y habían comenzado a divulgarse desde 1991³⁸²; esto llevó a que se mejoraran los modelos de pronóstico de la inflación, que aunque no eran condicionales a la política monetaria tenían alguna utilidad en la construcción de pronósticos. También se generaba un reporte interno de inflación de periodicidad mensual con el propósito de orientar las decisiones de política. Hacia finales de 1998 ese último documento comenzó a hacerse público en versión trimestral (Vargas, 2008).

Definir la meta anual de inflación del índice de precios al consumidor por parte de la JDBR, así como calcular la meta intermedia y monitorear su cumplimiento, que se presentaba en el reporte de inflación, representaron un importante desafío para el equipo técnico del BR. La meta anual en una primera etapa era puntual y, por ley, menor que la del año anterior. Para establecerla el equipo técnico realizaba cuatro tareas: i) un análisis detallado de las presiones inflacionarias en el corto y mediano plazo, que incluía el examen de los índices de precios al consumidor y al productor, cálculos de la inflación básica o núcleo y de la evolución de los agregados monetarios y sus desviaciones con relación a las estimaciones, medición de las expectativas de inflación, cálculo de la brecha entre el producto potencial y el observado, las presiones salariales y el comportamiento de la tasa de cambio; ii) efectuar proyecciones econométricas de la inflación; iii) proyecciones econométricas de la inflación con una variable de credibilidad adicional, y iv) programación financiera de acuerdo con la tradición del Fondo Monetario Internacional (FMI), con lo cual se buscaba la coordinación de la política económica entre el BR y el Ministerio de Hacienda³⁸³.

3. El desarrollo de la estrategia de inflación objetivo

Como se afirmó en el comunicado de prensa que divulgó la decisión de dejar flotar la tasa de cambio, el día anterior habían finalizado con éxito las negociaciones con el FMI y se acordaron las principales metas fiscales, monetarias

³⁸² Gómez et al. (2002) narran como ese primer anuncio fue hecho por el ministro de Hacienda. En el momento no estaban claras las responsabilidades que tenían el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República en cuanto al manejo macroeconómico y a los anuncios sobre este último. Las metas fueron: 22 % (1991), 22 % (1992), 22 % (1993), 19 % (1994), 18 % (1995), 17 % (1996), 18 % (1997), 16 % (1998), 15 % (1999).

³⁸³ Véase Uribe (1999) para más detalles técnicos.

y de balanza de pagos. También se había llegado a un acuerdo con otros organismos multilaterales de crédito para obtener recursos frescos con los cuales financiar inversión social. Con esas bases y a fin de facilitar el cumplimiento de los acuerdos con el FMI, la JDBR consideró conveniente permitir la flotación libre de la tasa de cambio³⁸⁴.

La decisión no estaba exenta de riesgos e incertidumbres. La economía se hallaba en una situación de debilidad y fragilidad notoria, con un crecimiento negativo y elevada tasa de desempleo. El deterioro en la calidad de la cartera del sistema financiero había reducido su rentabilidad patrimonial y su solvencia. Las instituciones más frágiles se concentraban en el sector financiero público, en las corporaciones de ahorro y vivienda y en el sector financiero cooperativo; muchas de ellas ya habían sido intervenidas en el momento en que se eliminó la banda³⁸⁵. También había expectativas de devaluación e incertidumbre frente a la viabilidad de las urgentes reformas fiscales.

Pero además de las sombras también había luces. Se conjugaban varios factores positivos como menor inflación, la flexibilidad que en todo caso había permitido la banda, e incremento en la tasa de cambio real, cuya magnitud (25 % en dos años) la habría acercado a su nivel de equilibrio. Además, se había dado un ajuste del gasto, el cual pronto redujo el déficit en cuenta corriente, que pasó de casi 8 % en el primer trimestre de 1998 a una cifra cercana a 2 % cinco trimestres después³⁸⁶.

La decisión inmediata que debía tomarse era la del manejo monetario a seguir una vez eliminada la banda cambiaria. Para la JDBR, el abandono del corredor cambiario mejoraría el esquema de manejo monetario; este último consistía, recordaba la JDBR, en la meta cuantitativa de inflación, la metodología para producir pronósticos de inflación que utiliza información relevante sobre las presiones inflacionarias, el corredor de la base monetaria y la existencia de un procedimiento operativo mediante el cual el manejo de los instrumentos del Banco depende de la evaluación del comportamiento de la base monetaria en relación con su respectivo corredor y de las tendencias de la inflación respecto a su meta (*Informe Adicional al Congreso*, octubre de 1999).

El mensaje esencial en ese momento era que todos los elementos mencionados podían formar parte de un esquema de meta de inflación, y la existencia del corredor de base subordinado a la meta de inflación cumplía el papel de

³⁸⁴ Como lo narran Urrutia y Llano (2012), la decisión debió adelantarse porque se estaban presentando filtraciones de información.

³⁸⁵ Según Fogafín (2009, p. 105), entre 1998-2001 fueron intervenidos con fines de liquidación veinticuatro establecimientos de crédito.

³⁸⁶ Según el memorando del gerente técnico en el libro de Urrutia y Llano (2012).

meta intermedia. Todavía no se mencionaba un esquema completo de inflación objetivo, en la medida en que se continuaba monitoreando un agregado monetario y se resaltaba su papel de meta intermedia³⁸⁷. La JDBR consideraba que en la economía colombiana el papel del dinero seguía siendo crucial para entender el comportamiento de los precios en el mediano y largo plazo. También se aclaraba que dada la fragilidad de la economía y su exposición a los choques externos se hacía necesario avanzar en el diseño de mecanismos sofisticados de cubrimiento del riesgo cambiario.

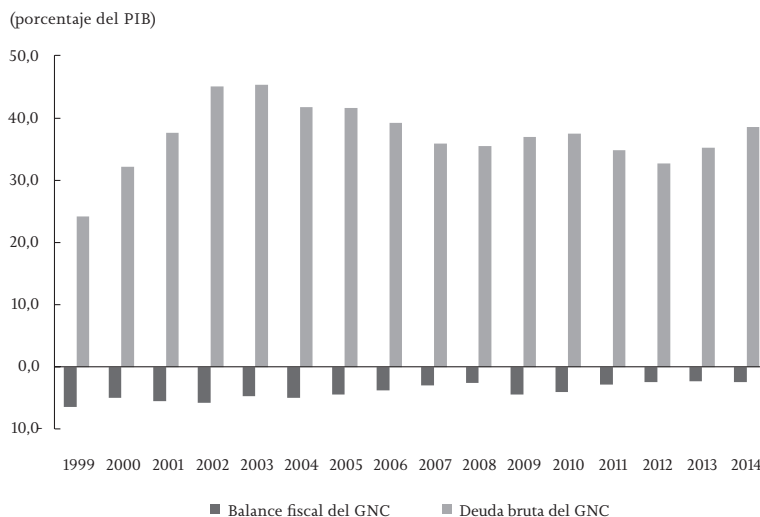
En ese momento, para el correcto funcionamiento de la política monetaria debían superarse las dificultades fiscales y la debilidad del sistema financiero; era posible avanzar hacia un esquema de IO más sencillo, en otras palabras, sin una meta intermedia de agregados monetarios, pero para ese paso se requería mejorar el sistema de pronóstico de inflación y conocer los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

El primer elemento era externo al banco central y dependía de los resultados del programa de ajuste emprendido por el Gobierno. Las cifras muestran que el panorama fiscal comenzó a mejorar con lentitud y el déficit fue disminuyendo progresivamente desde 2003 (gráficos 1 y 2), lo que redujo de ese lado la presión sobre la política monetaria. Por su parte, la recuperación del sistema financiero se estaba dando, pero no acompañada de mayores colocaciones de crédito. Como se mencionó, una característica de la crisis fue el efecto que tuvo sobre ese sector de la economía, con lo cual se afectaron los mecanismos de transmisión de la política monetaria, en particular del canal de crédito. El aumento de la tasa de interés, la reducción del ingreso nacional, la caída del precio de los activos y el aumento del desempleo que se dieron en la crisis llevaron a una situación inédita de apretón del crédito bancario (Barajas et. al., 2001); esta situación amplificó la crisis y postergó la recuperación. Solo a partir de 2003 volvió a crecer la cartera del sistema, después de cuatro años de reducción (Gráfico 3).

El equipo técnico del BR emprendió la tarea de mejorar el sistema de pronóstico de la inflación que era esencial para fortalecer el esquema de inflación objetivo. A lo largo de los años noventa se habían desarrollado dos tipos de modelos de proyección: el primer grupo utilizaba tres modelos económicos uniecuacionales, dos de los cuales daban una perspectiva desde la demanda y el tercero desde los costos; el segundo grupo correspondía a modelos de series de tiempo de la inflación y sus componentes, incluyendo proyecciones de la

³⁸⁷ Este mensaje se ratificó en el *Informe al Congreso* de julio de 2000 (p. 11): “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”.

Gráfico 1
Balance fiscal y deuda bruta del GNC



Fuente: MHCP-DGPM.

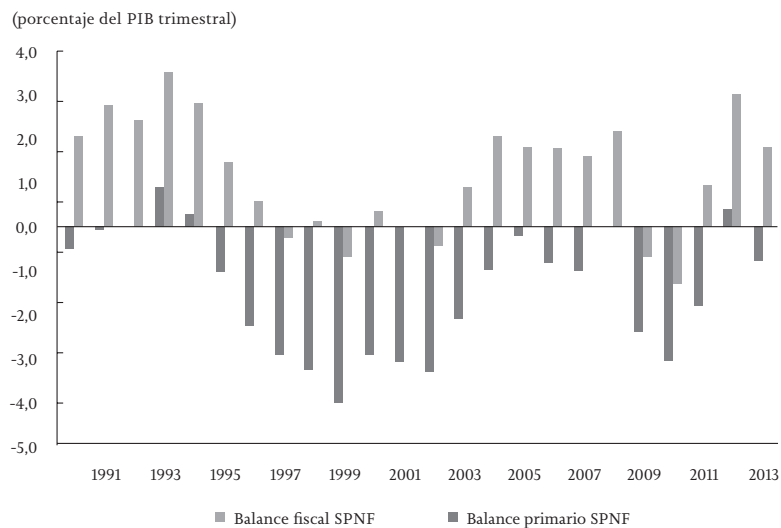
llamada inflación básica, aquella que puede ser afectada por la política monetaria. En la época también se comenzaron a utilizar indicadores líderes de la inflación (*Informe Adicional al Congreso*, julio de 1997).

El principal –y determinante– avance en esa área fue la elaboración en 2001 de un primer modelo completo de oferta y demanda en economía abierta siguiendo los desarrollos del banco central de Inglaterra. Con ese modelo de pequeña escala, denominado modelo de mecanismos de transmisión (MMT), se conformó un esquema que todavía persiste: un modelo central que ofrece simulaciones de política y un grupo de modelos satélites de diferente origen teórico para el pronóstico de la inflación³⁸⁸

El modelo central o MMT incluía, como su nombre lo indica, una modelación de estos últimos y de los choques particulares que pueden afectar la

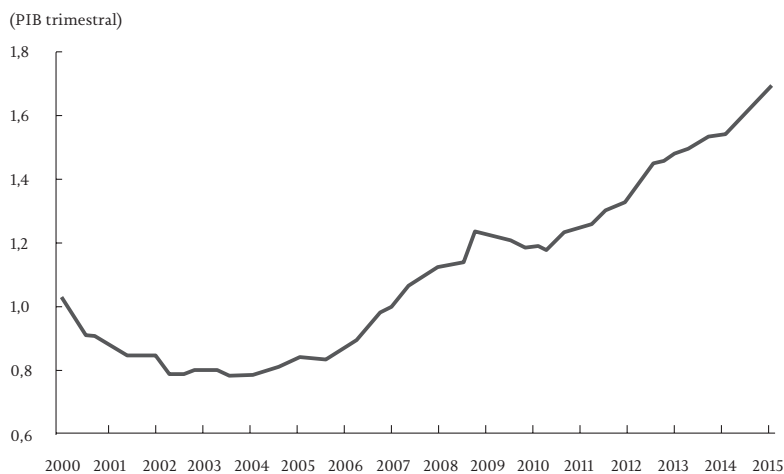
³⁸⁸ Se contaba con modelos P estrella y curva de Phillips que incorporaban la brecha de producto, elaborados en la década de los noventa. Más adelante se incorporaron tres modelos satélite, dos de ellos profundizaban sobre el fenómeno de la inflación de alimentos, mientras que el tercero capturaba el efecto sobre la inflación de la indexación de los salarios en el sector público. Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, mayo de 2002, e *Informe sobre Inflación*, marzo de 2001.

Gráfico 2
Déficit del sector público no financiero (SPNF)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3
Total de cartera con IFI y *leasing* ajustada / PIB trimestral



Nota: cartera medida en miles de millones de pesos.

Fuente: Banco de la República.

economía colombiana, como las sequías, los cambios en la meta de inflación, el riesgo país, entre otros. Su estructura contemplaba un canal de demanda agregada, el canal directo e indirecto de tasa de cambio, el canal de expectativas y el canal de costos (*Informe sobre Inflación*, marzo de 2001).

La elaboración del modelo implicaba conocer mejor los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Los movimientos de la tasa de intervención del Banco se transmiten por los canales descritos al resto de la economía. Las tasas de intervención son las operaciones repo y repo reversa del Banco de la República con entidades financieras, que se conocen también con los nombres de subastas de expansión o contracción, respectivamente; más tarde los repos reversa fueron sustituidos por depósitos no colateralizados –no constitutivos de reserva– de las entidades en el banco central. La tasa interbancaria corresponde, por su parte, a la tasa de préstamos entre bancos a muy corto plazo, fluctúa entre las tasas de repos de expansión y contracción y transmite las decisiones de política a las demás tasas de interés y así al resto de la economía (Gómez, 2006).

La utilización del MMT permitía construir un pronóstico de inflación que constaba de una visión central (el pronóstico del MMT con toda la información nueva), con un grado de incertidumbre y un balance de riesgos alrededor de la visión central. Su gran innovación consistía en generar pronósticos condicionados a la respuesta –endógena– de la política monetaria; en ese sentido, el modelo permitía orientar la discusión acerca de las alternativas de política.

A lo largo de los años siguientes una de las labores esenciales y más dinámicas del BR consistió en enriquecer el análisis que se hacía en el *Informe sobre Inflación*, que es el mecanismo por medio del cual el equipo técnico del BR comunica sus recomendaciones a la JDBR. Por definición la estrategia de IO es muy demandante en términos de datos y análisis, esto se debe a la incertidumbre que rodea las decisiones de política monetaria y hace indispensable considerar una gran cantidad de información (Macklem, 2002). El esfuerzo consistió en afinar de manera permanente los mecanismos de recolección de series estadísticas, mejorar los modelos de pronóstico central y satélites y producir nueva información, en particular, relacionada con las expectativas de inflación de los agentes³⁸⁹.

En cuanto se refiere al contenido operativo de la política monetaria, a finales del siglo XX se divulgó un documento con precisiones acerca de algunos elementos esenciales del esquema IO (Uribe et al., 1999). La elección de los cambios del IPC completo como medida de la inflación, así como la decisión de no excluir de él los elementos más volátiles, como los precios de energía

³⁸⁹ Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, junio de 2000.

y los alimentos, estaba basada en el reconocimiento y comprensión que tiene ese índice por el público, al igual que su uso para definir muchos contratos de precios, financieros y laborales; de esta manera, se garantiza una buena comunicación acerca de los objetivos principales de la política monetaria. Asimismo, su utilización permite ilustrar los límites de la política monetaria en relación con las posibles desviaciones de la meta de inflación asociadas a eventos por fuera de control del banco central, verbigracia, choques de oferta originados en factores climáticos, etc. Esta última preocupación es también uno de los rasgos más importantes de la IO: la necesidad de lograr una buena comunicación que permita, además de apuntalar la transparencia del banco central, incrementar la efectividad de la política monetaria en cuanto contribuye a que las expectativas de los agentes sobre el curso de la evolución futura de la política converjan a los planes y proyecciones de la JDBR³⁹⁰.

Se abordaba, además, el tema de la meta de inflación y su divulgación pública con una anticipación cada vez mayor³⁹¹. El argumento era que el anuncio debía hacerse con una antelación que tuviera en cuenta el rezago presente entre las medidas de la política monetaria y sus efectos posibles; según los estudios, los efectos de las decisiones de política podrían darse con un rezago de seis a ocho trimestres. Asimismo, se consideraba que la credibilidad de la política era aún muy incompleta para avanzar hacia un rango meta de inflación y se insistía en fijar metas puntuales.

Un año más tarde, en octubre de 2000, hay un ajuste a la política monetaria para los dos años siguientes. Al acercarse la inflación a un dígito la JDBR define la nueva política como la de un esquema monetario cercano al de meta de inflación utilizada por varios países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y América Latina. La nueva estrategia fue definida como una combinación de IO y meta monetaria; en ella, la evaluación de los indicadores y pronósticos de inflación era tan importante como el examen sobre el comportamiento de la base monetaria respecto a su trayectoria de referencia, esta última reemplazó a los corredores monetarios de la década anterior. El esquema, que guardaba alguna similitud con el utilizado por el Banco Central Europeo (BCE), era justificado por la JDBR con el argumento de que en el caso colombiano se consideraba que el comportamiento del dinero seguía siendo crucial para entender la evolución de los precios a mediano y largo plazo. De igual manera, la mayor incertidumbre asociada a los pronósticos de inflación debida tanto al cambio reciente del régimen cambiario como

³⁹⁰ Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, enero de 2005.

³⁹¹ Hasta 1997 el anuncio de la meta se hacía a más tardar en noviembre o diciembre; de ahí en adelante, cada vez más pronto en el año.

al rápido quiebre de la inflación de los niveles del 20 % al 10 % anual, hacía conveniente –de acuerdo con la JDBR– adoptar una posición pragmática que utilizara los agregados monetarios como indicadores importantes de la posibilidad de alcanzar la meta de inflación, teniendo en cuenta al tiempo otros indicadores que, estaba probado, eran buenos predictores de esa variable³⁹².

Las decisiones se tomaban, entonces, con base en la meta de inflación, la evaluación del estado general de la economía, las tendencias y perspectivas de la inflación, la situación del desempleo y el seguimiento a la cantidad de dinero respecto a un valor de referencia. Como en el pasado, el agregado monitoreado era la base monetaria, con un valor de referencia que se construía de manera coherente con la meta de inflación, la proyección de crecimiento del PIB y los cambios previsibles en la velocidad de circulación³⁹³.

Al comenzar 2001³⁹⁴ se efectuaron cambios en el esquema operativo para determinar el suministro de los requerimientos de liquidez netos de la economía. Se delegó al Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria (CIMC) la tarea de fijar de manera directa los cupos de expansión y contracción coherentes con la línea de referencia de la base monetaria y con fines de velar por el suministro de liquidez definido por el CIMC se creó otro comité, el llamado Comité Operativo Interno (COI), el cual puede modificar los cupos de liquidez solo si se presentan cambios no previstos en las proyecciones de oferta de base monetaria.

Otra modificación importante fueron las metas de inflación multianuales, adoptadas con el propósito de guiar la formación de expectativas de inflación tomando en cuenta la existencia de rezagos en los efectos de la política monetaria. Las metas para 2001 y 2002 fueron 8 % y 6 % en su orden (*Informe al Congreso*, marzo de 2001). En 2003 se volvió a la meta anual anunciada dentro de un rango entre 5 % y 6 %, con un valor medio para propósitos legales de 5,5 %, y fue anunciado un rango amplio para el punto medio de la meta dos años adelante, consistente con el horizonte estimado en el cual la política monetaria tiene un efecto pleno sobre la inflación (dieciocho a veinticuatro meses). También, a finales de 1992 el banco central comenzó a anunciar una meta de largo plazo de 3 % en un rango entre 2 y 4 % (Gómez et al., 2002).

Con la nueva forma de comunicar la meta de corto y largo plazo, así como la línea de referencia para la base monetaria, el BR consolidó su propósito de guiar las expectativas del mercado, esto formaba parte de una política general

³⁹² Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, octubre de 2000.

³⁹³ Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, octubre de 2000.

³⁹⁴ Resolución interna del 18 de enero de 2001.

de comunicaciones que se consideraba desde entonces un elemento fundamental de la política monetaria.

En ese momento el BR contaba con varios mecanismos para comunicarse con el público y explicar la racionalidad de sus decisiones: la presentación dos veces al año del *Informe de la Junta Directiva al Congreso*, la publicación trimestral del *Informe sobre Inflación*, los comunicados de prensa después de cada reunión mensual de la JDBR y las presentaciones públicas sobre política monetaria del gerente general, de los miembros de la JDBR y del equipo técnico, y las publicaciones especializadas (*Borradores de Economía*, *Ensayos sobre Política Económica*). El desarrollo de la informática permitió que la información económica se pusiera a disposición del público en la página web de la entidad. En general, el propósito de mejorar la comunicación y de esa forma la transparencia del BR avanzó a medida que se fue consolidando la estrategia de IO³⁹⁵.

3.1 Política cambiaria

Una pieza esencial de la estrategia de IO es la política cambiaria. Sobre ese último aspecto debió pronunciarse la JDBR en el nuevo escenario de una tasa de cambio flexible. Entonces, se postuló que el comportamiento de la tasa de cambio nominal es importante para determinar la postura de la política monetaria, en razón del efecto que choques sobre esa variable puedan tener directa o indirectamente en los precios internos. La JDBR ha sido siempre muy clara al respecto: como autoridad monetaria y cambiaria su interés no es estabilizar *per se* la tasa de cambio; solo si existen choques sobre ella que puedan afectar las expectativas de inflación y la inflación misma puede darse un cambio en la postura de la política monetaria, pero si, y solo si, ese evento se produce.

En teoría, la estrategia de IO debe eliminar una fuente de choques a la tasa de cambio; en particular, anula la asociada a las expectativas de inflación, un factor importante en la volatilidad del precio de un activo como es la tasa de cambio. El mecanismo responde a la necesidad de anclar las expectativas de inflación a fin de que sean coherentes con la meta de inflación y se alcance un funcionamiento adecuado de la estrategia de IO. En ese sentido, mantener las expectativas de inflación ancladas son una señal de la credibilidad que un banco central tiene por parte de la sociedad.

Sin embargo, pueden darse cambios en la tasa de cambio cuya naturaleza es difícil de precisar. En esas condiciones los bancos centrales deben ser

³⁹⁵ Véase en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, enero de 2005.

prudentes y responder de modo gradual. La única razón para que se presente una reacción frente a un choque cambiario es, sin duda, si la credibilidad de la política monetaria se ve comprometida; en ese caso “la respuesta de la autoridad monetaria puede llegar a ser fuerte, modificando las tasas de interés, interviniendo en el mercado cambiario, o en ambos” (*Informe al Congreso*, julio de 2003, p. 18).

Las condiciones para una intervención en el mercado cambiario habían sido definidas al abandonar la banda cambiaria. Los principios básicos para el diseño de los mecanismos de intervención fueron su transparencia, la definición clara de los objetivos y que, además, las intervenciones fueran anunciadas previamente. Las subastas de opciones se definieron en tres modalidades: i) para desacumular reservas internacionales; ii) para acumular reservas internacionales; iii) para el control de la volatilidad.

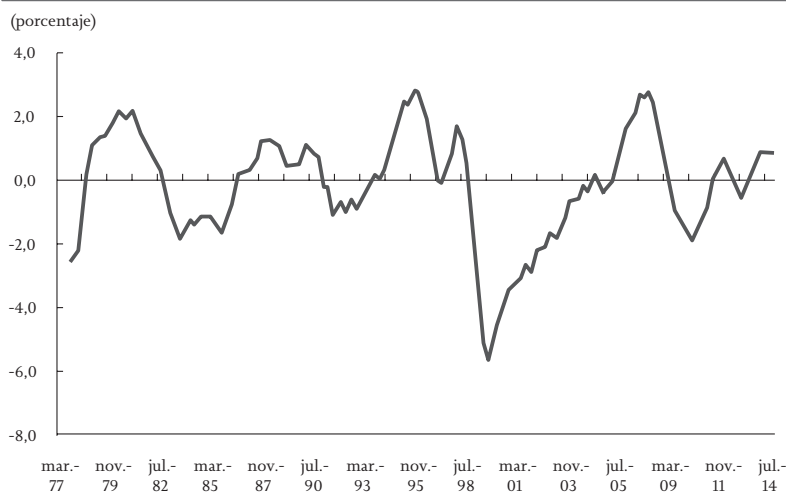
Cada tipo de subasta responde a una problemática concreta. La de desacumulación fue creada con la intención de contener presiones inflacionarias provenientes de una depreciación excesiva del peso de carácter transitorio. La de acumulación corresponde al mecanismo por el cual el BR compra divisas cuando la tasa de cambio presenta una tendencia revaluacionista y permite también fortalecer la posición externa del país. El último tipo de subasta se activaba cuando la tasa de cambio mostrara una desviación pronunciada de su tendencia de corto plazo asociada a problemas transitorios del mercado cambiario.

4. La IO en acción: primeros años

Al comenzar el nuevo milenio la economía colombiana se recuperó penosamente de las secuelas ocasionadas por la crisis de fin de siglo. Como se observa en el Gráfico 4, uno de los resultados del choque externo sobre la economía local en 1999 fue una brecha negativa del producto que comenzó a cerrarse con lentitud en el período 2000-2005. Durante ese lapso el PIB corriente estuvo de manera sistemática por debajo del potencial, con lo cual se redujeron las presiones de demanda sobre la inflación.

Un elemento importante que explica lo lento de la recuperación, como se mencionó, fue el deterioro en que se encontraba la economía al desatarse la crisis, el cual se reflejó en la profundidad de la recesión y la magnitud del déficit fiscal y externo. A esto se sumaba el elevado endeudamiento de los agentes privados y públicos y el daño que había tenido el sistema financiero, elementos precipitantes del fenómeno de apretón de crédito que amplificó el efecto inicial de la parada súbita en el ingreso de capitales al país.

Gráfico 4
Brecha del PIB (1977-2014)

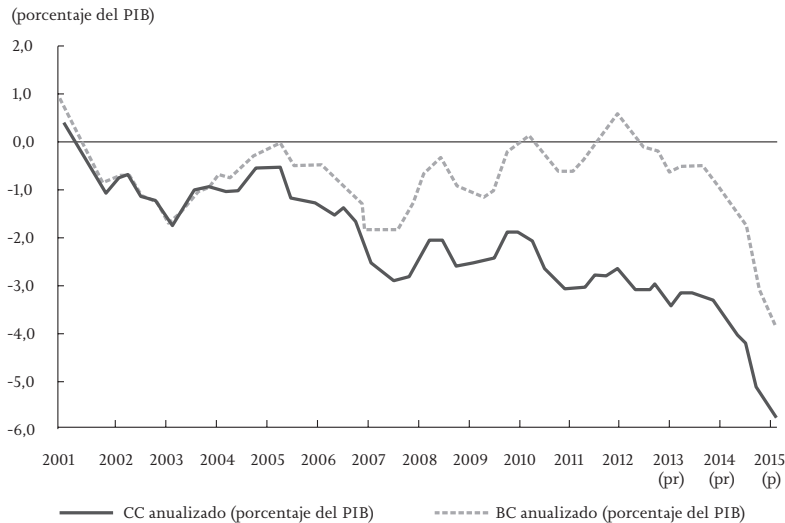


Fuente: Banco de la República.

El intenso ajuste externo de la economía se había producido con el cese súbito del ingreso de capitales y el desplome de la demanda interna a finales del siglo XX, el déficit en cuenta corriente pasó a ser positivo en 2000 para volver a ser negativo en los años siguientes. Los déficits en cuenta corriente y comercial empezaron a reducirse de nuevo en 2003. En el caso de la balanza comercial, se acercó al equilibrio en 2005 (Gráfico 5). La deuda externa, por su parte, había caído en 2005 al nivel precrisis de 1997 y la reducción de este indicador se afianzó desde 2004 (Gráfico 6), esto contribuyó a reducir la vulnerabilidad externa del país (*Informe al Congreso*, julio de 2006). Por otro lado, las necesidades de financiar la cuenta corriente pasaron a cubrirse por inversión extranjera directa (IED), flujo mucho menos volátil frente a cambios en la liquidez internacional (Gráfico 7).

Asimismo, en 2003 se llevó a cabo una reforma al sistema de pensiones para garantizar su sostenibilidad (Vargas et al., 2012). Un aspecto esencial que surge ese año fue el incremento en los ingresos petroleros asociado a los altos precios del crudo, pues se constituyó en un alivio importante para las finanzas estatales (Cuadro 1).

Gráfico 5
Déficit en cuenta corriente y balanza comercial de bienes y servicios; serie trimestral anualizada (2001-2015-1)



(pr): preliminar.

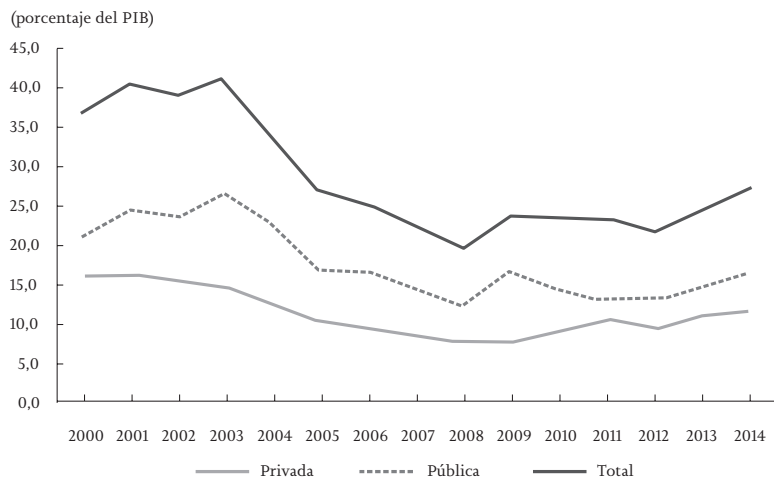
(p): provisional.

Fuente: Banco de la República.

La débil situación fiscal comenzó a mejorar de manera lenta desde 2000 con un ajuste que incluyó seis reformas: cuatro tributarias y dos a las transferencias a los gobiernos locales, así como otras medidas que redujeron el déficit del sector público no financiero de 4,9 % del PIB en 1999 a una posición de equilibrio en 2008 (Gráfico 2, p. 480). El déficit del Gobierno central también se aminoró; como resultado, su deuda comenzó también a declinar a partir de 2003 (Gráfico 6). Junto con esa reducción, se dio una sustitución de la fuente de recursos entre el mercado externo y el interno (*Informe al Congreso*, marzo de 2007).

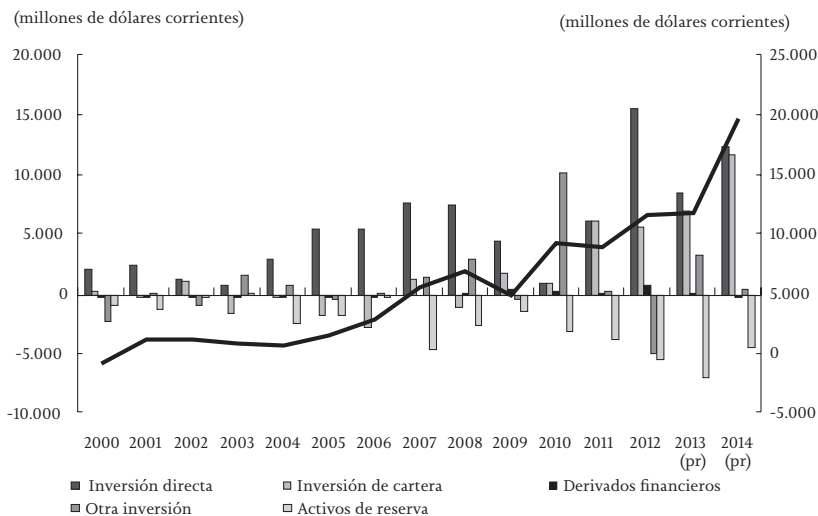
La política monetaria desempeñó un papel determinante en la recuperación de la economía. Desde finales de la década de los noventa su postura de estímulo al crecimiento económico y al empleo, sin comprometer la meta a largo plazo de estabilidad de precios, fue un aporte sustancial al mejoramiento del desempeño macroeconómico del país. Como se observa en el Gráfico 8,

Gráfico 6
Saldo vigente de la deuda externa por sectores



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 7
Cuenta financiera de la balanza de pagos



Nota: en el eje derecho se encuentra la cuenta financiera, (línea continua), se excluyen errores y omisiones.
(pr): preliminar.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 1
Valor y cantidad de producción nacional de crudo y precio de venta

Año	Producción total (MBD)	Precio de venta por barril (dólares/barril)	Valor de la producción (miles de millones de dólares)
1994	454.000	17	2.742
1995	585.000	16	3.511
1996	626.100	21	4.743
1997	653.600	19	4.418
1998	754.500	13	3.488
1999	815.300	18	5.274
2000	687.100	29	7.220
2001	604.400	24	5.261
2002	577.870	24	5.108
2003	541.300	29	5.737
2004	528.400	37	7.201
2005	525.900	50	9.557
2006	528.900	58	11.232
2007	531.444	66	12.846
2008	587.700	90	19.342
2009	670.594	57	13.858
2010	785.401	73	20.964
2011	913.000	99	33.118
2012	944.091	104	35.838
2013	1.007.400	100	36.770
2014	988.100	89	32.098

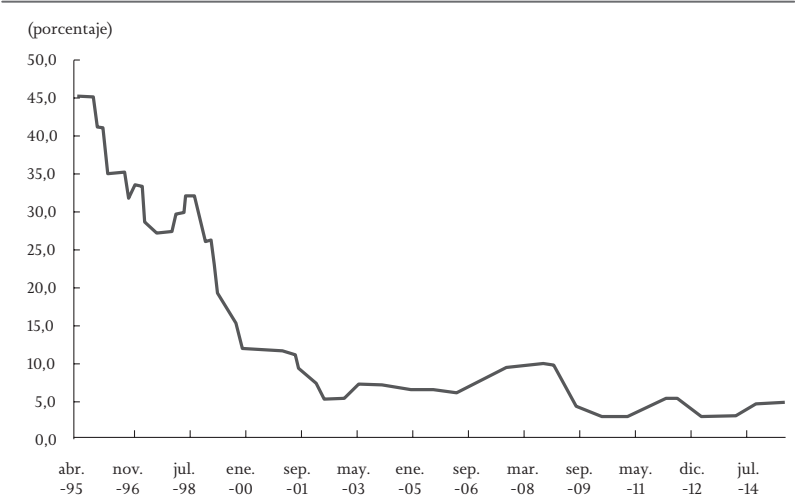
Nota 1. El dato anual del precio resulta de un promedio mensual de todo el año, con base en los datos de exportaciones, y se calcula un precio implícito de exportación (asumiendo una misma densidad del petróleo).

Nota 2. El dato de la producción total hasta el 2013 es tomado de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH); el de 2014, de Reuters.

Fuentes: López et al. (2013) y ANH.

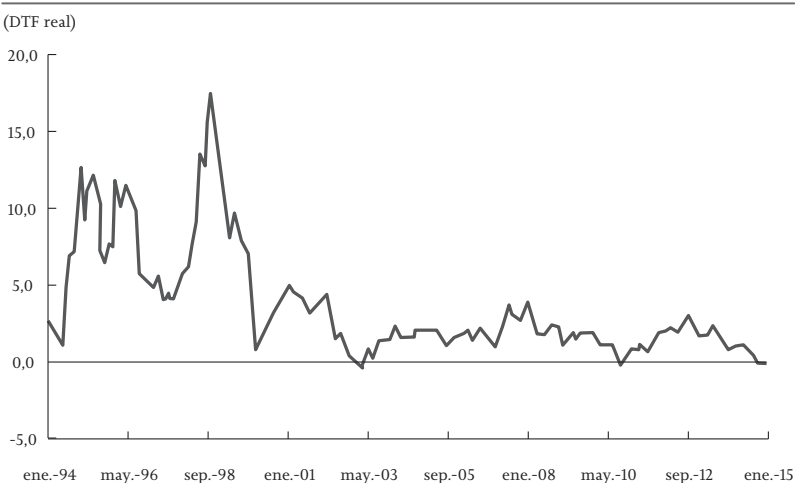
las tasas de intervención del BR disminuyeron en una oportunidad en el año 2000, en ocho oportunidades en 2001 y en cinco ocasiones en 2002. La tasa de las subastas de expansión pasó de 8,5 % en diciembre de 2001 a 5,25 % en el mismo mes de 2002, fue negativa 1,7 % en términos reales; y el crecimiento promedio de la base monetaria en 2002 fue 19,2 %, cifra muy superior al crecimiento del PIB nominal (alrededor del 8 %). En esas condiciones, las tasas reales de interés a corto plazo se redujeron a niveles históricamente bajos (Gráfico 9).

Gráfico 8
Tasa de intervención del Banco de la República, 1995-2015



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 9
Tasas de interés real a corto plazo mensuales, 1994-2015



Fuente: Banco de la República.

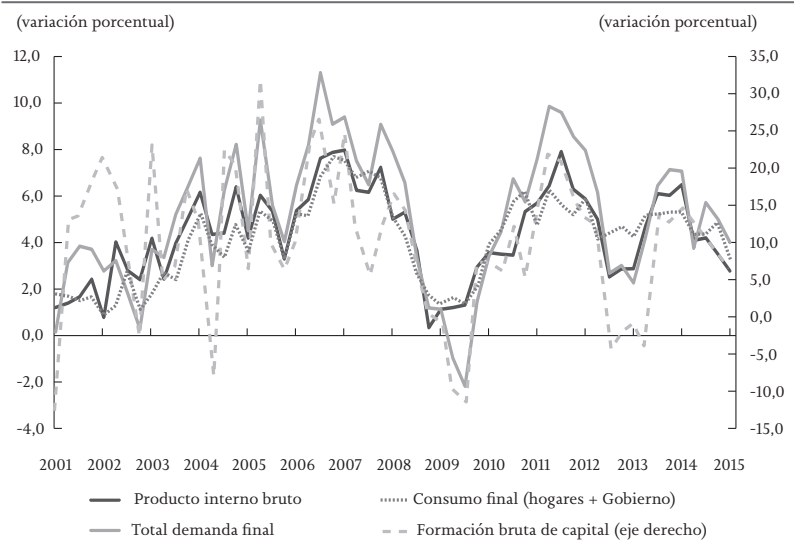
La política monetaria desempeñó un papel determinante en la recuperación de la economía. Desde finales de la década de los noventa su postura de estímulo al crecimiento económico y al empleo, sin comprometer la meta a largo plazo de estabilidad de precios, fue un aporte sustancial al mejoramiento del desempeño macroeconómico del país. Como se observa en el Gráfico 8, las tasas de intervención del BR disminuyeron en una oportunidad en el año 2000, en ocho oportunidades en 2001 y en cinco ocasiones en 2002. La tasa de las subastas de expansión pasó de 8,5 % en diciembre de 2001 a 5,25 % en el mismo mes de 2002, fue negativa 1,7 % en términos reales; y el crecimiento promedio de la base monetaria en 2002 fue 19,2 %, cifra muy superior al crecimiento del PIB nominal (alrededor del 8 %). En esas condiciones, las tasas reales de interés a corto plazo se redujeron a niveles históricamente bajos (Gráfico 9).

Podría decirse entonces que la recuperación de la economía colombiana fue favorecida en ese período por la postura holgada de la política monetaria, el mejoramiento de las condiciones externas (recuperación de los términos de intercambio junto con el aumento de la demanda externa por el producto colombiano y las condiciones financieras externas favorables), el ajuste fiscal estructural y los avances en las condiciones de seguridad del país. El resultado que se dio en el período fue el acelerado crecimiento económico (Gráfico 10), la reducción del desempleo (Gráfico 11) y el cierre de la brecha negativa entre el producto potencial y el observado (Gráfico 4, p. 486), todo esto en un contexto de menor inflación (Gráfico 12) y recuperación de la salud del sistema financiero con una reactivación de la intermediación financiera y el canal de crédito³⁹⁶.

El único paréntesis en la postura holgada de la política monetaria se dio entre junio de 2002 y abril de 2003, cuando cambiaron drásticamente las condiciones de financiamiento externo a consecuencia de la crisis financiera asociada al desplome de la industria tecnológica en los Estados Unidos y el temor de los mercados ante la elección en Brasil de Lula da Silva, eventos que tuvieron efectos sobre la economía internacional. El choque externo y la depreciación nominal en alrededor del 30 % comenzaron a presionar los precios de los bienes transables y de aquellos con alto componente importado, con una transmisión evidente a los precios internos y el incremento de las diferentes medidas de inflación básica. Durante el episodio la autoridad monetaria combinó como respuesta de política las alzas a la tasa de interés y las ventas de reservas internacionales a través del sistema de subastas. Pese a incrementarse las tasas de interés de intervención del Banco, estas se mantuvieron en uno de los niveles históricamente más bajos (alcanzó 0,06 % en mayo de 2003), en términos reales (Informe al Congreso, marzo de 2003).

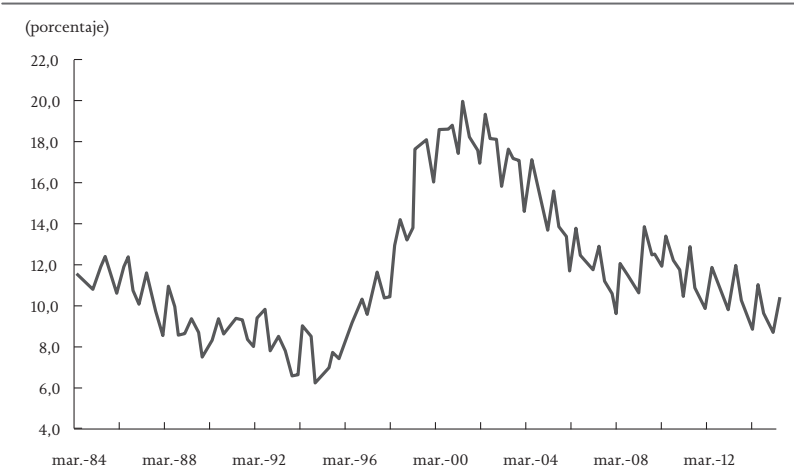
³⁹⁶ Véase en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, junio de 2005.

Gráfico 10
Variación del PIB por componentes del gasto



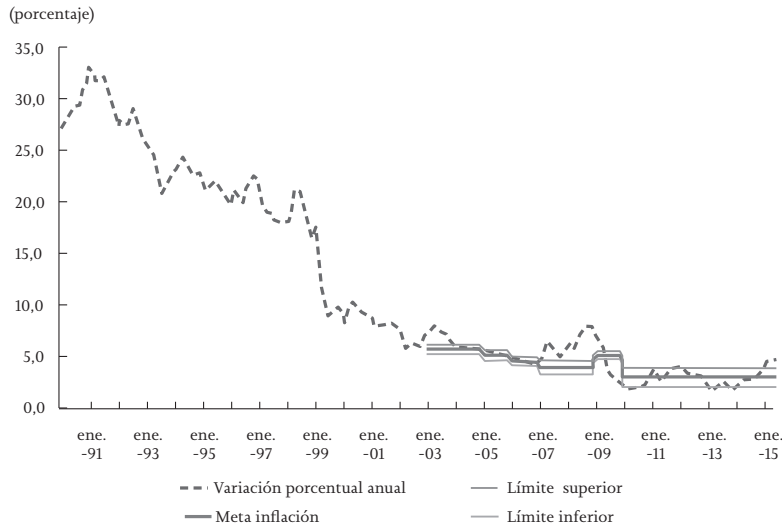
Nota: en el eje derecho se encuentra la formación bruta de capital.
Fuente: DANE

Gráfico 11
Tasa de desempleo (siete ciudades)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 12
Variación anual de la inflación mensual y rango meta



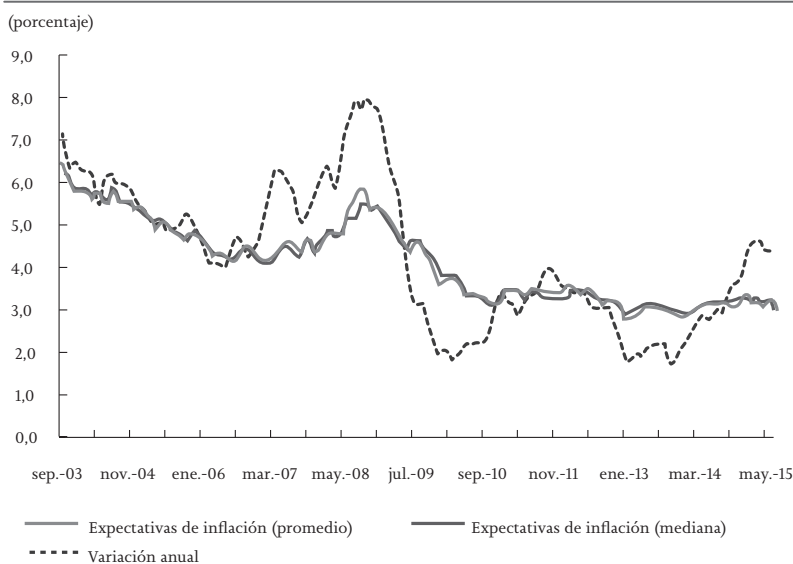
Fuente: Banco de la República.

En el período posterior a la adopción de IO, la credibilidad de la política monetaria comenzó a afianzarse, como lo muestra la medida de esa variable a partir de encuestas de opinión (Gráfico 13) y los cálculos de algunos trabajos (González y Hamann, 2011). Hasta ese momento la estrategia de IO no había logrado su objetivo: la convergencia de las expectativas de inflación hacia la meta de largo plazo, como se reflejaba en las mediciones de esa variable utilizando la información subyacente en los bonos públicos indexados y no indexados y otra evidencia recopilada por el FMI (Informe al Congreso, marzo de 2003, p. 23).

Hay un último punto de ese período que se debe destacar: con el tiempo la relación entre el crecimiento monetario y la inflación varió, por lo cual se produjo la inestabilidad en las estimaciones de las demandas de dinero. Esta circunstancia, acompañada por el creciente conocimiento acumulado acerca de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y las mejoras a los instrumentos para pronosticar y simular en el largo plazo el comportamiento de diferentes variables de la economía de forma condicional a la política monetaria, llevó a que la desviación de los agregados monetarios en relación con

su línea de referencia fuera abandonada como un criterio fuerte de política monetaria. La estrategia de política monetaria fue convergiendo hacia una IO completa (Vargas, 2008).

Gráfico 13
Inflación y expectativas de inflación



Fuente: Banco de la República.

5. Política monetaria y cambiaria en el auge de la economía global

Durante 2003-2007 la economía mundial vivió una fase de auge, tal vez la más importante desde la década de 1970; en el período, según la información del FMI, su tasa de crecimiento promedio fue de 5 %. El dinamismo de la economía global se originó en varios factores que se complementaron: las medidas económicas expansivas de los países avanzados confluyeron a partir de 2002 y coincidieron con el rápido crecimiento de dos importantes economías emergentes:

China e India. Ese auge forma parte de un período más extenso (1985-2007), llamado por varios autores la “gran moderación”, caracterizado por una mayor estabilidad económica en muchos países desarrollados; sin olvidar, que fue precisamente en ese lapso cuando se presentó el difícil episodio de crisis en la economía colombiana que llevó al abandono del anterior régimen de política monetaria.

En el auge, el progreso de la economía global estuvo acompañado por presiones al alza de los precios en las materias primas producidas por muchas de las economías emergentes. Al mismo tiempo, los precios de los bienes manufacturados disminuyeron al desplazarse su producción hacia países con bajos costos salariales y de producción. Por otra parte, los mercados internacionales tuvieron amplia liquidez y bajas tasas de interés, como resultado de las políticas monetarias holgadas en los países desarrollados, lo cual estimuló el flujo de capitales hacia las economías emergentes.

Para Colombia la situación propicia de la economía internacional significó un aumento de sus términos de intercambio y de sus exportaciones de bienes básicos. Para el país fue muy importante, asimismo, la expansión de la economía venezolana impulsada por los altos precios del petróleo, con lo cual fue posible incrementar las exportaciones industriales y agroindustriales hacia ese mercado. Los capitales externos, por su lado, ingresaron a la economía colombiana, en buena proporción asociados a la inversión extranjera directa (IED), destinada a la financiación de sectores exportadores como carbón y petróleo.

Los excesos de capacidad instalada que todavía estaban presentes en 2003 en la economía colombiana permitieron acomodar la aceleración del crecimiento observada desde el segundo semestre de ese año. Desde el punto de vista de la política monetaria, “incluso fue posible reducir de nuevo la tasa de intervención en 125 pb, dadas las tendencias a la apreciación que se observaron en 2004 y 2005”. A finales de 2005 la tasa de interés de expansión era 6 % (Informe al Congreso, marzo de 2007).

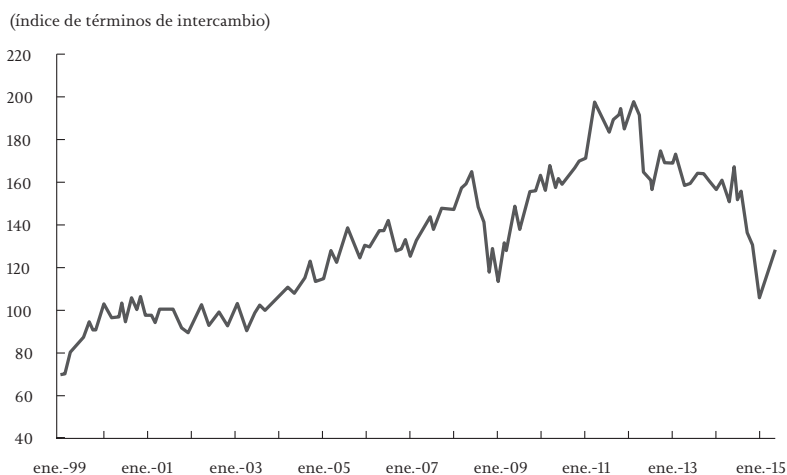
Las cifras disponibles hacia comienzos de 2006 hicieron indiscutible para la JDBR que la economía colombiana se había fortalecido y hacía frente a un choque positivo de ingreso y riqueza real. El PIB y la demanda interna, con crecimientos promedios anuales desde el segundo semestre de 2003 de 5,4 % y 7,5 %, en su orden, evidenciaban una actividad que se expandía a tasas muy altas para el registro histórico calculado hasta el momento (Gráfico 10, p. 492). En esas condiciones, la autoridad monetaria consideró que la economía no requería un estímulo monetario adicional y decidió cambiar la postura de su política. Posteriormente, el dinamismo de la economía, la existencia de presiones inflacionarias originadas en el cierre de la brecha de producto y la inflación internacional llevaron a que la nueva fase restrictiva de la política se mantuviera hasta noviembre de 2008. Por consecuencia, en 2006 se presentaron

seis aumentos en la tasa de interés de intervención del BR, en 2007 ocho y en febrero y julio de 2008 dos adicionales, que ubicaron la tasa en 10 %.

La política monetaria debió enfrentar dos retos más, sobre los cuales vale la pena detenerse. En primer lugar, la JDBR debió tomar en el período sus decisiones de política en una situación caracterizada por la vigorosa entrada de capitales al país, una consecuencia del auge de la economía mundial y la abundante liquidez, ya que Colombia se había convertido en un destino muy apetecido para los inversionistas internacionales, atraídos por su potencial minero-energético, las mejores condiciones de seguridad, la menor vulnerabilidad de sus finanzas públicas y el fortalecimiento de su sector financiero, una vez superadas las secuelas de la crisis al final del siglo.

La mejoría en los términos de intercambio (Gráfico 14) y la entrada de capitales en forma de inversión extranjera directa (Gráfico 7, p. 488), al tiempo que contribuyeron a la fuerte expansión de la economía, propulsaron un proceso de apreciación real del peso. El comportamiento de la tasa real de cambio se dio mediante la apreciación nominal. La evolución de la tasa de cambio fue un elemento central en las discusiones de política monetaria de la época, a medida que comenzó a incidir en los pronósticos de inflación y crecimiento que sirven para tomar decisiones acerca de tasas de interés (Gráfico 15).

Gráfico 14
Índice de términos de intercambio



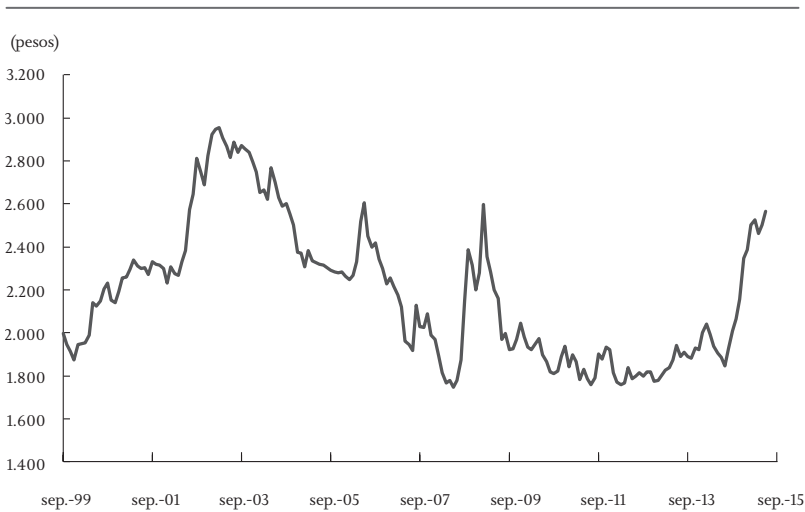
Nota: el cálculo de los términos de intercambio se realiza a partir de los datos de comercio exterior y de los índices de precios de las exportaciones e importaciones.

Fuente: Banco de la República.

Por otro lado, la postura restrictiva de la política monetaria iniciada en abril de 2006 tardaba en alcanzar el propósito de frenar el excesivo gasto agregado que se observaba en ese momento y que estaba generando presiones inflacionarias. Esto se debía en parte a la recomposición del activo de las entidades financieras desde inversiones –sobre todo títulos de tesorería (TES)– hacia cartera, en especial de consumo.

Con relación al primer punto es necesario recordar que desde que se liberó la banda cambiaria el BR había intervenido en el mercado cambiario y combinado sus intervenciones con el esquema de inflación objetivo. El propósito de la intervención, según la JDBR, era acumular reservas internacionales, reducir la volatilidad de la tasa de cambio y moderar presiones hacia la excesiva apreciación o depreciación que pudieran comprometer la competitividad de sectores productivos transables o el logro de las metas de inflación (Informe al Congreso, julio de 2007).

Gráfico 15
Tasa representativa del mercado (serie diaria)

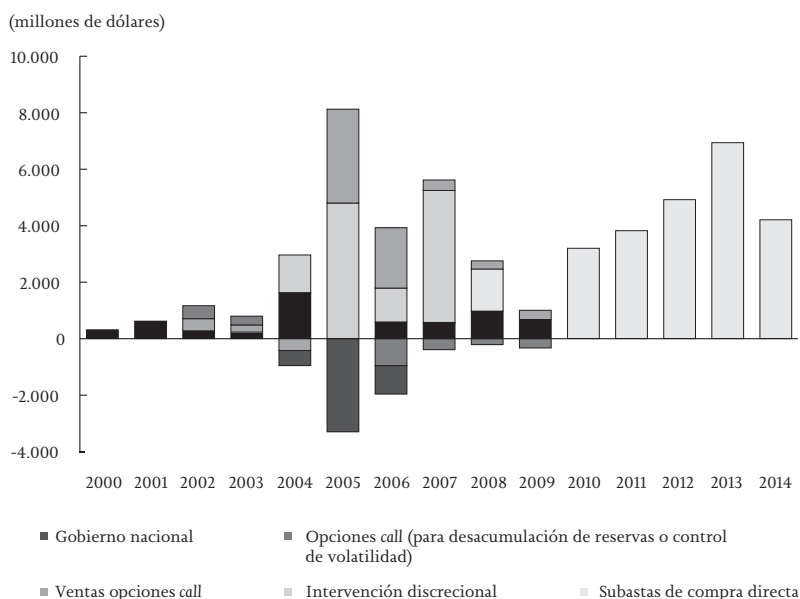


Fuente: Banco de la República.

Hasta 2004 la intervención seguía las reglas definidas a comienzos del 2000. El BR utilizó las distintas modalidades de intervención en ese período. Entre 1999 y 2002 la intervención se hizo básicamente mediante opciones put para la

acumulación de reservas. Hacia finales de 2002 y durante el primer semestre de 2003 se utilizaron opciones de desacumulación (*call*) y se activaron opciones de volatilidad *call*. En septiembre de 2004 la JDBR anunció su decisión de intervenir de forma discrecional en el mercado cambiario por un monto dado y un tiempo limitado (Gráfico 16) y luego, antes de finalizar el año, se anunció que la intervención continuaría por un monto y período indefinidos. En el Gráfico 16, que resume el monto de las intervenciones, se observa el nivel de las intervenciones en 2005. En el año 2006 la intervención se hizo en menor escala, puesto que la incertidumbre asociada con las decisiones de la FED generó una reversión de los flujos de capital que produjo una depreciación temporal; a lo largo de dicho año se activaron en repetidas ocasiones las opciones de control de volatilidad *put* y *call*. Las presiones a la apreciación resurgieron en el primer trimestre de 2007 y el BR reactivó la intervención discrecional; más adelante, en mayo, se activaron las opciones *put* para control de volatilidad (Informe al Congreso, julio de 2007).

Gráfico 16
Intervención del BR en el mercado cambiario



Fuente: Banco de la República.

El principio que siempre guio la intervención del BR en el mercado cambiario fue el de no poner en riesgo la meta de inflación. Entre 2005 y 2006 el proceso de desinflación continuó y las metas se alcanzaron. La coherencia entre la intervención en el mercado cambiario y el esquema de IO se pudo mantener por dos razones básicas: el uso de diversos mecanismos para esterilizar la intervención y el manejo de la tasa de interés.

En el primer caso, los mecanismos de esterilización utilizados fueron: i) reducción de las operaciones repo de expansión; ii) operaciones de mercado abierto de contracción (venta de TES); iii) venta de reservas internacionales al Gobierno; iv) acumulación de depósitos del Gobierno en el banco central, y v) depósitos de contracción del sistema financiero en el Banco de la República. El manejo de tasa de interés no entró en contradicción con la intervención cambiaria.

En el Informe al Congreso de julio de 2007 la JDDBR hace un balance de la efectividad de la intervención y su primera conclusión es que ella no ha sido siempre efectiva. Para esto define varios períodos y señala cómo la primera experiencia de intervención, que se llevó a cabo en el primer semestre de 2003, fue efectiva y estabilizó la tasa de cambio. Esa intervención se dio mediante la venta de divisas a través de opciones de desacumulación y con el propósito de reducir la fuerte tendencia de depreciación, que era un riesgo para cumplir las metas de inflación. La segunda experiencia fue la del último trimestre de 2004, que, como se dijo, fue limitada y transitoria, no pudo ser efectiva en moderar la tendencia a la depreciación. El cambio en la estrategia con la eliminación de las limitaciones de tiempo y monto, junto con la decisión casi simultánea de cerrar la ventanilla de contracción y reducir la tasa de las operaciones repo en 25 puntos básicos (pb), moderó la tendencia a la apreciación del peso. Las presiones a la apreciación disminuyeron en 2006 debido a los cambios en el entorno internacional. El resurgir de las presiones en 2007 llevó de nuevo a la intervención discrecional.

En esa última ocasión, y a pesar del importante monto de recursos destinado a la intervención entre enero y mayo de 2007 (cerca de USD 5 mil millones), no fue posible detener la tendencia de apreciación. La JDDBR decidió cambiar su estrategia ante la pérdida de efectividad de la intervención discrecional y el riesgo que la intervención masiva representaba para controlar el crecimiento de los agregados monetarios, y con ello para las tasas de interés. El BR interrumpió la intervención discrecional en mayo de 2007, continuó interviniendo únicamente a través de opciones (put) de volatilidad (Informe al Congreso, julio de 2007).

Por otro lado, se tenía gran preocupación por el excesivo aumento en la oferta de crédito que no estaba respondiendo a los aumentos de la tasa de interés. La defectuosa transmisión de la política monetaria llevó a que entre el instrumen-

tal utilizado en ese período, caracterizado por presiones sobre la tasa de cambio y el nivel de precios, estuviera la modificación del encaje marginal; la justificación para recurrir a él radicaba en que la transmisión del efecto del aumento en las tasas de interés del BR al mercado de crédito se había dado en forma lenta y parcial, lo cual se hacía evidente por el limitado efecto sobre la tasa de interés de colocación y el dinamismo en la expansión de la cartera.

Para Vargas et al. (2010b) el mal funcionamiento de la transmisión de política monetaria se debió a la respuesta de mercado del sistema financiero ante el desplome en los precios de los bonos públicos domésticos, que eran una parte sustancial de sus activos. La consecuencia fue que el sistema se volcó hacia los préstamos a las firmas y los hogares. Con esa forma de actuar por parte del sistema financiero, la subida de tasas que se había iniciado en abril de 2006 tardaba en lograr su propósito de contener la demanda agregada y reducir las presiones inflacionarias; es así como, mientras las tasas de interés de política aumentaron en 2006 y en el primer trimestre de 2007, las tasas de los créditos de consumo, comercial e hipotecario disminuyeron o permanecieron estables, solo las tasas comerciales de corto plazo, las preferenciales y las de tesorería evolucionaban con las de política. Al mismo tiempo, el crédito promedio del sistema crecía a tasas muy elevadas.

En esas condiciones era urgente actuar. La Superintendencia Financiera incrementó sus requerimientos de provisiones y el BR aplicó un encaje marginal sobre las captaciones que excedieran el nivel registrado el 7 de mayo de 2007. Según la JDBR, la medida actuaba únicamente sobre el margen, es decir, no afectaba la oferta de crédito que se genera con base en las captaciones de los bancos anteriores al 7 de mayo, esto implicaba que se trataba de una medida diseñada no para recortar la oferta de crédito a la economía, sino solo para moderar su tasa de crecimiento, que de acuerdo con cifras disponibles al 30 de mayo alcanzaba el 32 % anual y en algunas modalidades como el crédito de consumo llegaba al 47 % anual.

Con el fin de limitar en las operaciones posibles arbitrajes con descálces cambiarios, la JDBR también decidió establecer un depósito obligatorio en pesos no remunerado por seis meses, en un monto equivalente al 40 % del valor de los desembolsos de deuda externa diferentes a prefinanciación de exportaciones; se estableció un límite de apalancamiento del 500 % del patrimonio técnico de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados; en el caso de las inversiones de portafolio de capital extranjero el Ministerio de Hacienda estableció un depósito obligatorio no remunerado en moneda legal en el Banco de la República, equivalente al 40 % del valor de las nuevas inversiones (Informe al Congreso, julio de 2007).

Un año más adelante, la JDBR cambió su estrategia de intervención por un mecanismo totalmente transparente y poco propenso a ataques, en la medida

en que no es condicional a un nivel determinado de la tasa de cambio y lo utilizaron por esa razón los bancos centrales de Israel y Chile. De esa forma, decidió intervenir diariamente con cantidades pequeñas y preanunciadas:

En junio 20 de 2008 el Emisor anunció un nuevo mecanismo de intervención en el mercado cambiario, al determinar una acumulación diaria de USD 20 m a través de subastas diarias de compra directa, que se llevarán a cabo en lo que resta del año. Por este mecanismo se comprarán USD 2.400 m entre julio y diciembre, con lo cual la compra total de divisas será cercana a USD 3.500 m en el año completo (*Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julio de 2008, p. 76).

6. La inflación objetivo y la crisis financiera global

La declaración de bancarrota de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 fue el detonante de la crisis financiera global, cuyos efectos aún tienen consecuencias en todo el mundo y, sobre todo, en las economías desarrolladas. El desplome de la entidad se considera un punto de inflexión a partir del cual se agudizó la debacle. Como consecuencia, la economía mundial vivió su peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial.

La crisis comenzó a incubarse después de la llamada crisis de las *dot.com* en 2002, la cual llevó a que los Estados Unidos experimentara tasas de interés históricamente bajas, que empezaron a ascender rápido desde mediados de la década, cuando aparecieron los primeros signos de preocupación en los mercados financieros internacionales. Entre las señales que emergieron se encontraba la senda creciente de los precios de los activos, en particular, de las acciones y la vivienda (Blanchard, 2009).

La preocupación se volvió realidad cuando se inició el círculo vicioso de caída de los precios de los activos con valores de hipotecas relativamente altos, pues trajo consigo el deterioro de los balances de los bancos y las restricciones de liquidez. De acuerdo con los informes del FMI, el crédito interbancario internacional descendió de USD 500 miles de millones en 2007 a cerca de USD 100 miles de millones en 2008, esta fuerte restricción del crédito se manifestó de inmediato en un aumento de su costo interbancario y de los *spreads* de las deudas tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

En un primer momento la crisis se propagó a lo largo de la economía estadounidense, pero luego aparecieron los efectos de su contagio en las economías europeas, y en 2009 la crisis se había transformado en un fenómeno global. De acuerdo con el FMI, en ese año la contracción del PIB mundial fue de 0,6 %. Ahora bien, pese a que la disminución del crecimiento fue generalizada, la de las economías emergentes fue relativamente menor.

El choque negativo en los Estados Unidos se transmitió pronto a los países emergentes mediante caídas en el precio de las acciones y los términos de intercambio que con el tiempo llevó a una disminución fuerte y rápida de las exportaciones y el crecimiento. De acuerdo con el índice de *commodities* de Bloomberg, los precios de dichos bienes cayeron 36 % entre 2007 y 2008, mientras que el valor de las exportaciones para los países emergentes y en desarrollo descendieron de USD 6,1 billones en 2008 a USD 4,6 billones en 2009, es decir, una caída del 25 %, de acuerdo con informes del FMI.

Al final el impacto de la crisis sobre las economías emergentes fue desigual y dependió de muchos factores, en especial el grado de integración financiera y real de cada país con el resto del mundo, el estado de los fundamentos macroeconómicos y las respuestas (*ex ante* y *ex post*) de política en cada país.

La economía colombiana, al estallar la crisis, tenía unos fundamentales relativamente sólidos pese al surgimiento de presiones inflacionarias y la desaceleración del crecimiento. Esa solidez fue el resultado de condiciones internas particulares y el accionar temprano de las políticas económicas que buscaron corregir las vulnerabilidades macroeconómicas del país que empezaron a aparecer hacia 2006.

La política monetaria, en particular, ante el surgimiento en 2006 de presiones inflacionarias originadas en parte por el elevado nivel de los precios internacionales del petróleo, otras materias primas y alimentos, así como por el dinamismo de la demanda interna, había reaccionado con presteza frente a la evidencia de un efecto al alza sobre las expectativas de inflación. De esa forma, la tasa de política aumentó 400 pb entre mayo de 2006 y julio de 2008, en la antesala del estallido de la crisis. Asimismo, y como se mencionó, el aumento a la tasa de interés de política fue complementado con mayores requerimientos de encaje y el restablecimiento del encaje al endeudamiento externo por parte del Banco de la República en mayo de 2007, junto con controles al ingreso de capitales de portafolio por parte del Ministerio de Hacienda (implementados desde diciembre de 2004).

Existían, por otra parte, avances en la regulación del sistema financiero que se habían implementado en la crisis de fin de siglo y resultaron determinantes ante el nuevo choque. Esos desarrollos regulatorios fueron una respuesta a la preocupación de las autoridades económicas y del público en general ante una eventual repetición de la crisis citada, temor que había calado hondo en los diversos agentes por las repercusiones que esta tuvo sobre la economía; entre ellos se encontraban mejorar el régimen de provisiones de cartera por parte de la Superintendencia Bancaria y fortalecer la supervisión y creación de un esquema de provisiones anticíclicas. Más adelante la Superintendencia Financiera dio un paso importante para inducir un mejor manejo del riesgo por parte de las entidades financieras con la introducción de los modelos

de referencia por tipo de crédito; el BR, por su parte, creó un departamento especializado que realiza análisis permanentes de la estabilidad del sistema financiero y estudia posibles amenazas provenientes del sector externo o del comportamiento del sistema financiero local (Zárate *et. al.*, 2012).

La mejoría de la situación fiscal a lo largo de la década, explicada por las reformas tributarias, los mayores ingresos petroleros, el ciclo económico positivo y la apreciación del peso, también permitieron mejorar la estabilidad proveniente de esta fuente (la deuda bruta del Gobierno central disminuyó de 46 % del PIB a 36 % entre 2003 y 2008 (Gráfico 6, p. 488).

Al comenzar 2008 la economía finalizaba un ciclo expansivo que se había prolongado durante seis años. El pico de crecimiento se había alcanzado en 2007, con una tasa de expansión anual del producto de 7,5 %, mientras que en 2008 descendió 2,5 %, exhibiendo un cambio de tendencia pronunciado. La situación ese año en Colombia fue la siguiente: la economía presentó una rápida desaceleración y la inflación continuó la senda ascendente hasta alcanzar 7,67 %, con lo cual superó por segundo año consecutivo el techo del rango meta.

La principal consecuencia del estallido de la crisis sobre la economía colombiana fue la profundización de la desaceleración, que desde 2008 registraba su crecimiento. La crisis se manifestó mediante la caída de los términos de intercambio (véase el Gráfico 14, p. 496) y la confianza de los agentes, sin afectar en modo significativo la salud del sistema financiero o los flujos de capital. En efecto, como resultado de la crisis disminuyó el crecimiento trimestral anualizado del PIB de 7,5 % a 0,2 % entre diciembre de 2007 y 2008, al igual que aumentó el riesgo país (152 % entre abril de 2008 y febrero de 2009). Los flujos netos de capitales, aunque disminuyeron 34 % entre 2008 y 2009, se recuperaron rápido y crecieron 88 % entre 2009 y 2010.

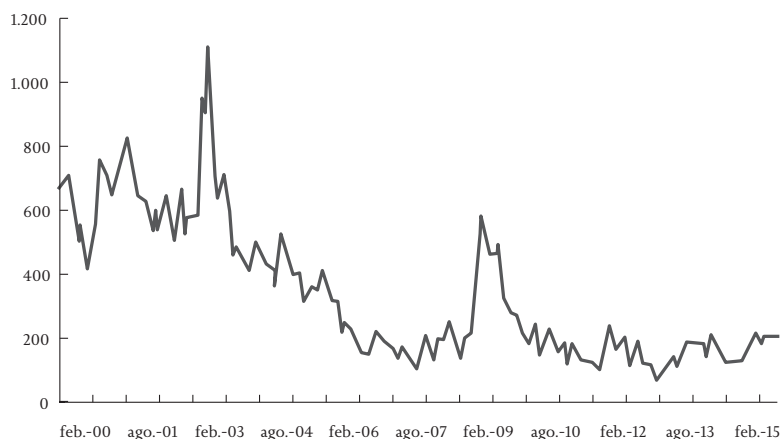
La desaceleración del crecimiento no se debió tan solo al impacto de la crisis global, también fueron importantes varios factores internos: i) el desplome de la confianza de los hogares y las firmas, ii) el debilitamiento de la demanda agregada asociado al primer factor mencionado, al aumento sostenido de las tasas de interés y una drástica caída de las exportaciones a Venezuela; iii) el efecto negativo de la elevada inflación sobre el ingreso real de los hogares que afectó el consumo, alteró los costos de producción y golpeó negativamente a la oferta agregada; iv) la reducción de la inversión y del gasto público a nivel local, fenómeno que también restó dinamismo a la demanda interna, y v) los diversos paros y huelgas difíciles de prever que se presentaron, sobre todo, en el segundo semestre y también disminuyeron el crecimiento.

Al precipitarse la caída de Lehman Brothers el riesgo soberano de Colombia aumentó, así como la cotización del peso (gráficos 15, p. 497, y 17, p. 504), algo que también se dio en otras economías de la región. En contraste, había

elementos favorables para Colombia desde el punto de vista de regulación y macroeconómico, los cuales permitieron que la política monetaria actuara con prontitud de manera contracíclica.

Gráfico 17

Indicador de riesgo país (Emerging Markets Bonds Index - EMBI)



Fuente: JP Morgan Chase.

En efecto, la reacción descrita de la política monetaria fue posible gracias a las acciones tomadas en la parte alta del ciclo económico. Con el aumento de las tasas de interés y el encaje se evitó un crecimiento insostenible del gasto y del endeudamiento y se preservó la credibilidad de la política monetaria. Al establecer los controles de capital y la acumulación de reservas internacionales, sin fijar la tasa de cambio, se conformó un ‘colchón’ de liquidez externa y se evitó la toma excesiva de riesgo cambiario. Regular la posición propia y crear la posición bruta de apalancamiento había llevado a un casi inexistente descalce cambiario y de plazos de los intermediarios del mercado financiero. Por su parte, la flexibilidad cambiaria evitó que se presentara el descalce en el sector real, el cual además comenzó a utilizar en alguna medida las coberturas contra el riesgo cambiario. A su vez, la restricción de su posición neta de activos en moneda extranjera llevó a una reducida exposición del mercado financiero local a los activos externos en problemas.

Por otro lado, como los desajustes cambiarios no eran muy grandes y las expectativas de inflación permanecían parcialmente ancladas, a pesar de los choques de oferta, la flexibilidad cambiaria tuvo un papel crucial en evitar la adopción de políticas monetarias procíclicas, amortiguar los choques que afectaban la balanza de pagos —términos de intercambio, demanda por nuestras exportaciones y remesas de trabajadores— y controlar las presiones en la demanda de dólares³⁹⁷.

La política fiscal también amortiguó el impacto de la crisis mundial, aunque debió condicionarse a la reducción de los ingresos del Gobierno como consecuencia de desacelerarse la economía. El Gobierno tomó la decisión de mantener inalterado el nivel del gasto programado en el plan financiero de ese año. La política fiscal contracíclica fue posible gracias al acceso a recursos externos y a una posición fiscal inicial sostenible con reducido déficit y una deuda que se había venido aminorando desde el comienzo de la década; en esas condiciones se pudo financiar el creciente déficit sin afectar la sostenibilidad fiscal.

Así entonces, como respuesta al choque externo en diciembre de 2008 la JDBR realizó un cambio en la postura de la política monetaria al iniciar una fase de reducción a la tasa de interés de referencia; ese mes el interés de repos a un día se redujo en 50 pb y se fijó en 9,5 %. Entre enero y noviembre de 2009 hubo reducciones secuenciales de 600 pb; así, se pasó de una tasa de 9,5 % a una de 3,5 %. El ritmo de descenso en la tasa de interés de referencia fue más acelerado en la primera mitad de 2009 (500 pb), período en que el PIB registraba caídas anuales y la inflación disminuía de manera consecutiva y más de lo esperado; en la segunda mitad del año se redujo la tasa de interés de referencia 100 pb (*Informe de la Junta directiva al Congreso de la República*, marzo de 2010).

En medio de la crisis en el segundo semestre de 2008 también se tomaron otras medidas: algunos controles de capital fueron desactivados, el encaje ordinario promedio se redujo 1 %, la meta de inflación fue definida 1 % por encima de la del año anterior.

Hasta el año 2009 el financiamiento externo, si bien se había encarecido, continuaba disponible; sin embargo, ante la posibilidad de un cambio de esa situación con eventuales efectos de gran magnitud sobre la economía colombiana, las autoridades económicas consideraron prudente contar con recursos externos adicionales a los disponibles y decidieron solicitar acceso a la línea

³⁹⁷ Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, junio de 2009.

de crédito flexible del FMI³⁹⁸. La aprobación de esa solicitud en mayo de ese año fue una señal muy importante para los mercados en relación con la fortaleza de la economía colombiana. El monto contingente aprobado fue de USD 10.500 millones, con plazo de un año y renovable. La señal era bastante buena porque esa línea se creó para apoyar a aquellos países cuyos fundamentales económicos e implementación de políticas fueran sólidos pero requerían un mecanismo de seguro para enfrentar una eventual profundización o extensión de la crisis internacional.

Para la autoridad monetaria la recuperación económica que se avizoraba iba a ser lenta, con una débil demanda interna y externa, afectada por el cierre del comercio con Venezuela, el deterioro general de la economía global y menores presiones inflacionarias. En esas condiciones, en octubre de 2009 la JDBR tomó la decisión de fijar la meta de inflación para 2010 en la de largo plazo entre 2 % y 4 %, con 3 % como meta puntual para efectos legales. En su comunicado la JDBR expresó que las condiciones de la economía permitirían que en lo sucesivo la inflación se situara en ese rango. En materia de liquidez, también dispuso que la mayor parte de la expansión monetaria de fin de 2009 se hiciera mediante la compra de dólares o TES por un monto de tres billones de pesos³⁹⁹. Asimismo, el 26 de febrero de 2010 la JDBR decidió reanudar la acumulación de reservas internacionales y el 3 de marzo se informó que se efectuarían compras diarias de USD 20 millones mediante subastas competitivas a lo largo del semestre.

En esas condiciones la economía resistió relativamente bien el impacto externo y después de tocar fondo el crecimiento en diciembre de 2008 se inició una senda continua y rápida de recuperación que se mantuvo hasta el final de 2011. Cabe destacar que en 2009, aun con el colapso de la demanda global y el choque particular de Venezuela, la economía creció 1,7 %, mientras que las grandes economías de la región lo hicieron a tasas negativas. En la fase expansiva se observan algunas características que, en general, coinciden con las observadas en otras economías emergentes. Se registró una abundante entrada de capitales, la cual ocasionó una apreciación real del peso que abarató las importaciones y encareció las exportaciones (el peso se apreció 21 % entre febrero de 2009 y marzo de 2010). Los flujos brutos de capitales en 2010 se repartieron así: 34 % de IED, 17 % de portafolio –títulos de deuda, acciones y

³⁹⁸ Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, abril de 2009: “La República de Colombia solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) el acceso a una línea de financiamiento contingente por aproximadamente USD 10.400 millones con plazo de un año”. Aunque con otros montos el crédito fue renovado en los años siguientes; la última renovación durante dos años por un monto de USD 5.450 millones fue hecha el 17 de junio de 2015.

³⁹⁹ Véase *Revista del Banco de la República*, nota editorial, abril de 2009, p. 49.

otros— y 49 % del resto (préstamos a corto y largo plazos, crédito comercial y otros flujos); la abundancia de capitales acompañó un auge del consumo y la inversión y produjo, por medio de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, una acumulación de reservas internacionales por valor de USD 4.400 millones entre 2008 y 2010.

7. Liquidez internacional y elevados precios de los bienes básicos

Para una parte de las economías emergentes, entre las cuales se encontraba Colombia, los efectos de la crisis fueron relativamente moderados gracias a condiciones macroeconómicas favorables y pronto comenzaron a recuperar sus tasas de crecimiento previas a ese evento. Para entonces se empezaron a conjugar dos elementos que dieron impulso al crecimiento de aquellas economías que, como la colombiana, tenían buenas perspectivas y una menor percepción de riesgo: elevados precios de las materias primas y fuertes entradas de capital en un contexto de abundante liquidez internacional.

Antes de la crisis la demanda china por materias primas había impulsado al alza los precios de ese grupo de bienes, que volvieron a aumentar sus cotizaciones una vez dicha economía recobró el impulso perdido en ese episodio, con lo cual el llamado ‘superciclo’ de los bienes básicos continuó. Como afirman algunos autores (Cesa-Bianchi *et al.*, 2011), la relación comercial y económica de China con el resto del mundo y en particular con América Latina se había modificado de forma sustancial en el momento de la crisis. Así, se argumenta que China podía afectar el ciclo de negocios de América Latina (LAC5), no solo por su relación comercial directa con la región vía un aumento en los términos de intercambio, sino también indirectamente por medio de su influencia creciente en los socios tradicionales de la región.

La holgura en la liquidez internacional, por otro lado, tuvo su origen en la política monetaria expansiva de los Estados Unidos y otras economías desarrolladas en respuesta a la crisis financiera internacional de 2008-2009. El estallido de la crisis había llevado a que esas economías implementaran políticas monetarias convencionales y no convencionales. Las medidas se pueden clasificar en cuatro grupos: i) períodos prolongados con bajas tasas de interés, algunas veces combinados con anuncios hacia delante sobre la duración de dicha postura; ii) flexibilización cuantitativa (*quantitative easing*, QE), que consistió en compras directas en el mercado de bonos del Gobierno con el fin de reducir los niveles de rendimiento o los *spread* a plazos cuando la tasa de política se acercaba a cero; iii) flexibilización indirecta del crédito (ICE), por medio de la cual los bancos centrales proveían liquidez de largo plazo a los

bancos con el objetivo de reactivar su oferta de crédito, y iv) flexibilización directa de crédito, que se tradujo en una intervención de los bancos centrales en el mercado de crédito por medio de la compra de bonos corporativos o de activos financieros respaldados con hipotecas con el fin de reducir las tasas de interés en el mercado secundario mediante aumentos de la liquidez del sistema.

El objetivo perseguido por parte de las autoridades de las economías avanzadas fue proveer soporte a la demanda agregada y al mercado financiero y de capitales. Como afirma el FMI (2013), las políticas permitieron rebalancear los portafolios de los inversionistas privados hacia los activos riesgosos, como se pretendía. Esa medida permitió que funcionaran los mercados financieros en esos países, al tiempo que redujo los costos de financiamiento a largo plazo; sin embargo, su uso prolongado generó vulnerabilidad asociada a los efectos colaterales negativos que traen consigo políticas de ese tipo y gran sensibilidad con relación a los aumentos de las tasas de interés.

Para las economías emergentes el principal resultado fue el incremento de los flujos de capital, con el consiguiente aumento de las vulnerabilidades internas. La amplia liquidez internacional y las tasas de interés en niveles históricamente bajos en las economías avanzadas estimularon los flujos de capital hacia las emergentes, redujeron la percepción de riesgo, acentuaron la dinámica del crédito, presionaron al alza los precios de los activos reales y financieros y agudizaron la apreciación de las monedas de estas economías.

En estas condiciones se consolidó una combinación de precios altos de los bienes básicos, bajas tasas de interés y abundante liquidez internacional que impulsaron el crecimiento de los mercados emergentes. La economía global pudo beneficiarse del crecimiento de las economías emergentes y compensar parcialmente la lenta recuperación de los Estados Unidos y el deterioro de la economía de la zona euro, sumida en una profunda crisis desde mayo de 2010, afectada por la menor confianza en la sostenibilidad fiscal, las políticas adoptadas para abordar la crisis griega y las perspectivas negativas de crecimiento.

Ese fue el contexto externo en el que la economía colombiana, tras su recuperación de los efectos de la crisis global, pudo alcanzar entre 2010 y 2014 una tasa promedio de crecimiento de 4,8 %, una de las más altas en su historia reciente. La tasa de desempleo nacional, por su parte, se redujo continuamente hasta alcanzar el 9 %. La inflación en el período se mantuvo dentro del rango meta de 2 %-4 % y se acercó al techo de este último solo en dos episodios (2012 y 2014), en los cuales coincidieron una dinámica importante de la demanda interna con reducción de los excesos de capacidad instalada y una depreciación del peso.

Para Colombia fue muy importante el incremento en los términos de intercambio que se dio como resultado del elevado precio del petróleo (un promedio

en el período de USD 110 por barril para la referencia Brent). Ese desempeño representó un incremento en el ingreso nacional y un fortalecimiento de las finanzas estatales. En esas condiciones hubo un gran dinamismo de la demanda interna impulsada por el consumo y la inversión privada y pública. Los beneficios de la bonanza petrolera fueron aprovechados por el Gobierno para sus programas sociales y de infraestructura, y por los hogares para invertir en vivienda y aumentar su consumo, en especial de bienes durables.

En el período la política monetaria fue expansiva cuando la economía lo requirió, pero también retiró su estímulo cuando el dinamismo de la demanda interna hizo surgir presiones inflacionarias. En 2011 la JDBR decidió cambiar progresivamente la postura de la política monetaria hacia un terreno menos expansivo cuando la información disponible señaló un ritmo de crecimiento elevado de la economía asociado a grandes entradas de capital y mejora en los términos de intercambio. De esa forma, en febrero de 2011 se inició una secuencia de aumentos graduales que llevó en un año la tasa de referencia de 3% a 5,25% (*Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, marzo de 2012).

En los años siguientes aumentó la incertidumbre en la economía mundial por las dificultades de la zona del euro para recuperarse. La situación llevó a un debilitamiento de la demanda mundial, a una caída en los precios de los bienes básicos y a menores términos de intercambio. En Colombia la demanda interna se desaceleró durante el segundo semestre de 2012, al tiempo que se redujeron las presiones de costos, asimismo, las disminuciones o pocos ajustes de los precios internacionales crearon las condiciones propicias para reducir la tasa de inflación. En consecuencia, a partir de julio de ese año la JDBR cambió su postura monetaria y redujo la tasa de interés de intervención 25 pb en cuatro oportunidades hasta finales de año (100 pb en total), situándola en 4,25%.

La inflación había alcanzado desde junio de 2009 un registro (3,81%) que estaba dentro de su rango meta de largo plazo (2%-4%) e incluso durante algunos meses alcanzó a estar por debajo del límite inferior de este (marzo y abril de 2010). En esas condiciones la JDBR adoptó como objetivo definitivo el rango meta de largo plazo para la inflación. Desde el segundo trimestre de 2010 en adelante la inflación fluctuó alrededor de 3% y en el primer trimestre de 2013 otra vez se ubicó por debajo del límite inferior del rango meta. Se mantuvo cerca del valor central hasta febrero de 2015, cuando superó el límite superior del rango meta.

De esa forma, en el comienzo de 2013 el diagnóstico señaló que no existían presiones inflacionarias y que el crecimiento de la economía se mantenía por debajo de su capacidad potencial, con lo cual era posible ofrecerle un estímulo mediante una baja tasa de interés de política. La JDBR en un año redujo la tasa de política hasta 3,25% y la mantuvo en ese nivel durante trece meses, de marzo de 2013 hasta marzo de 2014.

7.1 Cambios en la política cambiaria

Como ya se mencionó, desde que se implementó el régimen de tasa de cambio flexible el BR participó en el mercado cambiario con intervenciones esterilizadas, sin pretender fijar o alcanzar algún nivel específico de la tasa de cambio. Las principales razones de dichas intervenciones fueron: i) incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad externa y mejorar las condiciones de acceso al crédito externo; ii) mitigar movimientos de la tasa de cambio que no atendieran con claridad al comportamiento de los fundamentos de corto plazo del mercado cambiario; iii) moderar la volatilidad excesiva de la tasa de cambio alrededor de su tendencia; iv) garantizar la liquidez necesaria en moneda extranjera.

Entre finales de 2004 y 2007 la intervención en el mercado cambiario fue discrecional y a partir de junio de 2008 se hizo con subastas competitivas de compras de divisas por montos fijos diarios. En medio de una coyuntura de debilitamiento del dólar en el mundo, incertidumbre derivada por la situación de la economía global y un alto diferencial de tasas de interés, la JDBR tomó la decisión de intervenir mediante subastas de compras diarias por USD 20 millones. El mecanismo de intervención diaria por montos fijos era el de subastas holandesas y se anunciaba con antelación el monto mínimo y el período de la intervención. La subasta se realizaba en cualquier momento del día, los agentes enviaban su oferta y el BR otorgaba el cupo a la tasa de corte de la subasta.

Esta fue la forma como el BR intervino en el mercado cambiario desde entonces, aunque luego se dieron varias interrupciones ante los cambios en la situación de la economía global que afectaron los ingresos de capitales al país. De hecho, la intervención cambiaria fue suspendida a partir del 9 de octubre de 2008 debido a la gran volatilidad de la tasa de cambio y a la incertidumbre por la crisis financiera internacional. En marzo de 2010 el BR reanudó la compra de reservas mediante subastas de compras diarias por USD 20 millones, debido a indicios de desalineamiento de la tasa de cambio, y anunció que se realizarían hasta junio de ese año. El 15 de septiembre de 2010 el Emisor reinició el programa de acumulación de reservas y anunció que realizaría subastas de compra diarias de por lo menos USD 20 millones mínimo durante cuatro meses (hasta el 14 de enero de 2011). El 29 de octubre el Banco extendió el programa hasta al menos el 15 de marzo de 2011 y el Gobierno anunció una serie de medidas cambiarias y fiscales implementadas con el objetivo de atenuar la tendencia revaluacionista del peso. El 25 de febrero de 2011 el Emisor prolongó la acumulación de reservas hasta por lo menos el 17 de junio de 2011 (véase el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de marzo de 2011).

A partir del 6 de febrero de 2012 la JDBR decidió aumentar el nivel de reservas internacionales, con compras diarias de por lo menos USD 20 millones a través del sistema de subastas competitivas por al menos tres meses consecutivos, contados a partir de esa fecha. Después de varias interrupciones y modificaciones, ese programa de compra de reservas fue suspendido el 19 de diciembre de 2014 teniendo en cuenta los niveles alcanzados en varios indicadores de cobertura de riesgo de liquidez externa, así como los cambios en las condiciones del mercado cambiario.

La idea al utilizar este mecanismo era afectar la oferta de divisas de la economía sin competir con las posiciones de agentes especuladores y sin dar una señal de tasa de cambio objetivo. Esto ocurre porque el monto de la intervención es el mismo sin tener en cuenta el nivel de la tasa de cambio. El hecho de no dar esa señal es crucial, porque la credibilidad en la estrategia de meta de inflación se puede comprometer si los agentes perciben que hay una disyuntiva entre el objetivo de inflación y el hipotético objetivo de tasa de cambio. Por otro lado, si los agentes del mercado avizoran que la meta hipotética de tasa de cambio no es alcanzable pueden producirse entradas de capital adicionales que vuelven inefectiva la intervención y generan una volatilidad muy costosa si el banco central reacciona incrementando la intervención.

Ahora bien, frente a la dificultad reconocida en la práctica y la literatura teórica para establecer niveles óptimos de reservas, con posterioridad a la crisis financiera el BR ha seguido un enfoque pragmático en el que se acumulan reservas para mantener la estabilidad de un conjunto de indicadores: razón reservas con M3, amortizaciones de la deuda a corto plazo, amortizaciones de la deuda a corto plazo más balance de la cuenta corriente, importaciones y PIB⁴⁰⁰ (Vargas et al., 2013).

7.2 Renacen las presiones inflacionarias

Durante el primer semestre de 2014 para la JDBR los indicadores macroeconómicos sobre el desempeño de la economía estaban señalando la conveniencia de iniciar una reducción del estímulo monetario. Estos mostraban que la actividad económica crecía a buen ritmo, lo cual significaba que los excesos de capacidad existentes en 2013 disminuían. Asimismo, la tasa de desempleo seguía descendiendo, lo que a su vez aumentaba la confianza de los consumidores e impulsaba el consumo de los hogares. Otra señal de buena dinámica

⁴⁰⁰ Para el cálculo de los indicadores se extrae el componente cíclico de la serie y se hace la medición con el componente tendencial.

en la economía fue el repunte, hacia finales de marzo, del crecimiento de crédito bancario.

La inflación comenzó a ascender y a converger rápidamente hacia el 3 %. Las presiones alcistas se concentraron sobre todo en los alimentos y los regulados, cuyos precios comenzaban a normalizarse luego de los bajos niveles registrados en 2013. También, se observó un ligero aumento en la canasta de transables, relacionado con la depreciación acumulada del tipo de cambio durante este período. En esa lógica, las expectativas de inflación para 2014 poco a poco fueron revisadas al alza, ubicándose alrededor del 3 %. Como resultado de la tendencia creciente de la inflación y la revisión al alza de sus expectativas, las tasas de interés reales descendieron hasta niveles históricamente bajos.

En ese contexto, la JDBR consideró prudente iniciar desde abril de 2014 una progresiva reducción del estímulo monetario, con lo cual las sucesivas alzas llevaron en agosto a una tasa de interés de intervención del 4,5 %. En sus comunicados la Junta subrayó que un ajuste gradual y oportuno de la tasa de política como el que se estaba llevando a cabo reducía la necesidad de ajustes bruscos en el futuro y aseguraba la estabilidad macroeconómica.

8. La fragilidad del crecimiento mundial. La política monetaria en la encrucijada

En octubre de 2014 la Reserva Federal (Fed) decidió en firme abandonar la política monetaria no convencional que hasta ese momento había realizado; esto se unió al fin del llamado ‘superciclo’ de los bienes básicos como consecuencia de desacelerarse el crecimiento de la economía china. En esas nuevas circunstancias aumentó la volatilidad en los mercados internacionales y comenzó a resentirse el crecimiento de las economías emergentes, ante la disminución de la liquidez internacional y el aumento del riesgo. De esa forma se hizo real a plenitud una situación que había sido anticipada en el episodio de mayo-junio de 2013 cuando el anuncio del final próximo de la compra masiva de activos por parte de la Fed provocó reacciones negativas en cadena en las economías emergentes.

Pero, aunque la decisión de la Fed se produjo como respuesta a las buenas señales que estaba generando la economía estadounidense, un año después, cuando se cumplen ocho de iniciarse la crisis financiera que llevó al mundo a la recesión, se observa una recuperación débil de esa economía. En Europa tampoco se han producido buenas noticias y, en el momento de terminar este artículo, las dos principales economías de la región –Alemania y Francia– muestran tasas de crecimiento reducidas.

De esa forma, la economía mundial continúa en un estado de fragilidad notorio y todavía no es claro el final definitivo de la crisis. Hoy en día no existe tampoco la tracción de las economías emergentes que habían impulsado la economía global en el peor momento de la crisis y amortiguado sus efectos. De hecho, las economías de mayor tamaño dentro de ese grupo enfrentan serias dificultades. La economía china, aunque no ha tenido un aterrizaje brutal, no crece a las tasas de más de dos dígitos observadas en la década anterior, e incluso ha tenido un desempeño peor al esperado; la economía brasilera cerró el 2015, según las previsiones del FMI, con una tasa de crecimiento negativa después de registrar una positiva pero cercana a cero en 2014; algo parecido se espera para la economía rusa en 2015, que el año anterior creció a una tasa de 0,6 %⁴⁰¹.

Ante la nueva información el Banco Mundial redujo en junio su pronóstico de crecimiento para la economía global en 2015 a una tasa de 2,8 %, cuando en enero era de 3 %, algo que ya había llevado a cabo el FMI en su revisión de abril del World Economic Outlook (WEO), cuando redujo su pronóstico de 3,8 % a 3,4 %⁴⁰². La situación puede empeorar dado que sobre la economía global pende como una espada de Damocles el efecto esperado del aumento en las tasas de política ya anunciado pero no realizado por la Fed. Persisten los riesgos de contagio financiero asociados a la elevada volatilidad de los mercados combinada con la depreciación de algunas monedas, esto podría afectar a empresas endeudadas en dólares y provocar o amplificar las salidas de capital.

En ese contexto de desaceleración de la actividad global, la fase descendente de la actividad productiva colombiana se profundizó desde el pico de crecimiento observado en el primer trimestre de 2014. La economía en ese período conservaba el impulso que provenía de la amplia liquidez internacional, la elevada demanda por los activos colombianos, el buen desempeño del mercado laboral y los efectos de las políticas fiscal y monetaria expansiva del 2013; en estas condiciones, la demanda interna creció a una tasa elevada. El arrastre de esos factores comenzó a desvanecerse a lo largo del año 2014 a medida que se desplomó el precio de los bienes básicos exportados por Colombia.

Para la economía colombiana las modificaciones del entorno internacional constituyen un desafío importante en el mediano plazo. El desplome del precio del petróleo, en particular, afecta la economía de diversas formas. El primer efecto es un deterioro de los términos de intercambio y una reducción del ingreso nacional. También representa una caída en la inversión extranjera directa dirigida al sector petrolero ante el poco atractivo que tiene hoy esa actividad

⁴⁰¹ World Economic Outlook (WEO) - FMI (2015).

⁴⁰² World Economic Outlook (WEO) - FMI (2015).

y, asimismo, tiene consecuencias sobre la demanda de nuestras exportaciones por parte de nuestros vecinos productores de petróleo. Esto sucede al tiempo con condiciones financieras más difíciles, con un aumento del riesgo país, que pueden enrarecerse aún más cuando la Reserva Federal aumente su tasa de política para completar el ciclo de normalización de la política monetaria⁴⁰³.

Ante cambios persistentes en el entorno internacional la economía debe ajustarse a fin de garantizar la estabilidad externa, nominal y financiera de la economía. Es esencial comprender adecuadamente la magnitud y características del choque y actuar en consecuencia⁴⁰⁴. Un paso importante en esa dirección es que en el marco fiscal de mediano plazo 2016-2022 el Gobierno haya moderado sus expectativas y definido en consecuencia nuevas proyecciones del déficit fiscal y un menor crecimiento económico en 2015.

En la estrategia de IO una situación como la que está atravesando la economía colombiana lleva a que la definición de la postura de la política monetaria tenga en cuenta el ajuste requerido para la demanda doméstica ante la caída del ingreso y la evidencia acerca de si las expectativas de inflación y la inflación misma están atadas a la meta de largo plazo.

En ese sentido, la percepción de la JDBR frente al aumento de la inflación presentada en el *Informe al Congreso* de marzo de 2015 y ratificada en las minutas que recogen sus discusiones y comunican al público el contexto de las decisiones, es que se trata de presiones inflacionarias transitorias que deberían reducirse a lo largo de 2015. En la minuta correspondiente a la reunión de política de mayo los miembros de la Junta:

[...] coincidieron en que la reducción de los términos de intercambio tiene un componente permanente que afecta negativamente el ingreso nacional, por lo que la demanda interna debe ajustarse. Este proceso de ajuste a las nuevas condiciones externas se está dando de manera ordenada.

Los miembros de la Junta concuerdan en ese momento en que la desaceleración del gasto agregado impedirá que se presenten presiones inflacionarias por excesos de demanda y que las expectativas de inflación de mediano plazo estén ancladas en niveles coherentes con la meta. El anclaje de las expectativas y la inexistencia de excesos de demanda son elementos fundamentales para que la inflación converja a la meta en el horizonte de política. Coinciden

⁴⁰³ Véase el discurso “Colombia: Strong Policy Framework, Resilience and Growth Under New External Conditions”, del gerente José Darío Uribe, en Nueva York, el 11 de mayo de 2015.

⁴⁰⁴ Un esfuerzo en esa dirección es el trabajo de Hamann et. al., (2015).

también en que, de presentarse fenómenos que pongan en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de política, “la autoridad monetaria deberá reaccionar para conjurar dicho riesgo”.

En general, ese fue el tono de la discusión que llevó a que la JDBR mantuviera inalterada desde septiembre de 2014 la tasa de intervención en 4,5 %. En la reunión del 25 de septiembre de 2015 la JDBR cambió la postura de la política monetaria tras un año de estabilidad y ante nueva información. La decisión de incrementar la tasa de intervención hasta 4,75 % se tomó de manera unánime. Para la JDBR, “el riesgo de un aumento duradero de la inflación y de un desanclaje de las expectativas de inflación se incrementó, mientras que el riesgo de una desaceleración excesiva de la actividad económica no ha presentado un cambio notorio”⁴⁰⁵.

9. Los logros de la estrategia de inflación objetivo

9.1 La discusión internacional

Es conveniente, antes de mostrar el desempeño económico de Colombia con la utilización de IO, dar una mirada a la discusión actual sobre esta estrategia de política monetaria. Ese proceder dará contexto a los resultados de los ejercicios llevados a cabo para las principales variables macroeconómicas colombianas.

El primer aspecto que debe recordarse es que desde la introducción de la IO en Nueva Zelanda en 1989, su uso se ha extendido por todo el mundo, convirtiéndose en la estrategia de política dominante. Aunque no había un consenso sobre las bondades de su utilización, su rápida difusión indicaba que para muchas economías era una alternativa razonable ante las dificultades de la estrategia de agregados monetarios y la incapacidad de las anclas cambiarias para reducir la tasa de inflación.

Hasta la crisis de 2008 muchos autores consideraban que la IO había mostrado su efectividad al propiciar una significativa disminución del nivel y la volatilidad de la inflación en economías desarrolladas y en desarrollo, así como un aumento de la estabilidad del PIB en esas economías (véanse, entre otros, los trabajos de Bernanke et. al., 1999; Stone y Bhundia, 2004; FMI, 2005; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2007; Gonçalves y Salles, 2008; Roger, 2009).

Sin embargo, para otros autores no habría diferencia entre el desempeño macroeconómico de los países que utilizaban la estrategia IO y aquellos que

⁴⁰⁵ Véase la minuta de la sesión del 25 de septiembre de 2015.

recurrían a alguna alternativa (Ball y Sheridan, 2005; Capistrán y Ramos-Francia, 2009). Algunos van más allá y plantean que existía una combinación de factores internacionales que se dieron durante el período de la ‘gran moderación’, como el proceso de globalización y la irrupción de dos grandes economías emergentes como China e India, las cuales, al ofrecer bienes relativamente más baratos llevaron a una inflación más baja y estable en el mundo. En esas condiciones, la estrategia de IO, o cualquier otra, podía haber anclado las expectativas de inflación en niveles más bajos que en el pasado, en un proceso que habría comenzado antes de difundirse la IO por todo el mundo (Capistrán y Ramos-Francia, 2010), un punto, por cierto, cuestionado por Ball (2006).

La evidencia particular sobre las economías emergentes tampoco es concluyente, por lo menos respecto del período precrisis. Para autores como Fraga et. al., (2004) la estrategia de IO ha sido relativamente exitosa en esas economías. Si bien la volatilidad del producto, la inflación y la tasa de interés es mayor que la observada en las economías desarrolladas, las disyuntivas que enfrentaban las emergentes eran menos favorables, pues simultáneamente se hacían presentes varias dificultades importantes: generar credibilidad, reducir los niveles de inflación, el tamaño de los choques y la dominancia fiscal. Para Walsh (2009), si bien la utilización de IO no hace la diferencia para los países desarrollados en relación con el desempeño de otras estrategias de política monetaria, en los países en desarrollo sí ha mejorado el desempeño macroeconómico. Ball (2010), por su parte, tampoco encuentra evidencia de beneficios superiores para los países avanzados que utilizaron la IO en los estudios que revisa; por el contrario, existirían algunos beneficios en los países emergentes, pero la evidencia no es muy concluyente.

Por el contrario, en el trabajo de Brito y Bystedt (2010) se cuestiona la efectividad de la IO. Para estos autores no es posible estabilizar de manera simultánea el producto y la inflación, como muestran otros trabajos. El crecimiento del PIB es menor en el período de IO, con lo cual no se puede argüir que el costo de la desinflación sea menor que en otros regímenes de política monetaria.

La gran crisis de 2007-2008 fue la prueba de fuego para la estrategia de IO. Conocidos los resultados que antes de la crisis tuvo el utilizar la estrategia, de acuerdo con los hallazgos de varios autores mencionados, es ilustrativa la información del Cuadro 2, que compara las variables macroeconómicas claves en países con diferentes estrategias de política monetaria y que en general coincide con algunos de esos resultados. Antes de la crisis las economías emergentes que adoptaron la IO muestran que las fluctuaciones en la inflación, el crecimiento del PIB y las expectativas de inflación fueron menores a las de los países que no utilizaron esa política. Como se mencionó, para los

países avanzados no se observa evidencia de un mejor desempeño macroeconómico en aquellos que utilizaban la IO.

Cuadro 2

Variables macroeconómicas para países con IO y otros países

	Inflación				Expectativas de inflación				Crecimiento del PIB			
	2000-2006		2007-2012		2000-2006		2007-2012		2000-2006		2007-2012	
	Media	Desv. estándar	Media	Desv. estándar	Media	Desv. estándar	Media	Desv. estándar	Media	Desv. estándar	Media	Desv. estándar
Economías avanzadas con IO	2,20	1,38	2,30	1,60	2,12	0,24	2,25	0,51	2,99	1,63	1,26	2,53
Economías avanzadas sin IO	1,47	0,70	1,41	1,59	1,44	0,24	1,29	0,55	1,97	1,66	0,40	3,38
Economías emergentes con IO	4,14	1,19	4,50	1,76	4,29	0,73	4,19	0,54	4,51	1,80	3,65	3,85
Economías emergentes sin IO	7,29	3,01	5,25	2,72	7,33	2,69	4,65	1,20	7,13	4,50	4,13	5,53

Media y desviación estándar son calculadas como un promedio anual no ponderado de cada grupo. Inflación y crecimiento del producto están basados en el cambio porcentual trimestral anualizado del IPC desestacionalizado y el PIB real. Expectativas de inflación se refiere al promedio porcentual del pronóstico (de acuerdo al consenso *forecast*) de la inflación para ese año y los siguientes. Economías avanzadas con IO: Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Noruega, Reino Unido y Suecia. Economías avanzadas sin IO: Dinamarca, la eurozona, Japón, Suiza y los Estados Unidos. Economías emergentes con IO: Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, Indonesia, Israel, Corea, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rumania, Sudáfrica, Tailandia y Turquía (Indonesia, Rumania y Turquía, no incluidas). Economías emergentes sin IO: Argentina, Bulgaria, China, Croacia, Hong Kong, India, Letonia, Lituania, Malasia, Rusia y Singapur.

Fuente: Banerjee et al., 2013.

Durante la crisis la estrategia de IO parece haber brindado ciertas ventajas a los países que la habían adoptado: cuando la producción se desplomó, la confianza en las metas contribuyó a reducir en mayor proporción las tasas de interés de política; en las economías emergentes las expectativas de inflación permanecieron relativamente estables durante la crisis. Esto no evitó, sin embargo, su impacto sobre la actividad económica.

De esa forma, la crisis hizo ostensibles varios problemas de la estrategia e incluso, para algunos autores, tuvo parte de responsabilidad en su formación, en la medida en que llevó a considerar la estabilidad de precios aisladamente de la financiera (Borio, 2012). Una enseñanza clave es la siguiente: una inflación estable es la base para la estabilidad financiera, pero no es suficiente. Por otro lado, la IO no estaba dotada de herramientas suficientes para enfrentar

la crisis por haber sido concebida en el período de la ‘gran moderación’. En esas condiciones, cuando estalló la crisis y empezó a contagiarse la actividad global, en muchos países la respuesta de la política monetaria movió las tasas de interés a niveles cercanos a cero, con lo cual perdió tracción sobre la economía real.

En relación con el primer aspecto, se produjeron varias respuestas importantes de la academia y los bancos centrales. Las implicaciones macroeconómicas de las fricciones financieras constituyen desde entonces uno de los campos más dinámicos de la investigación en economía. Los principales desarrollos se han dado en las áreas de los ciclos económicos, las finanzas y el equilibrio general (Brunnermeier *et al.*, 2013). En el campo de la teoría monetaria también se hicieron avances en las áreas de la política monetaria óptima y las variables financieras (por ejemplo, el trabajo de Curdia y Woodford, 2009).

Con el fin de hacer frente a la inestabilidad financiera, la gran crisis provocó además el surgir de un conjunto de políticas llamadas macroprudenciales, inspiradas en el trabajo pionero de Crockett (2000) y sus colegas del BIS, y que consisten básicamente en el diseño de instrumentos que permiten actuar directamente sobre los desbalances del sector financiero y las variaciones en el riesgo. Al respecto, la discusión llega a proponer desde modificaciones mínimas del marco de la política precrisis, hasta cambios radicales que den igual ponderación dentro de los objetivos de la política monetaria a la estabilidad financiera y a la de precios, discusión todavía con muchas preguntas sin responder acerca de la efectividad de las nuevas políticas macroprudenciales para lograr mayor estabilidad financiera, del impacto de la política financiera en la estabilidad financiera y la posibilidad de dominancia financiera. Sobre ese particular Smets (2014) distingue tres enfoques: i) el consenso Jackson Hole modificado; ii) la reivindicación de inclinarse contra la corriente, y iii) estabilidad financiera y de precios.

El primer enfoque plantea pequeños cambios en el marco de política monetaria. En ese orden de ideas, la autoridad monetaria debe conservar su mandato ‘estrecho’ de estabilizar los precios y propiciar utilización de recursos de la economía alrededor de un nivel sostenible, mientras que las autoridades macroprudenciales deberían perseguir la estabilidad financiera, cada autoridad con sus propios instrumentos, habría que agregar. En la segunda perspectiva se argumenta que el objetivo ‘estrecho’ a corto plazo de controlar la inflación impide que los bancos centrales actúen con más agresividad contra los desbalances financieros. Los bancos centrales, por ejemplo, podrían elevar su tasa de interés con el fin de actuar contra los desbalances, más que lo justificado tan solo para luchar contra la inflación. En general, los autores que plantean esa estrategia reconocen la existencia de un ciclo financiero que no

puede afrontarse apenas con políticas macroprudenciales y que además interactúa con el ciclo real por medio de mecanismos no lineales.

El tercer punto de vista es el más radical acerca de cuáles deben ser los objetivos de la política monetaria; plantea que la estabilidad de precios y la financiera están tan estrechamente relacionadas que es imposible diferenciarlas. La política monetaria estándar y no estándar tiene como objetivo, en primera instancia, estabilizar el sistema financiero concentrándose en remediar sus desperfectos y desbloquear el proceso de transmisión de la política monetaria. El enfoque también resalta los problemas de inconsistencia intertemporal involucrados. La existencia de una potencial dominancia financiera lleva a que la coordinación entre la política monetaria y la de estabilidad financiera sea crucial.

9.1.1 La falta de tracción

Con la crisis las autoridades monetarias en muchos países avanzados llevaron sus tasas de política a niveles cercanos a cero; la inflación en general estaba bajo control y el PIB había caído por debajo de los niveles precrisis. En esas circunstancias se utilizaron instrumentos no convencionales para complementar el poder expansivo de las tasas de política, v. gr.: i) hojas de balance; ii) *forward guidance*; iii) cambios en las metas.

En el primer caso, se trata de políticas monetarias y crediticias expansivas que en especial utilizan el tamaño y la composición de los balances de los bancos centrales para inducir a los inversionistas a invertir en activos riesgosos. En el segundo caso, en esencia los bancos centrales hacen preanuncios sobre la evolución futura de sus tasas de interés y otros estímulos monetarios. La idea fue propiciar un mayor alcance de la política monetaria durante el momento más difícil de la recesión, con lo cual es posible que la economía retorne a un estado normal.

El último punto puede entenderse de diferentes formas ya sea que se trate, como ya lo ha hecho la Fed, de incorporar consideraciones respecto a tasa de desempleo al tiempo con la meta de inflación o que se modifique el ancla nominal pasando de la meta de inflación a una de PIB nominal, como proponen varios autores.

9.1.2 ¿El fin de la inflación objetivo?

La crisis financiera de 2008 y la recesión que le siguió produjeron una fractura en la forma de concebir la política monetaria, aunque –como se acabó

de mostrar— antes de la crisis no existía acuerdo sobre la superioridad de la estrategia de IO en relación con otras posibilidades en términos del desempeño macroeconómico que podía generar. Su amplia utilización tanto en países desarrollados como en desarrollo indicaba que dicha estrategia se había consolidado como el marco estándar de la política monetaria.

¿Pero las debilidades de la estrategia reveladas por la crisis presagian su fin? El interrogante es legítimo, porque circunstancias relativamente menos complejas llevaron al abandono de otras estrategias de política monetaria; es crucial también entender si la IO es compatible con los nuevos instrumentos que surgieron con la crisis.

La discusión es animada en relación con la forma de hacer política monetaria después de ese evento complejo. Existe consenso en la respuesta que un grupo representativo de autores dio como respuesta a ese interrogante (Reichlin y Baldwin, 2013): la estrategia de IO debe continuar, pero ha de refinarse. Se trata de mantener el círculo virtuoso que existe entre la meta de inflación y la independencia del banco central. La independencia construye credibilidad que facilita alcanzar la meta, un desempeño que puede medirse, con lo cual se fortalece a su vez la independencia. Pero el punto es que durante la crisis los bancos centrales desarrollaron nuevos instrumentos y dieron en algunos casos mayor énfasis al crecimiento y la estabilidad financiera. El debate en ese punto es álgido, pues mantener esos instrumentos lleva a incorporar otras metas al lado de la inflación, con lo que aumenta la incertidumbre respecto de los resultados a largo plazo.

Por otro lado, la IO puede desempeñar un papel crucial en mantener las expectativas ancladas mientras los países desarrollados avanzan en su recuperación. Esto disciplina la macroeconomía y evita tentaciones de crear inflaciones no esperadas que terminen afectando el monto de la deuda.

Para Taylor (2014), la utilización de políticas no convencionales por los países avanzados trae problemas. Según este autor, ese es un factor que explica el deterioro del desempeño económico en la última década. Taylor llama la “gran desviación global” a la política monetaria de los bancos centrales de esos países desde el momento en que comenzaron a utilizar dicho tipo de políticas; tanto aquellas como su normalización distorsionaron las bondades de la estrategia de IO en los países emergentes. Estos habían mejorado su desempeño macroeconómico con la utilización de IO pero también se vieron obligados a utilizar instrumentos no convencionales cuando la amplia liquidez internacional que generaron esas políticas dificultó la utilización de la estrategia. Según Taylor (2014) es necesario que los bancos centrales vuelvan a una política monetaria que él llama “normal” y no pasar a una nueva ‘normal’. Esto significa volver a una política monetaria basada en reglas, y para los países emergentes con IO significa incorporar una política macroprudencial

centrada en el riesgo en general, sin apuntar a sectores específicos dentro del ciclo de crédito.

La evolución reciente de la economía global muestra un crecimiento debilitado con las economías desarrolladas recuperándose lentamente al paso que las emergentes continúan desacelerándose (FMI, 2015a). Existen varias explicaciones del desempeño de estas últimas; las dos principales serían: i) la primera parte de la ‘normalización’ en la política monetaria de la Fed produjo unas condiciones financieras menos laxas y afectó con esto a muchos países emergentes; ii) eso acompañó a los bajos precios de los bienes básicos, en buena proporción los principales exportables de muchos emergentes, mucho de este comportamiento explicado por el comportamiento del mercado del petróleo y el rebalanceo de la economía china.

En ese escenario, las preocupaciones actuales de la política monetaria son un poco diferentes. Para los bancos centrales de las economías avanzadas el principal desafío continúa siendo la tracción de las políticas expansivas, la normalización suave en el caso de los Estados Unidos y el manejo de los efectos indeseables de tasas de interés muy bajas. Para los emergentes las inquietudes pasan a ser las vulnerabilidades financieras internas del débil crecimiento, los precios bajos de los bienes básicos y la necesidad de fortalecerse frente a un entorno cambiante (FMI, 2015b).

9.2 Evaluación

Hay un aspecto importante que se destaca del análisis anterior, las conclusiones acerca del efecto de la IO no son concluyentes ni generalizables y los estudios particulares son importantes para entender la efectividad de la estrategia de IO en cada país.

Hasta ahora el artículo se ha concentrado en mostrar cómo la estrategia de IO fue adaptada a las realidades de la economía colombiana, adecuándose para enfrentar los choques que la afectaron en el período 2000-2015. En esta sección el objetivo es mostrar si, en primer lugar, la utilización de la estrategia de IO ha tenido un impacto significativo en la inflación y, en general, sobre el desempeño macroeconómico del país en términos del crecimiento de la economía.

Es conveniente destacar que el choque de mayor magnitud que debió enfrentar la economía colombiana en dicho período fue la crisis financiera de 2007-2008. Hasta el estallido de la crisis la autoridad monetaria, al tiempo que buscaba alcanzar de manera gradual la meta de inflación, debió adoptar medidas macroprudenciales que evitaron que los agentes se excedieran y se pusiera en riesgo la estabilidad financiera; en ese período la política monetaria actuó

de manera contracíclica una vez la economía colombiana gozó, desde 2004, de una mejoría en los términos de intercambio, un aumento de la demanda externa por el producto local, grandes entradas de inversión extranjera y amplia liquidez internacional; en general, de un choque positivo al ingreso.

La reacción de la política monetaria frente al efecto local de la crisis financiera mundial mostró una de las virtudes más importantes de la estrategia de IO: la posibilidad de su reacción contracíclica frente a un choque negativo de esas proporciones. Esta forma de actuar evitó que la economía colombiana sufriera grandes desequilibrios en los balances del sistema financiero y el sector privado. La respuesta de política pudo darse por las medidas que se habían tomado con anterioridad, ‘aguas arriba’ en el ciclo. En efecto, en los años que precedieron a la crisis coincidieron varias acciones apropiadas de política pública que consolidaron las cuentas macroeconómicas del país. El mejoramiento de las cuentas públicas estuvo acompañado por una mejor administración de los bancos y la adecuada regulación acerca del manejo del riesgo y de las provisiones.

En ese momento la política monetaria combinó elementos convencionales con no convencionales. La estrategia utilizada se apartó de un esquema de inflación objetivo puro en el cual la política monetaria debe concentrarse en la estabilidad del producto y de los precios de bienes y servicios, esto último sin tener en cuenta los precios de los activos y el endeudamiento de los agentes más allá de las implicaciones que pudieran tener sobre los objetivos primarios de producto y precios. Asimismo, la flexibilidad cambiaria desincentivó la toma de riesgo cambiario por parte de los agentes, al tiempo que permitió la acumulación preventiva de reservas internacionales⁴⁰⁶.

De esa forma en la gran crisis de 2008 el epílogo de la ‘gran moderación’ es hasta el presente el evento de mayor magnitud al que se ha hecho frente por sus efectos sobre la economía global y por su duración y secuelas; ese choque tuvo un efecto relativamente reducido para la economía colombiana, con lo cual la política monetaria superó con éxito esa difícil prueba.

La ganancia en credibilidad a partir de ese episodio fue importante. Si se acepta que una medida de ella es el anclaje de las expectativas de inflación a la meta de largo plazo, en el Gráfico 13 (p. 494) se observa una medida de estas a partir de una encuesta. En el gráfico se muestra cómo las expectativas se habían anclado con firmeza a la meta de largo plazo. Un estudio reciente encuentra evidencia que apunta en la misma dirección al considerar diferentes tipos de medidas de expectativas (Huertas et. al., 2015).

Esa ganancia en credibilidad se ha dado al tiempo con la transición hacia el objetivo a largo plazo de inflación. El Cuadro 3 resume ese recorrido. En el

⁴⁰⁶ Véase el discurso “Política monetaria y estabilidad financiera”, de José Darío Uribe, el 21 de mayo de 2009, en el XXI Simposio del Mercado de Capitales.

cuadro, que contiene la inflación anual y la meta, se observa cómo en 2001 se fija una meta de 10 % para la inflación anual y desde entonces la meta es de un dígito. Después de fijar metas bianuales en 2003 y 2005, la JDBR retorna a las metas anuales, hasta llegar en 2010 a la de largo plazo de 3 % (dentro de un rango de 2 %-4 %). Desde entonces, la inflación anual ha estado dentro del rango meta, excepto en 2013, cuando se halló por debajo del límite inferior del rango, y más recientemente en 2015, cuando, por el contrario, superó con amplitud el límite superior. En ese último período el aumento en la inflación está asociado a los efectos que sobre el precio de los alimentos ha tenido el llamado fenómeno de El Niño, así como a la gran aceleración de la devaluación del peso frente al dólar que ha afectado los precios de los bienes transables.

Cuadro 3. Inflación y rango meta

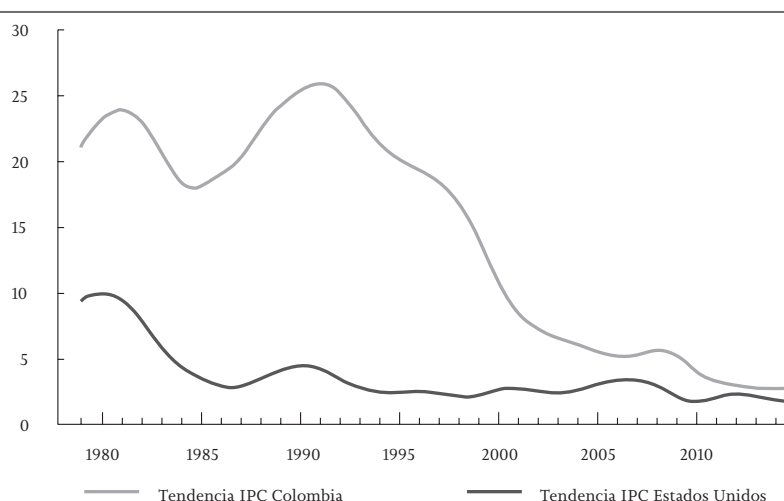
Año/mes	Inflación observada	Meta	Amplitud
		(porcentaje)	
1991/12	26,82	22,0	-
1992/12	25,13	22,0	-
1993/12	22,6	22,0	-
1994/12	22,59	19,0	-
1995/12	19,46	18,0	-
1996/12	21,63	17,0	-
1997/12	17,68	18,0	-
1998/12	16,70	16,0	-
1999/12	9,23	15,0	-
2000/12	8,75	10,0	-
2001/12	7,65	8,0	-
2002/12	6,99	6,0	-
2003/12	6,49	5,5	±0,5
2004/12	5,50	5,5	±0,5
2005/12	4,85	5,0	±0,5
2006/12	4,48	4,5	±0,5
2007/12	5,69	4,0	±0,5
2008/12	7,67	4,0	±0,5
2009/12	2,00	5,0	±0,5
2010/12	3,17	3,0	±1,0
2011/12	3,73	3,0	±1,0
2012/12	2,44	3,0	±1,0
2013/12	1,94	3,0	±1,0
2014/12	3,66	3,0	±1,0
2015/12	6,77	3,0	±1,0

Fuente: Banco de la República.

Con el fin de presentar algunos indicios sobre el desempeño de la estrategia de IO en términos del comportamiento de la inflación, se realizaron varios ejercicios econométricos, cuyos resultados son solo sugestivos, pues como se verá, no controlan por el tamaño y la frecuencia de los choques sufridos por la economía en los distintos períodos, ni por el estado de robustez o vulnerabilidad fiscal, externa o financiera de la economía en cada momento, factores determinantes de la variabilidad en la actividad económica y de la inflación a lo largo del tiempo.

En los primeros ejercicios se compara el desempeño de la inflación anual en Colombia con el de los Estados Unidos, nuestro principal socio comercial. Si se extraen, en primer lugar, las tendencias de las tasas de inflación anual para los dos países utilizando un filtro de Hodrick-Prescott se obtiene el resultado observado en el Gráfico 18. En el período comprendido entre diciembre de 1977 y diciembre de 2014 la tendencia de la inflación en Colombia era más alta que la de los Estados Unidos. Desde comienzos de la década de 1990 se aprecia con claridad la tendencia de la inflación colombiana hacia la de los Estados Unidos. En este caso también debe señalarse que, aunque las dos economías son muy diferentes y sus metas de inflación a largo plazo son disímiles, el propósito del ejercicio es mostrar la convergencia de la variable colombiana a niveles internacionales.

Gráfico 18
Tendencias de la inflación en Colombia y los Estados Unidos



Fuente: cálculos de los autores.

Para afinar el resultado en relación con el período de la IO se tomó una serie de inflación anual más larga, con una muestra que va desde enero de 1955 hasta junio de 2015. La serie se divide en cuatro subperíodos: el primero, desde enero de 1955 hasta diciembre de 1966; el segundo, desde enero de 1967 hasta diciembre de 1993; el tercero, desde enero de 1994 hasta diciembre de 1999, y el último desde enero de 2000 hasta el final de la muestra disponible (junio de 2015), período que corresponde a la IO. De cada subperíodo se calculan las medias y desviaciones estándar de la inflación anual en Colombia y los Estados Unidos, se hacen pruebas sobre igualdad de medias en las inflaciones de ambos países (Anova estadística F, véase Cuadro 4) y se utilizan pruebas de igualdad de sus varianzas (F-test).

Los resultados del Cuadro 4 indican que la inflación en Colombia ha sido más alta que la de los Estados Unidos y es estadísticamente diferente en todos los subperíodos. La varianza de la inflación colombiana también ha sido más alta y estadísticamente diferente que la de los Estados Unidos. Se podría concluir entonces que, si bien la tendencia de la inflación colombiana ha convergido a la de los Estados Unidos, todavía su media y varianza son más altas que las de este último país y que Colombia no ha igualado en ningún subperíodo ni la media ni la varianza de la inflación de dicha nación. Esto es reflejo de que en el subperíodo de IO hay un lapso en el cual la inflación aún se encontraba convergiendo gradualmente a la meta de largo plazo, que la meta de largo plazo es mayor en Colombia (3%) que en los Estados Unidos (2%) y que los choques a la inflación pueden ser comparativamente más fuertes en Colombia respecto de ese país, en virtud de que se trata de una economía pequeña y abierta mucho más expuesta a las turbulencias externas. Después de todo, el período incluye una parte de la llamada ‘gran moderación’ en los países avanzados.

Sin embargo, los resultados por subperíodos también muestran que la media y la varianza de la inflación colombiana son más bajas durante la IO que en todos los otros subperíodos. Estos, por cierto, fueron definidos de acuerdo con los diversos regímenes cambiarios que ha tenido la economía colombiana, los cuales, por sus particularidades, a su vez definieron en el pasado las características de la política monetaria.

Se hacen dos ejercicios adicionales cuyos resultados se presentan en el Anexo 1; el primero corresponde a un modelo de serie de tiempo tipo Arimax. Estos modelos incorporan información de otras variables, además de aquella de la propia serie, en este caso la inflación total (IT), con el fin de capturar eventos que afecten su comportamiento; se utiliza para ello una función de transferencia. La serie adicional corresponde a una mensual de actividad.

Cuadro 4. Test de media y varianza de igualdad de la inflación en Colombia y los Estados Unidos

	Media	Desv. estándar	Estadístico F del Anova	P-valor	Estadístico de Levene	P-valor
Inf. Colombia	10,09	6,623	232,26	0,000	65,42	0,000
Inf. Estados Unidos	1,580	1,041				
Enero 1967-dic. 1993						
Inf. Colombia	18,719	6,475	1.130,83	0,000	147,41	0,000
Inf. Estados Unidos	5,530	2,813				
Enero 1994-dic. 1999						
Inf. Colombia	17,159	3,506	1.252,87	0,000	22,82	0,000
Inf. Estados Unidos	2,374	0,523				
Enero 2000-jun. 2015						
Inf. Colombia	4,929	2,041	224,26	0,000	42,03	0,000
Inf. Estados Unidos	2,266	1,310				
Mayo 1995-jun. 2015						
Inf. Colombia	13,321	8,013	960,01	0,000	752,62	0,000
Inf. Estados Unidos	3,597	2,699				
Enero 1967-jun. 2015						

Fuente: cálculos de los autores.

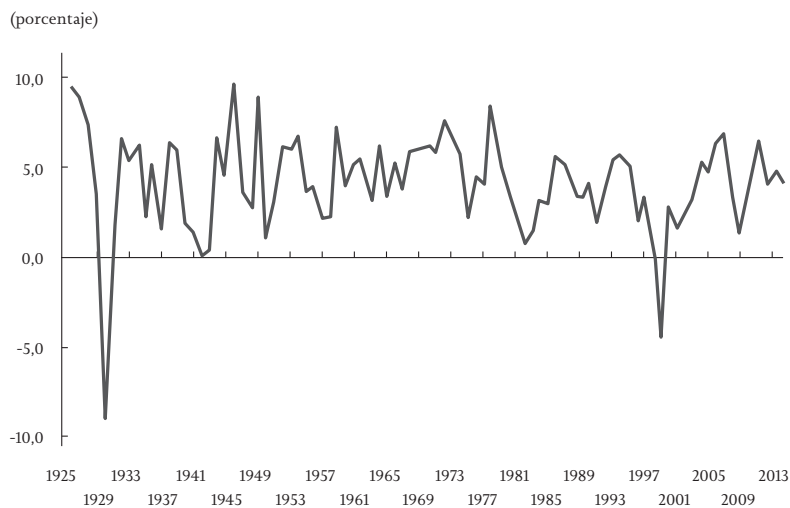
Se estiman dos modelos Arimax, el primero con la presencia de una variable dicotómica para el período de IO, y otro modelo sin esa variable pero con una especificación que no varía. Los modelos corresponden, en su orden, al modelo 1 y el modelo 2 en el Cuadro A1 del Anexo. Al comparar los errores estándar y los criterios de información, además de la significancia estadística del coeficiente asociado al período de inflación objetivo, se deduce que el efecto de esta sobre la inflación es significativo y decreciente, con lo cual se comprueba la hipótesis según la cual la IO ha sido efectiva en reducir la inflación.

En el otro ejercicio que se llevó a cabo se utiliza un modelo de intervención en un análisis estructural de series de tiempo a la Harvey. Este enfoque facilita, como en el caso anterior, un escenario de análisis para separar cambios que ocurren de ordinario en una serie, de aquellos eventos identificados a priori y que se producen exógenamente, como es la inflación objetivo. Al correr el modelo con y sin intervención se obtiene un resultado que coincide con el obtenido en el anterior ejercicio. En el Cuadro A2 del Anexo se observa cómo

la variable dicotómica de intervención que representa el período de la IO es significativa y tiene signo negativo, esto comprueba la hipótesis según la cual la IO ha sido efectiva en reducir la inflación.

Por último, se llevaron a cabo ejercicios sobre pruebas de igualdad de medias y varianzas en el PIB colombiano, versión trimestral, y sobre el PIB anual. Como se sabe en teoría, la IO contribuye a un mejor desempeño macroeconómico en términos de precios, pero también de estabilidad del producto. En el Gráfico 19 se muestran las tasas de crecimiento anual del PIB desde 1925. En la historia del crecimiento colombiano se observan tasas más altas en algunos períodos que las obtenidas dentro de la IO. Es difícil con esta información decir algo sobre el comportamiento del PIB en el período reciente en relación con los precedentes, de ahí la importancia de hacer ejercicios complementarios que permitan afinar los resultados sobre crecimiento.

Gráfico 19
Crecimiento porcentual del pib (serie anual)



Fuente: Banco de la República.

Los resultados de los ejercicios se ofrecen en los cuadros 5 y 6: el primero, para el crecimiento del PIB trimestral, con una muestra que va desde el segundo trimestre de 1977 hasta junio de 2015, y el segundo para el crecimiento

del PIB anual, con una muestra desde 1926 hasta 2015, respectivamente. En el caso del PIB trimestral el Anova de igualdad de medias es 7,96, con p-valor de 0,0005; con este resultado se infiere que las medias para los tres subperíodos definidos son estadísticamente desiguales. Las dos últimas columnas del cuadro revelan los p-valores para las hipótesis de igualdad de medias entre pares de subperíodos, los resultados muestran que el subperíodo 1994-1999 tiene una media estadísticamente menor a la de los otros subperíodos, la IO tiene entonces una tasa alta pero similar estadísticamente que la observada para 1977-1993. Por otro lado, el estadístico de prueba y su respectivo p-valor para la hipótesis de igualdad de varianzas en los tres períodos son 11,83 y 0, en su orden, con lo cual se rechaza la hipótesis de igualdad de varianzas. El resultado para las mismas pruebas de hipótesis, pero para los dos subperíodos más recientes (1994-1999 contra 2000-2015) es un valor de 15,39 para la estadística, con p-valor 0,0002. Con este resultado se muestra que no hay igualdad de varianzas entre esos dos períodos. Se redujo la volatilidad con la IO respecto del período anterior.

Cuadro 5
Pruebas de igualdad de medias y varianzas para la serie de PIB trimestral

Período	Media crecimiento PIB	Desviación estándar	Ho: Media período i = Media período j p-valor	
			1967-1993	1994-1999
1977-1993	3,8833	2,0591		
1994-1999	1,9236	3,8296	0,0031	
2000-2015	4,1283	1,8770	0,8547	0,0008

Fuente: cálculos de los autores.

Cuadro 6
Pruebas de igualdad de medias y varianzas para el PIB anual

Período	Media crecimiento PIB	Desviación estándar	Ho: Media período i = Media período j p-valor		
			1927-1966	1967-1993	1994-1999
1926-1966	4,1811	3,2638			
1967-1993	4,4493	1,7640	0,9832		
1994-1999	2,0674	3,6416	0,3591	0,2815	
2000-2015	4,1632	1,6071	1	0,9905	0,4574

Fuente: cálculos de los autores.

En suma, se puede afirmar que no existe diferencia entre el crecimiento obtenido en el período de la IO y el obtenido antes de 1994. Es claro que en el período intermedio se registra el resultado de la crisis del fin de siglo. La volatilidad del producto, por otro lado, sí se redujo en la IO, por lo menos frente al período anterior, aunque frente al primer período no se puede afirmar lo mismo, ya que numéricamente se trata de valores de la desviación estándar muy similares y la prueba estadística no permite dilucidar el punto.

En el ejercicio sobre PIB anual el resultado es interesante. Aunque el período 1994-1999 tiene una media de crecimiento menor que los otros períodos considerados, en este caso el análisis de igualdad de medias produce una estadística F de 1,32 con un p-valor de 0,273; con ese resultado no parece haber un período con media de crecimiento estadísticamente diferente a los otros subperíodos. La información de los subperíodos restantes, todos con medias de crecimiento superiores a 4%, condiciona el resultado. Por su parte, los resultados de contrastar la hipótesis de igualdad de varianzas en los cuatro períodos produce un estadístico F de 1,19 con p-valor de 0,319, con lo que se mantiene la hipótesis de igualdad de varianzas en los subperíodos.

Para finalizar este capítulo, se puede concluir que si bien la IO ha permitido un mejor desempeño en la inflación, variable que se ha podido estabilizar en tasas más bajas, no ha sido el mismo caso con el crecimiento económico. Si bien en el período de la IO las tasas de crecimiento de la economía colombiana son relativamente elevadas y con volatilidades que no son diferentes a las obtenidas en los años anteriores, la mirada a una serie más larga matiza esa conclusión, pues en la historia ha habido desempeños similares. Lo destacable, sin embargo, es que el crecimiento promedio en la época de IO se obtiene pese a una gran crisis, la segunda en importancia y duración después de la de 1929, y que ese resultado se ha obtenido en medio de la consolidación de un proceso de desinflación. Es necesario, no obstante, advertir que estos resultados deben ser interpretados con cautela, pues la varianza del producto o la inflación en cada período o subperíodo depende no solo del régimen de política monetaria imperante, sino además, de la magnitud y frecuencia de los choques recibidos por la economía y otros factores reflejados en variables como, por ejemplo, el grado de fragilidad financiera o la sostenibilidad de las finanzas públicas o de las cuentas externas del país.

10. Conclusiones

En septiembre de 2015 se cumplieron dieciséis años del abandono de la banda cambiaria y con esto el paso definitivo que dio la autoridad monetaria colombiana hacia adoptar la estrategia de inflación objetivo como guía para la

política monetaria. En ese entonces el mundo era un sitio muy distinto del que vivimos hoy en día. Algunas economías emergentes se recuperaban de las secuelas de la crisis asiática y otras padecían los efectos de la crisis rusa, mientras que las economías desarrolladas se encontraban en medio de la ‘gran moderación’, crecían a buen ritmo y sin sobresaltos destacables. La irrupción con fuerza de las economías de China e India comenzaba a transformar la economía global; dicha evolución se mantendría hasta 2007, con una interrupción en 2002.

Desde entonces, la percepción acerca de la estrategia de la política monetaria fue cambiando, así como su práctica. Todo esto se dio en medio de las necesidades concretas de la política monetaria en un mundo que pasó de la relativa tranquilidad de la ‘gran moderación’ a vivir una crisis global de grandes proporciones, originada en las economías desarrolladas y de la cual todavía persisten secuelas importantes, acompañadas ahora por la ralentización en las grandes economías emergentes.

De lo presentado se pueden describir varias etapas bien definidas en la historia de la IO en Colombia: i) primeros años y recuperación de la economía colombiana; ii) auge de la economía global; iii) crisis global; iv) liquidez internacional y elevados precios de los bienes básicos, y v) fragilidad del crecimiento mundial y política monetaria en la encrucijada.

A lo largo de las diferentes etapas, la política monetaria imprimió una tendencia decreciente a la inflación, alcanzó la meta de inflación de largo plazo y evitó la conformación de excesos o defectos pronunciados del gasto agregado. De esa forma, la política monetaria pudo reaccionar de manera contracíclica a los choques sin afectar su objetivo final de reducir la inflación. En efecto, este trabajo documenta cambios significativos en el comportamiento de la inflación en el período considerado. Con las expectativas de inflación firmemente ancladas, el resultado final de aplicar la política fue, cómo se mostró, una reducción del nivel de inflación y en la volatilidad de la variable. En términos de crecimiento económico, la estrategia fue compatible con una tasa relativamente elevada de expansión de la economía, así como con una volatilidad menor a la observada en el pasado, lo cual es destacable, dada la magnitud de algunos de los choques externos que sufrió la economía en el período (v. gr., el elevado incremento de las primas de riesgo soberano en 2002, la crisis financiera global de 2008, o el cierre del comercio con Venezuela en 2009).

No es fácil zanjar la cuestión acerca de si ese comportamiento hubiera podido obtenerse con otro tipo de política monetaria; en otras palabras, si como política pública la estrategia fue exitosa en el sentido de una evaluación de impacto. Esa pregunta pertenece a la órbita de los llamados ejercicios contrafactuales y podría con seguridad abordarse en otro tipo de trabajo. Por ahora se puede adelantar que la evidencia internacional da ventajas a la estrategia de

IO que utilizaban las economías emergentes al presentarse la crisis, aunque la comprobación es menos concluyente en los años anteriores a aquella.

El éxito de utilizar la estrategia de IO en Colombia requirió previamente la existencia de independencia del Banco de la República. Un requisito que es necesario, pero no suficiente, y que en Colombia estuvo acompañado también de una definición apropiada de rendición de cuentas con la presentación dos veces al año de un *Informe al Congreso*.

Además, a lo largo de los años la JDBR estableció una estrategia de comunicación como pieza fundamental de la IO. A partir de publicarse los informes de inflación, los de estabilidad financiera, las minutas de las reuniones de la JDBR, las notas editoriales y diversos documentos de contenido técnico, el BR se fue tornando en un banco central cada vez más transparente en la forma de hacer conocer la racionalidad de sus decisiones al público. Ante esas necesidades, la capacidad técnica del BR se fortaleció con el propósito de comprender la situación de la economía colombiana, modelarla, entender los mecanismos de transmisión de la política monetaria y realizar proyecciones del producto y la inflación.

Junto con estos requerimientos, los cuales se cumplen en la mayoría de los países que utilizan la estrategia de IO, en la economía colombiana se hace presente una serie de características particulares encargadas de hacer posible que esta última funcione de forma adecuada.

En Colombia la crisis de fin de siglo creó conciencia en las autoridades económicas acerca de la importancia de la estabilidad financiera. El consecuente fortalecimiento de la regulación y la supervisión ha propiciado la estabilidad del sistema financiero durante el período de IO. De modo complementario, la flexibilidad cambiaria ha contribuido a contener los descalces de moneda en el sector real. Por otro lado, desde la crisis del fin de siglo también comenzó un proceso de sanear las finanzas públicas; más adelante, los mayores ingresos provenientes de la explotación minero-energética contribuyeron a aliviar la situación de las arcas del Estado, aunque con el tiempo llevaron a una peligrosa dependencia de esa fuente de recursos. En términos generales, en el período examinado no se presentaron grandes desbalances fiscales y el país avanzó bastante en el marco institucional asociado con el proceso presupuestal, los controles al endeudamiento territorial y en leyes que establecieron una regla fiscal y un marco fiscal de mediano plazo que deben propiciar una reducción de los niveles de endeudamiento público. Esos dos elementos, sin lugar a duda, facilitaron la tarea del banco central, en la medida en que han evitado las llamadas dominancia financiera y fiscal sobre la política monetaria.

Otra de las razones del éxito se encuentra en que no ha habido fuertes dilemas entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Los mayores riesgos sobre la estabilidad financiera por crecimientos acelerados del crédito

se han presentado al tiempo con presiones inflacionarias. Esta coincidencia se ha dado por la naturaleza de la economía colombiana, caracterizada por un sector no transable relativamente importante en el PIB y en el IPC, y por un traspaso reducido de la tasa de cambio a los precios internos. En estas circunstancias, choques que aumenten los flujos de capitales y la oferta de crédito han tendido de manera simultánea a elevar el gasto y la inflación, pese a la apreciación nominal del peso. En consecuencia, ha sido posible que los movimientos de la tasa de interés conjuren riesgos macroeconómicos simultáneos.

Por otra parte, la estructura financiera colombiana, con gran importancia de los bancos en la intermediación financiera y la presencia de una movilidad imperfecta de capitales, propicia mayor tracción de las medidas macroprudenciales, lo que dota a las autoridades macroeconómicas con herramientas diversas para enfrentar los dilemas de política. En esas condiciones se ha dado un balance adecuado entre instrumentos y objetivos, lo cual ha facilitado hasta el momento un funcionamiento adecuado de la estrategia de IO.

Aunque muchas de las conclusiones enunciadas podrían ponerse en duda dados los resultados que para la economía colombiana se observan a finales de 2015, con una mezcla de desaceleración de la economía y aumento de las presiones inflacionarias, lo cierto es que no es conveniente sacar todavía enseñanzas definitivas para un episodio en el cual se combinan los efectos de diferentes choques que todavía generan consecuencias. Por el contrario, en relación con los episodios pasados las conclusiones siguen siendo válidas.

Referencias

- Alesina, A.; Summers, L. (1993). "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", en *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, núm. 2, pp. 151-162.
- Amato, J.; Gerlach, S. (2002). "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons after a Decade", en *European Economic Review*, vol. 46, núms. 4-5, pp. 781-790.
- Angeriz, A.; Arestis, P. (2007). "Assessing the Performance of 'Inflation Targeting Lite' Countries", en *The World Economy*, vol. 30, núm. 11, pp. 1621-1645.
- Ball, L. (2006). "Has Globalization Changed Inflation?", NBER working papers, núm. 12687, National Bureau of Economic Research.
- Ball, L. (2010). "The Performance of Alternative Monetary Regimes?", NBER working papers, núm. 16124, National Bureau of Economic Research.
- Ball, L.; Sheridan, N. (2005). "Does Inflation Targeting Matter?", en B. Bernanke y M. Woodford (eds.), *The Inflation-Targeting Debate*, pp. 249-282, Chicago: University of Chicago Press.

- Banco de la República (1997). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, julio.
- Banco de la República (1999). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, octubre.
- Banco de la República (2000). “Algunas consideraciones sobre el diseño de la encuesta de expectativas”, en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 73, núm. 872, junio.
- Banco de la República (2000). “La estrategia de política monetaria”, *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 73, núm. 876, octubre.
- Banco de la República (2000). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, marzo.
- Banco de la República (2001). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, marzo.
- Banco de la República (2001). Informe sobre Inflación, marzo.
- Banco de la República (2002). “Una visión alternativa de la política monetaria y cambiaria en la última década”, en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 75, núm. 895, mayo.
- Banco de la República (2003). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, marzo.
- Banco de la República (2003). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, julio.
- Banco de la República (2005). “Comunicación y política monetaria”, en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 78, núm. 927, enero.
- Banco de la República (2005). “El esquema de inflación objetivo. Experiencia en países emergentes y en Colombia”, en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 78, núm. 932, junio.
- Banco de la República (2006). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, julio.
- Banco de la República (2007). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, marzo.
- Banco de la República (2007). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, julio.
- Banco de la República (2008). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Bogotá, julio.
- Banco de la República (2009). “El régimen monetario y cambiario de Colombia, bajo presión”, en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 82, núm. 980, junio.
- Banco de la República (2009). “La República de Colombia solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) el acceso a una línea de financiamiento contingente por aproximadamente US\$ 10.400 millones con plazo de un año”, en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 82, núm. 978, abril.

- Banco de la República (2010). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Bogotá, marzo.
- Banco de la República (2011). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Bogotá, marzo.
- Banco de la República (2012). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Bogotá, marzo.
- Banco de la República (2015). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Bogotá, marzo.
- Banerjee, R.; Cecchetti, S.; Hofmann, B. (2003). "Flexible Inflation Targeting: Performance and Challenges", en Reichlin, L.; Baldwin, R. (eds.), *Is inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, London: CEPR.
- Barajas, A.; López, E.; Oliveros, H. (2001). "¿Por qué en Colombia el crédito al sector privado es tan reducido?", en *Borradores de Economía*, núm. 185, Banco de la República.
- Barro, R.; Gordon, D. (1983). "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", en *Journal of Monetary Policy*, vol. 12, núm. 1, pp. 101-120.
- Bernanke, B. S.; Laubach, T.; Mishkin, F. S.; Posen, A. S. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B.; Mihov, I. (1997). "What Does the Bundesbank Target", en *European Economic Review*, vol. 41, núm. 6, pp. 1025-1053.
- Bernanke, B.; Mishkin, F. (2007). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", en *Monetary Policy Strategy*, Michigan: MIT Press.
- Blanchard, O. (2009). "The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies", IMF working paper, WP/09/80.
- Borio, C. (2012). "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?", working paper, núm. 395, Bank of International Settlements.
- Borio, C.; Lowe, P. (2002). "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", working paper, núm. 114, Bank of International Settlements.
- Brito, R.; Bystedt, B. (2010). "Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence", *Journal of Development Economics*, vol. 91, pp. 198-210.
- Brunnermeier, M.; Eisenbach, T.; Sannikov, Y. (2013). "Macroeconomics with Financial Frictions: A Survey", en D. Acemoglu, M. Arellano y E. Dekel (eds.), *Advances in Economics and Econometrics*, pp. 4-94, New York: Tenth World Congress of the Econometric Society.
- Capistrán, C.; Ramos-Francia, M. (2009). "Inflation Dynamics in Latin America", en *Contemporary Economic Policy*, vol. 27, núm. 3, pp. 349-362.
- Capistrán, C.; Ramos-Francia, M. (2010). "Does Inflation Targeting Affect the Dispersion of Inflation Expectations?", en *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, núm. 1, pp. 113-134.

- Carare, A.; Stone, M. R. (2003). "Inflation Targeting Regimes", IMF working paper, WP/03/09.
- Cesa-Bianchi, A.; Pesaran, H.; Rebucci, A.; Xu, TT. (2011). "China's Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America", IDB working paper series, IDB-WP-266-2011.
- Crockett, A. (2000). Eleventh International Conference of Banking Supervisors, Basel, Switzerland. "Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability", septiembre 20-21.
- Curdia, V.; Woodford, M. (2009). "Credit Frictions and Optimal Monetary Policy", BIS working papers, núm. 278.
- Estrella, A.; Mishkin, F. (2007). "Is There a Role for Monetary Aggregates?", en F. Mishkin, *Monetary Policy Strategy*, pp. 109-133, Michigan: MIT Press.
- FMI (1998). "World Economic Outlook", FMI, Washington, D. C.
- FMI (2005). "World Economic Outlook", FMI, Washington, D. C.
- FMI (2013). "Global Financial Stability Report. Old Risks, New Challenges", FMI, Washington, D. C.
- FMI (2015a). "World Economic Outlook Update", FMI, Washington, D. C.
- FMI (2015b). "Global Financial Stability Report", FMI, Washington, D. C.
- Fogafín (2009). *Crisis financiera colombiana en los años noventa*, Bogotá: Fondo de Garantías de Instituciones Financieras; Universidad Externado de Colombia.
- Fraga, A.; Goldfajn, I.; Minella, A. (2004). "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", *NBER Macroeconomics Annual* 2003, vol. 18, pp. 365-416.
- Friedman, M. (1968). "The Role of Monetary Policy", en *American Economic Review*, vol. 68, núm. 1, pp. 1-17.
- Gómez J.; Uribe J. D.; Vargas, H. (2002). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia", en *Borradores de Economía*, núm. 202, Banco de la República.
- Gómez, J. (2006). "La política monetaria en Colombia", en *Borradores de Economía*, núm. 394, Banco de la República.
- Gonçalves, C. E.; Salles, J. (2008). "Inflation Targeting in Emerging Economies: What do the data say?", en *Journal of Development Economics*, vol. 85, núms. 1-2, pp. 312-318.
- González, A.; Hamann, F. (2011). "Lack of Credibility, Inflation Persistence and Disinflation in Colombia", en *Borradores de Economía*, núm. 659, Banco de la República.
- Hamann, F.; Bejarano, J.; Rodríguez, D. (2015). "Monetary Policy Implications for an Oil-Exporting Economy of Lower Long-Run International Oil Prices", en *Borradores de Economía*, núm. 871, Banco de la República.
- Hamann, F.; Hofstetter, M.; Urrutia, M. (2014). "Inflation Targeting in Colombia, 2002-2012", en *Economía, Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*, vol. 15, núm. 1, pp. 1-39.

- Huertas, C.; González, E.; Ruiz, C. (2015). “La formación de expectativas de inflación en Colombia”, en Borradores de Economía, núm. 880, Banco de la República.
- Krugman P. (1991). “Target Zones and Exchange Rate Dynamics”, en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, núm. 3, pp. 669-682.
- Kydland, F.; Prescott, E. (1977). “Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans”, en *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, pp. 473-492.
- López, E.; Montes, E.; Garavito, A.; Collazos, M. (2013). “La economía petrolera en Colombia”, parte II, “Relaciones intersectoriales e importancia en la economía nacional”, en Borradores de Economía, núm. 748, Banco de la República.
- Macklem, T. (2002). “Information and Analysis for Monetary Policy: Coming to a Decision”, en *Bank of Canada Review*.
- Mishkin, F. (2007). *Monetary Policy Strategy*, Cambridge: MIT Press.
- Mishkin, F.; Schmidt-Hebbel, K. (2007). “Does Inflation Targeting Make a Difference?”, en F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary under Inflation Targeting*, pp. 291-372, Santiago: Banco Central de Chile.
- Mundell, R.A. (1963). “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”, en *Canadian Journal of Economics*, vol. 29, pp. 475-485.
- Reichlin, L.; Baldwin, R. (eds.) (2013). *Is inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, Londres: CEPR.
- Roger, S. (2009). “Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges”, IMF working paper, WP/09/236.
- Rogoff, K. (1985). “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, en *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, núm. 4, pp. 1169-1190.
- Smets, F. (2014). “Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?”, en *International Journal of Central Banking*, vol. 10, núm. 2, pp. 263-300.
- Stone, M.; Bhundia, A. (2004). “A New Taxonomy of Monetary Regimes”, IMF working paper, WP/04/191.
- Svensson, L. E. O. (2010). “Inflation Targeting”, en B. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3a, pp. 1237-1295.
- Tawadros, G. (2009). “Testing the Impact of Inflation Targeting on Inflation”, en *Journal of Economic Studies*, vol. 36, núm. 4, pp. 326-342.
- Taylor, J. (2014). “Inflation Targeting in Emerging Markets: the Global Experience”, Conference on Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and The Challenge of a Changing Mandate, South African Reserve Bank Conference Centre, Pretoria, Sudáfrica, 30 de octubre.

- Thornton, D. (2012). "How Did We Get to Inflation Targeting and Where Do We Need to Go to Now? A Perspective from the U.S. Experience", en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, enero-febrero.
- Uribe, J. (1999). "Monetary Policy Operating Procedures in Colombia", en *Monetary Policy Operating Procedures in Emerging Market Economies*, Bank for International Settlements, BIS policy papers, núm. 5.
- Uribe, J. (2005). "El esquema de inflación objetivo. Experiencia en países emergentes y en Colombia", en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 78, núm. 932, junio.
- Uribe, J. (2009). "El régimen monetario y cambiario de Colombia, bajo presión", en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 82, núm. 980, Banco de la República, junio.
- Uribe, J. (2009). "La República de Colombia solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) el acceso a una línea de financiamiento contingente por aproximadamente US\$ 10.400 millones con plazo de un año", *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 82, núm. 978, abril.
- Uribe, J. D.; Gómez, J.; Vargas, H. (1999). "Strategic and Operational Issues in Adopting IT in Colombia", *Conference on Inflation Targeting*, Banco de la República, Cartagena, noviembre.
- Urrutia, M. (2002). "Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década", en *Revista del Banco de la República*, nota editorial, vol. 75, núm. 895, mayo.
- Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Universidad de los Andes-CEDE.
- Vargas, H. (2008). "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Colombia: Major Changes and Current Features", en *Transmission Mechanisms for Monetary Policy in Emerging Markets Economies*, Bank for International Settlements, BIS papers, núm. 35.
- Vargas, H. (2011). "Monetary Policy and the Exchange Rate in Colombia", en *Borradores de Economía*, núm. 655, Banco de la República.
- Vargas, H.; Betancourt, Y.; Varela, C.; Rodríguez, N. (2010a). "Assessing Inflationary Pressures in Colombia", en *Monetary Policy and the Measurement of Inflation: Prices, Wages and Expectations*, Bank for International Settlements, BIS papers, núm. 49.
- Vargas, H.; Betancourt, Y.; Varela, C.; Rodríguez, N. (2010b). "Effects of Reserve Requirements in an Inflation Targeting Regime: the Case of Colombia", en *The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies*, Bank for International Settlements, BIS papers, núm. 54.
- Vargas, H.; González, A.; Lozano, I. (2012). "Macroeconomic Effects of Structural Fiscal Policy Changes in Colombia", en *Fiscal Policy, Public Debt and*

- Monetary Policy in Emerging Market Economies*, Bank for International Settlements, BIS papers, núm. 67.
- Vargas, H.; González, A.; Rodríguez, D. (2013). “Foreign Exchange Intervention in Colombia”, en *Borradores de Economía*, núm. 757, Banco de la República.
- Walsh, C. (2009). “Inflation Targeting: What Have We Learned?”, *International Finance*, vol. 12, núm. 2, pp. 195-233.
- World Economic Outlook [WEO] - FMI (2015), “Actualización”, abril.
- Zárate, J. P.; Cobo, A.; Gómez-González, J. E. (2012). “Lecciones de las crisis financieras recientes para el diseño e implementación de las políticas monetarias y financieras en Colombia”, *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 30, núm. 69, Banco de la República.

Anexos

Anexo 1 Modelos econométricos para la inflación

1. Modelo Arimax

Las pruebas de raíz unitaria indican que la inflación anual es no estacionaria, por ello el modelo Arimax se modela para los cambios mensuales de la inflación anual. El modelo Arimax estimado se puede escribir como sigue:

$$(1 - L) (1 - L^{12}) \ln(\text{IPC}_t) = \phi(L) \ln(\text{IPC}_{t-1}) + \frac{\alpha(L)}{1 - \delta L} Z_t + e_t$$

donde $\phi(L)$ y $\alpha(L)$ son polinomios en el operador de rezagos. La presencia de δ modela respuestas dinámicas (amortiguadas) de la inflación ante cambio de la variable Z.

Cuadro A1
Resultados del modelo Arimax

Variable dependiente: LIPC	Modelo 1	Modelo 2
MA1,1	-0,2264**	-0,18310**
MA2,1	0,7795***	0,77672***
AR1,1	0,3041***	0,37441***
AR1,2	0,2341***	0,2498***
NUM1 (LPIBKM)	0,0574***	0,0442**
NUM1,1 (LPIBKM)	0,063***	0,0552***
NUM2 (D_1990_1999)	-0,0042**	-0,0042**
NUM3 (D_2000_2015)	-0,0042*	
DEN1,1 (D2000_2015)	0,9545***	
Varianza residual estimada	0,00002	0,00002
Error estándar de la estimación	0,0046	0,0046
AIC	-3.164,54	-3.161,24
SBC	-3.128,62	-3.133,3
Número de residuos	400	400

* significativo al 10%. ** significativo al 5%. *** significativo al 1%.
Fuente: cálculos de los autores.

La variable dicotómica D_1990_1999 tiene valor de 1 en el período enero de 1990 a diciembre de 1999. De igual forma, una segunda variable dicotómica D_2000_2015 tiene valor de 1 en el período diciembre de 1999-junio de 2015. Los resultados se presentan en el cuadro A1 y su descripción se hace en el cuerpo principal del documento.

2. Modelo estructural à la Harvey con intervención

Tawadros (2008) y Angeriz y Arestis (2007) plantean el uso de modelos estructurales de series de tiempo bivariados (o trivariados) para evaluar el impacto de IO. El modelo que se conoce como de tendencia lineal local con estacionalidad se puede describir así:

$$\begin{aligned}\pi_t &= \mu_t + \gamma_t + \varphi_t + \alpha\omega_t + \varepsilon_t \\ \mu_t &= \mu_{t-1} + \beta_{t-1} + \eta_t \\ \beta_t &= \beta_{t-1} + \zeta_t \\ \eta_t &\sim N(0, \sigma_{\sigma, \eta}^2); \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_{\sigma, \varepsilon}^2); \zeta_t \sim N(0, \sigma_{\sigma, \zeta}^2);\end{aligned}$$

El ejercicio consiste en estimar, usando datos mensuales, el modelo con y sin intervención, denotada con la variable escalón, ω_t . Los resultados se presentan en el Cuadro A2. La significancia de la variable inflación objetivo se refleja en un mayor valor en el modelo correspondiente de (el logaritmo de) la verosimilitud y un menor criterio de información de Akaike; también, en la significancia y signo negativo de la variable dicotómica IO.

Cuadro A2. Modelo estructural à la Harvey

Respuesta de la variable o componente	Variable explicativa	Modelo 1 (IO)	Modelo 2 (No IO)
Dicotómica inflación objetivo	D_2000_2015: w_t	-1,39**	
D12LIPC_COL	D05_1985	1,31***	1,30**
D12LIPC_COL	D05_1986	-2,73***	-2,72***
D12LIPC_COL	D06_1986	-2,83***	-2,82***
Error (Phi 1,1)	Coefficiente AR	0,4278	0,473
Error (Phi 2,2)	Coefficiente AR	1,00	1,00
Error (rootcov 1,1)	Covarianza de la perturbación	2,00E-06	2,00E-06
Error (rootcov 2,1)	Covarianza de la perturbación	-1,46E-06	-2,24E-06
Error (rootcov 2,2)	Covarianza de la perturbación	2,00E-06	2,00E-06
CICLO (Rho)	Factor de amortiguación	0,982	0,983
CICLO (Period)	Período de ciclo	82,31	83,7
CICLO (rootcov 1,1)	Covarianza de la perturbación	0,596	0,591
CICLO (rootcov 2,1)	Covarianza de la perturbación	-0,1897	-0,194
CICLO (rootcov 2,2)	Covarianza de la perturbación	1,4351	1,44
LOCAL_LIN (rootcov 1,1)	Perturbación de la pendiente covarianza	0,1732	0,190
LOCAL_LIN (rootcov 2,1)	Perturbación de la pendiente covarianza	0,07167	0,0591
LOCAL_LIN (rootcov 2,2)	Perturbación de la pendiente covarianza	0,0199	0,0194
Log-verosimilitud		-1272	-1.274,7
Criterio de Akaike		2.569,92	2.575,36

Donde D05_1985, D05_1986 y D06_1986 hace referencia a variables dicotómicas para modelar valores atípicos en el mes indicado por el respectivo nombre. Datos enero 1978 a julio 2015. Componentes estacionales no significantes.

Fuente: cálculos de los autores.

Capítulo 12

Regímenes cambiarior y globalización financiera en Colombia: ¿qué hemos aprendido?

Juan José Echavarría

El autor agradece los comentarios de Juan Esteban Carranza, José Darío Uribe,
Hernando Vargas y Leonardo Villar.

Las tasas de cambio nominales y reales son precios fundamentales en cualquier economía: inciden sobre el crecimiento económico y la inflación, las exportaciones, las importaciones, el PIB, el nivel de deuda y los flujos de capital, y generan movimientos de recursos entre distintos sectores. Suben en tiempos de incertidumbre y caen cuando la economía es fuerte. En ocasiones se desalinean con respecto al nivel “de equilibrio” generando ataques especulativos que alimentan las distorsiones de la cuenta corriente, la inestabilidad financiera y las recesiones. La probabilidad de que el ministro de Hacienda o el gerente del banco central pierdan su puesto se eleva sustancialmente luego de una crisis cambiaria. No es extraño, entonces, que durante décadas se hayan discutido las ventajas y desventajas de diferentes regímenes cambiarios.

La primera sección de este documento describe las principales características de los diferentes regímenes cambiarios en Colombia: tasas de cambio fijas (pero ajustables) y múltiples antes de 1967; minidevaluaciones (*crawling peg*) entre 1967 y 1990; banda cambiaria en 1991-1999, y flexibilidad cambiaria con intervenciones en un régimen de inflación objetivo a partir de septiembre de 1999. En términos generales, Colombia ha ido moviéndose hacia una mayor flexibilidad cambiaria a lo largo del tiempo.

La segunda sección analiza la evolución de la tasa de cambio real (TCR) y sus determinantes y la relación entre la TCR y la tasa nominal (TCN). En el muy largo plazo la TCR solo está determinada por factores reales, como las productividades relativas entre sectores y entre países, y en el mediano plazo también por otras variables reales, como la cuenta corriente (o su espejo, los flujos de capital), los términos de intercambio o el gasto fiscal. La apreciación de 1992 y 1998, por ejemplo, estuvo determinada por mejores términos de intercambio y un mayor gasto público, y la de 2003-2014 por mejores términos de intercambio e incrementos favorables en productividad. Otra parte de esta sección muestra una relación cercana de corto plazo entre la TCN y la TCR (prueba de que los precios son rígidos), y un impacto importante de los distintos regímenes cambiarios sobre la volatilidad de la TCN.

La tercera sección describe el proceso de globalización financiera en Colombia y en la región, tanto *de facto* (flujos observados) como *de jure* (legislación). Los déficits de la cuenta corriente han sido altos y crecientes, y han sido financiados por recursos del exterior, pero ello significa mayor deuda y alta vulnerabilidad, en especial cuando se trata de recursos de corto plazo. También se han reducido los controles. El nivel de globalización financiera es alto en América Latina cuando se compara con otros países emergentes, y hoy es mayor en Colombia que en la región.

El bajo volumen de las transacciones financieras internacionales permitió fijar la tasa de cambio en algunos períodos y mantener una política monetaria moderadamente independiente antes de los años setenta, pero el proceso de globalización financiera nos ha obligado a escoger entre una tasa de cambio fija(da) o una política monetaria contracíclica (la llamada *trilogía imposible*). La suma de los activos y pasivos externos, en relación con el PIB, creció en los países desarrollados desde un 62 % en 1970 hasta un 852 % en 2021, con un crecimiento prácticamente continuo. La dinámica también ha sido importante, aun cuando menor, en Colombia. Los préstamos bancarios constituían la categoría más importante entre 1970 y 2000, pero han sido superados en importancia por la inversión extranjera directa (IED) y la inversión de portafolio (deuda, principalmente).

La cuarta sección presenta algunas lecciones de nuestra experiencia cambiaria. La crisis de 1999, la única que padeció Colombia en décadas, mostró que es prácticamente imposible mantener una tasa de cambio fija(da), aun en su versión “suave”, como la banda cambiaria, en una economía globalizada financieramente, con fuertes desequilibrios externos y fiscales, y en un contexto de alta rigidez en algunos mercados, como el laboral. También, hemos aprendido que la flotación ha sido útil para Colombia en un período de mayor profundidad financiera global y fuerte volatilidad internacional, siempre y cuando se respeten algunos requisitos relacionados con bajos descalces cambiarios, alta credibilidad del banco central, un nivel alto de reservas internacionales y medidas macroprudenciales complementarias.

1. Regímenes cambiarios en Colombia, 1950-2022

1.1 1950-1967: tasas de cambio fijas y múltiples

En 1946, en la Conferencia de Bretton Woods, se acordó que los países firmantes fijarían su tasa de cambio con respecto al dólar, con ajustes esporádicos autorizados por el Fondo Monetario Internacional (FMI). En septiembre de 1946 el Fondo solicitó a sus 36 miembros que le comunicaran sus valores de paridad

antes de otorgarles acceso a financiamiento: trece países lo hicieron, entre ellos Canadá, Chile, Francia, Ecuador y Colombia (Caballero y Esguerra, 2023). La tasa de cambio en cada país sería fija, excepto en situaciones de “desequilibrio fundamental” que justificara un cambio hacia nuevos niveles. El Fondo aprobaría dichos cambios y otorgaría liquidez para enfrentar desequilibrios transitorios ante la virtual ausencia de financiación privada internacional. Se prohibieron las tasas de cambio múltiples.

La movilidad de capitales era aún baja, lo cual facilitaba fijar la tasa de cambio al nivel acordado con el Fondo y adoptar una política monetaria independiente (ante bajos flujos de capital se alcanzaron los otros dos objetivos deseables en la llamada *trilogía imposible*). Los mercados financieros no tenían la profundidad actual, y muchos países impusieron fuertes controles de capital. La situación comenzó a cambiar en las siguientes décadas, y la mayor movilidad de capitales durante los años sesenta obligó a los países a escoger en mayor medida entre una política monetaria activa o tasas de cambio fijas. El acuerdo se rompió en 1971, cuando Estados Unidos incumplió su promesa de mantener una relación constante entre el valor del dólar y el oro tras la famosa frase del secretario de hacienda estadounidense: “el dólar es nuestra moneda, pero es su problema”, refiriéndose al resto del mundo. El dólar se devaluó un 12 % con respecto al oro y un 1 % adicional quince meses después (Caballero y Esguerra, 2023: 62).

Wiesner (1980) describe las principales características del manejo cambiario en Colombia durante el período: a) se trataba de mantener una tasa de cambio nominal fija, por lo que la tasa de cambio real se iba sobrevalorando paulatinamente ante los diferenciales de inflación interna y externa, y esta sobrevaloración, a su vez, era una de las razones fundamentales para explicar la crisis cambiaria de turno; b) se devaluaba de manera diferencial para los distintos tipos de cambio, pero se trataba de lograr un proceso gradual de convergencia; c) los cambios múltiples daban origen a utilidades cambiarias o a los llamados *diferenciales cambiarios* que, por lo general, iban a financiar el Fondo Nacional del Café⁴⁰⁷, a fortalecer las inversiones de ese fondo, a apoyar el presupuesto nacional y a tratar de compensar al sector cafetero por la pérdida de ingreso representada en un tipo de cambio menor al de otras exportaciones; d) casi siempre se dejaba un mercado libre con el cual se buscaba estimular ciertas exportaciones y hacer costosas las importaciones, y e) las

⁴⁰⁷ Los diferentes pactos cafeteros obligaban a Colombia y a los demás países a restringir la oferta internacional de café, lo cual implicaba una fuerte acumulación de inventarios. Su financiación fue una de las principales razones para la expansión de la base monetaria y los medios de pago en el período. Se utilizó la retención cafetera como un impuesto que trataba de neutralizar el mayor ingreso cafetero resultante de la devaluación (Wiesner, 1980b).

devaluaciones iban generalmente precedidas de altos reintegros cafeteros y de una acumulación de inventarios del grano.

Había clara conciencia de que el país, como resultado de su intensa monoexportación de café, no tenía política cambiaria o monetaria independiente. Solo política cafetera (Wiesner, 1980: 175-176). Más de 303.000 productores de café daban cuenta de un 4 % del PIB y exportaban cerca del 60 % del total en los años sesenta y setenta⁴⁰⁸. Las autoridades se oponían a la devaluación de la tasa de cambio, pues consideraban que el mayor ingreso cafetero resultante producía inflación y no conducía a mayores exportaciones de otros bienes ni a mejorar la cuenta corriente. La búsqueda de una solución a este aparente conflicto estuvo presente durante toda la posguerra hasta la bonanza cafetera de 1977 (Wiesner, 1980: 175-176). Por otra parte, la meta de obtener un tipo de cambio unificado nunca parecía lograrse, a pesar de las frecuentes solicitudes del Fondo Monetario.

Fueron veinte años en que los esfuerzos de la autoridad monetaria y cambiaria resultaban infructuosos frente a las abruptas variaciones de los precios externos del café y las recurrentes crisis de confianza sobre el valor del peso. Como menciona Urrutia (1981), el régimen del tipo de cambio fijo del período 1950-1967 fue muy costoso para Colombia, con una tendencia permanente a la sobrevaluación del tipo de cambio real debido a una mayor inflación local que internacional. El aparente costo político de las grandes devaluaciones llevó a postergar la decisión de ajustar el tipo de cambio, lo que produjo un ciclo intermitente en la economía y creó condiciones de incertidumbre que dificultaron el desarrollo de las exportaciones no tradicionales.

Antes de devaluar, se adoptaban todo tipo de medidas “temporales”, tales como nuevos gravámenes a las importaciones y depósitos previos, o se pasaban ítems de la lista de libre importación, que incluían artículos esenciales que no se producían en el país, a la lista de prohibida importación, que comprendía “todos los artículos que producimos o que estamos en camino de producir en el inmediato futuro” (Caballero y Esguerra, 2023: 23; 39). La devaluación de la tasa de cambio (y la revisión del arancel) no eran del resorte del ejecutivo y debían ser aprobados por el Congreso de la República.

Las tasas de cambio múltiples y fijas, pero ajustables, eran comunes en la época, a pesar de lo acordado en Bretton Woods. Reinhart y Rogoff (2004) analizaron la información mensual para 153 países en el período 1946-2001 y muestran que en 1950 el 53 % de los países mantenían tasas de cambio duales o múltiples

⁴⁰⁸ Sobre la importancia de los cafeteros en la vida del país y su influencia en la política económica, véase Caballero (2016) y Palacios (1980). Cárdenas (2007) menciona la fuerte influencia del gremio cafetero en el partido conservador.

y mercados paralelos⁴⁰⁹, y que muchos de ellos trataron de mantener sus tasas de cambio fijas, incluso en los años ochenta y noventa. Ilzetsky, Reinhart y Rogoff (2019) actualizaron esa información, y encuentran que aún en 1990 cerca del 40 % de los países considerados mantenían tasas de cambio duales.

El Gráfico 1 presenta la evolución de la tasa de cambio nominal en Colombia entre 1950 y 1967, con dos características visibles: se implementaron diferentes tasas de cambio en cada período; y para algunas de ellas se mantuvo un nivel determinado, que luego se rompía. Sobre las tasas de cambio múltiples se observa que entre comienzos de 1950 y mayo de 1957 coexistieron por momentos la tasa de cambio oficial⁴¹⁰ y la “de mercado” (los certificados de cambio en bolsa en 1950, 1951, y en 1955-1957); y entre junio de 1957 y finales de 1965 la tasa de cambio en el mercado de capitales y la del certificado de cambio (con valores diferentes para compra y para venta). Finalmente, desde finales de 1965 también existió una tasa de cambio para los cafeteros y otra, 50 % mayor, para las exportaciones diferentes a café. La lista no es completa, pues en ciertos períodos existió la tasa de cambio petrolera, la del oro, y aquellas a las cuales compraban los importadores, los deudores y los turistas. Muchos importadores y exportadores negociaban divisas en el mercado “negro”. Los diferenciales tienden a crecer en el tiempo hasta que se adoptan nuevos “paquetes” en junio de 1957 y en septiembre de 1965. La tasa de los certificados de cambio en bolsa fue 2,5 veces la oficial en abril y mayo de 1957; y la tasa del mercado de capitales 2,4 veces la de bolsa en julio y agosto de 1965.

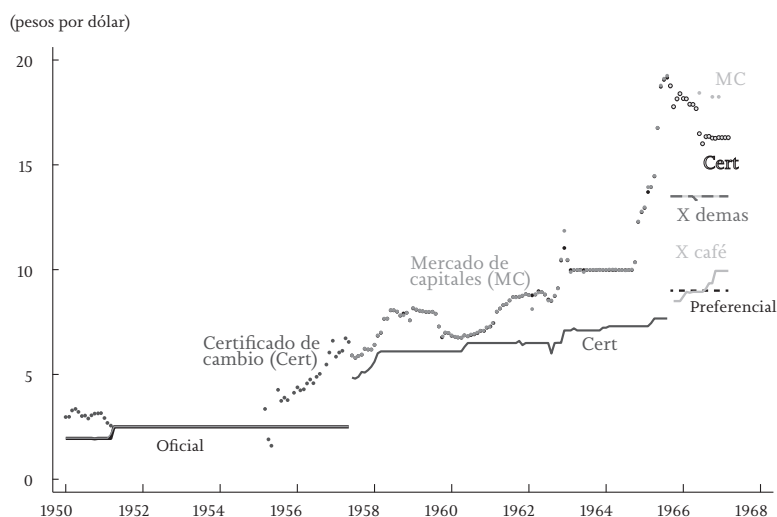
La multiplicidad de tasas hace difícil cuantificar el tamaño de las devaluaciones. Así, la tasa de cambio se devaluó 150 % y 125 % en junio de 1957, cuando se comparan las nuevas tasas para el mercado de capitales y para el certificado en bolsa con la tasa oficial anterior, pero ambas se revaluaron cuando se comparan con la del certificado de cambio que regía. En cada período se observaron esfuerzos por mantener un nivel de la tasa que al final se hace insostenible: la tasa oficial se mantuvo en 1,95 pesos por dólar entre comienzos de 1950 y mediados de 1951, y en 2,5 hasta mediados de 1957, cuando aparece la de los certificados (4,85) y la del mercado de capitales (5,91). Se trató de mantener relativamente constante el valor de la tasa de cambio del certificado entre mediados de 1957 y finales de 1962, pero el valor de certificados (venta) cambió 32 % en diciembre de 1962. Desde finales de 1965 se mantuvo constante la tasa preferencial, la cual coexistió con otras cuatro tasas que fluctuaban

⁴⁰⁹ También concluyen que la tasa de cambio de los mercados paralelos resulta un mejor indicador de la política monetaria que la tasa oficial.

⁴¹⁰ Los valores de la tasa oficial de compra y de venta eran diferentes, pero muy cercanos. También existía la tasa del mercado bancario, similar a la oficial de venta.

(preferencial, exportaciones de café, demás exportaciones, certificados y mercado de capitales).

Gráfico 1
Tasa de cambio nominal, 1950-1967



Fuente: Wiesner (1980b). Información mensual.

1.2 1967-1991: devaluación “gota a gota”

Carlos Lleras asumió la Presidencia de la República el 7 de agosto de 1966 en una situación económica difícil. La relación entre las importaciones y el PIB en 1966 fue la menor en todo el período 1950-2022, y el país se encontraba en medio del programa de liberalización de importaciones “más ambicioso de la post-guerra” (Díaz-Alejandro, 1976: 27). Las reservas internacionales netas eran negativas, la Federación Nacional de Cafeteros había contraído una deuda externa por valor de USD102 millones, y las líneas de crédito de corto plazo del Banco de la República se encontraban copadas (Caballero y Esguerra, 2023: 45).

Argentina y Chile habían adoptado con relativo éxito el régimen de *crawling peg* a comienzos de 1964 y en abril de 1965, respectivamente, con modificaciones mensuales en la tasa de cambio nominal en ambos países. Colombia implementó dicho régimen en marzo de 1967 (Decreto 444). En noviembre de 1966

Lleras anunció la ruptura de las negociaciones con el Banco Mundial, la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (AID, por sus siglas en inglés) y el FMI, entidades que proveían una buena porción del crédito en dólares a Colombia⁴¹¹, dando paso a la eliminación de la tasa de libre mercado y a la imposición de rigurosos controles de importación y cambio. El presidente consideró fuera de discusión la fuerte devaluación recomendada por estas instituciones (también por el embajador estadounidense en Colombia, según el presidente, y por algunos técnicos jóvenes en el gobierno). Una nueva misión del FMI llegó a Colombia en febrero de 1967 para negociar un acuerdo de *stand by*, el cual se firmó a pesar de la incertidumbre sobre el ritmo al que se movería la paridad móvil. Lleras ganó su argumento y obtuvo la reanudación de la ayuda sin comprometerse a un ritmo o calendario particular de depreciación.

El gobierno nunca discutió la política cambiaria en el período, lo cual permitió despolitizar su manejo, y mantuvo la ficción de que la tasa de cambio la determinaba el mercado. En realidad, las compras y ventas de divisas se concentraron en el Banco de la República, lo cual permitió fijar semanalmente su nivel “deslizante” luego de una llamada del ministro de Hacienda al gerente del Banco (y en ocasiones al gerente de la Federación Nacional de Cafeteros o al mismo presidente). El control de la divisa era completo. Todas las ventas y compras requerían contar con una licencia de exportación o importación y era ilegal operar a través del mercado (Urrutia, 1981: 207). Se implementó un control de cambios, según el presidente Lleras, “para evitar los movimientos especulativos de capital de lo que se llama el dinero caliente y las fugas de capitales, los gastos inútiles, y las salidas de divisas que no se justifican”. Al lado del control de cambios habría un control de las importaciones y desaparecería el “cambio libre”⁴¹².

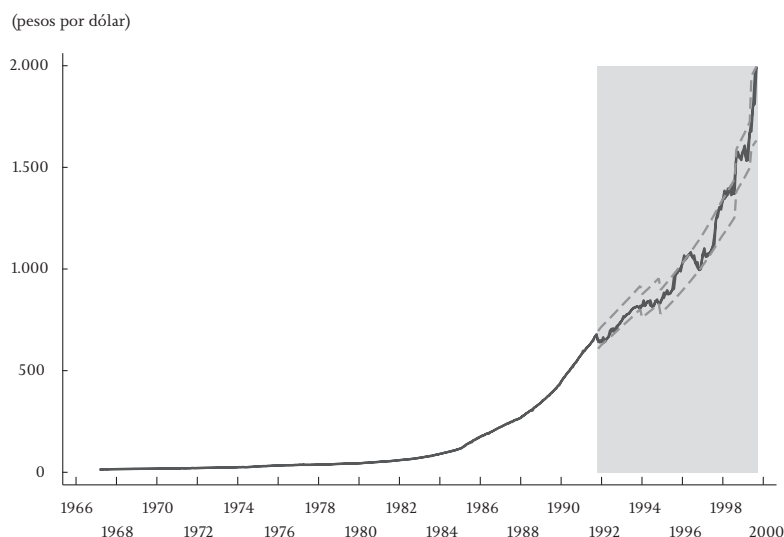
La primera parte del Gráfico 2 muestra la evolución de la tasa de cambio entre 1967 y 1991. Se logró, por fin, el sueño de décadas de unificar la tasa de cambio. No estaban contempladas en el estatuto cambiario las devaluaciones “gota a gota”, que luego vinieron a conocerse como minidevaluaciones (Steiner, 1995), pero posiblemente se trató de un *crawling peg pasivo* (Corden, 2002), con una devaluación semanal que compensase el diferencial entre la inflación local y la externa para que la tasa de cambio real (véase la sección 2) no cayese.

⁴¹¹ Londoño y Perry (1985, Cuadro 1) muestran los flujos netos de crédito público hacia Colombia entre 1971 y 1984. Los bancos privados representaron el 43 % de los préstamos, con un pico del 79 % en 1979 y un mínimo del 18 % en 1971. Los préstamos del Banco Mundial, del BID y de la AID representaron el 22 %, 9 % y 8 % en el período, respectivamente.

⁴¹² Citado por Caballero y Esguerra (2023: 57).

Ello se logró en promedio en el período completo⁴¹³. Además, es interesante constatar que solo en el 1% de los 297 meses transcurridos entre marzo de 1967 y finales de 1991 se revaluó ($t + 1$ vs. t) la tasa de cambio nominal, comparado con un 25% de los 93 meses bajo banda cambiaria (sección 1.3)⁴¹⁴.

Gráfico 2
Tasa de cambio nominal, 1967-2000



Fuente: Banco de la República (información mensual).

El régimen de *crawling peg* tuvo una duración mucho mayor en Colombia que en los demás países de la región⁴¹⁵, y Díaz-Alejandro (1976: 206) considera que buena parte del éxito obtenido por Colombia en la década de los setenta obedeció al nuevo régimen cambiario, gracias a que se evitaron los ciclos de *stop and go* del esquema anterior. El nuevo diseño incrementó el apoyo políti-

⁴¹³ La devaluación mensual promedio en el período fue del 16,5% y el diferencial de inflación del 15,4%. Este resultado también podría obedecer a que los precios son flexibles en el largo plazo, con lo que la tasa de cambio real resulta constante (véase la sección 2.1 y el Anexo).

⁴¹⁴ La diferencia no es tan pronunciada cuando se consideran las revaluaciones reales: 42% en el primer período y 62% bajo bandas cambiarias.

⁴¹⁵ Argentina mantuvo el esquema entre 1964 y 1967, Chile desde 1965 hasta el gobierno socialista de Salvador Allende (1970) y Brasil entre 1968 y 1973. Colombia entre 1967 y 1990.

co a la administración Lleras y tuvo gran acogida en otros países de América Latina (Brasil implementó el régimen en agosto de 1968)⁴¹⁶.

En el período no se presentaron caídas en el PIB, ni modificaciones legales importantes, y los retardos de ajuste en la tasa de cambio no tuvieron la magnitud de los registrados en los períodos anteriores. El esquema permitió sortear con relativo éxito el rompimiento del Acuerdo de Bretton Woods en 1971 y la crisis de la deuda de la primera parte de los años ochenta. La devaluación mensual fue relativamente previsible y suave, el apoyo institucional de Proexpo y el estímulo del Certificado de Abono Tributario (CAT) llevaron a que las exportaciones totales, tradicionales y no tradicionales en 1990 fuesen diez, nueve y doce veces las de 1970; la participación de las no tradicionales en el total pasó del 27 % en 1970 al 56 % en 1993, con un crecimiento anual promedio del 12 %, 11 % y 15 %, respectivamente.

El régimen de *crawling pegs* ha tenido gran acogida internacional, y no solo en el pasado. Obstfeld y Taylor (2017; Figura 4) muestran, por ejemplo, que el porcentaje de países con *pegs* descendió fuertemente desde el 90 % en 1970 hasta el 40 % en los años ochenta, pero se incrementó nuevamente en las décadas posteriores, y en 2015 era superior al 55 %. En la misma dirección Reinhart y Rogoff (2004) muestran que el *peg* era el régimen más común en Asia y América Latina a finales de los años noventa. Finalmente, Ilzetsky, Reinhart y Rogoff (2019) señalan que el abandono de los regímenes intermedios ha sido muy lento y que en 2010 solo flotaban 69 de los 194 países considerados en su estudio.

Pero el esquema de *crawling pegs* presentó un claro sesgo inflacionario, al menos en la versión adoptada en Colombia, pues no fue simplemente “una tasa flexible fijada diariamente por el gobierno y modificada cada pocos días” (Díaz-Alejandro)⁴¹⁷. En medio de múltiples controles se permitían las devaluaciones nominales, pues elevaban el ingreso de los cafeteros y de los demás exportadores, pero se intervenía mediante múltiples mecanismos para evitar las revaluaciones nominales (y reales)⁴¹⁸. En algunos años, como 1985, se trató incluso de llevar la tasa de cambio real a su mayor nivel histórico (Caballero y

⁴¹⁶ México, Perú y Venezuela mantuvieron tasas fijas hasta los años setenta (Frankel y Rapetti, 2010).

⁴¹⁷ Citado por Steiner (1995: 202-204) y por Caballero y Esguerra (2023: 59).

⁴¹⁸ Además, existía una tasa de cambio especial para el petróleo, por lo que la tasa de cambio oficial no incidía sobre los precios del transporte (Urrutia, 1981: 209).

Esguerra, 2023: 79) y algo similar sucedió en 1988-1990 para hacer al país más competitivo antes de la apertura económica⁴¹⁹.

Ambos escenarios llevaban a mayor inflación. Algunos choques devaluaban nuestra moneda y elevaban el precio de las importaciones, y los choques “positivos” (i. e.: mayor precio internacional del café) revaluaban la tasa de cambio real vía mayores precios y no mediante una reducción en la tasa de cambio nominal⁴²⁰. Como menciona Wiesner (1980: 207): “Colombia decidió pensando más en el largo plazo que en el corto y asumió así el riesgo de la inflación manteniendo el control de cambios”⁴²¹. Nuevamente, el mencionado sesgo inflacionario dependió en gran medida de la manera en que se fijaba la tasa de cambio nominal en Colombia. Frankel y Rapetti (2010) sugieren que la adopción de este esquema llevó a reducciones en la inflación en Argentina y Chile, y a una inflación estable en Brasil.

“La inflación de dos dígitos tan solo se presentó en cuatro años entre 1951 y 1967, pero a partir de 1971 se mantuvo por encima de tal nivel en todos los años” (Wiesner, 1980a: 202; citado por Caballero y Esguerra, 2023: 62)). La inflación comenzó a acelerarse a partir de 1971, con un valor promedio del 23,1% entre 1971 y 1989 y del 27,6 % entre 1988 y 1991 (comparado con el 11,1 % entre 1950 y 1967). Por supuesto, el sesgo inflacionario también existió en el régimen de tasas de cambio múltiples y devaluaciones abruptas implementado en 1950-1967. La inflación en el grupo de países con tasas de cambio múltiples considerados por Reinhart y Rogoff (2004) en 1946-2001 fue del 163% en 1970-2001, comparado con menos del 20 % para regímenes con tasas de cambio unificadas. Los países con tasas de cambio flexibles presentan el mejor comportamiento en materia de inflación (y de crecimiento).

1.3 1994-2000: banda cambiaria⁴²²

Chile, Israel y México implementaron programas antiinflacionarios “heterodoxos” durante los años setenta (conocidos como *tablitas*), donde la tasa de

⁴¹⁹ En 1985-1986 se implementó una devaluación nominal acelerada y el ajuste fiscal más ambicioso de la década. En 1989 se trató de combinar un ajuste fiscal importante con un crecimiento bajo de los medios de pago y la inflación interna. La tasa de cambio real se devaluó un 54 % entre 1985 y 1992 (véase el Gráfico 5).

⁴²⁰ Formalmente, en la expresión $TCR = TCN \frac{P^*}{P}$, el descenso en la TCR se produce con una reducción de la TCN; si ello no se permite, se producirán incrementos en P .

⁴²¹ Citado por Caballero y Esguerra (2023: 70)

⁴²² Tomado en su mayoría de Echavarría (2022).

cambio fija constituía uno de los elementos centrales del diseño (junto con los controles de precios y salarios), y luego adoptaron bandas cambiarias en 1985, 1989 y 1991, respectivamente, tratando de recuperar la competitividad perdida en la fase inicial (Helpman et al., 1994). Colombia adoptó el esquema de bandas en enero de 1994, en un contexto muy diferente, y entre 1991 y 1993 implementó un esquema de certificados de cambio (CC), que también impuso un piso y un techo a la tasa de cambio⁴²³.

La banda se vió inicialmente como un esquema intermedio entre la tasa de cambio fija(da) en los dos períodos 1950-1967 y 1967-1990, y la flotación pura. Permitiría flotar, pero dentro de ciertos límites, y adoptar una política monetaria independiente, también dentro de ciertos límites. Además, como se ilustra en la sección 3.3 (Gráfico 10), la adopción de la banda permitió liberar parcialmente los fuertes controles de capital adoptados en Colombia durante los años setenta y ochenta. Por otra parte, el esquema de bandas consistía en un experimento novedoso propuesto por economistas como Paul Krugman (Krugman, 1991), para quien la banda podría cumplir un papel importante en la estabilización macroeconómica del país, siempre y cuando tuviese credibilidad.

Según algunos economistas, el esquema de bandas permitió una transición “suave” hacia la flotación, que finalmente tuvo lugar en 1999, facilitada, además, por los desplazamientos de la banda, y por la ampliación del rango hacia el final del período (Villar, 1999). De hecho, el director gerente del FMI entre 1987 y 2000 felicitó a Colombia en 1999 por haber logrado una de las transiciones cambiarias más tranquilas y exitosas entre las que había registrado el organismo. Para otros, la banda fue útil para bajar la inflación desde los niveles superiores al 30 %, pues en el nuevo esquema se permitieron las revaluaciones y se ganó control sobre la política monetaria activa, al permitir que la tasa de cambio “flotara” en el rango (Carrasquilla, 1995).

El Gráfico 2 muestra cuán diferente fue el comportamiento de la tasa de cambio nominal en el período de *crawling peg* y de *banda*. En particular, solo se observaron tres revaluaciones mensuales ($t + 1$ vs. t) en la tasa de cambio nominal en el primer período (1% de 297 meses), y 23 en el segundo (25% de los 93 meses), siendo especialmente fuertes en noviembre de 1991 (-5,3%), en junio de 1994 (-2,6%), en marzo de 1999 (-2,5%), en junio de 1998 (-2,4%) y en septiembre de

⁴²³ Carrasquilla (1995: 23) lo explica en los siguientes términos: en una primera fase, el banco central (BC) emitió deuda a un año denominada en dólares a cambio de reservas internacionales. Los ciudadanos privados le daban moneda extranjera al BC y recibían un papel a un año, llamado certificado de cambio (CC) con el cual podían: 1) esperar hasta su maduración y recibir la tasa de cambio futura de redención; 2) vender el CC al BC por el 87,5 % de la tasa de redención corriente, o 3) ir al mercado y recibir la tasa de cambio de mercado. La tasa de cambio de mercado en cada momento tenía que estar entre la tasa de redención (anunciada diariamente para redimir CC) y el 87,5 % de esa tasa, un compromiso del BC.

1996 (-1,9%). Además, como también se observa en el gráfico, la tasa de cambio no siempre “flotó” entre los extremos: estuvo pegada al piso o al techo en el 19 % y 18 % de los meses, respectivamente⁴²⁴.

Se fijó una pendiente para la banda cercana al 16 % por año, la diferencia entre la meta de inflación en Colombia y la proyección para la inflación en los Estados Unidos, y se introdujeron cambios en su amplitud: desde un 12,5 % entre el piso y el techo en el viejo esquema de certificados, hasta el 15 % en el momento de su creación en 1994 (7,5 % por encima y 7,5 % por debajo del punto medio) y hasta el 22 % el 28 de junio de 1999. La banda saltó hacia arriba y hacia abajo en varias oportunidades. Lo hizo hacia abajo un 6,1 % con respecto a la de los CC el día de su creación, a finales de enero de 1994, y nuevamente un 7 % hacia abajo el 12 de diciembre de 1994 (a pesar de las quejas de Perry, el ministro de Hacienda de 1994 a 1996, interesado en que la tasa de cambio real no se revaluara). Luego, la banda saltó un 9 % y 5,6 % hacia arriba el 2 de septiembre de 1998 y el 28 de junio de 1999.

El esquema funcionó bastante bien durante los primeros años, luego de su adopción, pero los crecientes desajustes macroeconómicos que se incubaron durante los años noventa (fiscales, crediticios y de cuenta corriente, principalmente), llevaron a que no fuese creíble en los siguientes años. Su “talón de Aquiles” consistía en que, como en el régimen cambiario de 1950-1967, obligaba a las autoridades a anunciar y a defender un nivel específico de tasa de cambio cuando la tasa se acercaba al techo o al piso. Se trataba de períodos en los cuales los especuladores conocían perfectamente la variación que tendría lugar durante los próximos meses (la pendiente de la banda) y corrían pocos riesgos al atacar.

Estos problemas ya se conocían antes de 1999. Galindo (1998), por ejemplo, concluía que la banda carecía de credibilidad en Colombia, y que las expectativas de depreciación tendían a incrementarse en lugar de disminuir cuando la tasa se acercaba al techo. También se conocía la experiencia del Reino Unido, España, Portugal e Italia, los cuales tuvieron que retirarse del esquema de bandas (EMS, por su sigla en inglés) adoptados a comienzos de los años noventa, cuando cambiaron los factores fundamentales a raíz de la unificación

⁴²⁴ En el cálculo se considera que la tasa de cambio está pegada al piso o al techo cuando se diferencia más o menos un 2 % (según el caso) de los extremos. Estuvo pegada al piso en algunos meses de 1994, a finales de 1996 y durante 1997; y pegada al techo entre agosto de 1995 y junio de 1996, entre septiembre de 1997 y octubre de 1998, y en septiembre de 1999, cuando se abandona el esquema.

de Alemania, luego de ataques masivos por parte de enormes fondos de capital internacional⁴²⁵.

De hecho, es paradójico que Colombia y Brasil hubiesen adoptado el esquema de bandas a mediados de los noventa, pocos años después de que el ataque de enormes fondos de capital internacional hubiesen destruido el esquema de bandas implementado en la comunidad económica europea. Inglaterra, España, Italia y Portugal tuvieron que retirarse en 1992 del EMS luego de fuertes ataques por parte de enormes fondos financieros internacionales. El gerente Urrutia conocía de primera mano los efectos perturbadores de la banda europea:

En una ocasión hacia 1995, en que el gobernador del Banco de Chile, Roberto Zahler, y Miguel Urrutia relataban en una reunión en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) lo bien que este sistema había funcionado en nuestros países, el gobernador del Banco de España, que había vivido varias crisis cambiarias, comentó durante el café que en Europa la experiencia era que al acercarse la tasa al borde de la banda, ésta no reversaba la tendencia, sino que parecía llegar a un hueco negro y los operadores vendían la divisa nacional en cantidades astronómicas (Urrutia y Llano, 2012: 7).

A nivel más general, como mencionan Obstfeld y Rogoff, el nivel del tipo de cambio debería utilizarse como indicador, pero nunca como objetivo central de la política monetaria; en la misma dirección, el esfuerzo antiinflacionario debería concentrarse en el diseño de buenas instituciones fiscales, financieras y monetarias (Calvo y Mishkin, 2003). En Colombia y en muchos países de América Latina fue fundamental la adopción del régimen de inflación objetivo para reducir, por fin, la inflación al 3 % en el largo plazo, pero fue muy inconveniente la utilización de la tasa de cambio como instrumento central para lograrlo en algunos períodos del régimen de banda.

1.4 2000-2022: inflación objetivo y flotación cambiaria⁴²⁶

El esquema de inflación objetivo adoptado en 1999 se originó inicialmente en Nueva Zelanda (1989), y fue luego adoptado por un conjunto amplio de

⁴²⁵ En septiembre de 1992 se produjo la salida “temporal” de Inglaterra e Italia del EMS. En agosto de 1993 se amplió la banda desde +/- 2,25 % hasta el 15 %. España y Portugal tuvieron que abandonar su propio sistema de bandas, a pesar de que estas tenían una amplitud del 30 % (Obstfeld y Rogoff, 1995).

⁴²⁶ Basado en Echavarría (2022).

países: por Canadá en 1991, por el Reino Unido en 1992, y posteriormente por algunos países de América Latina y otros continentes⁴²⁷. El nuevo régimen privilegia el papel de las expectativas de los agentes y la relativa flexibilidad cambiaria y propone utilizar la tasa de interés (y no los medios de pago o la tasa de cambio) como el único instrumento de política monetaria. Además, como ordena el espíritu de nuestra Constitución, pretende mantener niveles bajos y estables de inflación, estabilizar el crecimiento del PIB alrededor de su nivel “natural” y contribuir a la preservación de la estabilidad financiera.

El IMF (2005) muestra que el régimen ha sido exitoso en los países emergentes, pues ha permitido reducir la inflación y su volatilidad en mayor medida que los que no lo adoptaron, sin castigar el nivel ni la volatilidad del crecimiento. López y Vargas (2016) llegan a una conclusión similar para Colombia, y afirman que el esquema permitió afrontar exitosamente la gran crisis internacional de 2008-2010, la mayor luego de la de los años treinta. Los autores también describen el abandono de la banda cambiaria en 1999, la adopción de metas de inflación desde 1991 y de la tasa de interés como instrumento de manejo desde 2003. Ello permitió reducir enormemente la volatilidad de la tasa de interés a un día (Echavarría, 2022). Gómez, Uribe y Vargas (2002) describen el proceso de aprendizaje que requirió el nuevo esquema y algunas particularidades de su adopción en Colombia.

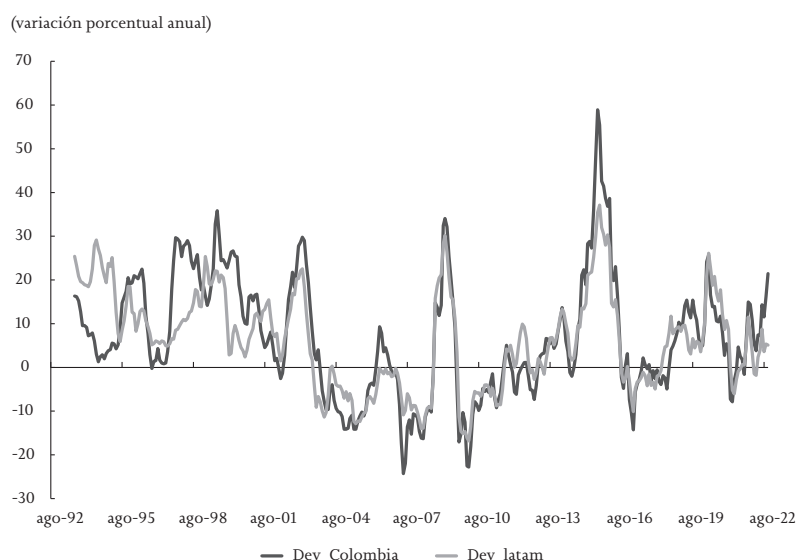
La flotación de la tasa de cambio ha permitido que Colombia adopte una política monetaria independiente, con una correlación baja entre nuestra tasa de interés de política y la de los Estados Unidos (la trilogía imposible, nuevamente). El fuerte incremento de tasas de interés en 1998-1999, para evitar la salida de capitales y cumplir con los límites de la banda, contrasta marcadamente con la experiencia durante la crisis internacional de 2008-2010, cuando se redujo la tasa de interés de manera contracíclica, desde un nivel nominal del 9,9 % (promedio mes) en noviembre de 2008 al 3,0 % a finales de 2010, y la tasa real desde un 4,1 % hasta el -0,1 %. En la misma dirección, el país se ha ajustado en forma relativamente satisfactoria luego de los fuertes choques a los términos de intercambio que ocurrieron entre 2011 y 2016 (cayeron a la mitad).

¿De qué depende el nivel de la tasa de cambio cuando se flota? Los economistas no cuentan con un buen modelo que explique el comportamiento de la tasa de cambio nominal en el corto plazo cuando esta flota (Rogoff, 2009), pero sabemos que las variables financieras y las expectativas cumplen un papel fundamental

⁴²⁷ El régimen fue adoptado por Suecia, Finlandia y Australia en 1993; por España en 1995; por Israel y la República Checa en 1997; por Polonia en 1998, y por Brasil, Chile y Colombia en 1999.

(Echavarría, Vásquez y Villamizar, 2008)⁴²⁸. Es posible, además, que exista un efecto contagio relacionado con una visión relativamente general de los inversionistas internacionales sobre la región. El Gráfico 3 muestra que, en efecto, existe una relación cercana entre las variaciones de la tasa de cambio nominal en Colombia y en América Latina (promedio simple para Brasil, Chile, México y Perú), mucho más cercana desde 2000, cuando se abandona la banda, que en los años anteriores: la correlación entre las devaluaciones anuales ($t + 12$ vs. t) de las dos variables es 0,91 en el segundo período, y solo 0,007 en el primero (bandas). Se cuenta, así, con evidencia adicional de que las bandas afectaron significativamente el nivel y la volatilidad relativa de la tasa de cambio.

Gráfico 3
Variación porcentual anual de la tasa de cambio nominal en Colombia y en América Latina, 1992-2022

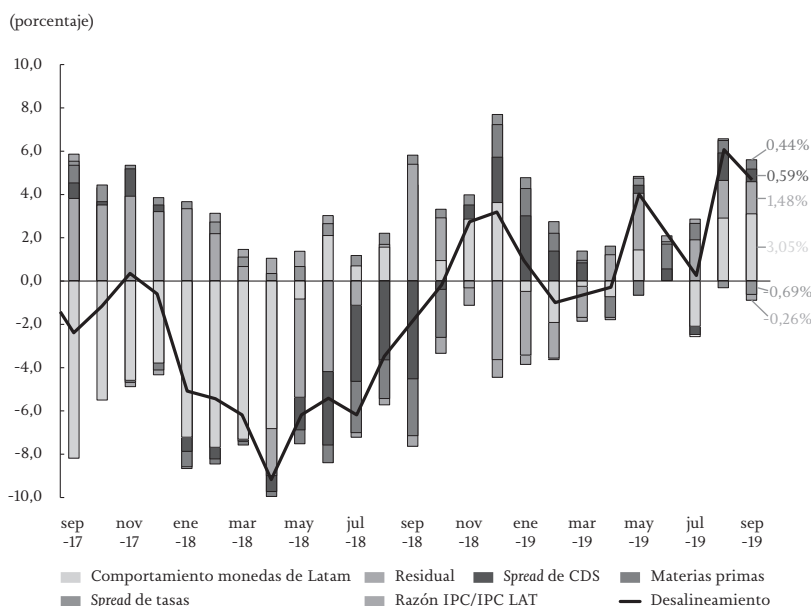


Fuente: Banco de la República; cálculos del autor. América Latina (promedio para Brasil, Chile, México y Perú). La devaluación se calculó con cifras mensuales ($t + 12$ vs. t).

⁴²⁸ Los autores muestran que la hipótesis de la paridad no cubierta, donde la tasa de cambio spot depende de las expectativas de la tasa de cambio, del diferencial de tasas de interés y del riesgo, se cumple relativamente bien en el corto y en el largo plazo. Véase la literatura allí citada y el trabajo de Urrutia (2003).

El equipo técnico del Banco presenta cada tres meses a la Junta un análisis de los determinantes de la tasa de cambio nominal en Colombia con base en un componente común, en la razón entre el precio del petróleo y el precio de las materias primas en los países de la región y en el diferencial de tasas de interés; adicionalmente, y con el fin de recoger percepciones de riesgo, emplea el diferencial de los *credit default swaps* (CDS). Según el Gráfico 4, y de acuerdo con el modelo mencionado, en la primera parte del período 2017-2019 la tasa de cambio nominal en Colombia estuvo determinada, en buena parte, por factores comunes a la región (barra negra) y, en menor medida, por factores locales; el diferencial de riesgo (CDS) fue importante en algunos meses de 2018.

Gráfico 4
Determinantes de las variaciones de la tasa de cambio nominal en Colombia



Fuente: Banco de la República.

Se observa que en septiembre de 2019 la tasa de cambio promedio se ubicó por encima de la tasa estimada por el modelo y aunque alcanzó un nivel cercano a una desviación estándar, fue inferior al nivel observado en el mes de agosto.

En ese momento las presiones hacia la depreciación se explican en mayor medida por el comportamiento de las monedas de la región, el componente residual del modelo y los CDS, mientras que el *spread* de tasas y la razón de precios ejercen presión hacia la apreciación. En septiembre el residual del modelo (i. e.: los factores locales diferentes) disminuyó frente al observado en agosto.

2. La tasa de cambio real (TCR) y sus determinantes

2.1 Determinantes

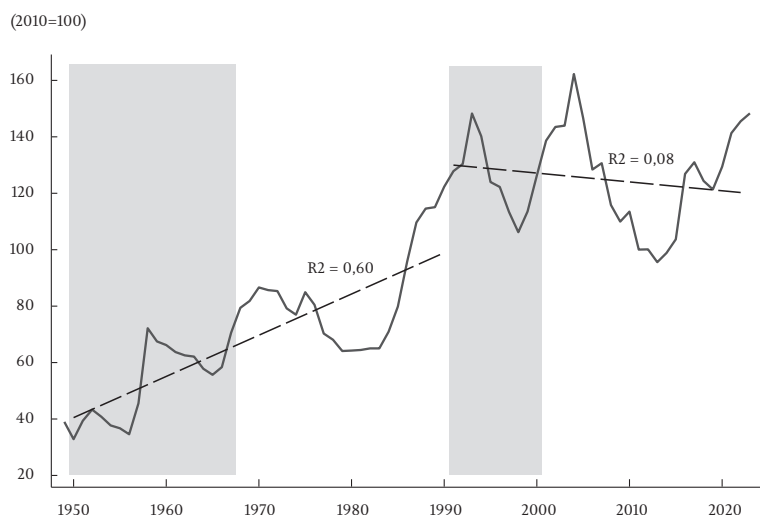
La TCR se define como la relación entre los pesos y los dólares reales (i. e.: descontando la inflación) y es la variable relevante cuando se discute el incentivo a importar o exportar en una economía. Nada gana un exportador (o pierde un importador) cuando la tasa de cambio nominal sube en igual proporción que la inflación. Se cuenta con dos "buenos" modelos para explicar el comportamiento de la TCR en el muy largo plazo: en el primer modelo (PPA, paridad del poder adquisitivo) se supone que todos los bienes se comercializan internacionalmente; en el segundo se supone, alternativamente, que en la economía existe un sector importante de bienes no transables. En el primero modelo la TCR es constante, mientras que en el segundo no es constante y depende de la productividad relativa de los sectores transable y no transable en el país y en el exterior (cuando existe perfecta movilidad de capitales, véase Anexo). El segundo modelo posee un buen nivel explicativo cuando compara países con diferencias importantes en el ingreso per cápita (Rogoff, 2009). Chiuchi y Khan (2004) encuentran un efecto significativo de las productividades (también de los términos de intercambio) para una muestra de 16 países emergentes, incluido Colombia, en el período 1976-1994.

La primera parte del Gráfico 5 muestra la evolución de la tasa de cambio real bilateral con los Estados Unidos en el período 1950-2022. También, se incluyen ajustes lineales para los períodos 1950-1990 y 1991-2021. Se observa una pendiente positiva (y significativa estadísticamente), con dos períodos claramente diferenciados: la tasa de cambio real creció a un ritmo promedio del 2,22 % por año en el primer período, y no creció en el segundo⁴²⁹. También se observan en el gráfico las fuertes revaluaciones de la tasa de cambio real en algunos años de los cuatro regímenes. En su orden, -41 % entre 2004

⁴²⁹ El coeficiente de regresión de la tasa real versus tiempo en 1991-2021 es prácticamente cero (y no significativo). Es interesante señalar que tampoco se observa tendencia en dos de los cuatro indicadores de la TCR contruidos por Villar y Esguerra (2006) para el período 1905-1950.

y 2013 (nueve años), -28 % entre 1993 y 1998 (cinco años); -26 % entre 1970 y 1979 (nueve años).

Gráfico 5
Evolución de la TCR, 1950-2022



Nota: la TCR se calculó con cifras de final de cada año, con base en la ecuación (1) del Anexo, frente a los Estados Unidos y con base en el IPC en cada país.
Fuente: cálculos del autor.

La pendiente positiva y significativa de la TRC para el período 1950-1990 y nula (el R^2 no resulta significativo) en 1990-2022 sugiere que Colombia se atrasó en materia de productividad en el sector transable frente a los Estados Unidos en el primer período, pero no en el segundo, cuando se cumplió la PPA (tasa real constante en promedio). Es un resultado “extraño”, pues va en contravía de la evidencia empírica disponible. En efecto, los trabajos de Kehoe (2007) y Cárdenas (2007) muestran lo contrario: un crecimiento rápido, similar o mayor al de los Estados Unidos, de la productividad multifactorial en el primer período, pero un rezago relativo en las décadas posteriores. No obstante, acorde con los resultados del gráfico, el trabajo de Arteaga, Granados y Ojeda (2013) sugiere que la productividad multifactorial en la manufactura colombiana sí creció más que en los Estados Unidos en 2005-2014 (pero menos que en los Estados Unidos en 1990-2003).

La discusión anterior es relevante para períodos muy largos, pero en el gráfico también se observan grandes oscilaciones en períodos menores, donde otros factores reales desempeñan algún papel. Según Rogoff (2009), las mejores explicaciones del comportamiento de la TCR están basadas en la teoría del poder adquisitivo (la PPA predice que la TCR es uno o constante) y en las productividades relativas, las dos variables consideradas antes, pero también en el comportamiento de los activos externos netos (AEN)⁴³⁰, la variable *stock* asociada con el comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos (véase el Gráfico 7).

Otras variables consideradas en la literatura son los términos de intercambio, el gasto o el déficit en el sector público y el grado de apertura comercial. Se espera que los AEN tengan un impacto positivo sobre la TCR en el largo plazo (los déficits en la cuenta corriente requieren una tasa de cambio real mayor que contribuya a su posterior equilibrio), y que las bonanzas en café o petróleo revalúen la tasa de cambio real. El mayor gasto gubernamental y los déficits también revalúan la TCR, pues elevan la demanda y el precio de los bienes no transables —el denominador de $\frac{P_T}{P_{NT}}$ (véase el Anexo)—. La TCN afecta la TCR en el corto, pero no en el largo plazo (Echavarría, Vásquez y Villamizar, 2005). Calderón (1995) argumenta que el impacto es cada vez menor, y se diluye en menos de un trimestre.

Diferentes trabajos analizan los determinantes de las fuertes revaluaciones en la TCR que se presentaron entre 1992 y 1998 y, nuevamente, entre 2003 y 2014 en Colombia. Arteaga, Granados y Ojeda (2013), por ejemplo, encuentran que la principal fuente de apreciación de la TCR en el primer período fue el aumento sustancial del gasto público, seguido por: el impacto de los altos términos de intercambio; la menor productividad de la industria relativa frente a los Estados Unidos y, en menor medida, el deterioro en los AEN llevaron a que la revaluación no fuera mayor. Según los autores, la apreciación real registrada entre 2003 y 2014 se debió al fuerte incremento en los términos de intercambio y a un aumento en la productividad de la industria nacional relativa a la estadounidense. El deterioro en los AEN impidió que esta apreciación fuese aún mayor⁴³¹.

Esta literatura también ha sido utilizada para discutir cuán cerca se encuentra la TCR de su valor de equilibrio. Oliveros y Huertas (2003) encuentran un relativo equilibrio de la TCR entre 1980 y 1990, con una sobredevaluación

⁴³⁰ Véase, también, Gourinchas y Rey (2007).

⁴³¹ Véase, también, Echavarría, Vásquez y Villamizar (2005) y Echavarría, López y Misas (2007).

entre 1990 y 1992, y una relativa sobrevaluación entre 1996 y 1999; y Salazar et al. (2022) consideran que la TCR se puede explicar por el comportamiento de las variables “fundamentales” en la mayoría de años comprendidos entre 2000 y 2020.

El equipo técnico del Banco de la República presenta periódicamente a la Junta modelos alternativos para analizar los desalineamientos de la TCR frente a su nivel de equilibrio: modelos relacionados con la PPA, modelos BEER (*behavioral equilibrium exchange rates*) y FEER (*fundamental equilibrium exchange rates*), con resultados frecuentemente contradictorios. Mientras los modelos PPA y BEER sugieren que la tasa de cambio ha estado sobrevaluada en los años recientes, los modelos FEER sugieren que se requiere una devaluación adicional que busque corregir los fuertes desequilibrios en nuestra cuenta corriente.

Hausmann, Pritchett y Rodrik (2004) encuentran que las aceleraciones sostenidas⁴³² en el crecimiento tienden a estar asociadas con mayor inversión, mayor comercio y con depreciaciones reales sostenidas. Frankel y Rapetti (2010) también argumentan que los países que lograron sostener tasas de crecimiento altas en América Latina mantuvieron sus TCR a un nivel competitivo y estable durante varios años: Brasil en los sesenta, y Chile, Argentina y Colombia en los sesenta y setenta. Ello ocurre, posiblemente, porque una TCR más devaluada contribuiría a diversificar y estimular las exportaciones y los sectores transables, que son los más dinámicos en cualquier economía⁴³³.

¿Cómo lograrlo? En relación con el régimen cambiario, Coudert y Couharde (2009) encuentran que monedas vinculadas con un régimen de tasa de cambio semifija o fija tienden a estar significativamente más sobrevaloradas que las flotantes. Por otra parte, con base en lo dicho en esta sección, tendría sentido reducir el déficit fiscal y el gasto, manteniendo un nivel alto de ahorro

⁴³² Los autores encuentran 83 aceleraciones en el crecimiento en 1957-1992, definidas como episodios en los cuales: a) la tasa de crecimiento en un período de ocho años es mayor a 3,5 %; b) es 2 puntos más alta, en promedio, que en el período anterior; c) el nivel más alto del PIB en el nuevo período está por encima del nivel más alto en el período anterior.

⁴³³ La relación entre la tasa de cambio y el PIB ha recibido mucha atención en la literatura. Frankel (2005) encuentra un impacto negativo en el corto plazo, y lo atribuye a los descalces cambiarios en las firmas. Con base en la experiencia de doce países en vías de desarrollo en el período 1965-1980, Edwards (1986) muestra que las devaluaciones tienden a contraer la economía en el primer año, pero son expansivas en el segundo. Echavarría y Arbeláez (2003) encuentran un impacto positivo de la tasa de cambio sobre el crecimiento de la manufactura en Colombia y lo atribuyen a tres factores: la respuesta de los exportadores e importadores fue alta y rápida en el período analizado (fuertes efectos en competitividad); el nivel de deuda externa es mucho menor que en otros países de la región y ha descendido en los últimos años, y existe un calce apropiado entre actividad y deuda (se endeudan más las firmas exportadoras y las multinacionales).

interno e inversión, particularmente en infraestructura, un sector con una proporción alta de insumos transables, que también contribuye a reducir el costo de los bienes transables producidos en Colombia. En la misma dirección, convendría crear fondos en el exterior para amortiguar efectos relacionados con la revaluación (“enfermedad holandesa”) en tiempos de bonanza; y repagar deuda pública y privada externa. Ello sería viable en la medida en que se controle el gasto público y se reduzca el déficit fiscal que es necesario financiar (Urrutia, 1997: 5-20).

Pero hemos hecho lo contrario: la situación de las finanzas públicas y de la deuda ha empeorado en las últimas décadas (Junguito y Rincón, 2004; Arbeláez et al., 2021) y los recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP), que crecieron fuertemente entre 1997 y 2007, prácticamente desaparecieron en los siguientes años.

2.2 Volatilidad de la TCN y la TCR

Krueger (1984: 550) distingue dos tipos de volatilidades: una de mediano plazo, como la que se observa para la TCR en el Gráfico 5, y una de corto plazo (i. e.: diaria o semanal). La primera crea grandes problemas a los exportadores e importadores, y es difícil de cubrir en los mercados cambiarios. La segunda puede ser incluso saludable. Según Vargas (2007), esta segunda volatilidad de corto plazo ha promovido el desarrollo de mercados de cobertura, ha fortalecido la estabilidad financiera, ha reducido los descalces cambiarios y ha permitido un grado sustancial de flexibilidad en la tasa de cambio. La alta variabilidad del tipo de cambio puede venir acompañada de una inflación estable cuando la credibilidad de la política monetaria es alta y las expectativas de inflación se encuentran ancladas.

En la primera parte del Gráfico 6 se observan las variaciones anuales ($t + 12$ vs. t) de la TCR y la TCN en el período 1950-2022. Ocho de las mayores diez revaluaciones en la TCN en todo el período ocurrieron en el régimen reciente de flotación, y dos de ellas bajo tasas de cambio múltiples⁴³⁴, mientras que las mayores devaluaciones nominales ocurrieron en el régimen de tasas múltiples y *crawling peg*. Todas ellas fueron superiores al 20 %.

⁴³⁴ Como se mencionó en la sección 1.1, resulta difícil calcular la tasa de devaluación anual en el régimen de tasas múltiples. Urrutia (1981) construye la tasa para exportadores e importadores: se presentó una gran devaluación de 65,2 % para los exportadores en 1955, durante el gobierno de Rojas Pinilla, y grandes devaluaciones para los importadores en 1957 (114,8 %) y 1965 (84,9 %) durante la Junta Militar y la Administración Valencia.

La segunda parte del gráfico utiliza información para períodos de tiempo más cortos (un mes) y muestra la volatilidad (desviación estándar móvil a doce meses de las devaluaciones mensuales, $t + 1$ vs. t) de ambas tasas. Se observa que la volatilidad de la TCN fue muy baja durante el régimen de *crawling peg*, con un promedio de 0,33, se elevó durante el régimen de banda cambiaria (2,10), y se elevó aún más en el régimen reciente de flotación (2,80). Edwards (2006) compara la experiencia de siete países que han adoptado el régimen de inflación objetivo (no incluye a Colombia) y encuentra mayor volatilidad condicional⁴³⁵ de la tasa de cambio cuando esta flota. Los trabajos internos del Banco de la República también encuentran mayor volatilidad condicional en el régimen de flotación que en el de bandas.

2.2.1 Movimientos cercanos entre la TCN y la TCR

En el panel superior del Gráfico 6 se observan movimientos cercanos entre las variaciones de la TCN y la TCR con correlaciones de 0,77 en el período completo, 0,88 bajo tasas de cambio múltiples, 0,57 bajo el *crawling peg*, 0,49 bajo bandas y 0,96 en el período reciente de flotación. La mayoría de las grandes devaluaciones nominales se tradujeron en fuertes devaluaciones reales, pero ello no ha ocurrido en todos los años. En 1963, por ejemplo, la TCN se devaluó un 33 % y la TCR se mantuvo relativamente constante, como resultado, principalmente, del alza excesiva en el salario mínimo y la inflación resultante (Díaz-Alejandro, 1976: 188-195).

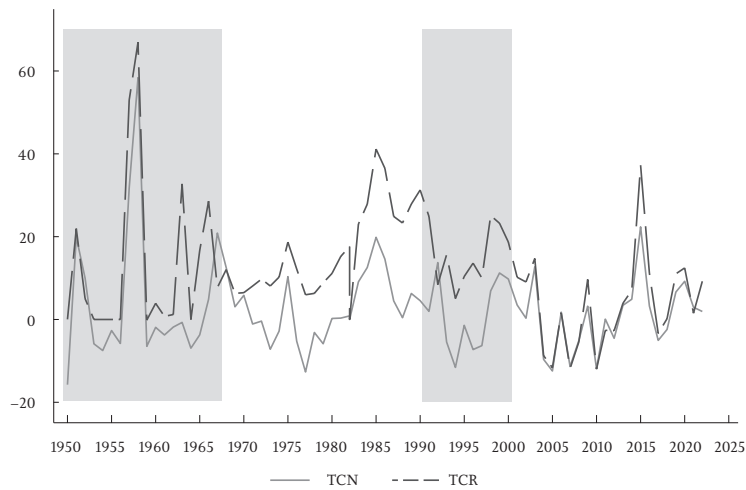
La relativa cercanía entre los movimientos de la TCN y la TCR es la mejor prueba con que cuentan los economistas de que los precios son rígidos en el corto y mediano (e.g. dos años) plazos y la evidencia internacional es relativamente similar, con un ajuste muy lento de los precios hacia el nivel de equilibrio (Rogoff, 2009; Mussa, 1986). La relativa cercanía entre la TCN y la TCR también significa que mucho de lo dicho sobre la volatilidad de la TCN aplica a la TCR, la variable verdaderamente relevante para muchas de las discusiones económicas (Uribe, 2010).

⁴³⁵ Condicional al pasado de la serie y a errores en un modelo Garch con información diaria de la tasa de cambio nominal en el período 1992-2022. La volatilidad no condicional de la tasa de cambio nominal en Colombia frente a otros países parece ser alta, pero los resultados no son tan claros para la volatilidad condicional. Véase, también, Frankel y Rapetti (2010).

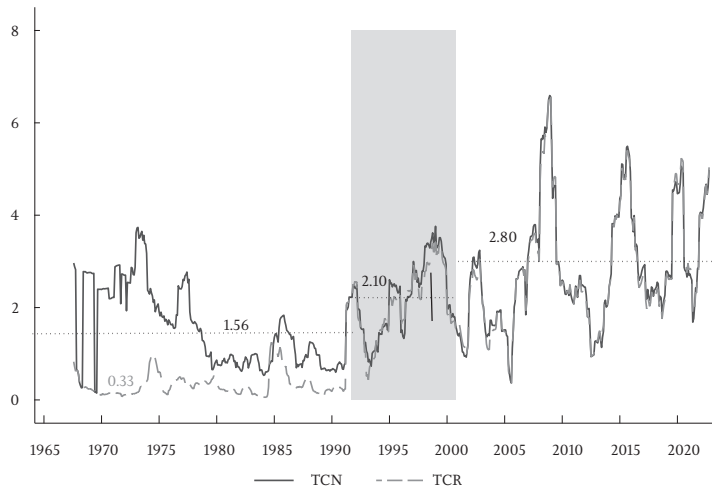
Gráfico 6

Volatilidad de la tasa de cambio nominal y real en los distintos regímenes cambiarios

(devaluación porcentual anual, $t + 12$ vs. t)



(volatilidad de la devaluación mensual, $t + 1$ vs. t)



Fuente: Banco de la República y cálculos del autor. El panel superior se calculó con base en cifras de final de cada año. El panel inferior utiliza cifras mensuales. Se calculó la devaluación nominal y real de cada mes frente al anterior ($t + 1$ vs. t). Luego se calculó la volatilidad como la desviación estándar móvil a doce meses. Los períodos utilizados fueron ene1955 – feb1967; mar1967–dic1990; nov1991–nov2000 y ene2001–oct2022.

3. Globalización financiera

3.1 La financiación de la cuenta corriente

Los déficits en la cuenta corriente ocurren cuando los ciudadanos del país gastan más de lo que producen (formalmente la absorción es mayor que el ingreso), y para financiarlos se requieren recursos del exterior: inversión extranjera directa (IED) o préstamos que ocasionan deuda, entre otros. La parte superior del Gráfico 7 muestra la evolución de la cuenta corriente y de los flujos de capital, con relación al PIB, requeridos para financiar tanto los déficits en la cuenta corriente como la acumulación de reservas. La cuenta corriente fue superavitaria en 13 de los 72 años considerados, y fue particularmente negativa, en su orden, en 2016, en 1982-1984, a principios de los años cincuenta y en 1996-1998. Los fuertes déficits en la cuenta corriente se ven frecuentemente acompañados por “destorcidas” hacia niveles positivos y altos (en 1955, a mediados de los ochenta y en 1999), asociadas en Colombia y en muchos países con fuertes devaluaciones nominales, con paradas súbitas en los flujos de capital, con altos niveles de deuda externa, bajos niveles de reservas internacionales y con fuerte creación de crédito interno (Edwards, 2004)⁴³⁶.

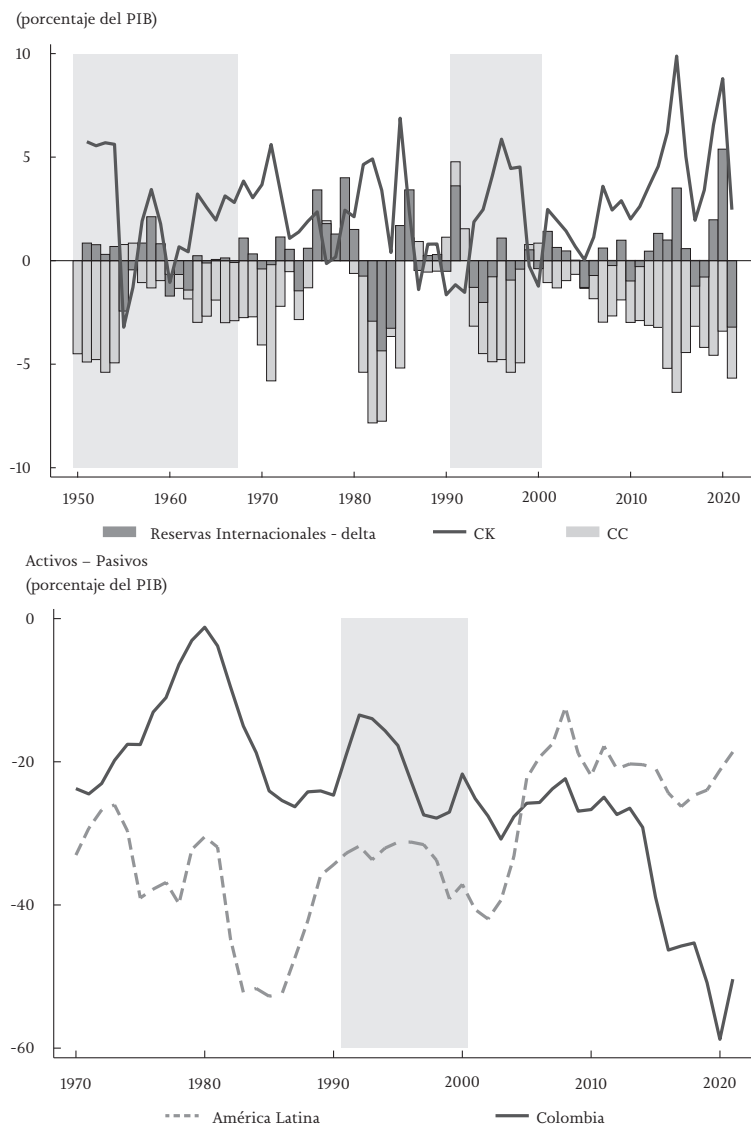
La cuenta de capitales ha sido positiva en 62 de los 72 años comprendidos en el período 1950-2022. El resto del mundo nos ha financiado para gastar por encima de nuestro ingreso (o invertir más de lo que ahorramos), pero la parte diferente a la IED significa nuevas deudas con el exterior. Hubo ingresos altos de capital en la mayoría de los años con una cuenta corriente altamente deficitaria, pero la correlación entre las dos variables no es -1, puesto que también existen variaciones en las reservas internacionales⁴³⁷. Las mayores entradas de capital se presentaron, en su orden, entre 2014 y 2021 (con fuertes oscilaciones), a comienzos de los cincuenta, y a mediados de los ochenta y noventa. Y hubo acumulación importante de reservas a principios de los setenta, a finales de los ochenta y en la década de los 2010s.

El segundo panel muestra la evolución de los activos externos netos (AEN), la diferencia entre los activos y los pasivos con el exterior. Esta variable stock resulta de los flujos de la cuenta corriente acumulados y de cambios en valoración. Se observan saldos negativos (deuda) en Colombia y en la región, pero la situación es preocupante en nuestro país, pues el nivel de deuda es mucho

⁴³⁶ El autor también encuentra que los países más abiertos al comercio sufren menos, en términos de crecimiento.

⁴³⁷ Se acumularon reservas, en su orden, en algunos años como 1976 y 1979, en 1986, 1991, 2015, y 2019-2020; y se desacumularon en 1981-1984, 1955, 1993-1994, y 2021.

Gráfico 7
Necesidades de financiación y cuenta corriente
(porcentaje del PIB)



Fuente: Caballero y Esguerra (2022) y Banco de la República. Cifras anuales. CC: cuenta corriente; CK: cuenta de capitales; $\Delta Rint$: variación anual en las reservas internacionales. Todas las variables se presentan como proporción del PIB. Para el cálculo de CK se utilizó la expresión $CK = \Delta R - CC$.

mayor y creciente. El país pierde más riqueza en caso de una devaluación real cuando los AEN diferentes a los relacionados con IED son muy negativos, y ello va en general asociado con caídas en el PIB (Cavallo *et al.*, 2005).

3.2 Globalización *de facto*: activos y pasivos de Colombia con el exterior

No se cuenta con un análisis detallado del proceso de globalización en Colombia, pero existen algunos documentos importantes para la década de los noventa. Villar y Rincón (2000), por ejemplo, analizan lo sucedido con los flujos de capital durante los noventa y muestran que una parte importante de la IED fue a los proyectos petroleros de Cusiana y Cupiagua y a la compra de bancos y de firmas de energía y comunicaciones privatizadas. Por otra parte, la deuda creció para financiar los déficits crecientes del sector público (-7,4 % del PIB en 1999 para el Gobierno Nacional Central), pero también, y crecientemente, del sector privado.

La globalización financiera puede analizarse con base en el comportamiento de los flujos financieros observados (*de facto*), considerados en esta sección, o de las medidas de control legales adoptadas, analizadas en la siguiente. Para estudiar el primer aspecto Kose *et al.* (2009) y otros autores proponen analizar el comportamiento del *stock* bruto (i. e.: la suma) de activos y pasivos de los extranjeros y los nacionales con el exterior. Lane y Milesi-Ferretti (2006 y 2018)⁴³⁸ construyeron la base de información EWN (por su sigla en inglés), separando los activos y pasivos en: inversiones de portafolio —en deuda (bonos) y en acciones—, IED, bancos⁴³⁹, derivados financieros y reservas internacionales sin oro⁴⁴⁰. Los autores muestran que estos flujos financieros han crecido mucho más que el comercio mundial, y que ambos han crecido más que la producción (PIB).

La suma de los activos y pasivos creció en los países desarrollados desde un 62 % del PIB en 1970 hasta un 852 % en 2021, con un aumento relativamente continuo, excepción hecha de unos pocos años, como 2008, 2018 y 2021. La IED mantuvo su dinámica, pero la deuda, y en especial los bancos, dejaron de

⁴³⁸ Lane y Milesi-Ferretti (2005) presentan los cálculos detallados de cada variable.

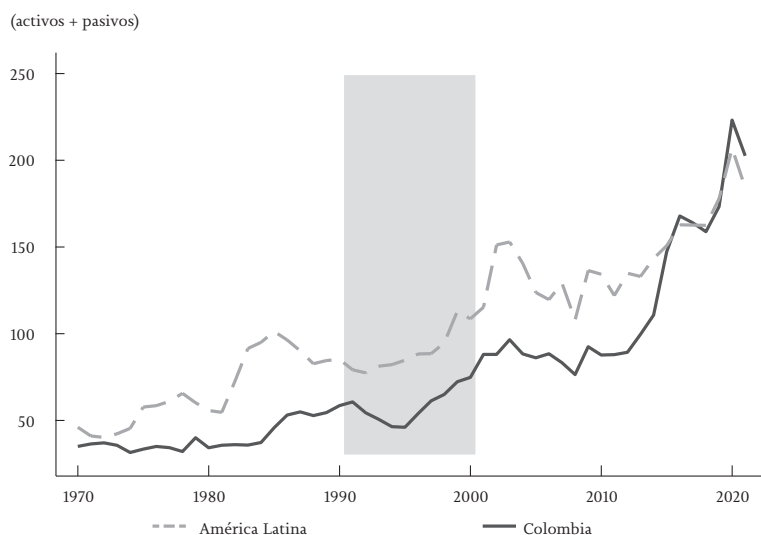
⁴³⁹ Denominados como “otras inversiones” por los autores. Incluye los préstamos, los depósitos y los créditos comerciales. La diferencia entre IED y portafolio (acciones) reside en la importancia relativa de la inversión externa, siendo superior al 10 % del patrimonio de la firma para la IED.

⁴⁴⁰ Se excluye el oro, pues este no representa ningún activo o pasivo frente al exterior.

crecer desde la crisis de 2008-2009. La mayor parte de los flujos financieros se dio entre los mismos países desarrollados entre 1970 y 2008, y en particular entre los llamados “centros financieros”, pero el “sur” ha ganado participación desde entonces⁴⁴¹.

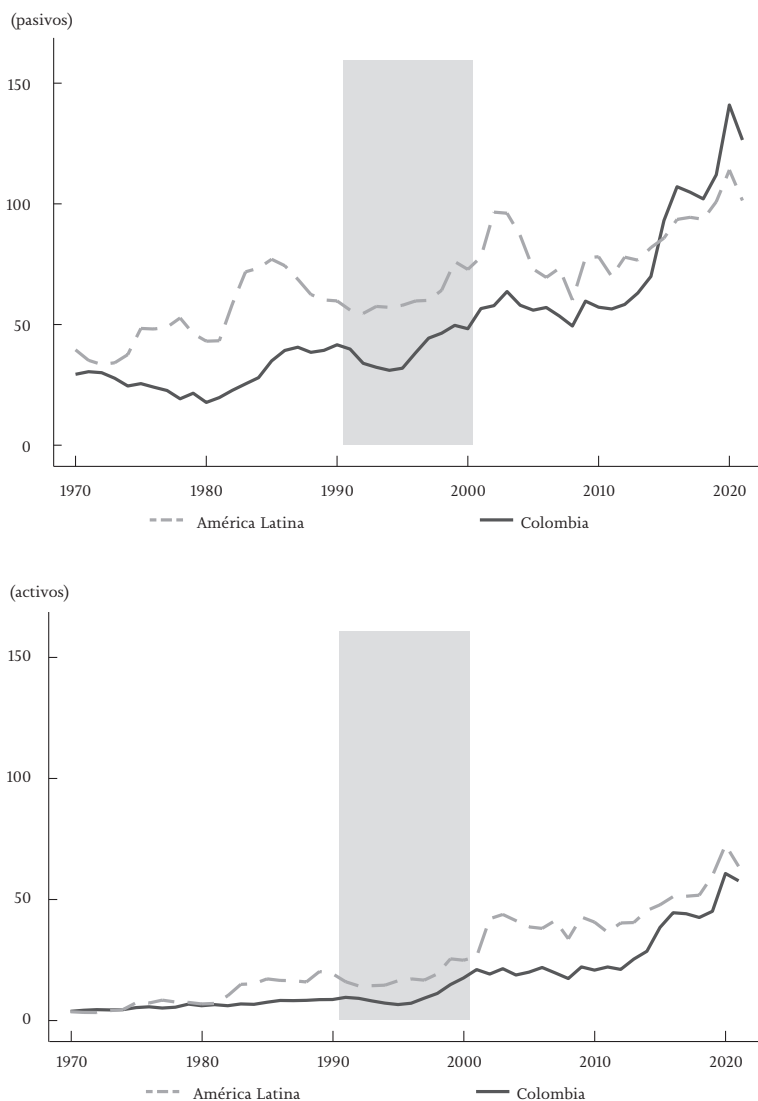
El Gráfico 8 muestra la evolución de la suma de activos (inversiones de nacionales en el exterior) y pasivos (inversiones de extranjeros en la región), y de sus componentes en Colombia y en América Latina (promedio simple para Argentina, Brasil, Chile, México y Perú) entre 1970 y 2022. La suma pasó de representar el 35 % y el 46 % del PIB en Colombia y en América Latina, respectivamente, en 1970, al 202 % y al 184 % en 2022 (852 % en las economías

Gráfico 8
Globalización financiera 1: activos y pasivos de Colombia y de América Latina con el exterior



⁴⁴¹ La participación de los países no desarrollados en los activos internacionales pasó del 50 % en 1940 a cerca del 10 % en 2000 (Obstfeld y Taylor, 2002; Figura 3). Se mantuvo relativamente constante entre 1970 y 1990, pero se ha incrementado en los años dos mil y dos mil diez (Lane y Milesi-Ferretti, 2018; Figura 2). El peso de los “centros financieros” en el PIB mundial era del 8 % en 2015, y su peso en los activos financieros del 43 % (Lane y Milesi-Ferretti, 2018). Los autores agrupan en la categoría de “centros financieros” a Bélgica, Hong Kong, Irlanda, Luxemburgo, Holanda, Singapur, Suiza y el Reino Unido. También se incluye a Mauricio, Panamá, Bermudas y las Islas Caimán.

Gráfico 8 (continuación)
Globalización financiera 1: activos y pasivos de Colombia y de América Latina con el exterior



Fuente: cálculos del autor a partir de la base de datos construida por Lane y Milesi-Ferretti. Pasivos: inversiones de extranjeros en Colombia; activos: inversiones de colombianos en el exterior. Los activos no incluyen el oro en las reservas internacionales, pues este no constituye una deuda del país con el exterior.

desarrolladas). El crecimiento ha sido más acelerado en Colombia, particularmente desde 2010. También se observa que los pasivos (inversiones de extranjeros en la región) son mucho más importantes que los activos (inversiones de colombianos en el exterior). Por ello somos deudores netos, como se mostró en el Gráfico 7. El mayor crecimiento anual en los pasivos se dio en los años ochenta y en los 2010s y el de los pasivos en los setenta y los 2010s.

El Gráfico 9 considera los componentes de los activos y pasivos en Colombia: IED, portafolio (deuda y acciones), bancos y reservas internacionales. Se observa un crecimiento fuerte y estable de la IED y del portafolio— deuda en los tres paneles, mientras que los bancos han mantenido su nivel (con fuertes oscilaciones). La nueva IED es saludable para el país, y el crecimiento del portafolio - deuda significa que el gobierno ha reducido el “pecado original” y los descalces cambiarios del sector público. El portafolio (acciones) y las reservas internacionales han crecido en la última década cuando se miran los activos. El comportamiento de las diferentes variables no es muy diferente en Colombia y en América Latina, pero la importancia frente al PIB y el dinamismo en el tiempo han sido muy superiores en Asia.

Gráfico 9
Globalización financiera 1: componentes en Colombia

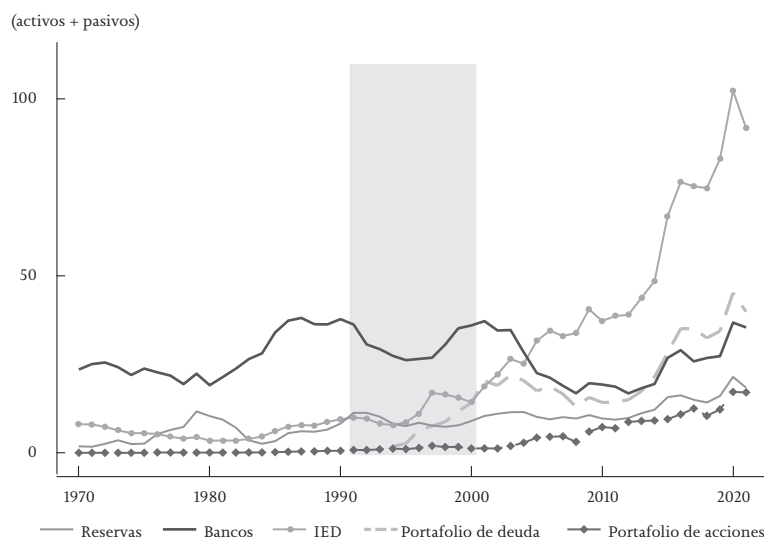
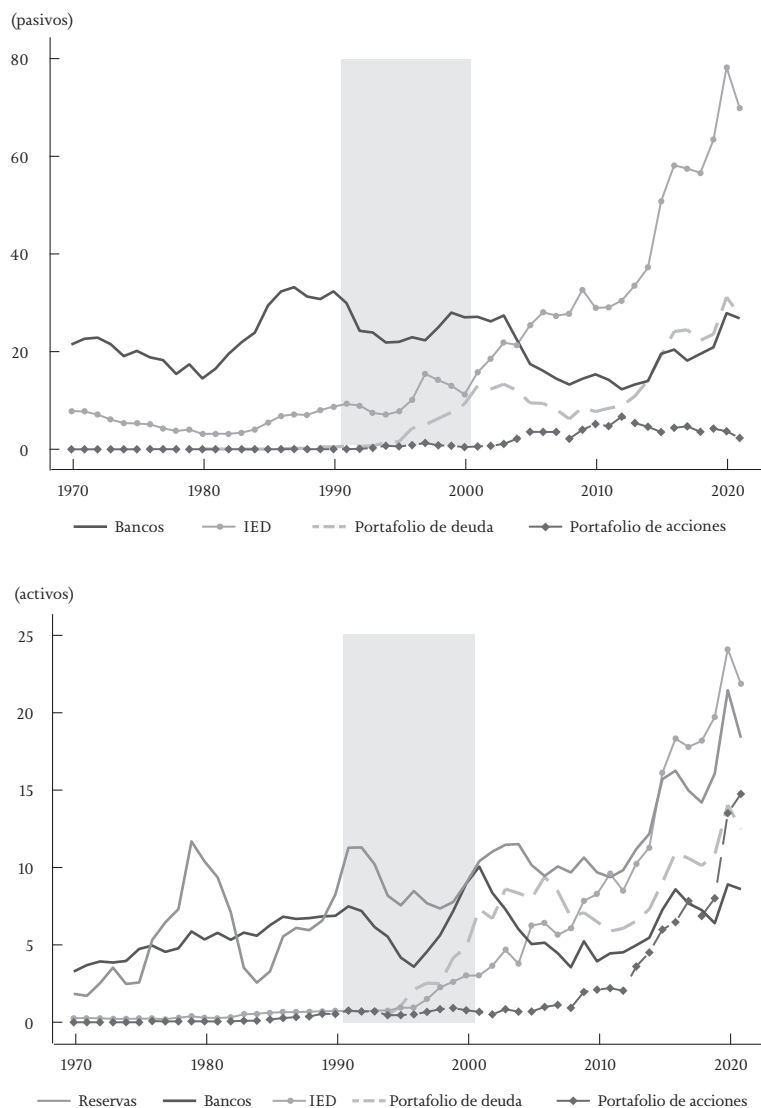


Gráfico 9 (continuación)
Globalización financiera 1: componentes en Colombia



Fuente: cálculos del autor a partir de la base de datos construida por Lane y Milesi-Ferretti. Pasivos: inversiones de extranjeros en Colombia; activos: inversiones de colombianos en el exterior. Las reservas no incluyen el oro de que dispone el banco central. Las cifras para "bancos" entre 1970 y 1985 son aproximadas. Se calcularon con base en la categoría "deuda" que reportan los autores para ese período.

La globalización financiera limita enormemente la escogencia del régimen cambiario de los países, en particular cuando se presentan vulnerabilidades externas y locales, y existe evidencia abundante de que la apertura de la cuenta de capital puede producir enormes dificultades a un país que no cuenta con un sector financiero desarrollado y bien supervisado, con instituciones sólidas y buenas políticas macroeconómicas.

Mayor discusión existe cuando se consideran las bondades de dicha globalización. Sabemos que pueden ser muy importantes, como lo han sido para los países desarrollados, pero han sido menores en los países emergentes, y en particular en aquellos que no han logrado un nivel mínimo de profundización financiera⁴⁴². Por esa razón, aun una entidad ortodoxa como el FMI recomendó los controles de capital en algunas circunstancias en su “visión institucional” en 2012 (Obstfeld y Taylor, 2017). Cuando se consideran las bondades, Kose et al. (2009) argumentan que los efectos indirectos de la globalización financiera en el desarrollo del sector financiero, las instituciones, la gobernabilidad y la estabilidad macroeconómica probablemente son mucho más importantes que cualquier impacto directo a través de la acumulación de capital o la diversificación de los portafolios. Finalmente, la literatura es relativamente concluyente en que los flujos de IED son más estables y menos propensos a reversiones, con beneficios indirectos adicionales, como la transferencia de experiencia gerencial y tecnológica (Kose et al., 2009).

3.3 Globalización de jure: controles de capital

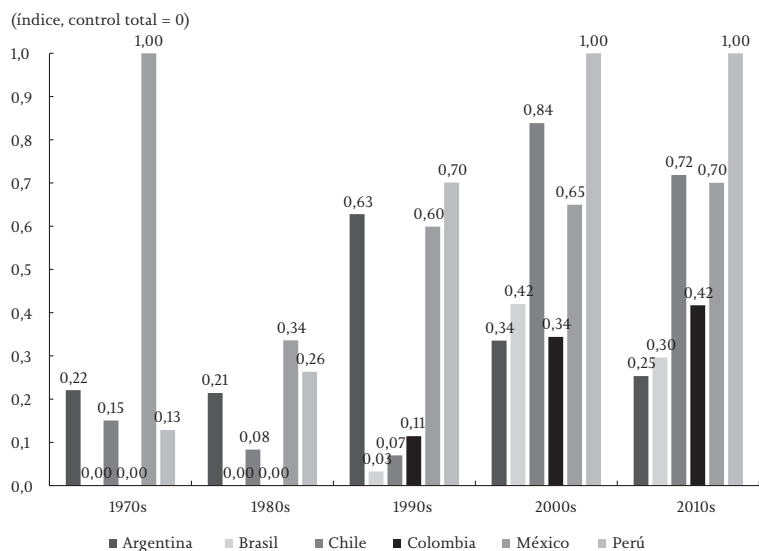
El incremento en los flujos de capital descrito en las secciones anteriores se ha debido, en parte, al proceso de globalización internacional (factores push), pero también a que se han reducido los controles legales (*de jure*, factores pull). El FMI considera más de sesenta modalidades de control en su informe anual sobre restricciones cambiarias. Chinn e Ito (2006; 2008) codifican los resultados de informe del Fondo con base en la existencia (o no) de tasas de cambio múltiples, transacciones en la cuenta corriente, transacciones en la cuenta de capitales, e impuestos y controles a las exportaciones, y proponen un índice que va de 0 (total restricción) a 1. El índice resulta alto y creciente en las economías avanzadas. También ha crecido (en menor medida) en los países

⁴⁴² Prasad et al. (2003) discuten los diferentes canales a través de los cuales la globalización financiera podría beneficiar a un país, muchos de los cuales operan exitosamente en las economías desarrolladas. No se obtienen los mismos beneficios en las economías emergentes, y menos cuando estas no han alcanzado un nivel mínimo de desarrollo financiero.

emergentes y en vías de desarrollo, y especialmente en América Latina desde comienzos de los noventa. De todas formas, los índices de globalización financiera *de facto* han avanzado mucho más que los indicadores *de jure* en los países emergentes (Kose et al., 2009; Figura 1).

El Gráfico 10 presenta la evolución del índice Chinn-Ito para Colombia y para varios países de América Latina en el período 1970-2020. El nivel de controles era total (nivel cero para el índice) en los setenta y ochenta, pero ha sido menos restrictivo en las décadas siguientes. Hoy hay menores controles que en Argentina o Brasil, pero mayores que en Perú, Chile o México, en su orden. Solo Colombia y Perú presentan un nivel de apertura creciente década tras década, con retrocesos importantes en Argentina en las décadas recientes, y de Brasil y Chile en los años años 2010s. El nivel de apertura financiera en México era muy alto en los setenta, pero cayó fuertemente durante los ochenta.

Gráfico 10
Globalización financiera 2: controles



Fuente: cálculos del autor a partir de la base de datos generada por Chinn e Ito (2006).

4. ¿Qué hemos aprendido?

4.1 1998-2000: las tasas de cambio fijas son propensas a crisis en países globalizados financieramente

Las autoridades tratan en ocasiones de fijar el nivel de la tasa de cambio, pues consideran que su volatilidad es excesiva, con efectos negativos sobre el comercio internacional, y la inversión en capital físico y humano, lo que genera demandas de los trabajadores y los empresarios por mayor protección. Este fue el caso, sin duda, en el período de tasas de cambio múltiples. Según Caballero y Esguerra (2023: 43): “A nivel político se fue generalizando el comentario de que por estar concentrados en la estabilidad macroeconómica se estaban dejando de lado las políticas enfocadas al desarrollo”. También puede considerarse que una tasa de cambio fija contribuye a mantener baja la inflación o a reducirla en procesos de transición hacia menores niveles. Por otra parte, los bancos centrales casi siempre tienen la capacidad técnica para fijar el nivel deseado de la tasa, pues solo requieren contar con un nivel de reservas internacionales mayor a la base monetaria o elevar las tasas de interés tanto como sea necesario para que los capitales permanezcan en el país.

América Latina liberó fuertemente su cuenta de capitales entre 1950 y 1965 (Obstfeld, 2004), pero el bajo volumen internacional de transacciones le permitió fijar la tasa de cambio y mantener una política monetaria moderadamente independiente. Los controles de capital regresaron a la región a mediados de los años sesenta, cuando el volumen de capitales mundial se expandió y se acumularon desequilibrios en la balanza de pagos. Los controles de capital eran porosos, los trucos contables facilitaron el movimiento de dinero entre países, y se comenzó a utilizar en mayor medida los mercados *offshore*, que surgieron en Londres y en otros países europeos en los años cincuenta y sesenta. El incremento en los precios del petróleo causado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el desarrollo del mercado del eurodólar en los setenta reforzaron en gran medida este cambio de tendencia. Díaz-Alejandro (1975: 12) describe cómo el trilema progresivamente restringió el margen de maniobra en América Latina⁴⁴³:

Durante la década de 1950 y principios de los sesenta, incluso los países pequeños con tasas de cambio fijas mantuvieron un modesto grado de autonomía sobre la política monetaria, gracias a las imperfecciones en

⁴⁴³ Véase, también, Ffrench-Davis y Ocampo (2001).

la movilidad internacional de capitales. Esa movilidad mejoró dramáticamente durante los años sesenta y principios de los setenta, por lo cual los pequeños países en vías de desarrollo (y los no tan pequeños, como México) se enfrentaron a opciones nuevas, pero que eran familiares en economías industrializadas pequeñas: dejar que se evapore la limitada política monetaria existente, imponer o endurecer los controles de capital, o abandonar las tasas de cambio fijas (traducción propia).

En la misma dirección, tan temprano como 1994, cuando los mercados financieros eran aún “pequeños”, Obstfeld y Rogoff (1995: 77) escribieron:

Los mayores *hedge funds* privados controlan suficientes recursos para acabar con las reservas de divisas de todos (menos unos veinte bancos centrales), y a finales de 1994, Soros Management reportó un capital de inversión de más de USD 11 mil millones y Tiger Management más de USD 6 mil millones. Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional sitúan el capital total de todos los *hedge funds* entre USD 75 y USD 100 mil millones. Si los especuladores ponen sus miras en una moneda, particularmente la de un país pequeño, ¿cómo puede resistir su banco central?

Seis de los mayores *hedge funds* internacionales tienen hoy un patrimonio mayor que las reservas internacionales de Colombia, y su patrimonio conjunto equivale a diez veces esas reservas. El proceso de globalización financiera y la reducción de controles ha ganado impulso en el mundo entero y en la región, obligando a las autoridades a escoger entre un régimen de tasa de cambio fija (fijada) o una política monetaria activa.

Las autoridades tratan en ocasiones de fijar el nivel de la tasa de cambio, pero pocas veces lo logran, puesto que existen otros objetivos que entran en conflicto cuando el banco central eleva las tasas de interés: puede quebrar el sistema financiero, tumbar la inversión, elevar el desempleo y desarticular las finanzas públicas; en ocasiones puede, incluso, afectar negativamente la distribución del ingreso. Eventualmente las autoridades sacrifican el objetivo cambiario para rescatar la economía. Los especuladores conocen este conflicto y atacan cuando se eleva la probabilidad de que las autoridades desconozcan sus compromisos.

Los incrementos insostenibles en las tasas de interés son comunes en tiempos de crisis, incluso en países desarrollados. El 16 de septiembre de 1992 el Risbank sueco incrementó la tasa de interés a un día al 500 % durante cuatro días. Ganó la primera batalla, pero nuevos ataques especulativos lo forzaron a abandonar la paridad el 19 de noviembre, cuando comenzó a flotar. Y, como se mencionó en la sección 3.1, la capacidad de los especuladores es gigantesca y creciente.

Luego de evaluar la experiencia cambiaria de un grupo amplio de países, Obstfeld y Rogoff (1995: 74) concluyen que:

Para la mayoría de los países es una locura tratar de recuperar la inocencia perdida de los tipos de cambio fijos. Como muestran una serie de ejemplos, mantener el tipo de cambio fijo es muy costoso para un gobierno cuando promete no hacerlo y pierde credibilidad al devaluar. De hecho, desarrollar y mantener la credibilidad se ha vuelto cada vez más difícil. Un examen cuidadoso de la génesis de los ataques especulativos sugiere que incluso los sistemas de bandas plantean dificultades, y que hay poco espacio entre los extremos de tasas flotantes o moneda común. En nuestra opinión, los esfuerzos para reformar las instituciones monetarias deberían centrarse directamente en controlar la inflación. El nivel del tipo de cambio debería utilizarse como indicador, pero nunca como objetivo central de la política monetaria (traducción propia).

De hecho, buena parte de las crisis internacionales recientes relacionadas con salidas de capital ocurrieron en países con tasas de cambio relativamente rígidas (México, en 1994; Tailandia, Indonesia y Corea en 1997; Rusia y Brasil en 1998; Colombia en 1999, y Argentina y Turquía en 2000); y no se presentaron en otros países con tasas de cambio más flexibles: ni Sudáfrica ni Israel ni México ni Turquía en 1998 (Fischer, 2001). Tampoco en los países que flotaron durante la crisis internacional de Lehman Brothers en 2008-2010, durante el violento choque de términos de intercambio que tuvo lugar en 2011-2016 o durante la reciente crisis del coronavirus. Según algunos de los estudios citados por Feenstra y Taylor (2012: 393), la probabilidad de que un país con un régimen intermedio padezca una crisis es cinco veces mayor que el que tiene una tasa de cambio muy rígida (*hard peg*). Kose et al. (2009) asignan un papel mucho mayor en la gestación de las crisis recientes a los regímenes de tasas fijas que a la liberalización de la cuenta de capitales. De hecho, Edwards (2005) no encuentra que los países con mayor apertura financiera presenten mayores niveles de crisis (reversiones en la cuenta corriente o *sudden stops* en los flujos de capital), algo que sí sucede con las tasas de cambio fijas.

Sin desconocer que la situación internacional en la segunda parte de los noventa fue particularmente volátil⁴⁴⁴, consideramos que la experiencia de Colombia en 1999 constituye un ejemplo de libro de texto sobre las enormes dificultades que crea un régimen de tasa de cambio fija (fijada), incluso en su versión “suave” de banda cambiaria, en un país con enormes rigideces

⁴⁴⁴ Obstfeld y Taylor (2017: 6) muestran el número de crisis financieras internacionales entre 1870 y 2010. El período de postguerra hasta 1970 fue muy tranquilo, pero las crisis se incrementaron marcadamente en las décadas posteriores; el pico ocurrió entre 1998 y 2000.

en el mercado laboral y con fuertes desequilibrios macroeconómicos en los frentes externo y fiscal. El comportamiento del PIB en 1999 fue el peor del siglo, en un país caracterizado por una gran estabilidad macroeconómica⁴⁴⁵, incluso peor que en 1931 (cuando cayó 1,3 %), y Colombia, Ecuador y Venezuela fueron los países más golpeados en la región en 1998-2000. Además, la crisis fue particularmente traumática en Colombia, pues el desempleo se eleva más que en otros países que tienen caídas similares en el PIB⁴⁴⁶.

Las autoridades se vieron obligadas a incrementar las tasas de interés de corto plazo para reducir la salida de capitales y mantener la tasa de cambio en los niveles permitidos por la banda. Las tasas de interés interbancarias reales alcanzaron niveles superiores al 50 % en algunos días en 1998, con un nivel promedio del 16 % en ese mismo año. El impacto fue aún mayor, pues en 1994 el Banco de la República tomó la determinación de ligar la corrección monetaria del sistema de unidad de poder adquisitivo constante (UPAC) a la tasa de interés, y no a la inflación, para los depósitos a término fijo (DTF).

Urrutia y Llano (2012) mencionan los siguientes “episodios” cuando describen lo ocurrido en el período: 1999: PIB per cápita cae el 5,6 % y PIB cae el 4 %; 1999-2003: desempleo superior al 15 %; 1997-1999: caen los flujos de capital externos y se vuelven negativos en 1999 (véase el Gráfico 7); 1995-2003: caen los precios reales de la vivienda; 1996-2002: cartera vencida de corporaciones de ahorro y vivienda pasa del 5 % a más del 30 %; 1992-2001: el gasto público como proporción del PIB pasa del 18 al 34 %; 1996-2002: deuda del Gobierno Central pasa del 13 % al 45 %; 1998-1999: inflación anualizada pasa del 18 % en diciembre de 1998 al 9 % un año después. Añadiríamos nosotros: 1998-2000: quiebra de Granahorrar, se cierran el Banco Central Hipotecario (BCH) y el Banco del Estado; y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín), la entidad llamada a actuar en estas circunstancias, estaba ilíquida.

Los autores señalan que en 1999 se sumaron los impactos de tres crisis: una hipotecaria (del UPAC), una bancaria, y una internacional, que originalmente comenzó con el default ruso de 1998 y que luego se extendió a muchos países de Asia y de América Latina. Echavarría et al. (2012) muestran, adicionalmente, que los factores “locales” fueron mucho más importantes que los

⁴⁴⁵ Cárdenas (2020: 47) muestra que en el período 1969-2018 Colombia solo tuvo un año con crecimiento negativo, comparado con 19 años en Argentina, y 14 en Grecia y Zimbawe. Colombia y China aparecen como los únicos dos países, entre treinta considerados, donde solo se presenta un año de recesión.

⁴⁴⁶ Reinhart y Rogoff (2009) comparan el comportamiento del PIB y del desempleo en varios países con crisis, incluida la de Colombia, en 1998-2000. Durante la crisis del coronavirus el PIB colombiano cayó de manera similar al de América Latina, pero el comportamiento del desempleo fue mucho peor.

internacionales en la generación de la crisis interna. Como se mencionó, los regímenes de tasa de cambio fija (fijada) quiebran cuando los especuladores entienden que el gobierno no está dispuesto a mantener el esquema ante los enormes costos que este crea en otros campos, como el crecimiento, el empleo o la inversión. En esta dirección, es interesante analizar el memorando que presentó a la Junta el 25 de septiembre de 1999 el entonces gerente técnico, José Darío Uribe.

Según Uribe, el corredor cambiario carecía de credibilidad, pues los mercados conocían que, con la notable caída del PIB y las altas tasas de desempleo, el uso de las tasas de interés como instrumento permanente para defender la banda tenía costos económicos, sociales y políticos prohibitivos. Los mercados conocían que, al existir fragilidad en el sistema financiero, un aumento sostenido en las tasas de interés terminaría llevando a numerosos intermediarios financieros a una situación de insolvencia. Y sabían que la adopción de fuertes controles de cambio implicaría un viraje total de la política económica, de pésimo recibo en los mercados internacionales de capitales y en importantes segmentos del país. Conocían que el Gobierno presionaría el mercado cambiario en los próximos días y que ni el Gobierno ni el FMI se inclinaban a defender la banda cambiaria. También conocían que el nivel de reservas internacionales no permitía las intervenciones masivas.

Por todo ello, consideraba Uribe, la opción más apropiada y posiblemente única era abandonar el actual régimen cambiario, una estrategia que no estaba exenta de riesgos, pero que podría funcionar si se tomaba en cuenta el reciente acuerdo firmado con el Fondo Monetario y los ajustes que habían tenido lugar en la economía en los últimos meses. El esquema de banda cambiaria se abandonó el 24 de septiembre de 1999, cuando se firmó el mencionado acuerdo, luego de vender USD 395 millones entre el 22 y el 24 de septiembre (y USD 1.700 millones en 1998 y 1999) para defender el techo.

Como afirman Obsfeld y Rogoff, los gobiernos pierden credibilidad cuando abandonan el esquema monetario con que están comprometidos. Cooper (1969) mostró que en el período 1950-1965 un 30 % de los gobiernos cayeron en los doce meses siguientes a las devaluaciones fuertes (14 % cayeron en el grupo de control), y la probabilidad de que el ministro de Hacienda dimitiera se incrementó tres veces. Frankel (2005) analizó 188 crisis cambiarias en 1971-2003 y encontró que estas elevan en un 63 % la probabilidad de que el ministro de Hacienda o el gerente del banco central pierdan su puesto.

También en Colombia los episodios relacionados con el manejo de la banda deterioraron la credibilidad de la Junta y del gerente del Banco, una credibilidad que es esencial en la lucha contra la inflación. El ministro de Hacienda (1998-2000) Juan Camilo Restrepo acusó públicamente a los miembros de la Junta de vivir en una torre de marfil y de ser indolentes frente a la profunda

recesión que vivía el país, el Congreso de la República y las cortes cuestionaron duramente la tarea de la Junta, y el caricaturista de la revista *Dinero*, dirigida por Juan Luis Londoño, dibujaba burros cada que se refería a sus miembros. El estudio de Galindo (1998) concluía que la banda carecía de credibilidad, el mismo comentario que haría José Darío Uribe un año después.

4.2 Ventajas y requisitos de la flotación cambiaria⁴⁴⁷

De acuerdo con la experiencia internacional y con los desarrollos teóricos en el área, parece conveniente mantener una tasa de cambio fija (fijada, donde el extremo es la moneda exterior o el dólar) en dos países integrados comercialmente, enfrentados a choques internacionales o de política similares, y con mecanismos que amortigüen dichos choques. Dos países con mucho comercio se benefician con una tasa de cambio fija; y la flexibilidad cambiaria no es necesaria para absorber choques cuando los países se ven poco afectados: bien sea porque requieren una política monetaria o fiscal similar o porque hay migraciones de la mano de obra desde el país o región afectados negativamente. Muchas de estas condiciones se dan entre los estados de los Estados Unidos y en menor medida entre los estados europeos; pero no entre Colombia y los Estados Unidos o entre Colombia y China, nuestros principales socios comerciales.

En el extremo opuesto, la flotación cambiaria permite devaluar la tasa de cambio y elevar las exportaciones de otros productos cuando el precio de los bienes primarios cae. También permite manejar una política monetaria contracíclica (nuevamente, la trilogía imposible cuando hay flujos de capital). De hecho, se cuenta con un verdadero experimento “de laboratorio” en los años treinta, para demostrar que la devaluación de la tasa de cambio que acompañó ese enorme choque negativo favoreció la recuperación de las economías desarrolladas que abandonaron más rápido el patrón oro. Existe evidencia similar para América Latina (Díaz-Alejandro, 1984) y para Colombia (Echavarría, 1989).

Por otra parte, un conjunto de trabajos recientes muestra el efecto amortiguador de la flotación cambiaria cuando existen choques a los términos de intercambio, y que los tipos de cambio menos flexibles están asociados con mayor variabilidad del producto. La flexibilidad del tipo de cambio estuvo asociada con un menor impacto de la crisis financiera mundial de 2008-2010 sobre la producción, y la transmisión de los choques financieros globales se magnifica bajo regímenes de tipo de cambio fijo en relación con los más flexibles⁴⁴⁸.

⁴⁴⁷ Esta sección se basa en Echavarría (2022).

⁴⁴⁸ Véase Broda (2001); Edwards (2011); Aizenman et al. (2017); Berkmen et al. (2009); Obstfeld, Ostry y Qureshi (2018); Céspedes y Velasco (2012); Edwards y Levy-Yeyati (2003).

Como se mencionó antes, algunos trabajos encuentran que cuanto mayor es la flexibilidad del régimen monetario, menor es la desalineación de la tasa de cambio real, y que las monedas vinculadas a un régimen de tasa de cambio semifija o fija tienden a estar significativamente más sobrevaloradas que las flotantes. Este hallazgo es potencialmente importante por la posible relación entre sobrevaluación y (menor) crecimiento (Hausmann, Pritchett y Rodrik 2004). Finalmente, Reinhart y Rogoff (2004) encuentran que la inflación ha sido menor y el crecimiento mayor en regímenes de flotación libre que en los demás⁴⁴⁹.

Sin embargo, existen cuatro requisitos para mantener una flexibilidad cambiaria exitosa: 1) descalces cambiarios bajos y controlados, tanto en el sector público como en los sectores privado, real y financiero; 2) alta credibilidad en las políticas del banco central (y el correspondiente bajo traspaso, *pass through*, de la tasa de cambio a los precios); 3) un marco adecuado en torno al uso de medidas macroprudenciales, y 4) un nivel “adecuado” de reservas internacionales. En los cuatro frentes se han hecho avances importantes en Colombia (Echavarría, 2022).

Además, la flotación no ha sido pura en Colombia, con intervenciones ocasionales y los siguientes objetivos: 1) incrementar el nivel de reservas internacionales; 2) mitigar movimientos de la tasa de cambio que no reflejen el comportamiento de los fundamentales, y que puedan afectar negativamente la inflación y la actividad económica, y 3) moderar desviaciones abruptas y sostenidas de la tasa de cambio respecto a su tendencia, con el fin de evitar comportamientos desordenados de los mercados financieros.

Para garantizar la compatibilidad de la intervención cambiaria con la estrategia de inflación objetivo, las compras y ventas de divisas se han realizado de manera esterilizada. Para ello, el equipo técnico del Banco de la República eleva o reduce la liquidez en la economía y garantiza que la tasa interbancaria a un día esté cerca a la que decide mensualmente la Junta⁴⁵⁰. También, como menciona Villamizar (2016), la transparencia de las intervenciones cambiarias se ha incrementado en el tiempo. El impacto de las

⁴⁴⁹ Se trata de un debate en marcha, por supuesto. Rey (2015), por ejemplo, argumenta que los flujos de capital financiero y la influencia de las instituciones globales transmiten las condiciones monetarias entre países que incluso cuentan con tasas de cambio flotantes.

⁴⁵⁰ Las mayores compras netas (USD22.451 millones), se dieron, en su orden, mediante: 1) compras directas en 2010-2014, 2) intervenciones discrecionales en 2005-2009, principalmente, y en 1999-2004, 3) opciones de acumulación de reservas internacionales, principalmente, en 2018-2019 (USD2.878 millones); y 3) finalmente, mediante opciones de volatilidad en 1999-2004 y en 2005-2009, con valores netos relativamente bajos, pues así como se compraron, se vendieron divisas.

intervenciones cambiarias puede ser significativo cuando simultáneamente se implementan controles de capital, pero en el caso de las intervenciones esterilizadas, sin dichos controles resultan poco importantes y su impacto dura menos de un mes (Rincón et al., 2020).

5. Conclusiones

Las tasas de cambio nominales y reales son precios centrales en cualquier economía, con efectos sobre la cuenta corriente, el PIB, el nivel de deuda y los flujos de capital. En ocasiones se desalinean con respecto al nivel “de equilibrio”, lo que provoca ataques especulativos que alimentan las destorcidas de la cuenta corriente y las recesiones. A diferencia de muchos otros países emergentes, Colombia se ha ido moviendo hacia mayor flexibilidad cambiaria en el tiempo, como resultado del proceso internacional de globalización y de crecientes desequilibrios fiscales y de la cuenta corriente en un contexto de fuerte rigidez en algunos mercados, como el laboral. También, se ha dado un proceso de aprendizaje sobre las condiciones requeridas para apoyar la mayor flexibilidad cambiaria. Por otra parte, el régimen actual de flotación ha sido relativamente exitoso, mucho más que el de tasas múltiples o bandas cambiarias, y también que el régimen de *crawling peg* que rigió entre 1967 y 1991. En particular, permitió enfrentar con éxito la crisis internacional de 2008-2010 y la fuerte caída en el precio del petróleo posterior a 2012.

Es cierto que pocos países del mundo flotan como lo hace Colombia en la actualidad, y ni siquiera flotan todos los treinta países que han adoptado el esquema de inflación objetivo *de jure*⁴⁵¹. Sin embargo, el régimen de flotación parece ser el adecuado para el país en los momentos actuales: comerciamos poco con el mundo, los choques que nos afectan son muy diferentes a los que sufren los Estados Unidos o China (nuestros principales socios comerciales), la participación de los flujos financieros internacionales en nuestra economía es alta, las vulnerabilidades fiscales son elevadas, y el mercado laboral es muy inflexible. No es solo Colombia. Según Frankel y Rapetti (2010), en los años dos mil se movieron hacia un régimen de flotación con intervenciones (flotación administrada) Argentina y los demás países de la región con régimen de inflación objetivo (Brasil, Chile, Guatemala, México y Perú).

Hemos aprendido que la tasa de cambio real guarda relación con la nominal en el corto plazo, pues los precios son rígidos, pero solo está determinada por variables reales (o “fundamentales”) en el largo plazo: las productividades

⁴⁵¹ Algunos, como Rumania, están en la zona del euro, y otros diez mantienen *pegs*, *crawling pegs* o bandas estrechas (Ilzetsky, Reinhart, y Rogoff, 2019).

relativas, los términos de intercambio, la cuenta corriente o la situación fiscal del gobierno. Hemos aprendido que en la situación actual del país es inconveniente mantener una tasa de cambio “fija(da)”, aun en su versión suave, como la banda cambiaria, y que el régimen de tasa de cambio flotante ha servido a Colombia para afrontar choques reales importantes, siempre y cuando se respeten algunos requisitos relacionados con los descalces cambiarios, con un nivel alto de reservas internacionales y con medidas macroprudenciales complementarias en un contexto de alta credibilidad del banco central.

Hemos aprendido, finalmente, que la tasa de cambio no debe ser un elemento importante en un programa de desinflación. Frankel y Rapetti (2010) argumentan que en países con niveles de inflación moderada, menor a un 30 %, es posible reducir la inflación gradualmente sin utilizar la tasa de cambio como ancla. La reducción de la inflación requiere un desarrollo institucional adecuado (Calvo y Mishkin, 2003), y ello se ha logrado en Colombia con la independencia del banco central, desde la Constitución de 1991, y con la adopción del esquema de inflación objetivo desde 1999. El nivel del tipo de cambio puede utilizarse como indicador, pero nunca como objetivo central de la política monetaria.

Referencias

- Aizenman, J.; Jinjara, Y.; Estrada, G.; Tian, S. (2017). “Flexibility of Adjustment to Shocks: Economic Growth y Volatility of Middle-Income Countries Before y After the Global Financial Crisis of 2008”, Working Paper Series, National Bureau of Economic Research.
- Arbeláez, M. A.; Benítez, M.; Steiner, R.; Valencia, O. (2021). “A Fiscal Rule to Achieve Debt Sustainability in Colombia”, Inter-American Development Bank.
- Arteaga, C.; Granados, J.; Ojeda Joya, J. (2013). “El comportamiento del tipo de cambio real en Colombia: ¿explicado por sus fundamentales?”, *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 31, núm. 72, pp. 1-17.
- Berkmen, P.; Gelos, G.; Rennhack, R.; Walsh, J. P. (2009). “The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact”, *IMF Working Paper*, núm. 280.
- Broda, Ch. (2001). “Coping with Terms-of-Trade Shocks: Pegs versus Floats”, *The American Economic Review*, vol. 91, núm. 2, pp. 376-380.
- Caballero, C. (2016). *La economía colombiana del siglo XX: un recorrido por la historia y sus protagonistas*, Bogotá: Penguin Random House Grupo Editorial Colombia.

- Caballero, C.; Esguerra, P. (2023). 100 años de regímenes cambiarios en Colombia, 1923-2023, Bogotá: Banco de la República.
- Calderón, A. (1995). “La tasa de cambio real en Colombia: mitos y realidades”, *Coyuntura Económica*, junio, pp. 101-118.
- Calvo, G. A.; Mishkin, F. (2003). “The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, núm. 4, pp. 99-118.
- Cárdenas, M. (2007). “Economic Growth in Colombia: a Reversal of Fortune?”, *Fedesarrollo*
- Cárdenas, M. (2020). *Introducción a la economía colombiana*, 4.a ed., Bogotá: Alpha Editorial.
- Carrasquilla, A. (1995). “Bandas cambiarias y modificaciones a la política de estabilización: lecciones de la experiencia colombiana”, *Borradores de Economía*, núm. 22, febrero.
- Cavallo, M.; Kisselev, K.; Perri, F.; Roubini, N. (2005). “Exchange Rate Overshooting and the Costs of Floating”, SSRN Scholarly Paper, Rochester, NY.
- Céspedes, L.; Velasco, A. (2012). “Macroeconomic Performance During Commodity Price Booms and Busts”, NBER Working Paper, núm. 18569.
- Chinn, M. D.; Ito, H. (2006). “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *Journal of Development Economics*, vol. 81, núm. 1, pp. 163-192.
- Chinn, M. D.; Ito, H. (2008). “A New Measure of Financial Openness”, *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, vol. 10, núm. 3, pp. 309-322.
- Choudhri, E.; Khan, M. (2005). “Real Exchange Rate in Developing Countries: Are Balassa-Samuelson Effects Present?”, *IMF Staff Papers*, núm. 52.
- Cooper, R. (1969). “Currency Devaluation in Developing Countries: A Cross-Sectional Assessment”, *Economic Growth Center Discussion Paper*, núm. 72, Yale University.
- Corden, W. M. (2002). *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*, Cambridge, Mass.
- Coudert, V.; Couharde, C. (2009). “Currency Misalignments and Exchange Rate Regimes in Emerging and Developing Countries”, *Review of International Economics*, vol. 17, núm. 1, pp. 121-136.
- Díaz-Alejandro, C. (1975). *Less Developed Countries and the Post-1971 International Financial System*, Princeton University International Finance Section.
- Díaz-Alejandro, C. (1976). *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia*, volume IX, Columbia University Press.
- Díaz-Alejandro, C. (1984). “Latin America in the 1930’s”, en Rosemary Thorp (ed.), *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis*, pp. 17-49, McMillan.

- Echavarría, J. J. (1989). *External Shocks and Industrialization, Colombia: 1920-1950*, Oxford: Oxford University.
- Echavarría, J. J. (2022). “Colombia: ventajas y requisitos de la flotación cambiaria”, en Rodrigo Botero (ed.), *Fedesarrollo: 50 años de influencia en política pública*, Bogotá. Fedesarrollo.
- Echavarría, J. J.; Arbeláez, M. A. (2003). *Tasa de cambio y crecimiento económico en Colombia durante la última década*, Borradores de Economía, núm. 338.
- Echavarría, J. J.; González, A.; López, E.; Rodríguez, N. (2012). “Choques internacionales reales y financieros y su impacto sobre la economía colombiana”, *Borradores de Economía*, núm. 728.
- Echavarría, J. J.; López, E.; Misas, M. (2007). “La tasa de cambio real de equilibrio en Colombia y su desalineamiento. Estimación a través de un modelo SVEC”, *Borradores de Economía*, núm. 4389.
- Echavarría, J. J.; Vásquez, D.; Villamizar, M. (2005). “La tasa de cambio en Colombia, ¿muy lejos del equilibrio?”, *Ensayos sobre Política Económica*, pp. 134-191.
- Echavarría, J. J.; Vásquez, D.; Villamizar, M. (2008). “Expectativas, tasa de interés y tasa de cambio: paridad cubierta y no cubierta en Colombia, 2000-2007”, *Borradores de Economía*, núm. 486.
- Edwards, S. (1986). “Are Devaluations Contractionary?”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 68, núm. 3, pp. 501-508.
- Edwards, S. (2004). “Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops”, NBER Working Paper, núm. 10276.
- Edwards, S. (2005). “Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals”, National Bureau of Economic Research, núm. 11170.
- Edwards, S. (2006). “The Relationship between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited”, NBER Working Paper, núm. 12163.
- Edwards, S. (2011). “Exchange Rates in Emerging Countries: Eleven Empirical Regularities from Latin America and East Asia”, National Bureau of Economic Research, núm. 17074.
- Edwards, S.; Levy-Yeyati, E. (2003). “Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers”, NBER Working Paper, núm. 9867.
- Feenstra, R. C.; Taylor, A. M. (2012). *International Macroeconomics*, 5th ed., Worth Publishers.
- Ffrench-Davis, R.; Ocampo, J. (2001). “Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes”, en Ricardo Ffrench-Davis (ed.), *Crisis financieras en países “exitosos”*, Santiago de Chile: McGraw Hill, Cepal.
- Fischer, S. (2001). “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, *Finance & Development*, vol. 38, núm. 2.

- Frankel, J. A. (2005). "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, vol. 52, núm. 2, pp. 149-192.
- Frankel, J. A.; Rapetti, M. (2010). "A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America", *CEPR Reports and Issue Briefs*, abril.
- Galindo, A. (1998). "Estimating Credibility in Colombia's Exchange Rate Target Zone", *Borradores de Economía*, núm. 103.
- Gómez, J.; Uribe, J. D.; Vargas, H. (2002). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia", documento interno, Banco de la República.
- Gourinchas, P.; Rey, H. (2007). "International Financial Adjustment", *Journal of Political Economy*, vol. 115, núm. 4, pp. 665-703.
- Hausmann, R.; Pritchett, L.; Rodrik, D. (2004). "Growth Accelerations", *Journal of Economic Growth*.
- Helpman, E.; Leiderman, L.; Bufman, G.; Alogoskoufis, G.; Grilli, V. (1994). "A New Breed of Exchange Rate Bands: Chile, Israel and Mexico", *Economic Policy*, vol. 9, núm. 19, pp. 260-306.
- Huertas, C.; Villalba, C.; Gonzáles, E.; Parra, J. (2003). "Revisión metodológica del ITCR y cálculos de un índice de competitividad con terceros países", documento interno, Banco de la República.
- Ilzetsky, E.; Reinhart, C.; Rogoff, K. (2019). "Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor Will Hold?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, núm. 2.
- IMF (2005). "Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?", en *World Economic Outlook*, pp. 161-186, Washington, D. C.
- Junguito, R.; Rincón, H. (2004). "La política fiscal en el siglo XX en Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 318.
- Kehoe, T. 2007. "Informality and Economic Development", Working paper University of Minnesota.
- Kose, M.; Prasad, E.; Rogoff, K.; Wei, S. (2009). "Financial Globalization: A Re-appraisal", *IMF Staff Papers*, vol. 56, núm. 1, pp. 8-62.
- Krueger, A. O. (1984). "Trade Policies in Developing Countries", en *Handbook of International Economics*, pp. 519-569, North Holland.
- Krugman, Paul R. (1991). "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, núm. 3, pp. 669-682.
- Krugman, P.; Obstfeld, M. (1988). *International Economics: Theory and Policy*, Glenview, Ill.: Scott, Foresman/Little, Brown. College Division.
- Lane, P.; Milesi-Ferretti, G. (2006). "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *IMF Working Paper*, núm. WP/06/69.
- Lane, P.; Milesi-Ferretti, G. (2018). "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *IMF Economic Review*, vol. 66, núm. 1, pp. 189-222.

- Lane, P.; Milesi-Ferretti, G. (2005). "Financial Globalization and Exchange Rates", IMF Working Paper.
- Londoño, J. L.; Perry, G. (1985). "El Banco Mundial, el Fondo Monetario y Colombia: análisis crítico de sus relaciones", *Coyuntura Económica*, vol. 15, núm. 3.
- López, E.; Vargas, H. (2016). "La estrategia de inflación objetivo en Colombia. una visión histórica", *Borradores de Economía*, 952.
- Mussa, M. (1986). "Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, núm. 25, septiembre, pp. 117-214.
- Obstfeld, M. (2004). "Globalization, Macroeconomic Performance, and the Exchange Rates of Emerging Economies", *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, núm. 10849.
- Obstfeld, M.; Ostry, J.; Qureshi, M. (2018). "Global Financial Cycles and the Exchange Rate Regime: A Perspective from Emerging Markets", *AEA Papers and Proceedings*, núm. 108, pp. 499-504.
- Obstfeld, M.; Rogoff, K. (1995). "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, pp. 73-96.
- Obstfeld, M.; Taylor, A. (2017). "International Monetary Relations: Taking Finance Seriously", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, núm. 3, pp. 3-28.
- Obstfeld, M.; Taylor, A. (2002). "Globalization and Capital Markets", *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, núm. 884.
- Oliveros, H.; Huertas, C. (2003). "Desequilibrios nominales y reales del tipo de cambio en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 43, pp. 32-65.
- Palacios, M. (1980). *Coffee in Colombia: 1850-1970. An Economic, Social and Political History*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Prasad, E.; Rogoff, K.; Wei, S.; Kose, M. (2003). "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", IMF.
- Puyana, R. (2010). "El efecto Balassa-Samuelson en Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 630.
- Reinhart, C. M.; Rogoff, C. (2004). "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, núm. 1, pp. 1-48.
- Reinhart, C. M.; Rogoff, C. (2009). "The Aftermath of Financial Crises", *The American Economic Review*, vol. 99, núm. 2, pp. 466-472.
- Rey, Hélène (2015). "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, núm. w21162.
- Rincón, H.; Arango-Lozano, L.; Cardozo, P.; Julio, R. (2020). "Impacto de la intervención cambiaria y su duración", *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 98.

- Rogoff, K. (2002). "Dornbusch's Overshooting Model after Twenty-Five Years", IMF Working Paper, núm. WP/02/39.
- Rogoff, K. (2009). "Exchange Rates in the Modern Floating Era: What Do We Really Know?", *Review of World Economics*, núm. 145, pp. 1-12.
- Salazar, A.; Garavito, A.; Restrepo, S.; Arcila, L. (2022). "Real Equilibrium Exchange Rate in Colombia Thousands of VEC Models", *Borradores de Economía*, núm. 1221.
- Steiner, R. (1995). "El manejo de la tasa de cambio y el estatuto cambiario: los objetivos de largo plazo y los desafíos coyunturales", en Fernando Montes (ed.). *Colombia: 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, pp. 194-238, Bogotá: Banco de la República.
- Uribe, J. D. (2010). "La volatilidad de la tasa de cambio en Colombia", en *Revista del Banco de la República*, vol. 83, núm. 994, pp. 5-14.
- Urrutia, M. (1981). "Experience with the Crawling Peg in Colombia", en John Williamson (ed.), *Exchange Rate Rules*, pp. 207-228, Palgrave Macmillan.
- Urrutia, M. (1997). "Causas de la apreciación de la tasa de cambio real", *Revista del Banco de la República*, vol. 70, núm. 840.
- Urrutia, M. (2003). "la paridad descubierta de tasas de interés y la tasa de cambio en Colombia", *Revista del Banco de la República*, vol. 76, núm. 907.
- Urrutia, M.; Llano, J. (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Universidad de los Andes.
- Vargas, H. 2007. "Monetary Policy and the Exchange Rate in Colombia", *Capital Flows, Commodity Price Movements and Foreign Exchange Intervention*, BIS Papers, vol. 57, pp. 129-153, BIS.
- Villar, L. (1999). "Política cambiaria en un proceso de ajuste ordenado", *Revista del Banco de la República*, vol. 72, núm. 864, pp. 53-66.
- Villar, L.; Esguerra, P. (2006). "El comercio exterior colombiano en el siglo XX", en James Robinson y Miguel Urrutia (eds.), *Economía colombiana en el siglo XX: un análisis cuantitativo*, pp. 81-126, Bogotá: Banco de la República.
- Villar, L.; Rincón, H. (2000). "The Colombian Economy in the Nineties: Capital Flows and Foreign Exchange Regimes", *Borradores de Economía*, núm. 149.
- Wiesner, E. (1980a). "Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia", *Ensayos Cemla*, vol. 43.
- Wiesner, E. (1980b). "Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia 1980", *Ensayos Cemla*, vol. 43.

Anexo

TCR, Balassa-Samuelson y productividades relativas

La TCR se define como la tasa de cambio nominal, descontando el nivel de inflación en cada moneda. Formalmente, $TCR = \frac{\$/P}{US\$ / P_{usa}} = TCN \frac{P_{usa}}{P}$ (1) donde

TCN corresponde a la tasa de cambio nominal entre el peso y el dólar, y P_{usa} y P al índice de precios al consumidor en los Estados Unidos y en Colombia. Por supuesto, pueden utilizarse precios, canastas de bienes y países alternativos⁴⁵². La TCR es igual a 1 si se cumple la PPA en su versión absoluta, y es constante si la PPA se cumple en su versión relativa.

Un “modelo” alternativo al de PPA supone que tanto la economía colombiana como la externa se componen de bienes transables y no transables, en cuyo caso la TCR se define como:

$$TCR = TCN \frac{P_{usa}}{P} = TCN \frac{[P_{NT}^{\alpha*} P_T^{(1-\alpha*)}]}{[P_{NT}^{\alpha} P_T^{(1-\alpha*)}]} = TCN \frac{P_T^* P_{NT}^{\alpha*} P_T^{-\alpha*}}{P_T^{\alpha} P_{NT}^{\alpha} P_T^{-\alpha}} = \frac{TCN \cdot P_T^*}{P_T} \cdot \frac{(\frac{P_T}{P_{NT}})^{\alpha}}{(\frac{P_T^*}{P_{NT}^*})^{\alpha*}} = TCR^{ext} TCR^{int}$$

(2)

donde TCR y TCN son las tasas de cambio real y nominal, P_T y P_{NT} corresponden al precio de transables y no transables (* para el exterior), y α y α^* a la participación de no transables (NT) en la canasta de consumo en cada país. El primer término (TCR^{ext}) es similar al de la ecuación (1) solo que ahora aplica

⁴⁵² El Banco Mundial y el Banco de la República publican periódicamente versiones alternativas de la tasa de cambio real con diferentes deflatores (IPP, IPC, salarios), diferentes ponderadores (para distintos países según su peso relativo en nuestras exportaciones e importaciones) y canastas (exportaciones totales, exportaciones menores, entre otros). El Banco de la República también publica el denominado índice de competitividad, donde compara la evolución de las tasas de cambio nominales y los precios en Ecuador, México, Guatemala y Costa Rica, nuestros principales competidores en el mercado de banano, café, flores y textiles en los Estados Unidos (véase Huertas et al., 2003). La tasa de cambio real con respecto a los Estados Unidos que se presenta en el Gráfico 5 es un poco más volátil que las demás; la tasa que presenta el banco mundial es relativamente similar al índice de competitividad publicado por el Banco de la República; y la ponderación por no tradicionales o por exportaciones totales afecta poco los resultados; más relevantes son los deflatores: los indicadores con IPC como deflactor se mueven juntos, y algo similar ocurre con los indicadores que utilizan el IPP.

para los bienes transables, mientras que el segundo término (TCR^{int}) depende de la relación entre el precio de los bienes transables y no transables dentro de cada país.

Formalmente, cuando existe movilidad perfecta de capitales entre sectores y países, puede mostrarse que $\frac{P_T}{P_{NT}} = \frac{\beta_{NT}}{\beta_T} A_T - A_{NT}$ en Colombia (con una ecuación similar para $\frac{P_T^*}{P_{NT}^*}$), donde β corresponde a la participación de los salarios en el PIB en cada sector. Los resultados se complican cuando no existe esa movilidad perfecta de factores, en cuyo caso también desempeñan un papel los choques de demanda⁴⁵³.

⁴⁵³ Véase Rogoff, (2002). Para Colombia, véase Calderón (1995) y Puyana (2010).

Capítulo 13

El Banco de la República en la pandemia del covid-19

**Pamela Cardozo
Fernando Tenjo
Hernando Vargas**

Pamela Cardozo es senior financial sector expert del FMI , Fernando Tenjo es investigador independiente y Hernando Vargas es gerente técnico del Banco de la República. Las ideas y opiniones aquí consignadas representan exclusivamente la visión de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco de la República o del FMI.

La pandemia del covid-19 constituyó un choque macroeconómico y financiero sin precedentes. Tuvo impactos fuertes en la oferta y la demanda agregada de todas las economías del mundo, así como efectos significativos en los mercados financieros globales y locales. Hubo, además, retroalimentación entre los impactos financieros y reales. En Colombia los efectos macroeconómicos de la pandemia y las respuestas de política fueron condicionados por el estado de la economía en el momento del choque, por la incidencia del covid-19 en la economía mundial y por las respuestas de política de los países avanzados. En este capítulo se presentan las principales características de este proceso, los retos más importantes que enfrentó la política del Banco de la República, los instrumentos utilizados en su solución y los resultados preliminares de esta reacción.

1. Naturaleza del choque

Desde un punto de vista macroeconómico, la pandemia se ha entendido como un choque negativo de oferta y demanda agregadas. Por el lado de la demanda, el temor a la infección reduce el consumo de los hogares (Eichenbaum *et al.*, 2021) y, especialmente, el de aquellos bienes y servicios que involucran contacto entre personas (Guerrieri *et al.*, 2020). Por el lado de la oferta, el temor a la infección hace que los individuos susceptibles reduzcan su oferta laboral (Eichenbaum *et al.*, 2021), mientras que el cierre casi completo de sectores intensivos en contacto entre personas reduce el producto potencial de la economía directamente o por la interrupción de las cadenas de suministro (Blanchard e Illing, 2021, y Guerrieri *et al.*, 2020).

Si bien los efectos de oferta y demanda agregada implican una contracción severa de la actividad económica y del empleo, el impacto en la inflación es incierto, pues depende de la fuerza relativa de los efectos sobre la demanda y la oferta. Este es un elemento clave a la hora de definir la respuesta adecuada de la política monetaria. Cuando los bienes producidos en sectores con mayor contacto entre personas son más complementos que sustitutos de otros

bienes y servicios, la reducción de la demanda agregada es particularmente fuerte, pues la pérdida de consumo de los bienes producidos por sectores con mayor contacto no alcanza a ser compensada por aumentos en el consumo de otros bienes. De igual forma, cuando los individuos enfrentan restricciones crediticias, la contracción de la demanda agregada puede ser sustancial, pues quienes pierden su empleo o su ingreso no pueden mantener su consumo mientras se reubican en otros sectores productivos o mientras desaparece la epidemia. Estos efectos se refuerzan cuando se considera la posibilidad de quiebras de empresas o la caída de la demanda que enfrentan algunos sectores productores de insumos. Asimismo, el aumento del ahorro de los individuos y la reducción de la inversión de las firmas por cuenta de la incertidumbre que acompaña a la pandemia golpean negativamente la demanda agregada. En estas condiciones, es probable que la pandemia tenga efectos desinflacionarios o deflacionarios (Blanchard e Illing, 2021, y Guerrieri *et al.*, 2020).

Desde el punto de vista de los formuladores de política macroeconómica, sin embargo, el choque del covid-19 representó un reto mucho más complejo de lo reconocido en la literatura académica. No solo se dificultaba calibrar su impacto inflacionario, sino que había una gran incertidumbre sobre su duración y profundidad, lo cual entrañaba riesgos sobre la estabilidad financiera (fragilidad creciente de firmas, hogares e intermediarios) y la sostenibilidad fiscal y externa del país (niveles de deuda pública y externa cercanos a sus límites tolerables en los mercados). No obstante, el desafío inmediato y más apremiante para la política del Banco de la República y otras autoridades macrofinancieras fue el golpe que sufrieron algunos mercados financieros del país, el cual requirió un despliegue de medidas reactivas y preventivas, varias de ellas novedosas en el contexto local, orientadas a mantener el funcionamiento de dichos mercados y la oferta de crédito en el país y, con base en ello, apoyar la recuperación de la economía. El recuento de este proceso es uno de los temas centrales de este capítulo.

Los impactos inmediatos de la pandemia en los mercados financieros locales se relacionan con sus efectos en los mercados financieros internacionales. Al ser Colombia una economía pequeña y abierta a los flujos de capitales, su desempeño macrofinanciero está atado a lo que se conoce como el ciclo financiero global. Este se entiende como el comovimiento, mundial de precios de los activos riesgosos, flujos de capital, niveles de apalancamiento y agregados financieros, como respuesta a fluctuaciones en la disposición de las personas a tomar riesgos en los mercados (Rey, 2015; Miranda-Aggripino y Rey, 2021). La política monetaria de los Estados Unidos (y en menor medida la de otros países avanzados) desempeña un papel importante en dicha disposición y, por ende, en la determinación de la dinámica del ciclo global. El comovimiento

de variables señalado interactúa con las condiciones financieras y monetarias locales en las economías emergentes.

Esto es relevante porque, como lo señalan Akinci et al. (2022), “choques de incertidumbre” que se originan en el “centro financiero”, se difunden rápidamente en los países emergentes y tienen propiedades que se asemejan a un choque global de aversión al riesgo, como fue lo ocurrido con el covid-19. De forma similar, tomando como referencia la dinámica del ciclo financiero global, Corsetti et al. (2020) definen cambios en la probabilidad de un “desastre económico global” (un choque exógeno sobre las expectativas de los inversionistas) como el detonante de cambios en la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, volatilidad en los precios de estos activos y en las tasas de cambio y, finalmente, en los flujos de capital⁴⁵⁴.

Por tanto, aun reconociendo que la pandemia fue un choque exógeno para la economía colombiana, sus elementos pueden haber reflejado efectos secundarios del movimiento de variables del ciclo financiero global, además de impactos coincidentes del choque en distintos mercados de países avanzados y emergentes. Adicionalmente, la respuesta de las autoridades de las economías avanzadas ante el choque de incertidumbre causado por la pandemia seguramente reorientó o cambió la dinámica del ciclo financiero global y, por ende, alivió los efectos del choque en las economías emergentes y facilitó o complementó las respuestas de política en estas últimas.

1.1 El régimen de política monetaria de los países avanzados y emergentes al inicio de la pandemia

Si bien puede afirmarse que en décadas recientes ha tenido lugar una convergencia en el mundo de la banca central hacia un esquema de inflación objetivo con matices particulares por país, esta se ha dado con marcadas diferencias entre países avanzados y emergentes. Mientras varios países emergentes, como Colombia, consolidaban en los años previos a la pandemia el régimen de inflación objetivo con su marco institucional, instrumental analítico y operativo, claridad de objetivos e independencia instrumental, entre otros, los países avanzados se movieron hacia una estrategia novedosa que se conoció entonces como política monetaria no convencional. Esta fue

⁴⁵⁴ En este trabajo se estudia la relación entre la depreciación de las monedas de países emergentes y las crisis económicas globales, con especial referencia a la denominada crisis financiera global de 2007-2009 y a la crisis del covid-19.

motivada por la tendencia decreciente que se registró en este último grupo de países, básicamente con la entrada del siglo XXI, tanto en la tasa natural de interés como en la inflación, y en un contexto de pérdida de dinámica del crecimiento económico (Bernanke, 2022).

Las restricciones que este escenario imponía al manejo de la política monetaria, en particular cuando los bancos centrales de los países avanzados veían necesario estimular la actividad económica, se acentuaban cuando las tasas de interés de política se acercaron a cero (ZLB: *zero lower bound*) o a su límite efectivo (ELB: *effective lower bound*). Esta limitación se manifestó con particular crudeza en la Crisis Financiera Global de 2007-2009 y, recientemente, con la pandemia. Fue precisamente con la reacción de los bancos centrales a las restricciones derivadas del ZLB/ELB como surgieron las políticas no convencionales, las cuales vinieron a consolidarse con su respuesta a estos dos episodios.

La política monetaria no convencional se construyó a partir de tres instrumentos. Primero, el uso del balance de los bancos centrales como medio para afectar las condiciones financieras de la economía, en lo que se denominó relajamiento cuantitativo (*quantitative easing*: QE), el cual se basaba en compras de bonos del gobierno o títulos privados para afectar las tasas de interés de mediano y largo plazo y así estimular la actividad económica. Segundo, la utilización más intensa y estratégica de la comunicación al público y a los mercados para conducir sus expectativas acerca de niveles futuros de tasas de interés y expansión de la hoja de balance del banco central (*forward guidance*). Y tercero, tasas de interés negativas, que fueron adoptadas por pocos bancos centrales.

La experiencia adquirida por los países avanzados en este tipo de políticas durante la crisis de 2007-2009 fue crucial para responder con rapidez y efectividad al choque de la pandemia en 2020 y, de paso, fortalecer dichas políticas con tasas de interés negativas y uso de la hoja de balance para proveer crédito a corporaciones no bancarias y hogares. Como lo destaca Bernanke (2022), con la experiencia adquirida durante la crisis de 2007-2009, al enfrentar la pandemia en 2020, los bancos centrales de los países avanzados pudieron responder en forma decisiva y ágil, retomando el libreto de años atrás.

Entonces, puede concluirse que el contexto y marco de la política monetaria para responder a la pandemia era muy distinto para las economías avanzadas y las economías emergentes. Si bien estas últimas no enfrentaban el fantasma de ZLB/ELB y pudieron hacer uso, cuando lo consideraron conveniente, del instrumento tradicional básico de la tasa de interés de política, no contaban con antecedentes en políticas no convencionales. No obstante, algunas de estas economías ensayaron políticas similares por primera vez en

la pandemia, con poca o ninguna experiencia y, en muchos casos, adaptando rápidamente el marco institucional y legal vigente⁴⁵⁵.

2. Escenario macroeconómico inicial: vulnerabilidades

Los efectos macrofinancieros de la pandemia y las consiguientes reacciones de política respondieron no solo al choque, con todas sus complejidades, sino también al estado inicial de los mercados financieros globales y de la economía colombiana. En esta sección se aborda este aspecto para contextualizar la descripción detallada de los impactos del choque en Colombia. Se hace énfasis en las vulnerabilidades previas tanto en los mercados globales como en la economía local, ya que ellas condicionaron las características del choque en Colombia y la respuesta de política del Banco de la República. Esta última difirió en algunos aspectos de la de otros bancos centrales de América Latina y puede argüirse que parte de estas diferencias se explicó por las distintas condiciones iniciales de las economías.

2.1 Dimensión externa

Al menos dos factores del contexto macrofinanciero internacional deben ser tenidos en cuenta al analizar el impacto del choque del covid-19 y la respuesta de los bancos centrales en los primeros meses de 2020. Estos factores, el ciclo financiero global y la consolidación de políticas monetarias no convencionales, en particular en los países avanzados desde la crisis financiera global de 2007-2009, condicionaron la dinámica de los mercados financieros internacionales e influyeron en la respuesta de los bancos centrales a la pandemia y en sus resultados.

La crisis financiera global también generó reformas regulatorias que limitaron las posibilidades de los bancos para tomar riesgos, contribuyendo así a estimular el desarrollo de mecanismos de financiamiento a través del mercado y no de los bancos, y con emisión de bonos y no de préstamos. Así, en los Estados Unidos, mucho más que en otros países, se consolidó un modelo de financiamiento de mercado con un amplio sector de intermediarios financieros

⁴⁵⁵ A manera de ilustración, mientras que el Banco de la República de Colombia tomó las medidas que consideró necesarias, incluyendo algunas que utilizaba por primera vez, dentro del marco legal vigente, el Banco Central de Chile requirió que el Congreso adoptara reformas constitucionales que permitían a la autoridad monetaria adquirir en forma definitiva títulos del gobierno. La necesidad de estas reformas está explicada en García (2021).

no bancarios (*non-bank financial institutions*: NBFI), el cual desempeñó un papel central en la explicación de fallas de algunos mercados financieros durante las primeras etapas de la pandemia (Financial Stability Board, 2021).

Así, buena parte de las disfuncionalidades de los mercados financieros generadas por la pandemia, y que amenazaron con afectar en forma considerable la actividad productiva de la economía mundial, se explican por vulnerabilidades derivadas de este contexto macrofinanciero⁴⁵⁶.

Reiteradamente se ha afirmado que en el centro de los problemas financieros derivados de la pandemia está un serio caso de estrés de liquidez, generado por el funcionamiento inadecuado de los mercados básicos de fondeo o financiamiento (Financial Stability Board, 2020). Se trató, en pocas palabras, no de una corrida bancaria, sino de una corrida contra los mercados, motivada por incertidumbre respecto al ingreso de hogares y empresas por la pandemia, a los precios de los activos y a la solidez financiera de las contrapartes. De hecho, la alta volatilidad de la liquidez que proveen los mercados, comparada con la que suministran los bancos, profundizó, durante la pandemia, la tendencia de los bancos centrales a extender su papel de prestamista de última instancia para atender los NBFI (BIS, 2020).

En buena medida, la creciente relevancia de la liquidez de los mercados y las disfuncionalidades que ellos mostraron durante los primeros meses de 2020, junto con el papel de los NBFI, explica los problemas que se registraron tanto en el mercado de Tesoros de los Estados Unidos, como en los mercados de financiamiento en dólares de bancos y corporaciones por fuera de este país⁴⁵⁷. Muy probablemente, esto contribuyó a la volatilidad de los mercados de bonos soberanos de países emergentes y las salidas de capital de ellos cuando los inversionistas internacionales buscaron seguridad (*fight for safety*)

⁴⁵⁶ La magnitud de los problemas financieros derivados del choque del covid-19 es destacada por numerosos autores, quienes resaltan también la importancia de la respuesta de los bancos centrales para evitar la amplificación de esos problemas. Así, en BIS (2020) se dice que lo ocurrido en marzo de 2020, más que una recesión normal, fue una parada súbita de la economía global. Por su parte, analistas afirman que el covid-19 es, de lejos, el mayor reto que las autoridades económicas de las economías emergentes han tenido que enfrentar en la historia reciente (García'herrero y Ribakova, 2020). Finalmente, Bernanke (2022) anota: "The Wall Street Journal described the market turmoil of mid-March as even more intense than 2008 and wrote that 'few realize how close to collapse the financial system came on March 16'."

⁴⁵⁷ Bernanke (2022) subraya el papel central de los mercados de Tesoros frente al sistema financiero de los Estados Unidos, y destaca, como lo más importante de la acción de la Reserva Federal para la estabilidad financiera, sus esfuerzos continuados por restablecer el orden en dichos mercados.

y, posteriormente, liquidez (*dash for cash*), en el primer trimestre de ese año (Financial Stability Board, 2020, y Barone et al., 2022)⁴⁵⁸.

Por otro lado, como se mencionó, la estrategia de política monetaria que se consolidó con la crisis financiera de 2007-2009, con tasas de interés permanentemente bajas y relajamiento cuantitativo, alimentó un ciclo financiero de amplia liquidez global, financiamiento abundante y barato, apetito por riesgo, búsqueda de rendimientos elevados, probable sobrevalorización de activos, apalancamiento y crecientes niveles de endeudamiento. Más aún, esta estrategia se profundizó como respuesta a eventos sucesivos de iliquidez o estrés ocurridos en distintos países, como el *taper tantrum* en 2013, o los serios problemas de deuda de la zona del euro en 2011-2012. Estas condiciones financieras favorables implicaron, además, acceso de las economías emergentes a financiamiento a bajo costo (Financial Stability Board, 2020). Se constituyó, así, una creciente vulnerabilidad financiera global, ante la cual un choque fuerte podría generar correcciones fuertes de los precios de los activos e interrupciones bruscas en la liquidez de los mercados y en los flujos de crédito.

En este contexto, la declaratoria de pandemia el 11 de marzo de 2020 por parte de la Organización Mundial de la Salud (OMS) y la reacción a la incertidumbre y al cambio en el apetito por riesgo (de *risk-on* a *risk-off*) dieron lugar a temores por la posibilidad de ocurrencia de una crisis financiera internacional que incluyera una crisis de deuda de países emergentes o en desarrollo. De ahí también, probablemente, la rápida y decidida reacción de bancos centrales y gobiernos. Hoy se considera que, para los países avanzados y la mayor parte de los emergentes, si bien los sistemas financieros enfrentaron un serio período de estrés y choque de liquidez, los bancos y las infraestructuras de mercado superaron la situación con mayor o menor costo, y los problemas terminaron concentrados, como ya se mencionó, en los mercados básicos de fondeo. En las economías avanzadas, los mayores inconvenientes los presentaron los intermediarios financieros no bancarios (Financial Stability Board, 2020).

Con el beneficio de contar con una perspectiva de tres años luego del comienzo de la pandemia, hoy se reconocen al menos tres elementos que desempeñaron un papel central en los primeros meses de la pandemia: 1) problemas estructurales que padecen los mercados de dinero (especialmente en los fondos del mercado monetario) en muchos países; 2) la tendencia del mercado de tesoros de los Estados Unidos a sufrir problemas de desbalance de liquidez,

⁴⁵⁸ Como se discute más adelante, si bien el sistema financiero colombiano está centrado en los bancos, el choque financiero del covid-19 se manifestó también en el país a través de intermediarios no bancarios, particularmente los fondos de inversión colectiva (FIC). Esto requirió una ampliación de las contrapartes y colaterales elegibles para operaciones de liquidez del Banco de la República.

en parte, como resultado del apalancamiento de los agentes que participan en dicho mercado y del tamaño que ha adquirido el stock de dichos bonos luego de varios años de relajamiento cuantitativo, y 3) las disfuncionalidades que pueden presentarse fácilmente en el mercado internacional de financiamiento en dólares y que llevan a que la Reserva Federal establezca, en situaciones de estrés, programas de swaps y repos con otros bancos centrales (Financial Stability Board, 2020; Barone et al., 2022).

2.2 Dimensión interna

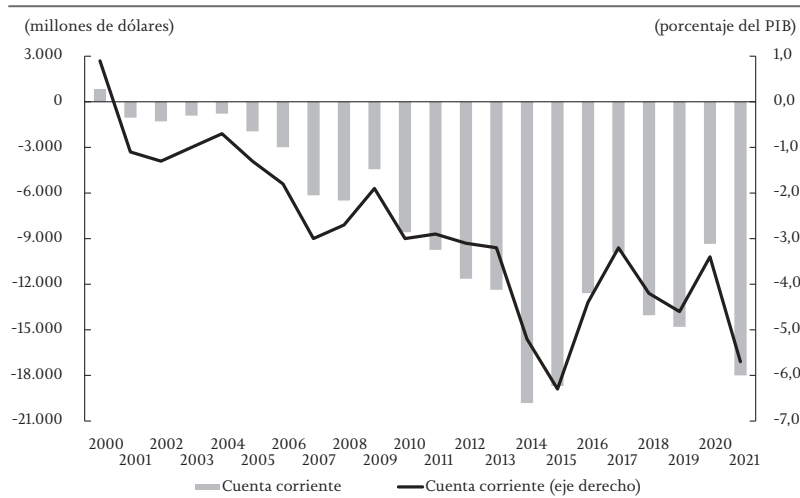
Mientras a nivel global las vulnerabilidades se manifestaban en una creciente fragilidad financiera por cuenta de la prolongada expansión monetaria, en una mayor importancia de los NBFI y de los mercados de capitales en la intermediación financiera, y en problemas estructurales en los mercados básicos de fondeo, en el ámbito local las vulnerabilidades se concentraban en aspectos macroeconómicos más tradicionales.

Tras una década de favorables términos de intercambio, condiciones financieras externas laxas, fuerte inversión extranjera directa (IED), consolidación fiscal, inversión dinámica y alto crecimiento, entre 2014 y 2016 la caída de los precios internacionales del petróleo representó un deterioro sustancial y duradero de los términos de intercambio y del ingreso nacional del país, que requería un ajuste de la absorción interna. Dicho ajuste se dio entre 2015 y 2018, al pasar el crecimiento real promedio del consumo final y la formación bruta de capital del 5,2 % y 10,3 %, entre 2011 y 2014, al 2,8 % y -0,1 % entre 2015 y 2018.

No obstante, este ajuste fue insuficiente, como lo sugiere la evolución del déficit en la cuenta corriente (Gráfico 1). Este se amplió con la caída del precio del petróleo en 2014 y 2015, para luego reducirse y alcanzar un mínimo del 3,2 % del PIB en 2017, y después aumentar de nuevo a un promedio del 4,4 % del PIB entre 2018 y 2019, cifra superior en más de 1 % del PIB con respecto al valor del déficit en los años previos al choque petrolero.

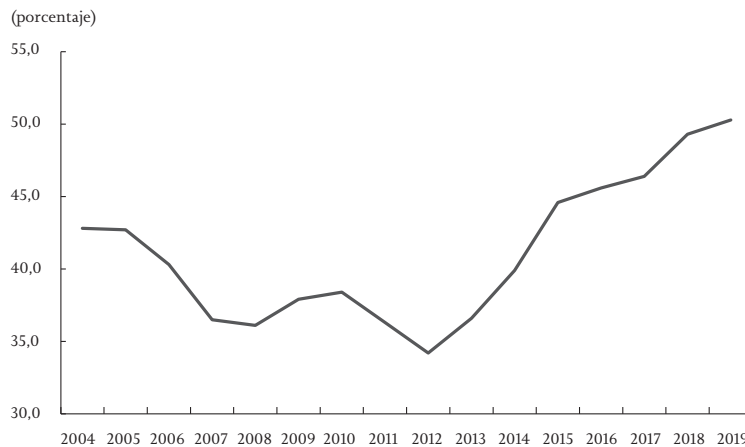
Detrás de esta dinámica se destaca un ajuste fiscal incompleto ante la caída del ingreso nacional y de los ingresos públicos relacionados con el petróleo. Esto, junto con un aumento persistente de la tasa de cambio real (producto, en parte, del mismo choque petrolero), se manifestó en un aumento continuo de la razón de deuda bruta del Gobierno Nacional a PIB desde 2013 (36,6 %) hasta 2019 (50,3 %) (Gráfico 2). De forma similar, la deuda externa como proporción del PIB aumentó fuertemente entre 2014 y 2016, y se mantuvo en niveles elevados desde entonces (Gráfico 3).

Gráfico 1
Cuenta corriente para Colombia



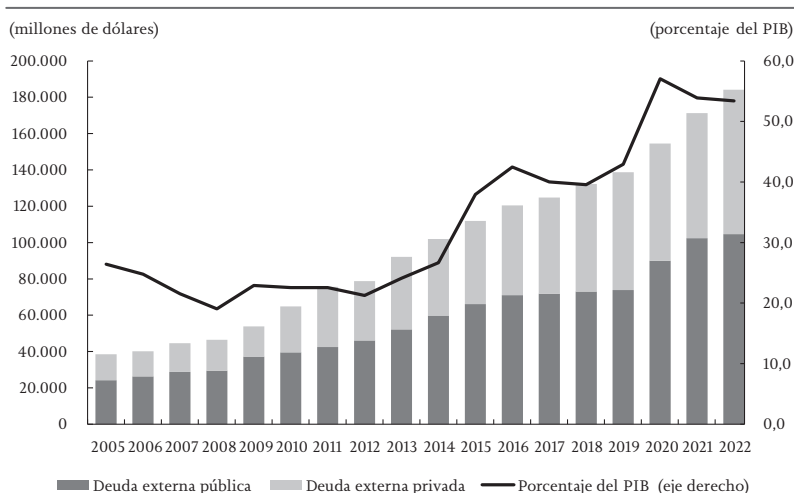
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
Deuda bruta del Gobierno Nacional (porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3
Saldo de la deuda externa
(millones de dólares y porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República.

De esta forma, tras el choque petrolero, la vulnerabilidad de la economía colombiana a nuevos choques externos aumentó. Las razones de deuda pública y externa se habían elevado considerablemente y el déficit externo era mayor que antes del choque⁴⁵⁹. En relación con otros países comparables de América Latina, la razón de deuda pública a PIB era elevada en 2019 (11, 19, y 31 puntos porcentuales, pp, más que para México, Chile y Perú, respectivamente). Entre las economías

⁴⁵⁹ A esto se sumó un incremento en el riesgo sobre el cumplimiento de la regla fiscal, como consecuencia de la reforma tributaria de 2018 (Ley de Financiamiento). En dicha reforma se redujo la carga tributaria sobre las empresas, con el fin de estimular la inversión y el crecimiento. En este contexto, el logro de recaudos suficientes para cumplir la regla fiscal e inducir una disminución rápida de la razón de deuda pública a PIB dependía crucialmente de un aumento importante del crecimiento económico y de la eficiencia en el recaudo. En su ausencia, los ingresos tributarios como porcentaje del PIB podrían caer y el déficit del Gobierno Nacional no se reduciría (Fedesarrollo, 2019).

grandes de la región con regímenes monetarios similares, solo era inferior a la razón de deuda de Brasil (17 pp)⁴⁶⁰.

Además, el petróleo continuaba siendo importante en las cuentas externas del país, al representar el 31,1 % de las exportaciones de bienes y servicios en 2019. La IED en petróleo ascendía al 19,7 % de la IED total y cubría el 18,6 % del déficit externo en ese año. Por su parte, la importancia de los ingresos petroleros en los ingresos del gobierno general se había reducido después del choque, pero aún representaba una fracción no despreciable (5,5 %). Esto, naturalmente, implicaba una fragilidad importante de la economía ante una reducción brusca del precio del petróleo.

En contraste, la liquidez internacional del país se mantenía en niveles apropiados para enfrentar choques externos. Las reservas internacionales, complementadas por la línea de crédito flexible del FMI (LCF), ofrecían una cobertura suficiente de los riesgos externos, excediendo el límite superior del rango sugerido por la metodología ARA del FMI (Gráfico 4)⁴⁶¹. De hecho, desde 2018 el país se encontraba en un programa de compras de reservas en previsión de una salida gradual de la LCF. Esta cobertura mitigaba las vulnerabilidades externas del país.

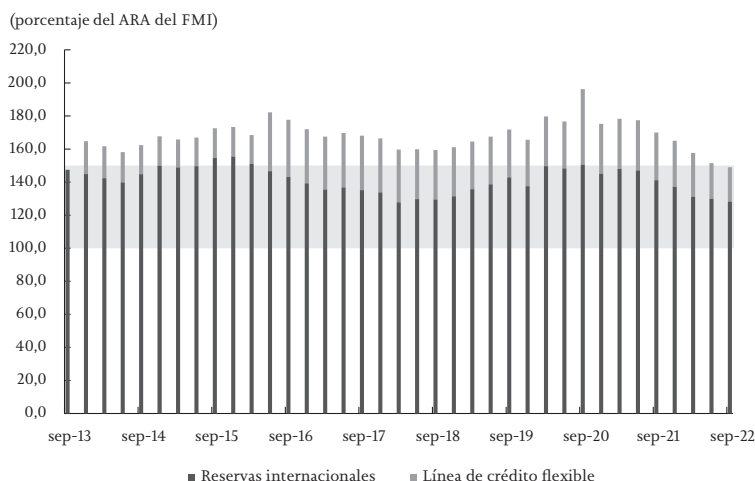
Por su parte, en 2019 no se vislumbraba una fragilidad importante del sistema financiero interno, con indicadores de liquidez y solvencia de los intermediarios en niveles adecuados, mejores que los límites regulatorios. El crecimiento de la cartera venía recuperándose después del ajuste que siguió a la caída del precio del petróleo, pero lo hacía de manera heterogénea entre sectores. Mientras la cartera comercial aumentaba a ritmos inferiores al crecimiento del PIB, el incremento de la cartera a los hogares (consumo e hipotecaria) lo rebasaba. La continuidad de esta última dinámica era señalada como uno de los riesgos de mediano plazo del sistema (Banco de la República, 2019).

En cuanto a las variables macroeconómicas básicas, en 2019 el crecimiento económico se recuperaba tras el ajuste a la caída del precio del petróleo, alcanzando un 3,3 %, con lo cual se cerraba paulatinamente una brecha de producto aún negativa, estimada en -0,7 % para dicho año (Banco de la República, 2020a). La inflación al consumidor (3,8 %) excedía la meta del 3 % por cuenta de los efectos de El Niño sobre los precios de los alimentos y de los efectos acumulados de la depreciación del peso desde finales de 2018 (asociada principalmente con el ciclo alcista de la tasa de interés de la Reserva Federal y con

⁴⁶⁰ Cálculos basados en las estadísticas de deuda del sector público no financiero como proporción del PIB de CEPAL, véase: <https://statistics.cepal.org/portal/cepalstat/dashboard.html?theme=2&lang=es>

⁴⁶¹ Adaptación a Colombia del cálculo de *assessing reserve adequacy* (IMF, 2016).

Gráfico 4
Reservas internacionales y línea de crédito flexible



Nota: la franja gris corresponde al nivel adecuado de reservas internacionales según la metodología ARA del FMI.

Fuente: Banco de la República.

la reducción de los precios del petróleo). La inflación básica (3,1%) venía en aumento, de forma coherente con el cierre gradual de la brecha del producto y con la depreciación del peso, pero se situaba cerca de la meta. La tasa de interés de política (4,25%) correspondía a niveles reales entre 0,45% (*ex post*) y 1,1% (*ex ante*), inferiores a la estimación de la tasa de interés neutral de ese entonces (1,2%-1,4%), por lo que la postura de política monetaria podía considerarse moderadamente expansiva. Los analistas del mercado esperaban un aumento marginal de la tasa de política en los siguientes dos años (Banco de la República, 2020).

En resumen, como resultado de un ajuste incompleto a la caída de los ingresos petroleros de 2014-2016, la vulnerabilidad de la economía colombiana a choques externos se elevó. A esto se sumaba la importancia persistente del petróleo en la balanza de pagos del país. En contraste, los colchones de liquidez internacional se mantenían en niveles holgados y no se percibían amenazas serias en el sistema financiero local. Tampoco había presiones inflacionarias significativas, excesos o defectos de demanda sustanciales, ni rezagos importantes en la postura de política monetaria.

En el contexto descrito de elevado apalancamiento global, transformación estructural de los mercados internacionales de fondeo, creciente vulnerabilidad externa de la economía colombiana y alta exposición de sus cuentas externas al precio del petróleo, el choque del covid-19 habría de tener un impacto inmediato particularmente fuerte en el país, como se describe posteriormente. En el mismo contexto, se entiende la respuesta cauta y pausada de la política del Banco de la República en relación con la adoptada en otros países de la región.

3. Transmisión y amplificación endógena del choque

Como se indicó, el choque, cuyos efectos y reacciones se analizan aquí, fue exógeno y global, causado por la difusión del covid-19 (Lepetit y Fuentes-Albero, 2022). Dentro de este contexto, se generó un serio caso de estrés de liquidez de carácter sistémico, que afectó de manera negativa la provisión de financiamiento en la economía, e hizo necesaria la acción urgente de bancos centrales y gobiernos⁴⁶². En la raíz del problema está, entonces, un choque de incertidumbre y un incremento generalizado de aversión al riesgo (Akinci et al., 2022).

La amplificación de los efectos de un choque ocurre por mecanismos endógenos al sistema financiero, generalmente relacionados con imperfecciones, rigideces o disfuncionalidades de los mercados⁴⁶³. El proceso se teje a partir de dos pares de elementos. Por un lado, la aversión al riesgo y las restricciones financieras (*balance-sheet constraints*) que enfrentan los intermediarios financieros, y que se manifiestan en la búsqueda de activos más seguros y líquidos (Gertler y Karadi, 2009). Por otro lado, la interacción entre lo que se conoce como liquidez de financiamiento o fondeo y liquidez de mercado, que explica el proceso por el cual el choque de incertidumbre puede llevar a una virtual “evaporación” de la liquidez (Brunnermeier, 2009).

⁴⁶² El carácter sistémico del evento analizado hace relación a “alta concentración de exposiciones a riesgo financiero sistemáticamente relevantes” que podían haber hecho “disfuncional una proporción significativa del sistema financiero” [Crockett (2002)]. Este punto se retomará más adelante en este capítulo.

⁴⁶³ Véase Brunnermeier (2009). Esta retroalimentación tiene lugar a partir de lo que Shin (2010) señala como el doble papel que juegan los precios: al mismo tiempo que suministran información, inducen a la acción.

3.1 Hechos y fechas del choque del covid-19 y el estrés de liquidez

Como se señala en BIS (2020), ante el avance del covid-19 fue necesario que los gobiernos y organismos internacionales indujeran una parada súbita de las economías para prevenir un desastre de salud pública. En algún momento de este proceso, y con el apoyo de su conocimiento y criterio, la Organización Mundial de la Salud decretó, el 11 de marzo de 2020, que la humanidad estaba frente a una pandemia.

La recesión en la actividad productiva hizo evidentes importantes disfuncionalidades en algunos mercados financieros, que afectaron la “capacidad y la disposición de los intermediarios financieros de proveer liquidez donde más se requería” (FSB, 2020). Esto hizo necesaria la decidida acción de bancos centrales y gobiernos. Gracias a esta acción, el período de mayor estrés de liquidez fue relativamente corto, con una duración de tres meses antes de que una relativa calma regresara a los mercados internacionales.

El Financial Stability Board ha diseñado una línea de tiempo (Cuadro 1) para describir y relacionar estos acontecimientos, dividida en tres fases principales (FSB, 2020):

Cuadro 1
Línea de tiempo: consecuencias del covid

Fases del período más crítico	Fechas aproximadas de inicio y terminación
1. Búsqueda de seguridad (<i>flight to quality</i>)	Del 21 de febrero al 11 de marzo de 2020
2. Búsqueda de liquidez (<i>dash for cash</i>)	Del 11 de marzo al 23 de marzo de 2020
3. Alivio de estrés de los mercados	A partir del 23 de marzo de 2020

Fuente: FSB (2020).

Brevemente, y siguiendo al FSB (2020), las semanas anteriores al 21 de febrero, si bien registraron un buen desempeño de los mercados y las economías, y aún altos niveles históricos de los índices accionarios en los Estados Unidos y Europa el 19 de febrero, fueron sembrando la preocupación por la expansión del coronavirus en China y su aparición en otros países. El anuncio de confinamiento en el norte de Italia el 21 de febrero estuvo acompañado de incrementos significativos en el índice VIX. El cambio en el apetito por riesgo de los inversionistas se hizo evidente en su afán por moverse a activos más seguros.

Posteriormente, la economía y los mercados financieros internacionales, al igual que cada país, de acuerdo con el avance del contagio, sus vínculos con el ciclo financiero global y las medidas tomadas por las autoridades, sufrieron un deterioro de las condiciones financieras que se prolongó por varias semanas. En el Cuadro 2 se resumen algunos de los principales eventos de las dos primeras fases que identifica el FSB como el centro de gravedad del período de mayor estrés de liquidez.

Cuadro 2
Principales eventos durante el período de mayor estrés

Algunos eventos que caracterizaron las primeras fases del estrés de liquidez	
1. Búsqueda de seguridad (<i>flight to quality</i>)	2. Búsqueda de liquidez (<i>Dash for cash</i>)
Del 21 de febrero al 11 de marzo de 2020	Del 11 de marzo al 23 de marzo de 2020
21 de febrero: confinamientos en Italia	11 de marzo: OMS declara brote del covid-19 como pandemia
Se intensifica temor de inversionistas	11 de marzo: el Banco de Inglaterra reduce tasa y anuncia intervenciones
Disminuyen los rendimientos de los bonos a nivel global por aumento de la demanda de activos seguros	Mercados de dinero registran señales de estrés
A finales de febrero los bancos centrales manifiestan disposición a apoyar los mercados	Alta volatilidad en los precios de los activos
3 de marzo: la Fed disminuye tasas en 50 pb	12 de marzo: BCE anuncia paquete de medidas
Pese a las medidas y anuncios, los mercados continúan su deterioro	Mercado de Treasuries se deteriora
9 de marzo: confinamiento general en Italia	Liquidez de bonos privados disminuye y empresas acuden a líneas de crédito bancario
9 de marzo: precios del petróleo caen un 30 %	Salidas de recursos de fondos de bonos de países emergentes
	15 de marzo: la Fed anuncia medidas de apoyo a mercados, compra de <i>Treasuries</i> (bonos del tesoro de Estados Unidos) y bonos hipotecarios y reduce tasas en 100 pb. Los anuncios sobre compra de activos se reiteran en varias oportunidades.
	17 de marzo: la Fed inicia creación de facilidades crediticias y el BCE anuncia creación del PEPP.
	Varios bancos centrales anuncian medidas adicionales de apoyo.

Fuente: FSB (2020).

El FSB (2020) considera que para la tercera semana de marzo de 2020 las condiciones de los mercados financieros habían comenzado a mejorar y que la depreciación del dólar indicaba que uno de los principales problemas del período de estrés (la disrupción del financiamiento en dólares), comenzaba a aliviarse y las restricciones de liquidez a superarse. Esto, se supone, gracias a las compras de bonos de la Reserva Federal.

3.2 Elementos transversales al estrés de liquidez

Además de los hechos puntuales que marcaron la evolución de los efectos del choque del covid-19 y la respuesta de política que evitó su amplificación, lo acontecido en el período se entiende mejor si se tienen en cuenta unos elementos de carácter más estructural que se explican a continuación. Estos elementos no afectaron a todos los países de igual manera, pero desempeñaron un papel importante en la dinámica de los cambios en las condiciones financieras que ellos registraron.

1. *Caída del precio de los bienes básicos (commodities)*, en especial del petróleo, a partir de los primeros días de marzo de 2020. Si bien es parcialmente exógena a la pandemia (pues dependió de la incapacidad de los productores para recortar la producción ante el desplome de la demanda), esta caída afectó negativamente a varios países emergentes, Colombia entre ellos, y limitó sus posibilidades presupuestales para responder a la pandemia (Vargas et al., 2021).
2. *Perturbaciones en los mercados de Treasuries de los Estados Unidos* y, con menor intensidad, de bonos soberanos de otros países. A comienzos de marzo, frente a la mayor incertidumbre en la economía y los mercados, cambios en el apetito por riesgo de los inversionistas los llevaron a vender estos bonos soberanos para poder enfrentar así retiros de fondos y llamados al margen de sus posiciones (Eisenbach y Phelan, 2022). Los rendimientos de estos bonos se incrementaron y los mercados de bonos soberanos se deterioraron (Financial Stability Board, 2020)⁴⁶⁴. La respuesta de la Reserva Federal ante

⁴⁶⁴ Pronto se generó una espiral de nuevas exigencias de mayores márgenes, y la liquidez en este mercado, en especial en el de futuros, se “evaporó” (BIS, 2020). La raíz del problema estaba en la incapacidad del balance de los *dealers* o en su poca disposición a tomar posiciones adicionales en bonos soberanos (ellos usualmente adquieren temporalmente los bonos mientras pasan a manos de otro comprador). Barone et al. (2022) muestran que la severidad de este problema en el mercado de Tesoros en los Estados Unidos se explica por los altos niveles de apalancamiento de los inversionistas y por las presiones de venta derivadas de la liquidación de títulos del Tesoro por parte de agentes cuyo acceso al financiamiento en dólares se vio restringido.

- el deterioro del mercado de *Treasuries* fue incrementar, a partir de marzo de 2020, la adquisición de bonos gubernamentales e hipotecas de agencias.
3. *Problemas en los mercados básicos de financiamiento (fondeo) en los Estados Unidos.* Siguiendo un patrón similar al estrés de liquidez del mercado de *Treasuries*, en marzo de 2020 los mercados de financiamiento hicieron evidentes sus disfuncionalidades cuando los inversionistas, como respuesta al choque de incertidumbre generado por la pandemia, buscaron moverse rápidamente a activos más seguros y, principalmente, más líquidos. Los canales para esto, retiros de recursos de fondos del mercado de dinero y su canalización hacia fondos que invierten en instrumentos gubernamentales más seguros, produjeron la evaporación de liquidez de fuentes de financiamiento no colateralizadas utilizadas por corporaciones (papeles comerciales) y bancos (certificados de depósito). Esto redujo considerablemente los plazos y elevó los costos del financiamiento, limitó la transmisión de la disminución de tasas de la Reserva Federal e impactó negativamente a los bancos no residentes en los Estados Unidos (Eren et al., 2020). De nuevo, la urgencia de los inversionistas por liquidez desbordó la capacidad de los mercados. Los fondos del mercado de dinero (o *Money Market Funds MMF*) sufrieron más severamente el estrés de liquidez al tener que liquidar una parte importante de sus portafolios ante retiros anticipados de sus recursos⁴⁶⁵.
 4. *Estrés en el mercado internacional de financiamiento en dólares.* Los problemas en los mercados de financiamiento de los Estados Unidos, ocurridos en marzo y abril de 2020, se multiplicaron internacionalmente a través de los bancos globales, dando lugar a un serio problema de financiamiento en dólares. Como lo destaca el BIS (2020: 49), una parte importante del uso del dólar como moneda de reserva se hace *offshore*. Los pasivos denominados en dólares de bancos y no bancos por fuera de los Estados Unidos eran de más de USD22 trillones a finales de 2019. Por otra parte, las obligaciones fuera de balance mediante *FX swaps* podían llegar a USD40 trillones. En estas condiciones, y por los mecanismos ya mencionados, las disrupciones en los mercados de los Estados Unidos tuvieron impacto global, en particular

⁴⁶⁵ Análisis posteriores destacaron la volatilidad del financiamiento que ofrecen los mercados, cuando se compara con la del financiamiento bancario, concluyendo que una de las principales lecciones del estrés de liquidez es la poca resiliencia de los intermediarios financieros no bancarios (NBFIs), en especial los fondos del mercado monetario (MMF) (Financial Stability Board, 2021). Como se verá más adelante, en Colombia los FIC enfrentaron problemas similares de retiros anticipados. En este caso, se trató claramente de un movimiento que buscaba no solo mayor liquidez, sino también evitar mayores desvalorizaciones de los activos invertidos.

sobre bancos de países distintos a los Estados Unidos, a través de fuertes fluctuaciones en el costo del financiamiento *offshore* en dólares⁴⁶⁶.

5. *Flujos de capital de los países emergentes hacia el resto del mundo.* Uno de los elementos que generalmente reflejan los choques de incertidumbre y el consiguiente cambio en el apetito por riesgo es la volatilidad de las tasas de cambio. La importante dinámica de las tasas de cambio que hizo parte del período de estrés de liquidez aquí analizado fue el resultado de ajustes en portafolios a nivel internacional que ocurrieron como respuesta a la búsqueda de activos más seguros y líquidos. Estos ajustes, según Corsetti y Marin (2020), dieron lugar, a partir más o menos del 25 de febrero, a una acelerada salida de capitales de las economías emergentes hacia el resto del mundo y a la depreciación de sus monedas. Los autores subrayan que esta salida de capitales ocurrió una vez la curva de rendimientos de los *Treasuries* se invirtió, y sugieren que los flujos de capital no son independientes de lo que ocurre en el mercado de bonos soberanos de los Estados Unidos⁴⁶⁷.

4. Impacto económico inicial del choque: impacto financiero interno y externo, y efecto sobre los términos de intercambio

Como se mencionó en la sección previa, el choque del covid-19 inicialmente produjo un movimiento hacia activos seguros en los mercados financieros

⁴⁶⁶ Es importante mencionar, por su probable impacto sobre las condiciones financieras y la estabilidad de los mercados en un número de países, que entre las medidas de política de la Reserva Federal frente a los problemas en el mercado de *Treasuries* y en el financiamiento *offshore* en dólares, se destacan la reactivación y extensión, en marzo de 2020, del programa de swaps en dólares con bancos centrales seleccionados de otros países, y el establecimiento (31 de marzo) de operaciones de repos para autoridades del exterior y autoridades monetarias internacionales (FIMA) con cuentas en la Fed. Un estudio de la Reserva Federal de Nueva York (Goldberg y Ravazzolo, 2021) concluye sobre las bondades de las facilidades de swaps y repos (FIMA) que: favorecieron las condiciones de los mercados de financiamiento en dólares y los flujos interfronterizos de los bancos; el acceso de un país a estas facilidades se asocia con menores costos de endeudamiento en dólares localmente en el mercado de FX swaps; en parte, las facilidades de swaps permitieron que, después de marzo de 2020, los flujos internacionales de capital entre bancos se normalizaran rápidamente.

⁴⁶⁷ Estos autores señalan también que, “de acuerdo con estimativos del Institute of International Finance (IIF), las salidas de recursos de portafolio de los países emergentes por parte de no residentes sumaron cerca de \$100 mil millones de dólares en un período de 45 días a partir de finales de febrero de 2020” (p. 348). En la misma línea, BIS (2020) señala que los países emergentes fueron duramente afectados por la intensificación de ventas de todo tipo de activos cuando, a mediados de marzo, se inició la búsqueda o corrida por liquidez por parte de los inversionistas globales. Se supone que marzo de 2020 fue el de mayores salidas de capital de estos países registradas hasta la fecha de la publicación (p. 10).

internacionales (*flight for safety*), típico de episodios de marcada aversión global al riesgo (Financial Stability Board, 2020). Esto sucedió entre finales de febrero y comienzos de marzo de 2020 y se reflejó en un aumento de las primas de riesgo y la tasa de cambio en Colombia y otras economías emergentes. Posteriormente, sin embargo, la pronunciada incertidumbre asociada con el choque indujo un vuelco hacia activos líquidos (*cash-like*), incluso desde aquellos activos considerados seguros (v. g. los *Treasuries* estadounidenses o los *Bunds* de Alemania). Dadas las vulnerabilidades señaladas en los mercados financieros globales, esto se tradujo en un drenaje fuerte y rápido de la liquidez en los mercados de activos en países avanzados y emergentes. Al mismo tiempo, la expectativa de un desplome en la actividad económica mundial y las dificultades para recortar la producción de petróleo entre los miembros de la OPEP+⁴⁶⁸ generaron un colapso del precio del petróleo entre marzo y abril de 2020 (Financial Stability Board, 2020).

En el caso de Colombia, el impacto del choque en los términos de intercambio pudo ser mayor que en otras economías emergentes debido a la caída más marcada del precio del petróleo respecto a los precios de otros bienes básicos (Vargas et al., 2021). Como se mencionó en la sección anterior, la vulnerabilidad del país a este tipo de choque era relativamente alta, dadas la elevada razón de deuda pública a PIB y la importancia del petróleo en las cuentas externas y fiscales. En este sentido, no es de extrañar que la reacción de las primas de riesgo soberano de Colombia al choque del covid-19 estuviese entre las mayores para las economías emergentes⁴⁶⁹. Esto, naturalmente, se reflejó en una respuesta relativamente fuerte de los precios de los activos locales e influyó en las características de la respuesta de política del Banco de la República. A continuación se ilustran en detalle los efectos inmediatos del choque del covid-19 en los mercados financieros internos y en los términos de intercambio.

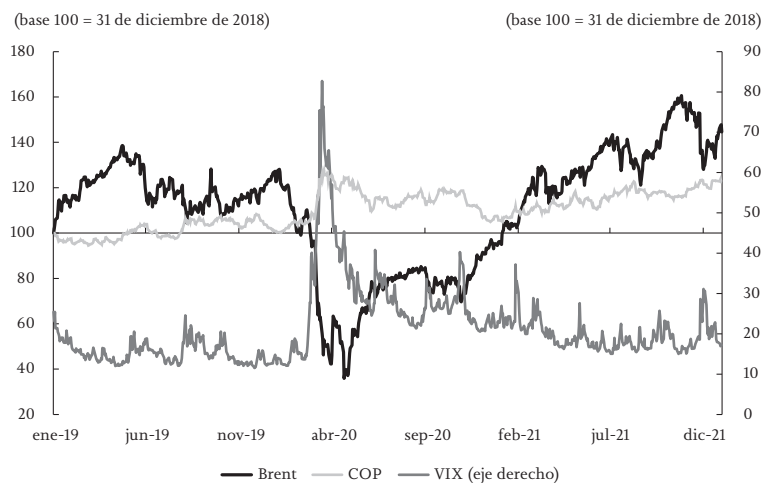
La abrupta caída en el precio del petróleo y el sentimiento negativo de los mercados a nivel global derivado de la pandemia generaron una fuerte depreciación del peso (Gráfico 5) y una caída importante en los precios de los TES (Gráfico 6) en mercados que perdieron su liquidez (Gráfico 7)⁴⁷⁰. El

⁴⁶⁸ La OPEP+ incluye a los miembros de la OPEP y a Rusia.

⁴⁶⁹ Vargas et al. (2021) encuentran que las primas de riesgo soberano de estos países responden más fuertemente a sus fundamentos (condiciones financieras globales, deuda pública, términos de intercambio, etc.) cuanto mayores son los niveles iniciales de las primas de riesgo y de la razón de deuda pública.

⁴⁷⁰ A manera de ilustración, ante la iliquidez del mercado de TES, la Dirección de Crédito Público aumentó el margen entre compra y venta para el cumplimiento del requisito de cotización obligatoria, de los creadores de mercado, de 20 a 80 pb.

Gráfico 5 Comportamiento del peso colombiano, el Brent y el VIX

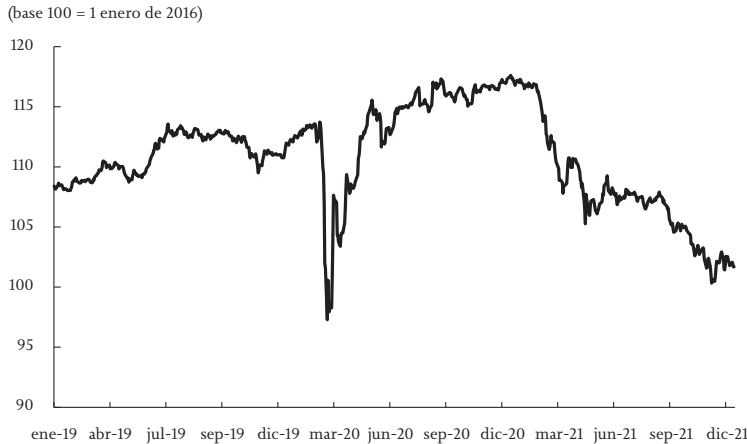


Fuentes: Banco de la República y Bloomberg.

choque también se reflejó en un aumento en la prima de riesgo del país mayor que el de otros países emergentes (Gráfico 8). Las desvalorizaciones de los activos no fueron exclusivas de Colombia. En general, los mercados de deuda pública en el mundo experimentaron un aumento en las tasas y una disminución en su liquidez, al tiempo que las primas de riesgo de los países emergentes subieron y las monedas se depreciaron (Gráfico 9). La desvalorización de los TES, al ser el activo libre de riesgo en Colombia y, por tanto, la base de valoración de otros activos, llevó a una caída en los precios de los bonos privados y CDT (Gráfico 10). Ante las desvalorizaciones y la incertidumbre por la pandemia, algunos inversionistas institucionales retiraron sus ahorros de los fondos de inversión colectiva (FIC) y los depositaron en cuentas de ahorro para evitar el riesgo de mercado y mantener liquidez. Consecuentemente, los FIC experimentaron fuertes retiros (Gráfico 11).

En Colombia, a diferencia de otros países como los Estados Unidos y Canadá, no hay FIC abiertos que inviertan principalmente en bonos soberanos. Los tipos de FIC se diferencian por invertir en bonos (incluyendo CDT –

Gráfico 6 Índice de precios de TES en pesos



Nota: para cada día se calcula el retorno logarítmico de cada título (ISIN) con respecto al día hábil inmediatamente anterior, teniendo en cuenta los datos de valoración de Precia. Con base en el saldo de los títulos (provenientes de Deceval y DCV), se calcula el retorno promedio ponderado del portafolio de títulos para ese día. Posteriormente, con base en una fecha de inicio (enero 1 de 2016) y un valor base (100), se calcula el valor del índice para cada día como la suma acumulada de los retornos logarítmicos promedio ponderado del portafolio multiplicados por el valor base.

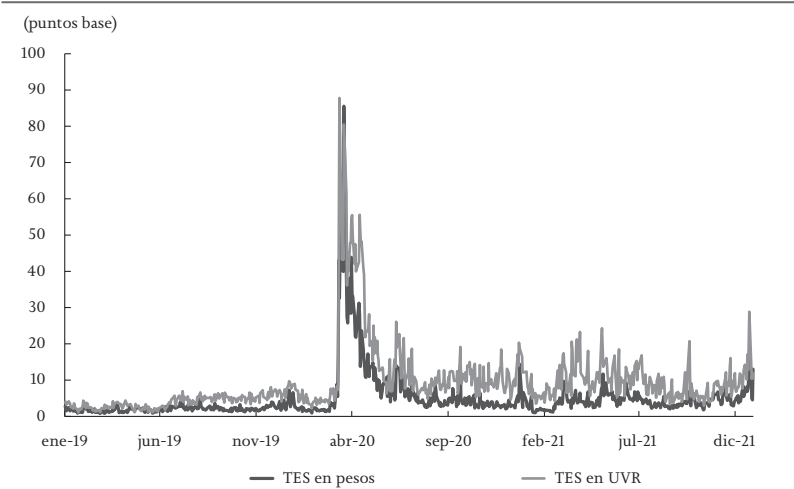
Fuentes: Deceval, DCV y Precia; cálculos del Banco de la República.

[FIC monetarios]], bonos y renta variable (FIC mixtos) y renta variable (FIC renta variable), siendo estos últimos los de menor tamaño. Los TES siempre han representado un porcentaje pequeño de sus inversiones en bonos⁴⁷¹. En Estados Unidos (ICI, 2020) y Canadá (Arora et al., 2021), mientras que los fondos del mercado monetario (cuyas inversiones son principalmente en deuda privada) experimentaron retiros, los fondos de bonos del gobierno presentaron entradas importantes. En Colombia todos los tipos de FIC abiertos enfrentaron retiros y, al igual que en los Estados Unidos, vendieron activos

⁴⁷¹ Esto, a pesar de que los TES son considerados de alta calidad en la regulación de liquidez de los FIC. Los otros activos de alta calidad en la regulación de liquidez de los FIC son las acciones elegibles como garantía en operaciones repo, títulos de deuda soberana calificada mínimo en A, participaciones en FIC monetarios y algunas participaciones en fondos extranjeros. Desde 2015 (fecha en la que entró a regir la regulación de liquidez de los FIC), en promedio los TES han sido el 7,6 % y el 8,4 % de los bonos para los FIC monetarios y mixtos, respectivamente.

Gráfico 7
Indicadores de liquidez de los mercados

A. Bid-ask spread TES



B. Profundidad TES

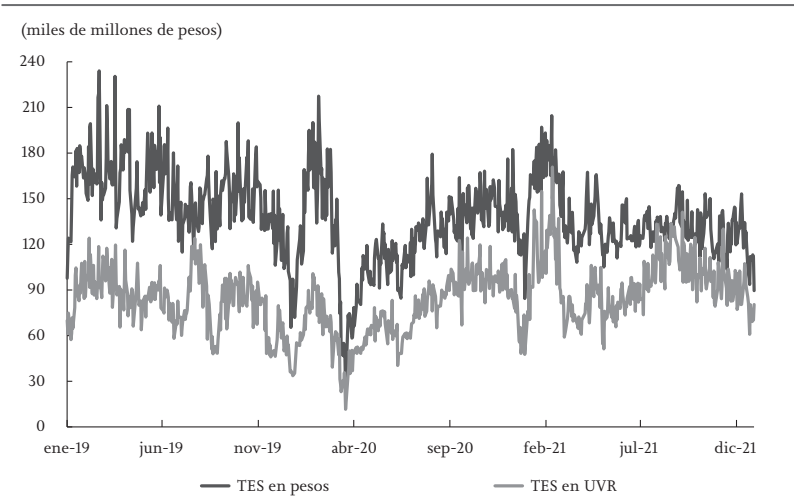
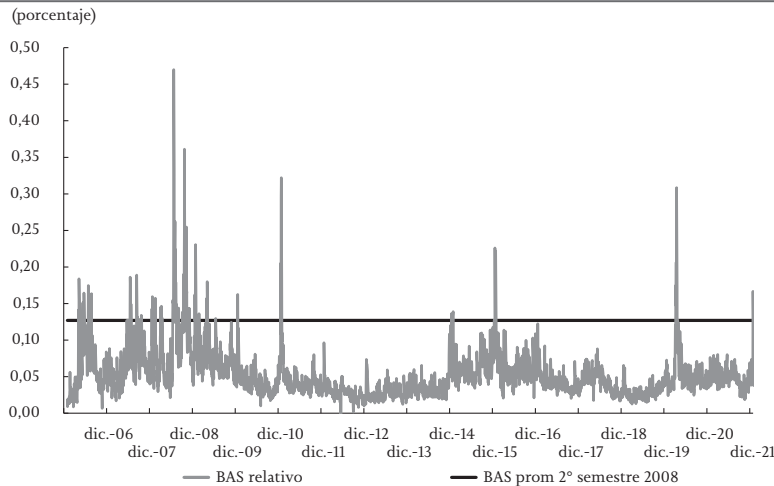


Gráfico 7 (continuación) Indicadores de liquidez de los mercados

C. Bid-ask spread mercado cambiario



Nota: el BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión spot de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día.

Fuente: Banco de la República.

para atenderlos y para reforzar preventivamente su liquidez. En Colombia (y posiblemente en los Estados Unidos)⁴⁷² dichas ventas se efectuaron también para cumplir con el indicador regulatorio de liquidez, que les exige tener activos de alta calidad para cubrir el máximo de retiros históricos⁴⁷³.

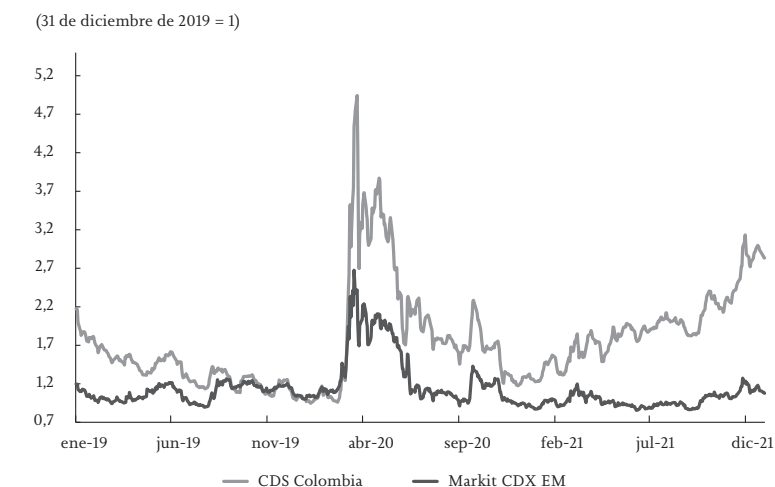
Ante la fuerte caída en el precio del petróleo y la aversión al riesgo generada por la pandemia, varios agentes demandaron dólares, lo que indujo una

⁴⁷² Los fondos del mercado monetario de los Estados Unidos deben tener el 10% de sus activos en aquellos que se consideran liquidables en un día, y el 30% en activos que se consideran liquidables en una semana.

⁴⁷³ Entre el 1 de marzo de 2020 y el 30 de abril de 2020 el saldo de CDT de los FIC abiertos sin pacto de permanencia se redujo aproximadamente en COP14 billones, el de TES, en COP8,8 miles de millones, y el de bonos privados, en COP3,8 miles de millones. Al inicio del período el nivel de efectivo de estos FIC era de COP21,5 billones y los retiros durante el período fueron de COP18,9 billones.

Gráfico 8

Evolución primas de riesgo de Colombia (CDS) vs. otros países emergentes



Nota: Markit CDX EM: índice agregado del comportamiento de los CDS de una canasta de países emergentes
Fuente: Bloomberg.

depreciación del peso. Por un lado, los inversionistas extranjeros aumentaron de forma importante sus compras de dólares a futuro (Gráfico 12; USD 8.500 millones entre enero y abril de 2020). Una parte de estos nuevos derivados se pactaron para cubrir la inversión de dichos agentes en Colombia (directa y de portafolio), ante las expectativas de depreciación del peso, y otra parte buscó generar ganancias ante una depreciación del peso⁴⁷⁴. Además, los inversionistas extranjeros liquidaron parte de su portafolio en Colombia (Gráfico 13) y los fondos de pensiones aumentaron sus inversiones en el exterior (Gráfico 14). En marzo de 2020 parte de dichas inversiones correspondieron a llamados al

⁴⁷⁴ Esta demanda de dólares a futuro se convierte en presiones de depreciación del peso en el mercado *spot*, porque los intermediarios del mercado cambiario (i. e.: bancos), al pactar el derivado, buscan cubrir su exposición cambiaria comprando dólares en el mercado de contado (si no se les facilita hacer la cobertura con derivados).

Gráfico 9 Índice de monedas de economías emergentes



Nota: índice que incluye las monedas de los siguientes países emergentes: Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Hungría, India, Indonesia, Corea, Kuwait, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Qatar, Arabia Saudita, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía, Pakistán, Emiratos Árabes Unidos. Un aumento de la serie indica apreciación de la canasta de monedas.

Fuente: Bloomberg.

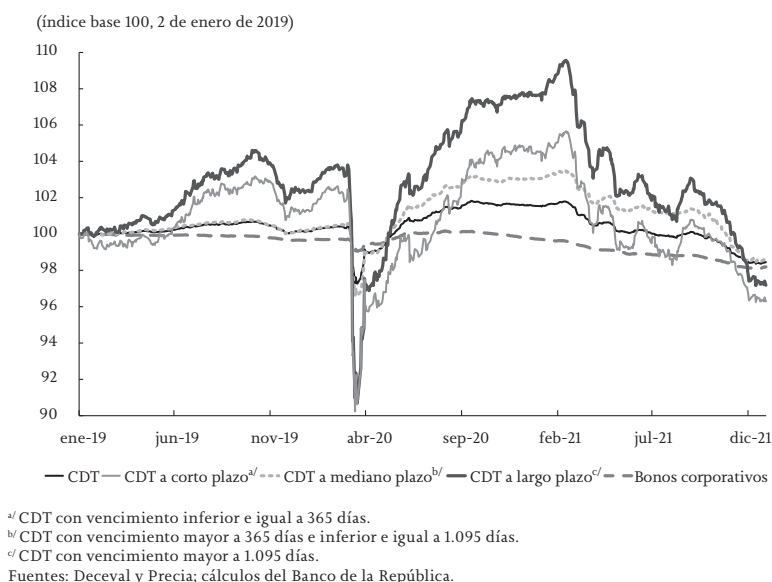
margen de los contratos de ventas de dólares a futuro con no residentes, debido a la depreciación del peso⁴⁷⁵.

En el mercado de TES, ante la fuerte caída en el precio del petróleo y la aversión al riesgo generada por la pandemia, en marzo todos los agentes (con excepción del sector público) vendieron TES (gráficos 15 y 16)⁴⁷⁶. Sin embargo, a diferencia de la mayoría de otros países, las ventas de los extranjeros no alcanzaron un máximo histórico (por ejemplo, en agosto de 2019 se registraron

⁴⁷⁵ Los fondos de pensiones realizan ventas de dólares a futuro con intermediarios del mercado cambiario y no residentes para cubrir parte del riesgo cambiario de sus inversiones en el exterior. Los llamados al margen se producen cuando los vendedores de dólares a futuro enfrentan una mayor exigibilidad en pesos debido a la depreciación. Si los contratos se pactan en el exterior con un agente no residente, los llamados al margen se hacen en dólares, lo cual implica una demanda adicional de esta moneda por los fondos de pensiones en el mercado cambiario de contado.

⁴⁷⁶ Solo se presentan las compras netas de TES en el mercado *forward* de los inversionistas extranjeros porque son los únicos activos en este mercado. La contraparte de los inversionistas extranjeros son los bancos.

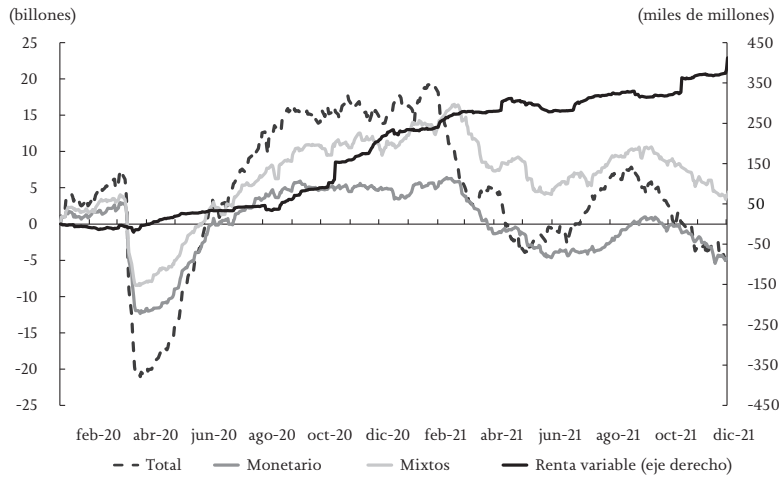
Gráfico 10
Índice de precios de deuda privada (CDT por plazo y bonos corporativos)



ventas mayores) y, aunque los bancos comerciales, los fondos de pensiones y los FIC abiertos también vendieron estos activos, los montos vendidos en marzo no lucían atípicos, con excepción de los FIC. Para estos últimos, las ventas sí fueron atípicas, pero el monto no fue grande, en comparación, por ejemplo, con las ventas de los bancos en otros meses o de los fondos de pensiones en junio de 2019.

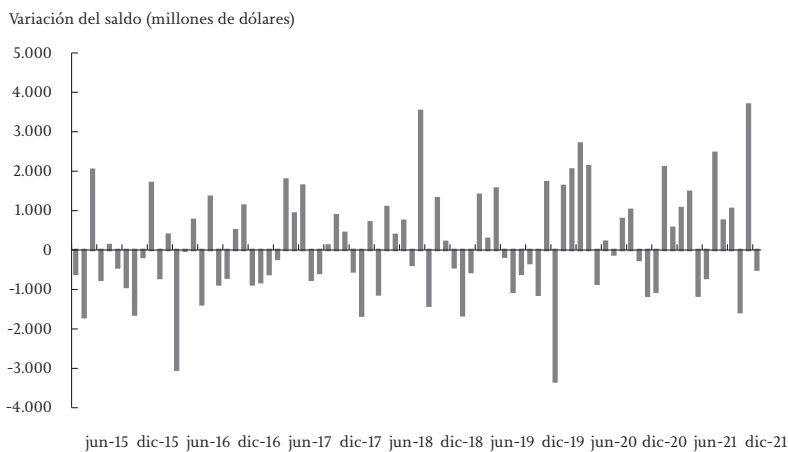
Los mercados monetarios (interbancario y de simultáneas) en Colombia no sufrieron ningún estrés notable. Los volúmenes negociados no presentaron reducciones y las tasas de interés no se situaron por encima de la tasa de política monetaria (Gráfico 17). Por el contrario, las tasas de interés del mercado monetario de corto plazo fueron menores a esta, debido al fuerte impacto derivado de las operaciones de expansión del Banco en apoyo de los mercados de deuda pública y privada, y a la dificultad de contraer rápidamente dichos excedentes mediante depósitos remunerados a plazos de siete y catorce días en el Banco de la República. A pesar de que los mercados monetarios no presentaron presiones, el fondeo a plazo de los establecimientos de crédito se encareció (Gráfico 18), debido a la preferencia por liquidez de los agentes. Los

Gráfico 11
Retiros netos de FIC abiertos



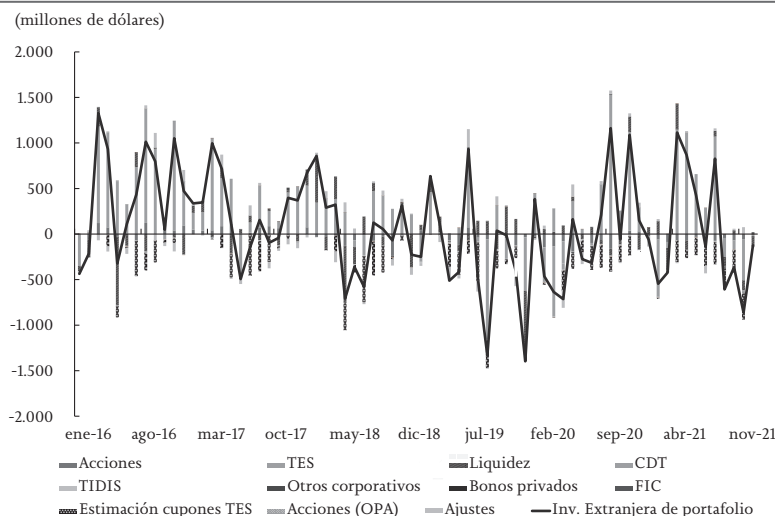
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico 12
Variación del saldo mensual de derivados USD/COP de los extranjeros con contrapartes colombianas (intermediarios del mercado cambiario y fondo de pensiones)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 13
Flujos cambiarios de los inversionistas extranjeros



Nota: otros corporativos incluye: bonos convertibles, bonos pensionales, bonos públicos, certificados cooperativos, titularizaciones y títulos de participación. Bonos privados: incluye papeles comerciales y bonos provados. Ajustes: incluye algunas utilidades y rendimiento. Números positivos representan entradas al mercado colombiano y negativos, salidas.

Fuentes: Formato IPEXT, la BVC, Depósito Central de Valores y Balanza Cambiaria Banrep.

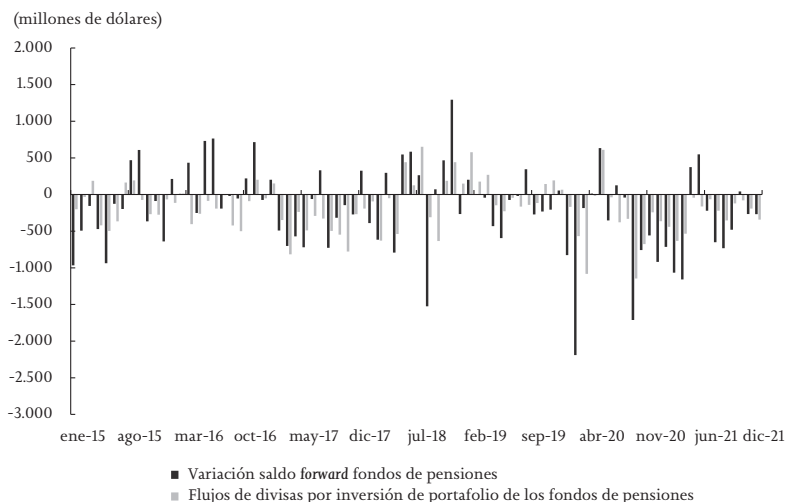
depósitos a la vista aumentaron de manera importante y el saldo de los certificados de depósito (CDT) se redujo (Gráfico 19).

El menor apetito hacia mercados emergentes, dada la mayor aversión al riesgo global, y la preferencia de los inversionistas por liquidez (de nuevo, un fenómeno que se registró en la mayoría de los países), generó una menor disposición de los bancos extranjeros a prestar a los bancos colombianos⁴⁷⁷, lo que se reflejó en un aumento en el costo de fondeo externo (Gráfico 20). Es probable que dicho aumento, junto con la depreciación del peso, haya generado una menor demanda de crédito externo (Gráfico 21). Ante la menor oferta de crédito externo para los bancos colombianos⁴⁷⁸, el Banco de la República subastó diariamente FX-swaps desde el 30 de marzo y hasta el 30 de junio de

⁴⁷⁷ Véase el gráfico de disposición de los acreedores extranjeros para otorgar préstamos en M/E, en Banco de la República (2022a: 2).

⁴⁷⁸ Durante 2020 el Banco de la República complementó su encuesta trimestral de endeudamiento externo y cupos con encuestas coyunturales en: 1) las tres últimas semanas de marzo, 2) la segunda semana de mayo y 3) la tercera semana de junio.

Gráfico 14
Flujos de divisas por inversión de portafolio y variación mensual del saldo forward y swap USD/COP de los fondos de pensiones



Nota: variación saldo forward fondos de pensiones: corresponde a la variación mensual del saldo forward y swap peso-dólar de los fondos de pensiones y cesantías. Este saldo incluye la posición de los fondos de pensiones y cesantías con los Intermediarios del mercado cambiario y los extranjeros.

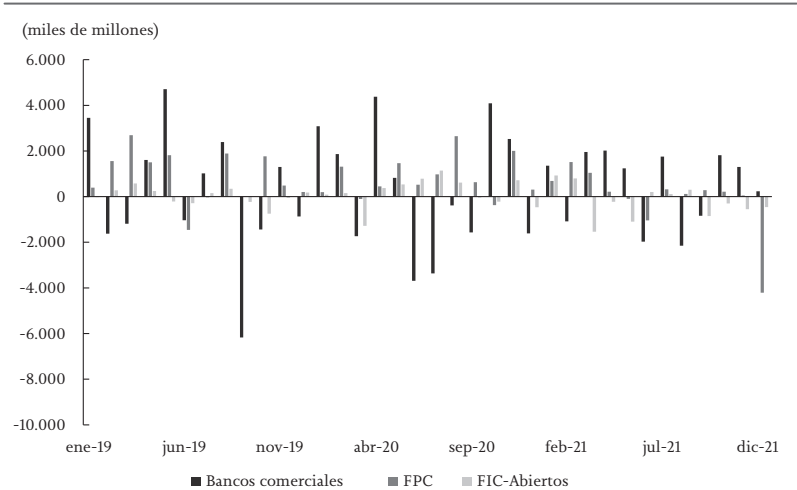
Flujos de divisas por inversión de portafolio de los fondos de pensiones: incluyen los flujos de divisas por inversión de portafolio de los fondos de pensiones y los flujos de divisas de estos agentes desde y hacia sus cuentas en el exterior (cuentas de compensación y cuentas libres). Esta información no se publica actualmente.

Fuente: Banco de la República.

2020. Estos FX-swaps no presentaron demanda porque el Banco de la República los subastó a un precio punitivo, buscando que solo fueran utilizados como un recurso de última instancia ante algún cierre de las líneas de crédito.

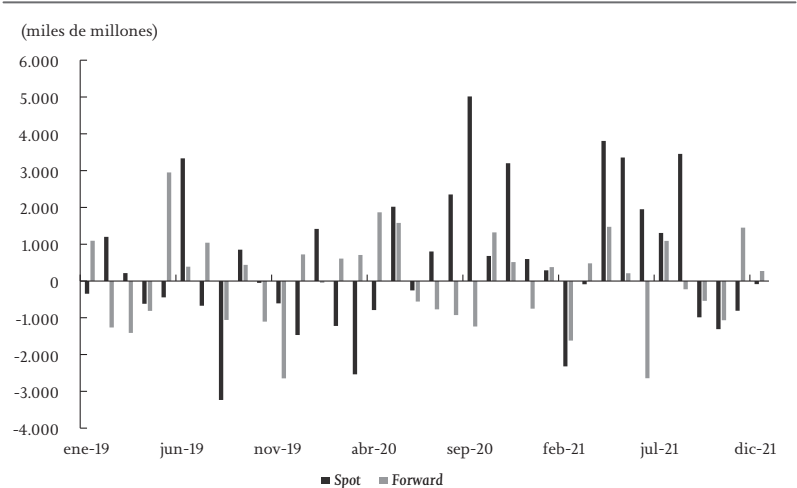
En los primeros meses de la pandemia, el crecimiento real del crédito presentó una recuperación, debido al aumento de la cartera comercial. Como se mencionó, esta cartera venía con crecimientos muy bajos, inclusive negativos, en los años previos a la pandemia. En contraste, la cartera de consumo, que jalonaba el crecimiento del crédito antes del choque del covid-19, presentó una disminución en su crecimiento ante el cierre de la economía (Gráfico 22). Durante los primeros meses de la pandemia, todos los tamaños de empresas (pequeña, mediana y grande) experimentaron un repunte (Gráfico 23). Las empresas más grandes aumentaron preventivamente su endeudamiento en un ambiente de incertidumbre sobre sus ingresos y sobre la liquidez de la economía. Por su parte, la mayoría del crecimiento de la cartera de las empresas

Gráfico 15
Compras netas trimestrales en el mercado spot por tipo de inversionista



Fuente: Banco de la República.

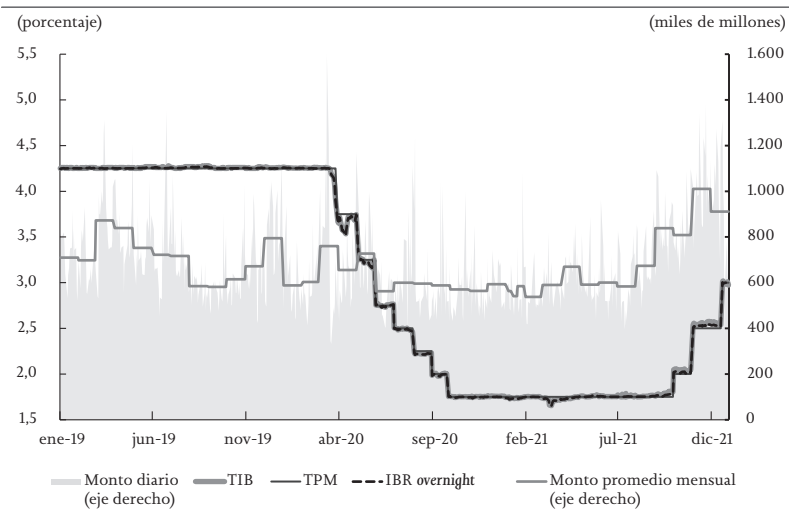
Gráfico 16
Compras netas mensuales en el mercado spot y forward de los inversionistas extranjeros



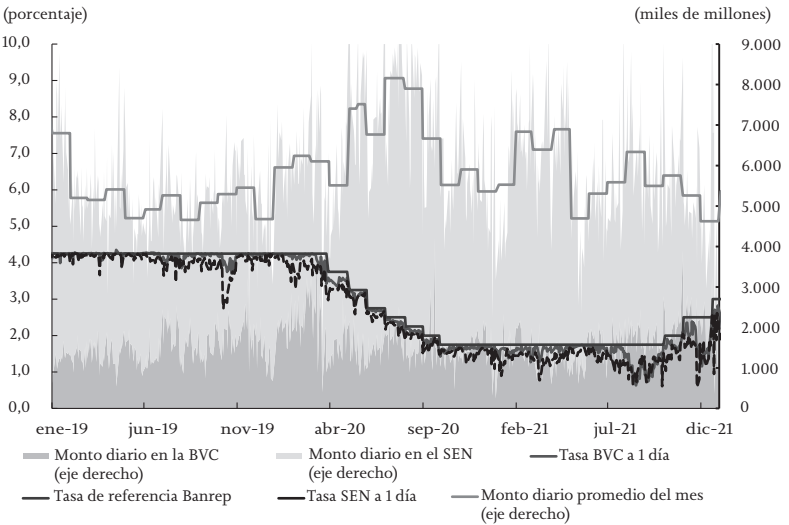
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 17
Monto diario interbancario no colateralizado TIB, IBR overnight y TPM del Banrep

A. Tasas y volúmenes del mercado interbancario y de simultáneas

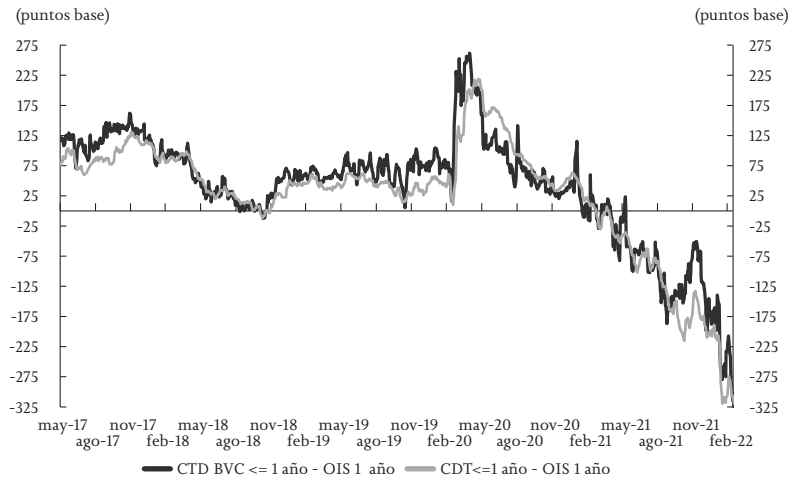


B. Evolución montos y tasas mercado simultáneas SEN Y BVC



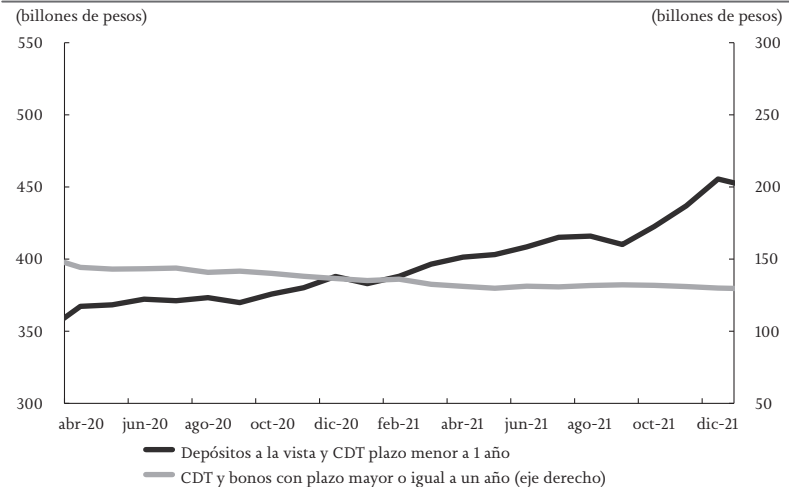
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 18
Diferencia tasas de CDT y tasa OIS a 1 año
(promedio 5 días)



Nota: OIS: Overnight Index Swap, la cual es la tasa de interés que refleja las expectativas sobre la tasa de política monetaria.
Fuente: Banco de la República.

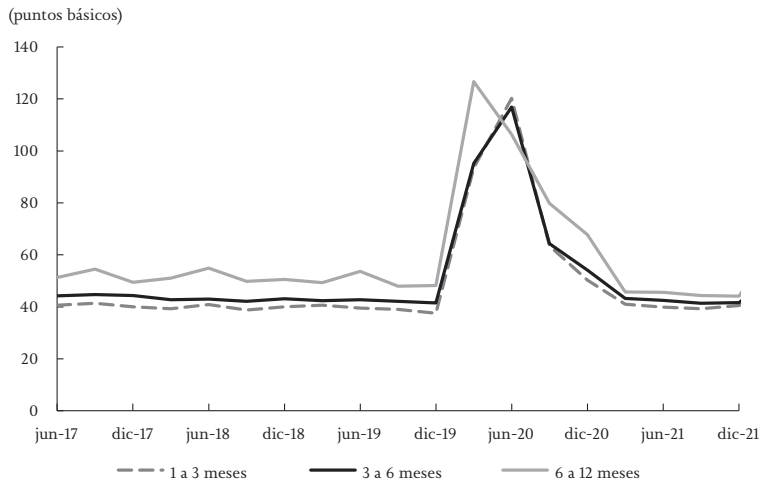
Gráfico 19
Depósitos por vencimiento de los EC



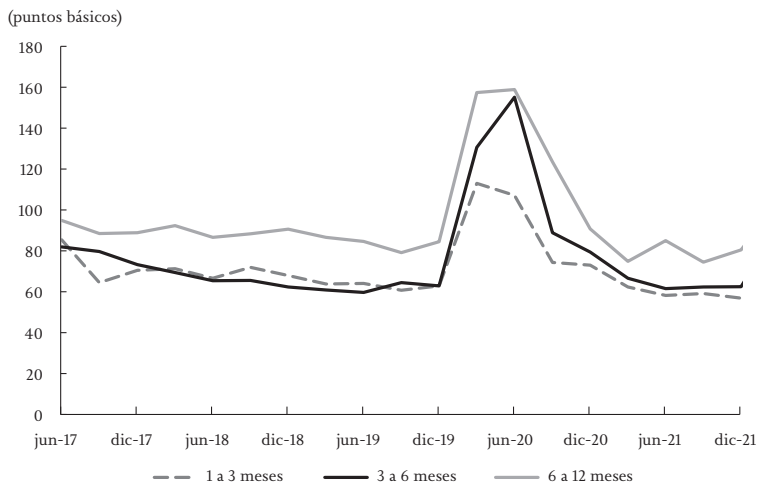
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 20
Spread sobre la tasa libor de los préstamos de los bancos colombianos

A. Segmento comercio exterior



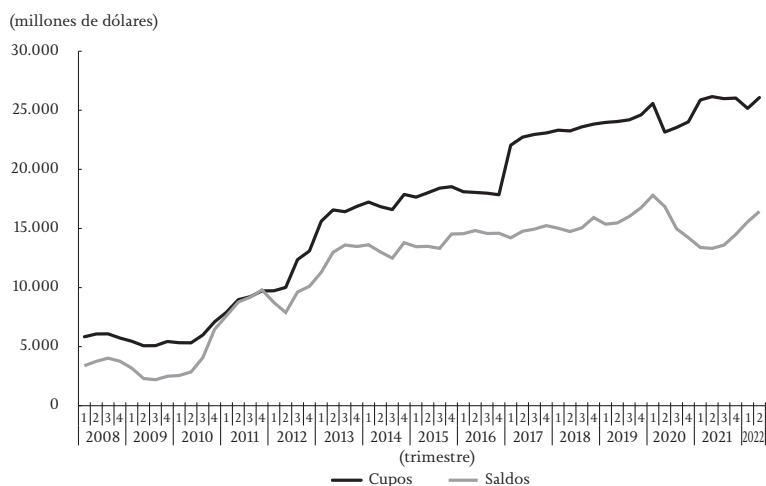
B. Segmento capital de trabajo



Fuente: Banco de la República (Evolución reciente del endeudamiento externo de los bancos colombianos).

Gráfico 21

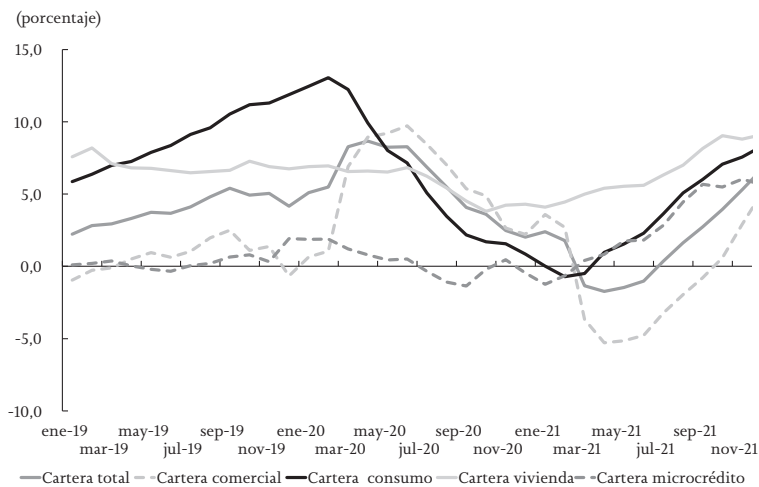
Cupo y saldo de endeudamiento con entidades financieras del exterior



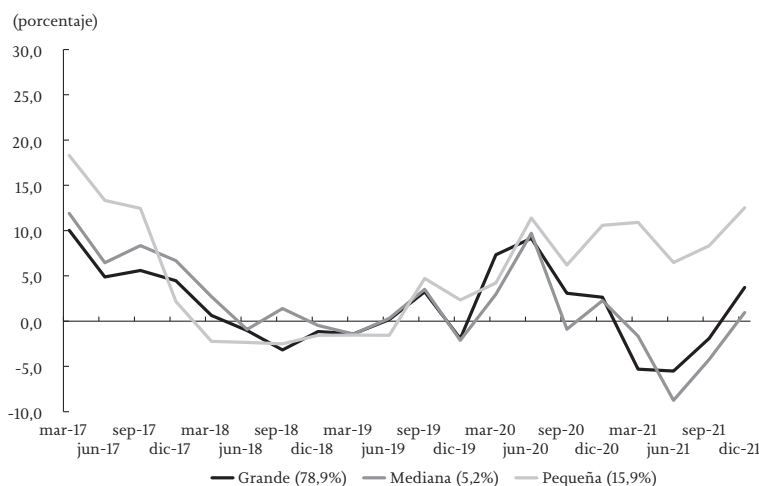
Fuente: Banco de la República (Evolución reciente del endeudamiento externo de los bancos colombianos).

Gráfico 22

Crecimiento real anual por tipo de cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República

Gráfico 23**Crecimiento real anual de la cartera al sector corporativo privado por tamaño de firma**

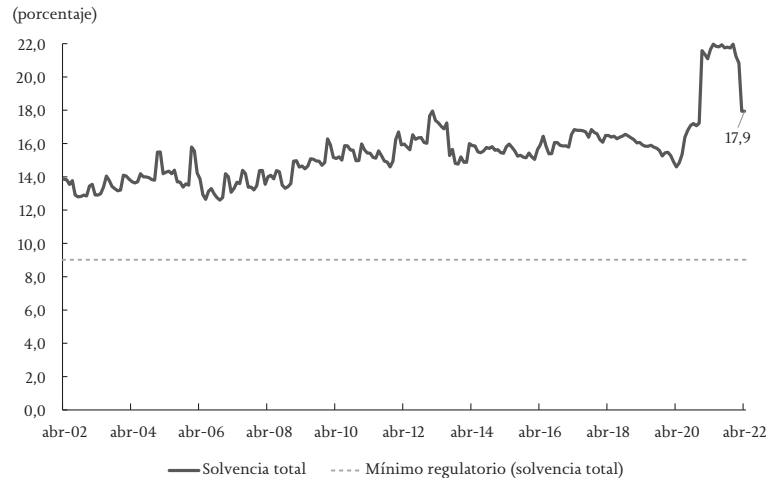
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

pequeñas y medianas entre marzo y junio de 2020 estuvo soportado por las garantías del Fondo Nacional de Garantías⁴⁷⁹.

Durante la pandemia el sistema financiero mantuvo su solvencia y liquidez (gráficos 24 y 25) gracias a que previamente presentaba niveles holgados y a las medidas que tomaron las autoridades colombianas, como por ejemplo, el programa de ayuda a deudores (PAD, vigente entre marzo y agosto de 2020) por parte de la Superintendencia Financiera. Bajo este programa, los establecimientos de crédito podían modificar las condiciones de los créditos (v.g.: otorgar pe-

⁴⁷⁹ Las siguientes comparaciones ilustran la importancia del apoyo del FNG. El crecimiento anual del crédito a firmas medianas (por tamaño de activos) en junio de 2020 era del 9,3%. De acuerdo con cálculos del Banco de la República con base en información del formato 341 de la Superintendencia Financiera de Colombia, los préstamos respaldados por una garantía del FNG para este segmento a la misma fecha representaban también 9,3% de la cartera un año atrás, es decir, el 100% del crecimiento del crédito a estas firmas. Para las empresas pequeñas, el crecimiento anual de la cartera en junio de 2020 era del 12,2%. Los préstamos respaldados por garantías del FNG para estas firmas a la misma fecha representaban el 8,3% de su cartera un año atrás, es decir, el 68% del crecimiento del crédito a este grupo.

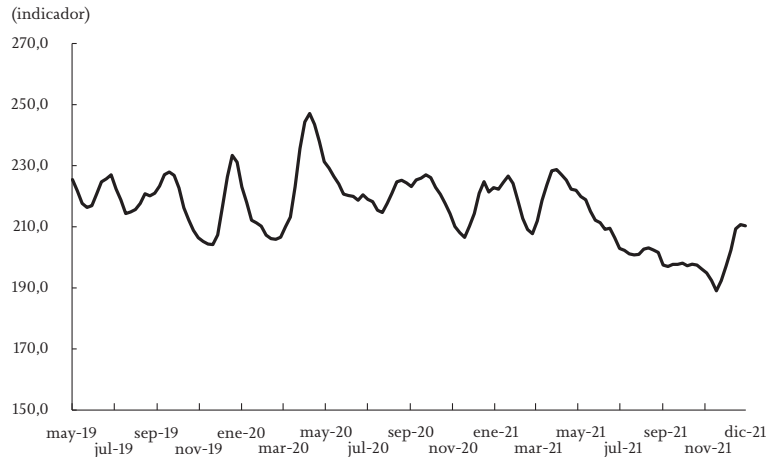
Gráfico 24
Solvencia de los establecimientos de crédito



Nota: las cifras reportadas desde enero de 2021 de solvencia total no son comparables con la serie histórica debido al cambio regulatorio que exigió a las entidades empezar a converger a los ineamientos establecidos por Basilea III.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Indicador de riesgo de liquidez (IRL) de los establecimientos de crédito (mínimo regulatorio: 100 %)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

rédos de gracia y aumentar el plazo de los créditos) para aliviar la carga de los deudores, sin afectar la calificación del crédito. Otras medidas de apoyo, que se detallarán más adelante, incluyeron las compras de deuda privada del Banco de la República y los repos con cartera del Banco de la República.

Por último, como se mencionó, en el primer trimestre de 2020 el precio de petróleo disminuyó alrededor de un 60 %, a niveles no vistos en más de dieciséis años, principalmente por el temor de que la propagación del virus redujera la demanda mundial de combustible y por la guerra de precios entre Arabia Saudita y Rusia. Esta surgió después de que la reunión del 6 de marzo de 2020 entre los miembros de la OPEP y sus países socios finalizó sin un acuerdo para profundizar y prolongar los recortes de producción de crudo. Esto llevó a que el 9 de marzo Arabia Saudita anunciara un aumento de la producción por encima de los lineamientos y cuotas establecidos por la OPEP. Los precios de otros bienes básicos (*commodities*) también se afectaron negativamente por el temor sobre el efecto de la propagación del virus en la demanda. La caída en los precios de los *commodities*, junto con la reducción en el comercio, generó un deterioro profundo en los términos de intercambio de Colombia (Gráfico 26).

Gráfico 26
Índice de términos de intercambio^{a/}



^{a/} Según metodología de comercio exterior. Índice, base 2000 = 100 (Garavito et al., 2011).
Fuente: Banco de la República.

En resumen, el más severo deterioro de las condiciones financieras en Colombia se registra en la segunda fase de la línea de tiempo global del FSB, que va aproximadamente del 11 al 23 de marzo de 2020, y es aquella en que los inversionistas globales se guían más por la liquidez que por la seguridad de sus portafolios. Este mayor deterioro se manifiesta en la caída en el precio del petróleo, el incremento de las primas de riesgo de los países emergentes, pérdida de liquidez de los mercados cambiario y de bonos soberanos en moneda local, baja en los precios de los bonos del gobierno y los privados, fuerte caída en los flujos netos de los FIC (o MMF), mayores salidas de capital, recomposición de los pasivos de los bancos hacia aquellos de muy corto plazo, entre otros eventos, todos en un período muy breve alrededor de mediados de marzo de 2020.

La coincidencia en el tiempo de estos eventos permite afirmar que las autoridades colombianas estaban ante una situación de riesgo sistémico, con “alta concentración de exposiciones a riesgo financiero sistemáticamente relevantes” que podían haber hecho “disfuncional una proporción significativa del sistema financiero” (Crockett, 2002). La gravedad de la situación, que no necesariamente era evidente para la población sumergida en confinamiento y concentrada en la pandemia, se reflejó en las medidas de política adoptadas por el Banco de la República.

5. Respuesta de política monetaria

Ante la severidad del deterioro de las condiciones de financiamiento y la disfuncionalidad de los mercados, la respuesta de los bancos centrales, con el apoyo y en coordinación con los gobiernos respectivos, fue de manejo de crisis: se trató de asegurar la liquidez necesaria y el financiamiento que evitaran una mayor amplificación de los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad productiva. Esto implicaba hacer uso del balance de los bancos centrales, lo que requería, en ocasiones, del respaldo del Ejecutivo y, cuando fue necesario, de reformas adelantadas por el Legislativo. Esto último no hizo parte del caso de Colombia, donde hubo una respuesta coordinada del Ministerio de Hacienda (provisión de garantías y líneas especiales de crédito), la Superintendencia Financiera (alivios regulatorios dentro de un programa de atención a deudores) y el Banco de la República (liquidez y reducción de los requerimientos de reserva como apoyo al crédito en la economía), cada uno dentro de sus atribuciones legales.

Concretamente, la respuesta del Banco de la República a la pandemia tuvo como objetivos: 1) garantizar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos; 2) contribuir a mantener la oferta de crédito a empresas y hogares; 3) contribuir a la estabilización de mercados claves como el cambiario y el de deuda

pública y privada, y 4) apoyar la reactivación de la actividad económica (Banco de la República, 2020b; Vargas et al., 2021). Naturalmente, todos estos objetivos eran compatibles y se reforzaban uno a otro. Asimismo, ciertas medidas del Banco servían para alcanzar varios objetivos simultáneamente. Por estas razones, es difícil atribuir respuestas específicas de política a objetivos individuales. No obstante, es útil entender la reacción de la autoridad monetaria en tres planos. En primer lugar, aquellas medidas encaminadas a estabilizar los mercados financieros básicos de la economía (de deuda y cambiario, en los que se forman precios de referencia cruciales); sostener la liquidez agregada y el crédito de la economía, y proteger el sistema de pagos. En segundo lugar, la relajación de la postura de la política monetaria de forma compatible con las metas de inflación y de suavización de las fluctuaciones económicas. Y, en tercer lugar, medidas para reforzar la liquidez internacional del país en un ambiente de gran incertidumbre sobre el financiamiento externo de la economía.

La estabilización de los mercados financieros básicos y la preservación de la oferta de crédito eran esenciales para mitigar la amplificación y propagación del choque, y para que la política de tasas de interés se transmitiera adecuadamente. Por esta razón, los esfuerzos iniciales del Banco se concentraron particularmente en esa dimensión. Posteriormente, pudo enfocarse en la calibración de los ajustes apropiados en la postura de la política monetaria (la tasa de interés) y en el fortalecimiento de la posición de liquidez internacional del país. En lo que sigue se presenta un recuento de estas fases de la respuesta de política.

5.1 Suministro de liquidez y apoyo a los mercados de financiamiento y al crédito: la Reserva Federal y el Banco de la República

Como se ha reiterado a lo largo de este capítulo, los efectos del choque del covid-19, la respuesta de política del Banco y sus resultados deben entenderse en el contexto global de la pandemia y, en particular, considerando la respuesta de las autoridades de otros países grandes, en especial la Reserva Federal (Fed) de los EEUU. En ese sentido, conviene describir la orientación de las medidas adoptadas por el Banco de la República en el periodo de mayores problemas de iliquidez de 2020, con el apoyo de referencias a las acciones tomadas por la Fed en el mismo lapso.

Debe aclararse que se tendrán en cuenta, básicamente, las medidas del Comité de Política Monetaria (FOMC, por su sigla en inglés) y de la Fed que hacen parte de lo que esta considera “políticas convencionales de política

monetaria”, relativamente similares a las utilizadas por el Banco de la República en su respuesta a la pandemia. La autoridad monetaria estadounidense tiene un instrumental más amplio que incluye líneas de financiamiento para el apoyo del mercado de dinero a través de una ventanilla de descuento, líneas de apoyo para crédito a sectores específicos y, finalmente, atribuciones de regulación⁴⁸⁰. En Colombia existe una distribución distinta de funciones y coordinación entre distintos órganos estatales. Si bien puede argumentarse que esto le resta poder a la autoridad monetaria, da mayor nitidez a las fronteras entre la política fiscal y la monetaria.

Las medidas del Banco de la República como respuesta al choque del covid-19 fueron acordes con el diagnóstico que ya se hizo de la situación en este trabajo; es decir, se trató de un choque exógeno, cuyos efectos sobre la actividad productiva se podrían amplificar endógenamente por el sistema financiero, lo que generaría una situación de riesgo sistémico caracterizada por un estrés de liquidez en la economía. De este diagnóstico se desprende una estrategia que estaba centrada en:

- Proveer liquidez a la economía
- ... dirigida a los mercados con indicios de inadecuado funcionamiento
- ... y a la economía como un todo
- ... y en los montos y por el tiempo que los mercados y la economía dieran señales de requerirla
- La intervención del Banco de la República en el mercado cambiario no incluyó ventas de dólares en el mercado *spot*. Tomó la forma de *FX swaps* a manera de *backstops* y, por primera vez, oferta de cobertura de riesgo mediante ventas de dólares a futuro con cumplimiento financiero (*non-deliverable forwards: NDF*), llenando así un vacío en el mercado.

La evolución de esta estrategia en el tiempo se desarrolló, a grandes rasgos, como se muestra en la línea de tiempo del Cuadro 3.

⁴⁸⁰ La Fed cuenta con cuatro categorías de políticas, las cuales utilizó para responder a la pandemia (Clarida et al., 2021): 1) medidas convencionales de política monetaria —tasas de interés, *forward guidance*, compra de activos (*Treasury securities*) y títulos hipotecarios, y operaciones *repo*); 2) medidas para proveer liquidez y fondeo para apoyar el funcionamiento del mercado de dinero (ventanilla de descuento) que incluyen cerca de diez líneas (o *facilities*) con capital suministrado por el Departamento del Tesoro; 3) líneas o “facilidades” establecidas por la Fed para apoyar directamente el flujo de crédito a hogares, empresas y gobiernos estatales y locales, con el apoyo del Departamento del Tesoro, y 4) recalibración temporal de prácticas de regulación y supervisión.

Cuadro 3

Acción de política

Fecha	Banco de la República	Reserva Federal (FOMC) (No incluye funding ni liquidity facilities)
21-feb	Inicia período de "flight to safety" según FSB	
3-mar		FOMC reduce tasa de interés de política 0,5 puntos porcentuales a 1,0%-1,25%
9-mar	Cae el precio internacional del petróleo	Introducción de operaciones repo semanales a uno y tres meses
9-mar	La JDBR y el Superintendente Financiero emiten comunicado sobre diagnóstico de la economía ante las novedades en el frente externo y la emergencia sanitaria internacional. Anuncian que tomarán acciones pertinentes de forma coordinada.	
11-mar	Inicia la fase de "dash for cash" según el FSB	
11-mar	La OMS declara pandemia de Covid-19	
12-mar	Se anuncia venta de dólares a futuro a través de NDFs por USD 1.000 millones. Posteriormente se anunció subasta por USD 1.000 millones adicionales y luego otra. Se subastaron diariamente las renovaciones (los anuncios de las renovaciones se hicieron mensualmente hasta febrero de 2021 -última subasta en marzo 5-; cuando se venció el stock).	
12-mar	Se permite el uso de papeles de deuda privada calificada como títulos admisibles en las operaciones de expansión transitoria.	
12-mar	Se extiende acceso a estas operaciones a: fondos administrados, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión	
12-mar	Se amplían los cupos de las subastas de liquidez.	
15-mar		FOMC reduce tasa de interés de política 1,0 puntos porcentuales a 0,0%-0,25%.
15-mar		FOMC anuncia aumento de sus tenencias de Tesoros y MBS de agencias al menos por USD 500 y USD 200 billones respectivamente
15-mar		Ventanilla de descuento: reducción de tasa de crédito primario
15-mar		de 150 puntos básicos a 0,25% e introducción de préstamos a término hasta por 90 días.
15-mar		Requerimientos de reservas: reducción a 0% efectiva a partir de 26-03
15-mar		FOMC fortalece líneas de swaps en dólares con los BCs de Canadá, Inglaterra, Japón, BCE y Suiza.

Cuadro 3 (continuación) Acción de política

Fecha	Banco de la República	Reserva Federal (FOMC) (No incluye funding ni liquidity facilities)
16-mar	Se aumenta el cupo de repos contra deuda privada. Ese día también se flexibiliza el cupo total de repos para usarse entre deuda privada y pública.	FOMC introduce segunda operación diaria de repos overnight y eleva el monto de cada una a USD 500 billones.
18-mar	Se amplía el conjunto de entidades con acceso a subastas y a ventanilla de liquidez con deuda pública del BR a: sociedades administradoras de pensiones y cesantías, fiduciarias, SAIs y comisionistas en posición propia y de sus fondos administrados.	Las tasas de los tesoros empezaron a disminuir ante las altas compras de tesoros por parte de la FED (Vissing-Jorgensen (2021). The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve; presentación Departamento de Estabilidad Financiera)
18-mar	Se autoriza a entidades aseguradoras a participar en las subastas de repos con títulos de deuda pública y privada.	
18-mar	Se extiende plazo de las operaciones de liquidez (repos) con títulos de deuda privada de 30 a 90 días, y de deuda pública a 60 días.	
18-mar	Se aumenta el cupo total de operaciones de liquidez (repos) con títulos de deuda pública y privada.	
18-mar	Se anuncia venta de dólares e mercado de contado mediante contratos FX Swaps (FX-repos) por USD 400 millones. Se extendió a administradores de fondos de pensiones y cesantías. Posteriormente se anunció subasta por USD 400 adicionales.	
18-mar		FOMC anuncia líneas temporales de swaps en dólares con nueve bancos centrales adicionales
23-mar	Inicia la fase de "easing of market stress" según el FSB	
23-mar	Se autoriza al BR comprar títulos privados emitidos por establecimientos de crédito, con vencimiento remanente menor o igual a tres años. Contrapartes autorizadas: establecimientos de crédito, aseguradoras, sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas, sociedades administradoras de inversión. Se anuncia la compra de TES hasta por COP 2 billones.	FOMC anuncia que continuará la compra de Tesoros y de Mortgage-backed Securities (MBS) de agencias "en los montos necesarios" e incluye compras de collateralized mortgage-backed securities (CMBS) de agencias.
24-mar		El Congreso aprueba paquete económico de estímulo económico por USD 2 billones.
27-mar	La JDBR disminuye la tasa de política monetaria medio punto porcentual, a 3.75%	
27-mar	Se dio acceso a los fondos de cesantías a las subastas de compras y repos con títulos privados. Se dio acceso al FNA a las subastas de repos con títulos públicos y privados.	

Cuadro 3 (continuación)
Acción de política

Fecha	Banco de la República	Reserva Federal (FOMC) (No incluye funding ni liquidity facilities)
31-mar		FOMC anuncia la facilidad temporal de repos FIMA
14-abr	Anuncio de reducción de encaje.	
14-abr	Anuncio compras de TES en abril hasta por 2 billones.	
20-abr	Anuncio acceso a FIMA.	
8-may	Compra directa de USD 2000 millones al Gobierno para fortalecer nivel de reservas.	
8-may	Anuncio repos con cartera por 3 meses	
15-may	Canje de deuda con el Gobierno para extender los plazos de la deuda de este último.	
29-may	Se bajó la TPM a 2,75%.	
10-jun		FOMC anuncia que continuará el incremento de tenencias de Tesoros y MBS de agencias al menos al ritmo actual.
30-jun	Anuncio de permanencia indefinida de facilidad de repos con cartera.	
30-jun	Se decidió no continuar con las subastas de FX swaps dada la mejora de la liquidez externa y la ausencia de demanda de los mismos.	
30-jun	Se bajó la TPM a 2,5%.	
31-jul	Se bajó la TPM a 2,25%.	
31-ago	Se bajó la TPM a 2%.	
25-sep	Se bajó la TPM a 1,75%.	
25-sep	Ampliación de la línea de crédito flexible con el FMI	

Los pocos días que duró la segunda fase del choque fueron particularmente intensos en medidas de política, en correspondencia con las perturbaciones en los mercados que se hacían evidentes en ese período tan corto. Sobresale, sin embargo, el número y naturaleza de las medidas tomadas por el Banco de la República el 12 de marzo, día siguiente a la declaratoria de pandemia que hizo la Organización Mundial de la Salud. Tres días antes, el 9 de marzo, había caído el precio del petróleo 25 %, desestabilizando aún más el mercado cambiario, afectado ya por la incertidumbre generada por la difusión del coronavirus en el mundo, creciente iliquidez y alta volatilidad.

Esto explica la importancia de la intervención cambiaria del Banco de la República. Se trataba de atender puntualmente los problemas del mercado,

que consistían en: 1) una aguda iliquidez en el mercado de contado (Gráfico 7), acentuada por un pronunciado aumento de la demanda de cobertura de riesgo cambiario⁴⁸¹ y por la demanda de dólares de los fondos de pensiones para atender llamados al margen sobre sus posiciones vendedoras a futuro en el mercado *off-shore*, y 2) el riesgo de un recorte del financiamiento externo de los bancos colombianos. Los NDF y los primeros *FX swap* (para los que se autorizó a los fondos de pensiones como contrapartes) se utilizaron para enfrentar el primer problema, mientras que subastas posteriores de *FX swap* se orientaron a atender una posible materialización del segundo. Los NDF se utilizaban por primera vez y tenían la ventaja de no afectar las reservas internacionales, mientras que los *FX swap* habían sido autorizados en mayo de 2015, pero no se habían utilizado desde entonces.

Por otro lado, el 12 de marzo también se tomaron medidas relacionadas con la provisión de liquidez en pesos. Los retiros anticipados de recursos de los FIC por parte de inversionistas institucionales llevaron al Banco de la República a introducir importantes modificaciones en sus operaciones de expansión transitoria. Por un lado, se extendió de manera significativa el acceso a dichas operaciones a intermediarios financieros no bancarios y se ampliaron los cupos de las subastas de liquidez para responder a posibles restricciones de financiamiento (“fondeo”). Por otro lado, y más importante, se activó la medida consistente en aceptar papeles de deuda privada como colateral, creada pocos años antes frente a la quiebra de un corredor de bolsa (Interbolsa). Posteriormente, y en varias ocasiones, se extendió el plazo y se aumentó el cupo de las operaciones de liquidez.

Si bien estos instrumentos fueron altamente demandados durante la primera semana, no resultaron ser suficientes para contener el deterioro de los mercados financieros, la desvalorización y disminución de liquidez en el mercado de deuda pública y los retiros de fondos de los FIC; mucho menos, por supuesto, luego del 16 de marzo, cuando colapsaron los mercados internacionales de financiamiento. A esto respondió el Banco de la República con nuevas extensiones a intermediarios financieros no bancarios del acceso a subastas de liquidez con deuda privada, además de extensión del plazo y aumento del cupo para estas operaciones.

Por su parte, la Fed tomó la iniciativa frente a los bancos centrales de las economías avanzadas y el 3 de marzo redujo sus tasas de interés de política 0,5 pp, al rango entre 1,0 % y 1,25 %. El 15 de marzo hizo una reducción adicional,

⁴⁸¹ Como se explicó, los intermediarios del mercado cambiario (bancos comerciales y otros) atienden la demanda neta de cobertura de residentes y no residentes, y calzan esta exposición mediante compras netas de divisas en el mercado de contado. Por esta vía, un aumento en la demanda de dólares *forward* se traduce en presiones de demanda en el mercado de contado.

en esta ocasión de 1,0 pp, para ubicarla en un rango entre el 0,0 % y 0,25 %, que de hecho corresponde al llamado *zero lower bound* (ZLB). Por su parte, el Banco de la República realizó su primera reducción de tasa de interés (0,5 pp) un poco después, ya en la fase 3 del choque (el 27 de marzo), llevándola al 3,75 %. La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) tomó esta decisión en una sesión ordinaria. La cautela para dar este paso, contrario a lo ocurrido con las decisiones relacionadas con provisión de liquidez, refleja la mayor atención que se dio a la estabilidad de los mercados financieros, al igual que consideraciones muy cuidadosas sobre los efectos de una reducción de tasas de interés en una economía emergente pequeña y con serias vulnerabilidades para enfrentar un choque tan complejo, como las señaladas en secciones anteriores.

Además de la reducción de tasas, el 9 de marzo la Fed introdujo algunas modificaciones a los plazos de sus operaciones repo semanales, que complementó el 16 con la introducción de una segunda operación diaria de repos *overnight* con mayor monto.

El 15 de marzo, probablemente ante la tensión que explotaría al día siguiente con el colapso de los mercados financieros, la Fed tomó una serie de decisiones de suma importancia para tratar de devolver la estabilidad a los mercados. Anunció aumentos en sus montos mínimos de compras de Tesoros y de títulos hipotecarios de agencias estatales, reducción al 0 % de los requerimientos de reserva (vigente a partir del 26 de marzo), y fortalecimiento de las líneas de *swaps* en dólares con algunos bancos centrales de países avanzados, que se extendieron a otros nueve bancos centrales el 19 del mismo mes.

Los dos bancos centrales coinciden el 23 de marzo, día en que inicia la tercera fase, de mayor tranquilidad de los mercados financieros internacionales, en una decisión que fue de considerable impacto: mientras el Banco de la República era autorizado por su Junta Directiva para comprar títulos privados emitidos por establecimientos de crédito⁴⁸², la Fed anunciaba su decisión de comprar bonos del Tesoro y títulos hipotecarios “en los montos necesarios”.

Con su decisión inédita, el Banco de la República no buscaba introducir un nuevo instrumento (el llamado *quantitative easing*) a su menú de políticas, sino estabilizar los mercados al devolver la liquidez de financiamiento a los títulos privados, moderar el riesgo de una “corrida” contra los FIC, y mitigar la reducción en el plazo de las captaciones bancarias y, por ende, en la oferta de

⁴⁸² Los títulos debían tener vencimiento remanente menor o igual a tres años y la compra se haría con las siguientes contrapartes autorizadas: establecimientos de crédito, aseguradoras, sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas, y sociedades administradoras de inversión. No se autorizó la compra de bonos privados de alta calidad crediticia emitidos por firmas distintas de los establecimientos de crédito debido a la incertidumbre sobre el impacto de la pandemia en el riesgo de crédito de estos títulos.

crédito⁴⁸³. Fue una medida que, además, sin que ese fuera el objetivo, constituyó una fuente principal de liquidez permanente para la economía.

Por su parte, la señal casi extrema de *forward guidance* de la Fed, de alguna manera equivalente al *whatever it takes* del presidente del Banco Central Europeo años antes frente a la crisis del euro, fue presuntamente fundamental para el regreso de la tranquilidad a los mercados internacionales.

Ya en la tercera fase del estrés de liquidez, y con lo más duro del choque superado, las acciones de los dos bancos toman caminos separados. El Banco de la República continúa con su estrategia de suministrar liquidez dirigida cuidadosamente con montos, plazos, colateral y contrapartes bien definidos, a la que se suman tres elementos: reducción del encaje el 14 de abril⁴⁸⁴, apertura de una facilidad de repos respaldados con cartera, y nuevas y más frecuentes reducciones de la tasa de interés de política entre finales de mayo y finales de septiembre, cuando se llevó hasta el 1,75 %, la más baja desde que se adoptó el régimen de inflación objetivo. En este punto, dos elementos de la respuesta del Banco de la República merecen una mención especial.

- 1) *La creación de los repos respaldados por cartera y, en general, el uso de instrumentos preventivos de provisión de liquidez.* Con la expansión de las facilidades de repos respaldados por bonos públicos y privados (en términos de monto, plazo y contrapartes admisibles), junto con la compra en firme de títulos públicos y privados, se logró estabilizar los mercados básicos de fondeo en la economía y garantizar el acceso de los intermediarios que contaran con este tipo de activos a la liquidez del banco central. Una preocupación remanente era que, dada la incertidumbre sobre la duración y desarrollo de la pandemia, hubiese temores sobre la liquidez de las entidades financieras a un plazo mayor, especialmente de aquellas que, por su naturaleza, no contaban con grandes acervos de títulos públicos o privados (v.g.: instituciones crediticias pequeñas). De materializarse estos temores, podría exacerbarse el riesgo sistémico.

⁴⁸³ Simultáneamente se anunciaron compras de TES, lo cual reforzaría la liquidez de este mercado (Gráfico 27).

⁴⁸⁴ Subsecuentemente, en el marco de la Emergencia Económica, Social y Ecológica, el Gobierno Nacional estableció un requisito de inversión en títulos de deuda pública (“títulos de solidaridad”) para los establecimientos de crédito por un monto similar a los recursos liberados por la disminución del encaje (cerca de COP10 billones) con el objeto de financiar el Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME) creado por el Gobierno para enfrentar la pandemia. Aparte de esto, la reducción de los encajes abarataba la generación de crédito nuevo por parte de las entidades, pues imponía menores costos de intermediación.

Por esa razón, en mayo de 2020 se abrió una facilidad de repos respaldados por cartera, de forma tal que los establecimientos de crédito tuviesen una fuente de liquidez del banco central disponible a un plazo relativamente largo (seis meses). La medida buscaba específicamente mitigar el temor por la liquidez de las contrapartes en el mercado monetario y atenuar el riesgo de corridas contra entidades pequeñas y medianas con pocos títulos, dada su estructura. Se consideró más eficiente y menos riesgoso (desde un punto de vista sistémico) ofrecer preventivamente esta opción de provisión de liquidez, en lugar de hacerlo *ex post* a través de préstamos de última instancia que tendrían que haberse activado por la materialización de un choque adverso de liquidez.

Los montos efectivamente adjudicados por este mecanismo no fueron altos, pese a lo cual la creación de este instrumento se consideró un acierto. Se trataba de proveer un “seguro” en un momento de elevado riesgo sistémico. De hecho, su bajo uso puede ser señal de éxito, si el instrumento moderó las percepciones de riesgo de contraparte en los mercados monetario y de depósito. La misma lógica puede aplicarse a otras facilidades o extensiones de facilidades que pudieron *ex post* no tener alta demanda (v. g.: los FX swaps destinados a atender un posible recorte de las líneas externas de los bancos colombianos), pero dieron seguridad (*backstops*) al sistema como un todo. Por tanto, la respuesta del Banco de la República (y de otros bancos centrales) comprendió una mezcla de medidas “reactivas” y “preventivas” encaminadas, las primeras, a enfrentar la materialización de choques específicos, y las segundas, a moderar riesgos sistémicos en un entorno de gran incertidumbre.

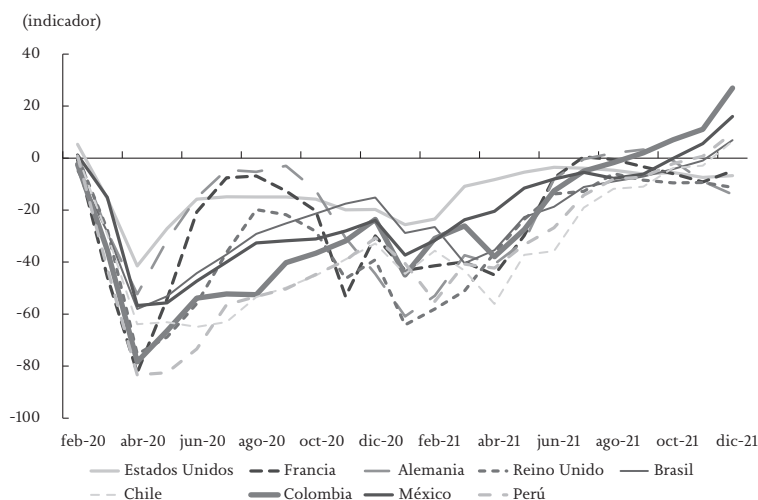
- 2) *A lo largo del período de estrés, la economía colombiana contó con amplia liquidez, independientemente de cómo fue distribuida.* En efecto, la liquidez otorgada por el Banco a través principalmente de operaciones repo, compras de TES, compras de deuda privada y la disminución del encaje fue holgada. De hecho, el índice bancario de referencia (IBR) y la tasa interbancaria (TIB) se ubicaron por debajo de la tasa de política monetaria entre el 17 de marzo y el 4 de mayo de 2022, a pesar de que el Banco ofrecía depósitos remunerados no constitutivos de encaje a siete y catorce días para contraer los excesos de oferta monetaria.

Por su parte, en este período la Fed entra a un nuevo escenario una vez el Congreso de los Estados Unidos aprueba el paquete de alivio económico por USD 2 billones el 24 de marzo. Con el apoyo del Departamento del Tesoro, establece las líneas de apoyo a los mercados de dinero y al crédito ya mencionadas. Como se indicó, estos instrumentos de política de la Fed no hacen parte del instrumental del Banco de la República.

5.2 La respuesta de la tasa de interés de política

Como se señaló en la discusión sobre la naturaleza del choque, la pandemia produjo en Colombia una severa contracción de la actividad económica por razones de oferta y demanda agregada (Blanchard e Illing, 2021). Las restricciones de movilidad fueron relativamente severas en los primeros trimestres (Gráfico 27)⁴⁸⁵. Consecuentemente, el ingreso de los hogares sufrió una reducción notable (Gráfico 28). En esta oportunidad, debido a las restricciones de movilidad, el sector informal no pudo cumplir un papel contracíclico que aliviara el impacto del choque adverso sobre el ingreso de los hogares.

Gráfico 27
Indicadores de movilidad de Google



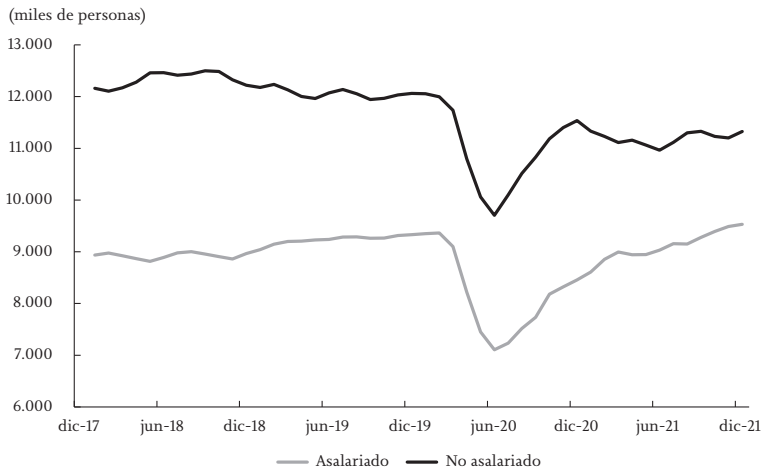
Nota: corresponde al promedio mensual de los datos diarios.

Fuente: Google; cálculos Banco de la República.

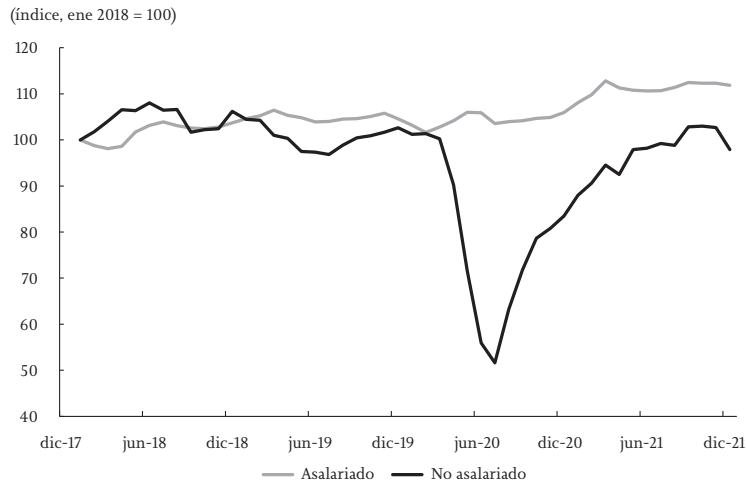
⁴⁸⁵ Carranza et al. (2020) calibran un modelo macroepidemiológico para Colombia, en la línea de Eichenbaum et al. (2021) y encuentran que las restricciones de movilidad impuestas por los gobiernos y las autoimpuestas por los individuos salvaron alrededor de 15.000 vidas y redujeron el consumo en alrededor de 4,7% en 2020. Según los autores, el grueso de estos efectos se explica por las políticas gubernamentales.

Gráfico 28 Empleo e ingreso mensual real de los trabajadores

A. Total de asalariados y no asalariados^{a/}



B. Ingreso laboral real por mes para asalariados y no asalariados^{a/}

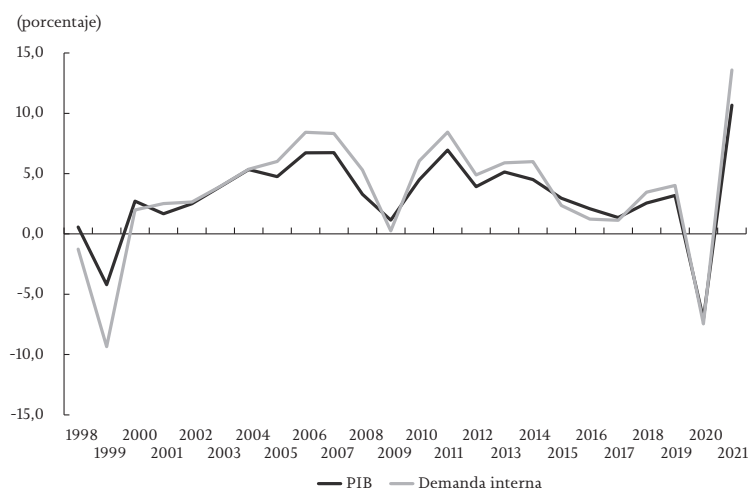


^{a/} Corresponde a los datos en trimestre móvil y desestacionalizados. Los asalariados incluyen empleados particulares y del gobierno y los no asalariados incluyen empleados domésticos, cuenta propia, patrones, trabajadores familiares y jornaleros.

Fuente: DANE (GEIH); cálculos Banco de la República.

El crecimiento del producto se contrajo a niveles inferiores a los de la crisis de finales del siglo XX, presionado por la caída de la demanda interna y las exportaciones (gráficos 29 y 30). No obstante, el ajuste de la absorción interna fue mayor que el del producto, lo que implicó una corrección del déficit externo en 2020, pese al fuerte deterioro de los términos de intercambio (Gráfico 1).

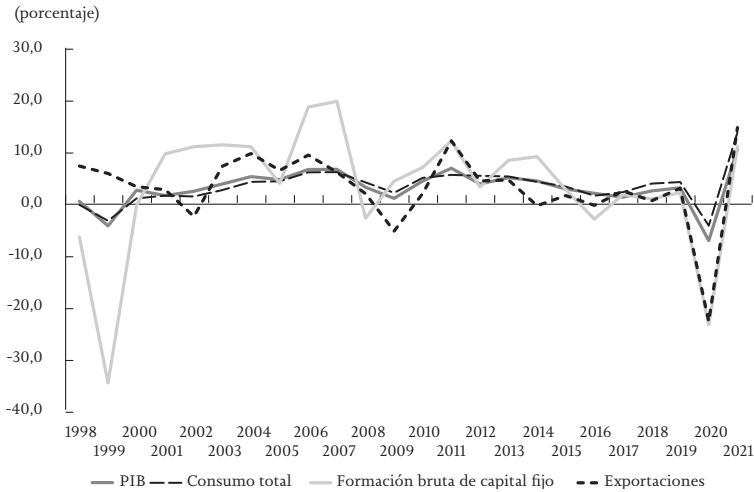
Gráfico 29
Crecimiento anual del PIB real y la demanda interna



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

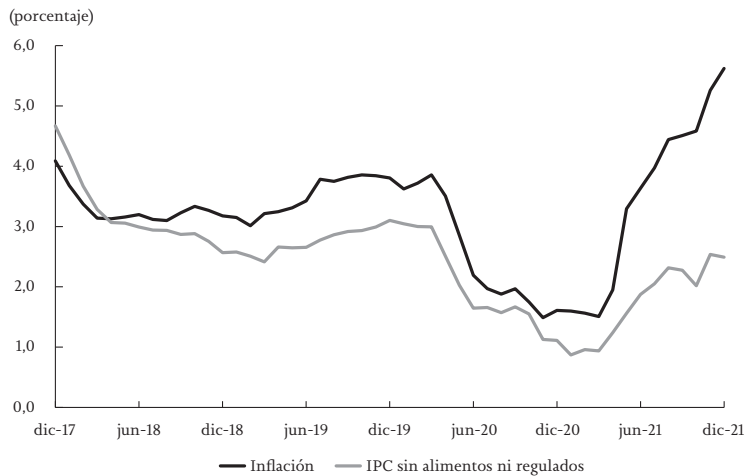
La significativa caída del PIB y la demanda interna fue también coherente con una marcada caída de la inflación total y básica (Gráfico 31), lo cual sugiere que en Colombia, como en otros países, los impactos de la pandemia en la demanda agregada superaron en el corto plazo a los que tuvo en la oferta agregada. Esto se dio incluso en presencia de una fuerte depreciación de la moneda. En el país, además, una parte importante del apoyo brindado por el Gobierno a los hogares tomó la forma de alivios de precios e impuestos indirectos, todo lo cual se tradujo en caídas adicionales de la inflación (Gráfico 32). Coherente con este comportamiento y con la percepción de una debilidad económica prolongada, las expectativas de inflación de los analistas y los indicadores derivados de los mercados financieros señalaban un descenso de la inflación esperada a uno y dos años (Gráfico 33).

Gráfico 30
Crecimiento de los componentes de la demanda agregada



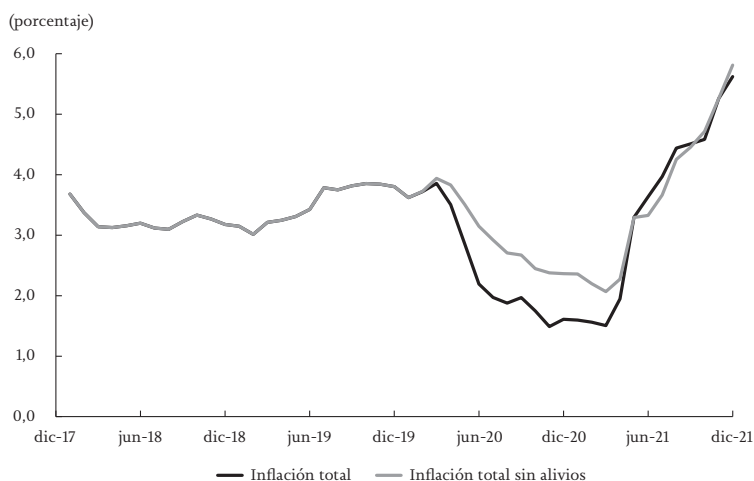
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 32
Inflación total con y sin alivios
(variación anual)



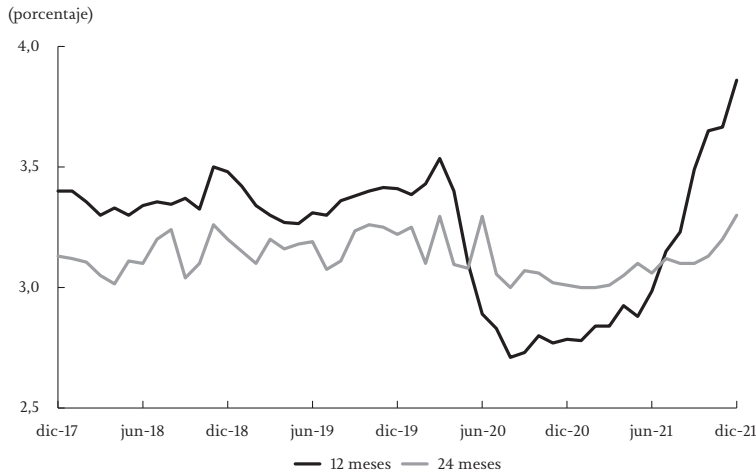
Fuentes: DANE y Banco de la República.

El comportamiento descrito de la inflación y de la actividad económica sugería la necesidad de un relajamiento de la política monetaria, como en efecto sucedió a partir del 27 de marzo, cuando se inició un ciclo de descenso de tasas de interés de política, con una reducción de 50 pb (de 4,25 % a 3,75 %) en una reunión ordinaria de la Junta Directiva. En adelante, el Banco continuó con una secuencia de reducciones graduales de la tasa de interés hasta llegar al 1,75 % el 27 de septiembre de 2020. Con este ajuste, la tasa de interés real *ex post* bajó desde un 0,5 % en marzo de 2020 al -0,1 % en octubre del mismo año. La tasa de interés real *ex ante* calculada con las expectativas de inflación de analistas a un año pasó del 0,7 % al -1 % en el mismo período.

La velocidad de la reducción de la tasa de interés del Banco de la República fue pausada si se la compara con la de otros países de la región, como Chile y Perú, pero comparable con la de otras economías, como México y Brasil (Gráfico 34). La gradualidad en el caso colombiano se explica por varios factores. En primer lugar, las vulnerabilidades relativas de la economía colombiana, reseñadas anteriormente, se habían manifestado en una reacción comparativamente fuerte de los precios de los activos financieros más relevantes (primas de riesgo, tasa de cambio y tasa de interés de los bonos

Gráfico 33
Expectativas de inflación total^{a/}
(variación anual)

A. Analistas



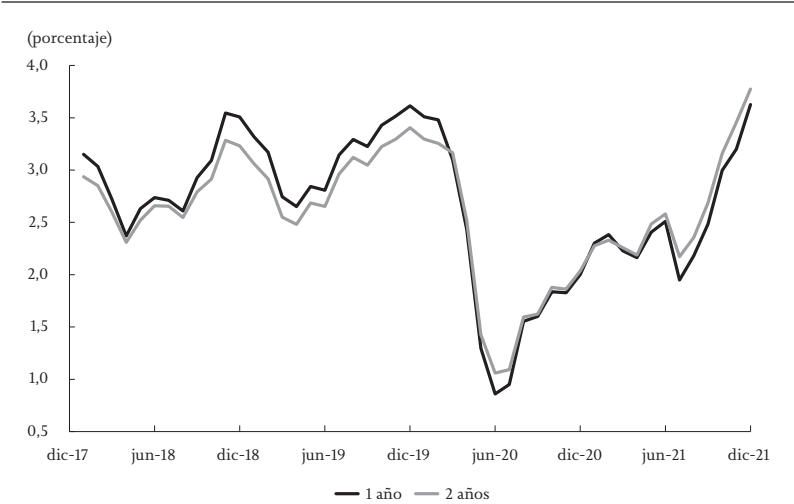
^{a/} Corresponde a la mediana de la respuesta de los analistas en la Encuesta mensual de expectativas.
 Fuente: Banco de la República.

públicos). Naturalmente, para las autoridades resultaba en especial preocupante la respuesta de los flujos de capital y de los precios de los activos en un ambiente tan adverso e incierto. Cabe recordar que entre marzo y abril de 2020 el precio del petróleo alcanzó su mínimo en la pandemia (Banco de la República, 2020c). Se percibían riesgos no despreciables de una señal de relajamiento excesivo de la política monetaria en un contexto de fuerte aversión internacional al riesgo, altas razones de deuda pública y externa, y elevado déficit externo.

En segundo lugar, el equipo técnico y la Junta Directiva reconocían que la pandemia tendría fuertes impactos en la demanda y la oferta agregada de la economía y, sobre todo, eran conscientes de la gran incertidumbre sobre el tamaño de dichos impactos y, por ende, sobre el tamaño y la dinámica de los excesos de capacidad en la economía (Banco de la República, 2020d). Una ilustración de dicha incertidumbre puede extraerse de las revisiones que el equipo técnico hizo de la estimación del crecimiento potencial en 2020, como aparece en el Cuadro 4:

Gráfico 33 (continuación)
Expectativas de inflación total
(variación anual)

B. Break-even inflation ^{b/}



^{b/} Las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos (Abrahams et al., 2015; Espinosa et al., 2015). En este sentido, la denominada “prima por riesgo inflacionario” surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos. Los diferenciales en estas primas a término pueden estar reflejando incertidumbre sobre la inflación a futuro; sin embargo, también pueden estar influenciados por fricciones particulares de cada mercado, como las preferencias de algunos agentes en invertir en cierto tipo de títulos. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total calculado con esta metodología se puede descomponer entre las expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez.

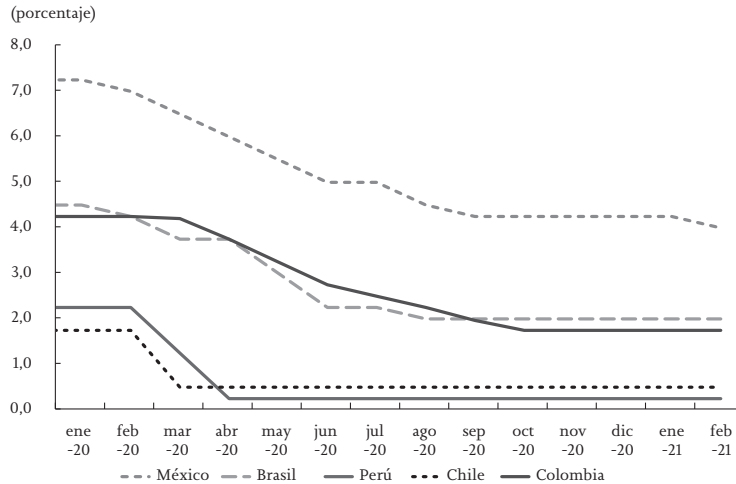
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 4
Estimación del crecimiento del PIB potencial de 2020

Fecha de pronóstico (IPM)	2020				2021	
	Julio	Octubre	Enero	Abril	Julio	Octubre
Crecimiento potencial	-2,6 %	-1,9 %	-1,3 %	-0,9 %	-0,7 %	-0,7 %

Fuente: Banco de la República (Informes de Política Monetaria, julio de 2020-octubre de 2021).

Gráfico 34
Tasas de política monetaria para algunos países de América Latina



Nota: la TPM de Colombia corresponde al promedio de los días hábiles.
 Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

De igual forma, las autoridades observaban que, en el momento en que llega el choque del covid-19, la actividad económica en Colombia era más dinámica que en otros países y la inflación superaba la meta (Banco de la República, 2020c).

En tercer lugar, dadas las restricciones de movilidad generadas por la epidemia y la respuesta de las autoridades sanitarias, se reconocía que la efectividad de una reducción de las tasas de interés sería limitada, al menos inicialmente, restringiéndose posiblemente a un impacto favorable sobre el flujo de caja los deudores (Banco de la República, 2020e). Este razonamiento guarda semejanza con los argumentos teóricos presentados por Lepetit y Fuentes-Albero (2022).

En resumen, un análisis de beneficio-costos-riesgo sugería que, al menos inicialmente, un relajamiento acelerado de la política monetaria entrañaba riesgos no despreciables para una economía vulnerable por su nivel de endeudamiento y por el deterioro de sus ingresos externos, al tiempo que la efectividad de una medida de esa índole para reactivar la economía era dudosa y la magnitud del relajamiento requerido era sumamente incierta. De ahí la

respuesta relativamente gradual de la tasa de interés al choque de la pandemia en Colombia.

5.3 Política cambiaria y fortalecimiento de la liquidez internacional

Pese a que el país contaba con amplios colchones (Gráfico 4), la extensión del choque en los mercados financieros globales y la gran incertidumbre sobre la duración y el desarrollo de la pandemia implicaban un riesgo importante sobre la liquidez externa del país. No se trataba de un evento temporal de acceduración definida, sino de un choque sin precedentes con impactos fuertes e imprevistos en los mercados internacionales y nacionales. Por dicha razón, el Banco de la República decidió reaccionar con cautela en dos frentes de su política cambiaria.

- 1) *Intervención en el mercado cambiario.* En primer lugar, la intervención en el mercado cambiario local se dio después de que se produjera una fuerte depreciación del peso, y entonces se intervino solamente en los mercados de derivados, como se señaló atrás. Lo primero minimizaba el riesgo de salidas fuertes de capital por parte de agentes que percibieran que faltaba aún un ajuste de la tasa de cambio. Lo segundo no solo garantizaba que se enfrentaran los problemas puntuales del mercado cambiario⁴⁸⁶, sino que se preservaran las reservas internacionales en previsión de choques futuros más complicados.
- 2) *Refuerzo de la liquidez externa.* Se buscó fortalecer la liquidez internacional del país por tres medios. Primero, en abril de 2020 el Banco de la República obtuvo acceso a la facilidad de repos de la Fed (FIMA) (Banco de la República, 2020b), creada para darle liquidez a los títulos del Tesoro estadounidense en momentos en que este mercado experimentaba una fuerte iliquidez. Por esta vía era posible, de necesitarse, acceder a la liquidez externa de los títulos en poder del Banco sin tener que venderlos en condiciones desfavorables.

Segundo, en mayo de 2020 el Banco de la República le compró al Gobierno Nacional USD 2.000 millones a la tasa de cambio del mercado con el objeto de aumentar las reservas internacionales, aprovechando las monetizaciones del financiamiento externo obtenido por el Gobierno. Las compras al

⁴⁸⁶ Provisión de coberturas cambiarias, normalización de la liquidez del mercado de contado y provisión de liquidez contingente ante un recorte fuerte de las líneas externas de los bancos colombianos.

Gobierno tenían la ventaja de reforzar la liquidez externa sin inducir directamente presiones de depreciación adicionales en el mercado. En la misma línea, el Banco de la República le compró USD1.500 millones al Gobierno Nacional en diciembre de 2021.

Tercero, también en mayo de 2020, las autoridades colombianas renovaron por dos años la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI por el 384 % de la cuota de Colombia en dicha institución (aproximadamente USD11.200 millones). Esta línea, otorgada solamente a países con sólidos marcos y desempeños de política macroeconómica, permitía al país der a recursos de liquidez internacional sin condicionalidad alguna (Banco de la República, 2020b).

Posteriormente, ante un deterioro económico y fiscal mayor del esperado en mayo de 2020, el país solicitó una ampliación de la LCF al 600 % de la cuota de Colombia en el FMI (aproximadamente USD17.600 millones), la cual fue aprobada por el directorio del FMI en septiembre de dicho año. En particular, se presentaban mayores presiones sobre el financiamiento público en medio de la pandemia, causadas por la fuerte caída de los recaudos de impuestos y por la necesidad de ampliar temporalmente el gasto en salud (Banco de la República, 2021). Por tanto, una parte de esta línea (183 % de la cuota de Colombia en el FMI, o aproximadamente USD5.400 millones) fue desembolsada para apoyo presupuestal del Gobierno en diciembre de 2020. Con esto se buscaba diversificar las fuentes de fondeo externo del Gobierno y mitigar un posible desplazamiento del financiamiento privado en el mercado local de fondos prestables cuando más se necesitaba (Banco de la República, 2021).

5.4 Indicios de efectividad

Resulta difícil obtener conclusiones fuertes sobre la efectividad de las medidas adoptadas por el Banco de la República como respuesta a la pandemia. Para empezar, dicha respuesta debe entenderse como parte de un esfuerzo más amplio de las autoridades colombianas para enfrentar este choque (Vargas et al., 2021), lo cual implica que los resultados macrofinancieros de la política se desprenden de medidas complementarias de distintas instituciones estatales cuya contribución individual es difícil de desentrañar.

Tal esfuerzo incluyó medidas para apoyar a los hogares, como el subsidio al empleo formal (Programa de Apoyo al Empleo Formal: PAEF), las transferencias directas a los segmentos más pobres de la población y la suspensión de algunos impuestos y contribuciones, entre otros. En el ámbito de la política

financiera, el Gobierno Nacional adoptó un programa ambicioso de garantías para los créditos de las firmas del sector real y líneas de crédito especiales a través de intermediarios financieros estatales de “segundo piso”. Por su parte, la Superintendencia Financiera adaptó su regulación para acomodar los programas de alivio de cartera adoptados por los intermediarios financieros (Programa de alivio al deudor, PAD) y estableció las reglas para la provisión de cartera, la revelación del riesgo crediticio y la reestructuración de algunos préstamos (Vargas et al., 2021).

Por otro lado, como se ha argumentado a lo largo de este capítulo, las acciones de política de otros países, en particular de la Fed, contribuyeron a estabilizar los mercados financieros globales e incidieron sin duda en la mejoría de las condiciones financieras locales después del choque. De nuevo, desentrañar la contribución de las medidas de política internas y externas es complicado. No obstante, hay varios indicios que sugieren la efectividad de la respuesta de política del Banco de la República en la estabilización de los mercados relevantes y en la posterior recuperación de la actividad económica.

Los principales mercados de activos locales (cambiario y de deuda pública y privada) se estabilizaron, como lo demuestra la normalización de sus indicadores de liquidez y las valorizaciones posteriores al choque (Gráficos 5, 6, 7 y 9). Algunos estudios de eventos sugieren un papel importante de las compras de activos de los bancos centrales de las economías emergentes en la estabilización de los mercados internos (Hartley y Rebucci, 2020; Fratto et al., 2021). De acuerdo con estos estudios, la respuesta estimada de los precios de los bonos a los anuncios de compras de los bancos centrales fue mayor en economías emergentes que en las economías desarrolladas, y la estimación para Colombia está entre las más altas⁴⁸⁷.

Un elemento importante de la respuesta del Banco de la República en la estabilización de los mercados de activos locales es que la intervención en los mismos se dio después de fuertes ajustes en los precios. Como se mencionó para el caso del mercado cambiario, esta característica de la reacción de la autoridad monetaria limitó la posibilidad de salidas mayores de capitales del país o de los mercados afectados en anticipación de futuras depreciaciones. De hecho, una característica destacable del choque del covid-19 en Colombia

⁴⁸⁷ Los anuncios examinados en Colombia no coincidieron con medidas de relajamiento de la política monetaria, lo cual permite hacer una inferencia más “limpia” de sus efectos. No obstante, dichos anuncios sí coincidieron con los de la Fed el 23 de marzo, lo cual dificulta la atribución de la estabilización de los mercados únicamente a la medida de política en Colombia (Vargas et al., 2021).

es que no se presentó una sustitución significativa de activos internos por externos, sino una fuga hacia activos líquidos locales. Las salidas de capital por inversión de portafolio tuvieron una variación relativamente modesta en Colombia (Vargas et al., 2021: 114)

Por su parte, los retiros de los FIC se frenaron y estos fondos comenzaron a recuperarse a lo largo del segundo trimestre de 2020 (Gráfico 11). No obstante, la preferencia del público por pasivos líquidos del sistema financiero se mantuvo por un período prolongado, revirtiéndose solo cuando las tasas de interés de política y los CDT empezaron a subir años más tarde. Pese a ello, la estabilización de los mercados de deuda y la certeza sobre provisión de amplia liquidez agregada permitieron que el mercado de crédito continuara funcionando. Como se indicó, las firmas grandes aumentaron inicialmente de forma precautoria su endeudamiento con los bancos ante la incertidumbre sobre sus ingresos y la liquidez de la economía. Asimismo, gracias a las garantías provistas por el Gobierno a través del Fondo Nacional de Garantías, varias empresas medianas y pequeñas pudieron también acceder al crédito del sistema financiero desde marzo de 2020 (gráficos 22 y 23).

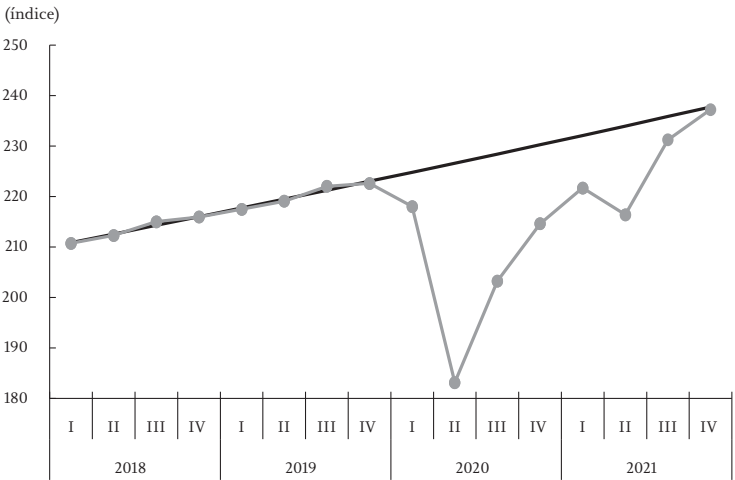
Un hecho destacable es que en Colombia esto se logró mediante la combinación de las políticas del Banco de la República (proveyendo liquidez y certeza sobre la misma), la Superintendencia Financiera (mediante la adaptación de su regulación [PAD]) y el Gobierno Nacional (mediante las garantías del FNG), y que, además, el banco central no habilitó líneas especiales de crédito para el sector real, como sucedió en otros países. En general, pese a aumentar sus activos totales en un 4 % del PIB de 2019, el Banco de la República se encuentra entre los bancos centrales de América Latina que menos activamente utilizó su hoja de balance durante la pandemia (IDB, 2022: 49). Como se señaló, esto puede indicar una distribución institucional de la reacción al choque diferente entre países, variación en la composición entre herramientas “reactivas” y “preventivas” de los bancos centrales, o distintos grados de cautela de las autoridades, dadas las diferencias en las vulnerabilidades iniciales de los países.

Con mercados estables y una oferta de crédito activa, la reducción de la tasa de interés de política se transmitió a las tasas de interés activas y pasivas de la economía (Vargas et al., 2021: 86) y, con el tiempo, la economía se encauzó por una senda de rápido crecimiento. La recuperación de la economía colombiana fue particularmente robusta, como lo demuestra el que el PIB rebasó la tendencia que traía desde antes de la pandemia en el cuarto trimestre de 2021, impulsada en especial por consumo final (Gráfico 35), el cual ha sido acompañado por un alto crecimiento del crédito a los hogares.

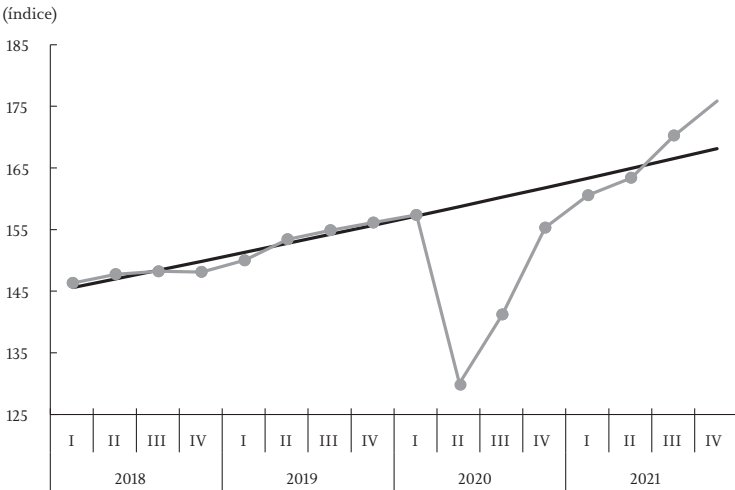
Esta dinámica de la actividad económica contribuiría al fuerte y prolongado repunte de la inflación registrado desde finales de 2021. Dicho repunte se

Gráfico 35
Niveles y tendencia del PIB y consumo privado

A. PIB



B. Consumo privado



Nota: tendencia con base en datos de 2018 y 2019.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

originó, además, por varios factores, entre los que se cuentan: 1) los cuellos de botella externos causados por la recuperación de la demanda mundial en medio de restricciones de capacidad asociadas con la pandemia; 2) los recorres de oferta de varios bienes básicos derivados de la guerra en Ucrania; 3) choques de oferta internos (los bloqueos de 2021 y eventos climáticos)⁴⁸⁸, y 4) las sostenidas presiones inflacionarias de la tasa de cambio vinculadas especialmente con el ajuste monetario en las economías avanzadas y con el deterioro en la percepción de riesgo sobre las finanzas públicas en Colombia. Los mecanismos de indexación y el aumento de las expectativas de inflación han reforzado el proceso inflacionario. Como resultado, la inflación ha alcanzado los dos dígitos, valores no vistos desde la adopción completa del esquema de Inflación Objetivo a comienzos del presente siglo, con lo que se configura un nuevo y complicado reto para el Banco de la República.

6. Conclusiones

En este capítulo se examinó la respuesta del Banco de la República a la pandemia generada por el covid-19 en el contexto de los ciclos financieros globales, la integración de los mercados financieros internacionales y las acciones de otros bancos centrales. Esto permitió entender dicha respuesta como el intento por evitar la amplificación del impacto de un choque exógeno y global a la actividad productiva a través del sistema financiero. No se trató, entonces, de una crisis financiera tradicional (una corrida de depósitos o insolvencia de entidades de crédito), sino de un severo (aunque breve) episodio de estrés de liquidez de carácter sistémico. De esta manera, el eje de la estrategia adoptada por la autoridad monetaria fue asegurar el adecuado funcionamiento de los mercados de deuda y cambiario, y del sistema de pagos ante un riesgo de liquidez creciente, derivado de la incertidumbre generada por un choque exógeno y la volatilidad transmitida por los mercados internacionales.

Al mismo tiempo, se garantizó una liquidez agregada amplia que complementara las medidas de otras autoridades financieras del país y contribuyera a sostener la oferta de crédito en la economía. En estas respuestas se utilizaron instrumentos novedosos en el contexto local, como las compras de títulos privados, los repos con cartera, los NDF de dólares y los FX-swaps, en varios casos con un enfoque preventivo. El Banco evitó esquemas que atendieran problemas idiosincrásicos de bancos o intermediarios individuales, implicaran acciones bilaterales con ellos o pudieran generar riesgo moral. Tampoco

⁴⁸⁸ Véase Banco de la República (2022(b)).

participó en esquemas de crédito para hogares y familias. Sus decisiones se ajustaron al marco legal que lo gobernaba.

Con mercados financieros estables y una oferta de crédito activa, el Banco relajó su política monetaria ante el colapso de la actividad económica y la caída de la inflación por debajo de la meta. Este proceso fue gradual, dadas las vulnerabilidades iniciales de la economía, la incertidumbre sobre los impactos de la pandemia en la oferta y demanda agregada, y la limitada efectividad de la política en medio de las restricciones de la epidemia. Asimismo, bajo un enfoque de cautela y ante la incertidumbre sobre la duración y desarrollo de la pandemia, el Banco reforzó su liquidez externa mediante compras de reservas y aumento del acceso a la LCF del FMI.

Referencias

- Akinci, O., S. Kalemi-Ozcan, A. Queralto, 2022. “Uncertainty Shocks, Capital Flows, and International Risk Spillovers”. NBER, Working Paper 30026.
- Arora, R., Bédard-Pagé, G., Besnier, P., Ford, H. and Walsh, A., 2021. “Non-Bank Financial Intermediation in Canada: A Pulse Check”. Staff Analytical Note 2021-2. Bank of Canada
- Banco de la República, 2019. Reporte de Estabilidad Financiera, II Semestre de 2019. <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9772/reporte-estabilidad-financiera-segundo-semestre-2019.pdf?sequence=18>
- Banco de la República, 2020(a). Informe de Política Monetaria 01/2020. https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9805/informe_de_politica_monetaria_enero_2020.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Banco de la República, 2020(b). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Julio. <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9887/informe-congreso-julio-2020.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Banco de la República, 2020(c). Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República de marzo 27 de 2020. <https://www.banrep.gov.co/es/minutas-reunion-junta-directiva-del-banco-republica-marzo-27-2020>
- Banco de la República, 2020(d). Informe de Política Monetaria 04/2020. https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9842/informe_de_politica_monetaria_abril_2020.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Banco de la República, 2020(e). Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República de abril 30 de 2020. <https://www.banrep.gov.co/es/minutas-reunion-junta-directiva-del-banco-republica-abril-30-2020>
- Banco de la República, 2021. Recuadro 2. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Marzo. <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/hand->

- le/20.500.12134/10004/informe-congreso-marzo-2021.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Banco de la República, 2022(a). *Evolución Reciente del Endeudamiento Externo de los Bancos Colombianos del Banco de la República*. <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/id/8c562224-28f5-4f8a-b74a-7bc8ffa77445/Reporte.pdf>
- Banco de la República, 2022(b). “Inflación de alimentos: una comparación con otros países”. Recuadro 1, *Informe de Política Monetaria 10/22*. <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10504/informe-politica-monetaria-octubre-2022.pdf>
- Barone, J., Chaboud, A., Copeland, A., Kavoussi, C., Keane, F. and Searls, S., 2022, “The Global Dash for Cash: Why Sovereign Bond Market Functioning Varied across Jurisdictions in March 2020”. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 1010 March.
- Bernanke B.S., 2022. *21st Century Monetary Policy. The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19*. W.W. Norton & Company.
- BIS, 2020. Chapter 1, *Annual Economic Report*. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.pdf>
- Blanchard, O. e Illing, G., 2021. “The COVID-19 pandemic (additional section, English version)” *Makroökonomie* Pearson Studium München, German edition 9.6.
- Brunnermeier, M., 2009. “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008”. *Journal of Economic Perspectives* Volume 23, number 1, Winter 2009, p. 77-100
- Carranza, J.E., Martín, J.D. y Riascos, A., 2020. “The COVID epidemic and the economic activity with acquired immunity”. *Borradores de Economía* 1147. Banco de la República.
- Clarida, H., Duygan-Bump, B. and Scotti, C., 202. “The COVID-19 Crisis and The Federal Reserve’s Policy Response”. *Finance and Economics Discussion Series 2021-035*. Federal Reserve Board
- Corsetti, G., S. Lloyd and E. Marin, 2020. “Emerging market currency risk around ‘global disasters’: Evidence from the Global Financial Crisis and the COVID-19 crisis”, in *COVID-19 in Developing Economies*, Edited by Simeon Djankov and Ugo Panizza. A VoxEU.org Book CEPR Press. Chapter 25.
- Crockett, A., 2002. *Introductory Remarks*. Third Joint Central Bank Conference on Risk Measurement and Systemic Risk. Basilea, 7 y 8 de marzo.
- Eichenbaum, M., Rebelo, S., Trabandt, M., 2021. “The Macroeconomics of Epidemics”, *The Review of Financial Studies*, Volume 34, Issue 11, November 2021, Pages 5149–5187
- Eisenbach, T. and Phelan, G., 2022. “Fragility of Safe Asset Markets”. FRB of New York Staff Report No. 1026, July.

- Eren, E., Schrimpf, A. and. Sushko, V., 2020. "US dollar funding markets during the COVID-19 crisis – the money market fund turmoil". BIS Bulletin No. 14. May, 2020.
- Fedesarrollo, 2019. "Plan Financiero 2019 y retos en Política Fiscal en el mediano plazo". *Tendencia Económica* 194. Febrero.
- Financial Stability Board, 2020. "Holistic Review of the March Market Turmoil". <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P171120-2.pdf>
- Financial Stability Board, 2021. "Lessons Learnt from the COVID-19 Pandemic from the Financial Stability Perspective". Final Report.
- Fratto, C, Harnoys-Vannier, B., Mircheva, B., De Padua, D. and Poirson, H, 2021. "Unconventional monetary policies in emerging markets and frontier countries", IMF Working Papers, WP/21/14.
- Garavito, A., López, D. y Montes, E., 2011. "Aproximación a los índices de valor unitario y quantum del comercio exterior colombiano". Borradores de Economía 680, Banco de la República.
- García P., 2021. The Monetary and Financial Policy Response to the CV19 Crisis: The Case of Chile. Documento de Política Económica No 69. BCCCh marzo-2021.
- García-Herrero, A. and Ribakova, E., 2020. "COVID-19's reality shock for emerging economies: Solutions to deal with dependence on external funding". 21 May 2020 – voxeu.org.
- Gertler, M. and Karadi, P., 2009. "A Model of Unconventional Monetary Policy". WP NYU. April
- Goldberg, L. and Ravazzolo, F., 2021. "The Fed's International Dollar Liquidity Facilities: New Evidence on Effects". *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 997. December
- Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. and Werning, I., 2022. "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?" *American Economic Review*, 112 (5): 1437-74.
- Hartley, J. and Rebucci, A., 2020. "An event study of Covid-19 central bank quantitative easing in advanced and emerging economies", CEPR Discussion Paper Series, no 14841, June.
- ICI, 2020. "Experiences of US Money Market Funds During the COVID-19 Crisis". Report of the Covid-19 market impact group. November. *The Experience of US Money Market Funds During the COVID-19 Crisis* (sec.gov)
- IDB, 2022. "From recovery to renaissance: Turning Crisis into Opportunity". 2022 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report.
- IMF, 2016. "Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations". June. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/060316.pdf>
- Miranda-Agripino S. and Rey, H., 2021. "The Global Financial Cycle". NBER Working Paper 29327.

- Lepetit, A. and Fuentes-Albero, C., 2022. "The Limited Power of Monetary Policy in a Pandemic". BIS Working Papers No. 1018. May.
- Rey, H. (2015) (2015) "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence". NBER Working Paper 21162.
- Shin, H.S. (2010) *Risk and Liquidity*. Oxford University Press.
- Vargas, H., Ospina, J. and Romero, J., 2021. "The Covid-19 shock and the monetary policy response in Colombia". BIS Papers No. 122

Capítulo 14

La cultura en el Banco de la República

Miguel Urrutia

1. Origen de la actividad cultural del Banco

Los banqueros y bancos han sido coleccionistas de arte por lo menos desde el Renacimiento; los Médici, banqueros florentinos, fueron mecenas de las artes y la arquitectura, y obras suyas o producidas con su apoyo constituyen un patrimonio fundamental del Renacimiento italiano. El banco de esta familia fue el más grande de Europa en el siglo XV.

Al buscar en Google, bajo “banqueros coleccionistas”, se encuentran las siguientes entradas: Paul von Mendelssohn-Bartholdy, banquero alemán; el marqués Vincenzo Giustiniani (13 de septiembre de 1564-27 de diciembre de 1637), quien fue un aristócrata, banquero, coleccionista de arte e intelectual italiano; Albert von Oppenheim (1834-1912), banquero alemán y *coleccionista de arte*; Edward Solly, banquero inglés también coleccionista. Mejor conocidos son los Rothschild de Alemania, Francia, Inglaterra y Austria, banqueros y coleccionistas; Andrew W. Mellon, cuya colección fue la base de la National Gallery, de Washington, y J. P. Morgan, responsable de la creación de Morgan Library y quien donó parte importante de la colección medieval del Metropolitan Museum de New York. David Rockefeller apoyó la colección del Banco Chase; el Deutsche Bank tiene un museo de arte en Berlín y una colección de arte contemporáneo; varios bancos españoles poseen colecciones de arte, y en Colombia el Banco de Colombia, el Banco de Bogotá y Suramericana de Seguros (SURA) han coleccionado arte. Entre los bancos centrales, el de Perú tiene una colección de pintura y cerámica precolombina abierta al público, y los bancos de Costa Rica y Ecuador hicieron magníficas colecciones de cerámica precolombina que pasaron con el tiempo a entidades sin ánimo de lucro para que las administraran. El Banco de México administra un museo y la sede del Banco de Francia es un bello palacio real del siglo XVIII.

No se sabe por qué los bancos y los banqueros promueven la cultura y el arte. Debe haber literatura académica que discute las motivaciones económicas o psicológicas de este fenómeno, pero los banqueros son hombres prácticos y la inversión en arte debe ser útil de alguna manera para el negocio;

otra motivación puede ser que el arte hace más placentera la llamada ‘ciencia lúgubre’ de la economía, que una vida dedicada solo a la acumulación.

En el caso del Banco de la República, el apoyo a la cultura en un principio no hizo parte obvia de su estrategia, que consistía en promover el crecimiento económico a través del ordenamiento de la organización monetaria y crediticia del país. Sus colecciones son el resultado de decisiones administrativas de poca monta relacionadas con el patrimonio histórico de la nación. Pero la motivación de los ejecutivos que han apoyado esta actividad es admirable: contribuir a preservar el patrimonio cultural con el propósito de fortalecer el legado histórico y la identidad nacional. El coleccionismo del Banco se asimila más al de reyes y príncipes que al de banqueros, pues las colecciones reales tenían el objeto de apoyar la creación de nación y se constituyeron con frecuencia como parte de un proyecto modernizador. Las colecciones tampoco destruyeron culturas, como lo hicieron empresas colonialistas que saquearon las obras de arte de otras civilizaciones.

2. El inicio de las colecciones del Banco

A fines de los años treinta llegaron a la oficina central del Banco tres piezas de oro precolombino procedentes de una de las agencias regionales de compra de oro de la entidad, que desde su fundación en 1923 compraba y vendía este metal para manejar la moneda en el régimen económico del patrón oro. Dichas piezas representaban la sofisticación estética y técnica de las culturas precolombinas que habían habitado el territorio y por eso se salvaron de ser fundidas. A ellas se sumaron once piezas, compradas a un particular. Fue en marzo de 1939 cuando el gerente del Banco, Julio Caro, puso a consideración de la Junta Directiva la siguiente propuesta del ministro de Educación, Alfonso Arango:

Encarecer al Banco que trate de comprar, para conservarlos, los objetos de oro y plata de fabricación indígena de la época precolombina, los que el Ministerio compraría por su valor material, y presenta un jarrón de oro de muy perfecta factura que ofrece en venta la señora Magdalena Amador de Maldonado. (Banco de la República, 1998)⁴⁸⁹

La pieza en cuestión fue el jarrón hoy en día conocido como el Poporo quimbaya, que aparece en la Fotografía 1.

⁴⁸⁹ Mucha información de este ensayo proviene de ese libro.

Fotografía 1

Poporo quimbaya (fundición a la cera perdida con núcleo, quimbaya: período Temprano, 500 a .C. - 700 d .C.)



Fotografía: Clark Manuel Rodríguez, Banco de la República.

La Junta consideró absurdo transformar esas piezas representativas de nuestra cultura en barras de oro como reservas internacionales y comenzó una pequeña colección que se mostraba en la oficina del gerente en una vitrina especial. Todavía hay una vitrina en la oficina del gerente con muestras de oro, y conociendo el Banco, es posible que sea una versión de la original. La colección fue creciendo en tamaño y prestigio y el Banco resolvió en 1944, con 4.000 piezas provenientes en su mayoría de colecciones privadas del siglo XIX, crear un museo para visitantes especiales en el Salón de Juntas. A partir de 1950, se construyó un salón especial en el tercer piso del edificio Pedro A.

López, sede del Banco, donde se atendió público desde ese mismo año aunque todavía en forma restringida. En 1959 se diseñó una sala especial con bóveda para el Museo, en el sótano del actual edificio de la avenida Jiménez con carrera séptima.

Fotografía 2

Pez alado (colgante) Alto Magdalena: San Agustín Clásico Regional, 1 d. C. - 900 d. C.



Fotografía: Clark Manuel Rodríguez, Banco de la República.

Desde 1954, cuando el Museo del Oro llevó una colección de orfebrería al Metropolitan Museum de Nueva York, hasta 2013, las piezas han participado en más de 204 exposiciones internacionales; entre las más interesantes desde el punto de vista arqueológico se cuentan la de Múnich, donde se exhibieron con las piezas de oro precolombino de museos alemanes, y la de la Feria Internacional de Sevilla, realizada junto con una muestra de las piezas de oro precolombino que hoy se encuentran en España. Esa actividad internacional ha contribuido muchísimo a darle prestigio al nivel cultural de la civilización de nuestro pueblo indígena.

Una vez iniciada la colección, y creado el Museo, este siguió creciendo, con apoyo del público y el Gobierno, como símbolo de identidad. A los 75 años de fundada la Colección de Orfebrería contaba con 33.600 objetos precolombinos de metal y una Colección de Cerámica y Lítica precolombina. Como complemento, y por iniciativa del gerente Germán Botero de los Ríos, el Banco apoya una fundación para estudios arqueológicos que ha financiado diversas investigaciones de campo y promovido el estudio científico de nuestro pasado.

Las regiones de donde provenían las piezas de oro y cerámica presionaron para que el Banco mostrara estos tesoros en las zonas que los produjeron, y se organizaron museos en cinco ciudades con ese fin. Recuerdo como un momento muy especial la inauguración de la muestra de las recién encontradas piezas de Malagana en el museo del Banco en Cali. En 1968, siendo gerente Eduardo Arias Robledo, se inauguró en Bogotá un museo separado del Banco, pero vecino a la sede, en la plaza Santander, diseñado por Germán Samper y que ganó un premio de arquitectura. Tres décadas después se construyó el anexo, que duplicó los espacios de exposición e investigación.

En la actualidad el Museo cuenta con alrededor de 34.000 piezas de oro precolombino y 20.000 de objetos líticos, cerámicos, textiles y piedras preciosas pertenecientes a las culturas quimbaya, calima, tairona, sinú, muisca, tolima, tumaco y malagana, entre otras. Es posible admirar exquisitas piezas en oro como pectorales, máscaras, poporos, colgantes, brazaletes, collares, recipientes, y cientos de figuras de notable calidad que reflejan las creencias y mitos de nuestros antepasados, al igual que su conocimiento técnico y capacidad artística.

Aunque con el propósito loable de desestimular la gaaquería, que borra la información arqueológica en las tumbas indígenas donde se buscan objetos de oro de manera antitécnica, en 1997 se expidió una ley que hace imposible para el Museo comprar nuevas piezas. Ya en los años noventa se limitaban las adquisiciones a piezas que aportaran nuevo conocimiento, pero esta prohibición de aumentar la colección se constituyó en un problema para un museo que debía seguir innovando. En muchos países hay prohibiciones para exportar piezas arqueológicas, mas también hay mecanismos que estimulan a los particulares para que las donen a los museos. En la actualidad el Museo del Oro se dedica a la conservación del patrimonio y la investigación, incluyendo la ampliación del catálogo de publicaciones. Desde los años noventa el Banco hizo una inversión importante para fechar de manera científica algunas de las piezas que se prestaban para tal análisis y mantiene sus programas de educación para un gran flujo de visitantes nacionales y extranjeros.

Hacia los años sesenta el Museo desarrolló un programa dirigido a la adquisición de cerámica precolombina a fin de mostrar el modo de vida de la

población precolombina más allá de los mitos que se ilustran en los objetos de oro. Hay cerámicas que muestran cómo eran las casas, cómo se vestía la gente, las prácticas sexuales y las técnicas de producción. Las cerámicas también se exhiben en las vitrinas con el oro para mostrar cómo se usaban los ornamentos. En la cerámica antropomorfa de Nariño los personajes mascan coca y en la tumaco hay estatuillas que muestran las enfermedades.

3. Origen de las bibliotecas del Banco⁴⁹⁰

La Biblioteca Luis Ángel Arango se inició en 1932 con los volúmenes de la antigua Junta de Conversión, que incluían básicamente colecciones del *Diario Oficial* y las *Memorias* de ministros del despacho. Funcionaba en el edificio del Banco y la consulta estaba limitada a los funcionarios del Emisor. La biblioteca era un instrumento de trabajo para los funcionarios de la banca central, si bien en ausencia de bibliotecas públicas especializadas en economía y derecho económico el público, sobre todo universitarios e investigadores, pedían permiso para consultar las obras.

En poco tiempo la biblioteca contaba con 10.000 volúmenes, en su mayoría relacionados con la actividad bancaria, legislación nacional y extranjera, economía, banca, hacienda pública y negocios.

En 1944 el Banco compró la primera biblioteca privada, la de Laureano García Ortiz: eran 25.000 volúmenes de historia y literatura nacional, periódicos y revistas, poesía y manuscritos de próceres neogranadinos. Luego adquirió otras bibliotecas privadas, y se organizó, entonces, una sala de lectura con capacidad para veinticinco personas, que se abrió como biblioteca pública.

Luis Ángel Arango, gerente general del Banco, inició en 1955 las gestiones para construir un edificio diseñado para albergar una biblioteca pública que prestara ese servicio a la ciudad; en homenaje, por ser el promotor del proyecto, en 1958 fue inaugurada la biblioteca con su nombre. En un principio tuvo capacidad para 250 personas, una sala de exposiciones y otra de audiciones musicales. Desde ese mismo mes se empezó a publicar el *Boletín Cultural y Bibliográfico*, como órgano oficial de la Biblioteca.

Para satisfacer la demanda de los usuarios, en 1965 se llevó a cabo la primera ampliación de las instalaciones, la cual permitió duplicar la capacidad y abrir las primeras cabinas para investigadores; incluyó la construcción de la Sala de Conciertos, con 367 sillas, y una nueva sala de exposiciones. En los camerinos de la sala de conciertos hay una colección de fotografías de los intérpretes que

⁴⁹⁰ Banco de la República (1998), pp. 43-44.

han tocado allí, en la que figuran los más conocidos músicos y conjuntos de cámara del último medio siglo.

Antes de la creación de la Red Distrital de Bibliotecas Públicas por el alcalde Enrique Peñalosa, la Luis Ángel Arango era la única biblioteca pública de la ciudad, pues la Biblioteca Nacional era más para investigadores. La asistencia era entonces masiva, y creo que la mayoría de quienes se graduaban en las universidades sabían del Banco de la República por haber asistido en algún momento a sus bibliotecas. Además, fuera de la Luis Ángel Arango, el Banco tenía bibliotecas en Manizales, Cartagena, Girardot, Riohacha, Pasto, Pereira, Tunja, Ipiales, Ibagué, Buenaventura, Leticia y Quibdó.

La Constitución de 1991 transformó al Banco y lo especializó en la función de rector de la política monetaria. Al discutir la reforma varios constituyentes, estando de acuerdo con la especialización del Emisor, insistieron en que se mantuviera la actividad cultural del Banco, proposición que quedó registrada en los anales de la Asamblea Constituyente.

Por otra parte, el cambio tecnológico y la modernización de la banca privada hacían menos importante la labor bancaria de las sucursales. Se abolió el crédito de fomento y se privatizó la distribución de efectivo a los bancos, que eran funciones principales de las sucursales. Resultó entonces necesario reducir el personal en ellas, pero había oposición de las regiones a que se eliminaran, pues los edificios y sucursales se consideraban símbolos de las ciudades y presencia local de la autoridad monetaria. La decisión, por consiguiente, fue transformar en bibliotecas varias sucursales situadas en plazas financieras medianas. El experimento se inició con la sucursal de Honda y se replicó rápidamente, abriéndose edificios especializados en bibliotecas en varias ciudades. Hace poco se inauguraron las bibliotecas de Pereira y Neiva.

En 2003 también se acordó con el presidente Álvaro Uribe destinar parte de las utilidades del Banco de la República, las cuales pasan al presupuesto nacional, a un programa de bibliotecas públicas en todos los municipios del país. La Luis Ángel Arango, y Jorge Orlando Melo y Darío Jaramillo, de la Subgerencia Cultural, colaboraron con la ministra de Cultura, María Consuelo Araújo, en este ambicioso proyecto que se cumplió en un tiempo sorprendentemente corto. El aporte del Banco de la República al Plan Nacional de Bibliotecas entre 2003 y 2012 fue de COP 36 mil millones.

La Luis Ángel Arango ha hecho esfuerzos por adoptar los últimos avances en informática para bibliotecas, lo que permite a los usuarios de cualquier parte del mundo consultar el catálogo bibliográfico de la Red de Bibliotecas del Banco en su sitio web y da acceso a varias bases de datos nacionales e internacionales y a una colección de libros digitales. La biblioteca virtual ha crecido rápido e incluye muchos libros colombianos que eran de difícil consecución, ayudas para estudiantes, biografías de personajes colombianos, la prensa del

siglo XIX y varias colecciones. En 2012, 14.657.149 usuarios visitaron la Biblioteca Virtual, cerca de cuatro millones más que los usuarios presenciales de los servicios culturales del Banco en el ámbito nacional.

En 2012 la red de bibliotecas del Banco contaba con 1.603.441 libros, 235.821 revistas, 37.548 periódicos, 18.055 elementos cartográficos, 620.048 diapositivas, 32.040 discos compactos, 27.347 videodiscos, 11.193 manuscritos, 30.814 libros raros y curiosos, 35 incunables, para un total de 2.076.329 publicaciones, 1.324.000 en Bogotá y 732.329 en sucursales y agencias. En ese mismo año la Biblioteca Luis Ángel Arango tuvo 1.698.805 visitantes. Vale la pena comentar que varios bibliófilos, académicos, exministros y presidentes han donado libros y documentos a la biblioteca.

4. La Colección de Artes Plásticas del Banco

La historia de la Colección de Artes Plásticas es similar a las otras líneas de actividad cultural descritas. Se inicia con la creación de la Sala de Exposiciones en la Biblioteca Luis Ángel Arango, donde se realizaban exposiciones colectivas e individuales, nacionales e internacionales. A raíz del Primer Salón de Arte Moderno, abierto a finales de 1957, el Banco de la República inició la colección permanente de artes plásticas. La primera adquisición fue la obra *Mandolina sobre una silla* (Fotografía 3), de Fernando Botero, que está hoy en día en la Sección de Arte Moderno del Museo del Banco, detrás de la Casa de Moneda. También, se encargó al maestro Alejandro Obregón, durante el primer año de la biblioteca, un mural al fresco para la entrada, y más tarde se dispuso un mural del maestro Eduardo Ramírez Villamizar al ingreso a la Sala de Conciertos de la Biblioteca. Junto a estos maestros del modernismo colombiano, Guillermo Wiedemann está representado con lujo por un importante conjunto de su pintura abstracta, donado por su viuda. Una de sus obras se observa en la Fotografía 4.

Posteriormente se creó la política de comprar una obra en las exposiciones que se efectuaban en las salas de exposiciones; con el tiempo, la colección de obras que decoraban las oficinas del Banco ya era numerosa. Para las adquisiciones se creó un Comité de Expertos, que incluía al subgerente cultural, Darío Jaramillo, poeta, novelista y gran conocedor de las artes plásticas nacionales, y artistas de la talla de Juan Antonio Roda, Santiago Cárdenas y Beatriz González. En la década de los noventa, después de ver una muestra de la colección exhibida en la Casa de Moneda, por iniciativa de la curadora de arte de la Subgerencia Cultural, Carolina Ponce de León, el gerente propuso exhibir al público, de manera permanente, una muestra rotativa de la colección. Para esto se trasladaron a las sucursales los archivos generales del Banco, guardados en sendos

galpones, detrás de la Casa de Moneda, y se transformaron esas edificaciones en salas de exposiciones, hoy conectadas por los patios de la Casa de Moneda y el nuevo edificio de exposiciones temporales con el Museo Botero.

Fotografía 3

Mandolina sobre una silla (1957), óleo sobre tela de Fernando Botero



Fotografía: Banco de la República.

Fotografía 4
Sin título (1965), óleo sobre tela, Guillermo Wiedemann



Fotografía: Banco de la República.

En los años ochenta se tomó la decisión de concentrar las adquisiciones en obras que completaran la representatividad de los artistas nacionales en la colección, y se siguió con la práctica de adquirir obras de las exposiciones

organizadas en la biblioteca. Las exposiciones de Andrés de Santa María, Luis Caballero y Lorenzo Jaramillo enriquecieron la colección por donaciones y adquisiciones. Con el legado de Casimiro Eiger entraron varias obras producidas en los años sesenta, incluido un magnífico Obregón titulado *Homenaje a Jorge Gaitán Durán*. También han donado obras artistas como Santiago Cárdenas, Juan Cárdenas, Beatriz González, Manuel Hernández, Doris Salcedo, y familiares de Sofía Urrutia, Elvira Martínez de Nieto y Pablo Leiva, entre otros. Para incrementar las colecciones y apoyar las actividades educativas y las exposiciones temporales de los museos, se creó la Fundación Amigos de las Colecciones de Arte del Banco de la República, que ha adquirido con sus recursos y donaciones obras para el Museo de Arte del Banco, incluida una interesante obra del siglo XVIII francés y un Santa María, donados por Beatriz Dávila de Santo Domingo.

En <http://www.banrepcultural.org/artedigital.htm> se encuentran las imágenes de la colección, que cuenta hoy en día con obras de pintura, dibujo, escultura, grabado, litografía y fotografía. A las colecciones de arte entraron 724.149 visitantes en 2012, y entre 2009 y 2012 se adquirieron y registraron en la colección 266 obras entre pintura, dibujos, fotografías, videos, ensamblajes, escultura y figuras de madera policromada. El total de objetos en estas colecciones en 2012 llegaba a 4.729.

La Colección de Arte se volvió una de las mejores de América Latina con la donación de arte internacional y de su propia obra que hizo el maestro Fernando Botero en el año 2000. Él había hecho años antes una exposición de su serie de cuadros sobre las corridas de toros en la casa de exposiciones temporales de la época, antigua sede del Palacio Arzobispal, y había quedado muy satisfecho con la calidad del trabajo por parte del equipo de artes plásticas que le colaboró. Más tarde el gerente general recibió una carta manuscrita del maestro Botero ofreciendo donar al Banco su colección personal de arte internacional y un número similar de sus obras para que se expusieran en salas del complejo cultural del Banco; el gerente procedió a presentarle a la Junta Directiva la propuesta de ofrecerle a Fernando Botero adecuar la casa del antiguo Palacio Arzobispal, frente a la Biblioteca, para albergar las obras; la Junta aprobó el proyecto y se acordó con Botero que él supervisaría la adecuación del espacio y la colocación de estas. La apertura de los guacales que llegaban de Suiza con las obras fue una experiencia inolvidable para muchos de nosotros. En la actualidad al Museo Botero lo constituyen 208 obras, 123 del maestro y 85 de arte internacional. Google resolvió incluir en Google Art Project los museos Botero y del Oro; allí se pueden ver 105 obras en alta resolución del primero de ellos.

Una característica interesante de la Colección de Arte es que se tomó la decisión temprana de que el acceso a ella fuera gratuito. Esto ha promovido

las visitas a las salas y exposiciones, pero al mismo tiempo, como en muchos de los grandes museos del mundo, el complemento a esta política es que el aumento de la colección va a depender sobre todo de las donaciones. Con este fin se creó la fundación sin ánimo de lucro Fundarte, para promover las donaciones de obras de arte y dinero en apoyo de los museos del Banco y sus labores educativas.

Otra característica de la actividad cultural del Banco ha sido la creciente descentralización; como se mencionó, el Emisor tiene bibliotecas y museos en varias ciudades y organiza eventos culturales en muchos centros urbanos.

5. La economía de la cultura en el Banco

La cultura no tiene precio y las colecciones del Banco son patrimonio nacional y no entrarán al mercado que es donde se fijan los precios. Sin embargo, es interesante ver cuáles son los costos de su actividad cultural para el Banco.

El Cuadro 1 muestra la cantidad de personal que ha trabajado en las labores culturales del Banco en las últimas tres décadas.

Cuadro 1
Personal en las dependencias del Banco de la República

Dependencia	1983	1985	1990	1995	2000	2005	2010
Biblioteca	124	140	263	178	172	164	99
Museo del Oro	36	43	39	35	42	43	31
Total en el Banco con entidades administradas	5.158	5.926	5.902	3.696	2.853	2.433	2.235

Fuente: Banco de la República.

Se observa que con la reforma de 1991, año en que se independizó el Banco del Gobierno y concentró su actividad en la política monetaria, la nómina de la entidad disminuyó de manera paralela con la inflación. La única actividad alejada de las funciones clásicas de manejo de la moneda, el crédito y la estabilidad financiera fue la cultural, en ciertas áreas que el Emisor había apoyado tradicionalmente. Esta fue una decisión explícita de la Asamblea Constituyente en 1991.

El Cuadro 2 muestra el gasto cultural del Banco y la proporción de este en el gasto total de la entidad. En general, el área cultural representa menos del 10 % del gasto del Banco, suma que no desvía el interés de la institución de sus labores económicas fundamentales. Es difícil criticar la inversión en museos

y bibliotecas, pero la entidad es consciente de que debe asegurarse que los recursos han de invertirse con eficiencia y lograr un efecto positivo en los usuarios; con ese fin, ha emprendido estudios de impacto de su actividad cultural.

Cuadro 2
Ejecuciones de egresos e inversión en la actividad cultural del Banco de la República

Miles de millones de pesos	2005	2007	2009	2011	2013	2014
Gasto cultural ^{a/}	85	123	179	194	207	197
Gasto total del Banco ^{a/}	1.080	1.578	1.374	1.353	2.277	2.275
Inversión cultural	8	17	8	15	21	23
Inversión total	68	42	40	72	87	108
(Gasto cultural ^{a/}) + (inversión cultural)	93	139	187	209	228	220
(Gasto total ^{a/}) + (inversión total)	1.149	1.620	1.413	1.425	2.364	2.384
Participación	2005	2007	2009	2011	2013	2014
(Gasto cultural ^{a/} / gasto total del Banco ^{a/})	7,8	7,8	13,0	14,3	9,1	8,7
(Inversión cultural / inversión total)	12,4	39,2	20,1	20,7	24,6	20,8
(Gasto ^{a/} e inversión cultural / Gasto ^{a/} e inversión total)	8,1	8,6	13,2	14,6	9,6	9,2

^{a/} Considera los conceptos de egresos operacionales y no operacionales.
Fuente: Banco de la República.

Un comentario final sobre los costos de las colecciones: los principales museos del mundo incrementan sus colecciones con donaciones o compromisos de los amigos de los museos de apoyar ciertas adquisiciones que se consideran estratégicas. El mensaje aquí es que para mantener la actividad cultural del Banco en una proporción como la actual, este debe organizar un grupo de apoyo de las colecciones que movilice recursos monetarios y donaciones de obras que complementen los costos de funcionamiento aportados por el Banco.

6. Los estudios de uso e impacto de la actividad cultural

Una manera de valorar los programas culturales y las colecciones del Banco es medir la demanda por estos. Ella está representada por la cantidad de público que visita la Biblioteca, el Museo del Oro, el Museo de Arte, y los eventos que

se organizan en estos espacios. En el caso de la Colección de Objetos Precolombinos la demanda extranjera se determina por el número de museos de primera línea en el ámbito mundial que solicitan muestras del Museo del Oro y el gran número de visitantes a estas exposiciones, también se tiene en cuenta el número de visitantes a los museos del Oro en Colombia; estos datos reflejan la trascendencia de la colección en la imagen de Colombia en el exterior.

Recientemente la Subgerencia Cultural ha hecho un intento por evaluar el impacto de su actividad entrevistando su público para conocer su opinión acerca de los beneficios que deriva de su participación en el programa. Lo primero que se debe aclarar es que la oferta cultural se inició en Bogotá, pero se ha extendido a las principales ciudades del país. La Red de Bibliotecas hace préstamos externos de material bibliográfico a toda la Red de Bibliotecas, y hay ingreso al catálogo de esta a través de la página web <https://www.ban-repcultural.org/bogota/biblioteca-luis-angel-arango>. La Red de Bibliotecas está físicamente presente en treinta ciudades de Colombia, sitios a los que también se llevan de forma periódica conjuntos de música y exposiciones de arte. La Colección de Arte y Escultura, asimismo, se ha subido a internet y se puede ver en <https://colecciones.banrepultural.org/page/coleccin-de-arte/6357aa7ae-27d753f221c618d>.

Los datos de visitas presenciales a la Biblioteca muestran la demanda por el servicio (Barona y Cuéllar, 2014, p. 9). En el primer semestre de 2011 hubo 1.231.984 visitantes en Bogotá y 780.939 en las bibliotecas regionales. La zona de residencia de los usuarios fue 95,78 % urbana, con una distribución similar entre hombres y mujeres, y el 57 % eran universitarios o tenían posgrado. En la encuesta a los usuarios de la red de bibliotecas las personas de estratos 2 y 3 sumaron el 65 % del total, y los mismos estratos resultaron ser el 75 % de los usuarios presenciales. Las encuestas identificaron estrategias que mejorarían el servicio; en varias sucursales se encontró que entrenamiento en el uso de la Biblioteca Virtual sería una inversión útil.

Otro estudio analizó el público del Museo Botero (Barona, 2009). El 43 % de los visitantes son de Bogotá, 16 % procede de otras regiones y 41 % de otros países. Es notable la atracción del Museo Botero para los turistas; una sorpresa es que 28 % de los visitantes eran de Venezuela, 11 % de España y solo 9 % de los Estados Unidos. La visita al museo se hace acompañada de amigos, la pareja, la familia, y menos de manera individual.

En 2014 se hizo una evaluación ambiciosa de la actividad cultural del Banco que trató de analizar con una metodología de tipo etnográfico el efecto que ha tenido sobre los visitantes el paso por los espacios culturales del Banco:

Con base en ese marco conceptual se diseñó una estructura completa de variables que sirven de insumo para evaluar de manera cuantitativa el aporte sobre los individuos de la actividad cultural del Banco. Los indica-

dores buscan medir las distintas dimensiones que componen el sentido de ciudadanía y que son útiles para entender el efecto de la programación y los servicios de la Subgerencia Cultural sobre la formación, construcción y consolidación de dicho sentido (Barona y Cuéllar, 2014).

El documento concluye que al aumentar el número de visitas mejoran las variables de construcción de ciudadanía y que una mayor participación en las actividades culturales del Banco logra una mejor disposición a la convivencia.

Se trata de medir el sentido de ciudadanía como objetivo de la actividad cultural porque, como señala Antanas Mockus, la ciudadanía:

[...] es un mínimo de comunidad compartida, que genera una confianza básica, respeto hacia los demás, pensar en el otro, tener claro que siempre hay otro, y tener presente no solo el otro que está cerca y sabemos que vamos a relacionarnos directamente, sino también considerar el otro más remoto, al ser humano aparentemente más lejano, al desconocido, por ejemplo, a quien hará parte de las futuras generaciones. Asimismo, ser ciudadano implica que se está a favor de los procesos colectivos. Ciudadano es el que se asocia, se organiza con otros ciudadanos y emprende acciones colectivas en torno a objetivos y tarea de interés común (Barona y Cuéllar, 2014, p. IX).

Las respuestas a algunas de las preguntas hechas a los usuarios de los servicios culturales muestran un efecto bastante positivo de la participación en el programa cultural (Cuadro 3).

Cuadro 3
Resultados Encuesta de servicios culturales

Apropiación a nivel personal	Totalmente de acuerdo (porcentaje)	De acuerdo (porcentaje)
Estudiar nuevos temas	61	33
Encontrar nuevas posibilidades	45	44
Ser una persona cada vez más feliz	45	35
Ser una persona cada vez más importante	25	30
Que otras personas despierten nuevas inquietudes	33	45
Hacerse nuevas preguntas	57	34
Interés de transmitir conocimientos a otros	49	39
Autoestima		
Valorarse a sí mismo	40	38
Capacidad de decidir	33	37
Carácter crítico	52	37

Fuente: Banco de la República (2014), *Índices de impacto cultural*, pp. 26-27.

7. Calidad de las colecciones

En el ámbito de ARCO 2015 (Feria de Arte Contemporáneo de Madrid), la Fundación ARCO le entregó a la Colección de Arte del Banco de la República de Colombia el Premio “A” en la categoría Coleccionismo Internacional. El reconocimiento destaca la labor de coleccionista que por más de medio siglo viene desarrollando el Banco de la República, la constancia en su política de adquisición de nuevas obras, así como la promoción del arte contemporáneo nacional e internacional que la institución realiza en Colombia con su montaje permanente en Bogotá y las exposiciones itinerantes que presenta en todo el país.

Este premio refleja la calidad de una de las colecciones de arte del Banco. Las decenas de muestras de la colección del Museo del Oro en los más prestigiosos museos del mundo certifica la importancia de este museo para la cultura universal. La Biblioteca del Banco, por su parte, ha sido fundamental para la cultura nacional.

La calidad de las colecciones se debe a la continuidad de los programas culturales del Banco. Esa continuidad ha hecho posible el aprendizaje continuo en la administración y manejo del patrimonio cultural, y en el desarrollo de una institucionalidad que ha garantizado alta calidad. Los procesos de adquisiciones se han institucionalizado a través de comités multidisciplinarios de expertos; en el caso de la Colección de Arte el comité incluye funcionarios del Banco, curadores e historiadores de arte, al igual que artistas en ejercicio y coleccionistas.

8. Conclusiones

La continuidad del coleccionismo del Banco ha creado un patrimonio cultural valiosísimo, además de muchos admiradores y amigos del Banco. La definición de un banco central que busca mantener el valor de la moneda nacional es: ‘una institución que quita la ponchera cuando la fiesta se está poniendo buena’. Esto no es popular, por lo tanto vale la pena desde el punto de vista institucional hacer amigos con otras actividades, lo cual puede justificar el quehacer cultural.

Una posible conclusión adicional es que la evaluación de la actividad cultural es muy positiva en las últimas décadas y las colecciones han seguido creciendo en calidad y cantidad, con presupuestos equivalentes al 8 %-9 % de gasto más inversión del Banco, esa puede ser una regla útil para acotar el gasto cultural en el presupuesto del Banco.

Referencias

- Banco de la República (1998). *Colecciones*, Bogotá: Litografía Arco.
- Banco de la República (2013). *Informe de sostenibilidad*, Bogotá: Nomos.
- Banco de la República (2014). *Índices de impacto cultural*, Borradores de Gestión Cultural, documento 1, Bogotá.
- Barona, F. (2009). *Estudio de públicos en el Museo Botero*, Bogotá: Fundación de Amigos de las Colecciones del Banco de la República.
- Barona, F.; Cuéllar, E. J. (2014). *Estudio general de usuarios de la Red de Bibliotecas del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República, Subgerencia Cultural.
- Urrutia, M. (2014). *Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2013*, Bogotá: CEDE.

Capítulo 15

El Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República

Roberto Junguito

El autor agradece al Banco de la República y particularmente a Adolfo Meisel y Hernando Vargas por los comentarios a las versiones preliminares del texto y a Juliana Jaramillo por su colaboración en la edición del texto.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) fue creado en julio de 1944 como una de las instituciones que surgieron de la Conferencia de Bretton Woods e inició operaciones en 1947. Colombia fue uno de los 45 países que asistieron a la conferencia y se hizo miembro de dicha organización desde sus orígenes. El objeto de este trabajo es analizar las funciones de seguimiento, evaluación, recomendaciones y el impacto del FMI en las políticas a cargo del Banco de la República, esto es, la política monetaria, cambiaria (incluyendo la balanza de pagos), crediticia y financiera. El tema fiscal, que está directamente a cargo del Ministerio de Hacienda, se aborda también, pero, de manera particular, cuando afecta las decisiones a cargo del Emisor. La investigación se fundamenta en la revisión de los archivos (1946-2015) del FMI sobre Colombia, como fuente principal de información, y en su análisis se centra la metodología del trabajo y la bibliografía. En los archivos aparecen 999 documentos que cubren el período 1946-2010. También se encuentran disponibles los principales informes (*Staff Reports*) y documentos técnicos del período 2011-2015. El desarrollo del artículo es cronológico; se concentra en los principales acontecimientos económicos en cada una de las décadas y, sobre todo, en el diagnóstico y las recomendaciones hechas por las misiones del Fondo y las respuestas de política del Banco de la República frente a estas, de acuerdo con el FMI.

1. Los años cuarenta: el Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República hacen contacto

De acuerdo a los archivos del Fondo Monetario Internacional, la primera publicación sobre Colombia se remonta a diciembre de 1946 y se refiere a sus tasas de cambio de paridad. Entre otros asuntos, en ese primer documento se elogiaba el manejo cambiario de Colombia y se afirmaba que la balanza de pagos del país se encontraba en una situación muy satisfactoria y que las amplias reservas monetarias deberían ser más que suficientes para satisfacer la demanda anormal de importaciones presente en ese entonces. También agregaba que el fortalecimiento de la moneda durante la Guerra, las perspectivas

favorables de la balanza de pagos y las grandes reservas de oro y monetarias llevaban a la conclusión de que el peso colombiano era una de las monedas más fuertes en América Latina. Expresaba, además, que el valor de paridad del peso, de COP 1,75 por dólar, sostenido de manera exitosa por más de diez años, podría quizá mantenerse sin mayor dificultad (FMI, 1946, p. 2). Esta visión optimista sobre la solidez externa de la economía colombiana muy pronto se fue disipando; los documentos publicados en 1947 hablan del sistema cambiario de Colombia, la existencia de tasas múltiples de cambio, los impuestos a las ventas de divisas y la frágil posición de las reservas internacionales (FMI, 1947). En diciembre se publicó el primer informe sobre la balanza de pagos de Colombia (FMI, 1947); allí se destacaba que la posición de la balanza de pagos se venía deteriorando desde 1946, que el país había perdido USD 78 millones —o sea el 40 % de sus reservas monetarias— entre julio de 1946 y julio de 1947, y que en los meses posteriores el deterioro de las reservas internacionales se había frenado gracias a las mayores exportaciones de café y a los controles a las importaciones, pero planteaba el interrogante de si las autoridades en realidad tenían la situación de la balanza de pagos bajo control o si esta era simplemente una mejoría transitoria.

La primera Misión del Fondo Monetario a Colombia se dio en 1948 con ocasión de la Conferencia Panamericana, cuando ocurrieron los sucesos del 9 de abril. El FMI presentó en esa reunión un importante documento sobre su papel en América Latina (FMI, 1948); en él se planteaba que entre los países de la región existía el sentimiento —a juicio del FMI equivocado— de que los organismos creados en Bretton Woods poco o nada estaban haciendo para apoyar financieramente a los países de América Latina y venían gestionando la creación de organizaciones propias de la región como un banco interamericano de desarrollo y una corporación financiera de América Latina; la disposición del Fondo Monetario en esa reunión fue la de ofrecer su apoyo de balanza de pagos mediante programas formales con esa entidad.

Los disturbios ocurridos el 9 de abril llevaron a que Colombia fuese uno de los primeros países de la región en solicitar un programa formal con el FMI y recibir, mediante este, apoyo en recursos de balanza de pagos. En efecto, con fecha 20 de abril de 1948 el FMI publicó un documento sobre el reciente desarrollo económico de Colombia, en el cual se detalla la situación de su balanza de pagos, el impacto económico de los disturbios sociales y la solicitud de recursos al Fondo Monetario Internacional por parte de las autoridades colombianas (FMI, 1948). Respecto a la situación de la balanza de pagos, comentaba que las reservas internacionales habían vuelto a descender a partir de enero y atribuía esta caída al déficit fiscal y a la expansión monetaria, que había conducido a presiones inflacionarias crecientes. Argumentaba que los controles cambiarios y a las importaciones lucían inadecuados y que la tasa de paridad,

como resultado de la inflación interna, se había sobrevaluado. Agregaba que la erosión de las reservas sería mucho mayor en los meses siguientes a raíz de la insurrección interna, esto le llevaba a estimar los daños causados por los sucesos del 9 de abril y su impacto fiscal, dadas las necesidades de reconstrucción; al respecto, destacaba que aunque aparecía difícil precisar la incidencia de lo ocurrido sobre las cuentas fiscales y en la balanza de pagos del país, los daños inmediatos podrían estimarse en cerca de USD 40-50 millones y no entre USD 150-500 millones anunciados en la prensa colombiana. También se hacía referencia al interés de las autoridades colombianas por solicitar un acuerdo formal con dicho organismo.

Según se anota en el documento del FMI citado, en un principio la consulta del gerente del Banco sobre un posible acuerdo con el Fondo se hizo de manera informal y el Fondo respondió, también informalmente, de manera positiva señalando su disposición de apoyar al país, en línea con su política frente a América Latina, expresada en la exposición hecha ante la Asamblea Panamericana reunida en Bogotá. En una comunicación del 6 de mayo se presentó la solicitud formal de las autoridades colombianas (FMI, 1948). Según el Fondo, las medidas concebidas por las autoridades comprendían reforzar los controles cuantitativos a las importaciones, aumentar los impuestos a la venta de moneda extranjera, buscar un equilibrio en el presupuesto de la nación y elevar en un futuro los aranceles de importación. Lo esencial de la solicitud, a juicio del Fondo, y en cierta manera la condición para su desembolso, era el compromiso por parte de las autoridades de enfrentar los problemas de balanza de pagos mediante medidas comerciales, fiscales y cambiarias, temas que se discutieron con representantes del Gobierno en Bogotá. Así, data de esa época una comunicación (Recuadro 1) del gerente del Banco de la República, Luis Ángel Arango, solicitando al Fondo asistencia técnica sobre manejo cambiario, dada la emergencia del 9 de abril.

No obstante el interés de las autoridades colombianas por convenir un programa con el FMI y su disposición de adoptar medidas para enfrentar el desequilibrio creciente de la balanza de pagos, y del organismo multilateral de apoyar a Colombia con recursos de balanza de pagos, el proceso de negociación del acuerdo se prolongó durante los meses restantes de 1948 e involucró incluso enfrentamientos entre las partes. El plan original del Gobierno consistía en establecer un impuesto a la venta de moneda extranjera para importar, junto con controles cuantitativos a las importaciones, y fue presentado formalmente al FMI (FMI, 1948), pero su evaluación, a juicio del Fondo, fue adversa, consideraba que si bien las medidas propuestas mejoraban la situación financiera al reducir la demanda por importaciones y fortalecer los ingresos del Gobierno, estas lucían insuficientes; esa conclusión la dio a conocer algunos días más tarde (FMI, 1948), en comunicación al gerente del Banco de la República, en la

Recuadro 1

Solicitud de asistencia técnica en materia cambiaria

Le informamos que el Fondo ha recibido el siguiente cable del señor Arango del Banco Central de Colombia en respuesta al mensaje informal del Fondo respecto a las transacciones y discusiones sobre asuntos cambiarios, reenviado el otro día por medio del Sr. Márquez.

Interfund
Washington

Bogotá, Colombia
21 de abril de 1948

Sin perjuicio de que ustedes envíen una misión más numerosa después, pensamos que en este momento el Sr. Márquez nos puede prestar una ayuda muy valiosa colaborando en las medidas cambiarias que requiere la actual emergencia. Agradeceríamos que le autorice prolongar su estancia en esta ciudad.

Sinceramente,

Luis Ángel Arango
Gerente

cual además le solicitaba al Gobierno revisar su plan financiero. Los ajustes adelantados por el Gobierno fueron en la dirección de establecer un premio a las exportaciones, pero con menores impuestos a la venta de divisas para importar, y resultaron ser aún menos aceptables para el FMI, pues este buscaba que las medidas frenaran la demanda por importaciones. En dicho informe a su Junta Directiva se quejaba del crecimiento monetario originado en el financiamiento al Gobierno, aunque reconocía la adopción de un aumento en el impuesto a renta para hacerle frente al desbalance fiscal, así como el aumento decretado en los impuestos para la venta de divisas, pero insistía en que las medidas eran insuficientes. El staff del Fondo planteaba a su Junta Directiva, por primera vez, de manera explícita, la conveniencia de adelantar una devaluación formal de la moneda, si bien comentaba que las autoridades colombianas se oponían a ello por el impacto en los precios internos y el efecto psicológico de pérdida de confianza en su moneda. En el Cuadro 1 se reproducen las estadísticas sobre la evolución del precio del dólar en el mercado libre.

En julio se envió una nueva misión a Colombia y se concretaron las medidas que las autoridades estaban dispuestas a adoptar (FMI, 1948). El Directorio

Cuadro 1
Tasa de cambio del peso en el mercado libre
(pesos por dólar)

Fecha	Tasa
1946	
Enero-agosto	1,84
Diciembre	1,93
1947	
Agosto	2,08
Septiembre	2,25
Octubre	2,40
Noviembre	2,70
Diciembre 31	2,33
1948	
Enero	2,45
Febrero	2,55
Marzo	2,60
Abril	2,70
Mayo (primera mitad)	2,80
Mayo 31	2,70

Fuente: Departamento del Comercio de los Estados Unidos (Foreign Commerce).

del FMI analizó las nuevas propuestas del Gobierno de Colombia, que comprendían devaluar el peso 10 %, mantener los impuestos a la venta de divisas y los controles a las importaciones, limitar los premios a las exportaciones por encima de la paridad de la moneda, y encontró que dicho programa sería aceptable siempre y cuando se mantuviera una política monetaria y fiscal que garantizara el control a la inflación, en ese sentido el director de la Misión se dirigió al gerente del Banco de la República comunicando la disposición de apoyar a Colombia. En documento del 20 de diciembre el Directorio del FMI (FMI, 1948) estudió y apoyó la propuesta de las autoridades de devaluar la moneda, y cuatro días más tarde el gerente anunció que se habían sometido al Congreso las medidas convenidas y que este las había aprobado con algunas modificaciones menores. El *Financial Times*, de Londres, había publicado el 18 de diciembre un artículo titulado “Colombian Reform” en el que se destacaban las modificaciones al régimen de cambios de Colombia y se preguntaba si estos representaban un éxito para el FMI. En el artículo se planteaba la insinuación de que Colombia se había visto obligada a seguir las indicaciones del FMI, no tanto por el beneficio del apoyo a la balanza de pagos, como por

el hecho de que el país estaba gestionando un préstamo cuantioso del Banco Mundial que no tendría probablemente desembolso si no se seguían los lineamientos en materia cambiaria del FMI. Era el comienzo de lo que años más tarde se llamó una condicionalidad cruzada (FMI, 1948).

Durante 1949 el tema cambiario continuó siendo el predominante. De manera complementaria, se trataron temas como el financiamiento con bonos de defensa y la producción de oro en Colombia. Pero, quizás, lo más importante de destacar es que el ajuste cambiario introducido a fines de 1948 parece haber sido insuficiente. En efecto, en el documento sobre la situación cambiaria y monetaria de Colombia publicado hacia mediados de año (FMI, 1949) el FMI indicaba que aunque el mercado del café aparecía estable, el país venía registrando un déficit comercial y durante los primeros meses de 1949 había continuado el deterioro de las reservas internacionales y las autoridades se habían visto obligadas a reforzar los controles cuantitativos a las importaciones. Por su parte, el mercado libre de divisas, cuya tasa había alcanzado COP 2,68 por dólar en diciembre 3 de 1948, frente al valor de paridad ajustado ese mes de \$1,96, había continuado depreciándose en 1949 y ascendido a COP 3,12 en abril, ante la dificultad de acceso a los dólares oficiales. También comenta que no se habían producido correctivos en la expansión monetaria y en el déficit del Gobierno, y que las presiones inflacionarias continuaban siendo agudas. Este es el retrato de la economía al final de la década de los cuarenta y el papel en la orientación de la política que desde entonces desempeñaron el FMI y el Banco de la República.

2. Los años cincuenta: asesoría y diálogo en materia cambiaria

Los principales artículos del FMI sobre Colombia en los años cincuenta tuvieron que ver con el manejo de la tasa de cambio y la conveniencia de devaluarla y eliminar las tasas múltiples. Desde 1950 el FMI mostró preocupación por las presiones inflacionarias internas y la expansión de la liquidez por parte del Banco de la República, en particular al sector bancario, pero también a la industria privada y a la Federación Nacional de Cafeteros. El FMI colaboró con la Misión del Banco Mundial de 1950, dirigida por Lauchlin Currie, y con la Comisión de Desarrollo Económico, encargada de poner en marcha las recomendaciones de la Misión, y actuó como entidad clave en el apoyo técnico para adoptar la reforma cambiaria de 1951 que fijó la tasa en COP2,50 por dólar. También fue consultado entonces por el Gobierno respecto del plan de unificar la tasa cafetera. Otro tipo de relación del FMI con las autoridades económicas colombianas fueron las consultas anuales de seguimiento a la economía, que en esa época se resumían en documentos titulados “Desarrollo

Económico Reciente de Colombia”, en los cuales se cubre el comportamiento general de la economía y las políticas aprobadas por el Gobierno.

El Cuadro 2, tomado del FMI (FMI, 1950), muestra la evolución de las reservas internacionales de Colombia representadas en oro en el Banco de la República y en divisas extranjeras (dólares y libras esterlinas), e indica que como resultado del ajuste cambiario adelantado en diciembre de 1948 se había logrado detener el proceso de deterioro de las reservas que se venía presentando, además se señala que a ello habían contribuido, asimismo, las mejores cotizaciones en el mercado del café y en las exportaciones del grano. En términos más estructurales, el tema de mayor preocupación del FMI e incluso de la Misión de Desarrollo Económico dirigida por el profesor Currie y que había iniciado sus sesiones en octubre, era el de la expansión monetaria y la inflación en Colombia, aunque juzgaba que este no era tan grave como en otros países de América Latina. Sin embargo, quizás lo más importante fue la designación de un experto en cuestiones cambiarias del FMI, Walter Robichek, como representante de dicho organismo, al Comité de Desarrollo Económico de la Misión Económica del Banco Mundial dirigida por Lauchlin Currie (FMI, 1950).

Con relación al tema cambiario, la atención en 1950 giró en torno a un tema menor que era el de las tasas cruzadas con la libra esterlina. Por su parte, las autoridades buscaron desvirtuar los rumores de que Colombia estaba en proceso de adelantar una nueva devaluación, e informaron al FMI los cambios que buscaban reducir la multiplicidad de tasas de cambio, mediante comunicación del gerente del Banco de la República anexando el Decreto 2218 del 10 de julio (FMI, 1950).

No obstante, la simplificación del sistema cambiario colombiano solo vino a ocurrir al año siguiente con el Decreto 637 (FMI, 1951). Por un lado, la tasa de cambio de compra se elevó a COP 2,50 por dólar y la de compra para exportaciones de café a COP 2,09; en octubre (FMI, 1951) las autoridades colombianas comunican al Fondo su intención de ajustar la tasa de compra para exportaciones de café a COP 2,17 por dólar. Por otro lado, se implementaron cambios en el sistema de control de importaciones (que eliminó los cupos y solo mantuvo una lista de importaciones prohibidas), modificaciones institucionales al suprimirse la Oficina Gubernamental de Cambios, Importaciones y Control de Importaciones, y se creó una Oficina de Registro de Importaciones en el Banco de la República y una Junta de Regulación de Cambios. Aunque se mantuvieron varias tasas de cambio para la venta de divisas y no una sola, como lo deseaba el FMI, en el informe de la Misión se reconocía que se había simplificado el sistema frente al hasta entonces vigente y consideraba que con la nueva tasa de cambio para importar se reduciría la demanda de divisas y se equilibraría, en gran medida, el déficit en la cuenta corriente; además, veía con optimismo el mayor valor de las exportaciones de café y se reconocían

Cuadro 2
Evolución de las reservas internacionales
(millones de dólares)

Año	Oro	Divisas	Total
1939	21,0	3,2	24,2
1940	17,5	7,4	24,9
1941	16,2	6,4	22,6
1942	25,0	36,8	34,8
1943	59,2	54,1	113,3
1944	92,4	65,8	158,2
1945	126,6	50,2	176,8
1946	145,4	30,9	176,3
1947	83,0	28,0	111,0
1948			
Enero	84,0	33,0	117,0
Febrero	85,0	25,0	110,0
Marzo	86,0	19,0	96,0
Abril	81,0	24,0	95,0
Mayo	69,0	23,0	92,0
Junio	65,0	30,0	95,0
Julio	63,0	29,0	92,0
Agosto	61,0	26,0	87,0
Septiembre	61,0	17,0	78,0
Octubre	55,0	26,0	81,0
Noviembre	55,0	26,0	83,0
Diciembre	51,0	33,0	84,0
1949			
Enero	49,0	35,0	84,0
Febrero	50,0	28,0	78,0
Marzo	47,0	20,0	67,0
Abril	45,0	19,0	63,0
Mayo	45,0	26,0	72,0
Junio	46,0	32,0	78,0
Julio	47,0	42,0	88,0
Agosto	48,0	26,0	74,0
Septiembre	49,0	24,0	79,0
Octubre	50,0	35,0	85,0
Noviembre	51,0	46,0	100,0
Diciembre	52,0	56,0	111,0
1950			
Enero	53,0	72,0	127,0
Febrero	64,0	64,0	128,0
Marzo	65,0	54,0	120,0
Abril	66,0	45,0	112,0
Mayo	n. a.	n. a.	93,0
Junio	n. a.	n. a.	108,0

n. a.: no aplica.
Fuente: FMI (1950).

avances en la política monetaria al haber introducido controles a la expansión del crédito primario por parte del Banco de la República.

En su declaración al Comité de Desarrollo Económico el 30 de marzo de 1951, el jefe de la Misión del FMI (1951, p. 1) dijo que registraba:

[...] con gran placer para la Misión del Fondo el poder reunirse con el Comité que había jugado tan importante rol en la formulación del nuevo sistema cambiario, que ya había sido puesto en operación en Colombia. Este sistema representa un corajudo paso adelante en la simplificación de la estructura de tasas de interés múltiples, en la abolición del sistema de licencias de importación y de los pagos corrientes y en el establecimiento de las bases para una eventual unificación de las tasas de cambio a una única de paridad.

En 1952, en su documento sobre Colombia, el FMI (1952) reporta que como resultado de las medidas cambiarias adoptadas y la positiva evolución del mercado del café se había fortalecido la balanza de pagos, e informaba haberse dirigido a las autoridades para sugerir que se profundizara la liberalización de las importaciones y se unificaran las tasas de cambio. El gerente del Banco de la República, Luis Ángel Arango, le respondió de manera diplomática al director gerente del Fondo destacando el conjunto de medidas adoptadas por Colombia desde 1950 e indicando que “el Gobierno y las autoridades monetarias aprovecharían toda oportunidad favorable para continuar dichas políticas, que habían merecido opinión favorable de dicho organismo”, pero sin hacer compromisos concretos de acciones futuras. Un año más tarde, en la consulta anual con las autoridades (FMI, 1953) el Fondo reconocía que había un deterioro en la cuenta corriente y se quejaba de que las autoridades colombianas hubieran procedido a establecer un nuevo esquema de premios para favorecer algunas exportaciones menores, lo que, a su juicio, implicaba distanciarse del compromiso de unificar las tasas de cambio. Por otro lado, apoyaba la eliminación del impuesto de estampillas, que gravaba 3 % el costo de las importaciones. A inicios de 1954 el FMI recibió de las autoridades colombianas y del Banco de la República su decisión de suspender de modo temporal el proceso de ajustar la tasa de cambio aplicable al café en razón de los aumentos en la cotización del grano y su posible impacto inflacionario, con lo cual no hubo objeciones. También, del Banco de la República, la decisión de eliminar la lista de libre importación para evitar la expansión monetaria que se daría al acumular reservas, y establecer un impuesto del 40 % sobre estas para fortalecer los ingresos fiscales.

A fines de 1954 los precios del grano habían vuelto a descender y se recurrió a un nuevo programa con el FMI de apoyo a la balanza de pagos. En 1955 el Banco de la República le anunció al Fondo su decisión de unificar la

cafetera con la general de \$2,50 por dólar y restablecer la lista de prohibida importación (FMI, 1955). Las autoridades colombianas también consultaron en 1955 al FMI sobre modificaciones en el sistema cambiario al unificar las tasas del mercado libre correspondientes a exportaciones menores y el oro. En el documento de consulta con el FMI (1955) la posición del organismo multilateral consistía en que las medidas adoptadas por las autoridades a fin de enfrentar la caída de los precios del café podrían no llegar a ser suficientes para enfrentar el deterioro de su posición externa.

A finales de 1955, por intermedio del gerente del Banco de la República, se solicitó una nueva Misión del FMI sobre asuntos cambiarios. Su reporte (FMI, 1956) analizaba en profundidad el comportamiento de la economía colombiana destacando que el crecimiento económico del país desde la posguerra había sido uno de los más acelerados de la región y que el desarrollo de la industria mediante la sustitución de importaciones también había registrado avances importantes. Sin embargo, identificaba que el déficit de la cuenta corriente había desmejorado y recomendaba hacer ajustes al sistema cambiario y depreciar la tasa oficial de cambio a \$4 por dólar, o mayor, pero dejaba en manos de las autoridades la decisión de establecer un régimen de tasa fija o flexible. En razón de la depreciación cambiaria y su efecto inflacionario, así como medio de frenar la demanda, sugería al Banco de la República limitar la expansión del crédito primario principalmente al Gobierno. Las medidas adoptadas a fines de 1956 e inicios de 1957 se limitaron a establecer mayores controles para restringir importaciones y a traspasar productos de importación al mercado libre.

Las modificaciones en materia cambiaria se dieron en el inicio de la administración a la Junta Militar de Gobierno en 1957. Cabe recordar que esta estuvo a cargo de la nación entre el 10 de mayo de 1957 y el 7 de agosto de 1958. Las autoridades económicas solicitaron una misión técnica y en el curso de las discusiones con esta el Gobierno propuso un programa de estabilización que encontró el beneplácito del FMI. El programa de estabilización (FMI, 1957) comprendía simplificar y mejorar la estructura de tasas de cambio creando una tasa libre y flexible además de la de certificados de cambio para la mayoría de las importaciones, eliminar los controles cuantitativos a las importaciones manteniendo una lista de las prohibidas, proveer suficiente oferta de divisas para importar que garantizaran un mercado ordenado, el compromiso de ponerse al día con los pagos atrasados de importaciones y la decisión de controlar efectivamente la inflación por medio de una política monetaria más restrictiva. Las medidas fueron adoptadas el 17 de junio y estuvieron apoyadas con un acuerdo de *stand-by* con el FMI (1957). Las autoridades económicas modificaron ligeramente el esquema cambiario en marzo de 1958, sobre todo al establecer un depósito previo para importar, e informaron de ello al FMI, y

al final del mandato de la Junta Militar solicitaron la renovación del acuerdo de stand-by.

No obstante las medidas adoptadas en el frente cambiario, la situación de la balanza de pagos empeoraba debido al rápido deterioro de los precios internacionales del café, y la inflación se aceleró a causa del impacto de la devaluación sobre los precios internos. La tasa de cambio en el mercado de certificados de cambio se depreció desde COP 4,80 –a lo que se había ajustado para importar con las modificaciones de junio de 1957– a COP 6,18 en el curso de un año, como se aprecia en el Cuadro 3. El Banco, a comienzos de 1958, convino con el FMI un conjunto de medidas para restringir el crédito.

A manera de resumen de lo sucedido en las relaciones entre el Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República durante los años cincuenta, se encuentra que en efecto el centro de atención en el diálogo entre las autoridades económicas de Colombia y el Fondo Monetario Internacional se centró en la tasa de cambio y que el interlocutor principal del Gobierno con el FMI fue el Banco de la República, en cabeza de su gerente. Los temas atinentes a los mecanismos de control de importaciones y las medidas monetarias dirigidas a controlar la demanda de importaciones también formaron parte del diálogo con ese organismo. Si bien el Banco de la República acató como filosofía y principio las sugerencias del FMI dirigidas a unificar la tasa de cambio, la experiencia durante la década indica que las autoridades tuvieron flexibilidad al orientar las medidas cambiarias y de control de importaciones y que el FMI entendió y no objetó las medidas de las autoridades, que en ocasiones diferían de la filosofía acordada. Durante la década de los cincuenta la influencia del Banco Mundial, a partir de la Misión dirigida por Lauchlin Currie, fue preponderante incluso en los temas cambiarios a cargo del FMI.

No obstante dicha actitud de apoyo y entendimiento del FMI con las autoridades colombianas, las relaciones tuvieron su primer conato de enfrentamiento en 1959, a raíz de los cambios introducidos en el manejo cambiario por la administración del presidente Lleras Camargo en 1959. En su análisis y respuesta a estas modificaciones, el FMI (1959) destacaba que el Gobierno aparentemente había modificado y puesto en marcha algunos cambios de envergadura desde inicios de ese año; entre estos resaltaba: el establecimiento de una nueva tasa fluctuante de compra con las divisas provenientes de las exportaciones menores, al igual que un número indeterminado de tasas de compra con las divisas provenientes de exportaciones de manufacturas; haber fijado una nueva tasa de venta para las exportaciones de petróleo; autorizar al Banco de la República para utilizar diversas tasas en la venta de divisas destinadas al pago de seguros y fletes, además de varios cambios en el sistema de control a las importaciones, sobre todo en los casos de acuerdos bilaterales de comercio, todo lo cual, a juicio del FMI, daba lugar a una proliferación de

Cuadro 3 Tasas de cambio de compra de divisas. Certificados de cambio y libre

Fecha	Certificado	Libre	Fecha	Certificado	Libre
1957			1957		
Junio 17 (predevaluación)	6,3	6,32	Diciembre 4	5,39	6,21
Junio 21 (comienza nuevo sistema)	4,85	5,9	Diciembre 7	5,34	6,19
Julio 2	4,82	6,0	Diciembre 9	5,32	6,19
Julio 4	4,8	6,15	Diciembre 13	5,38	6,22
Julio 31	4,8	5,59	Diciembre 14	5,42	6,23
Agosto 13	4,81	5,95	Diciembre 20	5,39	6,12
Agosto 14	4,82	5,93	Diciembre 21	5,36	6,12
Agosto 16	4,93	5,95	1958		
Agosto 17	5,0	5,93	Enero 2	5,44	6,25
Agosto 22	4,87	5,95	Enero 3	5,46	6,25
Agosto 23	4,95	5,96	Enero 7	5,47	6,24
Agosto 27	4,96	5,93	Enero 8	5,5	6,24
Agosto 31	4,99	5,89	Enero 9	5,57	6,24
Septiembre 2	5,02	5,94	Enero 10	5,59	6,24
Septiembre 3	5,11	5,94	Enero 14	5,55	6,25
Septiembre 5	5,23	5,94	Enero 23	5,662	6,51
Septiembre 6	5,2	5,95	Enero 25	5,71	6,67
Septiembre 9	5,14	5,94	Enero 28	5,82	6,79
Septiembre 10	5,11	5,94	Enero 29	5,9	6,8
Septiembre 28	5,07	5,94	Febrero 13	6,0	6,83
Septiembre 30	5,04	5,94	Febrero 14	6,05	7,01
Octubre 2	5,05	5,95	Febrero 15	6,11	7,06
Octubre 3	5,11	5,96	Febrero 17	6,15	7,14
Noviembre 7	5,12	6,17	Febrero 19	6,0	6,87
Noviembre 8	5,16	6,16	Febrero 22	6,03	6,84
Noviembre 12	5,2	6,14	Febrero 23	6,12	6,95
Noviembre 22	5,25	6,24	Febrero 24	6,18	6,92
Noviembre 26	5,29	6,21	Marzo 3	6,1	-
Noviembre 30	5,3	6,2			

Fuente: Fondo Monetario Internacional, con fuente original del Banco de la República.

tasas de cambio y subsidios a las exportaciones de manera *ad hoc*, lo que llevaba al organismo a no dar su apoyo a las medidas introducidas. En las consultas con las autoridades en 1959 (FMI, 1959), el Fondo se quejó de las nuevas

restricciones adoptadas y la proliferación de tasas múltiples de cambio, pero informaba que el Gobierno había asegurado utilizar las autorizaciones para poner en marcha el esquema de tasas múltiples adoptadas. Aunque el Fondo reconoció que el Gobierno en 1958-1959 había corregido el desequilibrio de la balanza de pagos, le recomendó simplificar el esquema cambiario. En su consulta de 1959 también fue crítico sobre la laxitud de la política monetaria en esos años y atribuía a esto la gestación de presiones inflacionarias superiores al 15 % anual. El Cuadro 4 presenta los principales indicadores económicos de Colombia durante la década de los cincuenta, de acuerdo a series estadísticas históricas del Banco de la República.

Cuadro 4
Indicadores económicos 1951-1960

Año	Crecimiento PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Exportaciones FOB (millones de dólares)	Importaciones CIF (millones de dólares)	Precio del café (dólares por libra)	Tasa de cambio (pesos/dólar)	ITCR 1994 =100	Déficit de cuenta corriente (porcentaje del PIB)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)
1951	3,1	9,3	458	419	58,7	2,39	39,4	-0,3	1,4
1952	6,3	-2,4	471	415	57,0	2,51	43,3	0,1	1,1
1953	6,1	7,4	594	547	59,8	2,51	40,8	-0,3	0,9
1954	6,9	8,7	654	672	80,0	2,51	37,7	-0,9	0,9
1955	3,9	2,2	582	669	64,6	2,51	36,7	-1,8	0,5
1956	4,1	7,8	537	657	74,0	2,51	34,6	-0,2	-0,1
1957	2,2	20,2	511	483	63,9	3,84	45,6	-1,9	1,0
1958	2,5	8,1	461	400	52,3	6,41	72,2	1,4	1,2
1959	7,2	7,9	473	416	45,2	6,40	67,5	1,2	1,5
1960	4,3	7,2	465	519	44,3	6,65	66,2	-1,5	0,8

Fuente: estimaciones del autor con base en las estadísticas históricas del Banco de la República: tasa anual, porcentaje de crecimiento real del PIB, inflación anual (%) según el índice de precios al consumidor (IPC), valor anual de las exportaciones FOB en millones de dólares, valor anual de las importaciones CIF en millones de dólares, tasa nominal de cambio del peso frente al dólar e índice de tasa de cambio real (ITCR) con año base 1994 = 100. Las cifras fiscales de déficit del Gobierno central respecto al PIB del estudio Junguito y Rincón (2007) y los precios del café colombiano en centavos de dólar por libra, tomados de Junguito y Pizano (1997), Cuadro VIII-2.

3. Los años sesenta: de la colaboración al enfrentamiento

En mayo de 1960 las autoridades de Colombia, mediante carta del ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República, se dirigieron al Fondo Monetario Internacional con el objeto de pedir una revisión del acuerdo vigente

con ese organismo y, ante todo, solicitaban un relajamiento en lo relacionado con los márgenes de expansión del crédito del Banco de la República, pues consideraban que estaban frenando indebidamente la economía. Las autoridades proponían eliminar el encaje marginal bancario del 100 % y reducir el período de congelación de los depósitos previos de importación. El FMI respondió positivamente a la solicitud de Colombia al considerar que en el último año se había reducido el crédito del Banco de la República y en vista del ambicioso programa de obras públicas previsto a partir de 1961 (FMI, 1960). Por otro lado, el Fondo destacaba el buen comportamiento de la balanza de pagos en 1958-1959 gracias a la devaluación y sugería unificar la tasa de cambio y reducir restricciones a importaciones. El Fondo también solicitaba no intervenir la tasa libre de cambio y alertaba sobre la posibilidad de que se debilitara la posición externa del país por la relajación monetaria. En octubre las autoridades colombianas solicitaron y tuvieron la aprobación de renovar y ampliar el acuerdo de *stand-by* e informaron la reducción del impuesto a la exportación de café con el fin de compensar a los productores por la caída de los precios internacionales.

Al año siguiente, en el documento preparatorio para las consultas (FMI, 1961) el Fondo mostraba preocupación por el manejo de la política macroeconómica y anotaba que el incremento del gasto público, la relajación de las políticas monetarias, el surgimiento de rigideces en la política de manejo de la tasa de cambio y la desinclinación de las autoridades a reforzar los controles a las importaciones eran:

[...] todas estas indicaciones [de] que las autoridades colombianas habían abandonado en el curso de 1960 las políticas de austeridad que habían producido unos superávits sustanciales en la balanza de pagos durante los tres años precedentes. Esta conclusión también se ha visto apoyada en las declaraciones públicas y aun en las comunicaciones entregadas personalmente por las autoridades.

Agregaba que la necesidad de estimular la economía había sido obvia y que el Directorio del FMI le había dado apoyo a las solicitudes de las autoridades, pero que la forma como se estaba respondiendo a la nueva situación de la economía planteaba, a su juicio, problemas mayúsculos en la orientación de la política financiera. Esta situación comprendía un desacuerdo mayor entre el FMI y las autoridades económicas en torno al manejo macroeconómico. En términos de las recomendaciones concretas del FMI ante esta situación, cabe agregar que el Directorio, en aras del principio de unificar las tasas de cambio, simplemente urgió a las autoridades regresar a un manejo flexible de la tasa oficial de cambio y permitir que la tasa libre encontrara su nivel de equilibrio sin intervenciones del Banco de la República.

La situación de la economía continuó deteriorándose y a fines de 1961 las autoridades colombianas se dirigieron al FMI solicitando un apoyo de balanza de pagos adicional dentro de su acuerdo de *stand-by* con dicho organismo (FMI, 1961). En la carta dirigida por el ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República las autoridades económicas justificaban la solicitud de mayor acceso a los recursos del FMI en razón de las dificultades previstas en la balanza de pagos en los meses venideros y se comprometían a hacer correctivos en la política macro. En cuanto al manejo cambiario expresaban su intención de moverse hacia un sistema unificado de tasa de cambio “tan pronto las condiciones lo permitiesen” y destacaban que la eliminación del impuesto a la exportación de productos básicos iba en esa dirección. En lo monetario simplemente expresaban el compromiso de adoptar medidas prudentes dirigidas a evitar presiones inflacionarias. El FMI, no obstante el deterioro de los indicadores macro, dio su aprobación a la solicitud sin hacer exigencias adicionales considerando, quizás, que esta era una etapa de transición de gobiernos y que los ajustes estructurales de la economía se discutirían con la administración entrante.

En efecto, desde el inicio de la administración Valencia el Gobierno emprendió un ambicioso programa de estabilización que comprendió medidas cambiarias, monetarias y fiscales. Este programa, según lo recuenta quien se desempeñó como ministro de Hacienda en la época y venía de ser embajador de Colombia en Washington, Carlos Sanz de Santamaría (1965), había sido concebido en conjunto con el *staff* del FMI desde fines de la administración anterior. El FMI (1962) informó al Directorio las medidas propuestas por el ministro Sanz de Santamaría en 1962 y en proceso de aprobación por el Congreso; entre estas señalaba el establecimiento de una sobretasa a las importaciones que, de hecho, elevaba la tasa para importar del \$6,70 al \$9 por dólar. En cuanto a las medidas de carácter fiscal, mencionaba las propuestas dirigidas a elevar los recaudos fiscales mediante impuestos indirectos adicionales a juegos, gasolina, cerveza y otros productos, y a las herencias. En lo monetario, la principal medida comprendía la implementación de un encaje marginal del 100 % sobre los depósitos bancarios. Después el gerente del Banco de la República le informó de manera formal al Fondo la devaluación en la tasa de cambio, de COP6,50 a COP7,10 para café, petróleo y oro, e incluye la solicitud de *stand-by* y los compromisos de política. Unos meses más tarde anunció la depreciación, de COP6,70 a COP9,00 adoptada en noviembre 20 de 1962, y el compromiso de defenderla con políticas monetarias y fiscales apropiadas.

En mayo de 1963 el FMI (1963) considera que lo más vulnerable del programa económico del Gobierno era la política de precios y salarios y critica la medida de ajuste salarial del 30 % retrospectivo adoptado por ley. Se reconoce la importancia del ajuste, pero se estima una pérdida del 50 % del impacto

fiscal por ajuste salarial. En su reporte global sobre la economía colombiana de mediados del año siguiente (FMI, 1963) hacía un recuento de las medidas cambiarias adoptadas en noviembre de 1962, calificándolas como una reforma mayor, pero, al mismo tiempo se quejaba por la medida de ajuste de salarios adoptada mediante la ley sobre ajuste salarial aprobada por el Congreso y que hacía dichos ajustes retrospectivos desde inicios del año. Resaltaba que la Ley 1 de 1963 en efecto había elevado los salarios mínimos mensuales en un 40 %, así como una cláusula de ajuste automático de los salarios semestral que compensaba por los incrementos en el índice del costo de vida. La preocupación del organismo era el traspaso del ajuste de la tasa de cambio a la inflación interna que pudiese darse como consecuencia de ello. Por lo tanto, el tema de la expansión del crédito al sistema bancario y en general las medidas de control monetario fueron el centro de la discusión con las autoridades. No obstante las medidas adicionales adoptadas, en el documento de inicios del año siguiente (FMI, 1964), que analizaba la solicitud colombiana de un nuevo acuerdo tipo *stand-by*, el Fondo indicaba que el impacto de las medidas adoptadas para controlar la inflación habían sido insuficientes (en algún aparte del documento se habla de “desastrosas”), pues la expansión neta del Banco había sido del 23 % anual y en 1963 se había pasado a registrar aumentos entre 30 %-35 % anual en el índice de precios, cuando en años anteriores apenas había alcanzado cerca del 5 % anual, según se aprecia en el Cuadro 5.

Como era de esperar, la conveniencia de establecer un nuevo ajuste cambiario se hizo evidente más adelante. En 1964 las medidas de tipo monetario y cambiario comenzaron a tener origen en las resoluciones de la recién creada Junta Monetaria, pero no se adelantó una nueva devaluación de la moneda. En agosto de 1965 el ministro Joaquín Vallejo dirigió una carta al director del FMI (1965), en la cual se tomaba “la libertad de consultar” a ese organismo sobre las medidas de ajuste cambiario que se proponía adelantar y que, en esencia, procederían a ajustar la tasa de compra de los dólares provenientes de las exportaciones menores a \$14 por dólar, a \$9 para el capital destinado a exploración de hidrocarburos y a \$8,50 la correspondiente al café. Por su parte, establecería dos mercados para las importaciones: uno preferencial, que se mantenía en \$9 por dólar, y otro intermedio al cual se aplicaba la tasa de \$14 por dólar y cubría el 65 % de los pagos de importaciones. Las medidas anunciadas fueron adoptadas con algunos ajustes en septiembre. En noviembre las autoridades colombianas, mediante carta del ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República, solicitan un nuevo *stand-by* con vigencia de un año, que fue aprobado por el Directorio del FMI (1965), en el cual se comprometían a reforzar las medidas cambiarias y monetarias adoptadas en septiembre.

En su informe al Directorio (FMI, 1965) el *staff* de dicho organismo comentaba que los ajustes salariales adelantados luego de la devaluación de 1962

Cuadro 5
Indicadores de inflación en Colombia, 1960-1963

Periodo	Índice nacional del costo de vida trabajadores	Índice nacional del costo de vida empleados	Índice nacional del costo de vida obreros
Dic. 1960-Dic. 1961	+ 5,5	+ 6,2	+ 5,3
Dic. 1961-Dic. 1962	+ 6,0	+ 6,7	+ 4,8
Dic. 1962-Dic. 1963	+ 35,4	+ 29,9	+ 33,0
1962 - Octubre	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,6
Noviembre	+ 0,6	+ 0,7	+ 1,0
Diciembre	+ 0,9	+ 0,6	+ 1,9
1963 - Enero	+ 4,0	+ 3,2	+ 3,3
Febrero	+ 6,2	+ 5,8	+ 6,4
Marzo	+ 5,4	+ 4,8	+ 5,5
Abril	+ 4,5	+ 4,0	+ 3,8
Mayo	+ 1,2	+ 1,3	+ 1,8
Junio	+ 2,4	+ 1,8	+ 1,6
Julio	+ 0,6	+ 1,0	- 0,1
Agosto	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,2
Septiembre	+ 1,1	+ 0,7	+ 1,4
Octubre	+ 1,9	+ 1,1	+ 1,2
Noviembre	+ 2,4	+ 1,5	+ 2,0
Diciembre	+ 1,0	+ 0,9	n. a.

n. a.: no aplica.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (1963), con fuente en Banco de la República, revista y datos sin publicar.

habían desembocado en incrementos de precios que habían hecho inviable la tasa de COP9 por dólar establecida entonces y que en septiembre los ajustes a una tasa más realista de COP13,50 (pues no se pudo ajustarla al nivel más alto originalmente propuesto por las autoridades), representaban un paso positivo para reducir el déficit de la balanza de pagos. En efecto, las reservas internacionales habían declinado en 1964. Al lado del ajuste cambiario y como resultado de este, se procedió en 1965 a adelantar una agresiva liberalización de importaciones que fue aplaudida por el Fondo Monetario Internacional, pero que no fue exitosa. En el ámbito fiscal también se adoptaron algunas medidas fiscales dirigidas a incrementar los recaudos. Respecto del manejo monetario destacaba que desde noviembre de 1963 se había traspasado la dirección de la política monetaria a una Junta Monetaria compuesta principalmente por los ministros del área económica y que, desde entonces, se venían adoptando medidas dirigidas a lograr un mayor control del crédito primario y perfeccionando las técnicas del manejo monetario.

En agosto de 1966, recién iniciada la administración Lleras, se informa por parte del gerente del Banco de la República al FMI (1966), y este a su directorio, de nuevas medidas cambiarias adoptadas por las autoridades, consistentes en devaluar la tasa de cambio cafetera de COP8,94 a COP9,35 por dólar, el traspaso de las importaciones preferenciales a una lista o categoría de libre importación cuya tasa de cambio pasaba de COP9,00 a COP13,50 por dólar, y la desaceleración del proceso de desmontar los depósitos previos de importación. En noviembre el gerente anuncia que ante la caída de los precios internacionales del café y “no estando listos los nuevos esquemas de operaciones del mercado cambiario” se adoptaban nuevos controles a las ventas de divisas (FMI, 1966). En el documento que reportaba la vigilancia de la economía colombiana, el FMI (1967) circuló en marzo 16 el informe sobre Colombia a su directorio en el que criticaba las medidas adoptadas en noviembre con el argumento de que con estas el país tenía cinco tasas de cambio y recomendaba eliminar el esquema de tasas múltiples. También consignaba que la política monetaria había continuado su expansión excesiva. Aunque dicho informe se basaba en información recogida por la Misión que acababa de visitar a Colombia, en ningún aparte se comentaba que las autoridades colombianas estaban *ad portas* de expedir su nuevo esquema cambiario.

Fue solo el 22 de marzo cuando se expidió el conocido Estatuto Cambiario, mediante el Decreto 444 de 1967, y en abril cuando se analizó por parte del Fondo Monetario, primero, una solicitud de apoyo financiero a la balanza de pagos a través de un nuevo *stand-by* con ese organismo (FMI, 1967) solicitado el 28 de marzo y aprobado el 4 de abril, y días después la discusión más amplia (FMI, 1967). En el informe sobre la consulta del 17 de abril se destaca que la reforma adoptada a comienzos de 1967 combinaba “una devaluación gradual del peso con una liberalización extensiva del esquema de pagos al exterior particularmente para el pago de las importaciones”. En el suplemento posterior, el Fondo Monetario informaba al directorio la expedición del Decreto 444 y argumentaba que este contenía una reformulación completa de las disposiciones en materia cambiaria reemplazando el gran número de regulaciones emitidas en los últimos siete años. En cuanto a los cambios institucionales, mencionaba que el decreto ampliaba los poderes de la Junta Monetaria en materia de formulación de la política cambiaria. Respecto de su evaluación a las modificaciones en materia cambiaria indicaba que el nuevo sistema representaba un avance frente al establecido en noviembre, puesto que el nuevo esquema de tasas de cambio era menos complejo y en varios casos se introducían cambios encaminados a establecer tasas de cambio más “realistas”, así como una tasa fluctuante para los principales pagos. Era esta, pues, una respuesta positiva al sistema del *crawling peg* que se iniciaba en ese entonces. Agregaba que las autoridades colombianas habían dado la seguridad

de emprender un esquema de tasa de cambio flexible y dar pasos hacia la eliminación de las restricciones vigentes al comercio exterior y los pagos internacionales, para concluir que el FMI no objetaba mantener temporalmente el esquema de tasas múltiples de cambio y restricciones a los pagos y transferencias para las transacciones internacionales. El Fondo mantenía preocupación con la política monetaria y, sobre todo, con la expansión sostenida del crédito del Emisor a los bancos privados.

La lectura de las publicaciones del Fondo señala que si bien en la entidad hubo inconformismo con las medidas cambiarias adoptadas en noviembre de 1966 y con el manejo monetario de ese año, este no fue el caso con la expedición del Decreto 444 de 1967, que fue considerado como una gran mejoría frente al esquema cambiario hasta entonces vigente; de hecho, las reformas introducidas en este y el reconocido buen manejo fiscal y salarial llevó al FMI a apoyar la solicitud de un nuevo *stand-by* con ese organismo. No obstante, la visión predominante en Colombia según la *Memoria del ministro de Hacienda* de la época, Espinosa (1970), es que sí hubo gran enfrentamiento con el FMI a raíz del Decreto 444 y que entonces se impuso la visión del Gobierno en contra de las solicitudes del Fondo Monetario. En un trabajo del Banco de la República (1987) con motivo de celebrarse los veinte años del Estatuto Cambiario, Alejandro López ya había hecho críticas a esa visión. El Cuadro 6 complementa la información de esta sección con los indicadores económicos de Colombia en la década de los sesenta.

4. Los años setenta: críticas a la UPAC y el problema inflacionario

Para tener una mejor comprensión de las relaciones sostenidas entre el Fondo Monetario Internacional y las autoridades económicas de Colombia durante los años setenta cabe, en primer lugar, recordar que a inicios de esa década el FMI eliminó el régimen de paridades establecido en Bretton Woods y dio mayor libertad a los países para escoger su régimen cambiario y permitir la flotación de sus monedas. Desde entonces el énfasis en las relaciones con el FMI dejó de estar centrado casi con exclusividad en el tema cambiario y de balanza de pagos, en tanto que la política monetaria, como la fiscal, comenzó a tener mayor preponderancia. En segundo lugar, valga señalar que durante los dos últimos años de los sesenta la economía colombiana mantuvo una buena marcha en términos del crecimiento económico, el control a la inflación, el fortalecimiento de la balanza de pagos y el manejo cambiario. En las evaluaciones de la economía colombiana a inicios de 1970 se resaltaba que, como resultado de un coordinado conjunto de políticas establecidas desde

Cuadro 6
Indicadores económicos 1961-1970

Año	Crecimiento PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Exportaciones FOB (millones de dólares)	Importaciones CIF (millones de dólares)	Precio del café (dólares por libra)	Tasa de cambio (pesos/dólar)	ITCR 1994=100	Déficit de cuenta corriente (porcentaje del PIB)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)
1961	5,1	5,9	434	557	43,6	6,70	63,7	-2,2	-1,1
1962	5,4	6,4	463	540	40,8	6,80	62,6	-1,9	-1,2
1963	3,3	32,6	446	506	39,6	9,00	62,1	-1,9	-1,2
1964	6,2	8,9	548	586	48,8	9,00	57,8	-1,4	-0,7
1965	3,6	14,6	539	454	47,4	10,50	55,7	-0,1	-0,5
1966	5,4	13,0	508	674	44,1	13,50	58,4	-3,6	0,1
1967	4,2	7,3	510	497	41,1	14,50	70,6	-0,8	-0,2
1968	6,1	6,6	558	643	41,3	16,30	79,4	-2,0	0,0
1969	6,4	8,6	608	685	41,8	17,30	81,8	-1,9	-0,3
1970	6,7	6,8	736	843	54,0	18,40	86,6	-3,3	-0,5

Fuente: estimaciones del autor con base en las estadísticas históricas del Banco de la República: tasa anual, porcentaje de crecimiento real del PIB, inflación anual (%) según el índice de precios al consumidor (IPC), valor anual de las exportaciones FOB en millones de dólares, valor anual de las importaciones CIF en millones de dólares, tasa nominal de cambio del peso frente al dólar e índice de tasa de cambio real (ITCR) con año base 1994 = 100. Las cifras fiscales de déficit del Gobierno central respecto del PIB, del estudio Junguito y Rincón (2007), y los precios del café colombiano en centavos de dólar por libra tomados de Junguito y Pizano (1997), Cuadro VIII-2.

1967, esta había continuado su buen progreso en 1969. El crecimiento anual del PIB había alcanzado 6,2%, la tasa más alta en una década, y se afirmaba que dada la continuidad de las políticas económicas en los pasados tres años y el beneficio de mejores precios internacionales del café, las perspectivas para el siguiente año eran las de una mayor aceleración del crecimiento económico y un mejoramiento estructural de la economía (FMI, 1970). En marzo de 1970 las autoridades colombianas solicitaron al Fondo —y consiguieron su apoyo— (FMI, 1970) un nuevo acuerdo anual de stand-by en un momento de tránsito entre las administraciones de Carlos Lleras Restrepo y Misael Pastrana Borrero. Al recomendar la aprobación de este acuerdo el staff del FMI destacaba textualmente:

En los últimos tres años, Colombia ha hecho un progreso remarcable hacia el restablecimiento de la estabilidad financiera, diversificando la producción y las exportaciones, y fortaleciendo la balanza de pagos. Este progreso se logró por medio de una exitosa implementación de políticas económicas y financieras, en apoyo de las cuales el Fondo ha extendido a Colombia sucesivos programas de Stand-By.

Estas fueron las condiciones en que se inició la administración Pastrana Borrero, la cual estuvo bajo el escrutinio del FMI desde un comienzo y la primera revisión de la situación de la economía y las políticas de la nueva administración se llevó a cabo con ocasión de la solicitud de un nuevo *stand-by* con ese organismo en marzo de 1971 (FMI, 1971). En ese momento las nuevas autoridades justificaron la necesidad de acceso a recursos de balanza de pagos del FMI en razón del impacto adverso que se preveía por la liberalización de importaciones emprendida en 1970 y el lento crecimiento de las exportaciones menores registrado en ese año. Por lo demás, las intenciones de las autoridades eran las de continuar los lineamientos de políticas macro de los últimos años. De acuerdo con los informes del FMI (1972), la evolución de la economía en 1971 había mostrado signos adversos, pues la tasa de crecimiento se había desacelerado y la balanza de pagos registraba un gran déficit debido al derrumbe de los precios internacionales del café. Además, las autoridades habían respondido con incremento del endeudamiento público mediante recursos de corto plazo. Asimismo, mostraba preocupación por el crecimiento de crédito del Banco de la República al sistema bancario y al Gobierno y por los signos de mayores presiones inflacionarias internas.

El informe también hacía referencia al cambio de la estrategia de desarrollo, que ahora enfocaba el reto de generar empleo por medio del estímulo a sectores líderes, en particular a la construcción urbana. La nueva estrategia de desarrollo se consolidó en el Plan de Desarrollo “Las Cuatro Estrategias” (1972). En su pronunciamiento sobre el comportamiento de la economía colombiana, el Directorio del FMI (1972) expresaba su preocupación por el poco progreso hecho en el desmonte de las políticas restrictivas al comercio y expresaba que ello se podría lograr con un manejo más flexible de la tasa de cambio que estimulara las exportaciones menores y mejorara el comportamiento de la balanza de pagos.

Otros importantes informes del FMI sobre la marcha de la economía durante la administración Pastrana Borrero se remontan a mediados de esta (FMI, 1973). En esos documentos se señalaba que en 1972 la economía había mostrado gran recuperación en la tasa de crecimiento (6,2 %), al igual que la situación de la balanza de pagos, gracias al aumento de las exportaciones menores y de los precios internacionales del café, a la vez que destacaban tres aspectos de las políticas de la administración Pastrana que vale la pena reseñar: el primero se refiere al cambio de énfasis en el plan de desarrollo y en el carácter general de la planeación; el segundo tenía que ver con la estrategia de la construcción como sector líder de la economía, y el desarrollo tanto del sistema de corporaciones de ahorro y vivienda como del sistema de unidad de poder adquisitivo constante (UPAC), y el tercero, con el cambio de énfasis en la estrategia de la reforma agraria.

Sin embargo, no fue sino en su informe sobre el denominado artículo XXIV del año siguiente (FMI, 1974) cuando el Fondo comenzó a mostrar preocupación por las implicaciones de la estrategia de desarrollo basada en la construcción de vivienda urbana y destacaba que el sistema UPAC venía creciendo de manera acelerada y que sus ventajas frente a otros sistemas de crédito de la economía comenzaba a distorsionar la asignación del crédito y a atraer capitales externos de corto plazo a la economía colombiana. Señalaba que una de las grandes consecuencias había sido el incremento de las presiones inflacionarias internas, ya que el índice de precios se había elevado del 14 % en 1972 al 25 % en 1973, lo que atribuía al crecimiento de la demanda agregada estimulado por más exportaciones, el impacto monetario de las operaciones del Gobierno y el mayor crédito doméstico; así mismo comentaba que todo ello tenía origen en la concepción misma del plan “Las Cuatro Estrategias”, que había partido del criterio de que el crecimiento y el empleo estaban constreñidos por falta de demanda efectiva y presumía que había un exceso de mano de obra y de capacidad instalada industrial en las zonas urbanas, lo que no resultó ser el caso.

También sostiene que establecer un diferencial en la tasa de interés a favor de un sector específico dificulta el manejo del crédito y la asignación eficiente de los recursos. Pero, quizás, la advertencia más importante que adelantaba el FMI era el riesgo para el sector financiero de unas captaciones líquidas y volátiles de corto plazo como los ahorros en UPAC para financiar hipotecas de largo plazo, y sugería que se remuneraran con tasas de interés mayores los ahorros en UPAC de mayor plazo.

El primer informe del Fondo Monetario durante la administración López Michelsen se adelantó en mayo de 1975 (FMI, 1975); allí se da cuenta del desarrollo de la economía en 1974, caracterizado por desaceleración en la tasa de crecimiento, deterioro en la balanza de pagos e incremento de las presiones inflacionarias y de las medidas en los campos fiscal, monetario y financiero adoptadas para hacer frente a esta situación. Comenta que las autoridades habían indicado que no obstante haberse registrado cierta desaceleración en la actividad económica la prioridad del Gobierno era estabilizar la economía, de ahí que las primeras medidas adoptadas hubiesen comprendido un recorte del presupuesto y la adopción, por vía de emergencia económica, de una reforma tributaria comprensiva que, a juicio del staff, “iba aún más allá de las recomendaciones de la Misión Musgrave de 1968 en términos de sus objetivos redistributivos y su uniformidad conceptual”. También mencionaba que en adición a la reforma fiscal se había adoptado un número de reformas en el campo financiero de gran envergadura dirigidas a conseguir un flujo de recursos más balanceado del sector financiero, sobre lo cual el FMI se declaraba en un todo de acuerdo.

En el informe del Fondo a inicios del último año de la administración López (FMI, 1978) se destaca que la actividad económica nacional estuvo marcada por el fortalecimiento del mercado internacional del café ocurrido a partir de la segunda mitad de 1975. De hecho, uno de los grandes retos económicos de la administración López Michelsen fue manejar la bonanza cafetera de 1975-1977. Como resultado de una helada severa de los cafetales brasileiros ocurrida en octubre de 1975, los precios internacionales del café registraron un alza sin precedentes. No obstante la liberalización de las importaciones y la reducción de los depósitos previos para importar, las reservas internacionales pasaron de USD 550 millones en 1975 a USD 1,8 billones en 1977. El principal instrumento de control fue un manejo flexible de la tasa de cambio. En el campo monetario, la política estuvo dirigida de forma natural a neutralizar el impacto de la expansión del crédito, con el fin de controlar la inflación, que había registrado aumentos y llegó a superar el 30 % anual en 1977. Para esto se procedió a elevar los encajes bancarios, reducir el gasto público y el crédito al Gobierno, y la suscripción obligatoria de bonos denominados en dólares de títulos canjeables por certificados de cambio de la Federación Nacional de Cafeteros. Esta situación hizo que el foco de atención de la política macroeconómica en la administración López Michelsen y el FMI en los dos últimos años de Gobierno se hubiese centrado en estabilizar la economía. El Cuadro 7 muestra la evolución del índice de costo de vida para obreros en el período 1975-1979; allí se observa la tendencia creciente de la inflación, sobre todo en los componentes diferentes de los alimentos, los cuales tuvieron gran incremento en los precios relativos debido al impacto del clima en 1977 y una reducción originada en la respuesta a la oferta en 1978.

Cuadro 7. Evolución del índice de costo de vida para obreros, 1975-1979

Año	Todos los bienes	Alimentos	No alimentos			
			Total	Hogar	Vestido	Otros
1975	23,6	27,2	18,9	15,9	16,6	24,0
1976	20,0	20,2	19,4	19,4	18,9	20,0
1977	34,8	43,1	23,2	22,0	22,9	24,7
1978	17,1	13,5	23,2	21,5	25,0	24,1
1979	26,5	22,8	28,2	28,3	26,7	28,9

Fuentes: Banco de la República y estimativos del Fondo Monetario Internacional (1980).

Las relaciones entre el Fondo Monetario Internacional y las autoridades económicas de Colombia tuvieron características bien diferentes durante el primer y el segundo quinquenio de la década, no solo en razón de las condiciones de la economía, en particular la balanza de pagos y la conveniencia de acudir a acuerdos formales de *stand-by* con ese organismo, sino también en virtud de las diferencias en las estrategias de desarrollo de las administraciones Pastrana Borrero y López Michelsen y en la orientación de su política macro, en especial la monetaria, financiera y fiscal.

Durante la administración Pastrana se acudió a sucesivos acuerdos de *stand-by* con el FMI dados los problemas de balanza de pagos; si bien en los primeros años el FMI dio apoyo a la política económica de dicha administración, hacia finales de esta se tornó crítico sobre todo el manejo financiero y en particular la orientación preferencial del crédito a la vivienda mediante el sistema de ahorro en UPAC. También, por falta de flexibilidad en la tasa de cambio y por mantener un sistema restrictivo a las importaciones.

Por el contrario, el FMI dio apoyo a la política macro anunciada y puesta en marcha por la administración López, como la adopción de la reforma tributaria y las medidas de liberalización financiera. Es interesante que el FMI no hubiese sido más crítico frente a la ineffectividad de la autoridad monetaria para controlar la inflación. El Cuadro 8 presenta los indicadores económicos de Colombia en los años setenta, según las estadísticas históricas del Banco de la República.

Cuadro 8. Indicadores económicos 1971-1980

Año	Crecimiento PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Exportaciones FOB (millones de dólares)	Importaciones CIF (millones de dólares)	Precio del café (dólares por libra)	Tasa de cambio (pesos/dólar)	ITCR 1994 = 100	Déficit de cuenta corriente (porcentaje del PIB)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)
1971	6,0	13,6	690	929	47,0	19,9	85,7	-3,2	-0,7
1972	7,7	14,0	866	859	52,3	21,9	85,3	-2,2	-1,2
1973	6,7	23,5	1.177	1.062	64,3	23,6	79,2	-2,7	-0,8
1974	5,7	26,0	1.417	1.597	67,8	26,1	77,0	-2,9	-0,8
1975	2,3	17,7	1.469	1.495	67,4	30,9	84,9	-0,7	-0,3
1976	4,7	25,7	1.745	1.708	144,8	34,7	80,5	0,9	0,5
1977	4,2	28,4	2.443	2.028	236,7	36,8	70,3	1,4	0,4
1978	8,5	18,8	3.038	2.836	164,8	39,1	68,1	1,0	0,2
1979	5,4	28,8	3.300	3.233	175,5	42,6	64,1	1,3	0,5
1980	4,1	26,0	3.945	4.663	156,2	47,3	64,3	0,2	1,6

Fuente: estimaciones del autor con base en las estadísticas históricas del Banco de la República: tasa anual (%) del crecimiento real del PIB, inflación anual (%) según el índice de precios al consumidor (IPC), valor anual de las exportaciones FOB en millones de dólares, valor anual de las importaciones CIF en millones de dólares, tasa nominal de cambio del peso frente al dólar e índice de tasa de cambio real (ITCR) con año base 1994 = 100. Las cifras fiscales de déficit del Gobierno central respecto al PIB, del estudio Junguito y Rincón (2007), y los precios del café colombiano en centavos de dólar por libra, tomados de Junguito y Pizano (1997), Cuadro VIII-2.

5. Los años ochenta: crisis de América Latina y programa de monitoría

Los primeros informes del Fondo Monetario sobre el curso y manejo de la economía durante la administración Turbay Ayala se presentaron a inicios de 1980 con ocasión de su informe de revisión de la economía colombiana (FMI, 1980). Estos reflejaban optimismo sobre el desarrollo de la economía y beneplácito con las políticas anunciadas por el Gobierno, que aparecían de gran continuidad con la administración anterior, y la corrección de algunas pocas políticas inadecuadas del pasado. Se informaba que durante 1979 el comportamiento de la economía permanecía muy fuerte, con tasa de crecimiento cercana al 5,5 %, impulsada por el buen comportamiento de los precios internacionales y las exportaciones de café. No obstante, mostraban preocupación por las presiones inflacionarias y la incidencia de costos que podría tener sobre la inflación los incrementos del salario mínimo, y sugerían fortalecer las medidas de control a la demanda agregada.

A inicios de 1982 los informes del FMI (1982) resaltaban que se había desacelerado el crecimiento debido a la baja en los precios internacionales del café, y persistían las presiones inflacionarias, que atribuían al enquistamiento de expectativas inflacionarias y a la severa indexación de la economía. En términos del manejo de la política económica, destacaban que el manejo fiscal aparecía cauteloso, y como positivo el desmonte de los encajes bancarios así como los esfuerzos moderados por reducir las barreras a la importación. Aunque las cifras comenzaban a evidenciar que el crecimiento de la inversión pública, que se argumentaba por las autoridades como un movimiento contracíclico, estaba siendo financiada con créditos comerciales de relativo corto plazo pues se había contratado un crédito con la banca comercial por USD 350 millones para ese propósito, sus riesgos no fueron, aparentemente, motivo de mayor análisis y diálogo detenido con las autoridades en ese entonces.

Iniciada la administración Betancur, a mediados de 1983 (FMI, 1983), se precisaba la visión del Fondo sobre las políticas adoptadas y la situación de la economía, e ilustraba que esta había registrado una gran desaceleración en 1981 con crecimiento del 2 %, y del 1 % en 1982, frente a cerca del 4,5 % promedio entre 1979 y 1980. También se registraban significativos déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos del 4,5 % y 5,7 % del PIB en 1981 y 1982, respectivamente, lo que se atribuía en especial a la caída de los precios internacionales del café. Por otro lado, el deterioro fiscal también era pronunciado; el déficit del sector público no financiero, que había sido cercano al 1 % del PIB a fines de la década de los setenta, se había elevado a 3,6 % en 1981 y 5,8 % en 1982. En términos de las políticas adoptadas, el FMI destacaba que las autoridades económicas de la administración Betancur habían expresado que su

prioridad era reactivar la economía y que para ello estaban adelantando tanto una política monetaria como una fiscal expansivas y que les había alertado que dicha estrategia podría resultar en mayor debilitamiento de la balanza de pagos, presiones inflacionarias y pérdida de confianza en la moneda, como de hecho sucedió.

Al analizar la evolución prospectiva de las reservas internacionales, el Fondo anotaba que la pérdida de reservas en magnitudes cercanas a un billón de dólares en 1983, luego de una caída de USD 739 millones en 1982, no resultaba sostenible, como lo argumentaba el Gobierno, y traería riesgos, ya que en una coyuntura de restricción de acceso a los mercados internacionales de capitales (recuérdese que la crisis de la deuda mexicana había hecho erupción en agosto de 1982) ello podría provocar fuerzas especulativas y un freno al acceso a crédito externo, como en efecto ocurrió.

La situación de la economía continuó en deterioro acelerado en 1983-1984 y tanto en su *Staff Report* para la consulta del artículo IV (1984), como en su documento sobre el desarrollo económico reciente de la economía colombiana, el FMI (1984) reconoce que el crecimiento económico se había desacelerado de manera significativa, estimando la tasa anual de crecimiento en menos de un 1% en 1982-1983, la tasa de desempleo se incrementaba a niveles superiores al 13% de la fuerza de trabajo, el déficit de la cuenta corriente había alcanzado el 6,9% del PIB en 1983, y para ese mismo año el déficit para el conjunto del sector público no financiero también había sido cercano al 7% del PIB. Para entonces, según el Fondo, las nuevas autoridades económicas que, dicho sea de paso, tenían a la cabeza un nuevo ministro de Hacienda y un equipo económico renovado, “reconocieron plenamente la necesidad de reorientar las políticas financieras con la mira de lograr una reducción de las presiones sobre la balanza de pagos”. Asimismo anotaban que el nuevo equipo tenía la visión de que una proporción importante del ajuste fiscal tendría que hacerse mediante el recorte del gasto público, en lo cual se venía actuando al presentar al Congreso un presupuesto muy austero dentro del cual un componente muy importante era reducir el crecimiento anual de los salarios del sector público incluso por debajo de los aumentos de la inflación.

Comenta el FMI que en el curso de las discusiones se habló sobre la intención de las autoridades de adelantar un ajuste acelerado de la tasa de cambio bien por encima de la inflación, pero utilizando el sistema de depreciación gradual o el *crawling peg*. En cuanto a la política monetaria y crediticia, las autoridades indicaron su preocupación por el deterioro de los indicadores financieros de algunos intermediarios e informaron al organismo la Resolución 33 de mayo de 1984, dirigida a facilitar el servicio de las obligaciones externas a las entidades colombianas con obligaciones en moneda extranjera.

El FMI, en sus informes posteriores, también hizo una evaluación muy positiva del impacto del programa de ajuste 1984-1985. En el resumen de la discusión sobre el programa económico de Colombia llevado a cabo el 26 de julio de 1985, el secretario de la reunión resaltó que los directores ejecutivos habían felicitado a las autoridades económicas de Colombia por la puesta en marcha de un programa de estabilización dirigido a corregir el desequilibrio de la balanza de pagos y ayudar así a sentar las bases para lograr un crecimiento económico sostenido (FMI, 1985); por su parte, en lo relativo al desarrollo económico reciente del país, presentado al inicio de la administración Barco, el FMI (1986) decía textualmente:

Luego de un gran deterioro entre 1981-1984, la situación económica y financiera de Colombia mejoró de manera significativa en 1985 bajo la adopción de un programa económico comprehensivo para ese año, el cual estuvo apoyado en un programa de monitoría con el Fondo. La balanza de pagos registró un superávit, y la actividad económica creció más rápidamente que en el pasado reciente.

Las bases de ese nuevo programa, la situación presupuestal y medidas fiscales, el ajuste externo (incluyendo el detalle de las medidas comerciales y cambiarias), la política de financiamiento internacional, así como el manejo monetario y el comportamiento de la economía y todo lo relativo a la economía política en las relaciones con el FMI en esa época, visto desde la óptica de las autoridades, se describe en la *Memoria del ministro de Hacienda* de la época (Junguito, 1985).

Para entender a cabalidad en qué consistió el programa de monitoría del FMI cabe, en primer término, recordar que la década de los ochenta fue de grandes dificultades económicas en América Latina y que los países de la región, al igual o incluso más que Colombia, registraron déficits crecientes en la cuenta corriente de la balanza de pagos, altos déficits fiscales, inflación creciente y en varios casos crónica, y caída severa en los índices de crecimiento económico, aun negativos para muchos países. Con la declaratoria de la moratoria de México en los primeros días de agosto de 1982 se cerró el acceso al crédito externo comercial de la banca internacional y los países, dada su situación económica, se vieron obligados a adelantar programas con el FMI de apoyo a sus balanzas de pagos, sujetos a la adopción de programas de ajuste dirigidos a restablecer los equilibrios macroeconómicos, como se ha descrito con amplitud en la literatura de la época (Thorp y Whitehead, 1986).

En el caso de Colombia, sus autoridades estaban interesadas en conseguir un empréstito de USD1.000 millones de la banca comercial internacional, destinados sobre todo a la Empresa Colombiana de Petróleos (Ecopetrol) y Carbones de Colombia (Carbocol) para cumplir los compromisos del Gobierno

en la explotación de petróleo de Caño Limón y del carbón en la explotación de las minas de El Cerrejón. De dicho total se solicitaban USD100 millones para el Banco de la República, que serían dirigidos a fortalecer el sector financiero, y USD277 millones al Gobierno para varios proyectos de inversión pública. Este préstamo de la banca comercial internacional a Colombia se vino a conocer con el nombre de Jumbo. Dado que dicha solicitud se hacía en una coyuntura de cierre de los mercados internacionales de capitales como efecto del contagio de la crisis mexicana y el incumplimiento en el servicio de la deuda externa por varios países de la región que amenazaba con una moratoria de la deuda latinoamericana, los bancos internacionales crearon un comité encargado de negociar los términos del empréstito con Colombia y solicitaron el concurso del Fondo Monetario como monitor del proceso de desembolso de los préstamos.

El FMI convino con las autoridades económicas un programa de ajuste económico con componentes fiscales, cambiarios, comerciales y financieros, y se acordó con la banca comercial internacional que los desembolsos de esta estarían sujetos a la verificación periódica del cumplimiento de las metas establecidas en el programa. Los recursos de la banca comercial también estaban sujetos al pleno cumplimiento del servicio de la deuda externa comercial de las principales empresas colombianas, para lo cual el Banco de la República procedió a facilitar las divisas mediante la Resolución 33 de 1984 descrita y el saneamiento patrimonial de las sucursales de los bancos colombianos en el exterior, que también recibieron el apoyo del Banco de la República. Los recursos del préstamo Jumbo se vieron complementados con cuantiosos préstamos del Banco Mundial (BM) y del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) al Gobierno nacional.

El programa de ajuste 1984-1985 tuvo como gran inspirador al entonces chairman de la Reserva Federal, Paul Volcker, quien luego de sendas reuniones con las autoridades económicas de Colombia, el comité de bancos comerciales internacionales organizado para discutir los temas del refinanciamiento de Colombia y los organismos multilaterales de crédito, el FMI y el BM, diseñó lo que consideraba era un posible escenario para solucionar un esquema de monitoría y apoyo financiero, y de compromiso de un programa de ajuste por parte de Colombia que puso en blanco y negro en el texto del Recuadro 2:

Recuadro 2

Propuesta del Chairman Volcker

Solución del Chairman Paul Volcker

POSIBLE ESCENARIO COLOMBIA / FMI / BIRF / Bancos comerciales
(El esquema resume la comprensión de la aproximación preferida por Colombia)

Colombia

- Elaborar y ejecutar, de manera oportuna, un *programa de ajuste económico* aceptable y reconocido como tal por el FMI y que contenga normas específicas de desempeño cuantitativo comprobadas trimestralmente.
- Se enviaría al Banco Mundial una declaración del programa, junto con la documentación para el préstamo para el ajuste sectorial del Banco Mundial.
- Aceptar la supervisión explícita de desempeño bajo el programa del FMI en colaboración con el BIRF.
- Aceptar condicionalidad implícita con base en los resultados de los ejercicios de seguimiento: si en última instancia, los bancos acreedores y el BIRF consideran que Colombia no ha satisfecho los objetivos, se suspendería la financiación de los bancos comerciales y el BIRF.
- Estar de acuerdo en negociar un *programa formal del FMI* si el plan anterior falla o si se interrumpe el servicio de la deuda.
- Resolver rápidamente, en cooperación con los bancos, el problema del Banco de Colombia; ya se ha llegado a un acuerdo sobre la mayoría de los temas.

FMI

- Consultar con las autoridades colombianas y elaborar lo que sería esencialmente un programa de estabilización, que sería adecuado para un plan *stand-by* formal del FMI (lo cual preferiría la gerencia del FMI), incluyendo las normas específicas de desempeño cuantitativo que han de ser verificadas trimestralmente.
- Estar de acuerdo en monitorear el programa económico de Colombia siguiendo las líneas generales de un programa *stand-by*, pero con dos diferencias importantes: el seguimiento se realiza en colaboración con el BIRF y ningún desembolso del FMI estaría asociado con el desempeño de Colombia.
- Acordar que Colombia reportará los resultados del monitoreo a los bancos comerciales.
- Estar de acuerdo en negociar un acuerdo *stand-by* formal si llegara a ser necesario.

BIRF

- Cooperar con el FMI en el monitoreo del programa de ajuste económico de Colombia y la evaluación del progreso en el marco del programa.
- Suministrar la *financiación de proyectos* y la *financiación del ajuste sectorial* en cantidades por determinar, incluyendo la cofinanciación con los bancos comerciales en el marco del programa de préstamos B del BIRF.
- Acordar la realización de desembolsos del préstamo sectorial y, posiblemente, los futuros préstamos para proyectos sujetos a la condición de que Colombia siga progresando bajo su programa de estabilización sobre la base de monitoreo por el FMI y el BIRF.

Recuadro 2 (continuación) Propuesta del Chairman Volcker

Bancos comerciales

- Aceptar el programa de ajuste y los procedimientos de monitoreo como base para extender nuevos créditos a Colombia, vinculando los desembolsos al cumplimiento continuo por parte de Colombia con los estándares específicos de desempeño cuantitativos del programa de ajuste.
- Resolver rápidamente en cooperación con las autoridades colombianas el problema del Banco de Colombia; ya se ha llegado a un acuerdo sobre la mayoría de los temas.
- Tras la indicación del FMI de que Colombia está llevando a cabo un programa de ajuste económico aceptable y que el FMI está dispuesto a participar en el monitoreo del desempeño bajo ese programa, si es necesario, proporcionar un préstamo puente (posiblemente vinculado a los desembolsos del BIRF) o una prórroga para que Colombia pueda continuar su participación en el proyecto Carbocol.
- Proporcionar suficientes créditos nuevos para cubrir los vencimientos de los préstamos en 1985 y 1986 y mantener las líneas comerciales a niveles de diciembre de 1984.
- Concorde en proporcionar una cantidad que se determine en nuevos créditos adicionales. Una parte de esto podría representar la cofinanciación con el BIRF bajo el programa de préstamos B del BIRF.
- Efectuar desembolsos condicionados a los avances de Colombia en su programa de estabilización basado en el seguimiento por parte del FMI y el BIRF.

En su documento sobre los acontecimientos económicos recientes en el segundo año de la administración Barco, el FMI (1987) reitera que el comportamiento de la economía colombiana había comenzado a mejorar de manera significativa como resultado del programa de ajuste emprendido en 1985 y que fue continuado con un nuevo programa durante 1986. Destaca que ambos programas estuvieron sujetos al programa de monitoría con el FMI. Resalta que el programa durante el primer año de Barco comprendió un ajuste fiscal, la adopción de una política monetaria más estricta y la depreciación de la moneda en términos reales, al igual que la consolidación del desmonte de las restricciones cuantitativas a las importaciones. También registra que la situación de la economía colombiana se vio favorecida con el incremento en los precios internacionales del café ocurrido en 1986, que permitió incrementar el valor de las exportaciones y repercutió favorablemente también en los ingresos fiscales.

Las bases del nuevo programa económico y su avance se consignaron en el documento del FMI (1987) de fines del año, titulado “Reporte del Staff para

las consultas con Colombia”, en el cual se resalta que una de medidas más importantes adoptadas al inicio de la administración Barco había sido la reforma tributaria de 1986, que había simplificado el régimen tributario, unificado el impuesto a la renta de las sociedades, eliminado la doble imposición a los dividendos, reducido las tasas del impuesto a las personas naturales y eliminado el efecto de la inflación en los impuestos. Sobre la política monetaria el FMI destacaba que las autoridades habían continuado su esfuerzo de atender a las entidades financieras en dificultades y resaltaba que las utilidades del sistema bancario habían aumentado, al tiempo que disminuían los créditos malos. En materia cambiaria, registraba que el Gobierno mantenía el ajuste de la tasa de cambio aunque con una menor depreciación real, y el proceso de liberalización comercial iniciado en 1985, que sustituía con tarifas los controles cuantitativos. Además comentaba que el Gobierno tenía el propósito de reducir la inflación, pero no se mostraba optimista de poderlo lograr.

En el Cuadro 9 se resume el comportamiento de la economía colombiana en la segunda mitad de los años ochenta y el impacto positivo del programa de ajuste. En los informes de finales de la administración Barco (FMI, 1989) el tema de mayor preocupación del Fondo Monetario era la inflación. Esto llevó al Fondo a adelantar un trabajo detallado sobre los determinantes de la inflación en Colombia, que se incluyó como apéndice técnico en el *Informe sobre desarrollo económico reciente de Colombia*. El análisis adelantado allí concluía que el principal determinante de la inflación en Colombia era la política monetaria y, si bien los salarios mínimos y la tasa de cambio tenían influencia en esta, su incidencia era menor. Así entonces, en estas circunstancias y con estos resultados terminaron los años ochenta. En el diálogo con el FMI las autoridades monetarias se comprometieron a dedicar mayores esfuerzos al control de la inflación, mediante un uso más activo de las operaciones de mercado abierto y menor dependencia al uso de los encajes bancarios. Como se analizará en la siguiente sección, relativa a las relaciones del FMI y el Banco de la República en los años noventa, el control de la inflación se convirtió en el objetivo prioritario de la política monetaria dentro del nuevo escenario constitucional, que consagró al Banco de la República como un banco central independiente y a su Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, con el mandato principal de defender el poder adquisitivo de la moneda.

Uno de los grandes interrogantes que surgieron a raíz del programa de ajuste de 1985-1986 era su impacto sobre los grupos de ingresos menos favorecidos de la sociedad, y no fueron pocos los artículos de prensa que se escribieron en esa época argumentando el efecto adverso del programa de ajuste en términos sociales. Pues bien, algunos años más tarde, en 1991, el FMI (1991) publicó un artículo técnico de Claire Liuksila en el cual se identifica que los impactos del ajuste en la producción, el empleo y los ingresos reales beneficiaron a

los pobres, en tanto que sobre los precios fue modesto (entre otras razones, porque el efecto de la depreciación sobre el índice de precios no fue mayor) y su influencia adversa sobre la población de menores ingresos fue, en gran medida, amortiguada por políticas del Gobierno tales como excluir los alimentos de la sobretasa a las importaciones y porque el ajuste de los salarios estuvo en línea con la inflación proyectada. Además, encuentra que los resultados del programa en términos del crecimiento del PIB y en el empleo fueron mejores de lo proyectado, que en ausencia del programa la inflación habría sido mayor y la tasa de crecimiento de la economía menor, y que la economía se vio favorecida en 1986 con una minibonanza cafetera.

Cuadro 9
Indicadores económicos 1984-1989

	1984	1985	1986	1987	Preliminar 1988	Proyectado 1989
	(cambio porcentual)					
PIB real	3,4	3,1	5,8	5,3	3,7	3,5
PIB nominal	26,3	28,8	36,7	29,3	33,2	29,0
Deflactor del PIB	22,2	24,9	29,2	22,8	28,4	24,6
IPC (fin del período)	18,3	22,5	20,9	24,0	28,1	23,6
	(como porcentaje del PIB)					
Déficit del sector público no financiero	-6,8	-4,2	0,6	-1,8	-2,8	-2,4
Financiación externa	1,9	3,8	2,1	-0,7	1,5	1,4
Financiación doméstica	4,9	0,4	-2,7	2,5	1,3	1,0
Déficit del Gobierno central	-4,3	-2,7	-1,3	-0,4	-1,4	-1,9
Inversión doméstica bruta	19,0	19,0	18,0	19,5	20,6	19,6
Privada	8,2	9,2	11,1	11,5	12,2	11,6
Pública	8,8	8,3	6,7	6,1	6,3	6,9
Cambios en los stocks	2,0	1,5	0,3	1,9	2,1	1,1
Ahorro nacional bruto	11,4	14,1	19,6	19,5	19,7	18,4
Sector público	3,3	3,7	7,6	5,9	3,2	5,9
Sector privado	8,1	8,4	12,1	13,6	14,5	12,5
Cuenta corriente de la balanza de pagos	-7,6	-4,9	1,6	-0,1	-0,9	-1,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional (1989).

6. Los años noventa: el FMI, las reformas estructurales y la crisis del fin de siglo

A inicios de los noventa el representante del Fondo Monetario encargado en Colombia (FMI, 1990) da cuenta al Directorio de las negociaciones por parte de las autoridades económicas de Colombia con el BM encaminadas a conseguir créditos de rápido desembolso para apoyar la balanza de pagos y los compromisos en materia de políticas macro, particularmente en el área comercial. Esto significa que Colombia, luego de conseguir el apoyo de la banca comercial con créditos comerciales como el Jumbo y el posterior denominado Concorde, procedió a utilizar el mecanismo de monitoría del FMI con créditos del Banco Mundial. En junio, en la antesala del inicio de la administración Gaviria, el FMI (1990) adelantó un análisis sobre el estado de la economía; en síntesis, resaltó que desde la segunda mitad de 1989 habían vuelto a caer los precios internacionales del café y destacó que como respuesta a esta situación, y en vista de la liberalización de importaciones emprendida en marzo, se había acelerado la depreciación de la tasa de cambio. También se anotaba que las autoridades monetarias habían procedido a reducir la expansión monetaria mediante operaciones de mercado abierto. Como resultado de todo ello, se proyectaba una desaceleración de la economía, con crecimiento del PIB de 3 % para 1990.

En diciembre y enero de 1991 se producen los primeros informes comentando las medidas coyunturales y estructurales adoptadas por el nuevo gobierno del presidente César Gaviria (FMI, 1990, 1991). En su apreciación sobre el manejo económico, el reporte del Fondo señalaba que no obstante las políticas adoptadas por las autoridades monetarias, la inflación continuaba siendo un problema e incluso se había acelerado, y que la nueva administración había dado pasos para reducir la inflación mediante políticas fiscales y crediticias y acelerar el paso de la liberalización de importaciones que había iniciado en marzo el Gobierno anterior, lo cual contribuiría a mejorar la asignación de recursos. También apoyaba la iniciativa de depender menos de inversiones forzosas y los encajes bancarios como medio de controlar el crédito. En lo coyuntural concluía que las políticas previstas por las nuevas autoridades iban en la dirección correcta, pero las urgían a ser más contundentes frente a la lucha contra la inflación, y anotaba que las autoridades estaban comprometidas a reducir la inflación anual a un 14 % para 1994.

En cuanto a las reformas estructurales emprendidas por la administración Gaviria, detallaba en un apéndice al documento sobre reformas económicas recientes que estas comprendían: una reforma laboral que había sido aprobada en diciembre de 1990, dirigida a modificar las regulaciones vigentes, promover la flexibilidad laboral y generar empleo; un ajuste tributario que

complementaba la reforma tributaria de 1986 e incluía modificaciones al impuesto a la renta y al IVA, mejoraba la administración de aduanas y extendía una amnistía tributaria, además de adelantar ajustes en la estructura de las tarifas de electricidad, medidas todas orientadas a elevar los ingresos del Gobierno nacional y sus empresas; una reforma financiera, la cual comprendía un elemento monetario, que era aumentar las tasas de redescuento del Banco de la República, reducir los encajes bancarios y una mayor dependencia en operaciones de mercado abierto, y otro componente puramente financiero, referido a las decisiones de frenar las inversiones forzosas a los bancos, reducir los esquemas de créditos de fomento y la asignación sectorial del crédito, y estimular la competencia en el sistema bancario liberalizando el sector financiero. Por último, se hacía referencia a la reforma comercial, en particular a la liberalización de las importaciones, que comprendía, en su primera fase, la eliminación de los sistemas de licencias previas para un gran número de productos y la reducción gradual de las tarifas arancelarias, proceso que se aceleró a finales de 1990. También se analizaban entonces los pasos emprendidos hacia la liberalización cambiaria mediante la Ley 63 de 1990, aprobada por el Congreso a finales de año.

El tema del control de la inflación continuó siendo el centro de atención en los diálogos entre el FMI y las autoridades colombianas en 1991. En marzo, un estudio de Reinhart y Reinhart (FMI, 1991) analizó los choques monetarios a que estaba sujeta la economía colombiana e identificó que aquí se cumplía lo esperado por la síntesis neoclásica en el sentido de que un choque monetario inesperado tendría efecto positivo en el crecimiento, y recomendaba, por primera vez, utilizar la tasa de interés como variable independiente para el manejo monetario, en vez de los agregados monetarios como variable intermedia. Por su parte, el FMI (1991) en su informe anual encontró que pese al propósito de las autoridades de rebajar la inflación, el haber adoptado una política crediticia estricta y la gran actividad en las operaciones de mercado abierto, la inflación continuaba en niveles del 30 % anual, lo que atribuía en parte a los altos ajustes salariales. En dicho informe también se hacía referencia a la reforma constitucional de 1991 y la transformación del Banco de la República en un banco central independiente con una Junta Directiva conformada por cinco miembros independientes, el ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República, la cual sustituiría a la Junta Monetaria. Asimismo, anunciaba la presentación al Congreso de la ley que regularía las nuevas funciones del Banco de la República. En términos de directrices para el manejo monetario, el Fondo sugería apretar más la política fiscal e indicaba que los incrementos en las tasas de interés comenzaban a inducir flujos de capitales al país. En 1992 (FMI, 1992) se abordó de nuevo el tema inflacionario, las operaciones de mercado abierto y su incidencia adversa en el déficit cuasifiscal del

Banco de la República; la adopción temporal de un encaje marginal del 100 % para controlar la expansión del crédito, así como las medidas adoptadas con la introducción del sistema de certificados de cambio para controlar el flujo de capitales del exterior. En términos de los objetivos de mediano plazo, las autoridades monetarias insistían en el de reducir la inflación anual al 14 % para 1995. Además se hizo referencia a las medidas de carácter tributario dirigidas a incrementar los ingresos del Gobierno y compensar la baja acumulada de estos por la reducción de los aranceles, mediante un proyecto de reforma dirigido a elevar el IVA.

En 1993 el Fondo Monetario preparó un trabajo sobre el tema de flujos de capitales que comparaba las experiencias y políticas adoptadas en varios países, cuyo contenido se discutió también con la Junta del Banco de la República en el curso de las visitas ordinarias de ese organismo a Colombia (FMI, 1993). En el informe del *staff* se daba importancia a la aprobación por parte del Congreso de la nueva ley del Banco de la República, que le otorgaba un mandato claro a su Junta Directiva para controlar la inflación como objetivo primordial de las políticas a su cargo, y comentaba que la presión de los flujos de capitales al país habían menguado. En el documento sobre desarrollos económicos recientes, comentaba que las presiones inflacionarias habían disminuido no obstante el impacto adverso de la sequía sobre los precios de los alimentos. En lo estructural se daba atención especial al contenido de la nueva ley del Banco de la República –Ley 31 de 1992– y la estructura y funciones de su nueva Junta Directiva. Por otro lado, llamaba la atención, por primera vez, sobre las implicaciones macroeconómicas que podrían traer consigo los nuevos descubrimientos de petróleo en Cusiana y Cupiagua. Luego de plantear la dimensión de estos descubrimientos, alertaba a las autoridades sobre las decisiones respecto del ahorro de dichos recursos y los problemas relacionados con los riesgos de ‘la enfermedad holandesa’. También se destacaba que el sistema de seguridad en pensiones venía registrando un desbalance financiero significativo y que para hacerle frente se había presentado un proyecto de ley al Congreso que, entre otras, creaba el sistema de ahorro privado con capitalización, lo que se constituyó luego en la Ley 100 de 1993, que creó las administradoras de fondos de pensiones privadas.

Para analizar la situación y, ante todo, los retos que en el tema económico enfrentaría la administración Samper al inicio de su mandato, cabe hacer referencia a las opiniones expresadas en ese entonces por el FMI en su función ordinaria de hacer seguimiento a la economía colombiana. En su reporte (FMI, 1994) de diciembre anotaba que 1994 terminaba con un incremento sostenido del PIB de 5,3 %, con una inflación de 22 % medida por el IPC, con equilibrio en las finanzas públicas y con un déficit en la cuenta corriente cercana al 5 % del PIB. La tasa de cambio real había continuado apreciándose. En su evaluación

juzgaba que, en términos de lo macro, la administración Gaviria había mantenido un manejo prudente además de poner en marcha un conjunto de reformas estructurales de gran envergadura, y agregaba que el crecimiento anual promedio 1991-1994 había superado el 4 % anual, que la deuda pública externa se había reducido en un 15 % del PIB y que las reservas internacionales habían aumentado. Su queja principal era la persistencia de la inflación y el hecho de que esta se había logrado reducir menos de lo esperado, lo cual atribuía a la indexación de la economía, a una política monetaria ‘acomodaticia’ dada la reluctancia de la Junta Directiva del Banco de la República a frenar el crecimiento de los medios de pago debido a su impacto en las tasas de interés, al desaliento de la economía y al crecimiento del gasto público.

En el documento sobre desarrollo económico reciente (FMI, 1994) el Fondo comenta las modificaciones adelantadas a comienzos de año en el régimen cambiario y destaca la sustitución del complejo sistema hasta entonces vigente de certificados de cambio por un esquema de banda cambiaria con una amplitud de 14 %, dentro de la cual podría flotar la tasa de cambio, y con una pendiente inicialmente fijada en 11 %, que correspondía a la inflación anual prevista por la Junta del Banco. Destacaba que la autoridad se otorgaba el derecho de hacer intervenciones a la banda para amortiguar las fluctuaciones e interpretaba como positiva la medida adoptada por simplificar el sistema y dar mayor flexibilidad a la tasa de cambio nominal. De hecho, el Fondo publicó en 1995 el informe “Bandas cambiarias y modificaciones en la política y régimen de estabilización: temas sugeridos de la experiencia colombiana” (FMI, 1995), preparado por Alberto Carrasquilla, gerente técnico del Banco de la República, durante su estadía como investigador visitante en el Fondo Monetario. En este informe el autor destaca la adopción del esquema de bandas como un mecanismo útil para el proceso de desinflación en que estaba empeñada la autoridad monetaria colombiana.

En el informe (1995) del FMI se señalaba que la economía colombiana no se había afectado de manera adversa por consecuencia y efecto de contagio de la crisis mexicana de 1994 gracias a sus buenos fundamentos económicos, pero resaltaba que las encuestas de opinión disponibles reflejaban que los indicadores de confianza se estaban deteriorando a raíz de la crisis política, con lo cual quería señalar, sin expresarlo de forma explícita, lo sucedido por las acusaciones de filtración de dineros del narcotráfico en la campaña presidencial, que desembocó en el proceso 8.000. Mostraba, al respecto, que los precios de las acciones en la Bolsa de Bogotá habían registrado bajas en términos de dólares y que la tasa de cambio había subido hasta alcanzar el tope de la banda cambiaria. Se estimaba que el crecimiento de la economía habría sido del 5,3 %, por debajo del 5,7 % proyectado, y la inflación se había reducido hasta el 20 %, todavía por encima de la meta del 18 % fijada por las autoridades. Las

cuentas externas mostraban mayor déficit de la cuenta corriente, pese al inicio de las exportaciones de petróleo de Cusiana. También se registraba déficit del sector público consolidado de 1% del PIB, por encima de lo previsto. Con todo, el balance de la economía aparecía aceptable a los ojos del Fondo y de las autoridades. El FMI recomendó al Gobierno adoptar una política fiscal más estricta para 1996. En 1995 la atención también se centró en las bandas cambiarias, la convertibilidad de la cuenta de capitales y los cambios introducidos a la tasa representativa de mercado (FMI, 1995). En 1996 se analizaron las metas de la administración Samper, los cambios en la política cambiaria y las reservas internacionales, el crecimiento monetario y las implicaciones monetarias de los flujos de capital. En términos del avance de las reformas estructurales, en el documento sobre el desarrollo económico reciente de Colombia, el FMI (1996) resaltaba la aprobación de una reforma tributaria a fines de 1995 que, entre otras medidas, elevó la tasa del IVA del 14% al 16% y la aprobación por el Congreso del Fondo de Estabilización Petrolero.

En 1997 y 1998 las preocupaciones del FMI fueron múltiples: la desaceleración de la economía, la situación fiscal, la evolución de la cuenta corriente, la política monetaria y el manejo de las tasas de interés, así como la situación bancaria. El reporte del Fondo (FMI, 1997) resaltaba el deterioro de la economía. Anotaba que el crecimiento del PIB en 1996 se había desacelerado al 2,1% como resultado de factores cíclicos y la incertidumbre generada por la crisis política. La inflación, por su parte, se había acentuado y alcanzó el 21,5%. También registraba que la política fiscal se había debilitado, en gran parte debido al incremento del gasto público, por encima del aumento de los ingresos fiscales. Por su parte, el déficit corriente se había mantenido cercano al 5,5% del PIB no obstante el crecimiento registrado en las exportaciones de petróleo y la baja en las importaciones. En el informe se destacaba que el Gobierno había declarado una emergencia económica que había sido rechazada por la Corte Constitucional. Respecto a las finanzas públicas resaltaba que el deterioro creciente de las finanzas públicas era una de las características más alarmantes de la economía colombiana. En su siguiente reporte (FMI, 1998) indicaba que la actividad económica se había continuado deteriorando en 1997, estimaba que la tasa de crecimiento podría haber alcanzado el 3,2% y que esta incluso había sido negativa durante la primera parte del año, comentaba que el desempleo se había incrementado y que como resultado del desalentamiento económico la inflación se había logrado reducir al 18% anual, cumpliéndose por primera vez la meta establecida por el Banco de la República. También señalaba un deterioro en las finanzas públicas que el Gobierno saliente justificaba por el mayor desequilibrio de las finanzas públicas originado en las finanzas subnacionales. El déficit consolidado había aumentado hasta el 4,3% del PIB, mientras que el déficit de la cuenta corriente había ascendido al 6% del PIB. Además

de todo ello, la salud del sector financiero también se estaba deteriorando, la inestabilidad y los desequilibrios estructurales de la economía a finales de la administración Samper Pizano eran manifiestos.

En el informe del FMI (1998) de noviembre se presentaban al detalle los problemas relacionados con el sector financiero. Si bien se reconocía que a inicios de la década se había adoptado una reforma estructural en el sector financiero dirigida a mejorar su eficiencia y competitividad en un ámbito de regulación más adecuada, se anotaba que este se venía debilitando desde mediados de la década y lo atribuía sobre todo a la gran desaceleración de la economía y a la caída de los márgenes de intermediación dada la mayor competencia entre los intermediarios, e identificaba como vulnerables en especial a las compañías de financiamiento comercial, las de ahorro y vivienda y las de *leasing*. También resaltaba que el deterioro financiero se había acentuado a inicios de 1998 a raíz de la crisis asiática y su efecto de contagio en América Latina, la baja registrada en los productos básicos, y los factores de incertidumbre política en Colombia. Señalaba que ante las presiones sobre la tasa de cambio el Banco de la República se había visto obligado a apretar la política monetaria elevando las tasas de interés. El informe concluía que era posible una mayor consolidación de la industria y recomendaba fortalecer la supervisión para evitar problemas sistémicos, pero, en apariencia, sin advertir la magnitud de la crisis que se avecinaba.

A inicios de la administración de Andrés Pastrana, el FMI (1998) resaltó los choques que venían afectando las economías de América Latina y, con respecto a la de Colombia, se quejaba del deterioro sufrido en los últimos años, a la vez que apoyaba las medidas fiscales anunciadas por Pastrana y hacía recomendaciones sobre la política monetaria y se mostraba de acuerdo con ajustar la paridad central de la banda cambiaria. En relación con las medidas fiscales destacaba que en los primeros días de Gobierno se procedió a recortar el presupuesto, elevar los precios de la gasolina, eliminar los subsidios a la energía eléctrica para los grupos menos pobres, y anota que el Gobierno se proponía someter al Congreso una reforma tributaria que comprendía ampliar la base del IVA aunque reduciendo la tarifa al 16 %, aumentar la retención en la fuente y mejorar la administración tributaria. En cuanto al sector financiero, el Fondo alertaba a las autoridades que la situación financiera podría ser más grave que lo señalado por las cifras; asimismo, resaltaba que la tasa de cambio se había venido apreciando en términos reales durante los años noventa, e insistía en que la Junta del Banco de la República debería dar un impulso de credibilidad a sus metas de inflación cumpliéndolas cabalmente. Esta opinión estaba sustentada en un informe técnico (FMI, 1998), el cual había identificado que uno de los determinantes de la inflación en Colombia era la incertidumbre de los agentes frente al curso de la inflación futura.

El FMI también publicó un conjunto de informes sobre los costos de la inflación, la fragilidad del sector financiero, la experiencia colombiana con los controles de capitales, los impuestos, la administración aduanera, las pensiones y el impacto económico de la inseguridad interna, que resultaban de gran utilidad para formular las políticas de la nueva administración (FMI, 1998).

Tal como se señala en el Cuadro 10, tomado del FMI (1999), el deterioro de los indicadores económicos continuó y se incrementó en 1999. La tasa real anual de crecimiento de la economía, que a finales de la administración Gaviria había alcanzado más del 5 %, se derrumbó a lo largo de la administración Samper. En 1998 alcanzó el 0,4 % y para 1999 el Fondo Monetario estimaba que caería 3,5 % y a la postre fue 4 %. La inflación medida por el índice de precios al consumidor se estimaba que registraría un gran descenso en 1999, a niveles cercanos a un dígito, pero ello solo reflejaba la recesión que registraba la economía. De igual manera y por similares motivos, las cifras del comercio exterior mostraban una caída espectacular de las importaciones en 1999, lo que permitía reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que hasta 1998 permanecía alto, en el orden de 5,8 % del PIB. En cuanto a la situación fiscal, se destacaba que el déficit tanto del Gobierno central como del sector público no financiero venía en ascenso y en 1998 llegó a ser de 5,2 % y 3,9 % del PIB, respectivamente.

En 1999 los temas de intercambio con las autoridades se centraron en el Acuerdo de Facilidad Extendida (*External Fund Facility*, EFF) con ese organismo y los compromisos de política de Colombia. También el tema del sector financiero fue foco de atención. La aprobación del EFF con Colombia se dio en diciembre de 1999. En la presentación de la solicitud de un acuerdo formal de facilidad extendida al Directorio del FMI los representantes de Colombia en ese organismo, Junguito y Portugal (FMI, 1999), argumentaron que aunque el país había tenido la tradición de un buen manejo económico, al punto de haber sido distinguido como capaz de conseguir, aun en los difíciles años ochenta, un crecimiento económico sostenido al tiempo que servía cumplidamente sus obligaciones externas, y que en los noventa había adoptado reformas estructurales de envergadura, entre estas la independencia del Banco de la República, el comportamiento de la economía se había debilitado en años recientes y el crecimiento se había desacelerado hasta llegar a ser negativo en 1999, el desempleo venía en alza y los desequilibrios en las finanzas públicas y el sector financiero se habían acentuado. Este deterioro se atribuía a la inseguridad interna, a rigideces fiscales y a los choques externos, un conjunto de circunstancias inusuales que llevaban a las autoridades colombianas a establecer un programa de ajuste basado en una fuerte consolidación fiscal, la reestructuración del sector financiero, la adopción de reformas estructurales y un sistema de tasa de cambio flexible, y a solicitar un programa de facilidad extendida con el FMI.

En términos de los objetivos del programa se señalaba el restablecimiento de la tasa de crecimiento, que transitara de un crecimiento negativo cercano al 4 % anual en 1999 a uno positivo del 3 % en el 2000, y una tasa sostenible del 5 % anual para fines del programa y de entonces en adelante. Se anunciaba la intención de continuar el proceso de reducción anual de la inflación, que se esperaba fuese inferior al 10 % para 1999, y bajar el déficit en la cuenta corriente a niveles de 3 % del PIB. Se sostenía que el mayor esfuerzo de las autoridades estaría dirigido a reducir el déficit fiscal y el déficit consolidado del sector público no financiero del nivel estimado de 6,3 % del PIB en 1999, a 3,6 % en el 2000 y 1,5 % para el 2002. También se resaltaba el haberse sometido al Congreso cambios estructurales en temas como una reforma constitucional para disminuir las transferencias del Gobierno a los gobiernos locales, otra al régimen de pensiones, y fortalecer las finanzas públicas ampliando la base del IVA y adoptando un programa ambicioso de privatizaciones. El programa monetario, por su parte, estaría dirigido a cumplir las metas de inflación. Esto se llevaría a cabo mediante el control de la base monetaria como meta intermedia, aunque se anunciaba que se venía estudiando la adopción del esquema de inflación objetivo.

Respecto a la política de tasa de cambio se destacaba que desde 1994 y hasta 1999 se había adoptado un esquema de bandas cambiarias con una pendiente similar al crecimiento del índice de precios (Sliding Exchange Rate Band System). Los ajustes tanto del ancho de la banda como de su paridad central habían contribuido a proteger la tasa real de cambio del deterioro en los términos de intercambio y a restablecer la posición competitiva en los mercados internacionales. No obstante, se enfatizaba que en septiembre se había adoptado un sistema de tasa de cambio flexible. Aunque no era de reconocimiento explícito, la realidad era que las bandas habían estado sujetas a presiones especulativas sobre la moneda, lo cual las habían hecho insostenibles, tema este que se discute más adelante. También se explicaban las reglas establecidas por el Banco de la República para intervenir en el mercado cambiario, en las que se aclaraba que estas se limitarían a conseguir la acumulación deseada de reservas y a reducir la inestabilidad pero no la tendencia de la tasa de cambio, que había pasado a ser determinada por el mercado. Los objetivos del programa se precisan en el Cuadro 10.

Cuadro 10
Indicadores económicos y metas del programa con el FMI

	Programa							
	1995	1996	1997	Prel. 1998	1999	2000	2001	2002
(cambios porcentuales, excepto en los casos indicados)								
Ingreso nacional y precios								
PIB real	5,2	2,1	3,2	0,4	-3,5	3,0	3,8	4,8
Deflactor del PIB	18,9	16,9	17,0	16,7	11,6	11,5	8,8	7,0
Precios del consumidor (promedio)	20,9	20,8	18,5	18,7	11,3	11,2	8,8	7,0
Precios del consumidor (fin del período)	19,5	21,6	17,7	16,7	11,0	10,0	8,0	6,0
Sector externo (con base en dólares)								
Exportaciones (FOB)	16,2	4,0	10,1	-5,8	8,9	9,2	1,1	5,2
Importaciones (FOB)	16,5	-0,6	12,8	-5,2	-29,8	20,2	4,2	3,9
Volumen de exportaciones	2,5	-2,2	6,6	5,4	5,1	6,0	2,2	4,1
Volumen de importaciones	8,0	2,0	21,7	-1,4	-28,9	18,4	2,5	1,7
Términos de intercambio	5,1	9,2	11,4	-7,0	5,0	1,5	-2,7	-1,1
Tasa de cambio nominal	-10,4	-13,6	-10	-25,1	-	-	-	-
Tasa de cambio real efectiva	-3,5	10,4	-3,2	-4,5	-	-	-	-
Gobierno central								
Ingresos	25,9	23,0	27,9	9,8	9,2	20,7	19,2	16,2
Gastos	38,0	36,0	18,5	24,3	20,4	5,7	12,6	9,0
Dinero y crédito								
Base monetaria	27,3	30,0	24,5	10,3	12,8	18,2	14,4	13,1
Crédito del sector privado	30,5	23,9	18,7	8,2	2,2	14,1	15,7	12,8
Velocidad del dinero		2,4	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	2,6
Tasa de interés (depósitos a 90 días)								
Nominal	32,4	27,8	23,9	33,9	-	-	-	-
Real	10,8	5,0	5,3	14,7	-	-	-	-
Base (como porcentaje de reservas internacionales netas)	3,4	3,6	3,5	3,9	3,7	3,6	3,5	3,5
(como porcentaje del PIB)								
Balance del Gobierno central	-2,8	-4,5	-3,5	-5,2	-7,1	-5	-4,2	-3,2
Ahorro del sector público	8,2	6,3	5,8	4,8	2,7	4,4	5,1	5,6
Balance del sector público no financiero	-0,5	-2,4	-3,7	-3,9	-6,3	-3,6	-2,5	-1,5
Balance combinado del sector público	-0,6	-2,3	-3,8	-3,1	-5,9	-3,5	-2,4	-1,3

Cuadro 10 (continuación)
Indicadores económicos y metas del programa con el FMI

	Programa							
	1995	1996	1997	Prel. 1998	1999	2000	2001	2002
(como porcentaje del PIB)								
Financiación externa	1,2	0,9	0,6	1,9	1,4	0,4	1,3	1,0
Financiación doméstica	0,6	0,8	1,8	1,0	3,8	-0,5	0,6	0,5
Privatizaciones	0,1	0,8	1,3	0,1	0,7	3,5	0,5	-0,2
Deuda del sector público	26,3	24,6	24,5	27,5	34,2	34,1	33,8	34,0
Inversión doméstica bruta	25,8	22,2	21,0	19,6	15,3	18,4	21,0	22,0
Ahorro nacional bruto	20,8	17,5	15,5	13,7	14,0	16,0	17,9	18,3
Cuenta corriente	-5,0	-4,9	-5,5	-5,9	-1,3	-2,4	-3,1	-3,2
Deuda externa	27,9	31,6	31,5	35,8	41,1	43,1	43,6	44,3
Del sector público	16,9	17,0	15,8	18,9	23,3	24,8	25,0	25,5
Deuda externa total de corto plazo sobre reservas	49,9	49,9	47,8	52,7	72,0	57,2	66,4	58,4
(como porcentaje de las exportaciones de bienes, servicios e ingreso)								
Servicio deuda externa	22,9	21,7	24,0	23,2	22,6	21,1	27,4	27,5
Del sector público	13,2	17,5	21,3	25,2	27,4	27,8	30,2	30,5
Pagos de intereses	8,7	7,9	8,4	8,4	8,9	9,3	10,4	10,4
Del sector público	5,7	7,1	8,7	9,4	8,0	7,1	6,9	6,9
(en millones de dólares)								
Balanza de pagos	1,0	1.722	211	-1.374	-750	744	326	323
Reservas brutas	8.447	9.938	9.908	8.741	8.215	9.458	9.754	10.107

Fuente: Fondo Monetario Internacional (Staff Report, 1999).

7. Primera década del siglo XXI: apoyo del FMI a la política monetaria y cambiaria

En abril del 2000 se expide un comunicado de prensa (FMI, *President of Colombia Meets Acting Managing Director*) sobre la reunión del presidente Pastrana con el FMI en el cual se discutía la buena respuesta de la economía frente al programa de facilidad extendida emprendido en diciembre de 1999 (Recuadro 3).

Sin embargo, no fue sino en agosto y septiembre que se adelantó la primera revisión formal a la evolución de la economía de acuerdo al programa (FMI, 2000); si bien el Fondo Monetario reconocía que el comportamiento de la economía colombiana estaba respondiendo según lo previsto, consideraba que los retos del país eran inmensos y hacía referencia al conflicto interno y a la adopción del Plan Colombia como mecanismo de apoyo internacional a estos esfuerzos. En lo relacionado con la política monetaria y cambiaria, destacaba que el mercado cambiario se había comportado de manera muy ordenada

luego de eliminarse las bandas cambiarias y la flexibilización de la tasa de cambio, como se puede observar en el Gráfico 1, y daba apoyo al sistema de remates para intervenir el mercado que había establecido la Junta Directiva del Banco de la República. En cuanto al manejo monetario, destacaba que las tasas de interés estaban en niveles récord muy bajos y que las autoridades deberían estar dispuestas a apretar la política monetaria para garantizar que se cumpliera la meta de inflación del 10 %. También mostraba preocupación con el sector financiero, y estimaba que el costo de la crisis podría haber ascendido inicialmente al 8,5 % del PIB y que, de acuerdo a la recuperación de activos, podría descender al 5 %. Sobre la política fiscal, urgía reforzar los proyectos sometidos al Congreso.

Recuadro 3

Resumen de noticias No. 00/22
PARA PUBLICACIÓN INMEDIATA
11 de abril de 2000

Fondo Monetario Internacional
700 19th St., NW
Washington, D. C. 20431 USA

Presidente de Colombia se reúne con el Director Gerente encargado del FMI

El presidente de Colombia, Andrés Pastrana, y su Ministro de Finanzas, Juan Camilo Restrepo, se reunieron hoy en Washington con el Director Gerente encargado del Fondo Monetario Internacional (FMI), Stanley Fischer, y con el Director del Departamento del Hemisferio Occidental, Claudio Loser. Ellos discutieron el progreso del programa económico de Colombia que tiene el apoyo del Servicio Ampliado del Fondo, el cual fue aprobado en diciembre pasado. También discutieron las implicaciones de la decisión del gobierno de Colombia de presentar al Congreso un proyecto de ley de referendo dirigido a hacer frente a las prácticas de corrupción y mejorar la eficiencia de la administración pública.

El gobierno de Colombia y las Directivas del FMI expresaron su satisfacción por la evolución de la economía colombiana, la cual ha comenzado a recuperarse, en conformidad con el programa posterior a la contracción económica de 1999. Los actuales signos de recuperación económica, junto con la continuación de políticas fiscales y crediticias fuertes, facilitarán la consecución de los objetivos del programa en lo que resta del año 2000. El presidente de Colombia reiteró que el paquete de reforma estructural es esencial para la restauración del crecimiento sostenido de la producción y el empleo y estará a la vanguardia de las prioridades del gobierno – una intención que es vista positivamente por la gerencia del FMI. Se aseguró al FMI que en el caso de que, debido al referendo, la aprobación de las reformas por parte del Congreso se retrase, el Gobierno presentará las reformas al nuevo Congreso y tomará medidas alternativas según sea necesario para asegurar que los objetivos del programa se cumplan plenamente.

Gráfico 1

Comportamiento de la tasa de cambio, 1998-2001

Tasa representativa del mercado (trm) (en pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República.

A inicios del 2001 el FMI (2001) hace referencia a la adopción del esquema de inflación objetivo por el Banco de la República (Recuadro 4) y el propósito de reducir la inflación a niveles inferiores al 8 %. Los principales temas de análisis a fines de la administración Pastrana, además de este, fueron la evaluación del programa de rescate del sector financiero adoptado en 2000, los stress tests del sector bancario y los indicadores de inflación básica, lo relacionado con el impuesto a las transacciones financieras y su evaluación, y la necesidad de una reforma a las pensiones. También se analizaban las propuestas del Gobierno al Congreso relacionadas con el acto legislativo sobre transferencias.

Recuadro 4

La implementación del esquema de inflación objetivo

En octubre de 2000, las autoridades monetarias de Colombia anunciaron la adopción del esquema de inflación objetivo como marco para la política monetaria. Durante la década de 1990 el banco central fijó objetivos de inflación y utilizó los agregados monetarios, más recientemente la base monetaria, como un objetivo intermedio. La flotación del tipo de cambio en 1999 estableció las condiciones previas para la puesta en práctica del esquema de inflación objetivo.

Recuadro 4 (continuación)

La implementación del esquema de inflación objetivo

Marco institucional

Marco legal – El marco jurídico del banco central fue instaurado en 1991 y 1992. Según la constitución y las leyes posteriores, el banco central tiene completa independencia de instrumentos y un mandato para procurar la estabilidad de precios. El financiamiento de los déficits públicos por parte del banco central está fuertemente limitado.

Diseño de la meta de inflación – La meta de inflación se define como la tasa anual de inflación del IPC, la cual incluye los precios volátiles de la energía y de los productos agrícolas. Este índice fue elegido porque es ampliamente comprendido por el público y los precios, los salarios y los contratos financieros a menudo se han relacionado con este índice.

El horizonte de metas – El banco central ha anunciado metas con dos años de antelación. La meta para 2001 es de 8 % y de 6 % para 2002. Estas metas son compatibles con la historia del gradualismo en Colombia que pretende limitar los costos de la desinflación. La meta multianual también se desprende de los largos rezagos entre el uso de los instrumentos de la política monetaria y el efecto de éstos sobre la inflación (típicamente estimado para 6 a 8 trimestres).

Meta puntual o rango de metas – La meta de inflación se define más como un punto que como un rango ya que se considera que proporciona una mejor guía para las expectativas inflacionarias y que comunica un mayor grado de compromiso por parte de las autoridades monetarias hacia la meta de inflación.

Rendición de cuentas y transparencia – Cada mes, el banco central da a conocer al público los resultados de los análisis de previsiones de inflación y los efectos observados de la inflación a través de comunicados de prensa, pronunciamientos públicos e informes de inflación. También publica un informe de inflación trimestral exhaustivo que contiene información sobre políticas, toda la información relevante que el banco central recolecta para medir la inflación, los resultados de los pronósticos de inflación, y mide las expectativas inflacionarias. Adicionalmente, la Junta Directiva del banco central presenta un informe al Congreso sobre acontecimientos económicos y su posición en cuanto a las políticas dos veces al año.

Cuestiones operacionales: conducción de la política monetaria

Implementación de las políticas – El banco central interviene en el mercado a través de operaciones de mercado abierto para afectar las tasas de interés a corto plazo. Puede haber una intervención limitada en el mercado cambiario bajo circunstancias bien definidas. Los cambios en la posición monetaria tienen lugar cuando los choques al sistema ponen la meta de inflación en duda.

Pronósticos de inflación – La Junta Directiva y el personal del banco central examinan un amplio rango de indicadores de inflación y de expectativas inflacionarias. A estos se añaden las proyecciones de inflación de una variedad de modelos, incluyendo modelos estructurales, modelos modificados de curva de Phillips, y modelos de vector de autorregresión. Sin embargo, estos modelos han tenido un éxito limitado en predecir la inflación por más de dos o tres trimestres en el futuro.

Recuadro 4 (continuación)

La implementación del esquema de inflación objetivo

Canales de transmisión de políticas – Los canales de transmisión de políticas que abarcan desde tipos de interés a corto plazo hasta la inflación en Colombia siguen siendo algo inciertos, y solo recientemente el banco central ha comenzado a desarrollar modelos que permiten un análisis más detallado de los mecanismos de transmisión. Además, las relaciones estructurales entre los instrumentos de política monetaria y las variables económicas en Colombia han sido inestables durante la reciente contracción económica y bajo el nuevo régimen cambiario, planteando así un reto para el banco central a medida que gana experiencia con las metas de inflación.

Conclusión - evaluación y valoración

Si bien Colombia ha establecido muchas de las características institucionales necesarias para practicar la fijación de metas de inflación, existen áreas donde necesita adquirir experiencia en sus operaciones. En particular, una mejor comprensión de los mecanismos de transmisión y el desarrollo de pronósticos de inflación más confiables potenciarán la capacidad del banco central para evaluar su política y llevar a cabo los ajustes necesarios con miras de alcanzar los objetivos de inflación. Adicionalmente, en el conjunto de la economía, la implementación exitosa de la fijación de metas de inflación requerirá de la continua ausencia de dominio fiscal y de una continuación de los esfuerzos para hacer frente a los problemas en el sistema bancario.

En la tercera revisión del programa (FMI, 2002) el Fondo reconocía que el proceso de recuperación de la economía se había visto entrabado por el entorno internacional y los ataques de la guerrilla a la infraestructura eléctrica y petrolera del país, e insistía en la necesidad de aprobar y emprender la reforma al régimen de pensiones; hacía referencia a la Misión del Ingreso Público, que tenía la responsabilidad de adelantar recomendaciones en materia tributaria, y a la importancia de adelantar una reforma laboral dados los altos niveles de desempleo abierto en el país; mencionaba como otras grandes barreras para recuperar la actividad económica las cargas parafiscales, el régimen de salario mínimo y la inflexibilidad laboral, dadas las regulaciones. En cuanto a la política monetaria, señalaba que el esquema de inflación objetivo operaba bien. Respecto a reformas estructurales destacaba que el Congreso había aprobado la del régimen fiscal territorial (Ley 617 del 2000); que se encontraba discutiendo la reforma al régimen de transferencias; que había sometido al Congreso un proyecto de reforma al régimen de pensiones y que estaba preparando un proyecto de ley sobre responsabilidad fiscal.

En septiembre del 2002 el director gerente del FMI se reunió con el presidente Álvaro Uribe y con el Congreso de Colombia (Recuadro 5); de esta reunión se destaca el compromiso de la entonces nueva administración con la estabilidad macroeconómica, y el éxito del Banco de la República con el esquema de inflación objetivo.

Recuadro 5

9 de diciembre de 2002

Washington, D.C. 20431 USA

Observaciones del director gerente del FMI, Horst Kohler, en Colombia

El director gerente del Fondo Monetario Internacional Horst Kohler realizó la siguiente declaración el 9 de diciembre de 2002, después de una reunión con el presidente Álvaro Uribe en Bogotá:

“Estoy feliz de visitar Colombia en este momento para apoyar al presidente Uribe y su Gobierno en sus esfuerzos por lograr la estabilidad y el crecimiento sostenido para el país”.

“En el corto período de tiempo en el cual el Gobierno ha estado en el poder, es impresionante que ya se hayan tomado medidas inmediatas para hacer frente a una situación fiscal cada vez más débil y elaborar una estrategia integral para la estabilidad y el crecimiento. Debido a estos esfuerzos, Colombia está resistiendo bien las dificultades en el entorno externo, y esto es aún más notable en el contexto del conflicto interno”.

“Por lo tanto, aunque se han producido éxitos iniciales, todavía persisten importantes retos. En particular, la resolución de la situación de seguridad interna es esencial para la reactivación de la inversión y el crecimiento. He tenido la oportunidad de tratar algunos de estos problemas durante mi estancia”.

“El presidente y su equipo económico tienen el claro objetivo de preservar la estabilidad macroeconómica como el elemento clave de su estrategia para resistir los choques adversos. Las políticas fiscales y monetarias fuertes son críticas, y Colombia tiene fuertes instituciones económicas que ayudarán en este sentido. De hecho, el banco central ha logrado reducir exitosamente la inflación hasta un rango bajo de un solo dígito en Colombia [...]”.

En diciembre (FMI) el Fondo comenta que la economía venía mostrando una positiva pero lenta recuperación luego de la crisis de fin de siglo, resultado de la adopción de políticas fiscales y reformas estructurales robustas durante la mayor parte del período; no obstante, resaltaba que la situación había empeorado durante la primera mitad del 2002 y hacía referencia a la solicitud del Gobierno de emprender un acuerdo de *stand-by* con el FMI y a las políticas en materia fiscal, monetaria y cambiaria de la nueva administración. En dicho documento se hablaba de los riesgos que enfrentaba Colombia, entre ellos la

inseguridad interna, el apoyo que daría el Congreso a las propuestas fiscales y la situación de difícil acceso a los mercados de capitales, y urgía a las autoridades monetarias a reforzar el control de la inflación.

A inicios del 2003 (FMI, 2003) se informaba de las medidas aprobadas por el Congreso, incluyendo las tributarias, que comprendían ampliar el IVA y una sobretasa temporal al impuesto sobre la renta, una reforma a las pensiones que elevaba gradualmente las contribuciones y la edad para pensionarse a partir del 2014, una reforma laboral que reducía los sobre costos por trabajo dominical y los pagos por cesantías, al tiempo que extendía la jornada laboral ordinaria, así como la autorización de facultades al presidente para reformar al Estado. En lo relacionado con materias monetarias y cambiarias se discutía flexibilizar la tasa de cambio e intervenir el mercado cambiario, y las autoridades se comprometían a controlar la inflación mediante el uso del esquema de inflación objetivo. En mayo y diciembre (FMI, 2003), se comentaba que el comportamiento de la economía según el nuevo programa era satisfactorio, pues la tasa de crecimiento se estaba acelerando y el déficit fiscal estaba por debajo de lo programado, si bien la inflación se situaba ligeramente por encima de lo proyectado. En el 2004 (FMI, 2004) el Fondo Monetario expresaba que el comportamiento macroeconómico era mejor de lo previsto.

En el 2005 (FMI, 2005), el director ejecutivo del FMI destacó el éxito del *stand-by* colombiano de tipo precautelativo y resaltó la buena marcha del esquema inflación objetivo del Banco, así como la importancia de la autonomía del Banco de la República. En marzo (FMI, 2005) se recibió la carta con la cual se solicitaba renovar el acuerdo por parte del ministro de Hacienda y el gerente del Banco, y se discutió con el Banco de la República y la Superfinanciera el documento de evaluación del sector financiero preparado por el Fondo Monetario y el Banco Mundial (FMI, 2005). Pese a reconocerse que el sector financiero colombiano se encontraba en buenas condiciones y estable luego de la recapitalización y como resultado de una mejor supervisión ejercida en los últimos años, se adelantaban sugerencias concretas para fortalecerlo. En abril, en el reporte del *staff* (FMI, 2005) se hizo un resumen titulado “De la crisis a la recuperación”, que compendia la evolución de la economía colombiana desde la crisis de fin del siglo y que concentraba la atención sobre las políticas adoptadas a lo largo de la primera administración Uribe y, en cierta manera, elogiaba la estrategia de política macroeconómica adoptada, pero alertaba sobre los retos vigentes, sobre todo, en los frentes de la lucha contra el desempleo y la pobreza. El resumen del FMI sobre este período de la historia económica colombiana se reproduce en el Recuadro 6.

Recuadro 6

Resumen ejecutivo

Desde 1999, Colombia ha puesto en marcha una estrategia de mediano plazo basada en la consolidación fiscal, la reducción de la inflación y el fortalecimiento del sistema financiero. Antes del período 2003-2004, se había logrado avances sustanciales en estas áreas, y el desempeño económico había mejorado significativamente.

No obstante, todavía existen retos importantes para seguir fortaleciendo el desempeño económico. Estos incluyen la necesidad de traducir el crecimiento económico constante en una disminución continua en el desempleo y la pobreza, sostener el ritmo de la consolidación fiscal, y seguir fortaleciendo la supervisión financiera y profundizar los mercados de capitales nacionales.

En general, se acordó que la estrategia política había funcionado bien y era adecuada para afrontar estos retos. Las políticas seguirían procurando sostener el crecimiento real del 4 % al año, mientras que gradualmente se reduce la inflación al 2 %-4 % anual. La política fiscal mantendrá la deuda pública en una senda sostenible. El banco central seguirá concentrándose en las metas de inflación mientras que se mantiene el régimen de tipo de cambio flexible para ayudar al sector externo a adaptarse a posibles cambios en las condiciones.

La deuda pública se reduciría a cerca del 40 % del PIB para el año 2010. Las autoridades estiman que un superávit primario del 2,7 % del PIB es consistente con esta trayectoria, pero están preparadas para ajustar el superávit primario como sea necesario para lograr este objetivo. Se acordó que el programa de reformas fiscales estructurales a mediano plazo incluya la política tributaria, las pensiones, el precio interno de la gasolina y el diésel, el gasto social, la participación regional de los ingresos fiscales, y la inversión pública.

La política monetaria seguiría adelantándose en el contexto del marco de metas de inflación, junto con el régimen de tipo de cambio flexible. El equipo del FMI apoyó el objetivo de las autoridades de reducir la inflación en medio punto porcentual al año hasta que la inflación anual alcance el rango de 2,0 % al 4,0 %.

El equipo del FMI determinó que la competitividad externa parecía adecuada en general. En 2004, el crecimiento de las exportaciones fue generalizado y el déficit exterior por cuenta corriente fue bajo. Para evitar una recurrencia de episodios anteriores de grandes apreciaciones reales seguidos por dificultades económicas, el banco central había estado comprando divisas desde finales del 2003. Sin embargo, enfatizaron que el Banco de la República siempre daría la máxima prioridad al logro de la meta de inflación. El FMI instó a las autoridades a protegerse frente a una excesiva intervención cambiaria que podría aumentar la inflación o crear costos cuasifiscales de esterilización.

Las autoridades estuvieron de acuerdo con las principales conclusiones de la actualización de la FSSA. La Superintendencia Financiera tiene la intención de seguir fortaleciendo el marco jurídico y normativo, especialmente mediante la mejora de la medición de riesgos de mercado y otros riesgos y del valor de los activos adjudicados. El Gobierno está buscando que el Congreso apruebe una ley de mercado de valores diseñada para profundizar los mercados de capitales nacionales.

En mayo del 2005 se adelantó la primera revisión del nuevo acuerdo con el Fondo Monetario (FMI, 2005) y al año siguiente la segunda revisión (FMI, 2006). En ambas ocasiones el mensaje central del Fondo Monetario fue la buena marcha de la economía. En el 2006, a inicios de la segunda administración Uribe, se efectuó la última revisión del *stand-by* entonces vigente y la revisión de la economía por parte del *staff*, y los temas que resaltó el FMI sobre la economía colombiana (FMI, 2006) estuvieron vinculados con las intenciones del Gobierno de fortalecer la política fiscal y el esquema de transferencias; ante las amenazas de recalentamiento de la economía resaltadas por el Fondo, se enfatizaba el compromiso del Banco de la República de controlar la inflación y destacaba la meta del 2 %-4 %. El tema de los precios de los activos y la estabilidad financiera fueron también temas de discusión con las autoridades, así como el comportamiento de la tasa de cambio real y la conveniencia de una reforma fiscal estructural. Además se anunciaba por parte de las autoridades su decisión de salir de los acuerdos formales con el FMI que venían acordándose desde fines de la década anterior. El informe del Fondo Monetario afirmaba: “En el período en que los apoyos formales del Fondo llegan a su fin, las perspectivas de mediano plazo de Colombia lucen favorables”.

En el 2007 (FMI) la preocupación central del FMI era el recalentamiento de la economía, pues la tasa anual de inflación había pasado del 4,5 % al 6,5 % en el curso del año y las discusiones se centraron en la estabilidad externa, la tasa real de cambio y la política monetaria y cambiaria. Se comentaban y apoyaban las decisiones de la junta del Banco de la República dirigidas a aumentar su tasa de intervención hasta 9,5 %, lo que equivalía a 350 puntos básicos desde fines del 2006. Entre los temas más analíticos se planteó la pregunta de si la intervención del banco central en el mercado cambiario era efectiva, así como los relativos al impacto de la economía internacional sobre el crecimiento económico de Colombia (FMI, 2007). Los resultados indicaban que dicha intervención sí fue efectiva en el período de escasa liquidez de 2005-2006, pero que no lo fue en el 2007, pues dado el sobrecalefacción de la economía la política monetaria había sido restrictiva. En adición al tema del control monetario y la inflación, en ese momento se comenzó a discutir cómo adelantar un aterrizaje suave y el posible contagio de la situación financiera internacional.

Hacia finales del 2008 el informe de la misión del Fondo (FMI, 2008) destacaba que Colombia venía enfrentando con éxito el efecto de la turbulencia financiera internacional que se estaba presentando y mencionaba, entre otras acciones, su decisión de lograr prefinanciar sus necesidades de recursos externos. En ese año, y en el 2009, también se plantearon varios temas de fondo en la órbita del Banco de la República; entre estos, la efectividad de controlar los capitales para enfrentar los choques externos y el cómo mantener la estabilidad

financiera en períodos de inestabilidad externa. Sobre el impacto del control de capitales (FMI, 2009) el Fondo encontró que las medidas adoptadas, las cuales comprendían el establecer un encaje no remunerado a los flujos externos, habían reducido el endeudamiento externo, pero no habían frenado otras fuentes de flujos de capital. En el 2009 se volvió a resaltar la respuesta adecuada de las autoridades colombianas ante la crisis financiera internacional, que fue de tipo contracíclico, y el esquema del *Flexible Credit Line* (FCL) aprobado para Colombia en sus relaciones con el FMI, que era un reconocimiento para los países con buenas políticas y fundamentos económicos (FMI, 2009). Allí se menciona que las reservas internacionales se mantuvieron relativamente estables en el 2009, que la autoridad monetaria respondió rápido ante la crisis y que los indicadores del sector financiero se mantuvieron sólidos en presencia de la crisis financiera internacional; destaca, de manera particular, que a ello contribuyeron las medidas adoptadas en el 2008 con el acuerdo entre los bancos y la Superintendencia Financiera de proceder a retener una porción de las utilidades y fortalecer la base patrimonial, así como la adopción de reservas contracíclicas aprobadas en el 2009. En el Recuadro 7 se reproduce la opinión del director gerente del FMI frente a la solicitud del ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República sobre un programa de acceso a recursos de una línea de flexibilidad extendida con ese organismo.

A finales de la segunda administración Uribe, en la última comunicación conjunta del ministro de Hacienda (Óscar Iván Zuluaga) y el gerente del Banco de la República en abril de 2010 con el director gerente del FMI, se hace un interesante recuento del manejo macroeconómico del país y se solicita establecer un nuevo acuerdo del FCL (FMI, 2010). Se argumentaba que Colombia se había visto afectada de manera adversa pero no particularmente severa por la crisis financiera internacional, aunque reconocía que el crecimiento del PIB había sido prácticamente nulo en el último año, que la baja en la actividad económica había sido aguda en la industria manufacturera y que las exportaciones también habían disminuido. Con todo, destacaba que las reservas internacionales permanecían relativamente estables y resaltaba el manejo macro contracíclico adoptado por las autoridades para hacer frente a la situación internacional. En cuanto a la política monetaria, anotaba que las autoridades habían procedido a reducir las tasas de interés de intervención en cerca de 650 puntos básicos, y frente a la política fiscal destacaba que esta también apoyaba la demanda agregada y que la intención de las autoridades de establecer una regla estructural fiscal era muy positiva. Con relación al sector financiero exponía que los indicadores permanecían sólidos no obstante la crisis y que a ello habían contribuido los acuerdos entre los bancos y la Superintendencia Financiera relativos al fortalecimiento patrimonial y la retención de utilidades con fines precautelativos.

Recuadro 7

20 de abril de 2009

Declaración del director gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn en Colombia

Dominique Strauss-Kahn, director gerente del Fondo Monetario Internacional, hizo hoy la siguiente declaración:

“Acojo con beneplácito el anuncio hecho por el ministro de Hacienda, Óscar Iván Zuluaga y el gerente general del Banco Central, José Darío Uribe de que a Colombia le interesa un acuerdo de carácter cautelar de un año en la Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI por un 900 % de la cuota (DEG de US\$ 6.97 mil millones o alrededor de US\$ 10.400 millones). Me alegra esta respuesta positiva a la invitación que envié a las economías con un buen rendimiento para utilizar este nuevo instrumento con el fin de reforzar la confianza internacional en la fuerza y la sostenibilidad de su marco de política”.

“Colombia tiene una trayectoria sostenida de políticas económicas sólidas y tiene muy fuertes fundamentos económicos y marcos institucionales y de políticas. Las autoridades colombianas han respondido adecuadamente a la crisis financiera mundial y han demostrado un compromiso con el mantenimiento de este historial sólido. Por lo tanto, tengo la intención de avanzar con rapidez en la búsqueda de la aprobación por parte del Directorio Ejecutivo del Fondo a la solicitud de Colombia para un acuerdo de LCF”.

“La LCF es un instrumento establecido el 24 de marzo de 2009, que está disponible para los países miembros del FMI que se considera poseen fundamentos, políticas y trayectorias de aplicación de la política muy sólidas. [...] El acceso a un acuerdo de LCF se basa en que el país solicitante ha cumplido con estos criterios y no en el cumplimiento de los criterios de desempeño *ex post*”.

El Cuadro 11 muestra los favorables indicadores de vulnerabilidad de la economía colombiana en el 2009 frente a los de otros países emergentes y los emergentes con grado de inversión. Colombia disponía de un mayor nivel relativo de reservas internacionales respecto a sus amortizaciones de deuda a corto plazo, un nivel inferior de deuda externa y menor déficit corriente, mayores flujos relativos de inversión extranjera directa y menores necesidades de financiamiento externo. En lo relativo a los indicadores fiscales, el balance global (*overall balance*) era muy inferior al de dichos países, en tanto que el tamaño de la deuda pública respecto al PIB era similar al de los otros países emergentes. Con relación al sistema financiero se encuentra que el coeficiente de solvencia y la rentabilidad promedio de los activos fueron mayores en Colombia y la cartera vencida como porcentaje de los préstamos menor a las medianas de la muestra de los países en referencia.

Cuadro 11
Indicadores de vulnerabilidad de Colombia (porcentaje sobre PIB)

	Colombia	Mediana, muestra de 51 mercados emergentes	Mediana, muestra de 21 economías emergentes con grado de inversión
Sector externo			
Reservas brutas como porcentaje de la deuda de corto plazo a los plazos existentes	223,7	197,0	164,5
Deuda externa bruta total	21,3	40,1	40,1
Balance de la cuenta corriente	-1,8	-2,1	0,2
Inversión extranjera directa	2,6	1,8	1,4
Financiación externa bruta requerida	8,3	12,3	16,3
Sector público			
Balance total	-2,8	-4,8	-4,3
Deuda bruta del sector público	35,1	37,7	32,9
De la cual: expuesta al riesgo cambiario	15,4	16,0	5,5
Expuesta al riesgo de refinanciación	4,4	5,0	5,3
Sistema financiero			
Coefficiente de solvencia (porcentaje)	15,2	14,6	13,6
Cartera vencida (como porcentaje de los préstamos totales)	4,1	4,8	5,7
Rentabilidad promedio de los activos (porcentaje)	2,4	1,1	1,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Colombia: 2010 (Article IV, Consultation and Staff Report, mayo de 2010).

8. 2010-2015: la línea de crédito flexible y el problema de balanza de pagos

Las relaciones con el Fondo Monetario Internacional en el período 2010-2015 fueron en esencia de seguimiento a la economía y apoyo a Colombia mediante el esquema de la línea de crédito flexible (*Flexible Credit Line*) de tipo precautelativo obtenida desde el 2009. De hecho, en mayo de 2010 en su *Staff Report* (FMI, 2010) el Fondo anunciaba que Colombia podría continuar con acceso a la línea de crédito flexible si esta fuese solicitada por las autoridades. Por lo demás, las opiniones del FMI en estos años se limitaron principalmente a

sus labores rutinarias de seguimiento a la economía colombiana, sintetizada en los *Staff Reports* anuales de ese organismo. El primer documento del Fondo Monetario durante la primera administración Santos se remonta a diciembre de 2010, cuando publicó un artículo sobre el manejo en cinco países de la política monetaria para sortear la tormenta financiera internacional, que incluye y destaca el manejo monetario de Colombia en el período más agudo de la crisis financiera internacional (FMI, 2010). Reseña la política de encajes adoptada al inicio de la crisis y las medidas de control de capitales resultantes de adoptar encajes no remunerados sobre el endeudamiento exterior, pero, ante todo, es un documento retrospectivo que resalta el buen manejo macroeconómico durante la crisis entre 2007-2009.

En abril de 2011 el ministro de Hacienda de la administración Santos (Juan Carlos Echeverry) y el gerente del Banco de la República enviaron una comunicación al Fondo Monetario solicitando un nuevo acuerdo precautelativo basado en la línea de crédito flexible de ese organismo. En el documento de respuesta el FMI destaca el sólido andamiaje institucional de Colombia y el buen manejo de su política monetaria, resalta la continuidad de las políticas entre las administraciones y recomienda la renovación del acuerdo con un FCL en julio de 2011 (FMI, 2011). Ese fue su primer informe sobre lo ocurrido en la economía colombiana durante la primera administración Santos. Desde el punto de vista de economía política, quizás cabe resaltar una cita interesante del informe, que se refiere a la apreciación del Fondo sobre la continuidad de las políticas entre las administraciones. Afirmaba textualmente que luego de la toma de posesión del cargo del presidente Santos, en agosto de 2010:

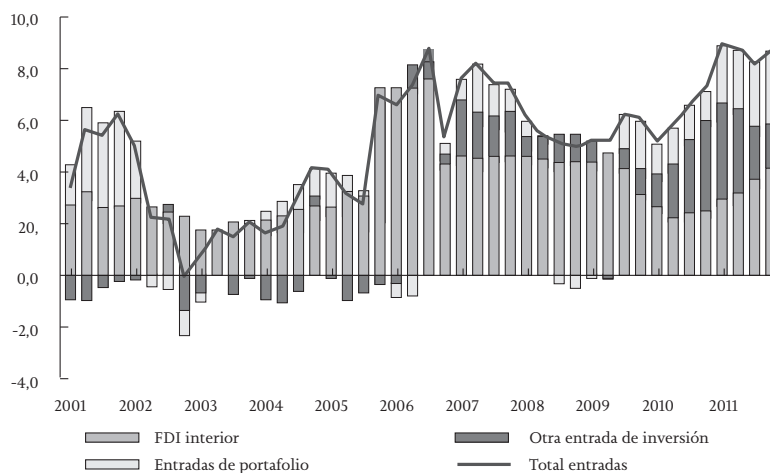
El gobernador del Banco de la República permaneció en su puesto [como lo estipulaba la ley del Banco] y el nuevo ministro de Hacienda lanzaba iniciativas que apoyaban los esfuerzos de su predecesor dirigidas a reforzar el marco de la política fiscal.

En términos de reformas propuestas mencionaba el establecimiento de la regla fiscal, la reforma a las regalías y la incorporación del concepto de sostenibilidad fiscal como mandato constitucional. Desde ese momento el FMI alertaba a las autoridades sobre la vulnerabilidad de la economía frente a un choque de los productos básicos de exportación (con notabilidad el petróleo), y concluía que Colombia seguía presentando las condiciones para acceder a la línea de crédito flexible.

Un informe de importancia publicado a finales de ese año tuvo que ver con la efectividad de los controles de capital como mecanismo para reducir los flujos y evitar la incidencia de los flujos de capital externo sobre las tasas de cambio (FMI, 2011). El estudio en referencia analizaba lo sucedido en la segunda

mitad de la década, en el caso de Colombia, frente al de otros países emergentes, como Brasil, Corea y Tailandia. Quizás lo más interesante del ejercicio realizado es que fue cambiando la posición del FMI sobre los controles de capital; de considerar que estos no eran efectivos, en el estudio identificó que, en algunos casos como Colombia, había tenido el efecto de alargar su maduración y permitido a la política monetaria un margen más amplio de manejo. No obstante, anotaba que los controles no habían incidido sobre los flujos de inversión extranjera directa y por tanto no habían impedido la apreciación de la tasa de cambio real. En 2012 se hizo una nueva revisión del acuerdo de FCL con Colombia y del seguimiento a la economía (FMI, 2012), en el que se volvía a destacar la fortaleza de la institucionalidad colombiana y el adecuado manejo macro durante la crisis, pero reconocía que la tasa real de cambio continuaba apreciándose dados los flujos de capital, en particular de la inversión extranjera directa y la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República, como se ilustra en el Gráfico 2.

Gráfico 2
A. Colombia: entradas brutas de capital
(cuarto trimestre acumulado, en porcentaje del PIB)



Fuente: estimaciones del personal del FMI.

Gráfico 2 (continuación)

B. La intervención y el tipo de cambio bilateral



Fuente: autoridades nacionales y estimaciones del personal del Fondo.

También se publicó a inicios de 2013 el informe sobre el comportamiento de la economía en el año anterior (FMI, 2013) y el organismo se preciaba de que las autoridades habían desarrollado una política macro en línea con las recomendaciones de dicho organismo al comenzar a disminuir los estímulos monetarios y fiscales para evitar que se recalentara la economía; a la vez, destacaba que las autoridades habían continuado mejorando su marco fiscal –hacía referencia a la reforma tributaria del 2012– y reforzaba la regulación y supervisión financiera. Entre los riesgos, se volvía a mencionar la vulnerabilidad del país ante los sucesos de la economía mundial, como podía ser la eventual caída de los precios del petróleo.

En 2013 se publicaron los resultados de la evaluación del sector financiero adelantada por el Fondo Monetario y el Banco Mundial (FMI, 2013). Allí se resaltaba el buen nivel de la supervisión financiera en Colombia, aunque hacía sugerencias relacionadas con la importancia de profundizar el mercado interbancario y los mecanismos de resolución en caso de quiebra de entidades financieras. En el documento de mediados de 2013 (FMI, 2013) se ilustraba la mayor solidez del sector financiero colombiano en el contexto de América Latina, en aspectos tales como las relaciones entre el capital y los activos

ponderados por riesgo, la tasa de retorno con relación a los activos y al capital, los bajos índices de cartera de dudoso recaudo y el alto nivel de provisiones. También se recalca que las vulnerabilidades del país tenían que ver con riesgos internacionales como una caída de los precios del petróleo, una recaída de las economías más avanzadas o de las emergentes, se establecía una matriz de riesgos y se adelantaban unas simulaciones que, vistas *ex post*, subestimaban la magnitud de la caída de los precios del petróleo y su impacto en la economía colombiana.

En el documento de seguimiento a la economía del año siguiente (FMI, 2014) se recalca que el principal riesgo de la economía colombiana tenía que ver con el efecto adverso de la caída en los precios del petróleo y la incidencia de la normalización monetaria por parte de los Estados Unidos. Quizás es importante destacar que en las recomendaciones del Fondo sobre el manejo macro se da énfasis al tema fiscal y de la inversión pública en infraestructura, así como a fortalecer el sistema de seguridad social y mejorar la inclusión financiera y la supervisión financiera, pero no se destacaban recomendaciones en materia monetaria o cambiaria; sobre estas se mostraba de acuerdo con la intención de la Junta del Banco de mantener una política monetaria en posición neutral y seguir utilizando el esquema de tasa de cambio flexible como mecanismo para absorber los choques externos. También analizó la suficiencia de reservas internacionales y destacó, en ese momento –mayo de 2014– que parecían suficientes para atender choques externos; en esta fecha el Fondo estimaba que el crecimiento de la economía podría alcanzar un 4,5%. En términos de sus preocupaciones por la economía interna, en el documento “Temas seleccionados” (FMI, 2014), que por lo general abordan los aspectos de política a tener en mente, incluía los riesgos de desborde originados en la economía internacional, el manejo de la regla fiscal, el comportamiento del sector manufacturero y su carácter estructural, temas de supervisión de conglomerados financieros y el de inclusión financiera.

En su consulta de 2015 (FMI, 2015) destacaba que, quizás, las reservas internacionales eran suficientes para choques normales pero no para evitar vientos de cola. En ese último informe mostraba ya preocupación por el significativo choque ocurrido a raíz del desplome de los precios internacionales del petróleo desde mediados de 2014, el creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y, en general, el efecto adverso de la caída de los precios del petróleo en el crecimiento de la economía. En este informe se hacía referencia al avance del proceso de paz y a la importancia de la puesta en marcha de las inversiones en las vías de cuarta generación como herramienta contracíclica. Los resultados del seguimiento a la economía en los informes recientes del FMI han sido, en general, de apoyo a las políticas adoptadas por el Gobierno y el Banco de la República. La posición del FMI ante el impacto potencial de

una recaída de la actividad económica internacional o por razón de la baja en los precios del petróleo, como se puede constatar en el Recuadro 8, ha sido que la tasa de cambio flexible, el esquema de inflación objetivo establecido por el Banco de la República, la aplicación estricta de la regla fiscal, el nivel confortable de las reservas internacionales, los bajos niveles de la deuda externa y de la deuda pública, junto con el esquema del FCL con el Fondo, han proveído –y proveen– los colchones necesarios para garantizar la buena marcha de la economía.

Recuadro 8

Matriz de riesgos y recomendaciones de política

Un aumento rápido de la volatilidad financiera: mientras que los inversionistas reevalúan el riesgo subyacente y cambian a activos de asilo seguro dado el crecimiento lento y desigual, así como la salida monetaria asimétrica.	Alto	Alto	Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador.
Período prolongado de crecimiento más lento en las economías avanzadas y emergentes:			
Economías emergentes: maduración del ciclo, una distribución inadecuada de la inversión y las reformas estructurales incompletas que conducen a un crecimiento más lento por más tiempo.	Mediano	Mediano	Utiliza la política monetaria para apoyar el crecimiento; acelera la ejecución de proyectos de capital en el sector público.
Los riesgos para los precios de la energía:			
Un aumento de la volatilidad debido a la incertidumbre sobre la persistencia del choque en la oferta de petróleo y las causas subyacentes de la disminución de los precios.	Alto	Alto	Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador.
Precios persistentemente bajos provocados por factores de oferta que se invierten solo de forma gradual y una demanda más débil.	Mediano	Alto	Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador

Recuadro 8 (continuación)

Matriz de riesgos y recomendaciones de política

Desaceleración del crecimiento y los riesgos financieros en China:			
El progreso insuficiente de las reformas lleva a una acumulación continua de vulnerabilidades , que se traduce en una desaceleración del crecimiento significativo a mediano plazo.	Mediano	Mediano	Utiliza el tipo de cambio como amortiguador. En el caso de que el choque sea grande y prolongado utiliza un estímulo monetario y el ajustador del gasto contracíclico en virtud de la regla fiscal.
Fuerte desaceleración de 2015-2016. El crecimiento cae significativamente por debajo del objetivo, posiblemente debido a una crisis severa en el mercado inmobiliario o un choque en el sector bancario “sumergido” y en ausencia de un estímulo de compensación.	Bajo	Mediano	
Tensión del mercado de bonos como resultado de una nueva evaluación del riesgo soberano:			
Zona del euro: el estrés soberano reemerge debido a la incertidumbre política, reformas tambaleantes, y la revuelta política y social, en particular en Grecia.	Mediano	Mediano	Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador.
Estados Unidos: prolongada falta de acuerdo sobre un plan creíble para la sostenibilidad fiscal (a medio plazo).	Bajo	Alto	
Los riesgos específicos de cada país:			
Dificultades económicas en América Central que afectan a las filiales de los bancos de Colombia	Bajo	Mediano	Proporcionar apoyo de liquidez a las entidades sistémicas.
Dificultades políticas o económicas en Venezuela	Alto	Mediano/ Bajo	Utiliza el tipo de cambio y las reservas internacionales como amortiguador.

Recuadro 8 (continuación)
Matriz de riesgos y recomendaciones de política

Los riesgos específicos de cada país:		
El retraso en la ejecución de los CPP (Comparador Público Privado) / APP (Asociación Público Privada) debido a la financiación insuficiente u otros obstáculos.	Bajo	Mediano
		Cambia la prioridad de los proyectos hacia aquellos de mayor desempeño en crecimiento, desarrolla nuevos instrumentos de financiación a su vez evitando un incremento en la exposición del gobierno y una alteración en la distribución óptima del riesgo.

9. Reflexiones finales

Este trabajo analizó las funciones de seguimiento, evaluación y recomendaciones del Fondo Monetario Internacional y la trascendencia de dicho organismo, creado en 1944 en Bretton Woods, en las políticas a cargo del Banco de la República; esto es, la política monetaria, cambiaria (incluyendo la balanza de pagos), crediticia y financiera. Asimismo, se revisan las opiniones del FMI en el tema fiscal, a cargo del Ministerio de Hacienda, de manera particular cuando estas afectan las decisiones a cargo del Emisor. Es un estudio basado, casi con exclusividad, en los más de mil artículos y reportes del Fondo Monetario Internacional, y refleja la interlocución de ese organismo con las autoridades económicas de Colombia, principalmente con el gerente y el equipo técnico del Banco de la República, así como con el ministro de Hacienda, quien, cabe recordar, ha sido siempre el presidente de la Junta Directiva del Banco. Es una historia económica de Colombia desde fines de la Segunda Guerra Mundial vista desde la óptica de dicho organismo multilateral.

El desarrollo del trabajo es cronológico y hace referencia a los análisis del FMI sobre el comportamiento de la economía, las políticas adoptadas por las autoridades económicas colombianas, y sus recomendaciones de las que se deberían adoptar. La primera sección se refiere a lo sucedido con las relaciones entre el FMI y las autoridades colombianas durante los años cuarenta, período que se describe como aquel en el cual el FMI y las autoridades colombianas iniciaron contacto. Recuenta las primeras evaluaciones del Fondo sobre la economía

colombiana, el efecto adverso de los disturbios del 9 de abril de 1948 sobre las reservas internacionales y la estabilidad cambiaria, y las gestiones del Banco de la República para obtener apoyo financiero del FMI. Ese primer período concientizó al Fondo sobre el rápido deterioro externo que enfrentaba un país en situaciones de inestabilidad política y al Banco de la República sobre la importancia del ajuste y alineación de la tasa de cambio como prerrequisito para acceder a los recursos de apoyo a la balanza de pagos por parte del FMI.

El análisis de lo sucedido en los años cincuenta los cataloga como el período en el que el Fondo Monetario comienza asesorar a las autoridades en materia macroeconómica. A manera de resumen de lo sucedido en las relaciones entre el FMI y el Banco de la República durante esos años se encuentra que, en efecto, el centro de atención en el diálogo entre las autoridades económicas de Colombia y el Fondo fue la tasa de cambio y que el interlocutor principal del Gobierno con el FMI fue el Banco de la República, en cabeza de su gerente. Los temas relativos a los mecanismos de control de importaciones y las medidas monetarias dirigidas a controlar la demanda de importaciones también formaron parte del diálogo con ese organismo. Por otro lado, se aprecia que durante la década de los cincuenta la influencia del Banco Mundial a raíz de la misión dirigida por Lauchlin Currie fue preponderante, incluso en los temas cambiarios a cargo del FMI. Desde entonces, las autoridades colombianas comenzaron a comprender que el FMI y el Banco Mundial actuaban de manera conjunta y coordinada.

Los años sesenta se clasifican como aquellos en los cuales las relaciones del FMI pasaron de la colaboración y el diálogo amistoso y quizás sumiso por parte de las autoridades colombianas, a otras de enfrentamiento con el organismo multilateral. Esta década ratificó la vulnerabilidad de la economía colombiana y en particular de su sector externo ante los vaivenes del mercado internacional del café; fue un período durante el cual se evidenciaron los desequilibrios fiscales, monetarios y cambiarios de la economía ante los choques del café y las dificultades incluso de tipo político de las autoridades para proseguir una política macroeconómica coherente. Los enfrentamientos más protuberantes con el FMI se dieron en 1963 debido al ajuste salarial establecido por el entonces ministro del Trabajo, que dio al traste con la devaluación de 1963, y luego el ocurrido a raíz de las medidas económicas y cambiarias adoptadas en 1966, al inicio de la administración Lleras Restrepo. No así, desde la perspectiva del Fondo, de la adopción posterior del Decreto 444 de 1967, que según el FMI fue una corrección adecuada de las políticas adoptadas el año anterior. La permanencia de tasas múltiples de cambio fue también materia de controversia con el Fondo Monetario a lo largo del decenio.

En la década de los setenta, como se explica en el texto, las relaciones entre el FMI y las autoridades económicas de Colombia tuvieron características

bien diferentes durante el primer y segundo quinquenio. En la administración Pastrana se acudió a sucesivos acuerdos de *stand-by* con el FMI dados los problemas de balanza de pagos; si bien en los primeros años el FMI dio apoyo a la política económica de la administración Pastrana, hacia finales de esta se tornó crítico sobre todo del manejo financiero y en particular de la orientación preferencial del crédito a la vivienda mediante el sistema de ahorro en valor constante de las cuentas en UPAC. Por el contrario, el FMI apoyó la política macro anunciada y puesta en marcha por la administración López, en particular la adopción de la reforma tributaria y las medidas de liberalización financiera. Según se comenta en el texto, es interesante que el FMI no hubiese sido más crítico sobre la falta de efectividad de la autoridad monetaria en controlar la inflación durante los setenta.

Los años ochenta, de acuerdo con la literatura económica, fueron de crisis para la región; algunos la llaman “la década perdida de América Latina”. Este fue un decenio también de dificultades económicas para Colombia y un período durante el cual se recurrió al apoyo del FMI por medio de un programa de monitoría que facilitó el acceso del país al financiamiento de la banca comercial internacional. En esta sección del artículo se detallan los diagnósticos sobre la economía y las recomendaciones del FMI dirigidas a eliminar los desequilibrios en la balanza de pagos y fiscales del país y a fortalecer la política macro. Asimismo, recuenta el proceso de diálogo emprendido entre las autoridades económicas de Colombia y los bancos comerciales internacionales que le habían cerrado el acceso a crédito al país y el papel fundamental desempeñado por el *chairman* de la Reserva Federal de los Estados Unidos, así como por el FMI para ayudar a consolidar un programa de ajuste macroeconómico creíble que facilitase el acceso al mercado internacional de capitales con el apoyo también muy significativo del Banco Mundial. En todo este proceso, como se comenta en el libro, el Banco de la República, junto con el ministro de Hacienda, tuvieron una función importante en el diseño, aprobación y adopción del programa de ajuste; los documentos del FMI citados en el texto corroboran el éxito del programa, Colombia fue casi el único país de la región que mantuvo de manera cumplida el servicio de su deuda exterior.

Los años noventa se califican en el trabajo como un período de reformas estructurales, las emprendidas durante la administración Gaviria, y de deterioro económico durante la segunda mitad de la década, hasta culminar con la crisis de fin del siglo. Respecto al papel del Fondo Monetario en esa década se encuentra que este fue de seguimiento y apoyo a las medidas estructurales adoptadas por Gaviria, de preocupación por el deterioro económico y político durante Samper, y de apoyo a las autoridades económicas mediante un Acuerdo de Facilidad Extendida a finales del decenio. El FMI se involucró de lleno con las autoridades, representadas por el Banco de la República y

el Ministerio de Hacienda, en el diseño del programa económico para hacer frente al desequilibrio fiscal y de la cuenta corriente en la balanza de pagos y de rescate y fortalecimiento del sector financiero adoptado por la administración Pastrana. Un tema de preocupación del FMI desde inicios de la década fue el de controlar las presiones inflacionarias, dicho organismo dio particular apoyo a la iniciativa de constitución del Banco de la República como banco central independiente y al mandato a su Junta Directiva de defender el poder adquisitivo de la moneda, o sea el de controlar la inflación como prioridad de la política monetaria. Hacia fines de la década el Fondo Monetario otorgó importancia especial al tema cambiario y sugirió de manera reiterada, al igual que el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, la importancia de hacer un tránsito del esquema de bandas cambiarias al de tasa de cambio flexible, el cual adoptó la Junta del Banco de la República a fines de 1999.

La actitud del FMI frente al manejo económico durante la primera década del siglo se califica en el trabajo como una etapa de apoyo permanente al manejo de la política monetaria y cambiaria adoptada por el Banco de la República. En el campo del control de la inflación, desde inicios del decenio el FMI se pronuncia a favor del esquema de inflación objetivo adoptado por la autoridad monetaria. El organismo multilateral, tanto a través de su directorio al extender un acuerdo *stand-by* de tipo precautelativo, como de su director gerente, también dio apoyo a las políticas aprobadas por la administración Uribe Vélez, sobre todo en lo relacionado con el fortalecimiento fiscal y las reformas estructurales en los frentes de las pensiones y laborales. A mediados de la década el Fondo Monetario, junto con el Banco Mundial, centró su atención en la importancia de la estabilidad del sector financiero y trabajó con el Banco de la República y la Superintendencia Financiera en la evaluación del sector, denominado Financial Sector Assessment Program (FSAP). Hacia fines del decenio el FMI concluía que Colombia venía enfrentando con éxito la turbulencia financiera internacional y destacaba las medidas de precaución dirigidas a fortalecer el patrimonio de los bancos y la posición de las reservas internacionales. La política económica se vio respaldada en el 2009 con el otorgamiento al país de la línea de crédito flexible, “a la cual pueden acceder solo aquellos países miembros del FMI que, se juzga, disponen de fuertes fundamentos económicos, políticas adecuadas y estándares con récord comprobados de ejecución”.

La etapa de lo corrido en esta segunda década del siglo XXI se caracteriza en el estudio como una en la cual el FMI ha continuado su apoyo a la economía colombiana al mantener su línea de crédito flexible, pero ha alertado de manera permanente a las autoridades sobre los riesgos de una caída en los precios de sus productos básicos de exportación y su impacto adverso en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, como de hecho sucedió

y de manera abrupta con la caída, desde mediados de 2014, de los precios internacionales del petróleo, el principal producto de exportación del país. En 2015 el FMI consideró que el país estaba relativamente bien protegido ante las vicisitudes internacionales y, ante todo, frente a las bajas del petróleo gracias a la tasa de cambio flexible, el esquema de inflación objetivo establecido por el Banco de la República, la aplicación estricta de la regla fiscal, el nivel confortable de las reservas internacionales, los bajos niveles de la deuda externa y de la pública, que junto con el esquema del FCL con el Fondo han proveído y proveen los colchones necesarios para garantizar la buena marcha de la economía. Se espera que el FMI establezca un diálogo con el Banco de la República en el futuro inmediato sobre la importancia de controlar las expectativas de inflación dado el desborde del índice de precios al consumidor, que alcanzó el 6,8 % en 2015, por encima del rango tope del 4 % establecido por la Junta del Banco. También se espera que el Fondo se pronuncie sobre el contenido y urgencia de poner en marcha la reforma tributaria estructural propuesta por la Misión de Expertos Tributarios.

En conclusión, el análisis adelantado en este trabajo sobre las relaciones del FMI y el Banco de la República ratifica la importancia que ha tenido la labor de seguimiento a la economía colombiana adelantada de manera consistente por parte del FMI y su interlocución franca y permanente con el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda. Asimismo, denota la gran influencia o ascendencia que ha tenido dicho organismo en la formulación de la política macroeconómica del país, sobre todo en la política cambiaria y monetaria, así como en la fiscal. También ha sido fundamental el apoyo de balanza de pagos del FMI, en particular en períodos de grandes desbalances macro y de crisis internacionales, mediante sus mecanismos de *stand-by*, de facilidad extendida y, más recién, de acceso precautelativo a su línea de crédito flexible. No obstante que el FMI ha sido dogmático en su visión económica durante algunas etapas de su vida económica, y tenido fricciones y enfrentamientos con las autoridades en ocasiones, se puede afirmar que sus relaciones con las autoridades económicas del país han sido, por lo general, de respeto mutuo, francas, directas, amables y concretas durante estos más de setenta años de existencia de dicho organismo y de Colombia como miembro de él. Las condicionalidades impuestas por el FMI para el acceso a sus recursos de balanza de pagos han estado, por lo general, bien orientadas y han sido discutidas a cabalidad con las autoridades nacionales.

El FMI no ha sido la espada de Damocles del país o el arma del imperialismo, como se ha argumentado en algunos escritos económicos; más bien, ha sido el colaborador técnico, oportuno y sincero que requieren las autoridades económicas de un país que enfrenta las incertidumbres de los mercados internacionales y las restricciones políticas de un país emergente. Este trabajo, sin duda, debe complementarse con un análisis de los archivos del

Banco de la República y del Ministerio de Hacienda que permita complementar y contrastar las visiones del FMI con las respuestas precisas de las autoridades al Fondo sobre las recomendaciones de dicho organismo. Quizás al revisar en detalle las respuestas de las autoridades al FMI y las decisiones tanto de la Junta del Banco como del Ministerio de Hacienda se tenga una percepción más clara sobre la naturaleza de los enfrentamientos entre las partes en algunos períodos y se pueda entender a cabalidad y más allá de los simples riesgos inflacionarios y de las aparentes restricciones políticas, por qué medidas como la unificación y flexibilización de la tasa de cambio solo se vinieron a adoptar a finales del siglo XX, luego de más de cincuenta años de estar escuchando las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional en ese sentido.

Referencias

- Departamento Nacional de Planeación (1972). *Las Cuatro Estrategias*, Bogotá: Editorial Los Andes.
- Espinosa, A. (1970). *Memoria de Hacienda 1966-1970*, Bogotá: Talleres Gráficos Banco de la República.
- Financial Times. *Colombian Reform*, 18 de diciembre de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1946). *Initial Par Values Colombia*, 2 de diciembre de 1946.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1947). *Multiple Exchange Rates in Colombia*, 1947.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1947). *Taxes on Foreign Exchange Sales*, 1947.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1947). *The Foreign Exchange Position of Colombia*, diciembre de 1947.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Colombia's Application for the use of Fund Resources*, 5 de mayo de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Colombia's Proposal to Devalue its Currency*, 16 de diciembre de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Colombian Consultation on its Plan to Change its Exchange Control and Multiple Currency Practices*, 10 de junio de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Inter-American Economic Cooperation*, Pan American Conference, 5 de marzo de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Recent Economic Development of Colombia*, 20 de abril de 1948.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Reply on the Colombian Exchange Arrangements*, 14 de junio de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Report of the Mission to Colombia*, 10 de agosto de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *Statement on Behalf of the Fondo Monetario Internacional [FMI]. to the Pan American Conference*, 9 de abril de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *The Financial Times*, “Colombian Reform”, 18 de diciembre de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1948). *The Fund Mission to Colombia*, 28 de junio de 1948.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Cross Rates Exchange Certificates*, 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Exchange and Monetary Situation of Colombia*, 2 de junio de 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Financiamiento con bonos de defensa*, 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Gold Production in Colombia*, 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *Initial Par Values*, Conclusion, 1949.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1949). *The Exchange System of Colombia*, marzo de 1947.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1950). *Colombia Exchange System*, 10 de julio de 1950.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1950). *Colombia Exchange System*, 13 de octubre de 1950.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1950). *Financial Situation of Colombia*, 10 de octubre de 1950.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1950). *Recent Developments in Colombia*, 27 de noviembre de 1950.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1951). *Colombia, Simplification of the Exchange Rate Structure*, 13 de febrero de 1951.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1951). *Colombia’s Proposal for Devaluing the Coffee Buying Rate of Exchange*, 27 de octubre de 1951.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1951). *Proposal for Exchange Reform in Colombia and Staff Recommendations*, 18 de marzo de 1951.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1951). *Report of Mission to Colombia*, 15 de mayo de 1951.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1952). *Consultations-Colombia*, 14 de julio de 1952.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1953). *Consultations-Colombia*, 30 de julio de 1953.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Consultations-Colombia*, 1 de septiembre de 1955.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Consultations-Colombia*, 17 de diciembre de 1954.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Elimination of the Prohibited Import List in Colombia*, 24 de febrero de 1954.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Exchange System-Colombia*, 1954.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1954). *Colombia's Proposal for the Temporary of the Progressive Devaluation of the Coffee Buying Rate*, 24 de febrero de 1954.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1955). *Colombia, Changes in the Exchange System*, 16 de diciembre de 1955.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1956). *A Review of Exchange and Credit Measures in Colombia*, 24 de abril de 1956.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1956). *Colombia: Report of Fund Mission*, 5 de junio de 1956.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1956). *Colombia's Proposed Modification of the Free Market*, 10 de diciembre de 1956.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1957). *Colombia, Stand-By Arrangement*, 19 de junio de 1957.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1957). *Consultations-Colombia*, 17 de junio de 1957.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1957). *Exchange System-Colombia*, 13 de junio de 1957.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1957). *Staff Report and Recommendations-1956 Consultations*, 13 de mayo de 1957.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1958). *1957 Consultations-Colombia*, 24 de marzo de 1958.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1958). *Colombia-Change in the Exchange System*, 21 de marzo de 1958.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1958). *Renewal of the Stand-By Agreement*, 24 de junio de 1958.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1959). *Consultations-Colombia*, 22 de octubre de 1959.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1959). *Colombia, Modification of the Exchange System*, 5 de marzo de 1959.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1960). *Request for a Revision of the Stand-By Arrangement*, 6 de mayo de 1960.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1960). *Staff Report and Recommendations: 1960 Consultations*, 21 de junio de 1960.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1961). *Colombia: 1961 Consultations*, 30 de junio de 1961.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1961). Colombia-Request for a Stand-By Arrangement and proposed Change in the Exchange System, 11 de diciembre de 1961.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1961). Staff Report and Recommendations: 1961 Consultations, 19 de junio de 1961.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1962). Colombia-Changes in the Exchange System, 28 de diciembre de 1962.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1962). Colombia-Suggested Exchange, Import, Fiscal and Monetary Measures, 19 de noviembre de 1962.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1963). Colombia-Consultations under Paragraph 4 of Stand-By Arrangement, 8 de mayo de 1963.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1963). Colombia-Exchange Reform and Request for a Stand-By Agreement, 2 de enero de 1963.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1963). Staff Report and Recommendations, Colombia-1963 Article XIV Consultation, 9 de julio de 1963.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1964). Colombia-Request for a Stand-By arrangement, 31 de enero de 1964.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1965). Colombia – 1965 Article XIV Consultations, SM/65/93, 26 de noviembre de 1965.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1965). Colombia-Exchange System, 25 de agosto de 1965.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1966). Colombia – Modification of the Exchange System, 1 de diciembre de 1966.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1966). Colombia-Changes in the Exchange System, 25 de agosto de 1966.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1966). Modification of Exchange System and Stand-By Arrangement, 15 de septiembre de 1966.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1967). Article XIV Consultation and Colombia-Staff Report and Proposed Decision: 1966 Article XIV Consultation Supplement, 10 de abril de 1967.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1967). Article XIV Consultation and Colombia-Staff Report and Proposed Decision, 1 de abril de 1968.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1967). Colombia-1966 Article XIV Consultation, 16 de marzo de 1967.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1967). Colombia-Request for a Stand-By Arrangement, 3 de abril de 1967.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1969). Background Material for the 1968 Article XIV Consultation, 2 de abril de 1969.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1970). Colombia-1969, Article XIV Consultation, 3 de abril de 1970.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1970). *Request for a Stand-By Arrangement*, 30 de marzo de 1970.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Colombia: Recent Economic Developments*, 12 de abril de 1972.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Colombia: Recent Economic Developments*, 7 de abril de 1971.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Colombia-Request for a Stand-By Agreement*, 23 marzo de 1971.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Meeting the Employment Problems*, 7 de enero de 1971.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1971). *Staff Report for the Article XIV Consultation*, 5 de abril de 1971.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1972). *Colombia-Request for a Stand-By Arrangement*, 17 de abril de 1972.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1972). *Colombia-Staff Report and Proposed Decision for the Article XIV Consultation*, 13 de abril de 1972.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1973). *Colombia-Recent Economic Developments*, 4 de mayo de 1973.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1973). *Staff Report and Proposed Decision for the 1972 Article XIV Consultation*, 27 de abril de 1973.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1973). *The Growth of Minor Exports and the Export Promotion System in Colombia*, 11 de enero de 1973.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1974). *Colombia: Staff Report and Proposed Decision for the 1974 Article XIV Consultation*, 9 de mayo de 1974.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1974). *Recent Economic Developments*, 14 de mayo de 1974.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1975). *Behavior of the Colombian Banking System*, 10 de octubre de 1975.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1975). *Colombia: Staff Report and Proposed Decision for the 1975 Article XIV Consultation*, 30 de mayo de 1975.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1975). *Colombia-Recent Economic Developments*, 6 de junio de 1975.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1975). *Colombia-Staff Report and Proposed Decision for the 1975 Article XIV Consultation*, 18 de julio de 1975.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1976). *Colombia-Recent Changes in the Exchange Rate System*, 13 de mayo de 1976.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1977). *Colombia-Recent Changes in the Exchange Rate System*, 11 de mayo de 1977.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1978). *Colombia, Recent Economic Developments*, 25 de enero de 1978.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1978). *Colombia-Staff Report for the Article XIV Consultation*, 11 de enero de 1978.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1978). *Recent Economic Developments*, enero de 1978.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Colombia-1979 Consultation*, 28 de febrero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Colombia-Recent Economic Developments*, 10 de febrero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Colombia-Staff Report for the 1979 Consultation*, 29 de enero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Colombia-Staff Report for the Article IV Consultation*, 29 de enero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1980). *Recent Economic Developments*, febrero de 1980.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1982). *Colombia: Recent Economic Developments*, 22 de febrero de 1982.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1982). *Staff Report for the 1981 for the Article IV Consultation*, 26 de enero de 1982.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1983). *Colombia: Recent Economic Developments*, 23 de junio de 1983.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1983). *Staff Report for the 1983 for the Article IV Consultation*, 24 de mayo de 1983.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1984). *Colombia: Recent Economic Developments*, 27 de septiembre de 1984.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1984). *Staff Report for the 1984 for the Article IV Consultation*, 18 de septiembre de 1984.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *Colombia: Recent Economic Developments*, junio de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *Colombia-Arrangement to Monitor Economic Program*, agosto de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *Meetings of the GATT Committee on Balance of Payments Restrictions*, diciembre de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *Staff Report for the 1985 for the Article IV Consultation*, junio de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *The Chairman Summing Up at the Conclusion of the 1985 Article IV Consultation with Colombia*, agosto de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1985). *The Role of the Fund in Assisting Members with Commercial Banks and Official Creditors*, julio de 1985.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1986). *Colombia: Recent Economic Developments*, noviembre de 1986.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1987). Colombia: Recent Economic Developments, diciembre de 1987.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1987). Staff Report for the 1987 for the Article IV Consultation, noviembre de 1987.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1988). Capital Mobility and Monetary Policy in Colombia, agosto de 1988.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1988). Colombia: Recent Economic Developments, septiembre de 1988.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1988). Staff Report for the 1988 for the Article IV Consultation, agosto de 1988.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1988). The Case for Earmarked Taxes, Theory and an Example, febrero de 1988.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1989). Colombia: Recent Economic Developments, noviembre de 1989.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1989). Staff Report for the 1989 for the Article IV Consultation, noviembre de 1989.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1990). Colombia: Staff Report for the Evaluation of Economic Policies in 1990 and the Medium Term in Line with the Provisions of Article IV, junio de 1990.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1990). Staff Report for the 1990 Article IV Consultation, 28 de diciembre de 1990.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1990). Statement by the Staff Representative of Colombia, 11 de abril de 1990.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1991). Colombia-Economic Adjustment and the Poor, agosto de 1991.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1991). Colombia-Recent Economic Developments, 31 de enero de 1991.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1991). Colombia-Staff Report for the Semi-Annual Discussions under the Provisions of Article IV, 10 de octubre de 1991.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1991). Output Fluctuations and Monetary Shocks: Evidence from Colombia, marzo de 1991.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1992). Colombia, Staff Report for the Semi-Annual Discussions under the Provisions of Article IV, 11 de diciembre de 1992.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1992). Colombia-Recent Economic Developments, 15 de mayo de 1992.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1992). Colombia-Staff Report for the 1992 Article IV Consultation, 6 de mayo de 1992.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1993). A Cautionary Note on the Use of Exchange Rate Indicators, marzo de 1993.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1993). *Colombia-Recent Economic Developments*, 4 de agosto de 1993.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1993). *Colombia-Staff Report for the 1993 Article IV Consultation*, 30 de julio de 1993.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1993). *Recent Experiences with the Surges of Capital Flows*, 21 de mayo de 1993.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1994). *Colombia-Recent Economic Developments*, 30 de diciembre de 1994.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1994). *Colombia-Staff Report for the 1994 Article IV Consultation*, 21 de diciembre de 1994.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1994). *Financial Market Fragilities in Latin America, From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges*, octubre de 1994.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1994). *Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence*, febrero de 1994.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1995). *A Survey of Economic Policies and Macroeconomic Performance of Chile and Colombia, 1970-1995*, diciembre de 1995.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1995). *Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for Fund Policy*, 7 de julio de 1995.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1995). *Colombia-Staff Report for the 1995 Article IV Consultation*, 28 de diciembre de 1995.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1995). *Exchange Rate Bands and Shifts in the Stabilization Policy Regime: Issues Suggested by the Experience of Colombia*, abril de 1995.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1996). *Colombia-Recent Economic Developments*, 9 de enero de 1996.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1996). *Current Account Sustainability: Selected Asian and Latin American Experiences*, octubre de 1996.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1996). *Implications of a Surge of Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy*, mayo de 1996.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1997). *Colombia-Recent Economic Developments*, 11 de julio de 1997.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1997). *Colombia-Recent Economic Developments*, 23 de mayo de 1997.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1998). *Colombia: Selected Issues and Statistical Appendix*, 6 de noviembre de 1998.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1998). *Colombia-Staff Report for the 1998 Consultation*, 30 de octubre de 1998.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1998). *Inflation, Uncertainty and Growth in Colombia*, noviembre de 1998.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1998). *Interest Spreads in Banking: Costs, Financial Taxation, Market Power and Loan Quality in the Colombian Case, 1974-1996*, agosto de 1998.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1999). *Colombia-Staff Report for the 1999 Article IV Consultation and Request for an Extended Agreement*, 6 de diciembre de 1999.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1999). *Colombia-Statistical Appendix*, 10 de diciembre de 1999.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (1999). *Country Experiences with the Liberalization of Capital Controls*, 29 de agosto de 1999.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2000). *Colombia: First Review of the Extended Arrangement*, 24 de agosto de 2000.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2000). *Colombia: First Review of the Extended Arrangement*, 5 de septiembre de 2000.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2000). *President of Colombia Meets Acting Managing Director*, 11 de abril de 2000.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2000). *Statement by Mr. Portugal and Mr. Junguito on Colombia*, 7 de septiembre de 2000.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2001). *Bank Debit Taxes in Latin America: An Analysis of Recent Trends*, mayo de 2001.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2001). *Colombia-2001 Article IV Consultation and Second Review under the Extended Arrangement*. Staff Report, 14 de marzo de 2001.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2001). *Selected Issues and Statistical Appendix*, 20 de marzo de 2001.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2002). *Colombia-Third Review of the Extended Arrangement*. Staff Report, febrero de 2002.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2003). *Colombia-2002 Article IV Consultation and Request for a Stand-By Arrangement*. Staff Report, enero de 2003.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2004). *Colombia- Second Review under the Stand-By Arrangement*, enero de 2004.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2004). *Colombia-Third Review of the Stand-By Arrangement*, julio de 2004.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2005). *Colombia-2005 Article IV Consultation and Fourth Review under The Stand-By Arrangement*, mayo de 2005.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2005). *Colombia-Financial Stability Assessment Update*, agosto de 2005.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2005). *Colombia-First Review under the Stand-By Arrangement*, 4 de octubre de 2005.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2006). *Colombia-Second Review under the Stand-By Arrangement*, 24 de mayo de 2006.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2006). *Colombia-Staff Report for the 2006 Article IV Consultation and Third and Final Review under the Stand-By Arrangement*, 16 de octubre de 2006.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2006). *Financial System Stability Assessment-2005 Report*, 2006.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2007). *Colombia, Selected Issues*, 26 de diciembre de 2007.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2007). *Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*, 21 de diciembre de 2007.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2007). *Statement of the Fondo Monetario Internacional [FMI]. Mission to Colombia*, 30 de mayo de 2007.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2007). *Statement of the Fondo Monetario Internacional [FMI]. Mission to Colombia*, 7 de noviembre de 2007.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2008). *Colombia: Selected Issues*, 19 de diciembre de 2008.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2008). *Is Central Bank Intervention Effective under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia*, abril de 2008.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2008). *Staff Report for the 2008 Article IV Consultation*, 19 de diciembre de 2008.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2009). *Are Capital Controls Effective in the XXI Century? The Recent Experience of Colombia*, febrero de 2009.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2009). *Colombia: Arrangement under The Flexible Credit Line and Staff Report*, mayo de 2009.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2009). *Flexible Credit Line: Colombia Seeks \$10.4 Billion Credit Line from the FONDO MONETARIO INTERNACIONAL [FMI]*, 21 de abril de 2009.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2010). *Colombia: 2010 Article IV Consultation and Staff Report*, mayo de 2010.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2010). *Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries*, diciembre de 2010.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2011). *Colombia-Arrangement under the Flexible Credit Line and Cancellation of the Current Arrangement; Staff Report*, julio de 2011.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2011). *Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Countries in the 2000's*, diciembre de 2011.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2012). *Review under the Flexible Credit Line*, abril de 2012.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2013). *Colombia- Arrangement under the Flexible Credit Line*, 7 de junio de 2013.

- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2013). *Colombia, Financial Stability Assessment*, 9 de enero de 2013.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2013). *Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, 8 de enero de 2013.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2014). *Colombia: 2014 Article IV Consultation and Staff Report*, mayo de 2014.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2014). *Selected Issues*, 5 de mayo de 2014.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2015). *Colombia: 2015 Article IV Consultation*, junio de 2015.
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. *Publicaciones del Fondo Monetario Internacional 2010-2015*
- Garay, L. J. (1991). *Colombia y la crisis de la deuda*, Bogotá: Universidad Nacional de Colombia; Cinep.
- Junguito, R. (1985). *Memoria del ministro de Hacienda*, julio de 1984-septiembre de 1985.
- Junguito, R.; Pizano, D. (eds.) (1997). *Instituciones e instrumentos de la política cafetera en Colombia*, Bogotá: Fedesarrollo; Fondo Cultural Cafetero.
- Junguito, R.; Rincón, H. (2007). “Las finanzas públicas en el siglo XX”, en Robinson y Urrutia (eds.), *Economía colombiana del siglo XX: un análisis cuantitativo*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica; Banco de la República.
- Sanz, C. (1965). *Una época difícil*, Colección Aventura del Desarrollo 7, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Thorp, R.; Whitehead, L. (1986). *La crisis de la deuda de América Latina*, Bogotá: Siglo XXI Editores.

Acerca de los autores

Adolfo Meisel Roca es economista por la Universidad de los Andes con una maestría y doctorado en Economía por la Universidad de Illinois, Urbana-Champaign, y una maestría en Sociología por la Universidad de Yale. Tiene estudios avanzados en economía internacional del Instituto de Economía Mundial, Kiel (Alemania). Ingresó al Banco de la República el 27 de abril de 1987 y ha ocupado los cargos de codirector de la Junta Directiva y gerente de la sucursal Cartagena, entre otros. Su trayectoria laboral también incluye: director general del Icetex, en Bogotá; secretario de Promoción y Desarrollo de la Cámara de Comercio de Cartagena, y director regional del Icetex, Regional Bolívar. Tiene numerosas publicaciones sobre economía regional, finanzas públicas e historia económica.

Fabio Sánchez Torres es profesor titular de la Universidad de los Andes; Ph.D. en Economía, por la Rutgers University y estudió Filosofía y Literatura en la Universidad de los Andes. Sus temas de interés son desarrollo económico, economía laboral, historia económica y política económica, entre los más destacados.

José Darío Uribe Escobar es economista por la Universidad de Antioquia (1981) y la Universidad de los Andes (1984) y administrador de negocios por la Universidad Eafit (1981). Cursó una maestría (1984) y un doctorado en economía (1989) en la Universidad de Illinois (Urbana-Champaign). Ha sido docente de las universidades Javeriana y de los Andes, jefe de la Unidad de Programación Global en el Departamento de Planeación, y gerente general del Banco de la República. Fue reconocido como el mejor banquero central de Latinoamérica en los años 2007 y 2012, de acuerdo con la revista inglesa *Emerging Markets*. Actualmente se desempeña como presidente ejecutivo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

Juan Guillermo Bedoya Ospina es economista por la Universidad Nacional de Colombia, con maestría en Economía de la Universidad de los Andes. Actualmente se desempeña como investigador júnior en el Centro de Estudios

para el Desarrollo Económico (CEDE) de la Universidad de los Andes. También fue asistente de investigación en Fedesarrollo. Su trabajo se ha enfocado en temas de desarrollo económico, movilidad social y descentralización desde el punto de vista micro, además de explorar el comportamiento de los ciclos de crédito en América Latina.

Juliana Jaramillo Echeverri es economista por la Universidad de Antioquia, con un doctorado en historia económica del London School of Economics. Actualmente se desempeña como investigadora junior en el Banco de la República de Colombia y trabaja en el Centro de Estudios Económicos Regionales (CEER) en Cartagena. Su investigación se centra en el estudio de cambios socioeconómicos en Colombia y de sus desigualdades a nivel regional e individual.

Javier G. Gómez Pineda es autor del libro *Dinero, banca y mercados financieros: los países emergentes en la economía global*. Es investigador del Banco de la República en donde fue coautor del artículo “La implementación de inflación objetivo en Colombia”. Sus áreas de investigación son la economía monetaria y la economía internacional. Es doctor en Economía por la Universidad de Chicago.

Antonio Hernández Gamarra es economista por la Universidad Nacional de Colombia. Se desempeñó como profesor en las universidades Nacional y de los Andes, y fue decano de Economía de las universidades del Valle y Externado de Colombia. Ocupó los cargos de ministro de Agricultura, codirector de la Junta Directiva del Banco de la República y contralor general de la República. Es autor de numerosas publicaciones, entre otras, *La moneda en Colombia* (Villagas Editores) y *La moneda y el debate monetario en Colombia*.

Alberto Boada Ortiz es abogado por la Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá, especializado en Derecho de Empresa por la Universidad de Navarra (España) y de Contratación Internacional por la Universidad de los Andes, con un LLM en Regulación Bancaria de Boston University. Se ha desempeñado como asesor del Ministerio de Justicia, director de inversión extranjera del Departamento Nacional de Planeación, vicepresidente jurídico oficial de cumplimiento del grupo ING, abogado asesor de la Junta Directiva del Banco de la República y actualmente se desempeña como su secretario.

Carolina Gómez Restrepo es ingeniera civil por la Escuela de Ingeniería de Antioquia, con estudios de economía para graduados en la Universidad de los Andes y maestrías en Economía de la Universidad Nacional, sede Mede-

llín, y en manejo de política económica de la Universidad de Columbia, Nueva York. En la actualidad se desempeña como investigadora júnior del Banco de la República. Ha participado en proyectos institucionales y sus publicaciones se han centrado, principalmente, en el manejo de portafolios de las administradoras de los fondos de pensiones y el impacto de sus operaciones en los mercados financieros.

Marcela Ocampo Duque es abogada por la Pontificia Universidad Javeriana con maestría en Derecho de la Universidad de Friburgo (Alemania). Gerente Ejecutiva del Banco de la República; se desempeñó como abogada asesora de la Secretaría de la Junta Directiva del Banco de la República, subdirectora técnica del Departamento de Cambios Internacionales del Banco de la República, secretaria general del Ministerio de Relaciones Exteriores, asesora del ministro de Hacienda y Crédito Público, entre otros. En la actualidad es gerente ejecutiva del Banco de la República. Ha sido profesora de derecho cambiario en las universidades de los Andes, Pontificia Universidad Javeriana y del Rosario.

Rudolf Hommes R. es administrador de empresas y economista. Obtuvo un bachelor of science en Administración industrial de la Universidad Estatal de California (Sacramento) en 1969 y master en Administración (MBA) en 1970, en la misma universidad. En 1974 obtuvo un Ph.D. en Administración de empresas de la Universidad de Massachusetts en Amherst. Fue ministro de Hacienda entre 1990 y 1994. Dirigió el equipo de las reformas económicas que derivaron en la Apertura y que transformaron sustancialmente la economía colombiana. Orientó las reformas constitucionales de 1991 en el campo económico, incluyendo la que dio lugar a un banco central independiente. Rector de la Universidad de los Andes entre 1995 y 1997. Desde 1998 hasta 2003 fue socio de Violy Byorum and Partners, un banco de inversión de Nueva York especializado en adquisiciones y fusiones. En 2003 fue cofundador de una empresa de banca de inversión que ha operado hasta la fecha en Bogotá (Colombia) y ha realizado importantes transacciones privadas. Desde 1994 escribe algunas columnas semanales para *El Tiempo*, *El Herald*, *El Colombiano*, *El Universal* y otros periódicos regionales.

José Elías Melo A. es abogado por la Pontificia Universidad Javeriana con especialización en ciencias socioeconómicas. Ha ocupado los cargos de secretario de la Junta Monetaria, viceministro y ministro encargado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, ministro de Trabajo y Seguridad Social y superintendente bancario. También se desempeñó como presidente del Banco del Estado y de Megabanco, S. A.

Gerardo Hernández Correa es abogado por la Universidad de los Andes con especialización en derecho administrativo de la Universidad del Rosario. Actualmente es codirector de la Junta Directiva del Banco de la República. Se ha desempeñado como superintendente financiero; gerente ejecutivo y secretario de la Junta Directiva del Banco de la República; viceministro de Trabajo; jefe de la Unidad de Desarrollo Empresarial del Departamento Nacional de Planeación; asesor del director ejecutivo de Colombia y Perú ante el Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Interamericana de Inversiones; y director general administrativo y subdirector de Crédito Público Interno en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Como superintendente financiero actuó como presidente del Comité Regional del Financial Stability Board, presidente del Consejo del Instituto Iberoamericano de Valores y miembro de la Junta Directiva de la Asociación de Supervisores Bancarios de América Latina (ASBA). Consultor del FMI y del Banco Mundial en temas de banca central y del sistema financiero. Participó en la negociación de varios tratados bilaterales de inversión y del tratado de libre comercio con los Estados Unidos.

Ángela Camila Gamba Tiusabá es economista y magíster en Economía por la Universidad de los Andes. Sus áreas de trabajo son en economía monetaria, economía financiera y política social.

José E. Gómez González tiene un doctorado en Economía de Cornell University. Es investigador principal del Banco de la República. Ha publicado sus trabajos en revistas nacionales e internacionales, incluyendo *The Lancet*, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, *Finance Research Letters*, *Economic Modelling*, y *Contemporary Economic Policy*, entre otros.

David Perez-Reyna tiene un doctorado y una maestría en Economía de University of Minnesota, otra maestría en Economía de la Universidad de los Andes y es matemático de la misma universidad. Actualmente es profesor asistente de su Departamento de Economía. Trabajó en el Banco de la República como investigador.

Hernando Vargas H. es Ph.D. en Economía por la Universidad de Illinois, Urbana-Champaign; tiene un Master of Science en la misma universidad y es economista por la Universidad de los Andes. Actualmente se desempeña como gerente técnico del Banco de la República.

Norberto Rodríguez N. es estadístico por la Universidad Nacional de Colombia con maestría de la Universidad de Texas en Austin; actualmente es

econometrista principal del Banco de la República y profesor catedrático de la Universidad Nacional de Colombia. Es coautor y autor de varios artículos sobre econometría, estadística y macroeconomía publicados en revistas y libros tanto nacionales como internacionales.

Enrique López E. es economista por la Universidad Nacional de Colombia y obtuvo un DEA en análisis y política económica otorgado por la École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (Ensaie, Francia). Actualmente es investigador principal y asesor del Banco de la República. Es coautor y autor de varios libros y artículos sobre macroeconomía y temas sectoriales. Por su trayectoria investigativa recibió la Mención de Honor de la Fundación Alejandro Ángel Escobar en 2005 y el primero y segundo lugar del concurso convocado por el Banco Central de Guatemala en 2009 y 1999, respectivamente. Ha sido profesor en el área de macroeconomía y política monetaria en la universidad Externado de Colombia y Pontificia Universidad Javeriana. Actualmente es profesor asociado en el área de macroeconomía de la Universidad Nacional de Colombia.

Juan José Echavarría es ingeniero administrativo por la Escuela de Minas de la Universidad Nacional de Colombia, sede Medellín; cuenta con un doctorado en Economía de la Universidad de Oxford, St Anthony's College. Es autor de varios libros y artículos publicados tanto nacional como internacionalmente. Ha dictado cátedras de Macroeconomía, Econometría y Comercio Internacional en prestigiosas universidades como Oxford, los Andes, Nacional de Colombia, Externado de Colombia, Javeriana y el Rosario. Entre sus cargos más destacados, ha sido gerente general (2017-2021) y codirector (2003-2017) de la Junta Directiva del Banco de la República; director de la Misión para la Reestructuración del Café en Colombia; director programático de la Fundación Buen Gobierno; director ejecutivo (1998-2003) y subdirector (1989-1990) de Fedesarrollo; ministro plenipotenciario de Colombia ante la OEA, y viceministro de Comercio (1994-1998). Dirigió el censo cafetero nacional en la Federación Nacional de Cafeteros (1990-1992) y fue decano de Economía en la Universidad Nacional en 1984-1985.

Fernando Tenjo es economista y magister en Economía por la Universidad de los Andes; cuenta con un magíster y un doctorado del Institute of Social Studies, La Haya (Holanda). Fue miembro de la Junta Directiva del Banco de la República entre marzo de 2001 y enero de 2013; director general del Cemla entre 2013 y 2018; director ejecutivo alterno por Colombia en el Banco Interamericano de Desarrollo, y subdirector general del Departamento Nacional de Planeación. Ha sido catedrático e investigador en varias universidades.

Es autor de varios artículos publicados en revistas académicas nacionales e internacionales.

Miguel Urrutia tiene un BA de Harvard y un Ph.D. de la Universidad de California en Berkeley. Actualmente es profesor de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes. Entre sus publicaciones se encuentran: *Historia del sindicalismo en Colombia*, *Gremios, política económica y democracia*, *La distribución del ingreso en Colombia*, *Los de arriba y los de abajo*, y *Compendio de estadísticas históricas de Colombia*. Ha publicado varios artículos en libros y revistas especializadas. Entre los más citados se encuentran “On the Absence of Economic Populism in Colombia”, en R. Dornbusch y S. Edwards (eds.), *The Macroeconomics of Economic Populism in Latin America*, y “Lecciones del siglo XX en el manejo monetario de las crisis”. Ha sido director del CEDE, Fedesarrollo y Planeación Nacional, ministro de Minas y Energía, y gerente general del Banco de la República.

Pamela Cardozo es ingeniera industrial por la Universidad de los Andes, con una maestría en Economía de dicha universidad; cuenta con un doctorado en Economía de la Queen's University, Canadá. Se desempeñó como subgerente monetaria y de Inversiones Internacionales en el Banco de la República. También, fue investigadora y profesional de la sección de Mercado de Capitales en la misma subgerencia. En la actualidad se desempeña como Senior Financial Expert en el Fondo Monetario Internacional. Es autora y coautora de varios artículos publicados en revistas académicas.

Roberto Junguito es economista por la Universidad de los Andes con posgrados en Economía y Demografía de la Universidad de Princeton. Ha sido profesor de la Universidad de los Andes, director gremial, ministro de Hacienda y de Agricultura, miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, director por Colombia en la Junta del Fondo Monetario Internacional y embajador de Colombia. Actualmente se desempeña como asesor externo de Goldman Sachs para Colombia, consultor económico independiente e investigador en historia económica de la Universidad Sergio Arboleda.

Historia del Banco de la República, cien años
se terminó de imprimir en Bogotá, en noviembre
de 2023, por la Imprenta Editores S. A.

Seguir la menor o mayor autonomía de la autoridad monetaria a lo largo de su historia ayuda a entender los retos que el banco central ha tenido que enfrentar, y aún más los desafíos que encararon quienes elaboraron las reformas de 1991, lo cual es expuesto con fascinante detalle en esta obra. Asimismo, se muestra el peso que ha tenido el Banco de la República en la vida cultural de Colombia, el cual quizá no tiene equivalente en el mundo.

José Darío Uribe Escobar
(fragmento del prólogo)

