



# Ensayos de historia económica

Cien años del  
Banco de la  
República

José Antonio Ocampo Gaviria  
Antonio Hernández Gamarra  
Carlos Caballero Argáez  
Miguel Urrutia Montoya  
Samuel Pienknagura Lóor  
Luis Jácome Hidalgo  
(autores)

Leonardo Villar Gómez  
Pilar Esguerra Umaña  
(editores)

**CAF** BANCO DE DESARROLLO  
DE AMÉRICA LATINA  
Y EL CARIBE



— AÑOS —  
Generando confianza

# Ensayos de historia económica Cien años del Banco de la República





# Ensayos de historia económica

## Cien años del Banco de la República

Leornado Villar Gómez  
Pilar Esguerra Umaña  
(editores)



Ensayos de historia económica. Cien años del Banco de la República / José Antonio Ocampo Gaviria [y otros seis]. -- Edición Leonardo Villar Gómez, Pilar Esguerra Umaña. --

Bogotá: Banco de la República, 2023.  
502 páginas; 24 cm.  
Incluye bibliografía.

1. Banco de la República (Bogotá) - Historia - 1923-2023  
2. Bancos centrales - Historia - Colombia 4. Historia económica - Colombia 5. Crisis económica - Historia - Colombia 6. Inflación - América Latina 7. Colombia - Política monetaria I. Ocampo Gaviria, José Antonio, 1952- , autor II. Villar Gómez, Leonardo, editor  
III. Esguerra Umaña, Pilar, Editora  
330.9861 cd 22 ed.

Noviembre de 2023

ISBN impreso 978-958-664-473-0  
<https://doi.org/10.32468/Ebook.664-473-0>

Fotografía: cortesía revista *Cromos*  
Bogotá, marzo de 1923

Diseño de portada e interiores  
Adrián Díaz

Corrección de estilo  
Fernando Carretero

Revisión de pruebas  
Luis Eduardo Castellanos  
Carolina Torres  
Carol Alvear Vega

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

## **XI PRÓLOGO**

Leonardo Villar Gómez

## **1 CAPÍTULO 1**

### **UNA HISTORIA DE LAS CRISIS ECONÓMICAS DE COLOMBIA**

José Antonio Ocampo

- 1 1.1 Introducción
- 3 1.2 Las crisis económicas desde comienzos del siglo XX
- 10 1.3 Los antecedentes: las crisis durante la era de las exportaciones
- 15 1.4 Las crisis de los años 1930, la Segunda Guerra Mundial y la era de la industrialización
  - 15 1.4.1 La Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial
  - 22 1.4.2 Un periodo de crisis recurrentes de balanza de pagos
- 28 1.5 Las crisis más recientes
  - 28 1.5.1 Las crisis de fines del siglo XX
  - 41 1.5.2 La crisis del siglo XXI
- 48 Referencias
- 52 ANEXO 1**
- 52 Fuente de las series macroeconómicas

## **53 CAPÍTULO 2**

### **CIEN AÑOS DE REGÍMENES CAMBIARIOS EN COLOMBIA: 1923-2023**

Carlos Caballero Argáez y Pilar Esguerra Umaña

- 53 2.1 Introducción
- 61 2.2 El patrón oro: bonanza externa y crisis económica
- 65 2.3 1932-1933: patrón oro “controlado”

68	2.4	1933-1939: cambio semilibre
73	2.5	1939-1945: la Segunda Guerra Mundial, control estricto de cambios y sobrantes de reservas
79	2.6	La posguerra, 1945-1955: el inicio de la relación con el Fondo Monetario Internacional
92	2.7	1956-1962: ajuste exitoso y nueva crisis cambiaria
109	2.8	1962-1966: ¿estabilización o desarrollo?
119	2.9	El Decreto 444 y el manejo cambiario, 1967-1975
130	2.10	La bonanza y destorcida cafetera, 1976-1982
138	2.11	1982-1990: la crisis de la deuda y el ajuste cambiario
152	2.12	Los años 1990: la transición hacia la flexibilidad cambiaria
164	2.13	La flexibilidad cambiaria, 2000-2020
176	2.14	El choque sanitario, 2020-2023
184		Referencias
<b>190</b>		<b>ANEXOS</b>
<b>190</b>		<b>Anexo 2.1</b>
		Histórico de los compromisos crediticios de Colombia con el Fondo Monetario Internacional
<b>191</b>		<b>Anexo 2.2</b>
		Tasas de cambio múltiples
<b>194</b>		<b>Anexo 2.3</b>
		Resolución Externa núm. 1 de la Junta Directiva del Banco de la República
<b>212</b>		<b>Anexo 2.4</b>
		Monedas y sus siglas
<b>213</b>		<b>Anexo 2.5</b>
		Monedas y sus siglas
<b>215</b>		<b>CAPÍTULO 3</b>
		<b>ADAPTACIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA A LOS CAMBIOS EN LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y DE CRÉDITO: 1923-2023</b>
		Miguel Urrutia
215	3.1	Introducción
216	3.2	El patrón oro
220	3.3	La fase de la política monetaria y cambiaria activa: 1932-1951
222	3.4	La introducción del crédito de fomento
232	3.5	La creación de la Junta Monetaria
236	3.6	El diseño de la política monetaria y el proceso de capacitación dentro del Banco
237	3.7	Orígenes de la reforma de 1991

238	3.8	El Banco Central independiente a partir de 1991
239	3.8.1	Cambios en la política monetaria, análisis técnico y comunicaciones
242	3.8.2	Política cambiaria
243	3.8.3	Sistemas de pagos
243	3.8.4	Planta de personal
246	3.9	Actividad cultural
248	3.10	La banca central del futuro: ¿hacia dónde va el Banco de la República?
250	3.11	Referencias

## **253    CAPÍTULO 4**

### **CIEN AÑOS DE INFLACIÓN EN COLOMBIA: EVOLUCIÓN Y CONTROL**

Antonio Hernández Gamarra

253	4.1	Introducción
259	4.2	La medición de la inflación
261	4.3	Periodo 1923-1928
264	4.3.1	La Misión Kemmerer y sus primeros resultados
266	4.3.2	Visión macroeconómica de Kemmerer
273	4.3.3	La inflación y el entorno macroeconómico
278	4.3.4	El crecimiento de los medios de pago y la inflación
279	4.3.5	Repercusiones y debates sobre el proceso inflacionario
282	4.4	Periodo 1929-1935
282	4.4.1	Inicio de la crisis y primeros efectos
285	4.4.2	Política económica y cambios institucionales
290	4.4.3	El crecimiento económico
291	4.4.4	Origen de la base monetaria y los medios de pago
293	4.4.5	Evolución de los medios de pago
294	4.4.6	Comportamiento del nivel general de precios
294	4.4.7	El debate sobre la política económica durante la depresión
297	4.5	Periodo 1936-1972
298	4.5.1	Cambios institucionales y concepción sobre el manejo de la política económica
299	4.5.1.1	El Banco de la República: ente promotor del crecimiento económico
303	4.5.1.2	La creación de la Junta Monetaria y la bifurcación de la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia
305	4.5.1.3	La evolución de la tasa de cambio nominal
309	4.5.2	El entorno macroeconómico
313	4.5.3	Crecimiento de los medios de pago
316	4.5.4	Evolución del nivel general de precios y su relación con el crecimiento de los medios de pago

319	4.5.5	Debate sobre la institucionalidad y controversias sobre el manejo de la política económica
324	4.6	Periodo 1973-1999
325	4.6.1	Cambios institucionales y sus implicaciones
325	4.6.1.1	Remuneración real de los ahorros, expansión del sistema financiero e indexación parcial de la economía
329	4.6.1.2	Eliminación del control de cambios y liberación financiera
330	4.6.1.3	La independencia del Banco de la República
335	4.6.2	Entorno macroeconómico
335	4.6.2.1	Crecimiento económico
339	4.6.2.2	Evolución de las disponibilidades de cambio exterior
344	4.6.2.3	El déficit fiscal y su financiación
346	4.6.3	El crecimiento de los medios de pago y la política monetaria
351	4.6.4	Evolución del nivel general de precios y su relación con el crecimiento de los medios de pago
352	4.6.5	Debate sobre la institucionalidad y controversias sobre el manejo de la política antiinflacionaria
355	4.7	Periodo 2000-2022
356	4.7.1	Los cambios institucionales que hicieron posible la estrategia de inflación objetivo
367	4.7.2	Entorno macroeconómico
368	4.7.2.1	Crecimiento económico
370	4.7.2.2	Evolución de las disponibilidades de cambio exterior
374	4.7.3	El crecimiento de los medios de pago
375	4.7.4	Evolución del nivel de precios
378	4.7.4.1	2006
378	4.7.4.2	2008
378	4.7.4.3	2015
379	4.7.4.4	2019
379	4.7.4.5	2020
380	4.7.5	Controversias sobre la política antiinflacionaria
381	4.7.6	La relación entre la inflación y el exceso de crecimiento en los medios de pago
384	4.8	Cien años de inflación en Colombia: síntesis y conclusiones
387	4.9	Referencias
<b>395</b>	<b>ANEXOS</b>	
<b>395</b>	<b>Anexo 4.1</b>	
		Análisis econométrico de la relación entre el nivel de precios y el exceso en los medios de pago
		Luis Eduardo Castellanos Rodríguez
397	A.4.1.1	Diagnósticos sobre los residuales de la regresión

## **399 Anexo 4.2**

Fuentes de las estadísticas y bases de los cálculos

Luis Eduardo Castellanos Rodríguez

### **399 FUENTES**

- 399 A.4.2.1 IPC
- 399 A.4.2.2 PIB nominal, PIB real, estructura y crecimiento
- 400 A.4.2.3 Deflactor del PIB
- 400 A.4.2.4 M1, base monetaria y sus componentes
- 400 A.4.2.5 Componentes de los medios de pago y origen ampliado de la Base
- 401 A.4.2.6 Balanza de pagos ajustada (BPA)
- 401 A.4.2.7 Balanza cambiaria (X-M)
- 401 A.4.2.8 Endeudamiento externo privado (EEPr)
- 402 A.4.2.9 Financiación monetaria del déficit fiscal (FMDf)
- 402 A.4.2.10 Crédito interno del Banco de la República al sistema bancario (CIB Sist. Banc.)
- 402 A.4.2.11 Crédito interno del Banco de la República al sector privado (CIBpr)
- 402 A.4.2.12 Índice de exceso en los medios de pago
- 403 A.4.2.13 Precios del café
- 403 A.4.2.14 Gasto del Gobierno
- 403 A.4.2.15 Otras variables
- 403 A.4.2.16 Resumen de la base de datos
- 404 A.4.2.17 Referencias

## **413 CAPÍTULO 5**

### **INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA: UNA MIRADA HISTÓRICA**

Luis I. Jácome

Samuel Pienknagura

- 413 5.1 Introducción
- 417 5.2 La caída y el aumento de la independencia de los bancos centrales
- 418 5.2.1 El índice IBC
- 424 5.2.2 Los primeros años de los bancos centrales
- 431 5.2.3 La fase desarrollista
- 436 5.2.4 La estabilización económica
- 442 5.3 El ascenso y la caída de la inflación
- 447 5.4 Independencia de los bancos centrales e inflación: una evaluación empírica
- 447 5.4.1 Los datos
- 448 5.4.2 Enfoque econométrico

450	5.5	Resultados
450	5.5.1	Evidencia de las regresiones de panel
453	5.5.2	Evidencia de las proyecciones locales
462	5.5.3	IBC y riesgos de inflación extrema
468	5.6	Conclusión
469	5.7	Referencias
<b>474</b>	<b>ANEXOS</b>	
<b>474</b>	<b>Anexo A5.1</b>	Índice IBC: criterios y codificación
<b>479</b>	<b>Anexo A5.2</b>	La evolución de la independencia de los bancos centrales en América Latina
<b>481</b>	<b>Anexo A5.3</b>	Inflación alta y moderada en América Latina
<b>483</b>	<b>Anexo A5.4</b>	La independencia de los bancos centrales en América Latina

## PRÓLOGO

---

*Leonardo Villar Gómez*

El 23 de julio de 1923 tuvo lugar la fundación del Banco de la República. Su diseño siguió las recomendaciones de la misión dirigida por Edwin Kemmerer, el asesor norteamericano que por esa misma época lideró el establecimiento de bancos centrales con características similares en todos los países andinos de Suramérica: Ecuador, Perú, Bolivia y Chile. El centenario de esa fecha constituye una gran oportunidad para reflexionar sobre el papel que ha cumplido el Banco en la historia económica colombiana durante el siglo transcurrido desde su fundación. Gracias al apoyo del Banco de Desarrollo de América Latina-CAF, y de su presidente Sergio Díaz-Granados, hemos podido publicar en este libro cinco ensayos de gran relevancia para dicha reflexión.

Los primeros cuatro fueron elaborados por autores que aparte de ser ampliamente reconocidos como historiadores, han sido también actores importantes de la política económica de Colombia y han estado vinculados directamente al Banco y a su Junta Directiva. José Antonio Ocampo presidió la Junta en dos oportunidades como ministro de Hacienda, entre agosto de 1996 y noviembre de 1997 y entre agosto de 2022 y abril de 2023, y fue codirector entre 2018 y 2019. Miguel Urrutia fue gerente general durante doce años a partir de 1993 y había sido previamente codirector desde la creación de la Junta Independiente por parte de la Constitución de 1991. Antonio Hernández Gamarra, por su parte, fue codirector entre 1996 y 2001 y Carlos Caballero, quien en este artículo está acompañado de Pilar Esguerra como coautora, lo fue entre 2001 y 2003.

El quinto ensayo presenta una visión más global sobre la evolución de la independencia de los bancos centrales de América Latina y su impacto sobre la inflación. Sus autores son Luis Jácome, quien fue presidente del Banco Central del Ecuador y actualmente está vinculado al Fondo Monetario Internacional y a la Universidad de Georgetown, y Samuel Pienknagura, economista sénior del Banco Mundial. El trabajo de estos autores permite apreciar el cúmulo de similitudes que, sin perjuicio de las características idiosincráticas de cada país, tuvieron esos bancos a lo largo del último siglo, pasando de regirse por el patrón oro en sus fases iniciales a convertirse de hecho en bancos de desarrollo hacia mediados del siglo XX y a constituirse como entes autónomos y con mandatos antiinflacionarios explícitos en la última década de ese mismo siglo.

El capítulo de José Antonio Ocampo sobre la “Historia de las crisis económicas de Colombia” corresponde en alto grado a la disertación realizada por el autor para su ingreso como Académico de Número de la Academia Colombiana de Historia en la sesión del 5 de julio de 2022, pocos días antes de su posesión como primer ministro de Hacienda de la administración de Gustavo Petro.

El capítulo analiza las crisis económicas del país durante el último siglo, aunque teniendo como referencia las que le precedieron desde mediados del siglo XIX. Ocampo destaca que dichas crisis han estado asociadas a eventos internacionales, tanto de carácter global, como específicos de las economías emergentes o de América Latina. La evolución de los precios externos de nuestras principales exportaciones y los cambios en los flujos de financiamiento externo privado han sido también determinantes importantes de esas crisis.

Sin embargo, su origen externo no exime a la política monetaria, cambiaria y crediticia de haber sido relevante en la forma como se manifestó cada crisis. En general durante el siglo XX, las políticas tuvieron un carácter procíclico, con aumentos del gasto durante los auges externos y recortes durante el ajuste, y magnificaron el impacto de las crisis en la actividad económica y el empleo. Las crisis tuvieron mayor impacto sobre la actividad en el periodo de entreguerras y después de los años ochenta, y fueron menos severas en el periodo comprendido entre finales de la Segunda Guerra Mundial y los años setenta, lo cual puede asociarse según el autor a los avances en la industrialización del país en este último lapso.

En los primeros años del siglo XXI, el manejo de la política económica colombiana pudo ser más contracíclico. Esta característica se observó incluso en la que el autor ha denominado de manera muy apropiada la crisis del Atlántico Norte

de 2008 y 2009. Sin embargo, a juicio de Ocampo, con la caída del precio del petróleo en 2014 el manejo fue nuevamente procíclico, con aumentos de tasas de interés del Banco y mayor austeridad fiscal, a pesar de que esta no se reflejó en menor déficit porque la caída de los ingresos públicos, en particular los petroleros, fue mayor que la contracción del gasto. La crisis de la pandemia en cambio requirió de un manejo agresivo contracíclico, tanto por el lado fiscal como monetario. Después del paro nacional de mayo y junio de 2021 estas políticas repercutieron en una rápida recuperación de la economía, alta inflación y aumento del endeudamiento público que han requerido posteriormente de un fuerte ajuste fiscal y monetario para regresar a un crecimiento sostenible, el principal reto que enfrenta actualmente la economía colombiana.

El capítulo “Cien años de regímenes cambiarios: 1923-2023”, de Carlos Caballero Argáez y Pilar Esguerra, ilustra cómo las ideas sobre el manejo de la tasa de cambio fueron cambiando a lo largo de los cien años transcurridos entre la creación del Banco de la República y la actualidad. El país pasó por el patrón oro puro, el patrón oro controlado, los tipos de cambio múltiples con una tasa fija y otra semilibre, el de minidevaluaciones diarias, la banda cambiaria y el tipo de cambio flotante.

De acuerdo con Caballero y Esguerra, las autoridades colombianas hicieron gala de pragmatismo en estos cien años para ir ajustando el manejo de la tasa de cambio y los controles a las importaciones a los múltiples choques que experimentó la economía, que hasta los años 1990 estuvieron asociadas a la evolución del precio del café y en los años subsiguientes a la del precio del petróleo.

El recuento del manejo cambiario colombiano que hacen los autores les permite destacar la relación tan estrecha que mantuvo nuestro país con el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde su creación en 1944. En los primeros años de funcionamiento de ese organismo, el FMI buscaba que sus países signatarios tuvieran una tasa fija que solo debería moverse en caso de que se presentara un cambio fundamental. Sin embargo, la realidad mostró posteriormente que los cambios fundamentales serían más la norma que la excepción. La primera misión del FMI en Colombia se realizó en 1948, pero por las dificultades de las autoridades para adoptar las recomendaciones del organismo, no fue sino hasta 1957 que nuestro país obtuvo su primer préstamo de balanza de pagos. Hasta 1967 la economía colombiana sufrió de gran inestabilidad macroeconómica con tasas de cambio múltiples y devaluaciones recurrentes. La estabilidad cambiaria y macroeconómica regresó en 1967 cuando se estableció el manejo cambiario

de minidevaluaciones o *crawling peg*, mediante la adopción del Decreto 444 de 1967 y las medidas de ajuste que la acompañaron.

Caballero y Esguerra argumentan que el régimen de minidevaluaciones mostró ser mejor para manejar las crisis que los auges. Colombia no sufrió igual que otros países con la crisis de la deuda en los años ochenta y el régimen cambiario del *crawling peg* fue un elemento crucial en su manejo. Sin embargo, según los autores el manejo de la bonanza cafetera de 1975-1979 no repercutió en mayor crecimiento y, durante los ochenta, dicho régimen mostró un claro sesgo inflacionario que restringió las posibilidades de llevar a cabo políticas anti-cíclicas durante auges externos.

En los años noventa coincidieron varios cambios económicos e institucionales que condujeron a la adopción gradual de un régimen cambiario más libre, que inicialmente coexistió con algunos límites como los asociados a la utilización de los certificados de cambio (1991-1994) y posteriormente con la adopción de la banda cambiaria. Esta última fue eliminada en 1999 para dar paso a la flotación cambiaria y a la adopción de la estrategia monetaria de inflación objetivo vigente en la actualidad, la cual, de acuerdo con los autores, ha probado ser exitosa para enfrentar las situaciones de crisis en el presente siglo, incluida la del covid-19, y para manejar la bonanza externa de 2002 a 2014.

El capítulo de Antonio Hernández Gamarra, “Cien años de inflación en Colombia: manejo y control”, hace una descripción analítica de la inflación y sus causas desde 1923 hasta hoy. El autor identifica cinco periodos en el comportamiento de la inflación en el país, relacionándolos no solo con la política monetaria en cada uno de ellos, sino con los cambios institucionales que estuvieron detrás de la forma como se condujo esta política.

El primer periodo, 1923-1928, puede considerarse de estabilidad de precios, ya que predominaron tasas de inflación bajas, alrededor del 5 %. El segundo, 1929-1935, es un lapso de caída de la producción e incluso deflación en algunos años como consecuencia de la Gran Depresión. En el tercero, 1936-1972, la inflación regresó a los niveles observados en los años veinte, pero con una gran inestabilidad de año a año. El cuarto, 1973-1999, puede caracterizarse de alta inflación, por encima del 20 % en casi todos los años, pero bastante estable. En el quinto y último, 2000-2022, se reduce la inflación hasta alcanzar la meta de 3 %, sin perjuicio de desviaciones temporales importantes como la observada en 2015 y 2016 o más recientemente a partir de 2021.

En los años iniciales de vida del Banco de la República primaba la visión ortodoxa que desarrolló Kemmerer, con muy pocos grados de libertad para la política monetaria. Esos grados de libertad empezaron a ampliarse cuando sobrevino la Gran Depresión y se abandonó el patrón oro, pero el distanciamiento frente a los principios de Kemmerer ocurrió en mayor grado posteriormente. En 1951 se confirieron funciones de crédito de fomento que luego se organizaron y ampliaron en la reforma de 1963, que otorgó formalmente al Gobierno la dirección de la política monetaria, cambiaria y crediticia mediante la Junta Monetaria, que perduró hasta 1991, cuando se establecieron las obligaciones del banco central independiente vigentes hasta hoy y se eliminaron las de crédito de fomento. En este último periodo se restablece una visión de la política monetaria diferente, circunscrita al control de la inflación y el crecimiento sostenible.

Hernández Gamarra concluye que lo ocurrido con la inflación entre 1923 y mediados de los años 1990 cambió de manera radical a partir del inicio del siglo XXI como consecuencia de que la política monetaria se fijó como primera prioridad el control de ese fenómeno. Gracias a ello, además, en la mayor parte de este periodo reciente se han podido adoptar políticas anticíclicas.

El capítulo de Miguel Urrutia Montoya, “Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2023”, ilustra la forma como el Banco de la República fue ajustándose a los cambios legislativos sobre las funciones a su cargo, cambios que a su vez respondieron a las tendencias internacionales que dominaron la concepción de lo que debería ser en cada periodo la política monetaria, cambiaria y de crédito en el país.

Urrutia identifica cinco fases en la práctica de la política monetaria y de la organización del Banco de la República: primera, la de dominio del patrón oro, después de la creación del Banco en 1923; segunda, la época del abandono del patrón oro y el establecimiento de la tasa de cambio fija peso-dólar y la recuperación de la Gran Depresión (1933-1950); tercera, la introducción del crédito de fomento en las funciones del Banco de la República 1951-1963; cuarta, la de la Junta Monetaria y la política monetaria dominada por el Gobierno a partir de 1963, y quinta, la correspondiente al banco central independiente creado por la Constitución de 1991.

Cada cambio en las características de la política monetaria y cambiaria implicó una reestructuración del esquema de organización del Banco y la transformación de sus responsabilidades. Un fenómeno notable fue que la entidad

nunca se politizó y durante sus diferentes transformaciones mantuvo su carácter técnico y su reputación como una de las más confiables instituciones del Estado.

La reforma constitucional de 1991 es quizás la que más cambios trajo a la organización. Se ganó en especialización y eficiencia, lo cual se tradujo en una reducción de la planta de personal y un ajuste notable en sus características. Se sofisticaron y tecnificaron los procesos internos y además el Banco adoptó nuevas tecnologías en todas sus áreas de acción, incluyendo el análisis económico, la comunicación con los mercados y el público, la modernización de los procesos de medios de pago, la producción de billetes y monedas, y lo cultural. Sobre esta última área, el autor muestra el interesante camino recorrido por el Banco hasta constituir lo que es hoy, una red cultural diversa e integrada con los públicos en todo el territorio nacional.

Urrutia reflexiona finalmente sobre el papel que cumplirán los bancos centrales en el futuro y su posible evolución, al enfrentar un mundo de retos tecnológicos, monedas y pagos digitales, y en el cual los bancos centrales tendrán que preocuparse además por el cambio climático y la inclusión social.

El capítulo de Luis Jácome y Samuel Pienknagura, “Independencia de los bancos centrales e inflación en América Latina: una mirada histórica”, estudia el vínculo entre la independencia de los bancos centrales y la inflación, y aporta pruebas narrativas y empíricas basadas en la experiencia de América Latina durante los últimos cien años.

Los autores presentan un novedoso conjunto de datos históricos sobre la independencia de los bancos centrales de diecisiete países latinoamericanos y relata el accidentado camino recorrido por esta región para lograr la independencia de los bancos centrales y la estabilidad de los precios.

Tras su creación como instituciones independientes, la independencia de los bancos centrales se vio erosionada en los años 1930, en la época de la Gran Depresión y tras el abandono del patrón oro. Luego, en la década de 1940, los bancos centrales se convirtieron en bancos de desarrollo de facto bajo la égida de los gobiernos, lo que sembró la semilla de la alta inflación.

Hicieron falta los episodios de alta inflación de las décadas del setenta y del ochenta, y la importante disminución de la renta real asociada a ellos, así como el creciente descontento social, para conceder a los bancos centrales independencia política y operativa para centrarse en la lucha contra la inflación a partir de los años 90.

El principio fundamental de las reformas institucionales de los bancos centrales en los años noventa fue impedir que se produjeran influencias por motivos políticos en la política monetaria y determinar que aquellos se concentraran en derrotar a la inflación. La independencia se consagró en los estatutos del banco central y, en algunos países –como Chile, Colombia y México–, en la Constitución, con el fin de cimentar más fuertemente estas reformas. Los bancos centrales dejaron de financiar a los gobiernos y, a cambio de obtener su autonomía, la legislación los obligó a rendir cuentas.

Los resultados que obtienen los autores en su ejercicio empírico confirman el vínculo dinámico entre el grado de independencia del banco central y la evolución de los precios en América Latina. Los impactos estimados sugieren que la independencia (medida por el muy interesante índice desarrollado por los autores, *independencia del banco central* [IBC]) constituye un apoyo político imprescindible para lograr la estabilidad de los precios, independientemente del estado de la economía o del avance de otras áreas de reforma política.

El ensayo, en su parte final, llama la atención sobre los peligros hacia el futuro de la erosión de la independencia de los bancos centrales. La experiencia histórica de América Latina es especialmente relevante en un momento en el que los bancos centrales de todo el mundo tuvieron que adoptar medidas inusuales para apoyar a la economía durante la pandemia. Si bien estas medidas fueron necesarias para estabilizar los mercados financieros y evitar una crisis económica aún más grave, corren el riesgo de abrir las puertas a una futura inflación elevada y persistente.



# CAPÍTULO 1

## Una historia de las crisis económicas de Colombia

---

*José Antonio Ocampo\**

### 1.1 INTRODUCCIÓN

En este ensayo analizo las crisis económicas colombianas de los últimos cien años –estrictamente desde la Gran Depresión internacional de los años 1930–, aunque partiendo, como referencia, de las que las precedieron desde mediados del siglo XIX. Los eventos que se analizan tienen diferentes dimensiones. La más importante es la evolución de la actividad productiva y sus efectos sobre el empleo. Como las crisis están asociadas a fenómenos externos, en particular a caídas de los precios de los productos de exportación y a frenos al financiamiento externo, estas variables externas han desempeñado un papel determinante en la evolución de los ciclos productivos del país. La evolución de los precios internos

\* Este trabajo es una versión ligeramente revisada del que fue presentado como disertación para el ingreso como Académico de Número de la Academia Colombiana de Historia en la sesión del 5 de julio de 2022, y publicado en el Boletín de Historia y Antigüedades, órgano institucional de esta entidad. El autor es profesor de la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos de la Universidad de Columbia. Ha sido secretario general adjunto de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, secretario ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), ministro de Hacienda y Crédito Público y de Agricultura y Desarrollo Rural, director del Departamento Nacional de Planeación y miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Es miembro emérito de la Academia Colombiana de Ciencias Económicas y miembro de número de la Academia Colombiana de Historia. El autor agradece a Carmen Astrid Romero y Daniel Osorio, por su apoyo en la elaboración de este capítulo, y a Daniel Felipe Prieto y Juan Camilo Santaella, por su colaboración en la elaboración de las series estadísticas.

ha tenido un papel menos relevante; en este sentido se destacan la alta inflación durante la guerra de los Mil Días y la deflación (disminución de los precios) entre 1929 y 1932, y en menor medida los efectos inflacionarios de las devaluaciones de la moneda durante varios periodos de deterioro de la balanza de pagos desde entonces.

El ensayo se divide en cinco secciones, la primera de las cuales es esta introducción. En la segunda muestro la frecuencia y severidad de las crisis desde 1905, año desde el cual contamos con estimaciones estadísticas confiables sobre la evolución de la actividad productiva. En la tercera miro de forma sucinta las que tuvieron lugar durante la segunda mitad del siglo XIX y las dos primeras décadas del siglo XX, durante lo que se puede denominar la era exportadora, que en Colombia terminó con el auge de los años 1920<sup>1</sup>. En la cuarta considero las que se enfrentaron desde los años 1930 hasta la década de 1970, durante el periodo de industrialización dirigida por el Estado. En la quinta analizo las que han tenido lugar desde la crisis de la deuda de América Latina de los años 1980, durante la etapa de reformas de mercado.

Como se observará, las crisis han estado asociadas en gran medida a eventos de origen externo, tanto de carácter mundial (las guerras mundiales, la Gran Depresión de los años 1930, y la más reciente del covid-19), como a otras específicas de las economías emergentes y en desarrollo (la de Asia Oriental de 1997 sucedida por la moratoria rusa de 1998, que aquí denominaré crisis de fin de siglo de las economías emergentes) o a América Latina en particular (la de la deuda de los años 1980 y la fuerte desaceleración del crecimiento económico regional durante el periodo 2014-2019, debido en gran medida a la caída de los precios de productos básicos). Curiosamente, la única crisis internacional importante cuyos efectos fueron muy moderados en Colombia fue la del Atlántico Norte de 2008-2009<sup>2</sup>, por lo cual no la incluyo en el análisis.

Desde mediados del siglo XIX, la evolución de los precios de los principales productos de exportación (especialmente el café desde fines del siglo XIX y durante casi todo el siglo XX y el petróleo en décadas más recientes) también ha cumplido un papel importante, incluso en periodos durante los cuales no ha

<sup>1</sup> Sigo aquí la denominación de las etapas del desarrollo económico latinoamericano que usamos en la obra con Luis Bértola (Bértola y Ocampo, 2013).

<sup>2</sup> Este es un término más apropiado que el de crisis financiera internacional, el más usado para referirse a la que surgió de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008, porque, aunque sus repercusiones fueron globales, se concentró en Estados Unidos y Europa Occidental.

habido grandes eventos de carácter internacional. También ha sido relevante la interrupción del financiamiento externo privado después de periodos de auge en el acceso a dichos recursos.

Dada su importancia, estos factores externos se tienen en cuenta a lo largo de todo el análisis, pero también las reacciones de la política económica colombiana, que moldea el efecto de las crisis. En este sentido, se analizan las políticas económicas que las preceden, así como las adoptadas para manejarlas, que moldean sus efectos sobre la actividad económica y la balanza de pagos. Entre ellas se cuentan la política cambiaria y su relación con la política monetaria, así como la fiscal, y en este último caso, los ajustes del gasto que se han tenido que hacer con frecuencia durante las crisis. Según se observará, una tendencia recurrente en la historia económica colombiana ha sido la adopción de políticas expansionistas y, por tanto, procíclicas durante los auges externos, que a su vez suponen políticas de ajuste, también procíclicas, al menos durante los primeros años de las crisis –es decir, políticas de  *siga y pare*, en vez de las de  *pare y siga* que se utilizan con frecuencia en los debates macroeconómicos–.

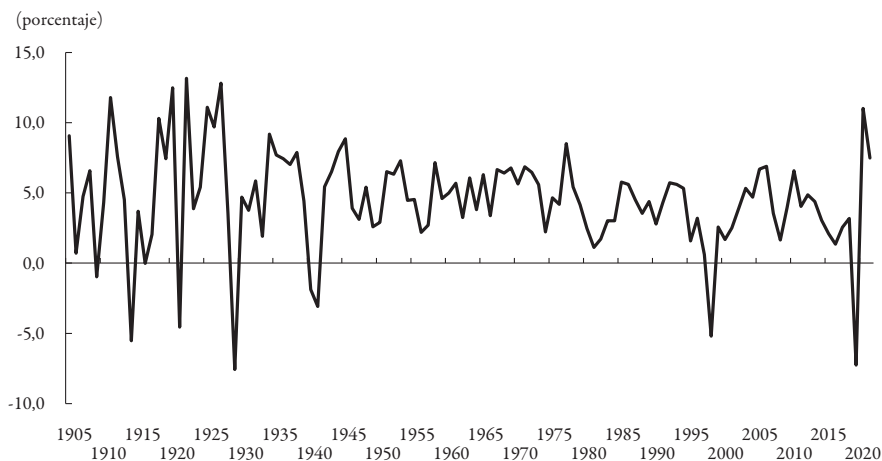
## 1.2 LAS CRISIS ECONÓMICAS DESDE COMIENZOS DEL SIGLO XX

La dinámica de las crisis económicas desde comienzos del siglo XX puede verse, en primer término, mediante la evolución de la actividad productiva, medida por el producto interno bruto (PIB). El Gráfico 1.1 presenta la serie respectiva, a partir de los datos estimados por Romero (2018), empalmados con las Cuentas Nacionales del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) desde 1960 (para analizar la serie completa, véase Ocampo y Romero, 2023). La parte superior muestra el crecimiento anual, y la inferior, la desviación del PIB con respecto a su tendencia de largo plazo estimada con el filtro *band-pass* de Christiano y Fitzgerald (2003).

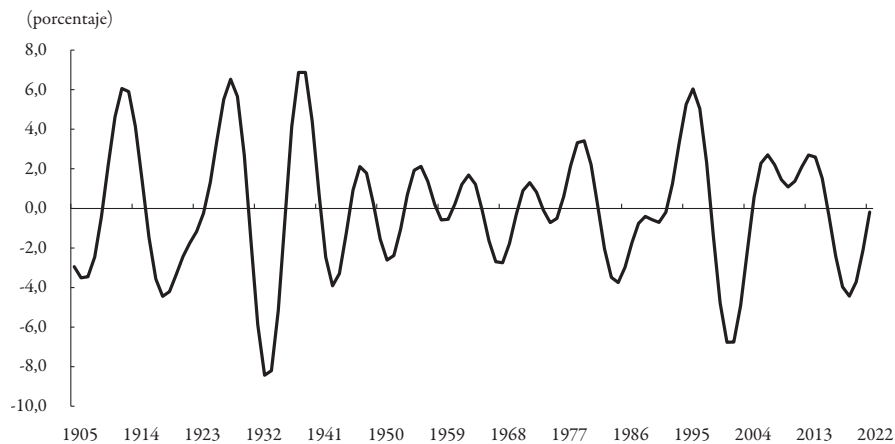
Hay dos elementos comunes y notorios en ambas estimaciones. El primero es que las crisis de la actividad productiva fueron muy intensas hasta la Segunda Guerra Mundial, en lo que se puede denominar periodo de entreguerras, y lo han vuelto a ser desde la crisis de la deuda de los años 1980. Por el contrario, fueron menos severas desde finales de la Segunda Guerra hasta los años 1970, durante la era de la industrialización dirigida por el Estado. El segundo es que las peores crisis han coincidido siempre con eventos de carácter internacional: la Primera Guerra Mundial y el colapso de precios de productos básicos que se

### GRÁFICO I.1 TENDENCIAS DE LA ACTIVIDAD PRODUCTIVA

#### A. CRECIMIENTO DEL PIB



#### B. DESVIACIÓN DEL PIB CON RESPECTO A SU TENDENCIA



Fuente: hasta 1960, Romero (2018). Desde 1960, Cuentas Nacionales del DANE. Las estimaciones del Panel B de acuerdo con la metodología que se explica en el texto.

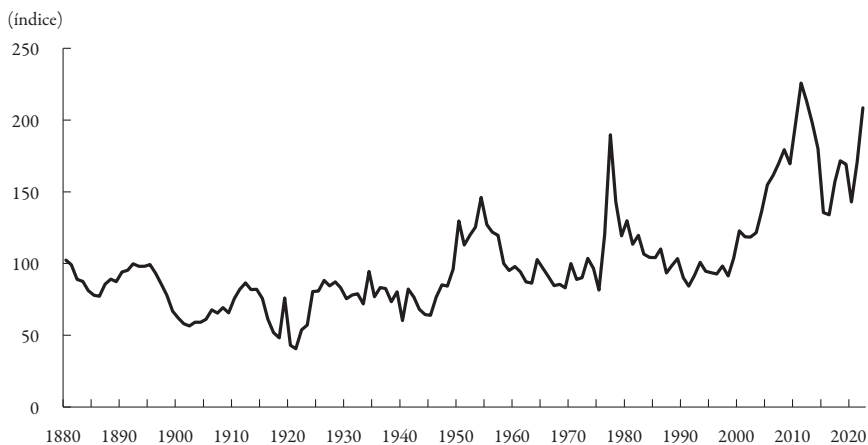
produjo después de esta, la Gran Depresión, la Segunda Guerra Mundial, la crisis de la deuda de América Latina, la de fin de siglo de las economías emergentes, y la más reciente, la que se inició con la caída de los precios de productos básicos a mediados de la década de 2010 y se acentuó con la pandemia del covid-19. Por tanto, la forma como las crisis internacionales han afectado la balanza de pagos del país, por medio de las exportaciones y del crédito externo, y cómo las autoridades económicas del país han manejado los choques de origen externo han sido elementos decisivos en las crisis del país.

Dos variables que resultan útiles para analizar estas perturbaciones de origen externo son los términos de intercambio y la forma como interactúan con los volúmenes de exportaciones e importaciones para determinar los balances comercial y en cuenta corriente del país. La tendencia de estas variables se reproduce en el Gráfico 1.2. La primera (Gráfico 1.2, panel A) ha estado determinada por la evolución de los precios de productos básicos. Muestra, en primer término, los efectos de la marcada disminución de los precios del café a finales del siglo XIX, así como los de las dos caídas más severas de precios de productos básicos a nivel mundial que tuvieron lugar en el siglo XX: la que tuvo lugar durante y en las postrimerías de la Primera Guerra Mundial, especialmente con el colapso de dichos precios en 1920-1921, y la que precedió a la crisis latinoamericana de la deuda (Ocampo y Parra, 2010). Hubo dos caídas adicionales: la de la segunda mitad de los años 1950, sucedida por casi dos décadas de términos de intercambio deprimidos, y la que se generó durante el lustro previo a la crisis del covid-19, especialmente para Colombia con el colapso de los precios de petróleo en 2014.

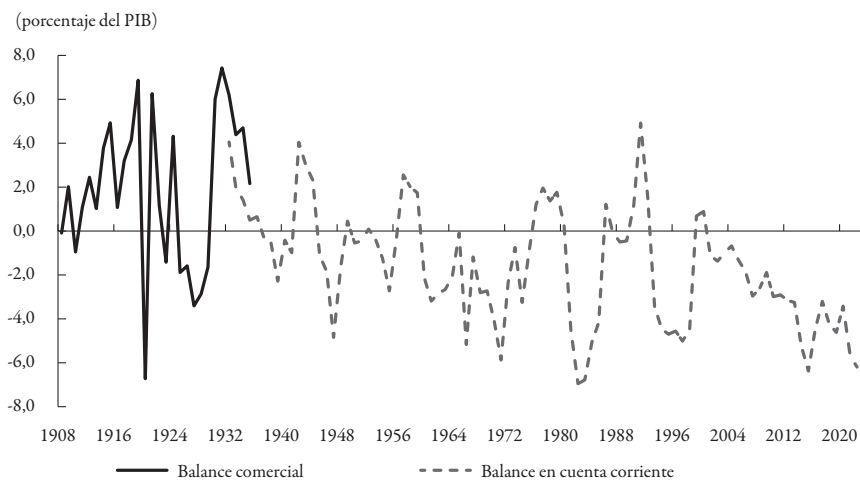
La forma como los términos de intercambio se han relacionado con los volúmenes de exportaciones, para determinar los balances externos (comercial y en cuenta corriente) del país desde comienzos del siglo XX, se muestra en el Gráfico 1.2, panel B. Los ciclos de estas variables son muy parecidos a los del PIB: fuertes deterioros en las postrimerías de la Primera Guerra Mundial, durante la Gran Depresión, la crisis latinoamericana de la deuda y la de fin de siglo. Sin embargo, hay marcadas diferencias. Una de las más importantes es el balance externo, generalmente negativo durante el cuarto de siglo, que sucedió a la Segunda Guerra Mundial, durante el cual los ciclos de la actividad productiva fueron moderados. Debido al débil comportamiento de la balanza de pagos, este periodo lo incluyo en el análisis como de crisis recurrentes de la balanza de pagos. En el sentido contrario, sorprenden los saldos negativos de la balanza de pagos, incluso con una tendencia

## GRÁFICO 1.2 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y BALANCES EXTERNOS

### A. TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (1970=100)



### B. BALANCE COMERCIAL Y EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuentes: A. Hasta 1980, MOxLAD, con base en Bértola y Ocampo (2013). Desde 1980, según Cepal. B. Hasta 1931, según Greco (2002). Desde 1932, según Romero (2006) y una metodología similar para los años posteriores.

al deterioro, durante el auge de los términos de intercambio de 2004-2014, el cual fue además un periodo de buen ritmo de crecimiento económico. Este hecho lo tendré en cuenta en el análisis de los antecedentes de la crisis del siglo XXI que se inicia en 2015. Por otra parte, el rigor de las desaceleraciones de la actividad productiva económica no ha coincidido siempre con el de la balanza en cuenta de pagos. En este sentido, conviene destacar, en particular, que la crisis de la deuda fue mucho más severa para Colombia en términos de la evolución de la cuenta corriente que de actividad productiva, pero lo contrario ocurrió durante la de fin de siglo. En este último caso, el freno al financiamiento externo cumplió un papel crítico.

Desafortunadamente, en materia de crédito externo, la información histórica con la que se cuenta es más fragmentaria y no es posible construir series de larga duración. Se sabe que Colombia tuvo inmensas dificultades para pagar la deuda externa que heredó de las guerras de Independencia, y que fue objeto de múltiples renegociaciones fallidas a lo largo del siglo XIX. Por ese motivo, el acceso al financiamiento externo privado fue limitado hasta el Convenio Holguín-Avebury de 1905, que logró la renegociación definitiva de dicha deuda (Junguito, 1995). Sin embargo, el primer auge del financiamiento solamente llegó en los años 1920, gracias a la conjunción del auge cafetero del país, la firma en 1921 por parte de Estados Unidos del Tratado Urrutia-Thomson que le concedió a Colombia una indemnización de USD 25 millones por la independencia de Panamá, la euforia del mercado financiero de Nueva York en esa década y, por supuesto, el pago oportuno de la deuda externa desde 1906. Sin embargo, ese auge de financiamiento fue de corta duración, dado que el desplome de la Bolsa de Nueva York de octubre de 1929, que dio origen a la Gran Depresión, generó un colapso de los mercados financieros internacionales por varias décadas. Con un rezago, Estados Unidos promovió la renegociación de las deudas externas de América Latina, un esquema al cual se acogió Colombia en 1941.

El financiamiento para el país pasó a depender entonces de flujos oficiales: del Banco de Exportaciones e Importaciones de Estados Unidos primero, del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo desde cuando fueron creados, y del apoyo bilateral de Estados Unidos durante la década de 1960 bajo la Alianza para el Progreso. Los flujos privados internacionales habían comenzado a revivir con el llamado mercado de eurodólares que se lanzó en Londres a mediados de la década de 1950, y que dio lugar a una nueva fase de auge

de financiamiento, especialmente de origen bancario, al cual tuvieron acceso algunos países latinoamericanos a fines de la década de 1960 y Colombia a comienzos de la siguiente. Ese mercado colapsó durante la crisis latinoamericana de la deuda, aunque Colombia fue la excepción en materia de moratoria y renegociación de las deudas. El mercado revivió en la última década del siglo XX bajo la modalidad de bonos –más parecido al mecanismo de los años 1920–, pero ha estado sujeto para las economías en desarrollo a fuertes ciclos de financiamiento externo. En este campo, la contracción más severa se produjo como consecuencia de la crisis asiática de 1997 y especialmente de la moratoria rusa de 1998. Desde 2003, el financiamiento externo privado ha sido menos volátil, tanto en disponibilidad como en costo; sin embargo, ha enfrentado también contracciones temporales –relativamente breves– durante la crisis del Atlántico Norte y la del covid-19, sucedida por el aumento en el costo de financiamiento en 2021. Sobre este tema se brinda información más precisa en la quinta sección.

Los ciclos macroeconómicos de Colombia y, por tanto, las crisis que ha experimentado el país han coincidido con eventos similares en América Latina (Ocampo, 2020; Ocampo y Romero, 2023, cap. I). En particular, el PIB de la región se contrajo durante 1914, 1930-1932, 1982-1983, 2015-2016 y 2020. También hubo una desaceleración importante de América Latina en 2000 y una recesión regional corta en 2009, durante la crisis del Atlántico Norte; la primera de estas crisis fue muy severa en el caso colombiano (1999), en tanto que el país creció moderadamente durante la segunda y por eso no la incluyo como una crisis en este ensayo.

Las crisis latinoamericanas han tenido, por supuesto, diferentes intensidades, duración y difusión a lo largo y ancho de la región<sup>3</sup>. Cabe anotar que la primera del siglo XX, la de 1914, estuvo muy centrada en el Cono Sur. Las siguientes, cuyos efectos fueron más prolongados, se asocian con la Gran Depresión de los años 1930, la crisis latinoamericana de la deuda y la década perdida a la cual dio lugar en la región. Por su parte, la de fin de siglo de las economías emergentes se difundió con fuerza en varios países sudamericanos, entre ellos Colombia, pero México ya había sido afectado por una crisis propia a finales de 1994 y estaba en un proceso de recuperación en los años finales del siglo XX. La más reciente, la

<sup>3</sup> Para un análisis detallado de este tema y los que se mencionan en el resto de esta sección, véase Bértola y Ocampo (2013).

originada por la pandemia del covid-19, fue muy severa en la región, pero tuvo también efectos muy diferentes en los distintos países.

Al igual que en Colombia, todas las crisis de América Latina han estado asociadas a perturbaciones externas relacionadas con el comercio internacional, la disponibilidad y costo del financiamiento externo y, más recientemente, los flujos de remesas de los migrantes latinoamericanos y el cierre de gran parte de la cadena de suministro del comercio mundial generado por el covid-19. Las perturbaciones asociadas a los flujos de capital han estado presentes en todas las crisis, pero con signos diversos, al igual que los mecanismos de apoyo internacionales para hacerles frente. Entre estos últimos se cuentan las renegociaciones de la deuda externa que promovió Estados Unidos durante y después de la Segunda Guerra Mundial, y las que tuvieron lugar después de la crisis de la deuda, con el Plan Brady de 1989. Colombia formó parte de la primera de estas renegociaciones, pero fue una excepción regional a la segunda.

Las dos crisis más severas han dado lugar a cambios importantes en las estrategias de desarrollo latinoamericano, incluyendo a Colombia. El colapso de los mercados internacionales durante la Gran Depresión dio lugar a una reorientación –podría decirse forzosa– de las economías de la región hacia la promoción del mercado interno y especialmente de la sustitución de importaciones. La lentitud con la cual se restableció el comercio mundial generó, sin duda, un incentivo a la profundización de esta estrategia, pero brindó también la oportunidad de combinar la sustitución de importaciones con la promoción de nuevas exportaciones desde los años 1960. Por su parte, la crisis de la deuda dio lugar a un patrón de desarrollo muy diferente, caracterizado por la liberalización económica y una integración más vigorosa en la economía mundial. Así, la industrialización dirigida por el Estado estuvo delimitada por las dos crisis más importantes que ha enfrentado América Latina. Uno de los grandes interrogantes al momento de escribir este ensayo es si la crisis internacional en curso, asociada a la secuencia de los efectos sobre el comercio mundial de covid-19 y la invasión rusa a Ucrania en febrero de 2022, así como el lento crecimiento que ha tenido la región desde las reformas de mercado<sup>4</sup>, dará lugar a un nuevo giro en las estrategias de desarrollo de América Latina.

<sup>4</sup> Según las estadísticas de la Cepal, el crecimiento de América en 1990-2019 (excluyendo la crisis por el covid-19) fue de apenas el 2,7 % anual, la mitad del alcanzado en 1950-1980, durante la era de la industrialización dirigida por el Estado, 5,5 %. En el caso colombiano, la diferencia es menos marcada: 3,5 % vs. 5,1 %.

### **1.3 LOS ANTECEDENTES: LAS CRISIS DURANTE LA ERA DE LAS EXPORTACIONES**

Como parte de lo que Bates, Coatsworth y Williamson (2007) han denominado las décadas perdidas después de la Independencia, el sector exportador del país estuvo estancado hasta 1850. A partir de allí se inició un periodo de crecimiento exportador, que fue relativamente rápido y diversificado hasta comienzos de los años 1880, y luego continuó a menor ritmo hasta fines del siglo XIX, apoyado por las exportaciones de café y oro (Ocampo, 1984). Los años de crecimiento estuvieron asociados a altos precios internacionales de los principales productos de exportación (tabaco y quina primero, y desde los años 1870 también el café), aunque fueron sucedidos por crisis cuando dichos precios colapsaban. Las coyunturas adversas fueron frecuentes: una caída de las exportaciones de tabaco y quina en 1858-1861 y 1865, y de quina y café en 1876-1877; una más severa, en 1883-1885, asociada a la estrepitosa caída y desaparición de la quina como artículo de exportación; y la descolgada de los precios internacionales de café en los últimos años del siglo XIX. Desafortunadamente, no se tienen datos confiables que permitan analizar el efecto de estas crisis sobre la actividad productiva general del país.

Es de resaltar que, como lo señalé en una obra previa (Ocampo, 1984, cap. II), a partir de 1858 todas las guerras civiles, con excepción de la de 1895, fueron precedidas por crisis del sector exportador. Esto es notable en el caso de la guerra de los Mil Días, la cual fue precedida por una fuerte caída de precios internacionales del café, como lo ha señalado también Bergquist (1978). La inestabilidad política acentuó, por supuesto, todas las crisis; en particular, el transporte y comercialización de los productos de exportación y el comercio interno. Además, dado que la principal renta del Gobierno Nacional eran las aduanas, la caída de las importaciones que sucedía a la de las exportaciones causaba un serio problema fiscal. El desequilibrio comercial que se producía inicialmente debía pagarse con oro o monedas duras, por lo cual se generaba, además, una reducción de los medios de pago. La crisis fiscal tuvo efectos notorios en las dos crisis más fuertes, ambas sucedidas por guerras civiles: la de comienzos de los años 1880 y la de fines del siglo XIX.

La primera se inició, como lo he señalado, con el colapso de las exportaciones de quina, que se tradujo, a su vez, en una seria crisis fiscal. Esta situación se agudizó por la guerra civil que la sucedió en 1884-1885, una revuelta de los liberales radicales

contra Rafael Núñez. El Banco Nacional había sido creado en 1880 como agente fiscal del Gobierno Nacional y con la posibilidad de emitir billetes convertibles, sin eliminar el derecho que existía de los bancos privados a hacerlo, aunque con la condición de que debían aceptar recibir los billetes del Banco Nacional. Sin embargo, la crisis fiscal llevó al Gobierno, a comienzos de 1885, a autorizar a esta entidad la emisión de billetes inconvertibles, en principio solo de manera temporal, con la obligación a los agentes privados de recibirlos como medios de pago<sup>5</sup>. La depreciación de los billetes condujo finalmente, en mayo de 1886, a la adopción de los billetes del Banco Nacional como moneda de curso forzoso y a la suspensión, en 1887, del derecho de emisión de los bancos privados.

La adopción de papel moneda generó, por supuesto, una fuerte oposición. Algunos dirigentes liberales argumentaron que eran préstamos forzosos, que introducían un enorme nivel de incertidumbre y reducían la disciplina fiscal (Camacho, 1903; Samper, 1925-1927, vol. III). La controversia se agudizó con el descubrimiento, unos años después, de que el Banco Nacional había excedido rápidamente y con creces el límite de emisiones de COP 12 millones que había establecido la Ley 124 de 1887. La controversia política que se desató en 1893 por estas emisiones clandestinas, como se las vino a denominar, llevó al Congreso a la decisión de cerrar el Banco Nacional, transformándolo en la Oficina de Liquidación del Ministerio del Tesoro. Su existencia se prolongó hasta 1895, como consecuencia de la guerra civil de entonces. Así, fue solo en 1896 que este banco dejó de existir y que se suspendieron las emisiones de papel moneda.

Estas controversias y decisiones se produjeron varios años después de la crisis derivada de la adopción del papel moneda. Más aún, gracias al auge de las exportaciones de café y la minería de oro, la tasa de cambio había comenzado a acercarse al precio de la plata, de acuerdo con el objetivo del Gobierno de retornar a un patrón plata de 0,835 de pureza, una tasa de cambio que de hecho se alcanzó entre 1896 y 1897. Esta tarea se facilitó por la depreciación que había tenido la plata con respecto al oro en el mercado internacional, pero fue de todas maneras fugaz, por los acontecimientos que dieron lugar a una nueva crisis. Por su parte, las emisiones se habían reducido significativamente desde 1890 y la inflación se había controlado desde 1889 (Ocampo, 2015a, cap. IV).

<sup>5</sup> En los primeros años de la década de 1860 se había intentado también usar billetes del Tesoro como instrumento de financiación pero, como se depreciaron fuertemente, ese sistema se abandonó rápidamente (Torres García, 1980, cap. IV). Había habido también ensayos en escala modesta y de corta duración durante las guerras de Independencia.

Los precios internacionales del café comenzaron a disminuir en 1896 y experimentaron un colapso en 1898, lo que produjo una nueva crisis fiscal. A pesar de su liquidación legal, el Banco Nacional fue autorizado para emitir de nuevo papel moneda en 1898, y el Tesoro lo hizo directamente en los años siguientes (Torres García, 1980, cap. VIII; Meisel y López, 1990). Los bajos precios del café y las nuevas emisiones generaron de nuevo una devaluación moderada durante 1898 y gran parte del siguiente año. Sin embargo, con la declaratoria de la guerra civil en octubre de 1899, el Gobierno descartó cualquier moderación en el uso de papel moneda como instrumento de su financiamiento. La crisis fiscal se había agudizado, no solo por la caída en los precios del café, sino por la interrupción de los medios de transporte que impedía hacer las exportaciones, un problema que fue mucho peor que en las guerras civiles anteriores.

Desde octubre de 1899 hasta el final de la guerra de los Mil Días, en noviembre de 1902, el papel moneda en circulación se multiplicó por 9,9 veces, con una tasa anual de crecimiento de 110%. La inflación se hizo rampante en 1901 y continuó siendo alta en 1902 y 1903, cuando la guerra ya había terminado. Para ese momento, los precios se habían multiplicado por 40 con respecto a los de 1899, con tasas anuales de crecimiento de 148% y 158%, de acuerdo con las series de Palacios (1983) y Pardo Pardo (1972). La devaluación se había acelerado desde junio de 1899 y se hizo muy fuerte durante el conflicto bélico; sin embargo, fue sucedida por una revaluación con el fin de la guerra en noviembre de 1902 y tendió a fluctuar en torno a COP 100 por peso oro desde marzo de 1903, la tasa que finalmente se adoptó en 1905.

Las emisiones de papel moneda continuaron en los primeros meses de la posguerra; pero, en febrero de 1903, el Gobierno decretó que no se podrían hacer de nuevo, un principio que quedó consagrado en la Ley 33 de octubre de ese mismo año. Sin embargo, el Gobierno decretó nuevas emisiones moderadas en 1904, que fueron afortunadas en el contexto de la severa crisis económica que continuaba teniendo el país, entre otras razones por los persistentes y bajos precios internacionales del café. Por otra parte, la Ley 33 estableció el nuevo régimen monetario: el patrón oro, con el peso oro con pureza de 0,900 como unidad monetaria del país<sup>6</sup>. Creó una Junta de Conversión para convertir gradualmente el papel moneda en pesos oro, a la cual se autorizó en 1913 a emitir

<sup>6</sup> Algunos analistas habían pensado que el retorno al patrón plata era una buena idea (Calderón, 1905), y aún los defensores del patrón oro señalaron que la conversión debía llevarse a cabo lentamente (Camacho, 1903).

billetes respaldados con oro. Por su parte, la Ley 59 de 1905 fijó las paridades oro/papel y oro/plata en 100 y 33, y la Ley 35 de 1907 aumentó la pureza del oro al 0,91666, para hacer el peso oro equivalente a un quinto de la libra inglesa, la principal moneda internacional de entonces<sup>7</sup>.

En todo caso, la transición hacia el patrón oro fue más larga de lo que todos se imaginaron. De hecho, aunque desde 1903 Colombia regresó a paridades fijas entre el peso y el oro, solo en 1923, con la creación del Banco de la República bajo las recomendaciones de la Misión Kemmerer, se estableció un patrón oro adecuadamente constituido. Una de las razones básicas fueron las nuevas crisis que se desataron como resultado del inicio de la Primera Guerra Mundial y con el colapso de los precios internacionales de productos básicos que se produjo después de este conflicto bélico. En todo caso, uno de los corolarios del descontrol inflacionario que había tenido lugar durante la guerra de los Mil Días fue el fuerte conservatismo fiscal y monetario que predominó durante las primeras décadas del siglo, e incluso con posterioridad.

El cierre del mercado europeo y la inconvertibilidad de sus monedas como resultado de la Primera Guerra Mundial causó un freno a la expansión exportadora que se había iniciado con fuerza en 1910, gracias al rápido aumento de la producción de café en el occidente del país y la recuperación de los precios internacionales del grano. Las exportaciones se redujeron en 1914 y 1915, lo que generó una caída más amplia en la actividad económica, especialmente en 1915, tal como lo indican los gráficos 1.1 y 1.2. El país había recuperado el acceso al financiamiento externo después del arreglo de la deuda de 1905, aunque en cantidades modestas (Cuadro 4.1 en Ocampo, 2021), pero estos fondos externos no estuvieron disponibles durante estos años críticos. El Gobierno se vio obligado a recurrir a los bancos locales, con éxito parcial.

En todo caso, el crédito al Gobierno, tanto interno como externo, resultó insuficiente, razón por lo cual este propuso la creación de nuevos impuestos (al consumo, primero, y luego un impuesto moderado a la renta). En 1914, el Congreso autorizó, además, la utilización por parte del Gobierno de los fondos acumulados por la Junta de Conversión (más o menos 2 millones de pesos oro en ese momento), cuando el ingreso por impuestos cayera por debajo de cierto nivel, al cual se llegó rápidamente. De esta manera, las dificultades

<sup>7</sup> Para un análisis detallado de los acontecimientos monetarios posteriores a la guerra de los Mil Días, véanse López (1990) y Torres García (1980, caps. IX-XI).

fiscales implicaron aplazar la transición monetaria. Por consiguiente, aunque la conversión de los viejos billetes se terminó en 1918, no tenían respaldo real. Por otra parte, la inconvertibilidad de las principales divisas europeas hizo que su conversión en oro o en monedas respaldadas por oro no se pudiera hacer de la manera tradicional, lo que tendió a apreciar y hacer más inestable la tasa de cambio (dentro de límites pequeños).

La crisis inicial fue seguida por un auge a finales de la Primera Guerra Mundial, gracias a un aumento significativo de los precios internacionales del café. El Gobierno emitió, además, bonos del Tesoro en 1919 e importó un monto significativo de monedas de oro norteamericanas (López, 1990a). Este auge fue sucedido, sin embargo, por el colapso de los precios internacionales de productos básicos en 1920-1921, el cual, como ya lo anoté, fue uno de los más fuertes del siglo XX. El efecto de esta crisis fue una gran exportación neta de monedas de oro que redujo la base monetaria del país en 1921 en un 19,2% (Cuadro I.5 en Ocampo, 2021), lo que generó una deflación interna<sup>8</sup> y una nueva recesión, que en este último caso se materializó sobre todo en 1922 (Gráfico 1.1).

Un efecto de esta crisis cafetera fue las pérdidas que tuvieron las firmas exportadoras del grano, muchas de las cuales quebraron. Entre las empresas colombianas que surgieron después de la crisis, con algunos precedentes en el negocio, se destacan Adolfo Aristizábal y Cía., establecida en Cali, y Jesús M. López y Cía., en Medellín. A su vez, varias casas exportadoras extranjeras se establecieron también después de la crisis. Entre ellas se destacan la American Coffee Corporation, subsidiaria de la Atlantic and Pacific Tea Company, la firma tostadora más grande de los Estados Unidos; W. R. Grace & Co., propietaria de la empresa naviera del mismo nombre; Hard and Rand Inc., y Steinwender, Stroffregen and Co., todas importantes en el mercado de Estados Unidos de la época. El Banco López, muy involucrado en el negocio cafetero, logró subsistir gracias a la inyección de recursos provenientes del exterior, pero desaparecería a mediados de 1923, en un episodio confuso que algunos han asociado con acciones de la administración de Pedro Nel Ospina, dirigidas a crear una crisis financiera propicia para poner en funcionamiento el Banco de la República (Ocampo, 2015a, cap. III).

<sup>8</sup> Las series de Greco (2002) indican que hubo una caída de los precios internos, del 9,2% en 1921, después de una inflación de más del 10% en los dos años anteriores.

## **1.4 LAS CRISIS DE LOS AÑOS 1930, LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL Y LA ERA DE LA INDUSTRIALIZACIÓN**

### **1.4.1 LA GRAN DEPRESIÓN Y LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL**

El rápido crecimiento que tuvo la economía colombiana entre 1923 y 1928 estuvo apuntalado en el frente externo por el auge exportador –café, banano e inicio del petróleo–, el pago de la indemnización por la independencia de Panamá y el acceso en gran escala al financiamiento externo, que permitió financiar un ambicioso programa de obras públicas. El auge comenzó a frenarse durante el segundo semestre de 1928, cuando los precios internacionales del café comenzaron a debilitarse y, particularmente, comenzó a detenerse el flujo de préstamos internacionales (Ocampo, 2015b, cap. VI; Ocampo y Montenegro, 1984; y Sánchez, 1990, 1994). A partir de 1929, el valor de las exportaciones comenzó a disminuir, pero especialmente colapsaron las importaciones (Cuadro 1.1). La razón fundamental fue la necesidad de generar un superávit comercial sustancial para pagar la deuda externa, en un contexto en el cual las nuevas posibilidades de financiamiento externo desaparecieron con el colapso de Wall Street, de octubre de 1929, que inició una de las crisis económicas mundiales más dramáticas de la historia, la Gran Depresión.

Desde el punto de vista tanto del Gobierno como del Banco de la República, la decisión básica de política monetaria fue mantenerse dentro de las reglas del juego del patrón oro, que en esencia exigían reducir la cantidad de dinero si había un déficit externo y, por ende, una pérdida de reservas internacionales, para mantener la paridad de la moneda nacional con el oro. El fantasma de la inflación durante la guerra de los Mil Días ayudó a oponerse a las sugerencias de modificar las reglas monetarias, en un contexto en el cual, además, el retorno al papel moneda era inconstitucional. El resultado fue una severa crisis monetaria: la pérdida de casi cuatro quintas partes de las reservas internacionales entre 1928 y 1931, y de casi la mitad de los medios de pago (Cuadro 1.1), la cual incluyó dos terceras partes de los billetes del Banco de la República en circulación.

La política fiscal también se tornó fuertemente contraccionista debido, como en el pasado, a la caída en los recaudos tributarios, especialmente los provenientes de las aduanas. En este frente, el Gobierno derogó en enero de 1931 la Ley de Emergencia de 1927, la cual había disminuido los aranceles de alimentos para combatir la inflación, y en mayo de 1931 adoptó una nueva

reforma arancelaria con un signo claramente proteccionista. Para reducir el déficit, el Gobierno redujo los salarios públicos e hizo recortes dramáticos a la inversión estatal, hasta el punto de paralizar las obras públicas a comienzos de 1931. Las medidas de gasto no incluyeron, sin embargo, reducciones en el servicio de la deuda externa, que se siguió pagando en forma cumplida.

La deflación se tornó severa con una caída en los precios internos de un 16% anual en promedio durante esos años, y una severa recesión en 1930, pese incluso al aumento de la producción de café y petróleo (Cuadro 1.1). La fuerte contracción de la construcción (incluyendo la paralización de obras públicas), la industria y el comercio fueron las razones básicas de la caída en la actividad productiva.

**CUADRO 1.1**  
**VARIABLES MACROECONOMICAS, 1925-1945**

	CRECIMIENTO DE PIB (PORCENTAJE)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	EXPORTACIONES (MILLONES DÓLARES)	IMPORTACIONES (MILLONES DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)
1925	5,4	10,1	83,5	95,7	36,0
1926	11,1	12,5	109,8	121,9	43,0
1927	9,7	11,9	106,4	135,9	44,0
1928	12,8	7,3	130,7	158,9	65,0
1929	3,5	-11,7	122,8	137,0	38,0
1930	-7,6	-21,7	109,5	68,0	27,0
1931	4,7	-13,4	95,1	44,0	14,0
1932	3,8	-19,6	68,4	28,6	17,0
1933	5,9	-1,3	49,7	23,3	17,0
1934	1,9	16,9	89,2	60,3	14,0
1935	9,2	-2,2	80,1	67,1	18,0
1936	7,7	10,2	90,0	76,8	24,0
1937	7,4	12,4	104,2	96,0	20,0
1938	7,0	0,9	99,0	89,1	27,0
1939	7,9	4,4	101,0	104,7	24,0
1940	4,4	-3,1	95,8	84,6	25,0
1941	-1,9	-1,4	100,4	96,9	23,0
1942	-3,1	8,7	118,4	59,9	62,0
1943	5,4	15,9	144,8	83,9	113,0
1944	6,5	20,3	149,4	100,0	158,0
1945	7,9	11,3	158,2	160,5	177,0

Fuente: véase Anexo.

En el contexto de este manejo (ultra)ortodoxo, se determinaron algunas medidas compensatorias moderadas. En particular, mediante préstamos a los bancos comerciales y al Gobierno Nacional, se compensaron parte de los efectos monetarios contraccionistas de la pérdida de reservas (cerca del 40 % de acuerdo con estimaciones de Sánchez, 1990, 1994). Esto fue posible, además, porque la segunda Misión Kemmerer propuso más flexibilidad en los préstamos del Banco de la República al Gobierno. Además, el Emisor eximió a los activos garantizados con bonos de prenda agraria de los aumentos en la tasa de redescuento aplicada a finales de 1929. Esos bonos se originaban esencialmente en los Almacenes Generales de Depósito de la Federación Nacional de Cafeteros. Además, en octubre de 1930 comenzó a redescantar directamente estos bonos recurriendo a la facultad que ya tenía de realizar operaciones directas con el público.

TASA DE CAMBIO REAL VS. ESTADOS UNIDOS	CRECIMIENTO M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO M2 (PORCENTAJE)	GASTO GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)
53,2	27,1	26,8	5,8	1,2
47,8	22,8	23,7	7,1	0,1
42,2	5,1	7,3	7,9	-0,8
38,8	17,0	19,4	8,0	-0,5
44,4	-26,9	-23,6	7,9	0,5
55,3	-20,6	-18,1	6,5	0,3
58,2	-11,5	-9,6	6,3	-0,2
65,8	19,9	14,8	6,0	-0,8
74,9	24,2	22,1	6,2	-0,4
86,6	19,0	18,2	5,2	0,2
99,7	2,5	3,3	4,4	1,4
89,7	20,3	20,2	4,9	1,2
83,6	3,1	3,8	5,1	1,4
82,1	10,6	10,9	5,3	0,6
76,0	3,2	4,3	5,0	0,7
79,0	8,3	8,8	7,5	-2,4
84,4	11,1	11,0	5,8	-0,5
86,0	31,8	30,2	7,0	-2,3
78,5	34,7	35,8	6,3	-1,4
66,2	30,1	31,2	5,6	-0,8
61,0	16,2	18,7	5,3	-0,1

Los primeros años de la crisis mostraron, una vez más, que el sistema macroeconómico tenía la capacidad para cumplir con las exigencias del patrón oro, aunque a costa de la actividad productiva. De hecho, el ajuste bajo este patrón oro durante la Gran Depresión fue el más dramático y generó, como lo muestra el Gráfico 1.1, la peor recesión de nuestra historia. El público nunca perdió confianza en el Banco de la República o en el sistema financiero y, fuera de los bancos hipotecarios, que habían acumulado grandes deudas externas, no hubo quiebras bancarias. Es más, los bancos privados recurrieron a ingeniosas estrategias mediante el pago de intereses para evitar la salida masiva de depósitos de sus arcas, a pesar de la contracción de los créditos. Este comportamiento contribuyó a la disminución de los medios de pago, por la reducción del denominado multiplicador bancario.

El punto de quiebre en este manejo ortodoxo fue la decisión del Reino Unido, el padre del patrón oro, de abandonar dicho sistema el 4 de septiembre de 1931. Este evento externo produjo una corrida contra las ya escasas reservas internacionales del Banco de la República, la cual llevó a la administración de Olaya Herrera a cambiar radicalmente su política. Autorizado por el Congreso para actuar con base en una situación de emergencia, el 24 de septiembre impuso el control de cambios. Con esta medida desapareció el temor a que las emisiones y, por ende, los préstamos del Banco, tanto al Gobierno como al sector privado, se tradujeran en una disminución de las reservas internacionales.

Los créditos al gobierno se incrementaron de manera notoria. La medida más importante en este sentido fue ingeniosa: la entrega de la administración de las salinas al Banco para que este adelantara al Gobierno los ingresos esperados por el manejo de dicha renta. Esto permitió establecer algunas medidas para incrementar el gasto público, que se mantuvieron hasta 1934, como reflejo de la guerra con el Perú en el Amazonas que obligó al Gobierno a acrecentar el gasto militar. Los créditos del Banco se reflejaron en un aumento de la oferta monetaria, que logró revertir entre 1931 y 1934 casi toda la contracción de los medios de pago que había tenido lugar durante la fase de manejo ortodoxo de la crisis. Los efectos macroeconómicos de la política macroeconómica, ahora expansionista, fueron evidentes: la deflación se frenó y la economía comenzó a reactivarse (Cuadro 1.1).

Durante esos años también se establecieron medidas en el frente crediticio, entre ellas muy especialmente la creación, en 1931 y 1932, de la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario (BCH) y la Corporación Colombiana de Crédito. La primera se creó por presión del gremio cafetero y pronto comenzó a asumir funciones no financieras, en particular la provisión de insumos y asistencia técnica a los campe-

sinos a quienes suministraba crédito. La segunda fue fundada para absorber y renegociar las deudas hipotecarias existentes, que se habían vuelto impagables durante la crisis. El Gobierno puso, además, en marcha una política de alivio a los créditos hipotecarios desde 1932<sup>9</sup>, la más agresiva de las cuales fue la reducción del valor de todas las deudas hipotecarias en un 40% adoptada a mediados en 1933. Como resultado, los bancos hipotecarios existentes (uno público, el Agrícola Hipotecario, y dos privados, los de Bogotá y Colombia) entraron en un marchitamiento o abandonaron las actividades hipotecarias<sup>10</sup>. Por su parte, la Corporación Colombiana de Crédito fue instituida para comprar la cartera de los bancos. Como parte también del abandono de la ortodoxia, el Banco de la República aportó el 60% del capital del BCH, otorgó un crédito al Gobierno para que invirtiera en la Caja y creó un cupo de redescuento para la Corporación Colombiana de Crédito.

A estas medidas se agregaron la reducción de las tasas de redescuento del Banco de la República desde fines de 1931, especialmente aquellas para el sector agrícola. Se establecieron, además, techos para las tasas de interés, se extendieron los plazos de todos los préstamos, y se permitió a los deudores pagar la mitad de sus obligaciones con cédulas hipotecarias y bonos gubernamentales depreciados, lo cual implicó una reducción de un 20% en el valor real de las deudas. Se adoptaron, además, mecanismos para pasar a cuentas diferidas las pérdidas de los bancos, por lo que estrictamente estas instituciones no produjeron pérdidas contables.

Las mayores renuencias a cambiar la política se relacionaron con el tipo de cambio y la deuda externa. La estabilidad de la tasa de cambio fue vista por las autoridades económicas como el mantenimiento de un elemento del viejo patrón oro y necesaria para evitar la inflación. Sin embargo, la presión del sector cafetero llevó a la decisión de otorgarle en marzo de 1932 una prima del 10% a sus ingresos por exportaciones, financiada por el Gobierno, y un año después a una devaluación de COP 1,05 a COP 1,13 por dólar para los exportadores y a COP 1,16 para los importadores, para que estos últimos financiaran los beneficios para los cafeteros. Esto implicó la adopción de tasas de cambio diferenciales, un sistema que se siguió manejando en varios períodos y solo sería abandonado definitivamente en 1967. Finalmente, en septiembre de 1933, ante el retraso de siete semanas en las solicitudes en la Oficina de Control de Cambios y la renovada presión de los

<sup>9</sup> Véanse González y García (2002, pp. 82-84). Curiosamente, sin embargo, estos autores dejan de lado la reducción final de las deudas hipotecarias.

<sup>10</sup> Lo que quedaba del Banco Agrícola Hipotecario fue absorbido por la Caja Agraria en 1945.

cafeteros, el Gobierno devaluó el peso en 10 centavos y estableció finalmente un sistema de certificados de cambio libremente negociables –un sistema que se utilizaría de nuevo en varias coyunturas posteriores–. Para fines del año, la tasa de cambio se había devaluado a COP 1,57 y se estabilizó desde comienzos de 1935 en torno a COP 1,75, lo cual generó una devaluación sustancial de la tasa de cambio real (Cuadro 1.1). La devaluación estuvo acompañada de un impuesto de giro a los exportadores para financiar los gastos del Gobierno en moneda extranjera, que fue inicialmente del 15 %, pero por oposición de los cafeteros se les dio una pequeña participación en los recaudos y se fue reduciendo gradualmente hasta eliminarse en 1940.

En materia de deuda externa, la moratoria también llegó con rezago. En diciembre de 1931 hubo un acuerdo con la mayoría de los tenedores de la deuda para suspender temporalmente las amortizaciones y pagar los intereses con vales a tres años e intereses del 6 %. Sin embargo, en marzo y abril de 1932 los departamentos y municipios suspendieron el pago de sus deudas, en respuesta además a la falta de aprobación de los giros correspondientes por parte de la Oficina de Control de Cambios. Desde 1933, las deudas externas de la nación se pagaron con vales y en 1935 se suspendió completamente el servicio de la deuda, con un rezago en relación con otros países latinoamericanos.

La economía se reactivó desde 1932, iniciando un periodo de crecimiento relativamente rápido, en especial del sector manufacturero. Sin embargo, debido a los bajos precios del café, las exportaciones continuaron en niveles inferiores a los alcanzados durante el auge previo. No obstante, el aumento moderado de los ingresos por este concepto y la suspensión del servicio de la deuda permitieron que las importaciones se recuperaran un poco más, aunque manteniendo también niveles inferiores a los del auge (Cuadro 1.1). La inflación se aceleró, en principio, y alcanzó un 16,9 % en 1934, un ritmo que superó los niveles de los años 1920. Esto llevó al retorno a un manejo conservador, tanto en materia monetaria como fiscal. En particular, los préstamos del Banco de la República al Gobierno se moderaron en los años siguientes; así se estableció una práctica que se mantendría, excepto durante coyunturas excepcionales<sup>11</sup>. A su vez, la

<sup>11</sup> Los datos de Kalmanovitz y Avella (1998, en sus gráficos 5 y 6) muestran que después de la coyuntura de los años 1930, los préstamos del Banco de la República al Gobierno solo fueron importantes de nuevo durante la crisis de los años 1980. El Gobierno también se benefició de la compra de títulos de deuda pública por parte del Banco, pero esta es una práctica normal de los bancos centrales y su comportamiento siguió en Colombia un sano patrón contracíclico.

expansión del gasto pasó a depender de mayores ingresos del Gobierno, en particular con la reforma tributaria de 1935, que reforzó el impuesto de renta y creó los complementarios de patrimonio y exceso de utilidades; esta reforma por fin redujo significativamente la dependencia del Gobierno Nacional de la renta de aduanas.

El mercado internacional del grano experimentó una nueva caída sustancial en 1940 como resultado del cierre de los mercados europeos, debido al estallido de la Segunda Guerra Mundial, la cual produjo una nueva recesión de la actividad económica. La reactivación fue posible gracias a una serie de decisiones de Estados Unidos orientadas a garantizar el apoyo de los países latinoamericanos a los Aliados, que incluyeron la suscripción del Acuerdo Interamericano de Café, que se firmó en noviembre de 1940, préstamos de su Banco de Exportaciones e Importaciones, y un mecanismo para renegociar la deuda externa, del cual se benefició Colombia en 1941<sup>12</sup>.

El precio internacional del café se recuperó rápidamente y las cantidades exportadas a Estados Unidos estuvieron menos restringidas de lo previsto en el acuerdo de cuotas, por las dificultades que experimentó Brasil para exportar durante la campaña submarina alemana en el Atlántico de 1942-1943. Como resultado, las exportaciones del grano aumentaron, los inventarios comenzaron a reducirse desde 1943 y el Fondo Nacional del Café, que había sido creado en 1940 para manejar los inventarios del grano, acumuló un patrimonio considerable. La recuperación de las exportaciones, en especial a partir de 1942, permitió la reactivación de la actividad productiva. Sin embargo, debido a los racionamientos que establecieron los países involucrados en el conflicto bélico, las importaciones disminuyeron y se generó un fuerte superávit comercial y un aumento masivo de reservas internacionales (Gráfico 1.3, paneles A y B). Esto obligó al Banco de la República a adoptar un paquete masivo de contracción monetaria orientado a contrarrestar los efectos expansionistas de esa acumulación de reservas (López, 1990b; Ocampo, 2015b), un paquete de intervención que fue caracterizado por el gran economista belga Triffin (1944) como un ejemplo excelente de cómo combatir la inflación. Sin embargo, la expansión de los medios de pago y la inflación fueron significativas durante el periodo de reactivación (Cuadro 1.1).

<sup>12</sup> El acuerdo incluyó una reducción de los intereses del 6% al 3%, la capitalización de solo la mitad de los intereses que no habían sido pagados desde 1935 y el establecimiento de un fondo para amortizar anualmente parte de la deuda externa, mediante el sistema de compras de bonos de deuda colombiana en el mercado abierto, obviamente con descuento.

#### 1.4.2 UN PERIODO DE CRISIS RECURRENTES DE BALANZA DE PAGOS

El periodo que sucedió a la Segunda Guerra Mundial se caracterizó por la consolidación de un mayor intervencionismo estatal en el comercio exterior y en el sector financiero, así como, con el crecimiento en el tamaño del Estado para proveer servicios sociales y de infraestructura. En materia de comercio exterior, el proteccionismo se acentuó con reformas arancelarias, control directo y depósitos previos a las importaciones y, con un rezago, la promoción de nuevas exportaciones (denominadas exportaciones menores) (Ocampo y Romero, 2023, cap. V). Como se verá, muchas de estas medidas se adoptaron en respuesta a los recurrentes problemas de balanza de pagos. En materia financiera, la reforma del Banco de la República de 1951 le dio instrumentos estables para el manejo de corto plazo (los encajes, que se convirtieron en el principal instrumento de manejo coyuntural por varias décadas, y la posibilidad de poner techos a las tasas de interés) y funciones de banco de fomento (ampliando las que ya tenía el Instituto de Fomento Industrial, IFI, creado en 1940, y otras que se habían determinado para responder al Bogotazo); además, en 1963 entró en funcionamiento la Junta Monetaria, concentrando en manos del Gobierno las decisiones básicas en ese frente (Ocampo, 2021, cap. III). Por otra parte, se crearon nuevos bancos oficiales: el Popular, en 1950; el Cafetero, en 1953, como propiedad del Fondo Nacional del Café, y el Ganadero, en 1956, como copropiedad de la Caja Agraria, los Fondos Ganaderos y accionistas privados.

Desde el punto de vista de largo plazo, el objetivo fue promover la industrialización, acentuando la tendencia que ya se había percibido en los años 1930 de un fuerte crecimiento del sector manufacturero, pero acompañada de una política activa de modernización del sector agropecuario. Este último fue un ingrediente importante en Colombia de la etapa de industrialización dirigida por el Estado. En el sentido contrario, el sector cafetero dejó de ser el motor de crecimiento que había sido durante la segunda y tercera décadas del siglo XX, e incluso durante los años 1930, debido al envejecimiento de las plantaciones y a los efectos de la Violencia en algunas zonas productoras.

Desde la perspectiva de las crisis económicas, el tema de este ensayo, los ciclos de la actividad productiva fueron más moderados (Gráfico 1.1), pero se enfrentaron a recurrentes problemas de balanza de pagos y a ciclos de *signa y pare*, es decir de un comportamiento procíclico de la política macroeconómica –políticas expansionistas cuando lo permitía la coyuntura externa, sucedida por medidas

de ajuste cuando retornaban los problemas de balanza de pagos—. Como la década que sucedió a la Segunda Guerra Mundial fue de mejoría en los términos de intercambio (Gráfico 1.2, panel A), los problemas que se enfrentaron en la inmediata posguerra estuvieron asociados al fuerte aumento de las importaciones por la demanda represada que se había acumulado durante la guerra. A su vez, desde mediados de los años 1950, fueron generados por un colapso de los términos de intercambio que duraría unos veinte años y por la lentitud en diversificar la estructura exportadora. Sin embargo, dentro de una dinámica de lento crecimiento del sector exportador, los ciclos del poder de compra de las exportaciones fueron moderados, y por tanto las crisis en este frente, con excepción parcial de la que tuvo lugar a fines de los años 1950 (Gráfico 1.2, panel B)

La posguerra comenzó, así, con un escenario muy particular: pese al incremento de los precios del café, el fuerte incremento de las importaciones causó un grave déficit comercial, la pérdida de una parte sustancial de las reservas internacionales acumuladas durante la guerra y una desaceleración moderada de la economía (Cuadro 1.2). Los desequilibrios externos dieron lugar en diciembre de 1948 a la primera devaluación de la posguerra, de COP 1,75 a COP 1,95 por dólar, cuyo efecto sobre la tasa de cambio real fue muy modesto; en particular, debido al aumento de la inflación no se revirtió la revaluación real que había tenido lugar desde la guerra. Más importante en materia cambiaria fue la introducción unos meses antes de un mercado libre de divisas paralelo para manejar los flujos de capital, que benefició también a las exportaciones no tradicionales<sup>13</sup>. Por su parte, las políticas monetaria y fiscal expansionistas adoptadas en 1948, en no poca medida para manejar los efectos del Bogotazo, dieron lugar a una recuperación del crecimiento económico, pero también a una aceleración de la inflación, que alcanzó su punto más alto en 1950 y dio pie a las medidas de austeridad acordadas como pacto de caballeros con los bancos en septiembre de dicho año, las cuales frenaron en seco el crecimiento del crédito (Meisel, 1990).

El resultado de este nuevo ajuste fue una desaceleración económica y una disminución en el ritmo de inflación, que incluso se tradujo en una ligera deflación en 1952. Como parte del paquete de medidas, y para contrarrestar la fuerte revaluación real acumulada durante estos años por efecto de la inflación, se incorporó una nueva devaluación en marzo de 1951, de COP 1,95 a COP 2,50

<sup>13</sup> Para la historia cambiaria de Colombia, véase Wiesner (1978).

**CUADRO 1.2**  
**VARIABLES MACROECONÓMICAS, 1945-1975**

	CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	EXPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	IMPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)
1945	7,9	11,3	158,2	160,5	177,0
1946	8,9	9,3	216,2	235,9	176,0
1947	3,9	18,2	268,4	370,2	124,0
1948	3,1	16,4	300,2	335,0	96,0
1949	5,4	6,7	333,6	271,5	123,0
1950	2,6	20,1	407,8	362,8	113,0
1951	2,9	9,3	474,1	419,1	138,0
1952	6,5	-2,4	486,9	416,3	167,0
1953	6,3	7,4	621,9	540,0	203,0
1954	7,3	8,7	670,2	645,0	270,0
1955	4,5	2,2	596,7	621,5	153,0
1956	4,5	7,8	668,4	605,4	144,0
1957	2,2	20,2	637,8	454,2	157,0
1958	2,7	8,1	539,1	383,9	173,0
1959	7,2	7,9	527,9	402,5	230,0
1960	4,6	7,2	495,3	496,4	178,4
1961	5,0	5,9	476,4	530,8	170,6
1962	5,7	5,7	484,8	502,0	115,8
1963	3,2	16,4	485,9	498,0	124,6
1964	6,1	20,3	636,0	575,4	147,2
1965	3,8	8,1	591,0	434,0	145,3
1966	6,3	16,6	533,9	638,9	144,1
1967	3,4	8,4	558,3	464,3	149,4
1968	6,7	4,5	608,9	615,1	218,0
1969	6,4	10,0	672,4	647,9	257,0
1970	6,8	6,7	776,0	796,0	258,0
1971	5,6	10,6	742,0	892,0	265,0
1972	6,9	14,2	959,0	843,0	393,0
1973	6,5	20,7	1236,0	976,0	524,0
1974	5,6	25,1	1455,0	1502,0	448,0
1975	2,2	23,2	1712,0	1415,0	553,0

Fuente: véase Anexo.

por dólar, cuyos efectos sobre la tasa de cambio real fueron también moderados. Además, se suspendió el funcionamiento del mercado paralelo de divisas. Las medidas adoptadas entonces incluyeron también reformas más estructurales,

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE DÓLARES)	TASA DE CAMBIO REAL VS. ESTADOS UNIDOS	CRECIMIENTO DE M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DE M2 (PORCENTAJE)	GASTO GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)
	61,0	16,2	18,7	5,3	-0,1
	60,6	23,4	22,5	6,0	-0,7
	58,7	9,8	10,2	6,5	0,2
	54,5	17,0	14,9	6,1	-0,1
	56,3	22,0	17,8	5,6	0,6
	47,4	5,3	6,4	6,2	0,9
	56,7	16,4	17,6	5,7	2,1
	62,7	16,9	18,1	5,9	1,6
	58,9	18,3	18,1	6,8	1,4
	54,4	19,3	20,2	7,2	1,3
	53,1	4,7	6,3	10,6	0,8
	53,9	24,9	24,2	8,1	-0,1
	79,2	13,6	14,3	6,2	1,4
	114,6	20,9	20,4	6,4	1,8
	110,5	12,0	12,4	6,2	2,1
61,8	116,2	10,4	10,0	7,0	1,2
-34,4	100,3	24,6	23,6	8,9	-1,5
-79,5	99,4	20,7	20,4	8,0	-1,7
-111,9	112,2	12,2	13,1	8,8	-1,7
-122,0	94,5	20,9	20,2	8,3	-1,1
-61,5	101,6	15,7	15,6	7,2	-0,6
-94,8	117,6	14,0	15,0	8,2	0,1
-36,3	119,6	21,9	21,2	8,3	-0,3
35,1	134,2	14,8	15,3	9,1	0,0
96,5	136,8	19,5	19,9	9,4	-0,5
152,0	144,4	17,2	18,2	10,1	-0,7
170,4	147,2	10,9	11,8	10,4	-1,0
345,2	146,1	24,4	27,8	10,4	-1,8
515,8	138,6	29,3	42,8	9,5	-1,2
429,5	135,9	19,5	30,0	9,0	-1,2
547,3	143,0	27,8	37,7	9,5	-0,4

entre ellas la reforma arancelaria de 1951 y, como ya lo señalé, la reforma financiera de dicho año que le dio funciones de fomento al Banco de la República.

La nueva alza de los precios del café dio paso a una nueva coyuntura de crecimiento en 1952-1954, que fue apoyada por una fuerte expansión del gasto público, cuyo pico se alcanzó en 1955. La fuerte caída de los precios del grano que se inició en 1955 produjo la crisis más fuerte en el frente externo del periodo que se está analizando, e inició de hecho un periodo de escaso dinamismo exportador que duró casi una década, hasta que comenzó en firme la diversificación exportadora a finales de los años 1960 (Cuadro 1.2).

La coyuntura cafetera adversa dio lugar a una nueva fase de austeridad. De hecho, el comportamiento procíclico de la política económica durante el auge cafetero obligó a que las medidas de austeridad fueran severas; de esta manera, se generó un comportamiento procíclico de la política macroeconómica similar, aunque más moderado, que el que había tenido el país durante los años 1920 y el comienzo de la Gran Depresión. Algunas de las medidas de ajuste se comenzaron a adoptar en medio del auge. Así, el general Rojas Pinilla se vio obligado a reimplantar controles a las importaciones a finales de 1954, restablecer un mercado libre paralelo de divisas a principios de 1955 y a comenzar a disminuir el gasto público.

A pesar de estas medidas, el deterioro continuó: la caída en los términos de intercambio se acentuó, se comenzaron a acumular atrasos en el pago de la deuda comercial (el único financiamiento privado internacional importante en aquellos años) y se continuó desacelerando la actividad productiva. La Junta Militar que reemplazó a Rojas Pinilla tuvo que imponer controles más estrictos a las importaciones y realizar la devaluación más fuerte de la historia colombiana (de COP 2,50 a unos COP 6,70 por dólar), con un efecto notorio sobre la tasa de cambio real (Cuadro 1.2) A ello se agregó la creación del Plan Vallejo, que facultó a los exportadores para traer, libres de derechos de importación, los insumos necesarios para elaborar los productos destinados al mercado externo. Esta medida, unida al acceso de los exportadores de productos diferentes al café y petróleo al mercado libre de divisas, dio paso a una política activa, aunque inestable, de fomento a las exportaciones menores<sup>14</sup>. En 1957 se revirtió totalmente el auge del gasto público que se había adoptado durante la bonanza cafetera. En materia monetaria, después de una reducción temporal de los encajes bancarios en 1956, estos se usaron agresivamente como parte del plan de ajuste de 1957-1958, incluyendo el uso de encajes marginales del 80 % e incluso temporalmente

<sup>14</sup> El tratamiento ya clásico del sector externo de la economía colombiana durante el periodo es Díaz-Alejandro (2003). Esta es la traducción tardía de una obra publicada en inglés en 1976.

del 100 % (Avella, 2007). En materia financiera, en 1957 se obligó a los bancos a destinar un mínimo del 14 % de sus depósitos a créditos al sector agropecuario (porcentaje que se elevaría en 1959 al 15 %) y se crearon las corporaciones financieras, con la facultad de invertir capital de riesgo en empresas productivas.

Rompiendo con los esfuerzos de ajuste, el primer gobierno del Frente Nacional, bajo Lleras Camargo, aumentó el gasto público entre 1959 y 1961, y promovió la reforma tributaria de 1960, que creó varios incentivos para la industria. Frente a la debilidad que comenzó a mostrar de nuevo la balanza de pagos, en 1960 el Banco experimentó con minidevaluaciones del certificado de cambio, pero la oposición a esa política se tradujo en su suspensión y la fijación del tipo de cambio en COP 6,70 por dólar. Sin embargo, el continuado deterioro del sector externo y de las finanzas públicas generó una nueva crisis, que era evidente al iniciarse la administración de Guillermo León Valencia en 1962. Esto obligó al nuevo gobierno a emprender un nuevo programa de ajuste fiscal y a devaluar la tasa de cambio a COP 9 por dólar en noviembre de 1962. La reactivación que había tenido la actividad productiva en años anteriores se interrumpió y el impacto de la devaluación, sumado a la escasez de alimentos y el alza de salarios, aceleró fuertemente la inflación en 1963, eliminando el efecto de la devaluación sobre la tasa de cambio real (Cuadro 1.2).

Como resultado, se acentuaron las medidas de control de importaciones. Por su parte, el Banco de la República intentó regular el mercado libre de divisas entre enero de 1963 y octubre de 1964, sin gran éxito, y comenzó a aumentar los encajes ordinarios, reemplazando el alto encaje marginal (que se había reintroducido en 1962). Adicionalmente, presionado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), creó en septiembre de 1965 una tasa de cambio intermedia de COP 13,50 por dólar y desmontó los controles a las importaciones. El aumento de las importaciones que generó esta última medida, en conjunto con una nueva reducción del precio del café y la revaluación del tipo de cambio real, fue un verdadero colapso externo en 1966, que heredó el gobierno de Carlos Lleras Restrepo.

El viraje de la política económica de esta administración, en algunos elementos en contra de las recomendaciones del FMI, permitió poner fin a dos décadas de crisis recurrentes de balanza de pagos y abrir paso a un periodo de fuerte crecimiento económico y diversificación de las exportaciones. La medida más importante fue el establecimiento de un régimen de minidevaluaciones, el cual reemplazó el régimen de tasa de cambio fija, pero ajustable, que se había introducido desde los años 1930 y que generaba recurrentes revaluaciones reales en

un contexto de inflaciones moderadas. Esta medida estuvo acompañada por la unificación de los tipos de cambio, eliminando el uso reiterado que había hecho el país desde la década de 1930 de los tipos de cambio múltiples. Por otra parte, el Decreto-Ley 444 de 1967 eliminó el mercado libre de divisas y estableció un rígido control sobre los flujos de capital con el exterior. Estableció, además, un régimen estable de promoción de exportaciones, que amplió el Plan Vallejo, creó el Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) para financiar y apoyar a las exportaciones menores, e instituyó el certificado de ahorro tributario (CAT), libre de impuestos, para reemplazar las ventajas tributarias y la tasa de cambio preferencial que habían disfrutado hasta entonces las exportaciones menores. Aunque manejado por el Banco de la República, Proexpo contó con un financiamiento proveniente de una sobretasa del impuesto a las importaciones, inicialmente del 1,5 % y elevada al 5 % en 1974.

Estas medidas no solo pusieron fin a las crisis recurrentes de balanza de pagos, sino que iniciaron uno de los períodos de crecimiento económico más dinámicos de la historia del país (Gráfico 1.1 y Cuadro 1.2). Uno de los elementos más importantes fue la diversificación de las exportaciones: las no tradicionales, que habían representado menos del 10 % de las exportaciones totales en la década de 1950, y 15 % en 1966, pasaron a representar más del 40 % en 1974. Por otra parte, gracias a eventos en el mercado internacional pero también a la percepción de mejor manejo macroeconómico, el país pudo tener de nuevo acceso al financiamiento privado externo desde comienzos de la década de 1970.

## **1.5 LAS CRISIS MÁS RECIENTES**

### **1.5.1 LAS CRISIS DE FINES DEL SIGLO XX**

Las crisis de las dos últimas décadas del siglo XX tuvieron lugar en el marco de dos grandes crisis internacionales: la de la deuda latinoamericana y la de las economías emergentes que se desató en Asia oriental en 1997 y se profundizó con la moratoria de la deuda externa de Rusia en agosto de 1998, que generó un freno y un mayor costo de los flujos de capital hacia economías emergentes y en desarrollo.

En Colombia, la de la deuda latinoamericana estuvo precedida por dos etapas enteramente diferentes de la economía y la política económica. Durante la primera, en la administración de Alfonso López Michelsen, el país manejó

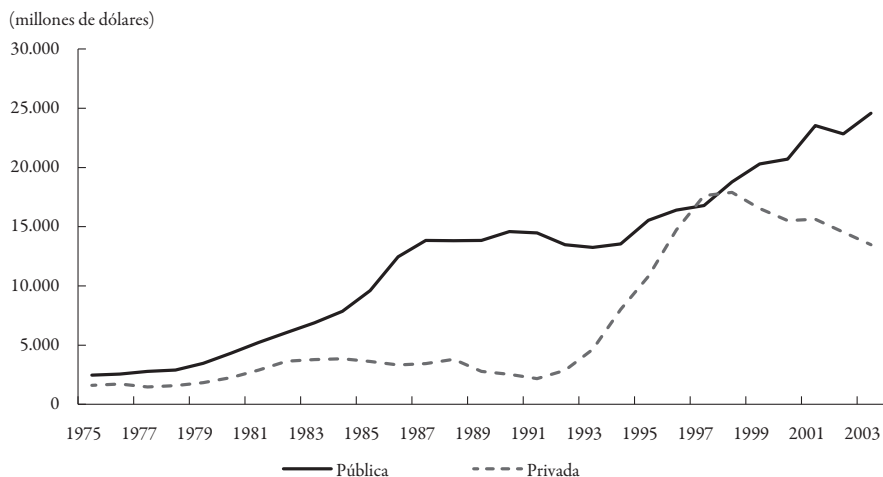
la mejoría significativa en los términos de intercambio del país que generó la bonanza cafetera que se inició a mediados de 1975 (Gráfico 1.2, panel A) con una política de ajuste para mitigar los efectos monetarios del exceso de oferta de divisas. Con su precedente durante la Segunda Guerra Mundial, son los ejemplos más claros en la historia del país de políticas contracíclicas para manejar la abundancia de divisas. Incluyó un fuerte ajuste fiscal; la obligación de los exportadores de recibir certificados de cambio que solo podían ser redimidos tres o cuatro meses después de su expedición, con lo cual se difería y moderaba el efecto monetario de la acumulación de reservas; el aumento de todos los encajes, entre otros la adopción en enero de 1977 de un encaje marginal del 100 % sobre las cuentas corrientes, que duraría tres años; y rígidos controles al endeudamiento externo, público y privado. La economía creció, manteniendo ritmos de inflación similares a los de comienzos de la década, pero especialmente se produjo un superávit significativo en la cuenta corriente de la balanza de pagos y una acumulación de reservas internacionales (Cuadro 1.3, gráficos 1.2 y 1.3).

La administración de Julio César Turbay Ayala, a partir de agosto de 1978, planteó un programa radicalmente diferente, cuyo elemento central fue un plan masivo de inversión pública financiado con crédito externo. Para manejar los posibles efectos inflacionarios de esta política, estableció diversas medidas de liberalización de importaciones. Como elemento de continuidad con la fase anterior, mantuvo un programa de contracción monetaria, pero utilizando desde comienzos de 1980 operaciones de mercado abierto, en especial la venta masiva de títulos del Banco de la República en el mercado, bajo un régimen de liberalización de tasas de interés y reducción de los encajes. Estas decisiones estuvieron enmarcadas en un proceso de liberalización financiera, lanzado en 1979-1980, que profundizó algunas medidas que se habían adoptado a comienzos de la administración de Alfonso López Michelsen, pero que se habían interrumpido durante la bonanza cafetera.

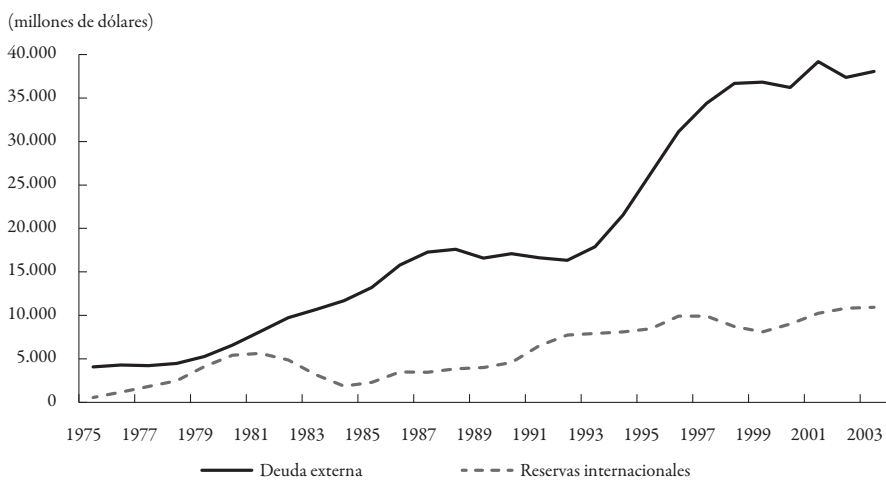
La implicación de esta nueva fue que el país entró, entre 1980 y 1982, aunque afortunadamente en forma tardía, al auge de financiamiento externo que venían experimentado otros países latinoamericanos. Sin embargo, el punto de partida fue una situación en la cual las reservas internacionales que había acumulado el país durante los años de bonanza eran, en 1979, solo ligeramente inferiores a la deuda externa del país (Gráfico 1.3). Esto le daría a Colombia un margen de defensa con la cual no contaron otros países de la región ante la crisis de la deuda que se desencadenó en 1982.

**GRÁFICO 1.3**  
**DEUDA EXTERNA Y RESERVAS INTERNACIONALES, 1975-2003**

**A. DEUDA EXTERNA (MILLONES DE DÓLARES)**



**B. DEUDA EXTERNA TOTAL Y RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)**



Fuente: Banco de la República.

Como el país comenzó a experimentar durante estos años un deterioro en los términos de intercambio, en el contexto de una de las dos peores caídas de precios de productos básicos del siglo XX, ni la política fiscal expansionista ni el auge crediticio que lo acompañó se tradujeron en un crecimiento económico importante. Por el contrario, la economía se desaceleró fuertemente (a 1,1 % en su peor momento, en 1982) y la cuenta corriente experimentó uno de los peores deterioros de la historia del país (Gráfico 1.2, panel B), alimentado por la revaluación real adicional y por el aumento de las importaciones derivado de las medidas de apertura (Cuadro 1.3). Las reservas internacionales se mantuvieron, sin embargo, en niveles elevados, debido al incremento significativo de la deuda externa, especialmente del sector público (Gráfico 1.3).

El legado que recibió la administración de Belisario Betancur fue, por tanto, complejo: una virtual paralización de la economía en medio de muy elevados déficits fiscal y externo, una crisis financiera que se desencadenó en 1982 y se profundizaría en los años siguientes, la persistencia de la inflación y el inicio de la crisis latinoamericana de la deuda. El manejo de los complejos problemas macroeconómicos dio lugar a dos paquetes de política diferentes.

El primero, adoptado a comienzos de 1983, tuvo como objetivo esencial la reactivación económica. El Gobierno creó múltiples líneas de crédito en el Banco de la República para sectores en crisis y estableció el Fondo de Capitalización Empresarial para redescantar créditos otorgados a quienes compraran acciones o bonos convertibles en acciones de empresas del sector productivo. Pese a estas nuevas facilidades crediticias, la tasa de interés real se elevó significativamente (Gráfico 1.4, panel B) debido a las alzas en las tasas de interés internacionales, el acceso limitado y más costos al financiamiento externo y el mantenimiento de la liberalización de las tasas de interés. El ajuste fiscal fue moderado, pero incluyó la transformación del impuesto a las ventas en un moderno impuesto al valor agregado (IVA). En el frente externo, las medidas fueron radicales: un aumento de los aranceles acompañado por el retorno a un riguroso control directo a las importaciones, un incremento de los subsidios a las exportaciones, el reforzamiento del control de cambios y una aceleración moderada del ritmo de devaluación.

La pérdida considerable de reservas internacionales y el fuerte desequilibrio en cuenta corriente, que había alcanzado desde 1982 niveles alarmantes, no solo llevó a acentuar el cierre a las importaciones y el control de cambios, sino a un giro significativo en la política macroeconómica a mediados de 1984, que centró

**CUADRO 1.3**  
**VARIABLES MACROECONÓMICAS, 1975-2003**

	CRECIMIENTO DE PIB (PORCENTAJE)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	EXPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	IMPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE DÓLARES)
1975	2,2	23,2	1.712,0	1.415,0	553,0	547,3
1976	4,6	20,1	2.214,0	1.654,0	1.172,0	1.165,8
1977	4,2	33,5	2.674,0	1.969,0	1.836,0	1.829,6
1978	8,5	17,5	3.219,0	2.552,0	2.493,0	2.481,8
1979	5,4	24,1	3.515,0	2.978,0	4.113,0	4.105,9
1980	4,2	26,7	4.296,0	4.283,0	5.420,0	5.416,0
1981	2,5	27,4	3.397,0	4.730,0	5.633,0	5.630,2
1982	1,1	24,6	3.282,0	5.358,0	4.892,6	4.890,8
1983	1,7	19,9	3.147,0	4.464,0	3.175,7	3.078,5
1984	3,0	16,2	3.623,0	4.027,0	1.887,4	1.795,5
1985	3,0	23,8	3.782,0	3.673,0	2.313,1	2.067,1
1986	5,8	19,0	5.332,0	3.409,0	3.511,5	3.477,7
1987	5,6	23,3	5.254,4	3.793,5	3.483,5	3.449,9
1988	4,5	28,0	5.342,7	4.515,3	3.851,8	3.834,1
1989	3,6	26,0	6.031,8	4.557,8	4.001,0	3.890,1
1990	4,4	29,0	7.079,4	5.107,9	4.595,0	4.551,7
1991	2,8	30,5	7.507,4	4.548,0	6.499,9	6.439,8
1992	4,3	27,0	7.263,2	6.029,1	7.728,0	7.723,7
1993	5,7	22,5	7.428,5	9.085,7	7.932,4	7.914,9
1994	5,6	22,9	8.546,3	11.287,8	8.103,6	8.094,9
1995	5,3	20,9	10.155,4	13.138,9	8.453,2	8.446,4
1996	1,6	20,8	10.539,0	13.057,8	9.938,8	9.933,0
1997	3,2	18,5	11.534,3	14.702,7	9.908,0	9.905,2
1998	0,6	18,7	10.930,4	13.930,0	8.740,5	8.739,8
1999	-5,2	11,0	11.563,4	10.262,1	8.103,4	8.101,1
2000	2,6	9,2	13.744,7	11.042,5	9.006,1	9.004,1
2001	1,7	8,0	12.860,4	12.229,7	10.245,1	10.191,8
2002	2,5	6,4	12.367,0	12.024,5	10.844,1	10.840,5
2003	3,9	7,1	13.798,2	13.195,4	10.921,4	10.915,6

Fuente: véase Anexo.

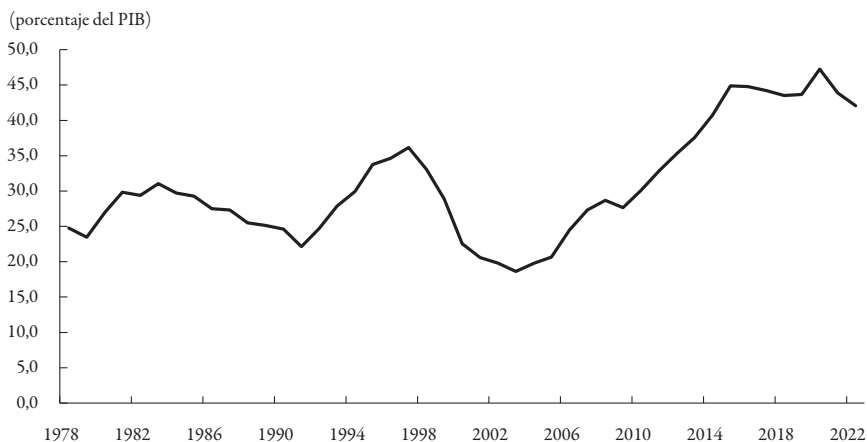
ahora su atención en la corrección del desequilibrio externo. Los elementos básicos de la nueva política fueron una aceleración en el ritmo de devaluación y la reducción del déficit fiscal. En el frente fiscal, se combinaron recortes modestos del gasto público con importantes medidas tributarias, en especial alzas consi-

TASA DE CAMBIO REAL VS. EEUU	TASA DE CAMBIO REAL MULTILATERAL	CRECIMIENTO DE M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DE M2 (PORCENTAJE)	GASTO GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT PÚBLICO CONSOLIDADO (PORCENTAJE DEL PIB)
143,0		27,8	37,7	9,5	-0,4	0,1
141,2		34,8	44,2	8,2	0,6	1,5
119,5		30,4	35,1	7,8	0,6	-1,0
116,3		30,3	35,4	8,3	0,3	1,0
113,5		24,3	25,0	8,8	-0,7	-0,1
112,9		31,4	48,2	9,9	-2,2	-1,2
112,7		17,8	40,5	10,2	-2,9	-3,5
112,9		24,0	22,1	10,9	-3,7	-5,6
119,5		26,0	31,1	10,5	-3,2	-5,7
137,0		23,4	23,8	10,6	-3,4	-4,7
161,0		28,2	34,2	10,7	-2,4	-5,4
189,1		22,5	29,2	10,1	-1,4	-0,6
198,8	139,9	33,2	28,7	10,1	-0,4	-0,6
199,1	139,7	25,8	23,6	10,6	-1,3	-1,4
211,9	142,5	28,9	32,6	10,5	-1,5	-0,9
227,2	163,9	25,2	31,7	9,9	-0,8	0,4
227,0	162,3	31,7	33,6	10,8	-0,2	1,7
199,8	148,2	41,0	38,7	12,6	-1,7	0,7
194,2	140,2	30,0	41,5	12,4	-0,7	0,1
170,5	123,9	25,3	42,7	12,7	-1,4	0,4
159,9	122,2	20,2	28,3	13,1	-2,1	0,5
154,9	113,2	16,5	20,2	14,5	-3,7	-2,7
146,8	106,1	21,7	25,8	15,1	-3,5	-2,2
157,3	113,4	-3,9	10,9	15,4	-4,5	-3,9
177,9	125,9	21,7	10,5	17,3	-5,3	-5,1
200,8	138,5	30,5	5,6	17,1	-5,3	-3,6
210,9	143,5	12,1	9,7	18,7	-5,2	-5,3
218,6	143,6	15,5	7,3	18,2	-4,8	-5,8
240,6	162,3	15,2	12,1	17,6	-4,2	-6,5

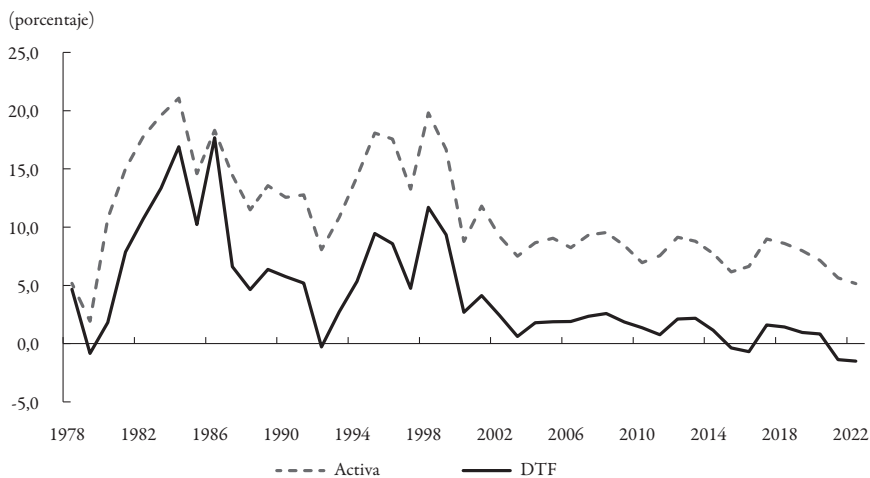
derables de los aranceles y los efectos plenos de la puesta en marcha del IVA. Se renegó, además, la deuda del Gobierno con el Banco de la República a tasas de interés cercanas a cero. Por otra parte, para manejar el efecto de la devaluación sobre el endeudamiento externo del sector privado, se autorizó la conversión

### GRÁFICO 1.4 INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL

#### A. CARTERA NETA DEL SECTOR FINANCIERO COMO PORCENTAJE DEL PIB



#### B. TASAS DE INTERÉS REALES



Fuente: Ocampo (2021), actualizada para 2021 y 2022 con datos del Banco de la República.

de dichas deudas a pesos, para sustituir el riesgo cambiario por el de la tasa de interés en pesos, al cual se le fijó un tope<sup>15</sup>. Las tasas de interés se mantuvieron, sin embargo, en niveles muy elevados.

Esta segunda fase contó con una monitoría del FMI. Como Colombia había resultado afectada por el contagio de la crisis de la deuda de la región, las intervenciones de este organismo, así como del presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Paul Volcker, fueron fundamentales para evitar que Colombia hiciera parte de las renegociaciones de la deuda externa que estaban llevando a cabo otros países latinoamericanos. En particular, estas intervenciones facilitaron la negociación de grandes paquetes de crédito con los acreedores privados internacionales, en los cuales los bancos se comprometieron a otorgar –en forma si se quiere semivoluntaria– nuevos créditos en proporción a sus préstamos otorgados a Colombia (Garay, 1991).

Un elemento común de ambas fases de la política fue el manejo de la crisis financiera que se inició en 1982 con la quiebra de los bancos Nacional y del Estado, y se profundizó en los años siguientes, especialmente con la del Grupo Grancolombiano, el principal grupo financiero del país. Las medidas iniciales estuvieron orientadas a prohibir lo que se vinieron a denominar autopréstamos –el uso del ahorro del público para financiar las actividades de un grupo financiero, incluyendo la adquisición de empresas–. Por otra parte, se decidió oficializar (el término utilizado, en vez de nacionalizar) el Banco del Estado, en vez de liquidarlo, para evitar un pánico de los depositantes en el sistema financiero, que era previsible dada la liquidación previa del Banco Nacional.

Estas medidas fueron sucedidas por las que se expidieron en 1984 para impedir que las valorizaciones inflaran el patrimonio y para obligar a las entidades a hacer provisiones adecuadas para deudas de dudoso recaudo. Se dispusieron unos niveles mínimos de capital para acceder a los redescuentos y otras líneas de crédito del Banco de la República. La medida más importante fue la creación, en 1985, del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), al cual se le dio la función de intervenir las entidades, capitalizarlas (u otorgarles capital garantía) y sanear sus activos con el propósito de reprivatizarlas más tarde, o eventualmente liquidarlas. El seguro de depósito también

<sup>15</sup> Por encima de este techo, el Gobierno asumió el pago de los intereses correspondientes. Sin embargo, este subsidio potencial no se hizo efectivo por el retraso de las empresas en utilizar el mecanismo y los menores ritmos de devaluación y las menores tasas de interés que prevalecieron a partir de 1986 (Caballero y Urrutia, 2006, p. 114).

se creó, con el propósito de apoyar a los clientes de los bancos frente a dificultades que enfrentarían las entidades, pero solo entró en vigencia en 1988, por lo cual no contribuyó estrictamente al manejo de la crisis.

Las primeras acciones de esta organización fueron la oficialización y liquidación de algunas entidades. El punto más crítico se alcanzó durante el primer semestre de 1986, cuando se oficializaron varias, entre ellas el Banco de Colombia<sup>16</sup>. Las entidades intervenidas representaron cerca de una cuarta parte de los activos del sistema bancario (Fernández, 1994, p. 222) y su saneamiento y capitalización generaron costos equivalentes a entre 5 % y 6 % del PIB (véanse Delgado y Roda, 1988; Fogafin, 2001) –un monto bajo si se compara con crisis financieras de otros países (Ocampo, 2021, en su Gráfico IV.6). Más aún, en el caso colombiano, muchos e incluso la totalidad de los costos se recuperaron con la venta de las principales entidades intervenidas en la primera mitad de los años 1990. Por ello, el costo neto de la crisis fue muy inferior<sup>17</sup>.

Durante los años de ajuste, el crecimiento económico se recuperó de forma moderada, se redujeron los déficits externo y fiscal y se produjo una de las devaluaciones reales más fuertes de la historia del país. Sin embargo, después de una reducción inicial, la inflación retornó a los niveles de poco más de 20 %. Todo ello, unido a la contención definitiva de la crisis financiera, permitió que la economía se beneficiara de la minibonanza cafetera que se inició a fines de 1985, gracias a la cual se produjo una recuperación de la actividad económica y se generó una corrección adicional de los déficits externo y fiscal (Cuadro 1.3 y Gráfico 1.2, panel B).

La crisis siguiente se inició en 1998 y estuvo asociada, como lo he señalado, a la secuencia de la asiática de 1997 y rusa de 1998, así como a los efectos de ambas sobre muchos países sudamericanos, entre ellos Colombia. Sus grandes precedentes en el país fueron las reformas estructurales de la economía adoptadas a comienzos de los años 1990, tanto en la Constitución en 1991 como en la apertura económica de la administración de César Gaviria.

La Constitución tuvo dos grandes impactos sobre los temas que aquí se analizan. El primero fue la autonomía que se entregó al Banco de la República, circunscribiendo sus responsabilidades a las funciones de banco central,

<sup>16</sup> Véase, al respecto, fuera de otros trabajos citados, la Memoria del Ministro de Hacienda de la época, Palacios Mejía (1986).

<sup>17</sup> Caballero y Urrutia (2006, p. 120) citan una estimación de Fogafin del 2,8 % del PIB de finales de 2004.

en particular la política monetaria y cambiaria, y dejando de lado las de banca de desarrollo. El segundo fue la ampliación significativa del gasto público, para garantizar un amplio conjunto de derechos económicos y sociales que consagró, y con un proceso de descentralización que buscaba reducir la brecha entre regiones pobres y ricas del país en acceso a recursos públicos para financiar los programas sociales.

Por su parte, la apertura económica incluyó una liberalización comercial rápida, la privatización de varias empresas públicas, la posibilidad de que la inversión privada participara en diversas áreas de acción tradicional del Estado, la apertura de la cuenta de capitales, la eliminación de las restricciones a la inversión extranjera directa y una liberalización del sector financiero. Esta última permitió la multibanca, diluyendo el esquema de intermediarios financieros especializados que habían tenido el país desde 1923, la privatización de varias entidades oficiales de carácter crediticio, la reducción significativa de los encajes bancarios, la desaparición de una parte significativa de los créditos de fomento, y la organización de los que subsistieron como bancos de desarrollo.

La liberalización financiera coincidió, además, con el fin de la crisis de latinoamericana de la deuda y el inicio de un nuevo periodo de acceso de las economías emergentes a los mercados internacionales de capitales. La combinación de la liberalización financiera interna con el abundante crédito externo fue un auge financiero: como lo indica el Gráfico 1.4, panel A, la cartera del sistema financiero aumentó entre 1991 y 1997 en 14 puntos porcentuales del PIB, mucho más que durante el auge precedente de comienzos de los años 1980.

La política económica, tanto monetaria como fiscal fue expansionista durante el grueso de la administración Gaviria y, aunque se moderó un poco durante el gobierno de Ernesto Samper, siguió siéndolo hasta el estallido de la crisis asiática. Las políticas adoptadas durante esta administración incluyeron algunos años de restricción monetaria (en 1994-1995), varios periodos en los cuales se adoptaron encajes al endeudamiento externo desde que se abrió la cuenta de capitales en 1993 y una moderada reducción del déficit fiscal en 1997. El crecimiento económico se aceleró, con una inflación con ligera tendencia a la baja. Sin embargo, el fuerte aumento de las importaciones, debido al impacto conjunto de la apertura comercial y la revaluación del peso, produjo un deterioro significativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos: de un superávit en 1989-1991 a un déficit que oscilaría a partir de 1994 entre el 4 % y el 5 % del PIB (Gráfico 1.2, panel B).

Uno de los elementos necesarios para financiar dicho déficit fue un aumento significativo de la deuda externa privada (Gráfico 1.3, panel A). Por el contrario, la deuda pública externa tuvo incrementos más moderados. De hecho, el sector público consolidado solamente comenzó a arrojar déficits en 1996, los cuales fueron moderados al principio, ya que el mayor gasto del Gobierno Nacional estuvo financiado en gran medida por crecientes ingresos tributarios y el sector público descentralizado tendió a generar superávits. La mayor inversión extranjera directa también aportó recursos crecientes. En su conjunto, pese al déficit en cuenta corriente, el financiamiento permitió que las reservas internacionales aumentaran.

La interrupción y mayor costo del financiamiento externo generado por las crisis asiática y rusa encontró, por tanto, a Colombia en una situación vulnerable: un déficit en cuenta corriente elevado, acelerado endeudamiento externo privado y sobrevaluación cambiaria. El manejo inicial de la crisis despertó un complejo debate entre los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República y en el país en general<sup>18</sup>. Para evitar una devaluación desordenada, como la que habían experimentado algunas economías de Asia Oriental, la Junta mantuvo la banda cambiaria establecida desde 1994<sup>19</sup>, aunque modificándola en dos ocasiones (septiembre de 1998 y junio de 1999). Sin embargo, la presión sobre el techo de la banda produjo en 1998 una pérdida de reservas internacionales y una reducción en la oferta monetaria, ante la decisión de la Junta de no compensar la contracción monetaria derivada de la venta de reservas internacionales (Cuadro 1.3). El resultado fue un incremento significativo de las tasas de interés, que llegaron en términos reales a uno de los niveles más altos de la historia (Gráfico 1.4, panel B). De esta manera, la política monetaria actuó en forma claramente procíclica, lo que reforzó las presiones recesivas que venían del exterior (Villar, Romero y Pabón, 2015). Ante la pérdida de credibilidad en la banda y su poca efectividad, la Junta se vio obligada a eliminarla de forma definitiva en septiembre de 1999, en el contexto de un acuerdo con el FMI que había exigido la flotación cambiaria para suscribirlo.

<sup>18</sup> Para visiones contrapuestas del manejo de esta coyuntura crítica, véanse Fernández (2000) y Urrutia (1999), con perspectivas críticas y de defensa de la política, respectivamente. Para una revisión de las polémicas en el interior de la Junta, véase Valencia (2021, cap. 4).

<sup>19</sup> Este mecanismo permitía que la tasa de cambio flotara dentro de un límite inferior y superior. Si se llegaba al inferior, el Banco compraba el exceso de oferta de divisas y si alcanzaba el superior vendía parte de las reservas internacionales.

La administración de Andrés Pastrana Arango mantuvo los niveles de gasto público frente a la crisis, por eso la política fiscal desempeñó un papel neutral o incluso contracíclico. Aumentó los impuestos, especialmente con la adopción de un gravamen a las transacciones financieras del dos por mil. Debido a los efectos de la recesión sobre los ingresos tributarios y el aumento del servicio de la deuda interna y externa, el déficit fiscal se incrementó, pero más como resultado que como causa de la crisis.

Un efecto de este manejo fue una reversión dramática del auge financiero que había tenido el país desde la liberalización financiera de comienzos de la década. De hecho, el crédito se paralizó y la cartera del sistema financiero como proporción del PIB se redujo por debajo de los niveles previos a dicha liberalización (Gráfico 1.4, panel A). Las regulaciones financieras más severas pudieron haber contribuido a ello, ya que las entidades financieras se vieron obligadas a castigar la cartera morosa de forma más acelerada que durante la crisis previa, y a frenar los nuevos créditos por temor a los crecientes requisitos de capital que enfrentaban debido a las pérdidas en sus carteras. La burbuja de precios de activos financieros y de finca raíz que se había generado fue sucedida por su colapso a partir de 1998 (Caballero y Urrutia, 2006, p. 135).

El excesivo endeudamiento, interno y externo, hizo extremadamente frágil al sector privado, tanto a los aumentos de las tasas de interés como a la devaluación, que incrementó el valor en pesos de la deuda externa. Los problemas afectaron de diversa manera a distintos agentes: a los hogares, cuyas elevadas deudas de vivienda tenían como contrapartida los precios inflados de la finca raíz; a las empresas medianas y pequeñas, cuyas deudas eran internas y resultaron muy afectadas por los aumentos de las tasas de interés; y a las grandes empresas por su endeudamiento en dólares.

La crisis de la vivienda fue particularmente severa. Algunas corporaciones de ahorro y vivienda se quebraron y fueron liquidadas, y el resto se fusionaron o se convirtieron en bancos. Por otra parte, una serie de normas promulgadas en 1998 y 1999 apoyaron a los deudores de vivienda, incluyendo la Ley de Vivienda (Ley 546 de 1999) que produjo una reducción en el valor de las obligaciones<sup>20</sup>. Sin embargo, la contracción del crédito de vivienda tardaría mucho tiempo en revertirse.

<sup>20</sup> Esta ley ordenó la reliquidación de los saldos de los créditos de vivienda vigente, en un monto igual a la diferencia entre el saldo calculado en UPAC y el nuevo saldo calculado con la UVR, lo que redujo los montos de las deudas.

La responsabilidad principal del manejo de la crisis financiera recayó sobre Fogafín, que lo hizo de forma muy positiva (Cadena, 2002; Caballero y Urrutia, 2006; Fogafín, 2009). Sus acciones incluyeron la reestructuración y capitalización de la banca pública y la liquidación de algunas entidades (en particular el Banco Central Hipotecario); la oficialización de algunas entidades privadas, así como el aporte de capital garantía, la compra de la cartera y las facilidades de liquidez a otras; el suministro de créditos a los accionistas de la banca para financiar su capitalización; la administración de los alivios a los deudores hipotecarios; y la obligación de responder a los clientes de las entidades liquidadas por la vía del seguro de depósitos.

Según estimaciones de Fogafín (2015), el costo de sus intervenciones fue el 7,2% del PIB, que se reduce a 3,4% cuando se tienen en cuenta las recuperaciones de los apoyos otorgados. Finalmente, se creó la Red de Seguridad Financiera, integrada por el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Financiera, Fogafín y Fogacoop (Fondo de Garantías de Entidades Cooperativas), y que sirve como mecanismo de coordinación entre las entidades para evaluar los riesgos existentes que enfrenta el sistema financiero y las alternativas de mitigación.

El resultado conjunto del contexto internacional adverso y el manejo procíclico en la fase inicial de la crisis fue una de las peores recesiones de la historia económica del país. El PIB, que se había expandido mínimamente en 1998, cayó 5,2% en 1999. El desequilibrio externo desapareció, apoyado por una reducción de las importaciones y la fuerte devaluación real, que generó además incentivos a exportar. La inflación se redujo además de manera marcada y quebró la historia de inflación moderadamente alta que el país había tenido durante casi tres décadas (Cuadro 1.3). Gracias a estos efectos, el Banco de la República pudo adoptar una política monetaria contracíclica, para lo cual ahora utilizó su tasa de interés de intervención en el mercado como el principal instrumento de control monetario, en sustitución del control de los medios de pago. La política fiscal continuó también teniendo un impacto neutro o ligeramente contracíclico.

En todo caso, debido al deterioro patrimonial del sector privado, la reactivación fue lenta. El financiamiento externo tardó también en normalizarse, debido al mayor riesgo de los bonos latinoamericanos generados por las crisis sudamericanas (especialmente de Argentina y Brasil) en 2001 y 2002, y en el caso colombiano, por la pérdida en 1999 del grado de inversión que el país había obtenido en 1995. El sector exportador contribuyó a la reactivación, aunque enfrentó

bajos precios de productos básicos y los efectos negativos de la paralización de las economías vecinas lo afectaron durante los años críticos. El PIB per cápita del país solo retornó en 2004 a los niveles de 1997. Por eso, el año 2003 debe considerarse como el final de la crisis. Fue también el año en el cual los mercados financieros internacionales se normalizaron para los países latinoamericanos.

### 1.5.2 LA CRISIS DEL SIGLO XXI

Durante el siglo XXI, la economía colombiana ha experimentado una sola crisis: la desaceleración que tuvo lugar después de la fuerte caída de los precios del petróleo en 2014, sucedida por la gran contracción de la actividad productiva que generó en 2020 la pandemia del covid-19. La crisis fue precedida por un periodo de buen crecimiento económico entre 2004 y 2014, apuntalado en condiciones externas muy favorables: el auge más espectacular de los términos de intercambio de la historia del país (Gráfico 1.2, panel A), un abundante financiamiento externo con costos relativamente bajos y montos significativos de inversión extranjera directa. El acceso del país al mercado internacional de capitales se vio favorecido, además, por la recuperación en 2011 del grado de inversión, que el país había perdido en 1999.

Una de las características más impresionantes del periodo de crecimiento fue el auge financiero, el más impresionante de la historia del país (Gráfico 1.4, panel A). Este auge tuvo, además, dimensiones adicionales: la expansión de los principales grupos financieros colombianos hacia otros países latinoamericanos; la oferta creciente de préstamos de largo plazo; el desarrollo de nuevos mecanismos de inclusión financiera; la expansión de los sistemas de pago digitales; el crecimiento de fondos de pensiones y de inversión; y una expansión moderada del mercado accionario.

El crecimiento económico fue favorable, aunque fue interrumpido en parte por la crisis del Atlántico Norte de 2008-2009. Sin embargo, fue curiosamente más dinámico antes que después de esa crisis internacional; es decir, de lo que se puede llamar la segunda fase del auge, pese a que los términos de intercambio fueron aún más favorables. La inflación se mantuvo en los niveles de un dígito alcanzados durante la crisis de fin de siglo, y fue particularmente baja en la segunda fase del auge. Los dos elementos más preocupantes fueron la fuerte tendencia a la revaluación del peso y el continuo déficit en cuenta corriente

que el país tuvo durante los años de auge (Cuadro 1.4 y Gráfico 1.2, panel B)<sup>21</sup>. El abundante financiamiento externo permitió financiar no solo dicho déficit sino también aumentar de manera significativa las reservas internacionales. Sin embargo, tanto el déficit en cuenta corriente como el endeudamiento neto de reservas internacionales se comportaron de forma menos favorable durante la segunda fase del auge. Además, la proporción de la deuda externa privada de corto plazo tendió a aumentar: 49 % de la deuda externa privada total en 2014 frente a 17 % en 1998, según datos del Banco de la República.

Estos hechos, junto con la falta de cuentas fiscales más favorables durante los años del auge, redujeron el margen para la política macroeconómica cuando colapsaron los precios del petróleo en 2014. Más aún, tanto en materia monetaria como de regulación de los flujos de capital puede decirse que la política macroeconómica tuvo características contracíclicas antes de la crisis del Atlántico Norte y algo procíclicas con posterioridad<sup>22</sup>.

La caída de los precios del petróleo desde mediados de 2014 frenó en seco a la economía y generó en ese año y en 2015 un fuerte deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos y una acentuada devaluación real (Gráfico 1.2, panel B y Cuadro 1.4). Debido a la intensidad del deterioro en los términos de intercambio y al escaso margen macroeconómico que se había acumulado durante la segunda fase del auge, la respuesta inicial de la política macroeconómica fue procíclica. El Banco de la República elevó la tasa de intervención de política –del 3,75 % en junio del 2014 al 7,75 % en agosto de 2016<sup>23</sup>–, para enfrentar la aceleración de la inflación, que estuvo en parte asociada a la fuerte devaluación de la tasa de cambio. Por su parte, el Gobierno adoptó una política de austeridad moderada de gasto público, pero el déficit fiscal tendió a aumentar debido, entre otras razones, a los menores ingresos públicos provenientes del sector petrolero.

El crecimiento del crédito del sistema financiero también se frenó (Gráfico 1.4, panel A). Sin embargo, a diferencia de las dos crisis anteriores un elemento muy positivo fue que no hubo una crisis del sistema financiero. En este sentido, la consolidación de la regulación financiera cumplió un papel decisivo; esta se

<sup>21</sup> Podría agregarse el colapso de las exportaciones a Venezuela debido al enfrentamiento político con el vecino país en 2009-2010.

<sup>22</sup> Para un análisis más detallado de la economía y la política macroeconómica durante el auge, véanse Ocampo y Malagón (2015).

<sup>23</sup> Me refiero al mes en el cual las tasas adoptadas al final del mes anterior fueron efectivas.

ratificó con la Ley 795 de 2003, que fortaleció el andamiaje institucional, regulatorio y operativo. A ello se sumaron las nuevas normas internacionales derivadas del Acuerdo de Basilea III, expedido en 2009, cuyo énfasis particular fue el fortalecimiento de los requisitos de capital y liquidez, en particular para las entidades financieras sistémicamente importantes.

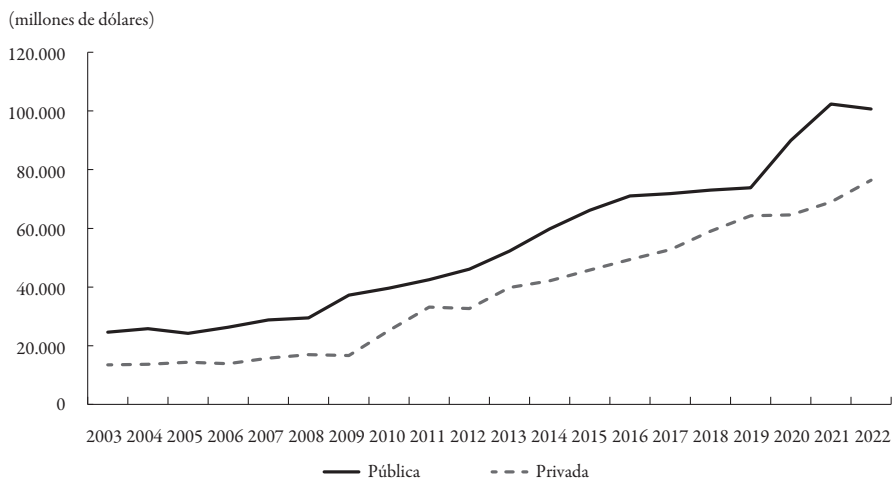
Después de tres años críticos, la actividad productiva reaccionó en forma moderadamente optimista en 2018 y 2019, apoyada también por una recuperación parcial de los términos de intercambio. La austeridad fiscal se mantuvo, pero la política monetaria pudo tornarse contracíclica gracias a la desaceleración de la inflación. La tasa de intervención del Banco de la República se redujo de forma sustancial entre agosto de 2016 y abril del 2018 –del 7,75 % al 4,25 %–. En todo caso, el elemento más positivo del lustro 2015-2019 fue que el país evitó un colapso de la actividad económica. Además, a diferencia de entonces, cuando tuvo un desempeño peor que el promedio latinoamericano, en esta ocasión el país evitó la tendencia muy adversa de la economía de la región: el crecimiento económico de Colombia entre 2014 y 2019 alcanzó un ritmo del 2,4 % anual frente al 0,2 % en el caso latinoamericano (0,9 % si se excluye a Venezuela)<sup>24</sup>. En el terreno negativo, el país mantuvo las tendencias adversas de la balanza de pagos y la deuda externa (Gráfico 1.2, panel B y Gráfico 1.5).

La pandemia del covid-19 generó una de las peores recesiones de la historia colombiana en 2020 –una caída del PIB del 7,3 % (Gráfico 1.1 y Cuadro 1.4)–, con efectos dramáticos en materia de empleo. Las políticas fiscales, monetarias y crediticias fueron, en este caso, contracíclicas, en contraste con las procíclicas que habían caracterizado el manejo inicial de la crisis en 2014-2016. La tasa de intervención del Banco de la República se redujo fuertemente entre marzo y septiembre de 2020 – del 4,25 %, que se había adoptado en abril de 2018, al 1,75 % en septiembre de 2020–, y alcanzó el nivel más bajo de la historia. Al mismo tiempo se inició una política para ampliar la liquidez del sistema financiero, un aumento significativo de los créditos de la banca de desarrollo y de las garantías de crédito, y una política regulatoria que facilitó la postergación del pago de las obligaciones crediticias del sector privado. En el frente fiscal, se ejecutaron varios programas sociales para apoyar a los hogares pobres y vulnerables, y subsidios al empleo, y en 2021 una política para incrementar la inversión

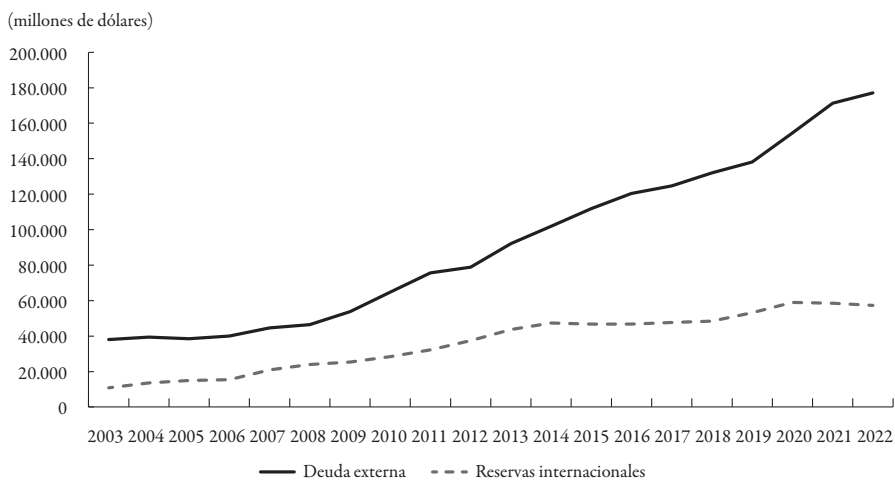
<sup>24</sup> En 1998-2002 la economía colombiana había crecido 0,8 % por año vs. 1,0 % América Latina. Las comparaciones se hacen con información proveniente de la Cepal.

**GRÁFICO 1.5**  
**DEUDA EXTERNA Y RESERVAS INTERNACIONALES, 2003-2022**

**A. DEUDA EXTERNA (MILLONES DE DÓLARES)**



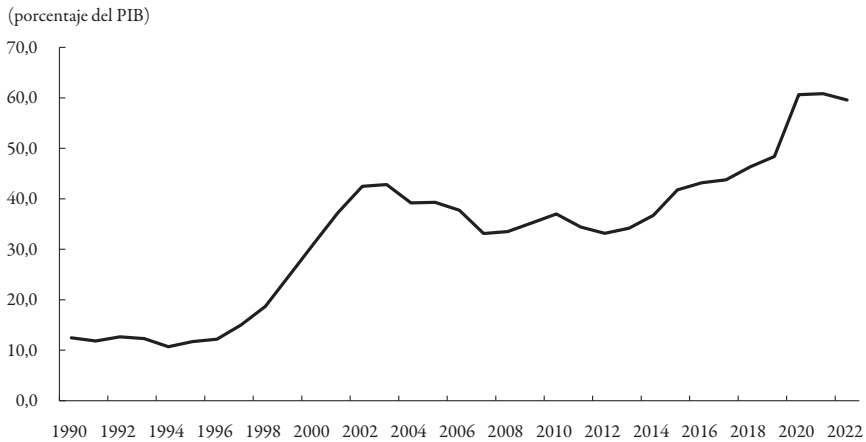
**B. DEUDA EXTERNA TOTAL Y RESERVAS INTERNACIONALES**



Fuente: Banco de la República. Los datos de 2022 corresponden a septiembre.

pública. Estos aumentos del gasto, unidos a la caída en los ingresos tributarios se tradujeron, sin embargo, en un déficit fiscal muy elevado y en los niveles de deuda pública nacional más altos de la historia del país (Gráfico 1.6).

**GRÁFICO 1.6**  
**DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL COMO PORCENTAJE DEL PIB**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Esta política macroeconómica fuertemente contracíclica, unida a las menores restricciones a la movilidad desde mediados de 2020 y la extensión de la vacunación en 2021, generaron una fuerte reactivación, en especial después del paro nacional de abril y mayo de 2021. De hecho, la recuperación fue una de las mejores de América Latina en 2021 –11,0% de crecimiento del PIB– y se mantuvo durante los tres primeros trimestres de 2022; así, en el conjunto del año se generó un crecimiento del 7,5%. El alza de la inflación en el entorno internacional, acentuada por los efectos de la invasión rusa a Ucrania, las inundaciones por problemas climáticos, que se tradujeron en una reducción de la producción agropecuaria nacional, y la devaluación del peso llevó al Banco de la República a aumentar las tasas de interés desde que este instrumento se utiliza como el principal de la política monetaria. Este incremento, que se inició en octubre de 2021, llevó la mencionada tasa del 1,75%, adoptada durante la crisis del covid-19, al 13,25% en abril de 2023. En el terreno negativo, los déficits externo y fiscal y las

deudas pública y externa siguieron siendo muy elevados (Cuadro 1.4 y Gráfico 1.5) y llevaron a la pérdida del grado de inversión del país en los mercados internacionales de capitales en 2021.

Estos hechos, en un contexto internacional muy incierto –alta inflación, aumento de tasas de interés y fuerte desaceleración del crecimiento económico mundial, en medio de una crisis geopolítica de grandes dimensiones–, son los problemas principales que enfrenta la economía colombiana a comienzos de 2023. Las perspectivas son de una fuerte desaceleración (en torno al 1 %, de acuerdo con la mayoría de las proyecciones), con un quiebre de la inflación y

**CUADRO 1.4**  
**VARIABLES MACROECONÓMICAS, 2003-2022**

	CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	EXPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	IMPORTACIONES (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE DÓLARES)
2003	3,9	7,1	13.798,2	13.195,4	10.921,4	10.915,6
2004	5,3	5,9	17.194,9	15.838,5	13.539,9	13.535,8
2005	4,7	5,0	21.708,7	20.094,4	14.956,6	14.947,3
2006	6,7	4,3	25.166,2	24.810,0	15.440,4	15.435,5
2007	6,9	5,5	30.555,8	31.116,3	20.955,1	20.948,7
2008	3,5	7,0	38.476,0	37.511,4	24.041,0	24.029,7
2009	1,7	4,2	33.977,3	31.428,1	25.365,0	25.355,7
2010	4,0	2,3	40.761,9	38.405,8	28.463,5	28.451,8
2011	6,6	3,4	58.262,2	52.125,5	32.302,9	32.300,4
2012	4,0	3,2	61.603,9	56.648,3	37.474,1	37.466,6
2013	4,9	2,0	60.282,3	57.103,1	43.639,3	43.632,7
2014	4,4	2,9	56.898,7	61.539,3	47.328,1	47.323,1
2015	3,1	5,0	38.572,1	52.050,8	46.740,4	46.731,1
2016	2,1	7,5	34.063,2	43.238,9	46.682,8	46.674,6
2017	1,4	4,3	39.785,6	44.070,2	47.637,2	47.629,0
2018	2,6	3,2	42.993,0	49.387,0	48.401,5	48.392,9
2019	3,2	3,5	40.655,6	50.518,4	53.174,2	53.167,2
2020	-7,3	2,5	32.309,0	41.178,8	59.039,3	59.030,8
2021	11,0	3,5	42.734,9	56.719,2	58.587,8	58.579,2
2022	7,5	10,2	56.648,8	71.446,4	57.290,1	57.269,2

Fuente: véase el Anexo. La disminución del déficit público consolidado en 2022 corresponde a la estimada para el gobierno general por el Ministerio de Hacienda y Crédito público.

disminuciones de los déficits fiscal y externos. Pese a la reducción del déficit fiscal, el gasto público aumentaría financiado por las reformas tributarias de 2021 y 2022, y el incremento significativo de las regalías que reciben los gobiernos subnacionales. El sector financiero moderaría su ritmo de crecimiento del crédito y, gracias al conjunto de medidas de regulación y supervisión establecidas durante periodos previos, podría enfrentar favorablemente la desaceleración económica. Este es el contexto económico en el momento de terminar este escrito.

TASA DE CAMBIO REAL VS. ESTADOS UNIDOS	TASA DE CAMBIO REAL MULTILATERAL	CRECIMIENTO M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO M2 (PORCENTAJE)	GASTO GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT GOBIERNO NACIONAL (PORCENTAJE DEL PIB)	DÉFICIT PÚBLICO CONSOLIDADO (PORCENTAJE DEL PIB)
240,6	162,3	15,2	12,1	17,6	-4,3	-6,5
213,0	146,5	16,8	18,2	17,2	-4,5	-1,3
185,2	128,4	17,8	17,8	17,8	-4,0	-1,9
186,1	130,6	18,2	17,4	17,9	-3,4	-0,9
159,7	115,7	11,9	17,9	18,0	-2,7	-0,8
146,0	109,7	8,2	17,1	17,7	-2,3	0,7
153,5	113,3	7,5	5,4	19,2	-4,1	-1,1
134,7	100,0	17,7	10,2	17,3	-3,9	-1,2
130,8	100,1	10,8	18,9	17,2	-2,8	-0,3
125,9	95,6	6,5	16,5	18,0	-2,3	0,3
130,2	98,8	14,4	14,7	19,1	-2,3	-1,0
137,4	103,6	11,7	9,1	19,3	-2,4	-3,1
179,0	126,5	10,4	12,5	19,3	-3,0	-3,4
188,6	130,8	-1,3	6,9	18,8	-4,0	-4,6
178,5	124,3	6,4	7,1	19,0	-3,7	-3,8
177,3	121,3	7,2	5,0	18,3	-3,1	-5,3
193,6	129,4	9,9	8,7	18,5	-2,5	-4,1
215,0	141,2	26,0	14,3	23,5	-7,8	-8,8
220,7	145,5	16,9	11,8	23,4	-7,1	-8,3
236,0	153,7	0,7	12,1	22,1	-5,5	-7,5

## REFERENCIAS

- Avella, Mauricio (2007). “El encaje bancario en Colombia: perspectiva general”, Borradores de Economía, núm. 470, Banco de la República.
- Bates, Robert H.; Coatsworth, John H.; Williamson, Jeffrey G. (2007). “Lost decades: Postindependence performance in Latin America and Africa”, *The Journal of Economic History*, vol. 67, núm. 4, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 917-943.
- Bergquist, Charles (1978). *Coffee and conflict in Colombia, 1886-1910*, Durham: Duke University Press.
- Bértola, Luis; Ocampo, José Antonio (2013). *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*, México: Fondo de Cultura Económica.
- Caballero-Argáez, Carlos; Urrutia, Miguel (2006). “Las crisis financieras del siglo XX,” en Carlos Caballero Argáez y Miguel Urrutia, *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, parte II.
- Cadena, Héctor (2002). “Crisis financieras en Colombia, ¿qué se ha hecho?”, en A. Arbeláez, H. Cadena, M. M. Carrasquilla y S. Zuluaga (eds.), *Crisis financiera y respuesta de política*, Bogotá: Fedesarrollo-Alfaomega.
- Calderón, Carlos (1905). *La cuestión monetaria en Colombia*, Madrid: Tipografía de la Revista de Archivos.
- Camacho, José (1903). *Estudios económicos*, Bogotá: Imprenta La Crónica.
- Christiano, Lawrence; Fitzgerald, Terry (2003). “The band pass filter”, *International Economic Review*, vol. 44, núm. 2, Filadelfia/Osaka: University of Pennsylvania/Osaka University, pp. 435-465.
- Delgado, Luis Fernando; Roda, Pablo (1998). “El apoyo del Estado al sector financiero en su reciente crisis: recursos dirigidos y costos asociados”, *Banca y Finanzas*, febrero.
- Díaz-Alejandro, Carlos F. (2003). *Régimen de comercio exterior y desarrollo económico: Colombia*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Fernández-Rivas, Javier (1994). *Sector financiero: motor del desarrollo*, Bogotá: Asociación Nacional de Instituciones Financieras.
- Fernández-Rivas, Javier (2000). “Recuperación o catástrofe: proyecciones macroeconómicas 2000-2001”, Seminario Prospectiva Económica y Financiera, Bogotá.
- Fogafín (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2001). *Fogafín y la recuperación de la banca*, documento presentado a la Convención Bancaria.

- Fogafín (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2009). *Crisis financiera colombiana en los años noventa: origen, resolución y lecciones institucionales*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Fogafín (Fondo de Garantías de Instituciones Financieras) (2015). “Intervención en crisis financiera 1998-2008: costos netos y necesidades de liquidez”, presentación en PowerPoint, febrero.
- Garay, Luis Jorge (1991). *Colombia y la crisis de la deuda*, Bogotá: Cinep-Universidad Nacional.
- González Muñoz, César; García, Amanda (2002). “Una visión historiográfica del sistema financiero colombiano, 1923-2001”, en ANIF, *El sector financiero de cara al siglo XXI*, Bogotá: ANIF, t. I.
- Greco (Grupo de Estudios del Crecimiento Económico del Banco de la República) (2002). *El crecimiento económico colombiano en el siglo XX*, Bogotá: Banco de la República y Fondo de Cultura Económica.
- Junguito, Roberto (1995). *La deuda externa de Colombia en el siglo XIX: cien años de incumplimiento*, Bogotá: Tercer Mundo-Banco de la República.
- Junguito, Roberto; Rincón, Hernán (2007). “La política fiscal en el siglo XX en Colombia”, en M. Urrutia y J. Robinson (eds.), *Economía colombiana del siglo XX. Un análisis cuantitativo*, Bogotá: Banco de la República.
- Kalmanovitz, Salomón; Avella, Mauricio (1998). “Barreras del desarrollo financiero: las instituciones monetarias colombianas en la década de 1950”, Borradores de Economía, núm. 104, Banco de la República.
- López, Alejandro (1990a). “La estabilización de la economía colombiana después de la Guerra de los Mil Días y el período de transición monetaria comprendido entre 1903-1923”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, cap. IV.
- López, Alejandro (1990b). “El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, cap. XI.
- Meisel, Adolfo; López, Alejandro (1990). “Papel moneda, tasas de interés y revaluación durante la Regeneración”, en *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, cap. III.
- Ocampo, José Antonio (1984). *Colombia y la economía mundial, 1830-1910*, Bogotá: Siglo XXI-Fedesarrollo.
- Ocampo, José Antonio (2015a). *Café, industria y macroeconomía: ensayos de historia económica colombiana*, Bogotá: Fondo de Cultura Económica-Banco de la República.

- Ocampo, José Antonio (2015b). “La crisis mundial y el cambio estructural (1929-1945)”, en José A. Ocampo (ed.), *Historia económica de Colombia*, tercera edición revisada y actualizada, Bogotá: Fondo de Cultura Económica-Fedesarrollo.
- Ocampo, José Antonio (2020). “La crisis del Covid-19 de América Latina con una perspectiva histórica”, *Revista de la Cepal*, núm. 132, Santiago de Chile: Cepal, pp. 47-65, diciembre.
- Ocampo, José Antonio (2021). *Una historia del sistema financiero colombiano, 1870-2021*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia-Bancóldex.
- Ocampo, José Antonio; Montenegro, Santiago (1984). “La crisis mundial de los años treinta en Colombia”, en J. A. Ocampo y S. Montenegro, *Crisis mundial, protección e industrialización*, Bogotá: Cerec, cap. II.
- Ocampo, José Antonio; Malagón, Jonathan (2015). “Colombian monetary and exchange rate policies over the past decade”, en *Comparative Economic Studies*, vol. 57, núm. 3, Londres: Palgrave Macmillan, pp. 454-482.
- Ocampo, José Antonio; Parra, Mariángela (2010). “The terms of trade for commodities since the mid-nineteenth century”, en *Journal of Iberian and Latin American Economic History/Revista de Historia Económica*, vol. 28, núm. 1, Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, pp. 11-43, marzo.
- Ocampo, José Antonio; Romero, Carmen Astrid (2023). *Desarrollo económico y social colombiano, 1905-2019*, Bogotá: Banco de la República, en prensa.
- Palacios, Marco (1983). *El café en Colombia, 1850-1970: una historia económica, social y política*, segunda edición, México/Bogotá: El Colegio de México/El Áncora Editores.
- Palacios-Mejía, Hugo (1986). *Memoria de Hacienda*, Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Pardo-Pardo, Alberto (1972). *Geografía económica y humana de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo.
- Romero, Carmen Astrid (2006). *El tipo de cambio en Colombia 1932-1974*, tesis doctoral, Universitat Autònoma de Barcelona. Departament d’Economia i d’Història Econòmica, julio.
- Romero, Carmen Astrid (2018). “Estimación del PIB de Colombia 1905-1960”, Documento de trabajo, Banco de la República.
- Samper, Miguel (1925-1927). *Escritos político-económicos*, Bogotá: Editorial de Cromos.
- Sánchez, Fabio (1990). “Aspectos monetarios de la Gran Depresión en Colombia: política y evidencia empírica”, Cuadernos de Economía, núm. 14, Banco de la República.

- Sánchez, Fabio (1994), “Moneda y política monetaria en Colombia, 1920-1939”, en F. Sánchez (ed.), *Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo-Fedesarrollo-Asociación Bancaria de Colombia.
- Torres-García, Guillermo (1980). *Historia de la moneda en Colombia*, Medellín: FAES.
- Triffin, Robert (1944). *La moneda y las instituciones bancarias en Colombia*, Bogotá: Banco de la República, junio.
- Urrutia, Miguel (1999). “Antecedentes de la recesión y estrategia de reactivación”, Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, núm. 859, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-15, mayo.
- Valencia, Gloria E. (2021). *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia*, Bogotá: Banco de la República.
- Villar, Leonardo; Romero, José; Pabón, César (2015). “Política cambiaria, monetaria y fiscal: ¿Ha aprendido Colombia a mitigar los efectos de las crisis?”, Programa Regional de Políticas Sociales en América Latina (Sopla), Bogotá: Fedesarrollo.
- Wiesner, Eduardo (1978). “Devaluación y mecanismo de ajuste en Colombia”, en E. Wiesner Durán (ed.), *Política económica externa de Colombia 1978*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.

## Anexo I

---

### FUENTE DE LAS SERIES MACROECONÓMICAS

- Crecimiento del producto interno (PIB): hasta 1960, Romero (2018). Desde 1960, Cuentas Nacionales del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).
- Índice de precios: hasta 1954, Greco (2002). Desde 1954, según índice de precios al consumidor (IPC) del DANE.
- Exportaciones e importaciones: Anuarios de Comercio Exterior.
- Reservas internacionales: Banco de la República.
- Tasa de cambio real bilateral con Estados Unidos: estimada con la tasa de cambio nominal hasta 1950 de Greco (2002) y Banco de la República desde 1950; el índice de precios según lo indicado anteriormente; e índice de precios al consumidor según la Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos.
- Tasa de cambio multilateral: tasa de cambio real para el comercio total usando índices de precios al consumidor, según Banco de la República.
- Crecimiento M1 y M2: Banco de la República.
- Gasto y déficit del Gobierno Nacional: Junguito y Rincón (2007) y Banco de la República, estadísticas de finanzas públicas con metodología de caja.
- Déficit público consolidado: estimado con base en las Cuentas Nacionales del DANE.

## CAPÍTULO 2

# Cien años de regímenes cambiarios en Colombia: 1923-2023

---

*Carlos Caballero Argáez y Pilar Esguerra Umaña\*\**

### 2.1 INTRODUCCIÓN

Las ideas sobre la tasa de cambio como el instrumento de enlace de una economía con el mundo exterior evolucionaron notablemente a lo largo de los cien años de historia del Banco de la República en Colombia. En la medida en que se sucedieron los acontecimientos económicos y políticos en el mundo, las teorías de la tasa de cambio fueron ajustándose e influyendo sobre el pensamiento de los economistas. De hecho, hay quienes consideran que el caso de la tasa de cambio es indicado para estudiar “si las ideas influyen los eventos o los eventos influyen las ideas” (Krueger, 1983, p. 1).

La historia de la política de tasa de cambio en Colombia a partir de la fundación del Banco de la República responde claramente al planteamiento anterior. Es muy interesante. El profesor Edwin Kemmerer, quien presidió la Misión que lleva su

\* Carlos Caballero-Argáez: profesor titular de la Universidad de los Andes. Exministro y exdirector del Banco de la República. Pilar Esguerra Umaña: Directora del Departamento de Comunicación y Educación Económica del Banco de la República.

\*\* Agradecemos a Leonardo Villar y a Joaquín Bernal por sus amables comentarios y enriquecedores aportes para el desarrollo de este ensayo. Asimismo, agradecemos a Luis Eduardo Castellanos por sus comentarios y asistencia técnica en el manejo de las variables macroeconómicas presentadas en el capítulo.

nombre y asesoró al Gobierno colombiano en 1923 en la creación del Banco, era un defensor de las bondades del régimen del *patrón oro*, de fijar el contenido de oro de la unidad monetaria y de la paridad cambiaria como la relación entre el peso-oro y el dólar que mantenía el equilibrio de la balanza de pagos. El patrón oro se consideraba indispensable, además, en una coyuntura internacional en la cual los países desarrollados intentaban regresar a ese sistema cambiario para reencontrar la estabilidad perdida durante la Primera Guerra Mundial. El Banco de la República adoptó en su ley orgánica el patrón oro, y “fue uno de los primeros en marcar el auge de adhesión internacional al régimen monetario” (Avella, 2016, p. 73).

La Gran Depresión, desatada en el mundo tras el colapso en 1929 de la Bolsa de Nueva York, trajo consigo una enorme inestabilidad económica caracterizada por los flujos de oro hacia Estados Unidos, las devaluaciones competitivas de los países, el cierre de las economías mediante la imposición de altas tarifas arancelarias y, consecuentemente, la reducción del volumen y el valor del comercio internacional. En estas circunstancias, el 21 de septiembre de 1931 Gran Bretaña suspendió la operación del patrón oro. A la semana siguiente, Colombia procedió en igual sentido y estableció un régimen de controles cambiarios. La tasa de cambio se mantuvo sin alteraciones por unas semanas y se exigió a los bancos depositar sus exigencias de oro en el Banco de la República. En enero de 1932 se ajustó el tipo de venta del dólar a COP 1,05, tasa que subsistió hasta febrero de 1933 cuando finalmente se devaluó el peso a 1,16 por dólar y se puso fin al que se denominó *régimen de patrón oro controlado*, que había estado vigente desde septiembre de 1931.

Bajo diferentes modalidades, variantes y ensayos, el régimen de una tasa de cambio semilibre –parte fija, parte fluctuante y, en algunos momentos, libre con controles cambiarios–, habría de mantenerse durante la mayor parte del siglo. Las autoridades colombianas hicieron gala de creatividad y pragmatismo para acomodarlo a las cambiantes condiciones de una economía cuyo sector externo dependió fundamentalmente del comportamiento de los precios internacionales del café. Por ejemplo, en 1933 se estableció que un 85 % de las transacciones de divisas se realizarían en el mercado libremente y el 15 % se venderían al Banco de la República a una tasa fija; en 1934 no solamente se introdujo el concepto de *posición propia* de los bancos comerciales, sino que se dispuso que contra el 85 % de las divisas recibidas se entregarían certificados de depósito que podrían utilizarse para efectuar pagos al exterior o venderse en el mercado abierto. Estos títulos serían los precursores de los certificados de cambio utilizados una y otra vez como instrumento, particularmente en 1977 para facilitar el manejo monetario cuando el país

registró una elevación extraordinaria de precios internacionales del café. Y, desde luego, una muestra de ese pragmatismo colombiano en el manejo cambiario fue la adopción de una tasa fija que se devaluaba diariamente, el *crawling peg*, instaurada mediante el Estatuto Cambiario en 1967, que se mantuvo hasta 1991 y demostró su eficacia para hacer frente a situaciones de crisis cambiarias y la dificultad para afrontar las de auge externo, como la bonanza de 1977-1978.

Colombia ha mantenido una relación estrecha con el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde su fundación, a raíz de la reunión de Bretton Woods en 1944, en la cual estuvo representada por una delegación que presidió el exministro de Hacienda Carlos Lleras Restrepo, hasta nuestros días. En cumplimiento de los acuerdos alcanzados en dicha reunión, Colombia informó al Fondo en 1945 que la tasa de cambio de paridad para su economía era de COP 1,75 por dólar, una tasa que se había mantenido bastante estable desde antes de la Segunda Guerra Mundial y gracias a la cual se consideraba se obtendría el equilibrio de la balanza de pagos del país.

La teoría de la tasa de cambio de ese momento indicaba que la tasa debería ser, precisamente, la que lograra el equilibrio de las cuentas externas de un país por un periodo prolongado de tiempo. El FMI adoptó en sus comienzos la doctrina de que las tasas de cambio serían fijas, pero podrían ajustarse cuando la economía enfrentara un *desequilibrio fundamental*, caracterizado por un déficit considerable y persistente de su balanza de pagos. En los programas de los países con el Fondo se contemplaba la existencia de ese desequilibrio y, para su corrección, se recomendaban una serie de medidas de política económica junto con la aprobación de préstamos de balanza de pagos por parte de la entidad, para que los países estuvieran en capacidad de mantener el nivel de su comercio exterior.

Entonces, desde 1948 Colombia comenzó a recibir misiones de estudio del FMI y asesoría para superar sus permanentes déficits externos, si bien no en todos los casos la relación dio lugar a créditos de balanza de pagos para el país, ni se adoptaron sus recomendaciones. El Fondo siempre buscó, por ejemplo, que Colombia eliminara las tasas de cambio múltiples que hacían muy complejo el manejo de la política económica, propósito que solamente se logró en 1968. Fue evidente, en sus análisis, que el manejo de la tasa de cambio dependía de la política fiscal y de la política monetaria, y que, mientras no se lograra la estabilidad en estos frentes y dejara el Banco de la República de financiar al Gobierno Nacional y a la Federación Nacional de Cafeteros, sería imposible evitar las crisis cambiarias y las correspondientes devaluaciones del peso.

Esta fue la situación que se vivió a partir de la caída de los precios del café en 1955, después de la bonanza de 1954, que daría lugar a una conducción de *pare y siga*, reflejada en que los esfuerzos de estabilización resultaban infructuosos y pronto se abandonaban, por lo que se caía en un desajuste que desaceleraba la economía. Así lo reconoce la historiadora del FMI Margaret Garritsen de Vries, cuando describe la experiencia colombiana y su relación con el Fondo entre 1950 y 1965: [este periodo] “muestra la turbulencia de la economía y las dificultades del país para combinar los esfuerzos de estabilización con los esfuerzos de desarrollo” y, que solamente “en 1966 y 1967 cuando las autoridades colombianas serían capaces de llevar a cabo un plan exitoso de estabilización y una devaluación de la tasa de cambio” (Garritsen de Vries, 1987, p. 76).

La más aguda de las sucesivas crisis cambiarias fue precisamente la de mediados y finales de 1966, cuando, ante el incumplimiento en lo acordado con el FMI, en noviembre de 1965, se cerraron las fuentes multilaterales de crédito externo para el país y el Fondo consideró que debería procederse a una nueva devaluación del peso; esto generó una fuerte tensión con el Gobierno que había iniciado labores en agosto de 1966. El presidente Carlos Lleras Restrepo optó por establecer un estricto control de cambios, poner fin al programa de liberación de importaciones vigente y expedir, en marzo de 1967, un nuevo Estatuto Cambiario mediante el Decreto-Ley 444 de 1967, dictado en uso de facultades extraordinarias otorgadas por el Congreso al Gobierno.

El Estatuto Cambiario dotó a las autoridades de reglas claras y estables para conducir la relación económica con el exterior, y constituyó un hito muy importante en la historia de la economía colombiana de la segunda parte del siglo XX. A partir de sus disposiciones, los distintos gobiernos, la Junta Monetaria –que se creó en 1963– y el Banco de la República hicieron frente a choques externos sobre la economía, de bonanza y de crisis, como sucedió tanto en los años 1970, al sobrevenir el alza extraordinaria de los precios del café, como en la década del ochenta, cuando se desató la crisis de la deuda externa de América Latina y Colombia enfrentó un severo desajuste macroeconómico. Para resolverlo, sin reestructurar la deuda externa, devaluó la tasa de cambio dentro del régimen de las *minidevaluaciones* y acudió al FMI con el cual acordó un programa de *monitoría* de la economía que le abrió las puertas de la banca privada internacional para financiar las necesidades de inversión del país.

La primera mitad de los años 1990 fue testigo de cambios institucionales muy profundos en Colombia. La Constitución de 1991 ordenó la modificación de la estructura del Banco de la República y de sus competencias. Desde ese momento

el Emisor ha podido desarrollar sus funciones de banco central con autonomía e independencia de los gobiernos de turno, gracias a lo cual ha obtenido, con mayor eficacia, resultados en materia macroeconómica, tanto en el control de la inflación como en la formulación de políticas anticíclicas; esto sería de gran utilidad en los años que vendrían para responder al impacto de choques externos de diferente índole sobre la economía.

Los cambios de principios de los años noventa incluyeron la continuación del proceso de apertura comercial iniciado en la administración de Virgilio Barco (1986-1990) y la expedición de la Ley 9 de 1991 que derogó el Estatuto Cambiario de 1967 y otorgó “amplios poderes al Banco de la República para determinar las reglas aplicables a las transacciones de divisas, a los controles de capital y al régimen cambiario” (Edwards y Steiner, 2008, p. 144). A partir de esta norma, el régimen cambiario dependería de las decisiones adoptadas por la Junta del Banco de la República para responder a las circunstancias de cada coyuntura. Y, en efecto, entre 1991 y 1993,

el Banco de la República adoptó diversas regulaciones que eliminaron virtualmente su monopolio sobre las transacciones de divisas, redujeron en gran medida el alcance de los controles de capital e implementaron un régimen cambiario de flotación al interior de una banda. (Edwards y Steiner, 2008, p. 144)

En 1991 se llevaron a cabo, entonces, de manera simultánea, procesos de liberación comercial y de capitales, lo cual impondría nuevas exigencias a la autoridad: la trayectoria de la tasa de cambio no solo dependería de los movimientos comerciales sino, también, de los movimientos de capitales. Se haría más difícil mantener la tasa de cambio en un nivel en el cual las exportaciones fueran competitivas, así como la conducción de la política monetaria. En junio de 1991, el sistema de las minidevaluaciones, o *crawling peg*, dejó de existir. Inicialmente, se adoptó una banda de flotación *sucia* determinada por el descuento del certificado de cambio en el momento de su recompra inmediata por parte del Banco de la República. Esta primera banda se mantuvo hasta enero de 1994 cuando se adoptó formalmente un sistema de banda cambiaria dentro de la cual la tasa de cambio flotaba libremente, con una revaluación del centro de la banda, motivada, en gran parte, porque en julio de 1993 se había declarado la comercialidad de los yacimientos de petróleo de Cusiana y Cupiagua, en el piedemonte de los Llanos Orientales, lo cual auguraba una gran bonanza petrolera para el país en los años siguientes.

Entre enero de 1994 y septiembre de 1999, cuando se eliminó, la Junta del Banco de la República introdujo varias modificaciones en la banda, a raíz de los choques externos de 1997 y 1998, en momentos en los cuales se registraba un enorme déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en Colombia, que cambiaron severamente los fundamentales en la economía. La defensa del techo de la banda implicó una pérdida abultada de reservas internacionales; por esta razón, en una situación de cierre de los mercados internacionales de capital y de pérdida de credibilidad con respecto a la sostenibilidad de la política económica, las autoridades decidieron acercarse al FMI para negociar un Acuerdo de Facilidad Extendida. Una condición para la aprobación de este programa fue la eliminación de la banda cambiaria y dejar flotar libremente la tasa de cambio. Así se hizo y el Directorio del Fondo aprobó en diciembre de 1999 el Acuerdo, por tres años, con recursos de crédito hasta por USD 2.700 millones y tres años de vigencia. En retrospectiva, es claro que las bandas cambiarias de los años 1990 representaron una transición hacia la flotación de la tasa de cambio.

El nuevo siglo se inició bajo el esquema de la *inflación objetivo* y flexibilidad cambiaria, el Banco de la República recuperó su autonomía en el manejo monetario al utilizar como instrumento la tasa de interés. Estos mecanismos iban a facilitar la ejecución de políticas anticíclicas, como lo hizo exitosamente al enfrentar el impacto de la crisis financiera internacional de 2008-2009 –la Gran Recesión– sobre la economía colombiana. En efecto, aunque la actividad productiva se desaceleró notoriamente después del importante ritmo de crecimiento entre 2004 y 2007, no se registró una contracción del producto interno bruto (PIB), como sí ocurrió en otros países de la región. De igual manera, al sobrevenir el colapso del precio del petróleo entre 2014 y 2019, el peso se depreció en cerca de 70 % en un periodo de dieciocho meses y, si bien el Banco de la República intervino en el mercado para moderar el impacto de la devaluación sobre las expectativas de inflación, la economía se estabilizó satisfactoriamente desde 2017.

A comienzos de 2020, Colombia recibió un choque externo de diferente índole, el de la pandemia del coronavirus, que obligó al Gobierno y a la Junta del Banco de la República a adoptar medidas drásticas durante ese año, con consecuencias profundas sobre la economía por los impactos simultáneos sobre la oferta y la demanda agregadas. El PIB se contrajo 7 % en 2020, el déficit fiscal cerró el año en 7,8 % del PIB y la deuda pública ascendió al 60,5 % del PIB. La tasa de cambio se devaluó rápidamente en los primeros meses de la pandemia, pero luego bajó y registró una caída de 12,4 % en el año, gracias al conjunto de medidas de la Junta del Banco que incorporaron las lecciones aprendidas en veinte años de flexibiliza-

ción cambiaria. En septiembre de 2020, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un incremento en la línea de crédito flexible con la cual contaba el país desde 2010, lo que contribuyó a despejar el espectro de una crisis cambiaria.

Como ha ocurrido en el resto del mundo, en Colombia la fuerte recuperación de la economía en 2021 y 2022 se ha visto acompañada de un fenómeno inflacionario, debido a los incrementos del gasto tanto público como privado, la expansión de la demanda y la disrupción de las cadenas de suministro. Al mismo tiempo, en los últimos meses de 2022 y los primeros de 2023, la tasa de cambio se devaluó debido a las alzas en las tasas de interés internacionales y a la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía colombiana.

En las circunstancias del primer semestre de 2023, existe evidencia suficiente de que solamente en casos muy específicos y coyunturales son efectivas las intervenciones del Banco de la República en el mercado. Y, más importante, que el régimen cambiario y la tasa de cambio flexible no son objeto de cuestionamiento ni por los empresarios, ni por los políticos, ni por la opinión pública. Es como si después de tantos años de una historia compleja de manejo cambiario, signada por la amenaza de un déficit estructural de la balanza de pagos sin fuentes suficientes de financiamiento externo, se hubiera encontrado el régimen cambiario apropiado para las condiciones del país.

\*\*\*

Este trabajo describe y analiza los distintos regímenes cambiarios y las variantes que estuvieron vigentes en Colombia en los últimos cien años. Una conclusión es que la mayoría de las modalidades conocidas para el manejo de la tasa de cambio — si no todas— fueron utilizadas en el país en alguna de las coyunturas de la historia de la economía. Con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial, particularmente en la fase de precios bajos del café (después de la bonanza de 1954) y hasta 1967, se registró un alto grado de inestabilidad en el manejo cambiario, con una enorme dificultad para estabilizar la economía, lo cual dependió de la interacción entre las medidas cambiarias y los ajustes monetarios y fiscales. Cuando se procedió sin acudir a estas políticas complementarias de estabilización no se tenía éxito e, inevitablemente, en corto tiempo se desembocaba en devaluaciones abruptas del peso.

La adopción del Estatuto Cambiario en 1967 con un esquema controlado, pero más flexible como el de las *minidevaluaciones*, contribuyó sustancialmente a la estabilidad cambiaria, aunque, aun así, los instrumentos a disposición de las

autoridades eran limitados, lo mismo que las posibilidades para implantar políticas contracíclicas cuando la economía enfrentaba choques externos de una u otra índole, negativos o positivos. Esta posibilidad solamente se abrió cuando, después del de transición entre 1991 y 1999, el país optó en este último año por un sistema cambiario de flexibilidad total, que es el vigente en 2023, y pudo concretarse tras asimilar las múltiples lecciones de los aciertos y los errores de las décadas anteriores.

En la sección 2.2 se hace un recuento del funcionamiento del régimen de patrón-oro instaurado al crearse el Banco de la República en 1923 bajo los lineamientos del profesor Edwin Kemmerer. En las secciones 2.3 y 2.4 se trata el manejo cambiario durante la Gran Depresión hasta finales de 1931, cuando se abandonó parcialmente el patrón oro y se adoptó, por primera vez, un sistema de control de cambios y, posteriormente, la trayectoria hasta 1939 cuando estalló la Segunda Guerra Mundial durante la cual, ante la imposibilidad para importar, el país experimentó por primera vez un crecimiento veloz de las reservas internacionales, parte de las cuales se consideraron *sobrantes*, como se analiza en la sección 2.5. En la sección 2.6 se narran los acontecimientos de la posguerra hasta 1955, periodo en el cual se introdujeron importantes reformas institucionales que permitieron a la economía integrarse de mejor forma con el exterior; en este periodo se inició una relación muy estrecha con el Fondo Monetario Internacional que se ha mantenido, con diferentes grados de intensidad, hasta 2023. En la sección 2.7, el trabajo se detiene en el *pare y siga* del trayecto entre 1956 y 1962, caracterizado por la crisis cambiaria permanente y la dificultad para estabilizar la economía.

En la sección 2.8 se describe la profundización del desequilibrio macroeconómico en los cuatro años siguientes durante el periodo presidencial de Guillermo León Valencia. En la sección 2.9 se analizan los cambios introducidos por la expedición del Decreto 444 de 1967, el Estatuto Cambiario, y su manejo hasta 1975 cuando el alza de los precios internacionales del café condujo a una bonanza externa sin precedente en el país, para considerar, en la sección 2.10, la forma como se manejó la tasa de cambio durante los años de la bonanza y los que le siguieron a finales de la década del setenta y principios de la del ochenta. Se evidenció, entonces, que el régimen del Decreto 444 funcionaba mejor en épocas de bajos precios de café que durante las bonanzas. Este concepto se confirma en la sección 2.11, donde se analiza cómo Colombia enfrentó la estabilización macroeconómica entre 1982 y 1986 durante la crisis de la deuda externa latinoamericana.

En la sección 2.12 se hace referencia a las reformas económicas de principios de los años noventa, al marco legal que reemplazó el Decreto 444 de 1967, a los

cambios institucionales de la Constitución de 1991 y a la autonomía del Banco de la República en el manejo cambiario. Lo anterior, junto con el análisis de la evolución del régimen cambiario entre 1991 y 1999 cuando se adoptó la flexibilidad cambiaria, que está vigente al conmemorarse los cien años del Banco de la República, y que probó ser adecuada para el manejo de los choques externos en lo corrido del siglo XXI (sección 2.13). En la sección 2.14, se aborda la reacción del Banco de la República ante el impacto de la pandemia del coronavirus en 2020, la recuperación de 2021 y 2022, y el surgimiento del nuevo reto para las autoridades por la elevación de la inflación que trajo consigo la pospandemia.

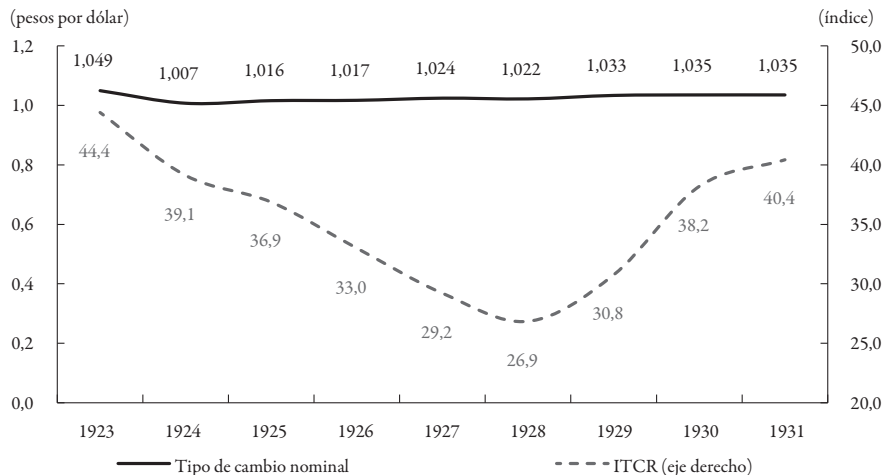
## 2.2 EL PATRÓN ORO: BONANZA EXTERNA Y CRISIS ECONÓMICA

El Banco de la República se creó mediante la aprobación de la Ley 23 de 1923 en pleno auge del régimen del patrón oro, que obligaba al Banco a convertir a la vista los billetes por el metal. Esta ley desarrolló una versión ortodoxa del patrón oro, del cual el profesor Edwin Kemmerer, quien presidió la Misión que llevó su nombre para asesorar al Gobierno en la creación de un banco central en Colombia, era un convencido de sus bondades, en un mundo que regresaba a dicho patrón luego de la Primera Guerra Mundial<sup>1</sup>. Por esta razón, durante el periodo 1923-1931 la tasa de cambio era fija y cualquier desajuste se traduciría en una disminución o un aumento de las reservas del metal o de divisas intercambiables por este que, a su vez, determinaban el circulante de la economía. En este periodo específico el país gozó de relativa estabilidad cambiaria y gran crecimiento económico. En estos años, el dólar fluctuó entre COP 1,010 y COP 1,035 por dólar; es decir, se mantuvo relativamente estable.

La política cambiaria no fue, sin embargo, únicamente responsabilidad del Banco de la República o de su junta durante los años veinte y en los años que siguieron hasta 1951. Esta responsabilidad se compartía con el Congreso, el cual fijaba el contenido de oro del peso colombiano, que en un comienzo fue de 1,5977 gramos (Ley 110 de 1912, Código Fiscal). El Banco se encargaba de que el tipo de cambio se mantuviera estable, mediante compras o ventas de dólares u oro, pero la paridad era responsabilidad del Congreso (Gráfico 2.1).

<sup>1</sup> El grado de ortodoxia estaba determinado sobre la facilidad por intercambiar los billetes por oro.

**GRÁFICO 2.1**  
**EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1923-1931**



Fuente: elaboración de los autores.

La década del veinte fue la de mayor crecimiento económico del siglo XX en Colombia, en especial entre 1923 y 1929. Hubo una bonanza externa por el precio alto del café, el ingreso de la indemnización por la pérdida de Panamá pagada por Estados Unidos y por la apertura del endeudamiento externo tanto para el Gobierno Nacional como para las principales ciudades y algunos departamentos del país (Gráfico 2.3). La cuenta comercial y la corriente de la balanza de pagos fue deficitaria en la mayor parte de estos años, a diferencia de lo ocurrido en otros países de América Latina (Gráfico 2.2). Esto ocurrió gracias a que el ingreso de la indemnización y de los créditos del exterior permitieron financiar el desequilibrio externo. En 1930 y 1931 el PIB se contrajo por los efectos de la depresión mundial tras el colapso de la Bolsa de Nueva York en octubre de 1929, tal como se observa en el Cuadro 2.1 y el Gráfico 2.2.

**CUADRO 2.1**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1923-1931**

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR (1994 = 100)	(3) CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	(4) RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCENTAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	(8) BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	(9) IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1923	1,049	44,41	13,17	7,00	-1,13	7,2	18,8	4,6	64,1
1924	1,007	39,12	3,88	23,00	3,37	9,0	24,9	-0,5	61,8
1925	1,016	36,88	5,41	36,00	-1,50	10,1	27,6	1,9	95,7
1926	1,017	33,00	9,55	43,00	-1,20	12,5	28,5	-6,8	121,9
1927	1,024	29,21	9,01	44,00	-2,81	11,9	25,1	1,8	135,9
1928	1,022	26,86	7,35	65,00	-2,24	7,3	27,3	-7,6	158,9
1929	1,033	30,77	3,60	38,00	-1,23	-11,7	22,8	-7,1	137,0
1930	1,035	38,21	-0,86	27,00	4,56	-21,7	17,2	-6,2	68,0
1931	1,035	40,44	-1,60	14,00	7,04	-13,39	15,55	1,83	44,42

(1) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado-Banco de la República.

(2) Fuente: del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994 = 100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales Indicadores Económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: de precios Greco, Pmatyev (Greco, 1999).

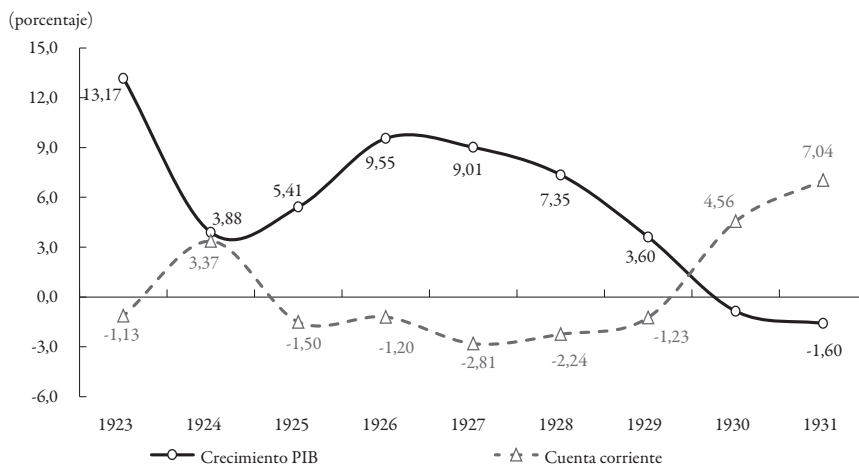
(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*. Múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*. Múltiples números.

(9) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

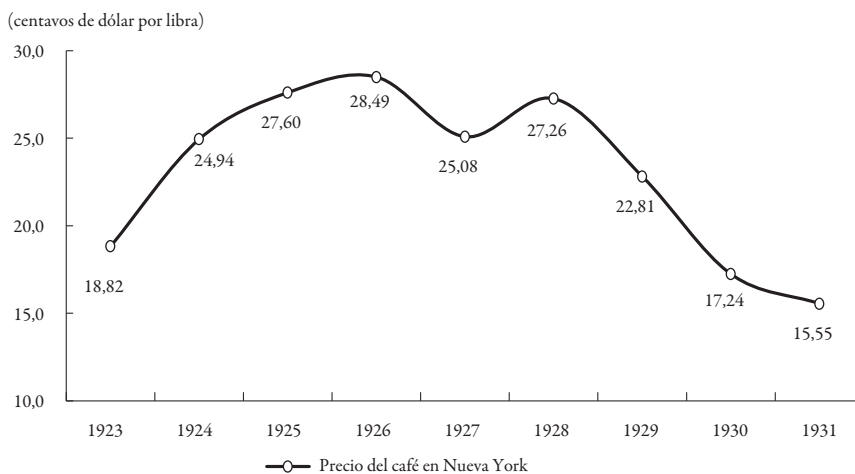
Los activos internacionales del Banco de la República aumentaron de USD 3 millones en julio de 1926 a USD 46 millones en diciembre de ese mismo año. En agosto de 1928 alcanzaban USD 67 millones. A partir de entonces, comenzaron a disminuir hasta 1932. Por su parte, el endeudamiento externo del país llegaba a USD 59 millones cuando se cerró el crédito externo a finales de 1928.

**GRÁFICO 2.2**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE**  
**1923-1931**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.3**  
**PRECIO INTERNACIONAL DEL CAFÉ**  
**1923-1931**

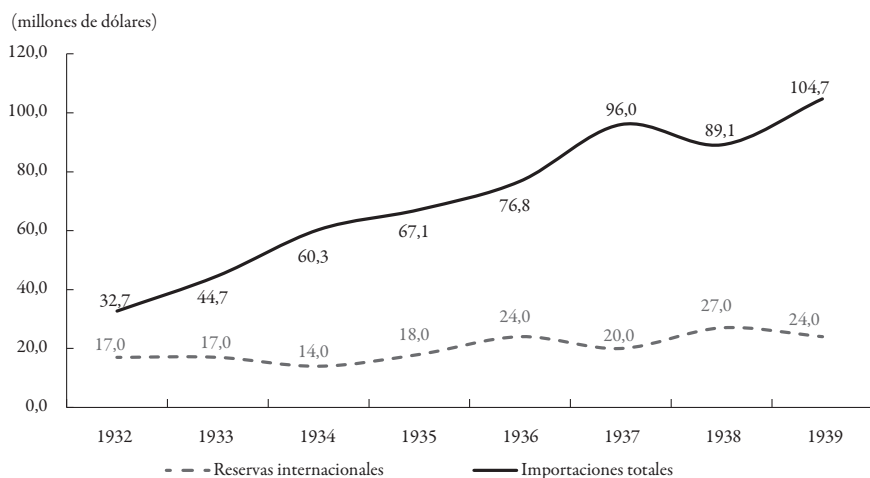


Fuente: elaboración de los autores.

### 2.3 1932-1933: PATRÓN ORO “CONTROLADO”

Se consideraba entonces que la tasa de cambio debía ser la que se denominaba *de paridad*, aquella que asegurara el equilibrio de las cuentas externas<sup>2</sup>. Sin embargo, la situación internacional comenzó a cambiar en 1929 cuando la caída de la bolsa en octubre en Nueva York marcó el inicio de la Gran Depresión. Las autoridades se vieron obligadas a reaccionar a una mayor demanda por dólares y de oro, y a menores ingresos de capital externo, principalmente préstamos, cuando se cerraron los mercados de crédito. El Banco vio que sus reservas disminuían rápidamente en la medida que mantenía la tasa (Gráfico 2.4). Hacia final del año, la disminución de las reservas se aceleró y continuaría durante todo 1930 y 1931. Las importaciones cayeron desde 1929 pero, como aún se registraban ventas de café, la balanza comercial siguió siendo positiva hasta 1930. Sin embargo, hubo una presión permanente sobre la tasa de cambio desde junio de 1928.

**GRÁFICO 2.4**  
**RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES**  
**1932-1939**



Fuente: elaboración de los autores.

<sup>2</sup> La tasa de paridad se consideraba aquella que permitía equilibrar la balanza de pagos.

En septiembre de 1931, el Reino Unido abandonó el patrón oro y Colombia hizo lo propio; estableció un control al comercio de oro y sobre los cambios internacionales (suspendió el cambio de billetes por oro)<sup>3</sup>. Las autoridades decidieron, entonces, fijar la tasa de cambio en COP 1,02 por dólar y dejaron de suministrar oro y divisas en grandes cantidades<sup>4</sup>. El control de cambios exigió que todas las divisas y el oro de las exportaciones se entregaran al Banco de la República. Estas restricciones se acompañaron de una serie de instrumentos orientados a racionar las importaciones.

En 1930 se realizó la segunda Misión Kemmerer que oficializó la reducción del encaje de oro sobre billetes. Adicionalmente, por recomendación de esta, se incrementó la tasa de redescuento en 1932. Las reservas internacionales, sin embargo, continuaron disminuyendo al caer de USD 27 millones en diciembre de 1930 a USD 20 millones en agosto de 1931 y a USD 15 millones en el siguiente mes. A pesar de estos acontecimientos, durante todo este periodo las autoridades colombianas (y las de otros países) consideraban que los desajustes externos eran temporales. Existía la firme creencia de que se regresaría a tiempos más normales con el pleno funcionamiento del patrón oro, flujos de capital y mayor libertad cambiaria.

La tasa de cambio que se fijó en 1931 se mantuvo hasta el 12 de enero de 1932 cuando se elevó de COP 1,02 a COP 1,05, en el marco de lo que denominarían las autoridades de la época el patrón oro “controlado”<sup>5</sup> (Cuadro 2.2). Esta devaluación fue tímida y tuvo mucha oposición de los cafeteros, quienes presionaban para liberar el cambio. El 7 de marzo de ese mismo año dichas presiones resultaron en que las autoridades aprobaron una prima del 10% a las ventas de café, lo que representaba un subsidio fiscal al sector cafetero por un año. La prima se otorgaba por toda letra girada sobre café exportado, mediante un bono con tasa

<sup>3</sup> En el periodo 1929-1931 hubo movimientos importantes entre los tenedores de oro en el mundo. Argentina y Brasil abandonaron el patrón oro en 1929.

<sup>4</sup> Mediante las leyes 99 y 119 de 1931 se dieron facultades extraordinarias al Gobierno para suspender el comercio del oro. Esto incluía el control de cambios y giros al exterior por parte de la recién creada Oficina de Cambios. También se impuso la obligación a los bancos comerciales de depositar en el Banco de la República sus existencias de oro y la venta obligatoria de los giros originados en las exportaciones. Se controlaron las importaciones y se prohibieron las de artículos de lujo. También se aumentó el arancel que explícitamente buscaba proteger a la industria, el aumento de los ingresos fiscales y defender las reservas internacionales (Decreto 2194 de 1931; Avella, 2016). El gerente del Banco consideró, en ese momento, que estas medidas eran violentamente proteccionistas y debían abolirse una vez se normalizara la situación que las había originado.

<sup>5</sup> Véase la Memoria del ministro de Hacienda Esteban Jaramillo correspondiente a 1931.

de interés de 6 %, redimible un año después como pago de impuestos nacionales, bono que podía ser comprado por el Banco y vendido en mercado abierto. Con esta medida se inauguraría, en la práctica, el sistema de tipos de cambio múltiple en Colombia que duraría varias décadas más. La prima cafetera estuvo vigente hasta febrero de 1933.

**CUADRO 2.2**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1932-1939**

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR (1994 = 100)	(3) CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	(4) RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCENTAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	(8) BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	(9) IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1934	1,626	60,02	6,29	14,00	5,06	16,9	13,7	3,60	60,31
1935	1,783	68,81	2,44	18,00	2,03	-2,2	10,26	3,17	67,12
1936	1,752	62,22	5,29	24,00	1,83	10,2	11,26	1,18	76,75
1937	1,768	57,88	1,56	20,00	1,09	12,4	11,61	6,49	95,98
1938	1,788	56,81	6,51	27,00	0,25	0,9	10,97	-0,36	89,10
1939	1,752	52,78	6,13	24,00	-0,37	4,4	11,66	4,00	104,69

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: inflación índice de precios Greco (1999).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: Principales Indicadores Económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

Todo lo anterior se acompañó con el control de los pagos externos que inició el 31 de octubre de 1931 y se extendió hasta 1935. Fue un proceso prolongado de moratoria de la deuda externa de Colombia; es decir, no se trató de una declaración única y tajante, sino de múltiples incumplimientos y declaraciones

formales a lo largo de un quinquenio. En diciembre de 1931 se formuló un plan que permitía una suspensión temporal de las amortizaciones sobre la deuda externa, y los intereses de deudas no amparadas bajo las garantías gubernamentales quedarían a cargo del Gobierno Nacional. No obstante, en mayo de 1932 declaró su incapacidad para hacer los pagos relacionados con el acuerdo, incluyendo los intereses sobre la deuda nacional y sobre la deuda pública garantizada por el Banco Agrícola Hipotecario<sup>6</sup> (Avella, 2003).

El 25 de febrero de 1933 se hicieron nuevas modificaciones cambiarias al incrementarse a un 11 % la prima cafetera y devaluarse el peso a 1,16 por dólar. En marzo, Estados Unidos embargó el oro y estableció el control de cambios. Por efecto de estas medidas se devaluó el dólar con respecto a la libra esterlina y el franco. El Banco de la República mantuvo la tasa en COP 1,16 por considerar que la devaluación del dólar y el alza de la cotización del café estimulaban la exportación del grano. En ese mismo mes de marzo de 1933 se consideraba inevitable la guerra con el Perú y en septiembre, ante la demanda de los giros al exterior, tuvo lugar una nueva alza del dólar, la tasa de cambio del peso pasó a COP 1,26 con lo cual se registró una devaluación del 20 % en seis meses.

## 2.4 1933-1939: CAMBIO SEMILIBRE

El 25 de septiembre de 1933, se promulgó una Resolución de la Junta Directiva del Banco que mantuvo la obligatoriedad de vender los giros al Banco. Sin embargo, se haría en un esquema con más tasas múltiples: un 85 % de los giros se venderían al Banco a una tasa acordada por el mercado y un 15 % a una tasa fija de 1,13/dólar. Este último 15 % se destinaría a las compras del

<sup>6</sup> Avella (2003), adicionalmente, anota: “Una medida posterior se expidió en marzo de 1933, según la cual, dadas las tensiones financieras creadas por el conflicto fronterizo con el Perú, el servicio de intereses sobre la deuda nacional y sobre las obligaciones del Banco Agrícola Hipotecario tenía que ser suspendido. Sin embargo, a los acreedores se les ofreció una vía alternativa para el pago de los intereses causados en 1933 y 1934. Los cupones causados en 1933 se pagarían así: una tercera parte en efectivo, y dos terceras partes en certificados de intereses diferidos que no devengaban intereses, y cuya maduración se alcanzaría el 1 de octubre de 1937. Los cupones causados en 1934 se pagarían mediante la emisión de certificados (*funding certificates*) del 4 % a vencerse el 1 de enero de 1946. Para concluir, se otorgaron autorizaciones para entrar en futuras negociaciones con acreedores externos” (p. 4).

Gobierno. De esta manera se hizo más complejo el sistema de cambio con tres tasas diferenciales<sup>7</sup>.

La estabilidad cambiaria no se mantuvo por mucho tiempo. La tasa fluctuante continuó al alza en ese marco más flexible y la tasa llegó a COP 1,50 en octubre de 1933. Durante todos estos meses, el Banco de la República ofrecía y compraba dólares a la tasa semilibre y con ello ayudaba a regular el mercado cambiario. Este era solo parcialmente controlado: el tipo fijo se combinaba con el tipo fluctuante de mercado aplicado a todas las divisas, menos las del Gobierno. De esta manera, el Banco tenía control sobre las divisas transadas, pero sin la presión de sostener un determinado nivel de tipo de cambio<sup>8</sup>. Sin embargo, las reservas continuaron descendiendo porque era menos lo que compraba que lo que vendía, y en varios episodios el Banco tuvo que suspender las ventas. En diciembre de 1933, la tasa de cambio fluctuante estaba en COP 1,5 por dólar y continuó subiendo en 1934 hasta alcanzar COP 1,82 por dólar en agosto. En los siguientes meses bajó un poco y luego fluctuó entre COP 1,5 y COP 1,8 por dólar, hasta que en octubre de 1936 alcanzó la paridad COP 1,75 por dólar (véase el Gráfico 2.9).

En abril de 1934 se reglamentó más el control de cambios. Se reguló el negocio de los bancos en moneda extranjera y se introdujo el concepto de la *posición propia*. Se dispuso, además, que a cambio del 85 % de los giros entregados por los tenedores de divisas al Banco, se expidieran certificados de depósito que podrían utilizarse para pagar al exterior, cuando se contara con licencia para importar, o se vendieran en el mercado abierto. Estos papeles serían los precursores de los *certificados de cambio*, con mayor desarrollo, perfeccionados después de la Segunda Guerra Mundial y que cumplirían un papel tan preponderante en la historia

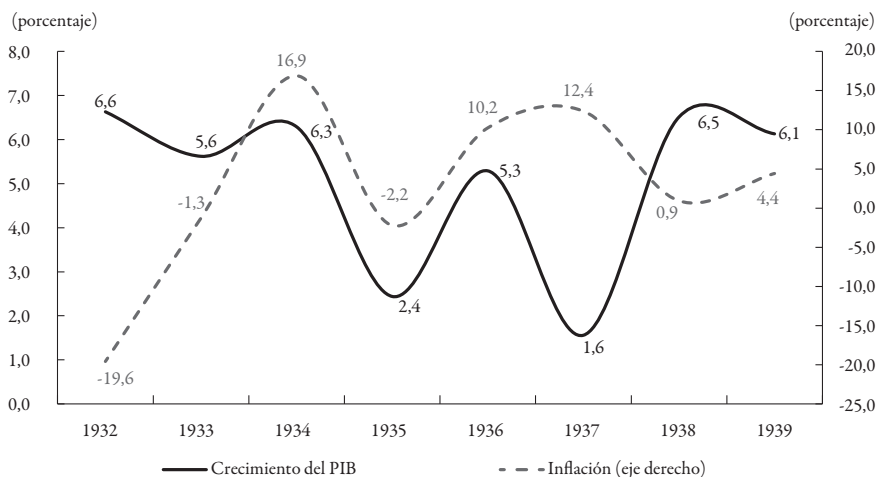
<sup>7</sup> Gran parte de este ajuste cambiario se dio en respuesta a la devaluación del dólar frente al oro ocurrida entre abril y mayo de 1933, producto del *Gold Reserve Act* aprobado por el Congreso de Estados Unidos el 30 de enero de 1934. Por esta ley se realizó el embargo a todas las transacciones en oro que regía sobre las obligaciones privadas y públicas –con excepción de las autorizadas por la Tesorería– y se autorizó al Ejecutivo para reducir el valor en el oro del dólar hasta en un 50 %. En consecuencia, en los siguientes cinco meses el dólar cayó un 30 %. Como la situación no mejoraba, el 26 de octubre el Gobierno del país del norte inició compras del metal en el mercado abierto llevando su precio a COP 31 por onza, casi al mismo nivel que la vigente en el mercado libre de Londres. Al comienzo de 1935 había llegado este precio a COP 35, nivel que se mantendría por muchos años más.

<sup>8</sup> Como lo señala Romero (2006), la reforma consistía en que un exportador podía vender libremente en el mercado el 85 % de los giros resultantes de sus ventas al exterior y el 15 % debía reintegrarse al Emisor a una tasa de COP 1,13. Sin embargo el exportador no podía disponer libremente del 85 % sino que lo entregaba al Banco que actuaba como depositario de esas divisas y expedía contra esos depósitos títulos negociables que los tenedores sí podían intercambiar libremente en el mercado y vendérselos a poseedores de licencias de importación. El plazo de utilización de estos títulos era de treinta días.

cambiaría colombiana. En el segundo semestre de 1935 la tasa ya se había estabilizado en COP 1,75 por dólar, situación que se mantuvo hasta 1937 cuando ocurrió una nueva caída de los precios del café. Por efecto de esta crisis, la tasa libre o fluctuante subió temporalmente a los COP 1,8 por dólar, pero luego bajó en 1938 a COP 1,75 nuevamente (véase el Gráfico 2.9). En este sentido, ese nivel de la tasa se consideró de equilibrio o paridad.

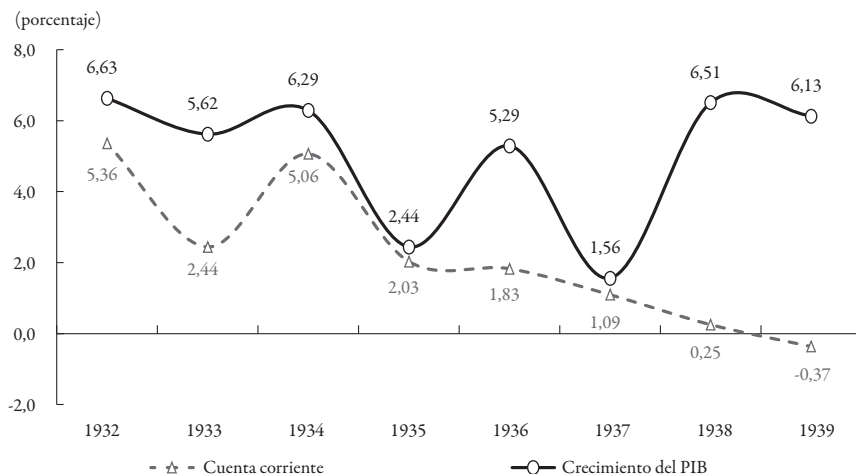
Entre 1934 y 1939 la economía creció a un ritmo promedio anual de 4,7 %, aunque en 1935 y 1937 el crecimiento fue más bajo (Gráfico 2.5). El precio externo del café cayó en todo este periodo, pues osciló alrededor de USD 0,1 por libra (véase el Gráfico 2.8). Aun así, la economía mantuvo una relativa estabilidad con un balance externo positivo y las finanzas públicas en equilibrio (Gráfico 2.6). Las reservas internacionales del país se mantuvieron también relativamente estables desde 1935, ya que fluctuaron entre USD 20 millones y USD 40 millones, como se puede apreciar en el Cuadro 2.2.

**GRÁFICO 2.5**  
**CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN**  
**1932-1939**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.6**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE**  
**1932-1939**



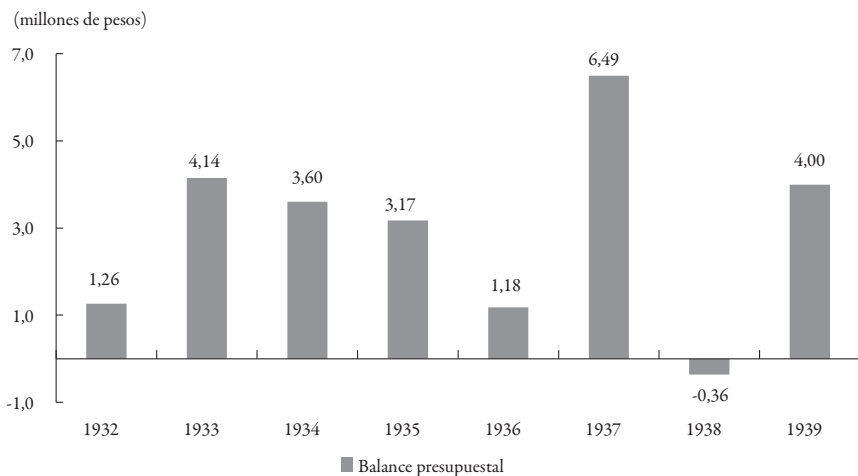
Fuente: elaboración de los autores.

En octubre de 1934 se celebró el contrato entre el Gobierno y el Banco de la República que determinó el tratamiento que debería darse a las utilidades generadas por este último en las operaciones de compra y venta de divisas y oro (Gráfico 2.7). Se creó una cuenta especial y un Fondo de Estabilización Monetaria y Cambiaria con su propia junta directiva y conformada por el ministro de Hacienda, el gerente del Banco y un representante del presidente de la República. Este fondo se concibió como una entidad independiente con su propia personería jurídica. A esta cuenta ingresaron las utilidades que el Banco obtuvo de revalorizar sus existencias de oro cuando el dólar se devaluó frente a este metal.

En 1938, una vez consolidados los cambios entre el dólar y el oro en Estados Unidos, el Congreso de Colombia, mediante la Ley 167 del 19 de noviembre, rebajó el contenido de oro del peso a 0,56424 gramos, modificando la paridad peso/contenido de oro que existía desde 1912 (Código Fiscal). Se fijó entonces la tasa de cambio en COP 1,74 para compra y COP 1,75 para la venta del dólar<sup>9</sup>

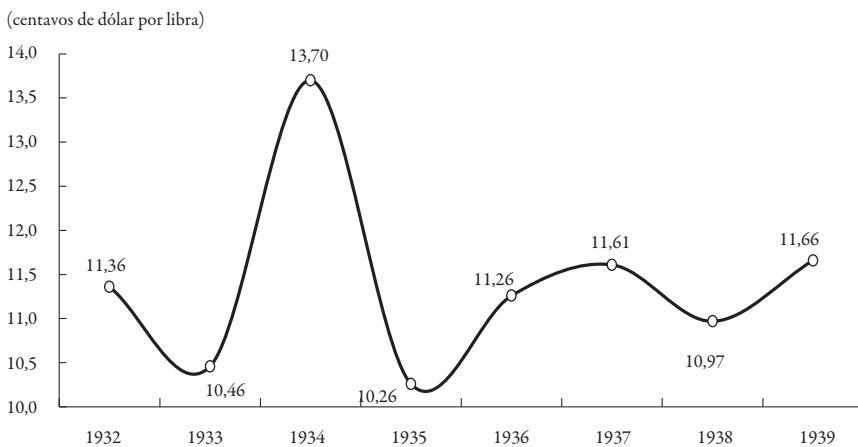
<sup>9</sup> Esta paridad tenía en cuenta la disminución del contenido de oro del dólar que llevaron a cabo las autoridades estadounidenses. Véase *Federal Reserve History* (1934).

**GRÁFICO 2.7**  
**BALANCE PRESUPUESTAL**  
**1932-1939**



Fuente: Cuadro 2.

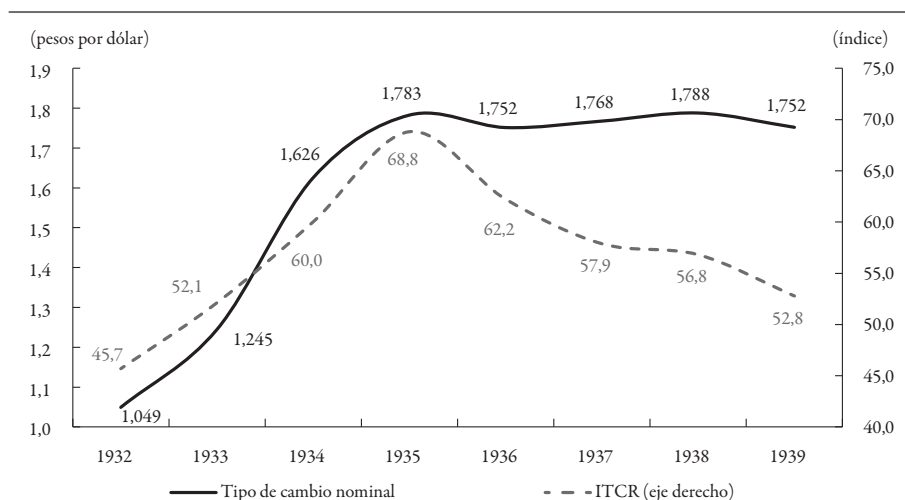
**GRÁFICO 2.8**  
**PRECIOS DEL CAFÉ**  
**1932-1939**



Fuente: elaboración propia.

(Gráfico 2.9). Con esta norma se eliminó el sistema de remates en bolsa vigente desde 1936, con el cual el Banco regulaba el mercado semilibre, pero se mantuvo el sistema múltiple de tasas de cambio. También dispuso la forma como los recursos del Fondo de Estabilización serían distribuidos y modificó la tasa de encaje de los billetes del Banco elevándola de 40 % a 50 %.

**GRÁFICO 2.9**  
**EVOLUCIÓN DE TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1932-1939**



Fuente: elaboración de los autores.

## 2.5 1939-1945: LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL, CONTROL ESTRICTO DE CAMBIOS Y SOBANTES DE RESERVAS

Ya en 1939, cuando estalló la Segunda Guerra Mundial, parece haber más resignación con respecto a que los controles de cambio habían llegado para quedarse en Colombia y en muchos países. Además, ya era evidente que los flujos de préstamos externos no volverían en magnitudes importantes a nuestro país al no haberse logrado un acuerdo total sobre el pago de las deudas externas.

Sin embargo, en mayo de 1941 se alcanzó un acuerdo con los bancos acreedores del país. Colombia emitió bonos por la suma de USD 50 millones con

un plazo de treinta años e interés del 3 % anual con los que cambiaría los bonos emitidos en 1927 y 1928 más la mitad de los intereses vencidos. Gracias a este arreglo, obtendría un crédito de corto plazo por USD 16,9 millones para reemplazar las operaciones de préstamos de 1929 (Avella, 2016). Con esto, los bonos colombianos en Nueva York y Londres se recuperaron, pero por muchos años más los capitales no se verían atraídos a Colombia de la forma que ocurrió durante la década de los veinte.

A partir de 1940, las cuentas externas mejoraron sustancialmente (véase el Gráfico 2.13). Esto ocurrió al hacerse más difíciles las importaciones por los obstáculos al comercio mundial durante la guerra. Otro hecho que facilitó la acumulación de reservas fue la firma en 1938 de un acuerdo comercial con Estados Unidos. Este nuevo acuerdo aseguró, entre otras cosas, la venta de café al país del norte mediante el establecimiento de cuotas<sup>10</sup>. Aunque los precios inducidos por este convenio no pueden considerarse históricamente altos, sí permitieron que Colombia continuara vendiendo café a Estados Unidos en estos años de parálisis del comercio mundial (véase el Gráfico 2.11). Estas ventas ocurrieron en condiciones menos malas que las que habrían prevalecido si no se hubiera firmado, y así se pudo compensar la pérdida de divisas que supuso la caída de los mercados europeos durante la guerra para las ventas colombianas del grano<sup>11</sup>.

Así, el precio del café que se había mantenido sobre los USD 0,10 desde 1935 cayó hasta octubre de 1940 (véase el Gráfico 2.11). Por el acuerdo firmado y la Guerra, de manera gradual, el destino de la exportación de café pasó a ser Estados Unidos y no los mercados europeos. La Ley 45 de 1940 autorizó al Gobierno a intervenir en el mercado cafetero para facilitar el cumplimiento de la cuota de exportación asignada a través de la compra de los excedentes por parte de la Federación. Entonces se creó para este propósito el Fondo Nacional del Café. En abril de 1941 se formalizó el acuerdo cafetero cuando Estados Unidos autorizó

<sup>10</sup> Desde octubre de 1939 se había iniciado una fase depresiva de los precios del café que se extendió hasta 1940. Las ventas del país disminuyeron en este lapso a un tercio, en parte por los embates de la guerra en Europa. Las autoridades cafeteras reaccionaron en un comienzo con la mencionada prima cafetera, pero esto no fue suficiente para detener el deterioro de las ventas. En 1940 se reunió la Conferencia Panamericana del Café que estableció cuotas de exportación a los productores con el objetivo de fortalecer los precios. Las cotizaciones del grano reaccionaron y luego esta alza se reforzó con el efecto de una deficiencia en la cosecha del Brasil. Este pacto entre productores fue avalado por una ley en EE. UU que además creó la Oficina Interamericana del Café y se incorporó al acuerdo comercial suscrito entre los dos países (véase Avella, 2016).

<sup>11</sup> De todas maneras, durante la Guerra, Estados Unidos fijó además de las cuotas, precios máximos de venta en el mercado de ese país.

la entrada de los volúmenes acordados en el pacto de cuotas y sometió a contingentes la importación de otros países no signatarios del pacto.

A pesar de que la generación de divisas era creciente, las reservas del país apenas alcanzaban para el pago de entre 20 % y 35 % de las importaciones, como se observa en los gráficos 2.12 a 2.14. Cuando se dificultaron también las ventas de café, el indicador exhibió una tendencia a deteriorarse y las autoridades juzgaron necesario mantener e incluso apretar el control de cambios. En 1940, por ejemplo, se establecieron más tipos de cambio diferenciales de importación según su grado de necesidad por cuatro grupos de mercancías: el grupo 1 a COP 1,75 por dólar; grupo 2 a COP 1,79 por dólar, grupo 3 a COP 1,87 por dólar y grupo 4 a 1,95 por dólar (Arango, 1948). Estas tasas estuvieron vigentes hasta 1943 cuando ya era notoria la acumulación de divisas. También en este mismo año (1940) se creó una prima a las exportaciones de café de USD 2 por saco de café pilado y USD 1,5 por saco de café pergamino, siempre y cuando el peso del grano fuera inferior a USD 0,10 la libra. Esta prima intentaba ayudar a los cafeteros a hacer frente a la caída de los precios del grano y el cierre de los mercados europeos por la guerra. En 1940 asimismo se aumentó el impuesto de giros, que cobijaba a las importaciones, de 4 a 10 %. Este impuesto se suprimió en 1944, y en 1946 fue sustituido por un impuesto de timbre de 4 %.

En abril de 1943, cuando era evidente que las restricciones a las importaciones profundizaban el desabastecimiento asociado a la guerra, se rebajaron los diferenciales de las tasas de cambio entre grupos de importaciones (pasaron a 1,75; 1,76; 1,77 y 1,78 para cada grupo respectivo) y ya en abril de 1944 se suspendieron definitivamente mediante una resolución de la Junta de Control de Cambios.

La tasa de crecimiento de la economía colombiana durante la Segunda Guerra Mundial fue de 2,65 % anual (véase el Gráfico 2.13). Entre 1940 y 1943 la expansión fue baja y en 1942 y 1943 ligeramente por encima de cero. De hecho, la actividad económica creció 1,68 % en 1941, pero la inflación fue negativa y de -1,4 % en ese mismo año. Las reservas internacionales, que habían oscilado entre USD 20 millones y USD 40 millones, llegaron a USD 177 millones. Así, la balanza comercial, que había sido negativa en 1939, se volvió positiva y pasó a representar el 45 % de las exportaciones en 1942 (véase el Gráfico 2.13 y Cuadro 2.3). Durante la guerra, la tasa de cambio se ubicó en una banda entre los puntos de compra (1,74) y venta (1,75) fijados por el Banco en la Ley 167 de 1938 (Gráfico 2.10).

**CUADRO 2.3**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1940-1945**

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR (1994 = 100)	(3) CRECI- MIENTO PIB (PORCEN- TAJE)	(4) RESERVAS INTERNA- CIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCEN- TAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	(8) BALANCE PRESU- PUESTAL (MILLONES DE PESOS)	(9) IMPOR- TACIO- NES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1940	1,752	55,02	2,16	25,00	1,09	-3,1	8,38	1,81	84,59
1941	1,754	58,68	1,68	23,00	0,35	-1,4	14,74	1,6	96,9
1942	1,753	59,59	0,21	62,00	4,49	8,7	15,87	3,0	59,9
1943	1,748	54,38	0,41	113,00	3,13	15,9	15,87	3,6	83,9
1944	1,746	45,90	6,76	158,00	1,86	20,3	15,87	12,8	100,0
1945	1,752	42,35	4,69	177,00	-0,99	11,3	16,22	22,9	160,5

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado, Banco de la República. Se refiere a la cotización de venta.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

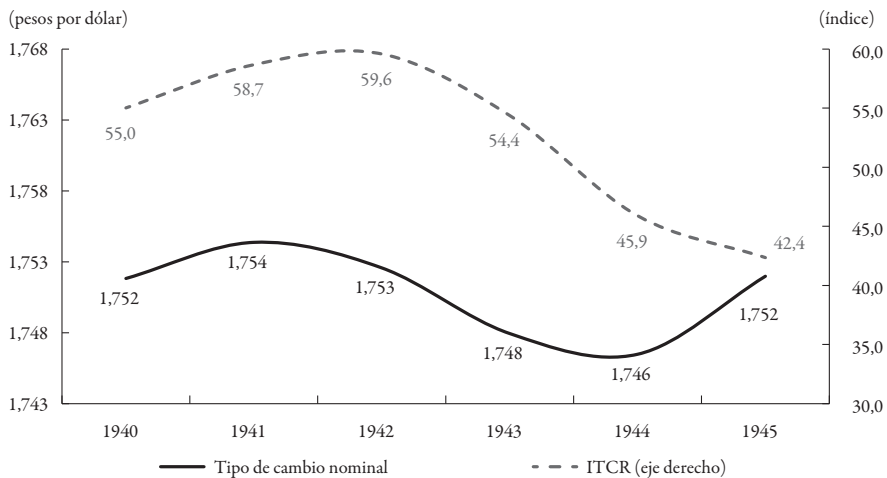
(6) Fuente: Inflación índice de precios Greco (1999), Pmatyev.

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

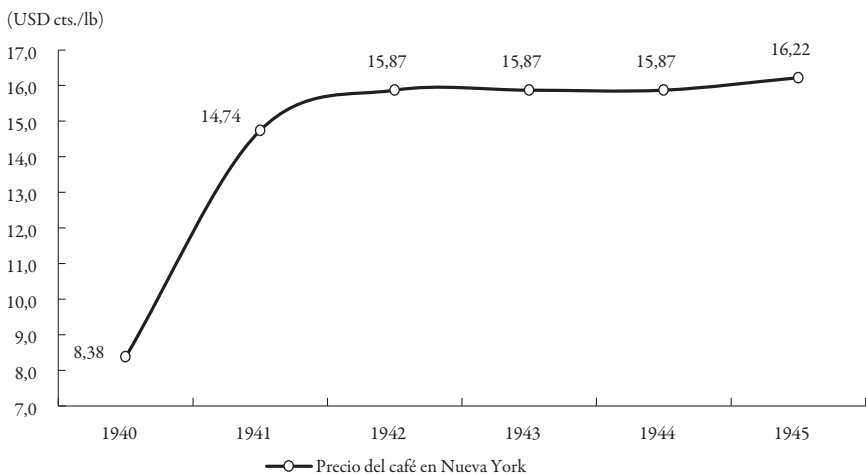
(9) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

**GRÁFICO 2.10**  
**EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1940-1945**



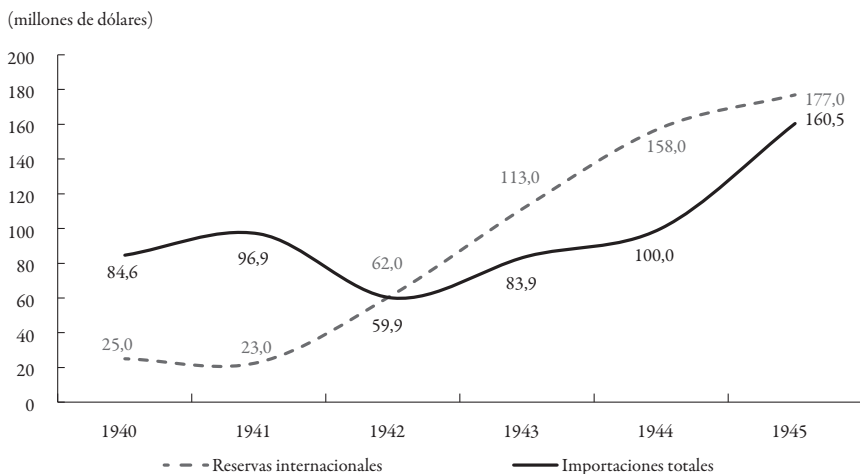
Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.11**  
**PRECIO DEL CAFÉ**  
**1940-1945**



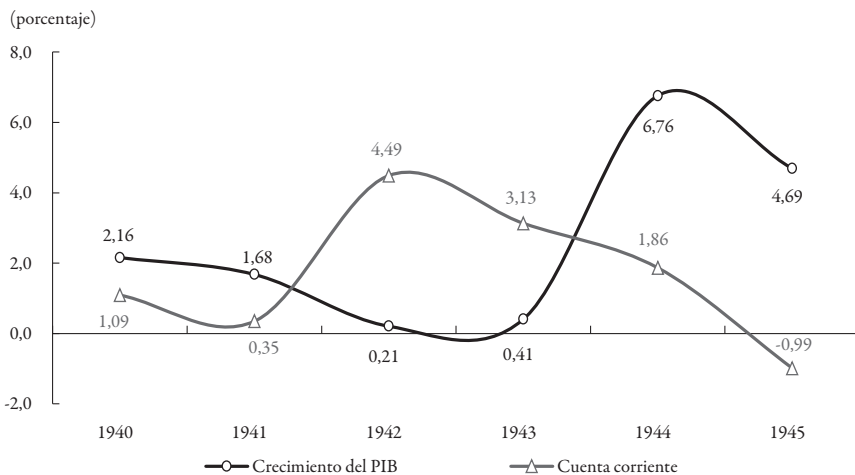
Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.12**  
**RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES**  
**1940-1945**



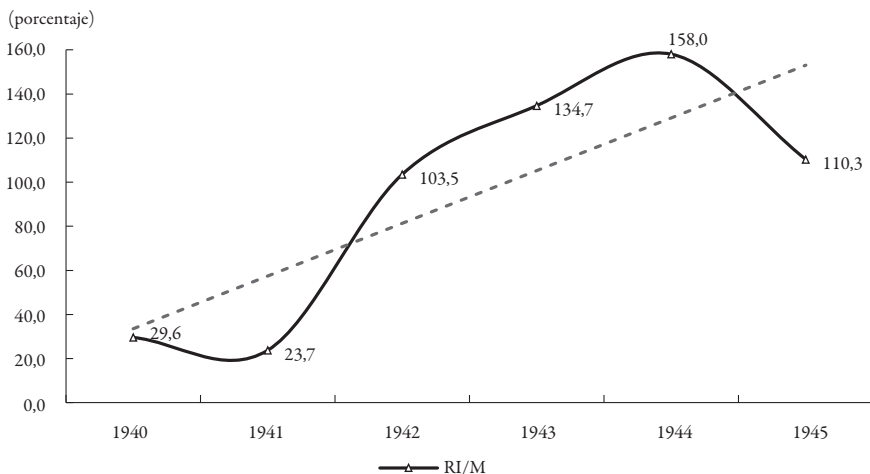
Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.13**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE**  
**1940-1945**



Fuente: Actas de la Junta Directiva del Banco, enero a diciembre de 1941.

**GRÁFICO 2.14**  
**RESERVAS INTERNACIONALES COMO PORCENTAJE DE LAS IMPORTACIONES**  
**1940-1945**



Fuente: elaboración propia a partir de Greco (1999).

## 2.6 LA POSGUERRA, 1945-1955: EL INICIO DE LA RELACIÓN CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

La segunda mitad de los años 1940 sería, en el mundo y en Colombia, de ajuste a nuevas condiciones económicas y políticas después de la guerra. La prioridad de Estados Unidos fue la reconstrucción de Europa. El Plan Marshall diseñado por el Gobierno estadounidense tuvo ese propósito fundamental. En 1944 había tenido lugar la reunión de Bretton Woods en el estado de Nuevo Hampshire en Estados Unidos, con el objeto de acordar las reglas bajo las cuales debería desenvolverse la economía mundial, una vez terminada la guerra. Resultado de esos acuerdos fue la creación del Fondo Monetario Internacional y del hoy Banco Mundial. Una delegación colombiana, presidida por el exministro de Hacienda Carlos Lleras Restrepo, participó en esa reunión, por lo cual, desde 1944, el país adhirió a los estatutos fundadores de estas dos entidades financieras.

La economía colombiana registraba una demanda represada de importaciones por las dificultades que había experimentado el comercio mundial durante el conflicto bélico. Las reservas internacionales se habían multiplicado por siete

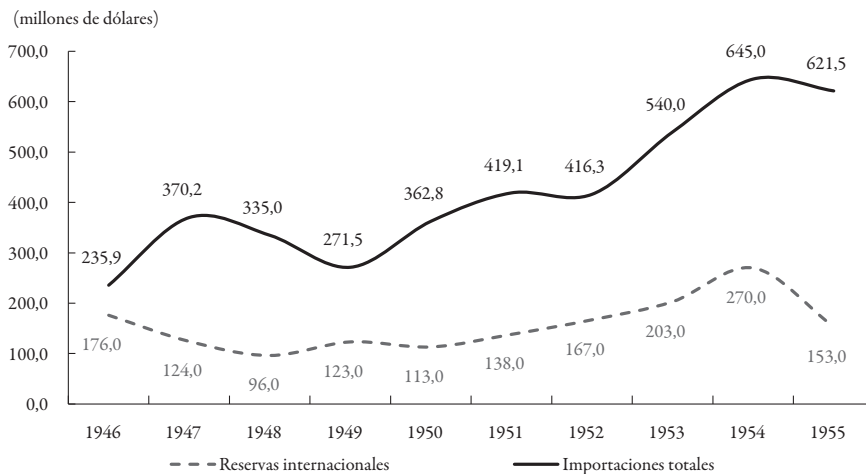
entre 1940 y 1945. Al levantarse las cuotas de exportación de café acordadas en 1941 entre los países productores de América Latina y Estados Unidos, y eliminarse los precios máximos que habían prevalecido durante la confrontación bélica, el precio inició una tendencia ascendente que lo llevaría desde USD 0,22 en 1946 hasta USD 0,80 por libra en 1954.

La actividad productiva en el país se reanimó: en 1946 el producto interno bruto (PIB) colombiano creció en cerca de 10 %, las importaciones aumentaron y la inflación subió. La conducción de la economía no fue sencilla: el sector agrícola no respondió a la demanda de alimentos generada por una economía en expansión, por lo que fue necesario importar productos agrícolas. Se inició un manejo caracterizado por el *pare y siga*, de contracción y expansión, que dependía de lo que ocurría con el balance externo y con la inflación. En 1946 y 1947, las importaciones aumentaron rápidamente y como las ventas de café tardaron en recuperarse, las reservas comenzaron a declinar de nuevo. Entre 1946 y 1950 el ritmo promedio de crecimiento del PIB fue de 5,5 % pero muy irregular, con años de alta expansión y otros con tasas inferiores al 3 %.

En medio de la abundancia de reservas de 1945 se reglamentó nuevamente el control de cambios (Gráfico 2.15). Se reconfiguraron cuatro grupos de bienes de importación de acuerdo con la necesidad que, se considerara, tenía cada uno de ellos, y se creó un grupo preferencial en el cual se incluyeron los insumos, los alimentos y los medicamentos más demandados. A este último se daría prioridad con los excedentes de reservas que se estimaban entre USD 80 millones y USD 110 millones. No se establecieron tipos diferenciales de cambio por cuanto ya en ese momento Colombia se había integrado al Pacto Monetario Internacional que dio origen al Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>12</sup>. Los acuerdos comprometían a los países a adoptar un tipo de cambio único de *paridad*. Por tanto, se determinó que en lugar de tasas diferenciales se daría acceso a un presupuesto de divisas de acuerdo con el grado de necesidad de los bienes. De esta manera el grupo preferencial tendría acceso al 20 % de las compras de oro y divisas efectuadas por el Banco de la República en el mes

<sup>12</sup> Esta fue una exigencia del acuerdo monetario que se orientaba a que las economías de los países firmantes se rigieran por una sola tasa de cambio.

**GRÁFICO 2.15**  
**RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES**  
**1946-1955**



Fuente: elaboración de los autores.

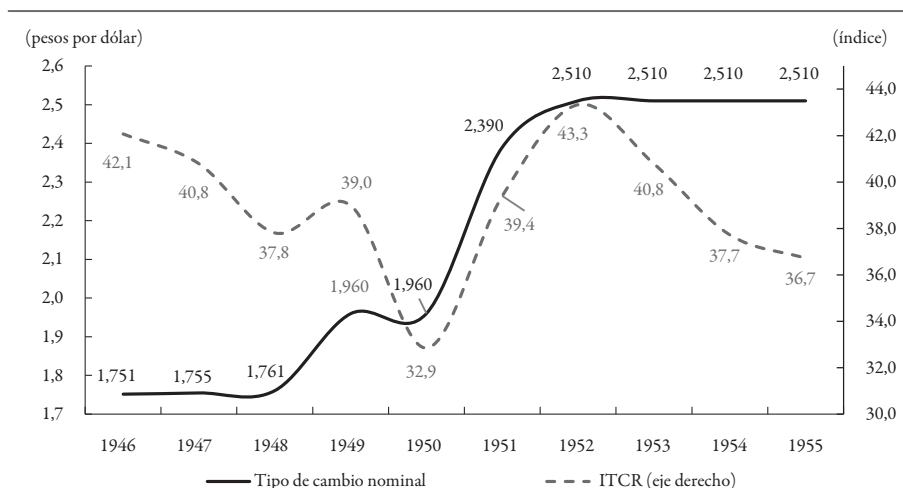
anterior y los otros grupos acceso de 2 %, 5 %, 10 % y 30 % de la acumulación en ese mismo periodo<sup>13</sup>.

Es decir, se mantuvo el sistema de tipo de cambio múltiple, pero se simplificó. Las tasas diferenciales surgían de aplicar gravámenes especiales sobre las principales operaciones corrientes, según se tratara de exportaciones tradicionales, compra de mercancías especiales u otros servicios. Se estableció, igualmente, un tipo de cambio fluctuante para la compra de las divisas provenientes de las exportaciones no tradicionales, para el pago de maquinaria y equipo industrial, para las importaciones de bienes de lujo y para el reembolso del capital extranjero y sus rendimientos, mediante la cotización de los certificados de cambio en la bolsa de valores.

<sup>13</sup> Se racionalizaron un tanto igualmente los impuestos que se habían ido creando sobre las operaciones cambiarias y de comercio exterior suprimiendo el impuesto de timbre, el impuesto sobre el café y sobre los residentes, de tal manera que la diferencia entre el tipo de cambio de compra y venta no superara el 1 %, exigencia también del acuerdo monetario que buscaba una sola tasa de cambio. Se conservaron e incluso incrementaron los depósitos de garantía (Resolución núm. 92 del 5 de abril de 1945 de la Junta de Control de Cambios) y se estableció una licencia de uso, por cuanto muchas de las licencias otorgadas en el pasado no se habían utilizado.

En 1946, las autoridades colombianas notificaron al FMI que la tasa de paridad era de COP 1,75 por dólar, en cumplimiento de los compromisos adquiridos al adherir el país al Fondo (Gráfico 2.16). Esta determinación no fue muy afortunada, puesto que no era el mejor momento para determinar cuál era la tasa de paridad ni en Colombia ni en otros países. Muchas naciones continuaban devastadas por la guerra, había desabastecimiento de toda clase de productos y la inflación en algunos casos estaba desbordada. Aun así, en septiembre de 1946, el FMI conminó a sus treintaiséis miembros para que le comunicaran sus valores de paridad y así abrirle el acceso al financiamiento. De los miembros, solo trece países fijaron sus *paridades*, entre ellos Canadá, Chile, Francia, Ecuador y Colombia (Garritsen de Vries, 1987).

**GRÁFICO 2.16**  
**EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1946-1955**



Fuente: elaboración de los autores.

La caída de las reservas internacionales entre 1947 y 1948, la reducción en el ritmo de crecimiento económico, el aumento de la inflación y el déficit en cuenta corriente obligaban en 1948 a diseñar un plan de estabilización ante las presiones para devaluar la moneda (Gráfico 2.15). Sin embargo, el estallido social del 9 de abril de 1948 dificultó introducir cambios en la política económica. Curiosamente,

una avanzada de tres funcionarios del FMI se encontraba en Bogotá el 9 de abril, enviada por la entidad para conocer y asesorar al Gobierno. Uno de estos funcionarios permaneció en Bogotá durante un mes para evaluar con las autoridades una serie de medidas que permitieran mitigar la caída de las reservas internacionales. El Banco de la República había recibido el 19 de diciembre de 1947 una comunicación del Fondo en la cual se cuestionaba el régimen de tasas de cambio múltiples vigente.

El interés de Colombia era estrechar la relación con el Fondo y adoptar sus recomendaciones para acceder al financiamiento suministrado por la entidad. Sin embargo, el FMI exigía para ello adoptar medidas como la eliminación o la limitación de la expedición de licencias de importación no reembolsables, y la eliminación de los certificados de oro<sup>14</sup>. Las autoridades colombianas, sin embargo, no consideraban que en las circunstancias tan delicadas como las que sobrevinieron después del 9 de abril pudieran tomarse ese tipo de decisiones; muchos comerciantes habían sufrido perjuicios importantes a raíz de los desórdenes y el encarecimiento de las importaciones los afectaría exageradamente.

En junio de 1948, el Gobierno colombiano expidió los decretos 1949 y 1952, de 1948, que no eran acordes con las recomendaciones del Fondo, mediante los cuales se reconoció una prima de diez puntos sobre las exportaciones de café, banano, cueros, metales y piedras preciosas, ganado, carnes, textiles y manufacturas con contenido importado. Se creó, adicionalmente, el sistema de certificados de cambio negociables libremente y aplicables a las divisas de origen diferente a las de las exportaciones mencionadas, a la entrada de capitales para la actividad petrolera, las indemnizaciones de seguros, los rendimientos de los capitales colombianos en el exterior y las inversiones extranjeras. Además, se elevó el impuesto de giros de 4 % a 14 %, 20 % y 30 %, según el tipo de mercancía importada<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Las importaciones no reembolsables eran una categoría de compras externas para la cual no se requería la compra de divisas, como las muestras, las donaciones, los obsequios, etc. Sin embargo, por medio de estas los residentes podían importar todo tipo de bienes que se pagaban con dólares que no habían vendido en Colombia, incumpliendo con las normas del control de cambios. Los certificados de oro eran expedidos por el Banco de la República por las compras de oro.

<sup>15</sup> Antes de la expedición de estos decretos, los borradores fueron enviados a Washington para la evaluación del FMI. Don Emilio Toro, representante de Colombia ante el Fondo, respondió con las dudas del *staff* de la entidad, en particular el aumento del impuesto de giro y su aplicación diferencial. Para el FMI estas medidas reforzaban el sistema de tasas de cambio múltiples.

Las noticias no cayeron bien en Washington, por lo cual el Gobierno decidió invitar a una misión formal del Fondo para que visitara el país, expusiera sus argumentos en contra de los decretos y se informara en detalle de su manejo económico, en particular del cambiario, misión que llegó a Bogotá en julio de 1948. Para los funcionarios del FMI, las medidas no solo no iban en la dirección correcta porque creaban más tipos de cambio, sino que también eran insuficientes para evitar un posterior ajuste cambiario<sup>16</sup>. Las autoridades nacionales comenzaron a explorar la posibilidad de devaluar el peso, pero surgieron nuevos temas de desacuerdo, entre estos el desmonte de los impuestos de giro que el Gobierno no consideraba conveniente por no contar con fuentes alternativas de ingresos fiscales. Por tanto, plantearon mantener ese impuesto así fuera transitoriamente dando tiempo para revisar el arancel<sup>17</sup>. Una dificultad adicional era de índole institucional: la devaluación de la tasa de cambio y la revisión del arancel no eran del resorte del Ejecutivo y de la Junta Directiva del Banco de la República, sino que deberían ser aprobadas por el Congreso Nacional<sup>18</sup>.

A través de una comisión interparlamentaria, el Congreso estudió las medidas a adoptar y en diciembre de 1948 expidió la Ley 90 de ese año que aprobó una devaluación mucho menor a la esperada de 10 % (Gráfico 2.16). Después de diez años de estabilidad, la tasa de cambio pasó de COP 1,75 a COP 1,95 por dólar. Se eliminó entonces la prima del 10 % que se venía reconociendo sobre el tipo de cambio oficial a los poseedores de títulos representativos de monedas extranjeras originados en las principales exportaciones, y se limitó la utilización de los certificados de cambio. Se revisaron, asimismo, los grupos de mercancías sobre los cuales se aplicaba el impuesto de giro, pero este no se eliminó, ni su aplicación de manera diferencial.

<sup>16</sup> Colombia era el primer país afiliado al Fondo que abiertamente ponía en vigencia tipos de cambio múltiples, apartándose de manera drástica de la paridad convenida con ese organismo. A juicio de la entidad, las medidas eran insuficientes para estabilizar la economía y, además, generaban una tendencia fuertemente inflacionaria. Por esta razón, se planteó acompañar las medidas cambiarias con otras dirigidas a lograr el equilibrio fiscal y a restringir la expansión monetaria.

<sup>17</sup> En este año también se creó la Oficina de Control de Cambios con poderes para fijar cupos de importación y depósitos previos.

<sup>18</sup> La Misión del FMI terminó sus labores y dejó las siguientes recomendaciones: devaluación del 22%; establecimiento de un impuesto de 0,4 % por dólar exportado; aumento del impuesto al exceso de utilidades, y eliminación del impuesto de giros, pero mantenerlo transitoriamente en 15% para todas las mercancías mientras se revisaba el arancel.

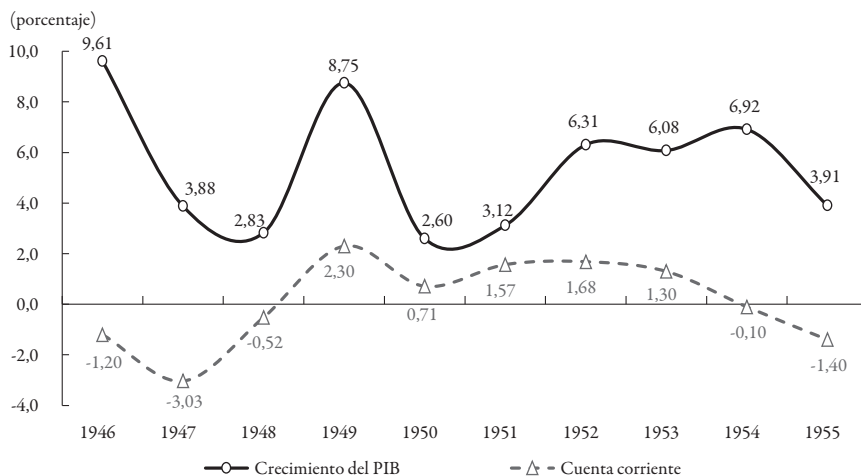
El FMI reaccionó a comienzos de 1949, señaló que las nuevas disposiciones creaban nuevos tipos múltiples de cambio y solicitó que antes de aplicarlas –y, en general, en adelante cualquier modificación– se hiciera una consulta previa con el organismo. El Gobierno y el Banco de la República respondieron argumentando que el control de cambios era un mecanismo para defender las reservas de oro y divisas. Fue una primera tensión entre el Gobierno colombiano y el Fondo Monetario Internacional. Como afirma Roberto Junguito Bonnet, esta fue también “la primera ocasión en la cual el FMI tuvo ascendencia en la formulación de la política económica colombiana” (Junguito Bonnet, 2017b, p. 565). La estabilización fue relativamente exitosa: en 1949 aumentó el crecimiento de la economía, la inflación se redujo, hubo equilibrio fiscal y superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En 1950, la situación externa del país continuó mejorando por el repunte del precio del café, que comenzó a subir en el último trimestre de 1949, cuando se insinuaba la necesidad de una nueva devaluación del peso porque, para muchos, la realizada en 1948 había resultado insuficiente (Gráfico 2.17). En el primer semestre del año se relajaron los controles a las importaciones, pero tocó reforzarlos en el segundo, debido a la debilidad temporal del precio del café, sin que estas medidas hubieran sido efectivas (Gráfico 2.18); se habían otorgado muchas licencias de importación y algunas no se habían utilizado por contar con amplios plazos de vencimiento<sup>19</sup>. Las buenas noticias sobre el precio del café, que continuó subiendo en 1951, se complementaron con la firma de acuerdos con los bancos extranjeros para regularizar el servicio de la deuda externa adquirida por algunos municipios y departamentos en los años 1920, mediante la aprobación de créditos con el Export-Import Bank de Estados Unidos y del Banco Mundial (Avella, 2016, p. 453).

En el plano político la situación continuaba tensa. La primera mitad de la década del cincuenta fue muy convulsionada en la política y en el orden público. El Congreso estuvo cerrado. El presidente Laureano Gómez, quien se posesionó en 1950 bajo el régimen del Estado de Sitio, buscó reformar la Constitución y convocó a una Asamblea Nacional Constituyente que no alcanzó a reunirse durante su mandato, debido al golpe militar del 13 de junio de 1953. La violencia partidista se intensificó desde finales de los años 1940, la cual dejó un alto

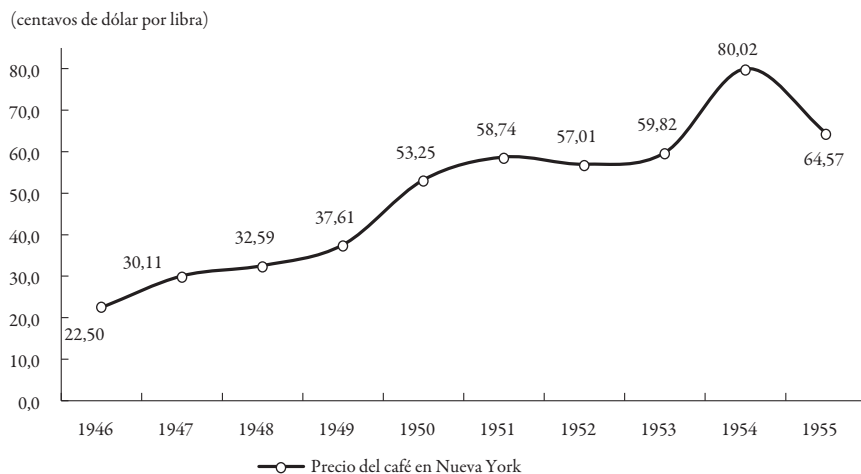
<sup>19</sup> Las diferencias con el FMI continuaron por las incoherencias de las tasas cruzadas entre monedas a las cuales daba lugar el sistema cambiario y el relajamiento de los controles a las importaciones.

**GRÁFICO 2.17**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE**  
**1946-1955**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.18**  
**PRECIO DEL CAFÉ**  
**1946-1955**



Fuente: elaboración de los autores.

número de muertos. Paradójicamente en estos años la economía se expandió por la extraordinaria elevación del precio internacional del café a partir de 1950, que alcanzó un pico de USD 0,80 por libra en 1954, el doble del registrado en 1949<sup>20</sup>.

En 1950 se adoptó un nuevo arancel aduanero que acogió las nuevas clasificaciones arancelarias derivadas de lo pactado en el Acuerdo General de Comercio y Tarifas (*General Agreement of Trade and Tariffs* [GATT]) y transformó una parte de las tarifas específicas en tarifas *ad valorem*. De acuerdo con Fuentes y Villaveces (1976), esta estructura arancelaria favoreció a la industria y promovió la sustitución de importaciones al establecer tasas altas para los bienes finales y bajas para los intermedios y los bienes de capital. El arancel de 1950 dio lugar a mayores recaudos y aumentó los ingresos del Gobierno Nacional (Fuentes y Villaveces, 1976, p. 90).

Previa consulta con el FMI, el gobierno de Laureano Gómez llevó a cabo una reforma del sistema cambiario mediante la expedición de un decreto legislativo<sup>21</sup>. Devaluó la moneda fijando la tasa de cambio en COP 2,50 por dólar y dispuso que el Banco de la República compraría el 75 % de las divisas provenientes de las exportaciones de café al cambio vigente de COP 1,95 por dólar y el 25 % al cambio de COP 2,50 por dólar señalado por la Junta Directiva del Banco de la República (Avella, 2016, p. 456)<sup>22</sup>. Se eliminaron los certificados de cambio, con lo cual no había una tasa de cambio fluctuante<sup>23</sup>. Se eliminó el impuesto de giro, se simplificaron en gran parte los controles al comercio exterior con la abolición de los cupos para las importaciones y se mantuvo únicamente la lista de prohibida importación.

Para Carlos Díaz-Alejandro (1972), la devaluación de 1951 fue la más “silenciosa e inesperada de la posguerra” y contribuyó a que “los primeros años de la posguerra hasta 1954 fueran una época de prosperidad” (p. 135). Al mismo tiempo, se modificaron las instituciones del control de cambios y se creó una Oficina de Registro de Importaciones en el Banco de la República y una Junta de Regulación de Cambios, para proponerle al Emisor posibles modificaciones futuras en el tipo de cambio.

<sup>20</sup> En 1949 el precio había sido de USD 0,38 por libra.

<sup>21</sup> Decreto-Ley 637 de 1951. En el artículo primero se declaraban libres las exportaciones y las importaciones, con excepción de aquellas que determinara el Gobierno (listas de prohibida importación). Estas listas se mantendrían hasta los años 1960, pero sus componentes variaban dependiendo de la disponibilidad de divisas. En el artículo 2 se creaba la Junta Reguladora de Cambios compuesta por el ministro de Hacienda, el ministro de Agricultura, el gerente del Banco de la República y el gerente de la Federación Nacional de Cafeteros.

<sup>22</sup> Las autoridades esperaban que, siguiendo los lineamientos del Fondo Monetario Internacional, pudiera obtenerse un crédito por USD 25 millones, que nunca se concretó.

<sup>23</sup> Al eliminarse el tipo de cambio fluctuante la tasa de cambio aplicable a las exportaciones menores se redujo.

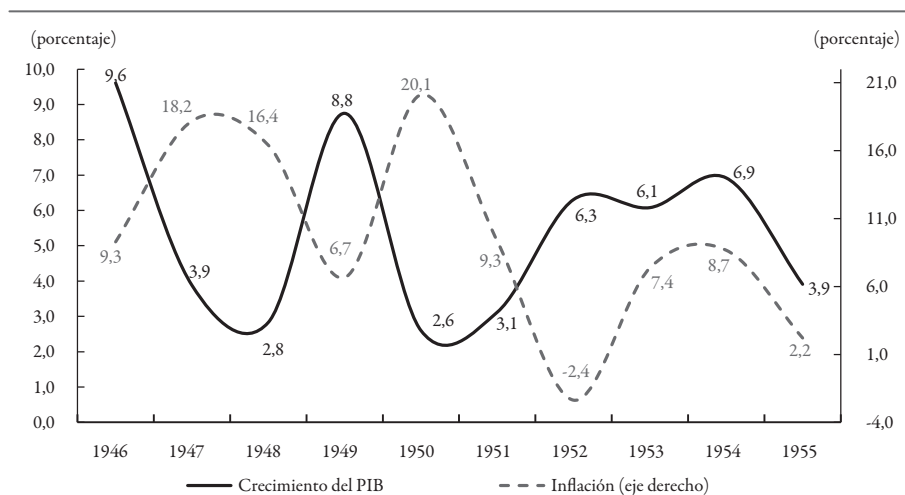
La prioridad otorgada al *fomento* para impulsar el desarrollo económico condujo igualmente a una importante reforma financiera en 1951, que venía estudiándose desde el gobierno anterior y que había avanzado hasta la presentación al Congreso de un proyecto de ley en 1949, que no llegó a tramitarse. Para las autoridades los sistemas vigentes de control monetario y de crédito no eran los más apropiados para corregir los desajustes que se presentaban en estos frentes, particularmente los procesos inflacionarios. El único instrumento de control monetario era la tasa de redescuento mediante la cual se regulaba el crédito a los bancos comerciales, pues la fijación del encaje continuaba siendo atribución del Congreso.

La reforma, ejecutada mediante el Decreto Legislativo 756 de 1951, rompió con la ortodoxia vigente desde 1923, cuando se fundó el Banco de la República. Se basó en las recomendaciones de dos funcionarios del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, los señores Richard Grove y Gerald Alter. Entre sus recomendaciones más importantes se contaban las de dotar al Banco Central de nuevos instrumentos para regular la oferta monetaria y la de autorizar la canalización de crédito por medio de la banca con destino a la inversión en los sectores productivos, la agricultura y la industria en particular, con el fin de promover su crecimiento y el desarrollo económico, ante la ausencia de un mercado financiero de largo plazo. Específicamente, se propuso que el Banco de la República tuviera la facultad de fijar el encaje y pudiera además establecer topes a los redescuentos y a la cartera de los bancos comerciales. Adicionalmente, en los primeros años de la década se creó un conjunto de entidades financieras estatales como el Banco Popular, el Banco Cafetero y el Banco Ganadero.

El ritmo de crecimiento económico se aceleró entre 1950 y 1952 cuando este se elevó a 6,3 % (Gráfico 2.17). A finales de este año y principios de 1953 el ambiente era de optimismo sobre el futuro de la economía por el favorable desempeño del sector externo. Las reservas internacionales aumentaron y el precio del café en Nueva York se acercaba a los USD 0,60 por libra (Gráfico 2.18). La industria manufacturera se encontraba en expansión debido a la política de sustitución de importaciones. De hecho, entre 1950 y 1955 la tasa promedio de crecimiento de la industria fue del 7 % anual y la participación de la producción industrial en el PIB y del empleo en la industria fueron crecientes durante toda la década. A su turno, la tasa anual promedio de la agricultura fue del 3,2 %, la inflación promedió el 5 % anual entre 1951 y 1955, y fue incluso negativa, 2,4 %, en 1952 (Gráfico 2.19). Para contrarrestar las presiones inflacionarias comenzaron a utilizarse tanto el redescuento como el encaje. Al comienzo de 1954 se

eliminó la lista de prohibida importación y se reemplazó por un impuesto del 40 % sobre la compra de los bienes incluidos en ella, especialmente los que se consideraban suntuarios.

**GRÁFICO 2.19**  
**CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN**  
**1946-1955**



Fuente: elaboración de los autores.

Entre la primera y la segunda mitad de la década tuvo lugar la dictadura del general Gustavo Rojas Pinilla (1953-1957); la institucionalidad se debilitó y el ambiente político se enrareció aún más. En el primer trimestre de 1954, el precio del café en Nueva York alcanzó USD 0,82 por libra debido a una helada en los cafetales brasileños en el año anterior, lo cual incidió para que la participación del grano colombiano en el mercado mundial subiera de 15,5 % en 1950 a cerca de 20 % en 1954. Las reservas internacionales se elevaron en junio de 1954 a USD 265 millones, 42 % por encima de las de junio del año anterior, y en diciembre de 1954 a USD 270 millones, el nivel más alto en toda la serie de activos externos del Banco de la República entre 1946 y 1962. Fue tal el optimismo sobre el futuro del país que se llegó a proponer una reforma del sistema de cambios para reducir el precio del dólar, opción que rechazó enfáticamente el gerente del Banco (Avella, 2016, p. 460).

En el segundo semestre de 1954, la situación externa cambió drásticamente (Cuadro 2.5). El mercado del café se desestabilizó cuando Brasil redujo el precio mínimo de exportación a USD 0,64 por libra. La tendencia a la baja se acentuó en el último trimestre del año y las reservas internacionales comenzaron a bajar, entre otras razones por haberse acelerado el pago de la deuda externa contratada para financiar importaciones cuyo pago se había represado, lo cual llevó a que el Banco de la República solicitara un crédito al FMI por la suma de USD 25 millones, equivalente al 50 % de la cuota colombiana, bajo un programa *stand by* (Avella, 2016, p. 462)<sup>24</sup>. En 1954 las autoridades se vieron obligadas a restablecer los controles a las importaciones de manera estricta y no se consideró la posibilidad de una nueva devaluación del peso.

A lo largo de 1955, la inestabilidad cafetera se agudizó. Entre el 12 de febrero y el 5 de marzo se cerraron los registros de importación y se reinstauraron los tipos de cambio múltiples clasificando las importaciones en cinco grupos (Avella, 2016, p. 463)<sup>25</sup>. Revivió, además, el impuesto de timbre en el pago de importaciones de acuerdo con su necesidad. Nuevamente se estableció una tasa de cambio para las exportaciones menores, los ingresos de capital, algunos servicios y el pago de ciertas importaciones reembolsables.

A pesar de las medidas adoptadas en febrero, no se detuvo la pérdida de reservas internacionales (Cuadro 2.4); por el contrario, se aceleró y el desequilibrio en la balanza de pagos se acentuó. Aunque la situación cambiaria se hizo muy compleja, en mayo de 1955 se decidió no devaluar el peso sino mantener la tasa oficial en COP 2,50 por dólar, abrir la posibilidad de un dólar *libre* para los importadores y “establecer varias tasas de cambio para la compra y la venta de dólares, además de intrincadas restricciones y limitaciones administrativas” (Wiesner, 1978, pp. 173-174)<sup>26</sup>. La tasa *libre*, por ejemplo, aplicaba para el reintegro de las exportaciones menores y para la compra de divisas destinadas al pago de las importaciones

<sup>24</sup> Avella cita la opinión del gerente del Banco de la República sobre esta operación con el FMI en enero de 1955, cuando escribió que, “contando especialmente con tal disponibilidad adicional, el Banco de la República pudo hacer frente, sin menoscabar el nivel prudencial de sus reservas, a la venta de divisas extranjeras autorizadas por la Oficina de Registro de Cambios para los reembolsos pendientes por pago de importaciones”. Sin embargo, en la historia de las operaciones acordadas entre el Banco de la República y el Fondo Monetario Internacional esta transacción no aparece registrada (*véase* FMI, 2022).

<sup>25</sup> Un grupo preferencial con un impuesto de timbre de 3 y los otros cuatro con tasas crecientes de 10 %, 30 %, 8 % y 100 % respectivamente. Igualmente, los depósitos previos se escalonaron entre 20 y 60 % según el grupo.

<sup>26</sup> En mayo de 1955 se eliminó, además, la Oficina de Registros de Cambio.

no esenciales y los servicios. La tasa *libre* comenzó entonces a devaluarse, al oscilar entre COP 4,0 y COP 5,0 por dólar en el segundo semestre de 1955.

**CUADRO 2.4**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1946-1955**

AÑO	(1) TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	(2) ITCR (1994 = 100)	(3) CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	(4) RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	(5) CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	(6) INFLACIÓN (PORCENTAJE)	(7) PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	(8) BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	(9) SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	(10) IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1946	1,751	42,07	9,61	176,00	-1,20	9,29	22,50	-11,03	-10,17	235,90
1947	1,755	40,79	3,88	124,00	-3,03	18,19	30,11	-21,29	-16,00	370,20
1948	1,761	37,81	2,83	96,00	-0,52	16,41	32,59	-12,00	-18,67	335,00
1949	1,960	38,99	8,75	123,00	2,30	6,66	37,61	-5,88	-13,40	271,50
1950	1,960	32,85	2,60	113,00	0,71	20,12	53,25	53,79	26,85	362,80
1951	2,390	39,40	3,12	138,00	1,57	9,34	58,74	47,75	60,88	419,10
1952	2,510	43,33	6,31	167,00	1,68	-2,37	57,01	24,13	60,67	416,30
1953	2,510	40,78	6,08	203,00	1,30	7,37	59,82	-15,30	21,03	540,00
1954	2,510	37,73	6,92	270,00	-0,10	8,67	80,02	177,28	224,08	645,00
1955	2,510	36,72	3,91	153,00	-1,40	2,21	64,57	-179,58	33,00	621,50

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Reservas internacionales brutas reportadas por el Banco de la República a diciembre de cada año.

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se empalmaron las siguientes series: 1946-1954: Pmatycv; 1955-1967: inflación del IPC (DANE, 2022).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

En junio de 1955 se cerraron nuevamente por unos días los registros de importación y se hicieron apremiantes las dificultades con el crédito de los proveedores comerciales por el retraso en los pagos. A fines de ese mes, el Gobierno colombiano, a través del Banco de la República, solicitó una misión del FMI, la cual,

en su informe, identificó que “el déficit de la cuenta corriente había desmejorado y recomendó hacer ajustes al sistema cambiario y depreciar la tasa de cambio a COP 4,0 por dólar, o mayor”; sugirió, igualmente, que el Banco limitara la expansión de crédito al Gobierno (Junguito-Bonnet, 2017a, p. 573). Aunque las autoridades tenían interés en obtener un crédito del Fondo Monetario de USD 25 millones, que podría lograrse si se adoptaban las recomendaciones de la misión, en esta oportunidad tampoco se intentó el acceso al organismo.

## 2.7 1956-1962: AJUSTE EXITOSO Y NUEVA CRISIS CAMBIARIA

El atraso en los pagos de la deuda externa comercial por concepto de la financiación de las importaciones obligó tanto al Gobierno como al Banco de la República a negociar con la banca extranjera para normalizarlos. La deuda vencida total se estimó inicialmente en USD 264 millones al corte del 30 de junio de 1956, sin incluir “compromisos que no constan aún en las solicitudes de cambio”, según indicaba el gerente del Banco de la República en las notas editoriales de la *Revista del Banco de la República* en agosto (Avella, 2016, p. 468).

Solamente a principios de 1957 se llegó a un acuerdo con los bancos sobre estos compromisos que se conoció como el *acuerdo 60-40*, porque se negoció cancelar el 60 % del saldo en efectivo y el 40 % en títulos de deuda con un interés del 4 % anual y un plazo de treinta meses, pero el monto no incluyó los giros pendientes de pago, ni la deuda comercial acumulada después del 31 de diciembre de 1956. Colombia, mientras tanto, continuaba recibiendo préstamos del Banco Mundial para inversión en infraestructura de transporte, especialmente en carreteras. De hecho, para 1956 el país era el principal receptor del crédito del Banco Mundial para carreteras; en ese año extendió préstamos por USD 16,5 millones. Entre 1951 y 1956, la entidad otorgó a Colombia préstamos por USD 47,35 millones, suma que en 1956 representaba cerca del 42 % del crédito del Banco a países de América Latina con ese propósito (Avella, 2016, p. 467). Era la consecuencia de la relación cercana entre Colombia y el Banco Mundial desde 1949, cuando el Banco envió la primera misión a país alguno a Colombia, para estudiar su economía y las alternativas para su desarrollo, y recomendó otorgar prioridad a la inversión pública en la infraestructura de transportes y el mejoramiento de la educación.

A todas estas, la presión cambiaria se mantuvo en 1956, lo que acrecentaba las expectativas de devaluación del peso por cuanto la diferencia entre la cotización

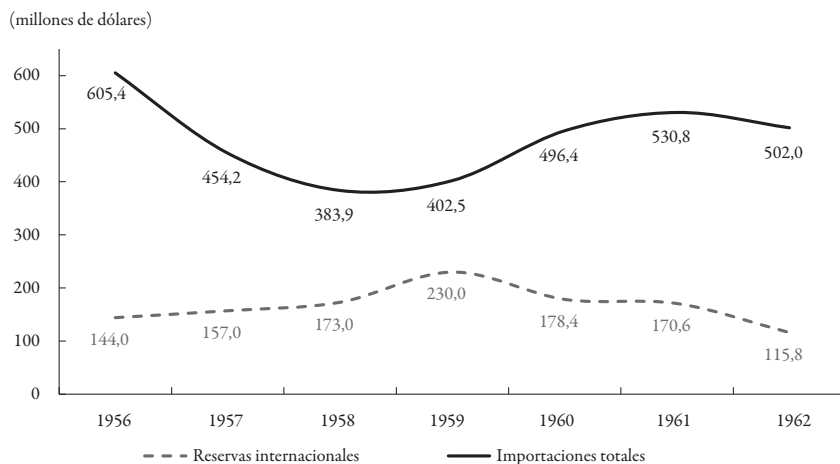
del dólar libre y la tasa oficial se amplió considerablemente en el segundo semestre, aunque el Gobierno se mantuvo firme en su posición de no alterar el tipo de COP 2,50 por dólar. Se evidenció, además, que los registros de las importaciones no reembolsables y las efectuadas por el mercado libre eran el 25 % de las totales (en 1957 llegarían a ser el 30 %). En noviembre, mediante un decreto, creó los *títulos de divisas*, de obligada adquisición por parte de los exportadores, quienes hasta ese momento podían vender libremente los dólares. En ese mismo mes se elevó la suma que los exportadores cafeteros debían reintegrar al país y se acordó pagar una parte a la tasa oficial y otra en *títulos de divisas*.

A fines de 1956 era evidente la imposibilidad de mantener el precio oficial del dólar en COP 2,50 con todo el andamiaje de controles, restricciones y trámites administrativos que se suponía evitaban la devaluación (Gráfico 2.20). Como escribe Eduardo Wiesner (1978), en febrero de 1957 la “devaluación probablemente llegaba a cerca del 100 %, a juzgar por la opción que en ese mes dio el Banco de la República a los importadores para pagar su deuda externa con dólares vendidos a COP 4,95” (p. 175). Era evidente, además, el desgaste de las autoridades en el manejo económico y la no sostenibilidad del tipo oficial de cambio (Gráfico 2.21). El ritmo de crecimiento se había reducido sustancialmente: en los tres años transcurridos entre 1955 y 1957 el PIB se incrementó solamente en 3 % por año –cuando la población crecía a una tasa mayor– muy por debajo de la expansión de la economía registrada en la primera mitad de la década. El Gobierno y el sector privado se estaban financiando principalmente con crédito del Banco de la República. De acuerdo con un estudio posterior, “los exagerados gastos presupuestales y los déficits de la balanza de pagos en Colombia en los años cincuenta eran extraordinarios para los estándares colombianos de ese tiempo” (Garritsen de Vries, 1987, p. 72).

Cuando el 10 de mayo de 1957 dejó la presidencia el general Rojas Pinilla y fue reemplazado por una Junta Militar de Gobierno de cinco miembros, la situación económica era crítica<sup>27</sup>. El precio del café había bajado en los primeros meses del año, las reservas en 1956 habían llegado a su nivel más bajo desde 1952 y las autoridades se alarmaron cuando, al revisar el atraso de los pagos de la deuda externa,

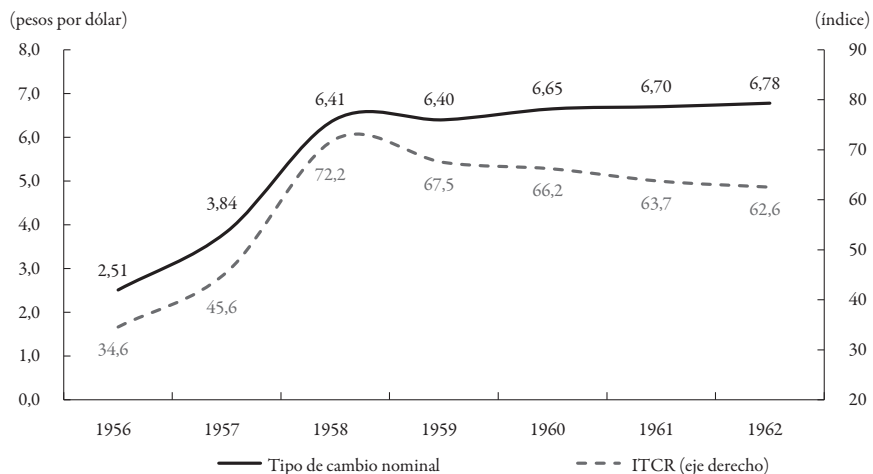
<sup>27</sup> Las actas de la Junta Directiva del Banco de la República relatan el episodio que le costó el cargo de gerente del Banco al doctor Carlos Mario Londoño, quien entregó USD 15.000 de las reservas internacionales al general Rojas Pinilla para que pudiera salir del país e instalarse en el exterior. Aunque estos recursos fueron reembolsados al Banco por la Caja de Pensiones del Ejército, el hecho no dejó bien parado al gerente, quien fue reemplazado por el doctor Ignacio Copete Lizarralde (Actas de la Junta Directiva, 1957).

**GRÁFICO 2.20**  
**RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES**  
**1956-1962**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.21**  
**EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1956-1962**



Fuente: elaboración de los autores.

encontraron que el monto no era de USD 264 millones, como se había publicado previamente, sino de USD 490 millones. Para el nuevo ministro de Hacienda, Antonio Álvarez Restrepo, en términos cambiarios se estaba viviendo una *situación irreal*, que la devaluación del peso ya había sido gestada por las fuerzas del mercado y que la tasa de COP 2,50 por dólar era una simple *ilusión* (Avella, 2016, pp. 470-471).

La magnitud del desequilibrio externo obligaba al nuevo gobierno a obtener crédito externo, a poner en marcha un fuerte proceso de ajuste macroeconómico y a acudir nuevamente al FMI. Como en efecto lo hizo. El Gobierno preparó un programa de estabilización que sirvió de base para firmar un acuerdo de *stand by* con el Fondo (Junguito-Bonnet, 2017b)<sup>28</sup>. Este fue el primer programa, firmado por un año el 19 de junio de 1957 con un desembolso de USD 25 millones. Al cabo del año el acuerdo se renovó por otros doce meses<sup>29</sup>.

En desarrollo del programa, el 17 de junio de 1957 se introdujo una nueva reforma del sistema cambiario: se estableció un régimen de libre cambio en el cual coexistirían dos mercados de tasa flexible, el de *certificados* y el de *capitales*. Por el primero se canalizarían todas las transacciones de importación y exportación de productos y las de capital petrolero y la industria minera, los pagos de deuda externa, los servicios oficiales, los fletes y otros rubros específicamente autorizados. Por el de capitales se moverían los ingresos y egresos por los demás conceptos<sup>30</sup>. El Banco de la República vigilaría el comportamiento ordenado con una intervención activa utilizando los recursos del Fondo de Estabilización Cambiaria (FEC)<sup>31</sup>.

Al cabo de unas pocas semanas la tasa de cambio en el mercado de certificados se estabilizó entre COP 4,80 y COP 4,85 por dólar (había tenido lugar

<sup>28</sup> De acuerdo con Roberto Junguito, el programa con el Fondo comprendía: “simplificar y mejorar la estructura de tasas de cambio creando una tasa de cambio libre y flexible además de la de los 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 trazados de las importaciones y la decisión de controlar efectivamente la inflación por medio de una política monetaria más restrictiva”.

<sup>29</sup> El Fondo Monetario Internacional le extendió tres créditos a Colombia entre 1957 y 1959. El primero por SDR 15.000 mil, que no fue utilizado; el segundo por SDR 25.000 mil, que se utilizó, y el tercero por SDR 41.250 que tampoco se desembolsó (SDR: derechos especiales de giro) (FMI, 2022).

<sup>30</sup> Carmen Astrid Romero (2006) y otros autores calificaron esta reforma como bastante liberal.

<sup>31</sup> En junio de 1957 el Banco adquirió certificados de cambio a COP 4,80 y COP 4,85 por dólar, para lo cual contaba con USD 40 millones en el FEC y con los USD 25 millones finalmente desembolsados por el FMI.

una devaluación del 92 % y el dólar libre en el mercado de capitales había llegado a cotizarse a COP 7,0 por dólar para descender después a COP 5,60. Al finalizar el año, la brecha entre las dos tasas era de COP 0,95. En términos reales la devaluación oficial de cambio no fue tan agresiva por la elevación de los precios internos, pero el índice de la tasa de cambio real se incrementó en diez puntos (Gráfico 2.21). De hecho, para Díaz-Alejandro (1972), la simplificación cambiaria condujo, de facto, a una reducción en la tasa de cambio aplicable a las exportaciones menores, en términos nominales y, sobre todo, en reales, como había sucedido también en 1951, por lo cual el sistema cambiario reflejó un sesgo antiexportador. Esto, debido al temor de las autoridades colombianas a devaluar, por lo cual se evitó elevar la tasa de cambio que se aplicaría a las exportaciones menores (p. 136)<sup>32</sup>.

Por otra parte, se reforzó el control de las importaciones, se restableció la lista de prohibida importación, se estableció la licencia previa, se introdujeron gravámenes sobre las exportaciones, se creó el impuesto sobre los giros al exterior y se elevaron los depósitos previos al 100 % (Fuentes y Villaveces, 1976)<sup>33</sup>. Para administrar los controles a las importaciones se creó la Superintendencia Nacional de Importaciones, dependiente del Ministerio de Hacienda; un cambio importante porque bajo la legislación anterior el Banco de la República tenía la responsabilidad de los controles a las compras externas. Adicionalmente, en 1958 se firmó un nuevo contrato entre el Gobierno y el Banco de la República, en el que se establecieron claramente las funciones de este último en materia cambiaria<sup>34</sup>.

En esta ocasión las autoridades acataron en mayor grado los lineamientos del FMI. El Gobierno se propuso reducir el gasto público y controlar la expansión de la oferta monetaria. La inflación, que desde finales de 1956 venía en aumento, se aceleró en el primer semestre de 1957 y cerró el año ligeramente por encima de 20 %. La Junta del Banco de la República elevó los encajes bancarios, redujo las facilidades de redescuento por parte de los bancos comerciales en el Banco de la República, e incrementó el monto de los depósitos previos de importación.

<sup>32</sup> Para Díaz-Alejandro, el comportamiento de la inflación no fue exorbitante dada la magnitud de la devaluación, lo inadecuado de las herramientas de política monetaria y el grado de ajuste que se requería.

<sup>33</sup> En el trabajo de Fuentes y Villaveces se estimó que las medidas de control de importaciones habrían incrementado el costo de importar en 103 %.

<sup>34</sup> En el nuevo contrato se determinó que el Banco de la República intervendría en el mercado de certificados de cambio y podría hacer ventas en el mercado libre o fluctuante mediante remates (Decreto 80 de 1958).

El programa económico y los recursos que desembolsó el FMI, más el hecho de que en agosto de 1958 se logró firmar un crédito con el Export-Import Bank of Estados Unidos por USD 78 millones destinado a financiar la importación de bienes esenciales, permitió cancelar una serie de obligaciones externas que estaban vencidas. Gracias a la aprobación de este préstamo, algunos bancos privados se animaron a extender créditos a Colombia por otros USD 25 millones<sup>35</sup>.

La estabilización surtió efecto. Si bien el crecimiento de la actividad productiva fue de solo 2,4 % en 1958, subió a 7,2 % en 1959; la inflación cayó a 8,1 % en 1958; se logró el equilibrio presupuestal (Gráfico 2.22); las reservas internacionales, las cuales habían bajado a USD 144 millones en 1956, subieron a USD 230 millones en 1959; y las importaciones se recuperaron en 1959, incrementándose a USD 402 millones (Cuadro 2.5)<sup>36</sup>.

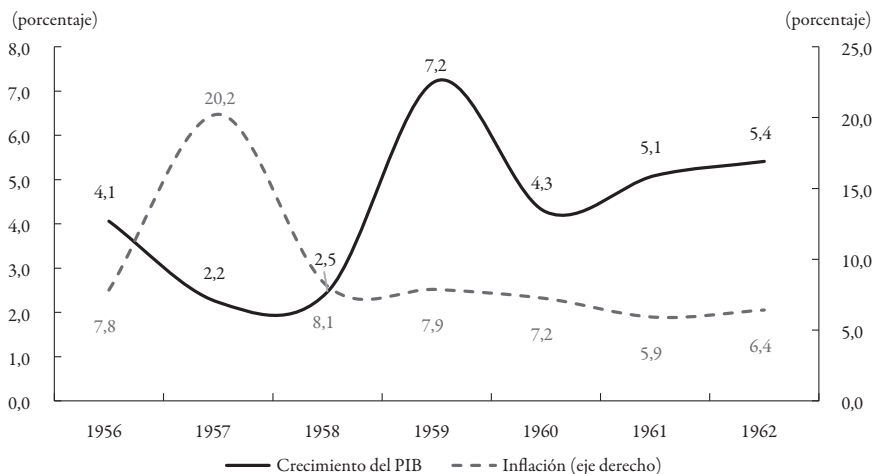
Esos resultados se alcanzaron en medio de precios del café que registraron un promedio de USD 0,45 por libra (Gráfico 2.23). La baja en el precio condujo a una nueva modificación cambiaria en marzo de 1958 (mediante el Decreto-Ley 80 de 1958 del 26 de marzo, que posteriormente, al reabrirse el Congreso el 20 de julio de 1958, se incorporaría en la Ley 1 de 1959), para que las exportaciones del grano se reintegraran a una tasa de cambio fija, ajustable de manera periódica, que se estableció en COP 6,10 por dólar y para que la retención de café se financiara con un impuesto del 10 % sobre la producción exportable del grano<sup>37</sup>. Infortunadamente la crisis cafetera forzó al Banco de la República a continuar financiando la compra y la retención de café, lo cual presionaba la inflación al alza. Sin embargo, de acuerdo con la señora Garritsen de Vries, historiadora del

<sup>35</sup> Una condición del crédito del Eximbank fue que los registros mensuales de importación no deberían sobrepasar USD 28 millones, un monto inferior al registrado en 1956 y 1957 en los que las importaciones mensuales eran superiores a USD 35 millones.

<sup>36</sup> De acuerdo con la señora Garritsen de Vries (1987), “aun cuando la devaluación del peso y los controles de importaciones contribuyeron a la corrección de la balanza de pagos, las políticas de estabilización fueron las más efectivas. Casi inmediatamente la sustancial salida de capitales que había tenido lugar antes de las medidas se frenó, especialmente en la medida en la cual los ciudadanos creyeron en la depreciación del peso y en las medidas para corregir la posición externa del país. En 1958 y 1959 el valor en dólares de las importaciones de bienes y servicios fue aproximadamente el 70 % del registrado en 1956. La reducción se logró parcialmente gracias a las restricciones de crédito al sector privado, pero, particularmente, por la fuerte devaluación de la moneda, el control estricto de las importaciones y la reducción del gasto del sector público y del déficit fiscal. La tasa de cambio en el mercado libre llegó incluso a apreciarse” (pp. 73-74).

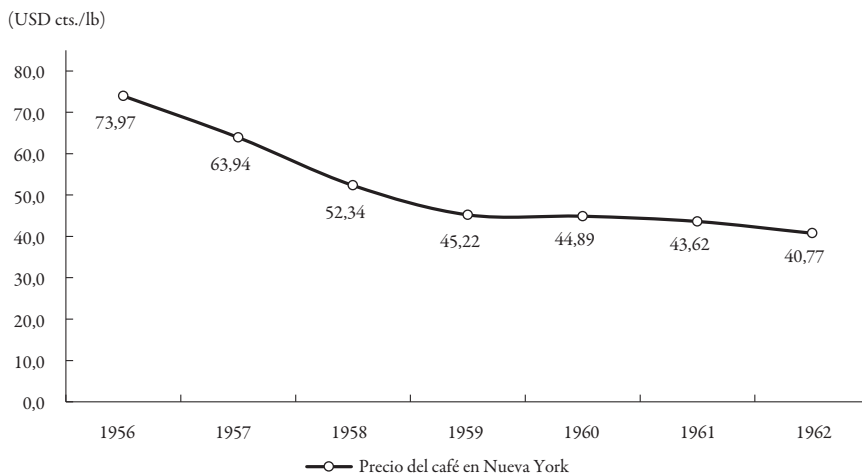
<sup>37</sup> Este decreto implicó, de acuerdo con Wiesner (1978), una devaluación “pues el precio de compra del certificado se fijó en COP 6,10, es decir una elevación de 29 % [...]. Por su parte el dólar libre fluctuó alrededor de COP 8,0 durante el segundo semestre de 1958. Para este mercado libre de capitales la devaluación fue de COP 6,10 a COP 8,0, es decir un 31 %” (p. 170).

**GRÁFICO 2.22**  
**CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN**  
**1956-1962**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.23**  
**PRECIOS DEL CAFÉ**  
**1956-1962**



Fuente: elaboración de los autores.

Fondo Monetario Internacional, “las medidas fueron exitosas. En 1957 y 1958 se registraron sustanciales superávits en la balanza de pagos y en 1959 el superávit fue aún más grande” (1987, p. 713).

El 20 de marzo de 1958 se celebraron las elecciones para la conformación del Congreso dentro del marco del acuerdo político del Frente Nacional, una vez se aprobó la reforma constitucional para darle vida, mediante el plebiscito efectuado el 1 de diciembre de 1957. El 20 de julio de 1958 se reabrió el Congreso Nacional, cerrado desde noviembre de 1949; por nueve años se había interrumpido el funcionamiento de las instituciones democráticas y los gobiernos habían legislado al amparo del Estado de Sitio. El 4 de mayo de 1958 fue elegido presidente de la República, Alberto Lleras Camargo, quien se posesionó el 7 de agosto de 1958. El gobierno de la Junta Militar había cumplido su tarea de restaurar la democracia en Colombia y entregaba el poder con una economía en recuperación frente a la crítica coyuntura que había recibido catorce meses atrás.

En septiembre de 1958 el ministro de Hacienda, Hernando Agudelo Villa, presentó al Congreso el plan de acción de la nueva administración titulado “Plataforma económica y social del primer gobierno del Frente Nacional” que contenía “una serie de principios de carácter general en el campo de la estabilidad económica y financiera, el equilibrio social y el desarrollo económico del país”, y apuntaba a implantar una “severa” política de estabilidad monetaria fiscal y cambiaría con miras a “detener la creciente devaluación de la moneda mediante la eliminación de las presiones inflacionarias que se han agudizado especialmente durante los últimos meses, debido a la crisis cafetera y a los sistemas utilizados para hacerle frente”. Adicionalmente se planteaba la necesidad de

modificar radicalmente la expansión monetaria inmoderada del Banco de la República, definiendo de manera estricta las relaciones entre aquella entidad y la Federación Nacional de Cafeteros y el Fondo Nacional del Café, en forma de evitar que continúe el proceso inflacionario registrado durante los últimos meses. (Agudelo-Villa, s. f., pp. 155-157)

Se trataba, entonces, de desligar la financiación cafetera de la política monetaria y se recomendaba que el Fondo Nacional del Café vendiera inversiones y obtuviera la liquidez que le permitiera realizar sus actividades sin depender del Banco de la República. En cuanto a la estabilidad cambiaria, la idea era mantener el sistema sobre la base del mercado de divisas para las exportaciones y las importaciones, y el mercado libre, eliminando los sistemas administrativos para la asignación de las divisas, como los cupos básicos o el control de cambios.

A su vez, según Agudelo-Villa (s. f.), se buscaba contar con lo siguiente: “una lista de prohibida importación que comprenda todos los artículos que producimos o estamos en camino de producir en el inmediato futuro, y de una lista de libre que incluya los artículos esenciales que no producimos” (p. 159).

Tal vez, por primera vez un ministro de Hacienda se refería a la interacción de la política monetaria, la fiscal y la balanza de pagos, y, específicamente, con el comportamiento de la tasa de cambio. En el pasado, en general, no se vinculaba la expansión monetaria ni la fiscal con la demanda de dólares para efectuar giros al exterior, a pesar de las alertas frecuentes del gerente del Banco de la República en las notas editoriales de la *Revista*. Las políticas de estabilización resultaban entonces fallidas, por cuanto el Banco de la República continuaba extendiendo crédito al Gobierno, a la Federación Nacional de Cafeteros y al sector productivo<sup>38</sup>.

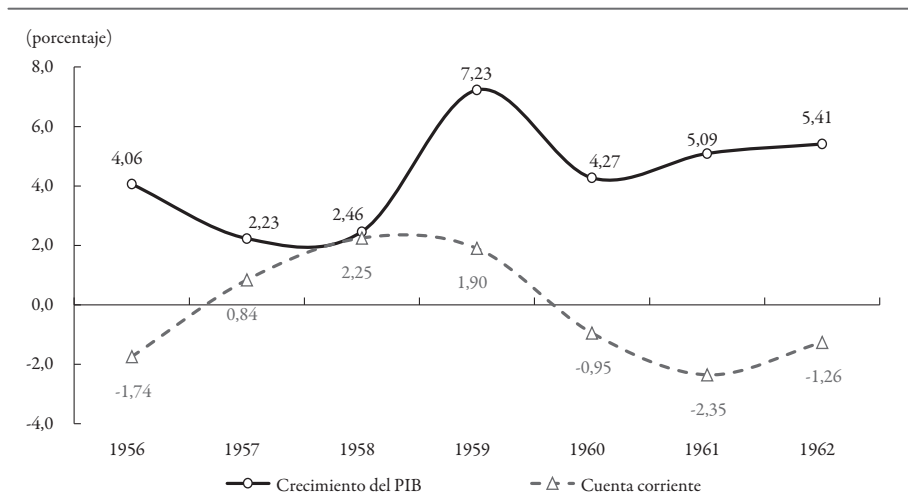
Obtener crédito externo y asistencia financiera internacional era un elemento crítico dentro del modelo de crecimiento económico. Era claro “que el país tenía un problema cambiario estructural. La industrialización requería la importación de insumos para la industria y la agricultura, y las exportaciones no crecían a un ritmo suficiente para el suministro de las importaciones que se demandaban” (Urrutia, 2012, p. 243). Los modelos en boga era los llamados de “dos brechas”: la de las divisas y la del ahorro. Se requería generar divisas y aumentar el ahorro. Las deficiencias de este último se suplían con la ayuda internacional porque no eran evidentes las políticas locales para aumentar el ahorro. A su turno, “el déficit de la balanza de pagos era estructural porque, una vez aumentaba la inversión, la demanda de importaciones crecía más que proporcionalmente y se volvía efectiva nuevamente la barrera de la falta de divisas” (Avella, 2016, p. 243)

Aunque en 1958 el crecimiento económico solamente registró una ligera recuperación frente a 1957, de por sí bajo, al finalizar el año se respiraba optimismo (Gráfico 2.24). En gran parte porque se había obtenido una importante suma de créditos externos con el Export-Import Bank de Estados Unidos y con la banca comercial (USD 103 millones); se continuaba poniendo al día el pago de la deuda externa atrasada; y las reservas internacionales habían aumentado. Al final del

<sup>38</sup> El Banco de la República, por ejemplo, extendió crédito para la construcción de la planta de Acerías Paz del Río en Boyacá. Por eso, en la declaración del ministro Agudelo Villa se propone “reglamentar los cupos de redescuento del Banco de la República, especialmente para entidades como Acerías Paz del Río, Banco Popular, y almacenes de depósito, que están determinando nuevas y peligrosas presiones inflacionarias”, (Avella, 2016, p. 527).

año la tasa de cambio había llegado a COP 6,40 por dólar. El compromiso de Colombia era mantener la política de estabilización adoptada desde 1957, lo cual facilitó la renovación del programa con el Fondo Monetario Internacional por otro año, sin que se hubieran desembolsado los USD 15 millones acordados.

**GRÁFICO 2.24**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE**  
**1956-1962**



Fuente: elaboración de los autores.

Las perspectivas para 1959 no eran las mejores por la crisis en el mercado del café, lo cual implicaba, nuevamente, estrechez de divisas e importaciones limitadas. A pesar de los esfuerzos para controlar la oferta de los cafés de América Latina que se habían concretado en la firma del Convenio de México en octubre de 1957 para retener el café y contener la baja del precio –lo cual implicaba la obtención de recursos para financiar la retención en Colombia y la conformación del Grupo de Estudio del Café en mayo de 1958, que dio lugar a la firma del Convenio Latinoamericano del Café en septiembre de 1958–, la oferta mundial del grano continuaba en aumento y los precios se estabilizaban en niveles muy bajos (Avella, p. 425). Iba a ser necesario esperar hasta julio de 1962 para lograr el acuerdo entre productores y consumidores para regular la oferta de café en el mundo mediante la fijación periódica de cuotas de exportación.

En 1959 se dinamizó el ritmo de crecimiento y, a pesar del bajo precio del café, se mantuvo la estabilidad de la tasa de cambio y las reservas internacionales aumentaron 33 %. La Ley 1 del mismo año incorporó lo dispuesto por el Decreto 080 de 1958. El precio del certificado para compra se mantuvo en COP 6,10 por dólar y para venta en COP 6,40 por dólar. El dólar libre se cotizó alrededor de COP 8,0 por dólar en la primera mitad del año y en diciembre bajó hasta COP 7,0 por dólar. Sin embargo, en el primer trimestre de 1960 la tasa de venta del certificado en remates públicos se elevó hasta COP 6,70, por lo cual en mayo de 1960 el Banco subió el precio de compra a COP 6,50 por dólar y de venta a COP 6,70 por dólar. Tuvo lugar, entonces, una nueva devaluación oficial de la moneda. Es interesante el comentario de Eduardo Wiesner (1978) en el sentido de que, a mediados de 1960, se comenzó a experimentar con devaluaciones mínimas del certificado pero que “esta acertada política del entonces ministro Agudelo Villa lamentablemente no encontró apoyo político y tuvo que ser suspendida. La tasa de cambio se ‘congeló’ en COP 6,70 y así se mantuvo hasta septiembre de 1962 cuando fue elevada a COP 9,00” (Wiesner, 1978, p. 180).

El crédito externo fue clave nuevamente para la estabilidad cambiaria, lo mismo que la colaboración del FMI, pues se acordó una tercera línea de crédito *stand by* por USD 41,25 millones, que estuvo vigente entre octubre de 1959 y octubre de 1960, sin que estos recursos hubieran sido utilizados. Sin embargo, para Roberto Junguito-Bonnet, “las relaciones con el Fondo 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” (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 575)

Aunque el Fondo reconoció que el Gobierno en 1958-1959 había corregido el desequilibrio de la balanza de pagos, también era de la opinión de que había realizado cambios de envergadura en el sistema cambiario que daban lugar a “una proliferación de las 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”. Entre dichos cambios se mencionaron:

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 de 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 las divisas destinadas al pago de seguros y fletes, además de varios

cambios en el sistema de control de importaciones, sobre todo en los casos de acuerdos bilaterales de comercio. (Junguito-Bonnet, 2017b p. 575)

Por otra parte, en las consultas con las autoridades, los funcionarios del Fondo fueron críticos de la “laxitud de la política monetaria en esos años y atribuí[n] a esto la gestación de presiones inflacionarias superiores al 15 % anual” (p. 575).

Mediante el Decreto 1345 de 1959, el Gobierno adoptó un nuevo arancel más orientado que el anterior a la sustitución de importaciones, “limitada por la escasez de divisas”; así se reflejaba la influencia de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal). Se terminó de uniformar el régimen tarifario al generalizar las tarifas *ad valorem* en la totalidad del universo arancelario, puesto que muchas de las tarifas específicas que aún existían se habían erosionado debido a la inflación.

[La sustitución] pretendía orientar la composición de las importaciones hacia los bienes intermedios, reduciendo al mínimo las de consumo y restringiendo las de capital a aquellas necesarias para producir algunos bienes intermedios que anteriormente se importaban. Por lo demás y para no desproteger la agricultura, los insumos para el sector continuaron siendo importados libremente y con tarifas bajas. El nuevo arancel se caracterizó por su alto nivel, una dispersión considerable de las tarifas y una mayor generación de ingresos para el fisco. (Fuente y Villaveces, 1976, p. 91)

En 1960 la economía comenzó a perder la estabilidad que había ganado en los últimos dos años. Volvieron los desequilibrios tanto de la balanza de pagos como de las finanzas públicas. El precio del café continuó a la baja y fue afectado por la incertidumbre con respecto al volumen de la cosecha cafetera, que se preveía muy alta. Como reacción, los importadores buscaron aprovisionarse de productos y aumentar sus inventarios. Las reservas internacionales cayeron, por lo que en 1961 se optó por restringir, nuevamente, los cupos de importación. La Junta del Banco elevó el tipo de cambio para los reintegros de café, banano, cueros y metales preciosos a COP 6,50 por dólar cuando en la Ley 1 de 1959 se había fijado en COP 6,10. El propósito fue compensar al productor cafetero por la pérdida de su capacidad adquisitiva debido a la baja del precio internacional y a la inflación interna. La expansión de los medios de pago fue de 10,4 % en 1960 y de 24,6 % en 1961.

En octubre de 1960 concluyeron las negociaciones de un nuevo acuerdo de *stand by* con el FMI que contempló un préstamo de USD 75 millones y un término de

doce meses<sup>39</sup>. El objeto del crédito era moderar las fluctuaciones temporales del mercado cambiario originadas en factores estacionales y de corto plazo.

Con la abundante financiación que recibió Colombia entre 1959 y 1960, no sorprende que la tasa de cambio se hubiera mantenido relativamente estable. En la Memoria del ministro Agudelo Villa de 1961, a su retiro del Ministerio de Hacienda, en noviembre de dicho año, se informa que gracias a la autorización de la Ley 1 de 1959, el Gobierno obtuvo créditos por la suma de USD 215,1 millones destinados en su mayor parte a “impulsar, como no se había logrado en época anterior alguna, el desarrollo económico y los planes de bienestar social de la nación” y que a esa cifra debería “Agregarse los USD 75 millones del *stand by* contratado con el Fondo Monetario Internacional, de los cuales el país había utilizado ya USD 65 millones para su política de equilibrio cambiario” (Agudelo-Villa, 1960, pp. 172-173).

Concluye que

en dos años, Colombia contrató empréstitos externos para impulsar su desarrollo económico y social, y para su estabilidad económica por valor de USD 290 millones. Lo cual es superior a los empréstitos obtenidos por gobierno alguno durante la historia de la Nación (Agudelo-Villa, 1960, pp. 172-173).

El énfasis en la estabilidad macroeconómica cedió ante la prioridad otorgada al *fomento* y al *desarrollo*. A nivel político fue generalizándose el comentario de que por estar concentrados en la estabilidad macroeconómica se estaban dejando de lado las políticas enfocadas al desarrollo, en boga por esos días por los programas de asistencia financiera para el desarrollo, como la Alianza para el Progreso, del cual Colombia, en cabeza del presidente Lleras Camargo, fue promotor en América Latina<sup>40</sup>.

<sup>39</sup> En 1960, Colombia suscribió un nuevo acuerdo de *stand by* con el FMI por SDR 75.000 de los cuales desembolsó SDR 65.000. En 1962 firmaría otro acuerdo *stand by* por SDR 10.000 de los cuales desembolsó SDR 7.500 millones.

<sup>40</sup> Entre el presidente Lleras Camargo y el presidente John F. Kennedy se estableció una relación política y personal estrecha para sacar adelante la Alianza para el Progreso. Colombia fue beneficiario importante del programa en los años sesenta. El presidente Kennedy visitó Bogotá el 17 de diciembre de 1961 invitado por Lleras para tratar personalmente el “problema de Cuba”.

En un documento de febrero de 1960, el Gobierno se impuso la meta de un crecimiento económico anual del 5% y, en relación con la política monetaria planteó, entre otros objetivos,

regular el crecimiento de los medios de pago de acuerdo con el aumento real de la producción nacional [...] y sostener la política de destinar en mayor proporción los encajes adicionales y los cupos de redescuento de las entidades bancarias hacia las inversiones productivas y los sistemas de financiación de materias primas con base en bonos de prenda de los almacenes generales de depósito; [...] igualmente, el Gobierno mantendrá estrecha vigilancia para que se cumplan las obligaciones de inversión impuestas por la Ley 26 de 1959 sobre fomento agrícola y ganadero y estimulará la aplicación de estatutos como el Decreto 384 de 1950 sobre otorgamiento de crédito a mediano plazo para la producción nacional (“Desarrollo económico y bienestar social”, citado por Avella, 2016, p. 529).

Para mediados de 1961 era claro, y así lo informó la *Revista del Banco de la República*, que la política monetaria era de expansión. En mayo de dicho año se comentaba que las autoridades monetarias preveían para el resto del año

una apreciable expansión de los medios de pago, originada en los créditos que el Banco de la República ha otorgado y deberá seguir otorgando al Gobierno Nacional para cubrir un posible déficit presupuestal, como para atender gastos urgentes dirigidos a la pacificación del país, para lo que no existía apropiación. (Banco de la República, 1961, p. 579)

Y añadía: “Por su parte la Federación Nacional de Cafeteros, con el apoyo del Banco de la República, deberá intensificar unas intervenciones en el mercado interno del grano” (Banco de la República, 1961, p. 580).

La política económica cambió a los dos años de iniciarse el gobierno de Lleras Camargo. Así lo confirmó el mismo presidente a mediados de 1961 cuando afirmó lo siguiente:

Ya lo dije en reciente discurso de Puerto Berrío, pero juzgo necesario repetirlo, que el Gobierno con cada uno de estos pasos está demostrando que no defiende la estabilidad como una meta en sí misma, ni como programa para mantener el país paralizado en su deficiente desarrollo actual. Hemos superado muchas etapas en que fue necesario proceder con vigor para realizar los ajustes indispensables y sin que hayamos adoptado una política inflacionaria, estamos comprometidos ya con un plan de desarrollo que no podrá menos que producir una expansión considerable a medida que se ejecute el

presupuesto y se vayan incorporando los préstamos externos. (Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, julio 1961, p. 855).

Unos meses más tarde, Misael Pastrana Borrero, quien había reemplazado a Hernando Agudelo Villa en la cartera de Hacienda, ratificaba el planteamiento del presidente y sostenía lo siguiente:

la política monetaria juega un papel importantísimo como efectivo instrumento de estabilización y al mismo tiempo como factor de desenvolvimiento [...]. En el manejo de las incidencias de la moneda y el crédito hay que tener cuidado sumo, porque una acción restrictiva puede reflejarse aun en el desánimo de la producción y en fenómenos de desempleo que es preciso establecer y, por el contrario, la expansión desordenada puede provocar más quebrantamientos de precios que mejoras en los niveles productivos. (Banco de la República, septiembre 1961, p. 1128)

Infortunadamente, desde 1961 comenzó a profundizarse el desequilibrio externo. Durante 1961 cayeron las exportaciones –de USD 476 millones en 1959 a USD 467 millones en 1960 y USD 435– (Cuadro 2.5). Los registros de importaciones aumentaron con respecto a 1960 y se presentó un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que tuvo que ser cubierto con crédito externo (Wiesner, 1978, p. 182). En enero de 1962 se firmó un nuevo acuerdo con el FMI y este desembolsó USD 7,5 millones para apoyar la balanza de pagos. El Fondo aprobó la solicitud presentada por el ministro de Hacienda y por el gerente del Banco de la República, considerando que en el año tendría lugar la transición entre los gobiernos y que los ajustes deberían discutirse con la nueva administración (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 578).

El 20 de diciembre de 1961, el presidente presentó el Plan General de Desarrollo Económico, conocido como el Plan Decenal, pues contemplaba un horizonte de diez años. El objetivo prioritario del Plan era lograr un crecimiento rápido de la producción en todos los sectores de la economía con un significativo incremento de la inversión pública, por lo cual contenía un ambicioso número de proyectos en infraestructura y educación. La meta de crecimiento económico anual era de 5,6%, considerada por el mismo Lleras Camargo como “mínima para generar un aumento en el ingreso per cápita de 2,6% por año” (Caballero-Argáez, 2012, p. 274). Gran parte de la financiación correría por cuenta de los organismos internacionales de crédito y se sometería al Comité de los nueve expertos en Washington creado por la Alianza para el Progreso, a la Agencia de

Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (AID), al Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y al Banco Mundial.

La euforia sobre las posibilidades de la ejecución del plan y de obtener su financiación en el exterior condujo a que se eliminaran los depósitos previos a las importaciones y los encajes marginales sobre los depósitos bancarios; esto generó un aumento del circulante y la expansión del crédito, la cual se consideraba pieza fundamental en la provisión de recursos para llevar a cabo el plan de desarrollo. En ese ambiente, algunos empresarios instaron al Banco de la República a flexibilizar el régimen cambiario y a unificar los dos tipos de cambio en una sola tasa flexible. Las autoridades no accedieron, porque aún se registraba estabilidad en este frente y contaban con suficientes recursos para intervenir en el mercado si se hiciera necesario.

Era tal la expectativa sobre la financiación del programa de inversiones contemplado en el plan que Jorge Mejía Palacio, el último ministro de Hacienda de la administración Lleras Camargo, escribió un artículo que fue publicado en la *Revista del Banco de la República* en mayo de 1962, dos meses antes del cambio de Gobierno, en el cual se refirió al *hecho* de que la balanza de pagos del país estaría desequilibrada por diez años más. Afirmó:

Más lógica, por ortodoxa, sería la tesis de que la devaluación es necesaria para reestablecer el equilibrio de la balanza de pagos. Pero dentro de nuestros planes actuales hay un hecho aceptado y es que nuestra balanza de pagos está y tendrá que estar desequilibrada por diez años, cuando menos. Porque si nos fuéramos a atener al producto de nuestras exportaciones, tendríamos que reducir nuestras importaciones para mantener el equilibrio cambiario, a menos de USD 25 millones al mes, lo cual a duras penas alcanza para artículos básicos y materias primas esenciales, sin que quedara un céntimo para nuevos equipos industriales o bienes de capital en general.

El objetivo de nuestra política no es el equilibrio cambiario, de menos como lo tuvo que ser en otros tiempos de menos cooperación internacional. [Es] el objetivo del desarrollo, porque no se busca un resultado cambiario sino económico, base de la transformación social en que está empeñado el Frente Nacional y por lo tanto no solo este gobierno sino el que se inaugurará el 7 de agosto. Política que no es aventurada, porque está respaldada por la ayuda exterior pactada en la carta de Punta del Este y la Alianza para el Progreso y con la cual se han de cubrir los déficits de balanza que resulten de este proceso de desarrollo económico. (citado por Avella, 2016, p. 481)

El 7 de agosto de 1962 Guillermo León Valencia se posesionó como presidente de la República, quien compartía la visión de la administración saliente sobre la ejecución del plan de desarrollo financiada con recursos externos. Sin embargo, se había perdido la estabilidad y la asistencia internacional no se obtenía en las cuantías previstas, al tiempo que las exportaciones de café y las menores no eran suficientes para atender la demanda de divisas. La situación era crítica.

**CUADRO 2.5**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1956-1962**

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR (1994 = 100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1957	3,840	45,56	2,23	157,00	0,84	20,23	63,94	-106,97	-4,89	454,20
1958	6,410	72,17	2,46	173,00	2,25	8,10	52,34	80,79	18,21	383,90
1959	6,400	67,49	7,23	230,00	1,90	7,86	45,22	247,73	201,47	402,50
1960	6,650	66,21	4,27	178,40	-0,95	7,22	44,89	182,87	130,52	496,40
1961	6,700	63,73	5,09	170,60	-2,35	5,90	43,62	-223,11	-238,18	530,81
1962	6,780	62,56	5,41	115,80	-1,26	6,41	40,77	-315,07	-792,36	501,96

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

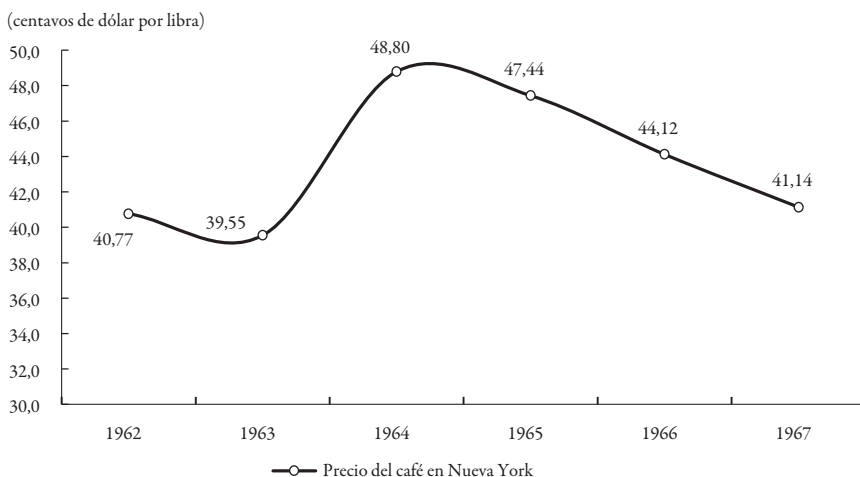
(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por Balance del Tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

## 2.8 1962-1966: ¿ESTABILIZACIÓN O DESARROLLO?

El manejo de la economía fue muy complejo en el periodo entre 1962 y 1966. Tal vez el de mayor inestabilidad de la segunda mitad del siglo XX. El precio internacional del café tocó el piso de 39,55 centavos de dolar por libra en 1963 y promedió una cotización de 44,14 centavos de dolar por libra en los cinco años, la más baja desde 1950 (Gráfico 2.25). Al mismo tiempo, como en 1961 la política económica había dado prioridad a la promoción del desarrollo frente a la estabilización, se generó un desajuste macroeconómico notorio por el incremento de la oferta monetaria para financiar al Gobierno Nacional y a la Federación Nacional de Cafeteros.

**GRÁFICO 2.25**  
**PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK**  
**1962-1967**



Fuente: elaboración de los autores.

En una carta enviada en marzo de 1962 al presidente Lleras Camargo por su embajador en Washington, Carlos Sanz de Santamaría, quien sería posteriormente el primer ministro de Hacienda en la administración de Guillermo León Valencia, Sanz de Santamaría advertía al presidente que

a pesar de la austeridad y a pesar de la importante ayuda externa, la situación general no mejoró suficientemente porque al mismo tiempo que se producían

estos hechos importantes para el país, se disminuían las entradas por la baja de los precios del café.

Más adelante se refería a los incrementos que simultáneamente venían presentándose en los precios de los productos importados, que “juzgaba como una crisis endémica” que afectaba a casi todos los países de América Latina y, como lo parafrasea Roberto Junguito-Bonnet (2018a)

en términos de los que denominaba consideraciones colaterales, destacaba la manifiesta desconfianza que entonces predominaba sobre la estabilidad de la moneda colombiana, y anotaba que los capitales privados no irían a los países mientras predominara el temor a la desvalorización de la moneda. (p. 296-297)

Sugería entonces que,

de no ser posible asegurar el financiamiento para cubrir el déficit de la balanza de pagos, no quedaría otro medio que volver a una etapa de austeridad similar a la implantada en 1957 y liberar el tipo fijo de cambio, dejándolo llegar a niveles que, por el encarecimiento de las divisas, disminuyan la presión de la demanda. La parsimonia en los gastos públicos y en el equilibrio presupuestario y el control severo de los medios de pago se harían indispensables. (Junguito-Bonnet, 2018a, pp. 296-297)

El diagnóstico del FMI sobre la evolución de la economía colombiana entre 1960 y 1962 coincidía con lo expresado por el embajador Sanz de Santamaría en su carta al presidente Lleras Camargo, citada más atrás. Contenía una fuerte preocupación sobre los desequilibrios que se venían registrando en el manejo monetario y el fiscal con el consecuente deterioro en la balanza de pagos, así como la necesidad de devaluar la tasa de cambio y la conveniencia de eliminar las tasas de cambio múltiples. En el documento del equipo del Fondo correspondiente a 1961, “destacaba que el crecimiento de la economía se había desacelerado y la política monetaria se había relajado por la expansión del crédito bancario y el financiamiento del Banco de la República al Gobierno” (Junguito-Bonnet, 2018a, p. 297).

A lo largo de 1962, el Gobierno y el Banco de la República adoptaron medidas para reducir la presión sobre la balanza de pagos, especialmente para controlar las importaciones ante la no materialización de las expectativas de ayuda internacional. La breve liberalización de importaciones iniciada en 1959 se revirtió, se trasladaron mercancías de la lista de libre importación a la lista de licencia

previa y se aumentó el número de productos en la lista de bienes de prohibida importación. Adicionalmente, se elevaron los encajes bancarios y los depósitos previos para reducir el crecimiento de los medios de pago. Sin éxito, en gran medida, por el crecimiento del crédito del Banco de la República al Gobierno<sup>41</sup>.

La situación fiscal era crítica, por lo cual el Banco se vio forzado a financiar cuantiosamente al Gobierno, autorizado por las leyes expedidas por el Congreso en el segundo semestre de 1962. Así lo reconoció el mismo gerente del Banco de la República en su informe anual del año, en el que afirmó que la política monetaria había obedecido “de manera preponderante” a dos factores: la situación cambiaria y los déficits fiscales de 1961 y 1962 (Junguito-Bonnet, 2018a, p. 538).

Se hizo impostergable, entonces, una nueva devaluación del peso frente al dólar. Devaluación que se debatió en el Congreso cuando el Gobierno presentó un proyecto de ley para establecer un impuesto sobre los registros de importación y solicitó que, para implantarlo, se le otorgaran facultades extraordinarias<sup>42</sup>. El proyecto de ley fue estudiado por una comisión interparlamentaria que recomendó a la Junta del Banco de la República el 22 de noviembre de 1962, señalar “inmediatamente” como tasa de cambio para la compra de las divisas la de COP 7,00 por cada dólar y para la venta la de COP 9,00 por dólar y rechazó el impuesto sobre las importaciones<sup>43</sup>. El Banco de la República elevó, entonces, la cotización de venta del certificado de cambio de COP 6,70 a COP 9,00 y la de compra de COP 6,50 a COP 7,10 por medio del Fondo de Regulación Cambiaria, tal como lo había indicado la Comisión, pero solo en diciembre el Congreso expidió la Ley 83 de 1962 que modificó el régimen cambiario y oficializó la devaluación (Wiesner, 1978, pp. 182-183).

En un famoso escrito, Carlos Díaz-Alejandro (1972) calificó esta devaluación como “caótica”, a diferencia de las llevadas a cabo en 1951 y 1957, por haberse realizado en medio del debate público y sin el acompañamiento del FMI,

<sup>41</sup> Durante el mes de diciembre de 1962 la base monetaria aumentó en el equivalente al 68 % de la expansión en todo el año. En el año la base se incrementó en 24,4 % y los medios de pago en 21 %. La expansión monetaria condujo a elevar el encaje ordinario de los bancos, a la imposición de un encaje marginal del 100 % sobre los nuevos depósitos en cuenta corriente y al límite del 70 % en el uso de los cupos de redescuento para los bancos y las corporaciones financieras (véase Avella-Gómez Mauricio, 2016, p. 536).

<sup>42</sup> La situación era tan desesperada que el 17 de noviembre de 1962 las importaciones se suspendieron por el término de un mes.

<sup>43</sup> Los planteamientos de los ministros de Hacienda y Fomento y Trabajo ante el Congreso fueron publicados junto con otros de parlamentarios, funcionarios y dirigentes del sector privado en el libro *Devaluación 1962: historia documental de un proceso económico* (Lleras et al., 1963).

aunque esta entidad la había recomendado anteriormente y había aprobado una solicitud de préstamo presentada por el gobierno de Lleras Camargo a finales de 1961 que condujo a un desembolso del Fondo de USD 52,5 millones y de otro de la AID de USD 60 millones en diciembre de 1962.

El Gobierno autorizó seguidamente la elevación de los salarios mínimos mensuales en 40% con posterioridad a la devaluación, al amparo de la Ley 1 de 1963 de ajuste salarial, que además incluyó una cláusula de ajuste automático retroactiva para compensar los incrementos de la inflación (Junguito-Bonnet, 2017a, p. 578). La inflación se disparó y alcanzó 32,56% en 1963, lo cual terminó por eliminar los efectos esperados de la devaluación de finales de 1962 (Cuadro 2.6)<sup>44</sup>.

A pesar de los ingresos de crédito externo a finales de 1962, en febrero de 1963 el Banco de la República se vio corto de reservas internacionales, por lo cual suspendió la intervención en el mercado libre y congeló la tasa de cambio respectiva. De esta manera se mantuvieron cuatro tasas desde 1963 hasta 1964: las de los certificados permanecieron en COP 7,1 para compra y COP 9,0 por dólar para venta; la tasa para los cafeteros se fijó en COP 7,3 por dólar; y los tipos fluctuantes se fijaron en COP 9,98 y COP 9,99 por dólar para compra y venta desde febrero de 1963 hasta octubre de 1964 (Romero, 2006)<sup>45</sup>.

El desorden fiscal, monetario y cambiario de los dos primeros años de la década de los sesenta y, en particular, el hecho de que el crédito del Banco de la República a los particulares llegó a representar el 16% de los activos del Banco y 22% del crédito al Gobierno –incluida la inversión en bonos de deuda pública– reanimaron la discusión sobre la naturaleza del Banco de la República. En agosto de 1960 se había presentado a consideración del Congreso un proyecto de ley sobre nacionalización del Banco con un directorio compuesto por cuatro miembros de tiempo completo y periodo fijo designados por el presidente de la República, dos de los cuales se escogerían a partir de listas de candidatos elaboradas por el Congreso. En 1962 se buscaba encontrar un esquema institucional que le permitiera al Estado

<sup>44</sup> Así lo estableció con claridad Díaz-Alejandro (1972): “para 1963 la tasa real promedio de cambio para las importaciones fue solamente 2% superior a la de 1962 y, por supuesto, inferior a los niveles de 1958-1960. Es más, en enero de 1963, en un desacertado intento de lograr ‘estabilidad’, el Banco de la República fijó el tipo de cambio libre aplicable a las exportaciones menores en COP 10. O sea, un nivel inferior al vigente a fines de diciembre de 1962 (COP 11,1)” (p. 142).

<sup>45</sup> En el Informe anual del gerente de 1963 se expresa la preocupación sobre los cambios múltiples y la preferencia por un tipo de cambio unificado (véase Wiesner, 1978, p. 184).

ejercer la plenitud de la soberanía monetaria. Fue así como se planteó la fórmula de crear una Junta Monetaria como alternativa a la de la nacionalización del Banco, que se encargara “de estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito” que correspondían a la Junta del Banco de la República.

**CUADRO 2.6**  
**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**  
**1962-1967**

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)		
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS (MILLONES DE DÓLARES)	RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)
1962	6,780	62,56	5,41	115,80	-79,50	-1,26	6,41	40,77	-315,07	-792,36	501,96
1963	9,000	62,12	3,29	124,60	-111,90	-0,98	32,56	39,55	-179,57	-210,26	498,03
1964	9,000	57,82	6,17	147,20	-122,00	-0,42	8,92	48,80	391,48	23,51	575,40
1965	10,500	55,67	3,60	145,30	-61,50	1,64	14,55	47,44	19,03	-377,88	433,98
1966	13,500	58,38	5,35	144,10	-94,80	-2,83	12,98	44,12	678,00	153,71	638,95
1967	14,540	70,56	4,20	149,40	-36,30	0,32	7,30	41,14	660,36	879,00	464,31

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por Balance del Tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

La Ley 21 de 1963 otorgó facultades extraordinarias al Ejecutivo para adoptar varias decisiones de naturaleza fiscal y monetaria. A partir de esta norma se creó la Junta Monetaria, integrada por el ministro de Hacienda, quien la presidiría; el ministro de Agricultura; el ministro de Fomento; el jefe de Planeación Nacional, y el gerente del Emisor, y se facultó a la Junta para nombrar dos asesores permanentes, con voz, pero sin voto. A las reuniones de la Junta Monetaria concurrirían, además, en igual condición, el secretario económico del presidente de la República,

el superintendente Bancario y el secretario de la Junta Directiva; cinco años más tarde, se dispuso que el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incómex) también formaría parte de la Junta (Avella-Gómez, 2016, pp. 46-47)<sup>46</sup>.

De esta manera, los representantes del sector privado en la Junta Directiva del Banco de la República perdieron la posibilidad de participar en la adopción de decisiones relacionadas con el manejo de la política de cambios internacionales, puesto que la Junta Monetaria

heredó las facultades con las que se había dotado a la Junta del Banco en 1951 y recibió nuevas atribuciones; y en materia cambiaria se le adscribieron a aquella algunas competencias de regulación general sobre los cambios y el comercio exterior, que normas posteriores a 1951 le habían otorgado al Banco. (Avella-Gómez, 2016, p. 48)

En diciembre de 1963, el Congreso de Estados Unidos ratificó el Acuerdo Internacional del Café. En 1964 se registró una helada en los cafetales brasileños, por lo cual se pensó en un principio que el incremento en los precios del grano aliviaría la situación cambiaria, pero este fue muy breve, no corrigió la tendencia de los términos de intercambio y la situación externa y la posición de reservas del país continuó siendo crítica en 1964. Por un lado, se trasladó a licencia previa la totalidad de las importaciones; por otro, las autoridades solicitaron un nuevo acuerdo de *stand by* al FMI a comienzos de 1964.

La nueva Junta Monetaria expidió la Resolución núm. 1 de 1964 para elevar el precio de compra del Certificado de Cambio de COP 7,10 a COP 7,30 por dólar (Cuadro 2.6). La expansión monetaria no daba señales de ceder poniendo presión sobre la tasa de cambio y las reservas internacionales, por lo que en octubre la Junta Monetaria suspendió la venta de dólares libres. Sin intervención del Banco de la República, el precio del dólar subió a COP 14,0 en diciembre de 1964, lo cual hacía previsible una nueva devaluación oficial. En el mismo mes, se suspendieron por noventa días las importaciones, se obligó a los importadores a

<sup>46</sup> Además de crear la Junta Monetaria, con base en la Ley 21 de 1963, se creó la Junta de Comercio Exterior –integrada por los ministros de Hacienda, Agricultura, Fomento, y el jefe de Planeación Nacional– a la cual se otorgó la responsabilidad de orientar la política de comercio exterior, de fijar las listas de importaciones y los presupuestos de divisas, entre otras funciones. También se creó la Superintendencia de Comercio Exterior cuya función sería promover las exportaciones, ejecutar la política de importaciones y participar en los organismos de integración económica (la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio [Alalc], por ejemplo). Se eliminó, entonces, la Superintendencia de Importaciones que se había creado en años anteriores y se reformó la Ley 1 de 1959 estableciendo el café como exportación mayor del país.

constituir depósitos previos en el Banco de la República por el 95 % de los giros al exterior y se instauró un nuevo régimen arancelario bajo la nomenclatura de Bruselas con aranceles más elevados, tarifas *ad valorem* y una mayor dispersión de las tarifas.

Al iniciarse 1965 las autoridades se negaban, sin embargo, a devaluar la moneda, se prefirió mantener las restricciones a las importaciones. El mismo presidente de la República, Guillermo León Valencia, así lo hizo saber:

Quiero además ser claro en afirmar que ni aún con una devaluación de grandes proporciones, la demanda de dólares se reduciría a montos compatibles con las cantidades que resulta posible ofrecer. La devaluación puede tener cierto efecto, muy relativo, sobre el registro futuro de las importaciones que ya está siendo reducido por la no concesión de licencias; pero no logrará sino amenguar por algún tiempo la demanda que corresponde a un pasivo ya contraído, a menos que el encarecimiento de ese pasivo, en términos de moneda legal fuera tan gravoso que produjera una moratoria forzada por la insolvencia de los importadores, lo que constituiría la peor de las soluciones imaginables. Un ingreso adicional de divisas es de todas maneras necesario<sup>47</sup>. (Nota editorial, *Revista del Banco de la República*, enero de 1965, p. 2134)

A partir de marzo de 1965 se optó por la elevación gradual del precio de compra del certificado de cambio, con lo cual la tasa pasó, primero, a COP 7,67 y posteriormente a COP 8,50 por dólar (Wiesner, 1978, p. 186). Entre tanto, el ministro de Hacienda, Joaquín Vallejo, consultó con el FMI acerca de modificaciones en la tasa de cambio para llevar la tasa del certificado a 9,0 y la del mercado intermedio a COP 14,0 por dólar, y en noviembre el ministro y el gerente del Banco solicitaron al Fondo un nuevo acuerdo de *stand by* con vigencia de un año.

La Junta Monetaria, mediante la Resolución núm. 20 de 1965, había procedido en septiembre a fijar en COP 13,50 por dólar la tasa del mercado intermedio aplicable a las importaciones menos esenciales que, se calculaba, cubría el 65 % de los pagos de importaciones. Al lado del ajuste cambiario se actuó “para adelantar una agresiva política de liberación de las importaciones que fue aplaudida por el Fondo Monetario Internacional” (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 580). Así, al finalizar 1965 regían dos tipos de cambio para las exportaciones, COP 8,50 para las cafeteras y

<sup>47</sup> Junto con esta declaración se promulgó un Plan de Estabilización consistente en cinco medidas: 1) disminución de los gastos públicos, 2) conversión o refinanciación de la deuda externa, 3) reconversión de la deuda interna, 4) nuevos impuestos y 5) modificación del régimen cambiario de la Ley 1 de 1959.

COP 13,50 para el resto, y dos, también, para las importaciones, una de COP 9,0 por dólar y otra de COP 13,50, junto con una tasa libre que llegó a elevarse hasta COP 19 por dólar. Es decir, tres mercados de cambio<sup>48</sup>.

El programa de liberación avanzó rápidamente, de tal manera que, en septiembre de 1966, casi todas las importaciones se regían por una tasa de COP 13,5 por dólar y el 80 % se encontraban en el régimen de libre importación. En consecuencia, las importaciones del primer y el segundo trimestre de 1966 fueron 30 % y 40 % más altas que las de los trimestres anteriores, con todo y el ajuste hacia arriba de las tarifas arancelarias; se trató de un brote especulativo de las importaciones, puesto que fue un periodo de bajo crecimiento de la economía en su conjunto.

El 7 de agosto de 1966, Carlos Lleras Restrepo asumió como presidente de la República. En el corto plazo, el nuevo gobierno no consideró necesario introducir modificaciones en el sistema cambiario a pesar de la difícil coyuntura que encontró; puesto que las reservas internacionales eran negativas en la suma de USD 134 millones, la Federación Nacional de Cafeteros había contraído una deuda externa por valor de USD 102 millones, las importaciones eran bastante más altas que las del año anterior, y las líneas de crédito de corto plazo del Banco de la República se encontraban copadas. Sin embargo, continuó con el programa de liberación de las importaciones.

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se estaba financiando con nuevos préstamos y con recursos de la ayuda financiera internacional. Estaba vigente el programa *stand by* acordado con el FMI en noviembre de 1965. Por tanto, al iniciarse el nuevo gobierno se registraba cierta estabilidad cambiaria; incluso, la tasa de cambio libre había bajado a COP 16 por dólar. Con todo, hacia octubre de 1966 se percibían dudas con respecto a la sostenibilidad del equilibrio existente, y los acreedores externos, incluyendo al Fondo, comenzaron a mencionar la necesidad de una nueva devaluación y la posibilidad de retener la ayuda externa<sup>49</sup>.

<sup>48</sup> Una estructura “caótica”, de acuerdo con Fernando Gaviria Cadavid (citado por Wiesner, 1978, p. 187). Para Díaz-Alejandro (2003), la tasa de COP 13,50 tenía el atractivo de ser intermedia entre la de COP 9,0 del certificado y la del COP 18,0 del mercado libre, lo que permitía argumentar que se trataba de una revaluación para abaratar la tasa libre.

<sup>49</sup> “El FMI había presionado por una devaluación inmediata como condición de los desembolsos del crédito de 1965. El Fondo entendía que al concluir el traslado de las importaciones del mercado intermedio al libre sería necesario devaluar para corregir el desequilibrio en la balanza de pagos. A juicio del Fondo, el Gobierno había accedido en la carta de intención de 1965 a utilizar metas cuatrimestrales de reservas como indicadores de la situación de pagos y que incumplirlas implicaría devaluar de manera inmediata” (Díaz-Alejandro, 1972).

El Gobierno intentó la solución en el marco de los cambios múltiples y procedió a elevar a COP 9,35 la tasa de compra de las divisas provenientes de la exportación de café, a iniciar un proceso de reducción de los depósitos de importación, y a traspasar al mercado intermedio mercancías que se importaban por el mercado preferencial, las cuales, además, se incorporaron a la lista libre (Espinoso-Valderrama, 1970, p. 8). Consideró que el auge importador era transitorio y que, con posterioridad a la liberación, las compras externas estarían llegando a su nivel máximo y que luego disminuirían.

A diferencia de los acreedores, las autoridades alegaban que no existía el compromiso del país para devaluar. En particular, cuestionaban que la tasa de cambio debiera ajustarse si no se lograban ciertas metas de la balanza de pagos, como se derivaba de la carta de intención suscrita con el Fondo en 1965<sup>50</sup>. Se enfrentaron, sin embargo, con que los créditos externos, en particular los de la AID se encontraban bloqueados dado que Colombia no había cumplido la meta de reservas internacionales estipulada en el programa con el FMI. Entonces, el 19 de noviembre el ministro de Hacienda envió un memorando al Fondo para responder a las sugerencias formuladas por esta entidad con respecto al manejo de la política económica en Colombia, en el cual reiteró que el Gobierno era

partidario de ir permitiendo que varíe la tasa de cambio internacional, cuando ello sea necesario para evitar que se formen desequilibrios fundamentales y haya que recurrir a medidas exageradas de contracción monetaria interna o a la aplicación de controles drásticos sobre los precios internos o sobre la importación. (Espinoso-Valderrama, 1970, p. 15)

En caso de presentarse la tendencia continuada y persistente del aumento de los registros de importación o, de otro lado, la de la disminución de las exportaciones menores, imputable al tipo de cambio, el Gobierno “obraría en consecuencia” (p. 15).

<sup>50</sup> De acuerdo con el entonces presidente Lleras Restrepo (1987), “el Fondo Monetario se inclina demasiado, pienso yo, a creer que los desequilibrios de la balanza de pagos, aún los de carácter más estructural, se deben corregir con variaciones en la tasa de cambio o sea devaluaciones masivas y ha tenido la tendencia a exigirlas señalando sistemas automáticos. Por ejemplo, pidiendo que se diga con antelación que si las reservas no llegan a tal punto, que si hay expansión del medio circulante o un alza del nivel de precios que pasen de tal raya debe hacerse una devaluación de una magnitud determinada. Y eso sobre cálculos discutibles que no resultan muy convincentes para los que hemos tenido que ver con la economía. Pero sobre todo cálculos unilaterales que no toman en cuenta sino un aspecto del problema, dejando de lado los demás. Es muy difícil para un gobierno responsable decir, voy a hacer esta devaluación tomando solamente en cuenta que necesito restringir las importaciones a determinados niveles, bruscamente, sin tener en cuenta factores económicos” (p. 26).

El 28 de noviembre un funcionario del Banco Mundial, emisario del FMI, comunicó al ministro de Hacienda que el Fondo consideraba necesario devaluar “de manera inmediata al COP 16,30 y, pocos meses después al 20, o una devaluación a un nivel intermedio que podría ser la tasa de COP 18 por dólar”. De no aceptar el Gobierno esta recomendación, se procedería al “bloqueo de los créditos externos” (Espinosa-Valderrama, 1970, p. 16).

En estas circunstancias, el presidente Lleras Restrepo decidió convocar a una reunión del Consejo de Ministros para estudiar la situación que se había creado y, en la madrugada del 29 de noviembre, el Gobierno expidió el Decreto Legislativo 2867, en uso de las facultades extraordinarias del Estado de Sitio (artículo 121 de la Constitución Nacional), mediante el cual suspendió el mercado libre del oro y el de cambios internacionales estableciendo que su compra y venta “solo podría hacerse por el Banco de la República o por los bancos delegados por este, cualquiera fuese la forma en que las divisas estuviesen representadas” (Espinosa-Valderrama, 1970, p. 16)<sup>51</sup>.

En otras palabras, se optó por un rígido control de cambios y se autorizó al Banco de la República y a la Junta Monetaria para determinar la prelación en los pagos al exterior. Unos días más tarde, la Junta Monetaria fijó en COP 16,25 por dólar la tasa para compra de divisas por parte del Banco y en COP 16,30 la de venta; así determinó específicamente los rubros aplicables para la compra de moneda extranjera y el requisito de licencia de cambio para adquirir las divisas. Terminó, entonces, el programa de liberación de importaciones. Y, de todas maneras, hubo una devaluación del peso, si bien no de la magnitud sugerida por el FMI<sup>52</sup>.

Los episodios de noviembre de 1966 que pondrían fin al errático y complicado manejo cambiario del periodo 1962-1966 fueron criticados por el FMI en el informe de consulta de marzo de 1967, posterior a la visita de una Misión a Colombia. El argumento fue que el país continuaba con un esquema de cinco tasas de cambio, por lo cual de nuevo se recomendaba eliminar las tasas múltiples. No hubo, sin embargo, ningún indicio de que “las autoridades económicas

<sup>51</sup> Espinosa Valderrama (1970) hace una descripción detallada de las medidas adoptadas mediante el Decreto 2867 de 1966 (pp. 18-24).

<sup>52</sup> Para Wiesner (1978), la complejidad de las medidas adoptadas por el Gobierno en esta oportunidad muestra “la incapacidad del sistema para enfrentar el desafío de un ajuste estable. El conjunto de medidas es lo relevante. Su naturaleza toda era similar pues se trataba, en esencia, de administrar lo imposible y atajar lo inevitable. El Decreto 2867 de noviembre de 1966 dio tiempo para la próxima devaluación” (p. 191).

estaban *ad portas* de expedir un nuevo esquema cambiario” (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 581). Porque el mandatario Lleras Restrepo, preocupado porque las decisiones se habían adoptado al amparo de las disposiciones del Estado de Sitio y no de unas facultades extraordinarias otorgadas al presidente de la República, quería dotar de permanencia a las nuevas normas y renovar el Estatuto de Comercio y Cambios Internacionales. Así lo solicitó al Congreso en las últimas semanas del año (López-Mejía, 1987).

## 2.9 EL DECRETO 444 Y EL MANEJO CAMBIARIO, 1967-1975

Los episodios de finales de 1966 y la voluntad del gobierno del presidente Lleras Restrepo de poner fin a la inestabilidad económica que había sufrido el país por más de diez años condujeron a la expedición en marzo de 1967 del Decreto 444 de 1967, conocido como Estatuto Cambiario, que habría de dotar a las autoridades de reglas de juego claras y estables dentro de las cuales conducir la política económica y, particularmente, la relación económica con el exterior.

El Estatuto constituyó un hito importante en la historia de la economía colombiana de la segunda parte del siglo XX. Estuvo vigente hasta 1990 cuando, una ley expedida por el Congreso de la República estableció un nuevo régimen cambiario. Con base en sus disposiciones, los distintos gobiernos, la Junta Monetaria y el Banco de la República hicieron frente a choques externos sobre la economía de Colombia, tanto de aquellos de bonanza como de crisis. Así sucedió en la segunda mitad de los años setenta, al sobrevenir un alza extraordinaria de los precios del café (como ocurrió en los años ochenta cuando se desató la crisis de la deuda externa en América Latina, y Colombia enfrentaba un severo desajuste macroeconómico).

El presidente Lleras Restrepo insistió, a comienzos de 1967, en obtener la autorización para expedir, al amparo de facultades extraordinarias, un nuevo régimen de cambios internacionales y de comercio exterior. El 18 de enero, el Gobierno presentó a consideración del Congreso el correspondiente proyecto de ley. Se trataba, en palabras del presidente, de establecer

[un] control de cambios, de acuerdo con el convenio internacional de Bretton Woods que creó el Fondo Monetario Internacional, para evitar los movimientos especulativos de capital de lo que se llama el dinero caliente y

las fugas de capitales, los gastos inútiles, las salidas de divisas que no se justifican. (citado por López-Mejía, 1987, p. 30)

Al lado del control de cambios habría un control de las importaciones y desaparecería el que Lleras Restrepo llamaba el *cambio libre* que, en su opinión, había permitido “tantas especulaciones y tanta fuga de capital”, lo cual no implicaba que no habría movimientos de capital. Y, desde luego, un conjunto de normas para promover las exportaciones y la creación de un Fondo de Comercio Exterior adscrito al Banco de la República (López-Mejía, 1987, pp. 30, 31 y 32).

El presidente presionó al Congreso mediante una serie de charlas televisadas en las cuales explicó a la opinión pública la situación creada a finales del año anterior; la tensión con el Fondo Monetario Internacional y con los acreedores extranjeros del país; y la importancia de la soberanía nacional y la capacidad de las autoridades nacionales para diseñar un plan colombiano que fuera aceptable para esas entidades y con el que se restableciera el flujo de préstamos hacia el país, interrumpido a raíz de los desacuerdos del mes de noviembre anterior. El 14 de febrero se aprobó en el Congreso el proyecto de ley y el 13 de marzo se expidió la Ley 6 de 1967, lo que permitiría al Gobierno expedir, una semana más tarde, el día 22, el Decreto 444. Su espíritu fue encontrar la solución al desequilibrio estructural del sector externo y, sus pilares, “el control de cambios, la restricción selectiva de importaciones y el fomento a las exportaciones” (López-Mejía, 1987, p. 37)<sup>53</sup>.

La Resolución núm. 13 de la Junta Monetaria del mismo 22 de marzo, definió los ingresos y egresos de cada uno de los dos mercados de cambio exterior, siguiendo la autorización del Estatuto:

- El mercado de Certificados de Cambio, cuyos ingresos dependerían de los reintegros de las exportaciones, incluida la de café, y de los préstamos recibidos por particulares o por entidades oficiales, estableciendo que el

<sup>53</sup> En el mensaje del presidente Lleras Restrepo al Congreso Nacional del 20 de julio de 1967, el presidente enumeró los objetivos del Decreto 444: “a) fomento y diversificación de las exportaciones, b) aprovechamiento adecuado de las divisas disponibles, c) control de la demanda de cambio exterior, particularmente para prevenir la fuga de capitales y las operaciones especulativas, d) estímulo a la inversión de capitales extranjeros en armonía con los intereses de la economía nacional, e) repatriación de capitales y reglamentación de las inversiones colombianas en el exterior, y f) logro y mantenimiento de un nivel de reservas suficientes para el manejo normal de los cambios internacionales” (López-Mejía, 1987, p. 37).

servicio de la deuda se llevaría a cabo por el mismo canal<sup>54</sup>. A su vez, los egresos serían los pagos de las importaciones de mercancías, los giros por concepto de intereses y amortizaciones de la deuda pública externa, el servicio de la deuda de los préstamos externos

vendidos al Banco de la República con anterioridad a marzo 22 de 1967; los pagos de los préstamos registrados en el Banco de la República y los necesarios para el sostenimiento en el exterior de los estudiantes patrocinados por el Icetex (Resolución núm. 13 de la Junta Monetaria 22 de marzo de 1967).

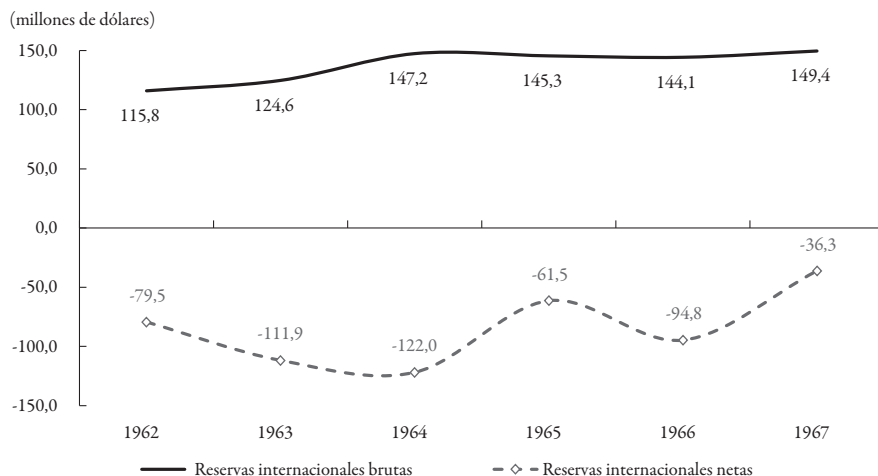
- El mercado de capitales, por donde se canalizarían las divisas que adquiriera el Banco de la República por los servicios obtenidos por las personas naturales y jurídicas con posterioridad al 22 de marzo de 1967 y las compras de oro. Los egresos estarían constituidos por el pago de fletes, las remesas por conceptos de utilidades y reembolso de capitales, el servicio de los préstamos externos contratados por los particulares a partir de la vigencia del Estatuto y “el servicio de los préstamos externos de particulares que no se hubieran vendido al Banco de la República” (Steiner, 1987, pp. 201-202).

La misma Resolución fijó las tasas de cambio con respecto al dólar de Estados Unidos: COP 16,25 para la compra y COP 16,30 para la venta de divisas del mercado de capitales; COP 13,50 para la contabilización de las reservas internacionales; COP 9,00 para la venta de divisas destinadas a la adquisición de petróleo crudo refinado en Colombia; COP 7,67 para la compra por el Banco de la República de los dólares ofrecidos por las compañías petroleras extranjeras para los gastos en pesos colombianos que tuvieran que hacer para desarrollar sus actividades en el país<sup>55</sup> (gráficos 2.26 y 2.27).

<sup>54</sup> En adelante los reintegros de las exportaciones cafeteras se convertirían a la misma tasa de las exportaciones menores y los pagos de importaciones, menos un impuesto *ad valorem*.

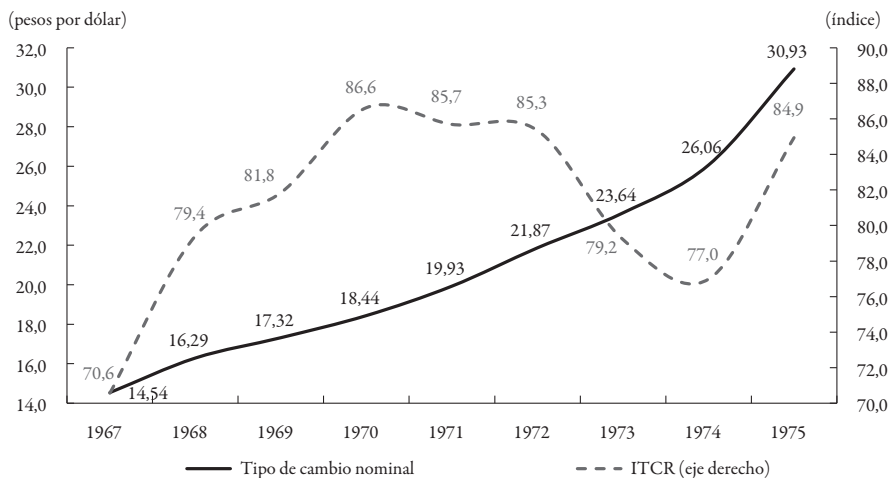
<sup>55</sup> El nuevo régimen mantuvo la tasa del mercado de capitales que venía desde 1966, suspendió el diferencial cafetero y lo reemplazó por un impuesto *ad valorem*, fijándolo en 26% y estableció una tasa de cambio fija para las importaciones de petróleo (Steiner, 1987, p. 202).

**GRÁFICO 2.26**  
**RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS Y NETAS**  
**1962-1967**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.27**  
**TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1967-1975**



Fuente: elaboración de los autores.

En el mercado de certificados de cambio, la tasa era de COP 13,50 en marzo de 1967. Pero no se fijó una tasa de cambio, como en los otros casos. En uno de los artículos del Estatuto se estableció que la Junta Monetaria tendría “en cuenta los presupuestos de divisas y la necesidad de lograr y mantener un adecuado nivel de reservas internacionales” (Steiner, 1987, p. 202), y en un discurso el ministro de Hacienda informó que la tasa de los certificados “podría oscilar suavemente en una u otra dirección, bajo las presiones graduadas de la demanda, sin derivar a los bruscos sacudimientos que el Gobierno de Colombia considera inconvenientes para el país” (Steiner, 1987, p. 203). La tasa de cambio no era libre; se fijaría periódicamente por parte de las autoridades estimando el comportamiento de la oferta y la demanda de divisas. Según señala Steiner, para Díaz-Alejandro se trataba de una tasa flexible “fijada diariamente por el gobierno y modificada cada pocos días”.

En el área de control de importaciones se compatibilizaron las medidas vigentes con reglas estrictas sobre posesión de divisas y oro, y controles sobre la IED y el pago de regalías y patentes. Se tenía el propósito de liberar un poco más las importaciones, pero la coyuntura no permitió mucho avance. Sin embargo, se redujeron en algo las listas de prohibida importación y se rebajaron los depósitos previos. El 20 de abril de 1967 se decidió crear un recargo al valor CIF (*cost, insurance and freight*) de las importaciones de 1,5 % con destino a la solución de los problemas creados por las regulaciones vigentes sobre el mercado del café y mejorar el ingreso de los caficultores. Este impuesto se mantendría hasta 1991 y en 1969 pasaría a financiar al Fondo de Promoción de Exportaciones administrado por el Banco de la República.

Las que vinieron a conocerse un tiempo después como *minidevaluaciones* no estaban contempladas como tales en el Estatuto. De acuerdo con Steiner (1987), el Decreto 444 de 1967 señaló algunos criterios que deberían tenerse en cuenta para fijar la tasa de cambio de los certificados y fue “más preciso de lo que se había sido en décadas anteriores, pero ciertamente no se estaba estableciendo una regla específica de manejo cambiario” (p. 206)<sup>56</sup>.

Un propósito del Estatuto sí fue claro: unificar los tipos de cambio, es decir, eliminar los distintos mercados cambiarios del pasado. De ahí que, cuando la

<sup>56</sup> Para Steiner, el régimen de las minidevaluaciones era “el resultado lógico de un régimen de control de cambios en un medio inflacionario. Es más, no existían muchas alternativas en cuanto al manejo de la tasa de cambio, si se querían evitar las crisis periódicas del pasado y lograr una diversificación de las exportaciones no tradicionales del país, como era el objetivo reiterado del nuevo Decreto-Ley”.

tasa de cambio del certificado alcanzó a través de sucesivas minidevaluaciones a la del mercado de capitales en junio de 1968, se dispuso, mediante la Resolución núm. 24 de la Junta Monetaria, el traslado “al mercado de certificados de cambio de la totalidad de los ingresos y egresos de cambio exterior que hoy constituyen el mercado de capitales” (Steiner, 1987, p. 202). Se unificaron las dos tasas de cambio. Con posterioridad a esta decisión, la tasa de cambio del mercado de certificados continuó devaluándose gradualmente. Por esta razón se ha considerado que el Decreto 444 estableció el sistema de las minidevaluaciones, el *crawling peg*, en Colombia.

El FMI opinó favorablemente sobre el Estatuto en sus informes de 1967. Por un lado, consideró positivo haber reemplazado el “gran número de regulaciones emitidas en los últimos siete años” (Junguito-Bonnet 2017b, pp. 581-582). Por otro, que el nuevo sistema representaba un avance frente al establecido en noviembre de 1966, “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” (p. 582). De acuerdo con Roberto Junguito (2017b):

las autoridades colombianas habían dado la seguridad de emprender un sistema 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 para los pagos y transferencias para las transacciones internacionales. (p. 590)

Por otra parte, el Gobierno, en particular el presidente, consideraban que el Estatuto no debería ser una herramienta aislada de política económica, sino acompañarse de “políticas monetarias, fiscales y crediticias austeras y bien coordinadas”, por lo cual existía un elemento muy importante de convergencia con los planteamientos del FMI. Es interesante observar, sin embargo, la diferente interpretación sobre las razones de las frecuentes crisis cambiarias del pasado inmediato pues, al tiempo que para el Fondo se trataba de “problemas y transitorios causados por los desajustes en las políticas fiscales y monetarias, el Gobierno colombiano las veía como reflejo de desequilibrios más permanentes del sector externo” (López-Mejía, 1987, p. 61). El Fondo apoyó en 1967 la solicitud presentada por la Administración Lleras Restrepo de un nuevo programa de *stand by* con ese organismo, quedando así superadas las tensiones que se habían registrado a fines de 1966, entre el Gobierno y el organismo internacional.

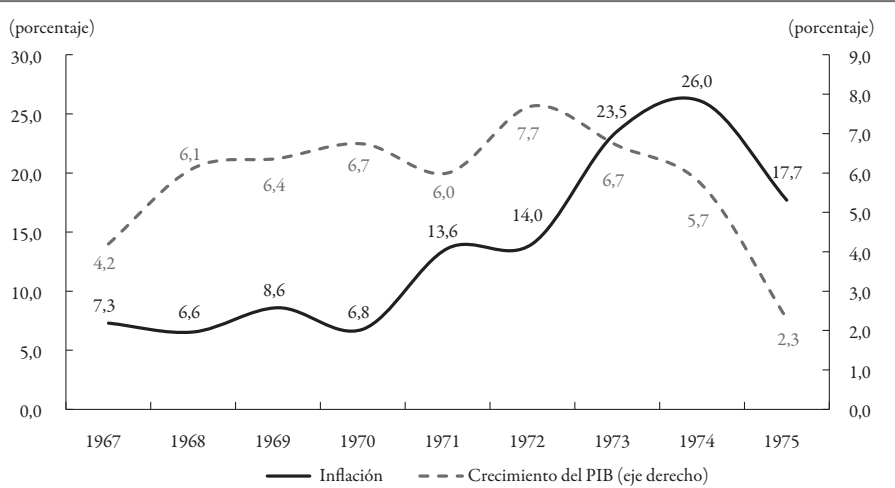
El presidente Lleras Restrepo defendió, en su mensaje al Congreso del 20 de julio de 1967, la expedición del Decreto 444 y enfatizó en que la devaluación no podía ser el único instrumento para diversificar y promover las exportaciones, que se consideraba crucial en el empeño de resolver el problema estructural de la balanza de pagos colombiana. Por esta razón era necesario la creación de nuevas herramientas para estimular las exportaciones y por ello en el Estatuto se había incorporado la creación del Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo), adscrito al Banco de la República, lo mismo que los denominados *certificados de abono tributario* (CAT), un subsidio que se otorgaría a los exportadores en cuantía equivalente al 15 % del valor reintegrado por concepto de todas las exportaciones distintas del petróleo, los cueros de res y el café. Proexpo se financiaría con una sobretasa de 1,5 % sobre el valor CIF de las importaciones a partir de 1969.

El presidente se refirió igualmente al tratamiento cambiario de las divisas reintegradas por las compañías petroleras internacionales, por cuanto se había establecido una tasa de cambio fija para el denominado *capital petróleo* cuando antes del Estatuto las compañías vendían sus dólares a la tasa del mercado libre, lo cual había generado críticas en los círculos internacionales bajo el argumento de que se desestimulaba la inversión petrolera en el país. Para el resto de la inversión extranjera en Colombia, Lleras consideraba importante atraerla cuando se tratara de proyectos grandes para los cuales fuera insuficiente el ahorro nacional, pero, en general, no pensaba en que el capital internacional fuera necesario para corregir el desequilibrio estructural de la balanza de pagos. Para este propósito juzgaba que los flujos de capital “tomaran prioritariamente la forma de préstamos a largo plazo. De ahí la importancia de la regulación de estos flujos y de evitar los de corto plazo por su naturaleza especulativa” (López-Mejía, 1987, pp. 55-59).

La economía creció a un ritmo promedio de 6,48 % entre 1968 y 1974, y registró déficits variables en la cuenta corriente de la balanza de pagos (veáse el Gráfico 2.30). El PIB no agrícola registró un crecimiento promedio anual de 7,1 %. El precio del café mejoró gradualmente desde 1970, acercándose a los COP 0,70 por libra en 1974 y 1975. Aparte del dinamismo exportador se presentó un impulso de la inversión pública y la privada. La inflación, sin embargo, se aceleró a partir de 1971 cuando subió a 13,6% y llegó a 26 % en 1974 (Gráfico 2.28). Pero las crisis cambiarias quedaron en el pasado; no se presentó ninguna durante este periodo, ni tampoco modificación alguna en el régimen de cambios. El ritmo de la devaluación también fue variable sin que pudiera detectarse una tasa anual constante, aunque al elevarse la inflación también se incrementó la devaluación, si bien en menor grado, en 1974 y 1975. Y, como lo anotó Wiesner,

[fue] sorprendente que a pesar de la aceleración de la inflación y de la expansión de los medios de pago, el manejo cambiario logró ser estable precisamente cuando, en comparación con los periodos anteriores, más adversas le eran las circunstancias. En efecto, si entre 1951 y 1967 la inflación de dos dígitos tan solo se presentó en cuatro años, a partir de 1971, se mantuvo por encima de tal nivel en todos los años. (Wiesner, 1978, p. 202)

**GRÁFICO 2.28**  
**INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PIB**  
**1967-1975**



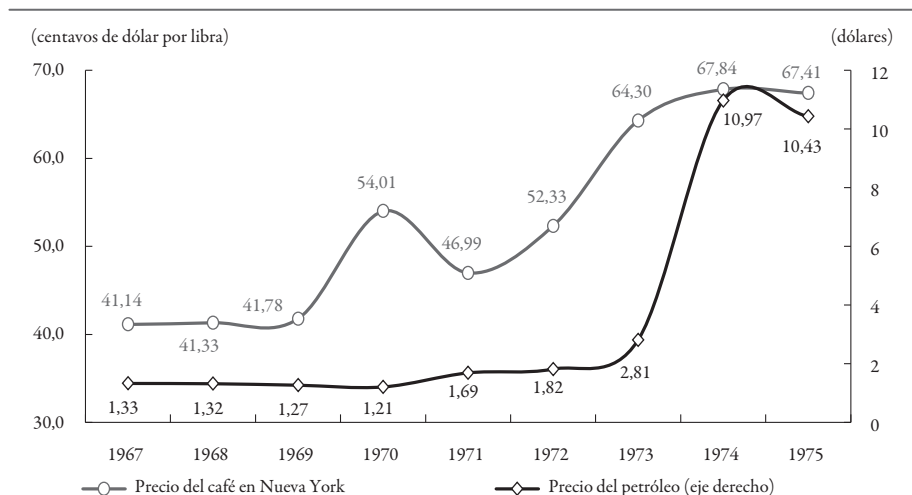
Fuente: elaboración de los autores.

El índice de la tasa de cambio real se mantuvo estable en niveles relativamente altos, de tal forma que la devaluación compensó en parte la inflación interna (Gráfico 2.27). El nuevo sistema, además, probó ser resistente a eventos cruciales en la economía internacional que pusieron en jaque la estructura de los acuerdos de Bretton Woods, como la eliminación de la convertibilidad del oro en agosto de 1971, cuando el precio oficial del oro se estableció en USD 42,22 la onza troy, después de permanecer estable en USD 35 desde 1945, al tiempo que el precio no oficial del oro se triplicaba en los mercados internacionales. El dólar se devaluó entonces con respecto al oro en 12 % y en otro 1 % quince meses después (Wiesner 1978, p. 20). El esquema de tasas fijas y el patrón dólar oro entró en crisis en el mundo, y la demora de los países en adoptar un nuevo régimen de tasas fluctuantes

“significó una inundación de dólares en los mercados internacionales” (p. 20), en un muy poco tiempo se presentó un incremento muy grande en las reservas internacionales en el mundo y la inflación mundial fue “inevitable” (p. 20).

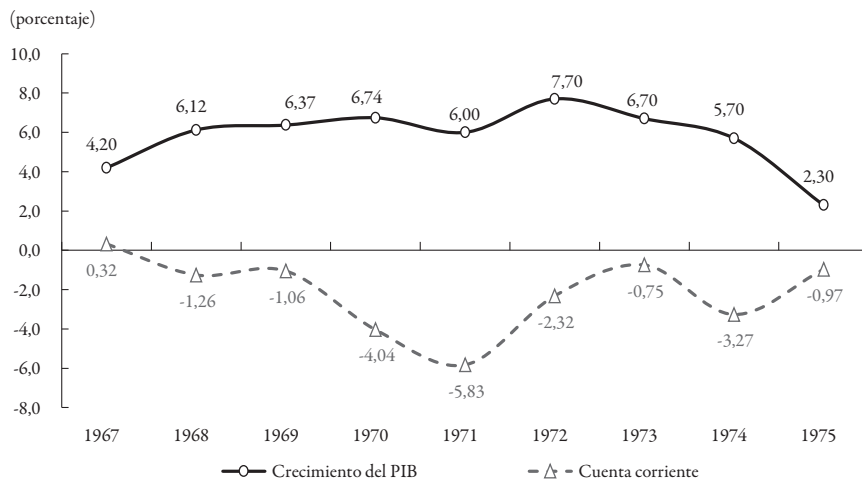
A los eventos monetarios y cambiarios de principios de los años setenta y la inevitabilidad de la inflación vino a sumarse en 1973 un remezón económico sin precedentes en el mundo cuando la elevación brusca del precio internacional del petróleo por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) alteró drásticamente el funcionamiento de las economías de Occidente y la geopolítica mundial. Como puede observarse en el Cuadro 2.7 y en el Gráfico 2.29, la cotización del petróleo subió de USD 1,21 por barril en 1970 a USD 2,81 en 1973, USD 10,97 en 1974 y a USD 36,87 en 1980. El alza del petróleo tuvo, además, un efecto deflacionario y recesivo en Estados Unidos. En Colombia el impacto inicial de la elevación del precio del petróleo no fue negativo, por cuanto en 1973 y 1974 el país era exportador del crudo, condición que perdería un par de años más tarde cuando, simultáneamente, el precio del café ascendió a niveles muy altos debido a una fuerte helada en los cafetales brasileños.

**GRÁFICO 2.29**  
**PRECIO DEL CAFÉ Y DEL PETRÓLEO**  
**1967-1975**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.30**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y CUENTA CORRIENTE**  
**1968-1975**



Fuente: elaboración de los autores.

Un aspecto relevante en el periodo 1967-1974 fue el dinamismo de las exportaciones diferentes al café. Su crecimiento promedio fue de 12,7 % en términos reales, su participación dentro de las exportaciones totales del país subió de 37 a 58 % y aquella en el PIB pasó de 8 % a 14 %. Diferentes estudios confirman que este auge estuvo relacionado con las medidas adoptadas en 1967, con la política cambiaria y los incentivos a la exportación por medio de estímulos fiscales, las facilidades de crédito y los acuerdos de importación/exportación conocidos como Plan Vallejo (Carrasquilla y Suescún, 1987, p. 254).

De 1973 en adelante, además, el mercado venezolano de bienes de consumo comenzó a crecer rápidamente por el impacto positivo de los precios del petróleo. Todo ello contribuyó a acelerar la diversificación de la base exportadora colombiana. El periodo 1967-1974 registró el mayor auge sostenido del crecimiento económico de la posguerra. El PIB no agrícola registró un crecimiento promedio anual de 7,1 %. Aparte del crecimiento de las exportaciones, se vio un impulso a la inversión pública y privada. Aquello ocurrió en un ambiente de creciente liquidez externa.

**CUADRO 2.7**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1967-1975**

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PESOS/DÓLARES)	ITCR (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES)
1967	14,54	70,56	4,20	149,40	0,32	7,30	41,14	660,36	879,00	464,31	1,33
1968	16,29	79,41	6,12	218,00	-1,26	6,55	41,33	839,60	1158,62	615,06	1,32
1969	17,32	81,84	6,37	257,00	-1,06	8,60	41,78	1469,15	988,15	647,87	1,27
1970	18,44	86,62	6,74	258,00	-4,04	6,78	54,01	681,82	1235,78	796,00	1,21
1971	19,93	85,68	6,00	265,00	-5,83	13,62	46,99	1272,45	574,36	892,00	1,69
1972	21,87	85,34	7,70	393,00	-2,32	14,01	52,33	392,97	-176,92	843,00	1,82
1973	23,64	79,21	6,70	524,00	-0,75	23,53	64,30	1669,55	1351,56	976,00	2,81
1974	26,06	76,97	5,70	448,00	-3,27	26,04	67,84	8128,19	4659,91	1502,00	10,97
1975	30,93	84,94	2,30	553,00	-0,97	17,70	67,41	3234,78	1599,06	1415,00	10,43

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República. Se refiere a la cotización de venta hasta 1969. A partir de 1970, se refiere a la cotización de compra y se conocía como la “tasa de cambio oficial”.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(11) Fuente: Banco Mundial, precio promedio anual.

En gran síntesis, en el periodo 1967-1975, Colombia inició un proceso sostenido de inserción en la economía internacional gracias a la ausencia de crisis cambiarias, a las reglas del Estatuto Cambiario (Decreto 444 de 1967) y a su estabilidad, lo cual permitió, además, aprovechar una coyuntura de expansión de la economía en el mundo occidental. Por primera vez fue posible en Colombia compatibilizar el manejo de corto plazo de la economía con la búsqueda de objetivos de más largo alcance, como la diversificación de las exportaciones y la menor dependencia del café como producto de exportación.

## 2.10 LA BONANZA Y DESTORCIDA CAFETERA, 1976-1982

El periodo que transcurrió entre 1976 y 1982 fue testigo de una gran e imprevista bonanza externa de gran dificultad en su manejo y que puso a prueba el sistema cambiario vigente desde 1967. Terminó cuando el choque externo positivo llegó a su fin y se iniciaba otro, negativo, cuando las acciones contra la inflación en Estados Unidos, en particular el alza nunca conocida en la tasa de interés, dieron lugar a una recesión económica y desembocaron en la crisis de la deuda externa latinoamericana.

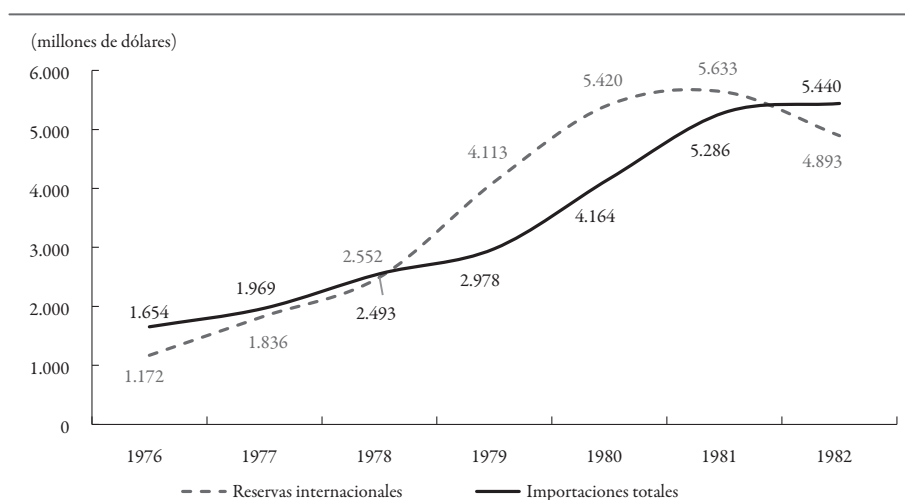
En agosto de 1974, Alfonso López Michelsen asumió la Presidencia de la República con un programa económico orientado a la estabilización de la economía para rebajar el ritmo inflacionario de los últimos dos años que superaba el 25 % anual. El programa incluía la reducción del déficit fiscal, el control de la oferta monetaria y el ordenamiento del sistema financiero. Su primera actuación fue decretar el Estado de Emergencia Económica –una figura incorporada en la Constitución mediante la reforma de 1968– bajo el cual se expidió una reforma tributaria estructural. Al mismo tiempo, se puso en práctica una política de austeridad en el gasto público, se aceleró el ritmo de la devaluación del peso y se redujo el subsidio tributario otorgado a los exportadores.

No habían surtido efecto las medidas de estabilización de la segunda parte de 1974 cuando se alteró de forma dramática el entorno externo, al sobrevenir la helada de los cafetales del Brasil a mediados de 1975 (véase el Gráfico 2.33). El precio internacional del café subió de USD 0,678 en 1974 a USD 2,366 en 1977. Las exportaciones del grano pasaron de USD 664 millones en 1975 a USD 1.470 millones en 1977 (véase el Gráfico 2.33). Y las reservas internacionales del país, que habían caído en 1974, empezaron a aumentar desde junio de 1975 para alcanzar cuantías nunca vistas en el país, USD 2.493 millones en 1978 y USD 5.633 millones en 1981, montos muy superiores a las importaciones totales del país (Gráfico 2.31). La acumulación de reservas trajo consigo una expansión de la base monetaria sin que las autoridades contaran con instrumentos efectivos para neutralizar el impacto sobre la inflación.

Las medidas iniciales para manejar los mayores ingresos de divisas se centraron en la política cafetera interna y en ampliar la importación de bienes. En febrero de 1976, el ministro de Hacienda recomendaba al presidente de la República ajustar el manejo de la política económica a la nueva realidad externa, “con el fin de asegurar que la mayor disponibilidad de divisas constituyera un estímulo al

crecimiento económico más bien que un factor de perturbación” (Botero-Montoya, 1976, p. 210-211) y recomendaba trasladar un número importante de productos del régimen de licencia previa al de libre importación, como elemento básico para racionalizar el manejo del sector externo, “eliminando un mecanismo de control de importaciones diseñado para circunstancias cambiarias totalmente diferentes” (p. 210).

**GRÁFICO 2.31**  
**RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES**  
**1976-1982**



Fuente: elaboración de los autores.

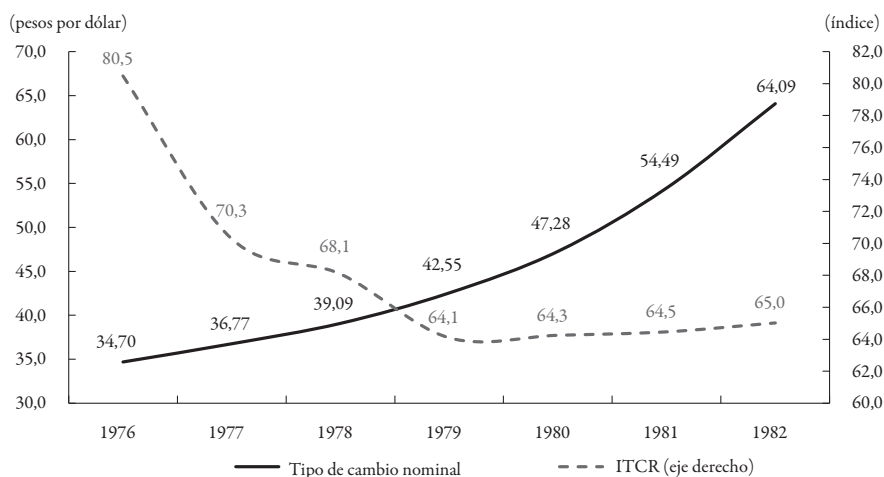
A pesar de los esfuerzos desplegados entre agosto de 1974 y diciembre de 1976 para controlar la inflación, el alza de los precios fue de 25,7 % en 1976 frente a 17,7 % en 1975, y la de expansión de los medios de pagos alcanzó el 35 % en 1976 (véase el Gráfico 2.34). La perspectiva para 1977 era de un desbordamiento de los precios a niveles del 40 % y más altos, debido al enorme ingreso de divisas y a las deficiencias en el abastecimiento de alimentos originadas en gran parte por una intensa sequía en el país.

En este contexto, comenzó entonces un debate sobre el sistema cambiario colombiano y, en general, sobre el manejo macroeconómico, sin que se pudiera evitar la aceleración de la inflación y la sobrevaluación cambiaria. La conclusión

de este debate fue que esta era una situación totalmente atípica y transitoria, y que, por tanto, no valía la pena desmontar el sistema de minidevaluaciones para hacer frente a la coyuntura. La verdad es que el país no había tenido en su historia un periodo con tal cantidad de reservas internacionales.

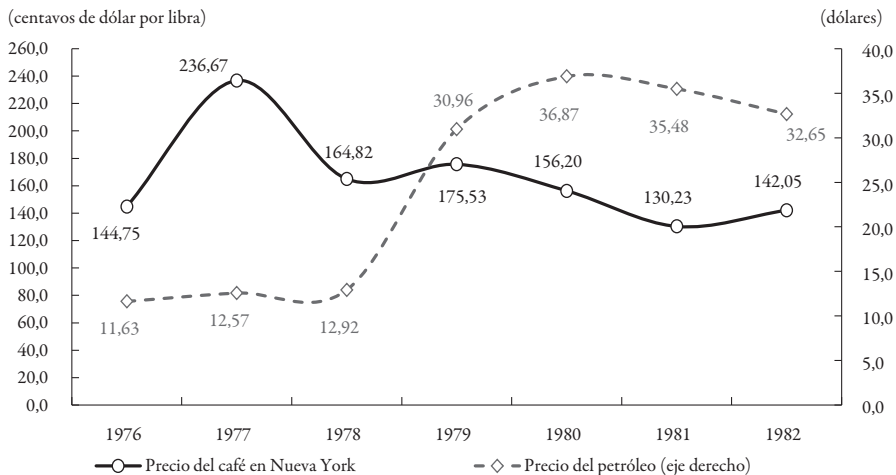
Vino, entonces, el relevo del ministro de Hacienda al finalizar 1976 y un cambio abrupto en el manejo de la política económica. En particular, el Gobierno desaceleró de manera sustancial el ritmo de devaluación del peso e introdujo, en abril de 1977, el mecanismo de los certificados de cambio con descuento para las exportaciones de café y de servicios, con el fin de diferir, primero por treinta días y después por noventa, la monetización de las divisas (Gráfico 2.32); con esto se redujo el costo efectivo de las divisas para la importación a un nivel inferior al de la tasa de cambio nominal; en la práctica no solamente se revaluó el peso en términos reales, sino que hubo una revaluación nominal. De hecho, como se consigna en el Gráfico 2.32, el índice de la tasa de cambio real (1994=100), que había subido a 84,94 en 1975, se desplomó a 64,10 en 1979.

**GRÁFICO 2.32**  
**TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1976-1982**



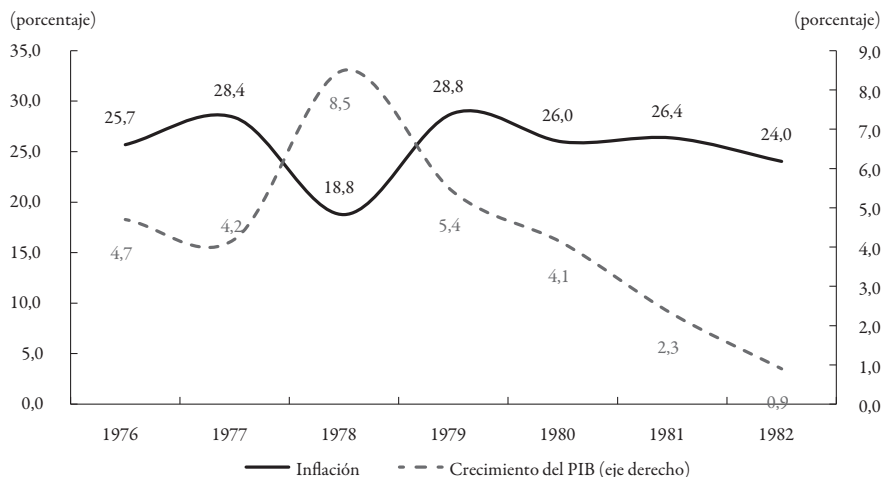
Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.33**  
**PRECIO DEL CAFÉ Y DEL PETRÓLEO**  
**1976-1982**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.34**  
**INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)**  
**1976-1982**



Fuente: elaboración de los autores.

A su turno, se estableció un encaje marginal del 100 % sobre los depósitos en cuenta corriente en los bancos comerciales para neutralizar completamente la expansión secundaria de los medios de pago, lo mismo que un encaje marginal del 100 % sobre las deudas en moneda extranjera. Y se dio marcha atrás en materia de política financiera al controlarse administrativamente las tasas de interés en las entidades financieras. La política monetaria también contempló el estímulo a los giros al exterior, la no contratación de nueva deuda externa pública y el control de los flujos de capital privado hacia el país, por la vía de mayores costos y de restricciones administrativas.

Por su parte, la política cafetera fue objeto de modificaciones en la retención y en el impuesto *ad valorem* para morigerar su impacto sobre la tasa de cambio, las reservas y la demanda interna. De hecho, como se analiza más adelante, los instrumentos de la política cafetera fueron los únicos efectivamente capaces de neutralizar los impactos monetarios de la bonanza externa.

El tratamiento del choque permitió compensar parcialmente el efecto monetario de la acumulación de reservas internacionales y rebajar gradualmente el crecimiento de los índices de precios después de que, tanto los medios de pago como los precios, alcanzaran un pico en junio de 1977 (Caballero-Argáez, 1987, pp. 139-140).

Las autoridades no contemplaron reformar el sistema cambiario vigente desde 1967, aunque en esta época se comenzaron a poner en duda las bondades del Decreto 444. No tuvo lugar, además, una discusión de fondo sobre la conveniencia de modificar, aunque fuera temporalmente, los mecanismos cambiarios, aun cuando algunos de los economistas de Fedesarrollo consideraban desde mediados de 1976 que “en una estrategia centrada en dejar operar las fuerzas del mercado no se podía mantener un rígido control de cambios”<sup>57</sup>.

El temor del Gobierno, sin duda, fue el impacto de una revaluación nominal del peso sobre las exportaciones, situación que se dio de todas maneras por la vía de la revaluación real que tuvo lugar. Para Eduardo Wiesner (1978), la revaluación, producto del abandono del control de cambios, corría “el riesgo de valorizar una moneda cuya estructura económica subyacente no había sido mejorada realmente por causa permanente” (p. 207), por lo cual, si bien al mantener el control se corría el riesgo de “fuertes presiones inflacionarias al monetizarse el aumento

<sup>57</sup> Carta enviada en enero 15 de 1977 por Roberto Junguito a Carlos Caballero, quien para la época se encontraba estudiando en Estados Unidos.

de las reservas internacionales [...]. 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” (p. 207). En retrospectiva, una consecuencia de haber adoptado la estrategia que se siguió fue su impacto sobre la operación del sistema financiero, que daría lugar en los años ochenta a una profunda crisis financiera.

En el análisis del incremento notable de los ingresos de divisas al país, entre 1975 y 1979, no puede dejarse de lado el hecho de que al tiempo que las entradas al Banco de la República, por concepto de exportaciones de café, se multiplicaron por tres entre 1975 y 1979, las generadas por otras exportaciones prácticamente lo hicieron por dos veces. A su vez, en 1975, los ingresos de exportaciones de bienes fueron de USD 1.414 millones, en 1979 alcanzarían USD 3.050 millones y en 1980 la suma de USD 3.400 millones (Cuadro 2.8). Algo similar ocurrió con las exportaciones de servicios registradas en la balanza cambiaria del Banco de la República que se multiplicaron por seis veces entre 1974 y 1979, como resultado de los reintegros por ventas ilegales al exterior de productos originarios de Colombia (café, ganado, cemento y bienes de origen agrícola e industrial transados en las fronteras con Venezuela y Ecuador), de crecientes exportaciones de marihuana y cocaína, y de entradas subrepticias de capitales atraídos por las altas rentabilidades del mercado local, en especial desde 1977, cuando se desaceleró la tasa de devaluación (Junguito-Bonnet y Caballero-Argáez, 1978)<sup>58</sup>. Todos estos comportamientos incidieron para que la relación entre las exportaciones y el PIB, que había registrado su nivel más bajo de 11,4 %, en 1965, subiera gradualmente hasta superar el 18 % en la segunda mitad de los años setenta y para que la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojara un superávit promedio de 1,36 % del PIB entre 1976 y 1980 (Caballero-Argáez, 1987, p. 155).

En medio de la abundancia inusitada de ingresos de divisas, la bonanza externa no condujo a mayores tasas de crecimiento de la economía colombiana. Con excepción de la cifra de 1978, cuando el PIB se incrementó en 8,5 %, el promedio anual del crecimiento en el periodo 1975-1982 fue de 4,05 %, inferior al del periodo 1967-1974, que estuvo impulsado por la expansión de las exportaciones menores. La fuerte contracción fiscal compensatoria que se puso en vigencia en 1977, 1978 y 1979, y la crisis del sector productor de alimentos, se combinaron para generar este paradójico resultado. El superávit en la cuenta

<sup>58</sup> En este trabajo se construyó una balanza cambiaria *negra* para el periodo 1970-1977 que mostró, también, una creciente acumulación de reservas.

corriente de la balanza de pagos se destinó al pago de la deuda externa y a la acumulación de reservas internacionales, es decir, al ahorro en el exterior.

Con posterioridad al pico del precio del café en 1977, se presentó una tendencia a la baja, a pesar de que durante 1978 y 1979 se registraron pequeñas heladas en los cafetales de Brasil, por lo cual el precio no se descolgó como sí había ocurrido después del alza del precio en 1954. Además, en los años cafeteros 1978-1979 y 1979-1980, el país exportó volúmenes de café sin precedentes y pudo rebajar las existencias. Adicionalmente, en 1979 Colombia lideró la conformación de un acuerdo de productores y de un esquema de intervención en el mercado de futuros de café que tenía como propósito mantener, en lo posible, la cotización externa del grano. El esquema no pudo mantenerse sino hasta el primer semestre de 1980, cuando el precio comenzó a descender más rápidamente. La situación propició la búsqueda de un nuevo convenio entre productores y consumidores para el año cafetero 1980-1981 en el seno de la Organización Internacional del Café, restableciéndose el Pacto, que había dejado de operar en 1976. Llegó así a su fin la bonanza cafetera. En 1981 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró nuevamente un déficit, que se amplió de manera notable en 1982, alcanzando el 7,4 % del PIB. El aumento de reservas de 1980 y 1981 tendría su origen en endeudamiento externo público y privado, por lo cual se alertaba sobre la necesidad de “emprender un nuevo esfuerzo de promoción de las exportaciones” (Fedesarrollo, 1981, p. 76).

La administración de Julio César Turbay Ayala, que se inauguró en agosto de 1978, diseñó una estrategia económica diferente a la de su predecesor; su elemento fundamental fue poner en marcha un amplio programa de obras públicas. Sin embargo, la estructura de las finanzas públicas no permitía cubrir los gastos de inversión del Gobierno con ingresos tributarios. Por ello, fue necesario financiar un creciente déficit fiscal con recursos del endeudamiento externo, que eran amplios en la banca internacional de ese momento por el *reciclaje* de los recursos de los países productores de petróleo por medio del sistema financiero de Occidente, cuyos centros más importantes se encontraban en Nueva York y en Londres.

La política económica se concentró en usar todas las herramientas para compensar la expansión monetaria generada otra vez por el incremento de las reservas internacionales. Con este propósito se aceleró la liberación de las importaciones y se ejecutó una política monetaria contraccionista con elevación de las tasas de interés. La consecuencia fue la aceleración de la inflación que había logrado reducirse a 18,8 % en 1978, pero alcanzaría niveles superiores a

25 % entre 1979 y 1981 (Gráfico 2.34). Adicionalmente, la actividad productiva perdió su dinamismo a partir de 1981, se amplió el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, se gestó un déficit fiscal que en 1980 equivalía al 2,8 % del PIB y el saldo de la deuda pública externa más que se duplicó entre 1978 y 1982, pues pasó de representar un 20 % del PIB en el primero de estos años a constituir un 35 % en el segundo (Caballero-Argáez, 1987, p. 141).

**CUADRO 2.8**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1976-1982**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES)
1976	34,70	80,49	4,70	1.172,0	1,23	25,68	144,75	7.187,0	3.509	1.654	11,63
1977	36,77	70,29	4,20	1.836,0	2,00	28,37	236,67	1.955,0	4.994	1.969	12,57
1978	39,09	68,09	8,50	2.493,0	1,42	18,77	164,82	19.508,0	14.600	2.552	12,92
1979	42,55	64,10	5,40	4.113,0	1,83	28,80	175,53	7.412,0	7.369	2.978	30,96
1980	47,28	64,25	4,10	5.420,0	0,31	25,96	156,20	2.883,0	5.710	4.164	36,87
1981	54,49	64,47	2,30	5.633,0	-4,73	26,35	130,23	-1.394,0	-1.525	5.286	35,48
1982	64,09	65,03	0,90	4.892,6	-7,40	24,03	142,05	-13.932,0	-12.255	5.440	32,65

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(11) Fuente: Banco Mundial (2022), precio promedio anual.

En este sentido, la bonanza cafetera y la acumulación de reservas internacionales en la segunda mitad de los años setenta, en medio de las dificultades propias

de la conducción de la economía sin modificar el sistema cambiario vigente desde 1967, requirieron de las autoridades una concentración en el manejo de corto plazo que vino a interponerse en la continuidad del modelo adoptado en la administración Lleras Restrepo que buscaba, en 1974, un funcionamiento más libre del mercado, el equilibrio en las finanzas del sector público y la intervención del Estado para apoyar a los grupos más pobres de la población. El sistema cambiario no era, ciertamente, el apropiado para el manejo de una coyuntura externa de bonanza, como sí lo había sido para enfrentar los problemas generados por la situación opuesta; es decir, la de bajos precios internacionales del café, no disponibilidad de recursos externos de crédito o ayuda internacional, y estrechez de reservas internacionales.

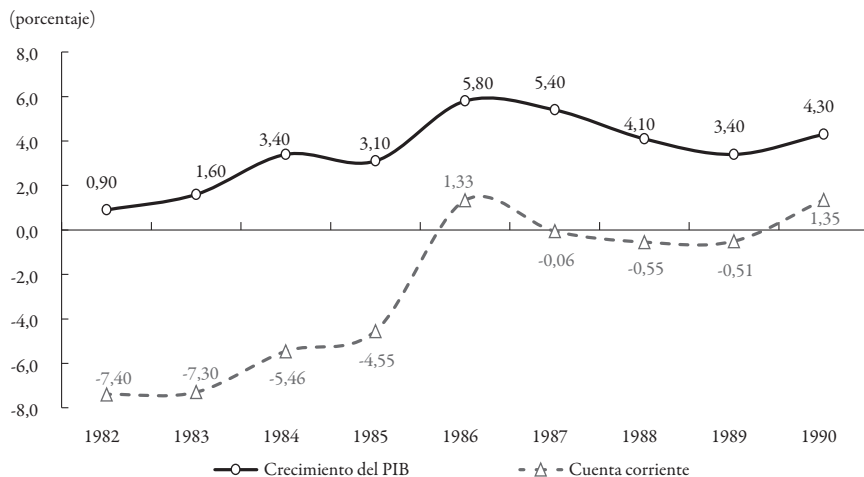
## **2.11 1982-1990: LA CRISIS DE LA DEUDA Y EL AJUSTE CAMBIARIO**

La economía de Colombia, como la de América Latina, sufrió un nuevo choque externo, de signo contrario al que había experimentado en los años setenta, al iniciarse la década de los ochenta del siglo XX. La decisión de la autoridad monetaria de Estados Unidos de poner fin al proceso inflacionario que se venía registrando desde finales de los años 1960 dio lugar a que el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) pusiera en marcha en 1979 una política monetaria contraccionista, con la elevación notable de las tasas de interés y la consecuente recesión en la actividad económica en el país del norte y en los industrializados.

El impacto de la nueva política irradió con fuerza en toda la región. Cayeron los precios de los productos básicos como el café, el cuál bajó de USD 1,76 en 1979 a USD 1,30 en 1981 (véase el Gráfico 2.37). Y se incrementó el costo del servicio de la deuda de los países de América Latina, que se habían endeudado en los setenta aprovechando la liquidez generada por los excedentes de los países petroleros y ofrecida con avidez por la banca internacional. En 1981 se reforzó el ciclo alcista de las tasas de interés. Esto agravó los déficits en la cuenta corriente de los países endeudados, al disparar los pagos al exterior por concepto de intereses (Gráfico 2.35). El flujo de capitales cambió de dirección; comenzaron a salir los capitales de la región, lo cual dificultaba, aún más, cumplir con los compromisos externos. Estalló entonces la que se conocería como la crisis de la deuda externa de América Latina: dieciocho países se encontraron en una situación en

la cual les era imposible pagar su deuda. Crisis que, a su vez, dio lugar a que la de los años ochenta se convirtiera en una *década perdida* para la región<sup>59</sup>.

**GRÁFICO 2.35**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE**  
**1982-1990**



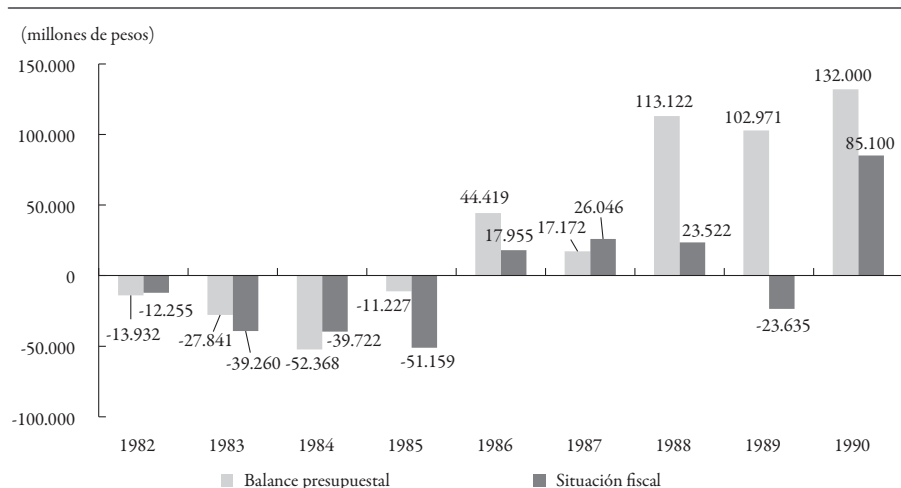
Fuente: elaboración de los autores.

La administración Turbay, que había previsto como necesario ejecutar un programa económico para mantener el nivel de la demanda agregada al finalizar la bonanza, aplicó, en efecto, una política expansionista. Pero, en lugar de mejorar las condiciones, se deterioraron: el déficit fiscal se amplió (Gráfico 2.36); la tasa de cambio continuó revaluada; la cuenta corriente de la balanza de pagos, que había sido superavitaria desde 1976 y se encontraba en equilibrio en 1980, se desajustó enormemente abriéndose hasta 7,4% del PIB en 1982 por el crecimiento de las importaciones –que se habían liberado en la bonanza–; la economía comenzó a depender excesivamente del crédito externo; y “se desató

<sup>59</sup> Aunque dentro de los dieciocho países se cuenta a Colombia, para José Antonio Ocampo (2014) la crisis colombiana no fue tanto de endeudamiento externo sino una perturbación fuerte de la balanza de pagos y una crisis financiera.

una crisis financiera de proporciones insospechadas y completamente desconocidas en el país” (Caballero-Argáez, 1987, p. 177).

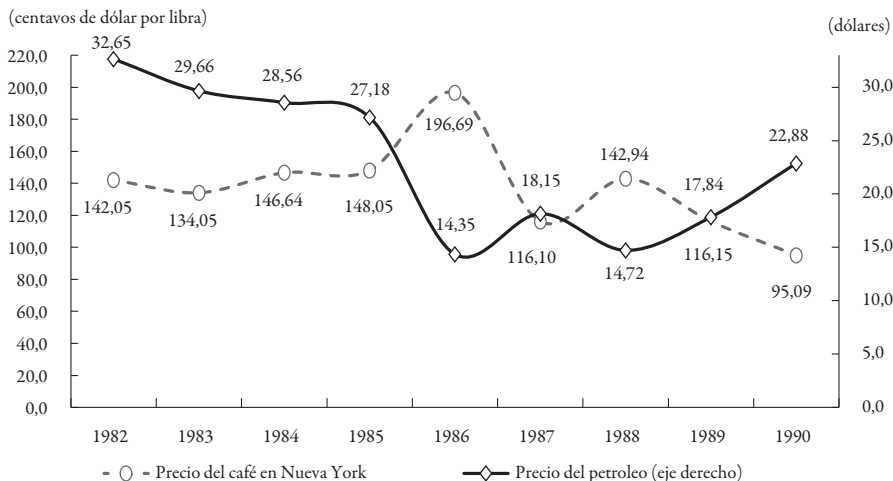
**GRÁFICO 2.36**  
**BALANCE PRESUPUESTAL Y SITUACIÓN FISCAL**  
**1982-1990**



Fuente: elaboración de los autores.

En medio de la crisis financiera doméstica, exacerbada por el cierre del Banco Nacional en junio de 1982 por la Superintendencia Bancaria, el 7 de agosto se posesionó Belisario Betancur como presidente de la República. Una semana más tarde México declaró la moratoria de su deuda externa. De esta manera se conjugaron las dos crisis: la financiera interna y la económica externa. El ejemplo de México se extendió a otros países –Brasil, Argentina y Venezuela, entre otros– que iniciaron procesos de reestructuración de sus deudas con la banca internacional. Esta situación obligó al nuevo gobierno a actuar en varios frentes simultáneamente. Sin embargo, tardó en asimilar la magnitud de la crisis externa. Tal vez porque todavía se contaba con un alto nivel de reservas internacionales, cerca de USD 5.000 millones, y porque era difícil para un país que había experimentado la bonanza externa más espectacular de su historia, caer en cuenta de que las circunstancias habían cambiado dramáticamente y que los planes de un nuevo gobierno no podrían desarrollarse como se deseaba.

**GRÁFICO 2.37**  
**PRECIO DEL CAFÉ Y DEL PETRÓLEO**  
**1982-1990**



Fuente: elaboración de los autores.

En los meses iniciales de la nueva administración, la política económica se orientó a la promoción de las exportaciones, a revertir el proceso de liberación de importaciones del gobierno anterior y a acelerar el ritmo de la devaluación del peso frente al dólar<sup>60</sup>. En febrero de 1983, otro choque externo se hizo sentir: Venezuela adoptó un programa de ajuste de su economía que incluyó la devaluación del Bolívar y el establecimiento de tasas de cambio diferenciales. Ecuador procedió de manera similar<sup>61</sup>.

<sup>60</sup> En 1982 se aprobó la Ley 97 de 1982, una ley marco de comercio exterior con un conjunto de disposiciones para fomentar las exportaciones y controlar las importaciones. Se sustituyeron los certificados de abono tributario (CAT) por los certificados de reembolso tributario (CERT), más acordes con la normatividad del GATT, acuerdo al cual Colombia se había adherido en 1973. Se modificó, igualmente, el régimen de zonas francas, poniéndoles requisitos de exportación y evitando que los productos fabricados en ellas pudieran comercializarse en el mercado interno. Se hizo más ágil el Plan Vallejo y se crearon los derechos compensatorios para enfrentar prácticas desleales de comercio. Y mediante una serie de decretos reglamentarios se fijaron los niveles del CERT por productos buscando compensar con los porcentajes de 15 %, 10 % y 5 % la devaluación del dólar en el precio final del producto.

<sup>61</sup> Ecuador devaluó 56 % durante 1982 y Venezuela 40 % en 1983.

Los eventos de los países vecinos hicieron más visible el problema externo. No obstante, la política continuó recayendo en el uso de un sinnúmero de instrumentos mientras se llevaba a cabo el ajuste gradual de la tasa de cambio. Se reforzaron los mecanismos del control de cambios, se incrementaron los subsidios a las exportaciones, se elevaron los aranceles, se impuso un tope mensual a la aprobación de licencias de importación y, en abril de 1983, el Gobierno transfirió en forma masiva productos de lista de libre importación a la de licencia previa y prohibida importación. Igualmente, el Gobierno intentó obtener nuevos recursos de crédito externo con la banca internacional haciendo un esfuerzo por diferenciar el caso de Colombia del resto de países, pero se enfrentó a la dura realidad del cierre del mercado internacional de capitales. La contratación de un préstamo por USD 210 millones fue tortuosa y desgastó al primer ministro de Hacienda del presidente Betancur.

En el campo del café también se llegó a una situación crítica en 1983 por la acumulación de existencias que tuvo que realizar el Fondo Nacional del Café lo cual implicó una pesada carga financiera para la entidad que acudió al endeudamiento externo de corto plazo, el cual se elevó a USD 550 millones en diciembre de 1984, después de no contabilizar pasivos externos a principios de 1981. Entre este último año y 1983 se debilitaron fuertemente las finanzas del Fondo por la baja de los precios internacionales del café, la revaluación del peso y el aumento de la deuda tanto externa como interna. En estas circunstancias fue necesario rebajar el precio interno de compra del café.

Todas las acciones del Gobierno durante 1983 no lograron reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que apenas disminuyó marginalmente ubicándose al finalizar el año en 7,3 % del PIB (Gráfico 2.35). La cuenta de capitales fue negativa en 1983, en gran parte

como resultado de la falta de confianza de los acreedores internacionales y de unas expectativas exacerbadas de devaluación dentro y fuera del país. [...] No pudo entonces contenerse la aparatosa caída de las reservas internacionales: USD 1.723 millones en 1983, equivalentes a un 35 % con respecto al nivel al concluir 1982. (Caballero-Argáez, 1987, p. 189)<sup>62</sup>

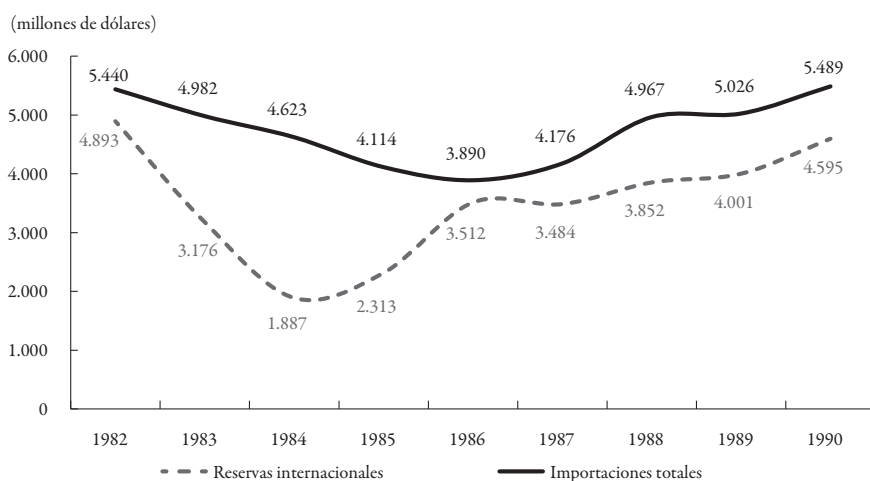
A principios de 1984 era generalizado el clamor de la opinión pública para que se actuara más agresivamente en la reducción del déficit externo, en frenar la baja de las reservas internacionales y en evitar una ‘anunciada’ crisis cambiaria. Las reservas continuaron cayendo a lo largo del primer semestre de 1984; a mediados

<sup>62</sup> Al finalizar 1983 las reservas internacionales eran USD 3.175,7 millones.

del año se ubicaban alrededor de USD 1.700 millones, lo cual acentuó la desconfianza (Gráfico 2.38):

se amplió la diferencia entre la tasa de cambio paralela y la oficial, se aumentaron los giros de las importaciones ante las expectativas de devaluación y la banca internacional hizo más intenso el recorte de las líneas de crédito de corresponsales a la banca nacional. (Caballero-Argáez, 1987, p. 190)

**GRÁFICO 2.38**  
**RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES**  
**1982-1990**



Fuente: elaboración de los autores.

En julio de 1984 tuvo lugar el cambio del ministro de Hacienda y el replanteamiento de la política económica global, dentro del cual el refuerzo del ajuste externo pasó al primer lugar en la agenda pública, siempre en adecuada coordinación con la política fiscal, con la política monetaria y con el fortalecimiento del sector financiero. Para el nuevo ministro:

Antes que fundamentarse en bases teóricas, la secuencia escogida obedecía a principios políticos y pragmáticos. Primero que todo se consideró que la experiencia colombiana con las minidevaluaciones era buena y que resultaría efectivo hacer, por lo tanto, un ajuste cambiario más acelerado, pero gradual. Iniciar con una devaluación masiva podría tener impactos adversos en las expectativas y aún dificultar el proceso de negociación de la política fiscal en el Congreso. De otro lado, la concentración del equipo económico tenía

que ejercerse en el área fiscal pues el 20 de julio se iniciaban las labores del Congreso y allí debería presentarse el presupuesto para 1985 así como los proyectos de tipo fiscal requeridos [...]. La secuencia de las medidas adoptadas resultó excepcionalmente efectiva y digna de estudiarse desde el ámbito teórico económico. (Junguito-Bonnet, 1986, pp. 10-11)

Se optó, entonces, por una etapa inmediata de aumento de los ingresos tributarios y de control estricto del gasto público para, en una segunda, acelerar el ritmo de la devaluación del peso, y mantener el mecanismo de los ajustes graduales del sistema cambiario vigente. Al tiempo, se abrieron conversaciones con los bancos internacionales para obtener nuevos recursos de crédito externo y se reforzaron las políticas de restricción de las importaciones, de control de los giros al exterior, de estímulo a las exportaciones y de aceleración de los reintegros de divisas al Banco de la República.

Siguiendo la secuencia, en el segundo semestre de 1984 se elevaron los aranceles en un 15 % en agosto, y al finalizar el año, como parte de la legislación fiscal en el Congreso, se aprobó una sobretasa del 8 % sobre las importaciones de manera generalizada, incluyendo las empresas del Estado, con excepción única de los fertilizantes y los alimentos. Se redujo a un mínimo el presupuesto de licencias de importación y se convino con el Banco Mundial un crédito de USD 300 millones para financiar las importaciones requeridas para producir bienes destinados a la exportación, liberando del régimen de licencias todas esas materias primas. En noviembre, la Junta Monetaria estableció plazos mínimos para los giros al exterior, lo cual obligaba a los importadores a obtener crédito por un mínimo de seis meses y, en el caso de los bienes de capital, por tres años<sup>63</sup>.

Gran parte del ajuste económico recayó sobre el manejo de la tasa de cambio (véase el Gráfico 2.40). Aunque el ritmo de la devaluación se había acelerado desde el segundo semestre de 1982 y el índice de la tasa de cambio real había comenzado a recuperarse en 1983, la revaluación del dólar y las devaluaciones en Venezuela y en Ecuador compensaban el esfuerzo que se estaba haciendo para volver a niveles altos de la tasa de cambio real. Era necesario, por tanto, acelerar el ritmo de la devaluación.

La meta de las autoridades se fijó, “de manera relativamente arbitraria”, en palabras del ministro Junguito-Bonnet (1986),

[en] lograr la paridad real cambiaria de 1975 en el curso de 1985, nivel que correspondía a la mayor competitividad que se había logrado en Colombia en las últimas décadas. Además, se acordó utilizar como

<sup>63</sup> De acuerdo con el ministro, “parecía necesario reforzar las medidas de control al comercio exterior para dar el tiempo necesario a que operara la tasa de cambio como instrumento de control” (Junguito-Bonnet, 1986, p. 30).

critorio para el ajuste el ir gradualmente, en el curso del año, incrementando la tasa real. (p. 30)

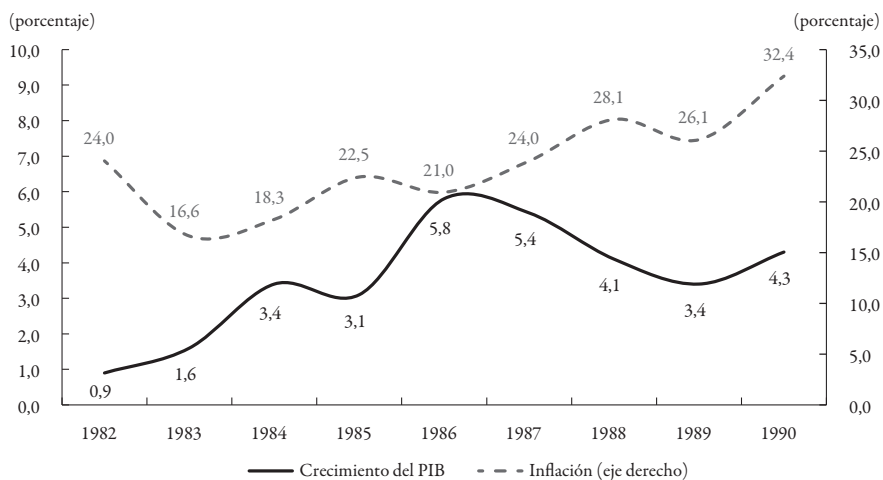
Esta estrategia se decidió entre el presidente de la República, el ministro de Hacienda y el gerente del Banco; debería ejecutarse por parte del Emisor mediante ajustes diarios que tuvieran en cuenta en cada mes la tasa de inflación interna, la internacional y las paridades entre el dólar y las monedas que comerciaban con Colombia (p. 30).

De acuerdo con los cálculos del ministro, la meta se cumplió en octubre de 1985 cuando el índice de la tasa de cambio real llegó a 100. La devaluación real durante los doce meses del año fue cercana al 30 % mediante el ajuste nominal de 51,2 % y una inflación interna de 22,45 % (gráficos 2.39 y 2.40). Al concluir el año la balanza comercial era superavitaria por primera vez desde 1980, el déficit en cuenta corriente se había reducido a 4,55 % del PIB y las reservas internacionales registraban un incremento de USD 445,7 millones en el curso del año, como puede verificarse en el Cuadro 2.9.

Al tiempo, con el diseño y la ejecución de la política económica era urgente, a mediados de 1984, recuperar la credibilidad internacional del país y lograr la consecuente reapertura del crédito externo requerido para financiar en particular el proyecto carbonífero del Cerrejón Zona Norte y los programas de inversión de Ecopetrol. A pesar de la mejor posición de Colombia en cuanto a su situación económica y su endeudamiento externo en comparación con los otros países en crisis en la región, la realidad era que la desconfianza de la banca multilateral del FMI y de los bancos comerciales del exterior se había agudizado y, a mediados de 1984, era muy grande debido a la erosión de las reservas internacionales, la debilidad del sistema financiero y las dificultades que enfrentaban las principales empresas del país para cumplir oportunamente con el pago de sus deudas externas. Por esta razón, era indispensable adoptar las medidas de ajuste fiscal, monetario y cambiario y, simultáneamente, establecer algún tipo de relación con el FMI para asegurar que los bancos y las mismas entidades multilaterales facilitaran a Colombia los recursos financieros que se requerían<sup>64</sup>.

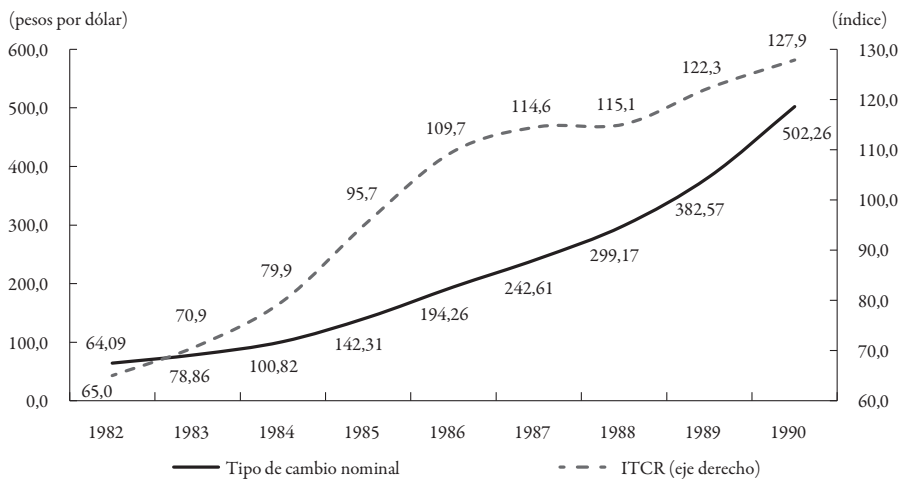
<sup>64</sup> El presidente Betancur, quien recordaba las tensiones con el FMI al iniciarse el gobierno del presidente Lleras Restrepo, era reacio a negociar un programa de *stand by* con el FMI. Por su parte, una misión de la entidad visitó a Colombia en julio de 1984 y entregó su informe al Gobierno en septiembre, en el cual respaldó el programa recién adoptado y, particularmente, el ajuste gradual de la tasa de cambio, motivo del conflicto histórico de 1966-1967. En la *Memoria del ministro*, Junguito-Bonnet presenta un completo relato y análisis sobre las relaciones con el Fondo, la banca multilateral, la banca comercial y el Banco de la Reserva Federal.

**GRÁFICO 2.39**  
**CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN**  
**1982-1990**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.40**  
**TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1982-1990**



Fuente: elaboración de los autores.

**CUADRO 2.9**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1982-1990**

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PESOS/DÓLARES)	ITCR (1994 = 100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD CTS./LB)	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO USD (DÓLARES)
1982	64,09	65,03	0,90	4.892,6	-7,40	24,03	142,05	-13.932,0	-12.255,0	5.439,5	32,65
1983	78,86	70,95	1,60	3.175,7	-7,30	16,64	134,05	-27.841,0	-39.260,0	4.981,9	29,66
1984	100,82	79,85	3,40	1.887,4	-5,46	18,28	146,64	-52.368,0	-39.722,0	4.623,2	28,56
1985	142,31	95,70	3,10	2.313,1	-4,55	22,45	148,05	-11.227,0	-51.159,0	4.113,6	27,18
1986	194,26	109,66	5,80	3.511,5	1,33	20,95	196,69	44.419,0	17.955,0	3.890,1	14,35
1987	242,61	114,58	5,40	3.483,5	-0,06	24,02	116,10	17.172	26.046	4.176,1	18,15
1988	299,17	115,07	4,10	3.851,8	-0,55	28,12	142,94	113.122	23.522	4.966,5	14,72
1989	382,57	122,30	3,40	4.001,0	-0,51	26,12	116,15	102.971	-23.635	5.026,5	17,84
1990	502,26	127,85	4,30	4.595,0	1,35	32,37	95,09	132.000	85.100	5.489,0	22,88

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República.

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(11) Fuente: Banco Mundial (2022), precio promedio anual.

En las primeras reuniones de las autoridades colombianas en Washington con el FMI y la banca multilateral en octubre de 1984, se evidenció la preocupación por la velocidad a la cual deberían realizarse los ajustes económicos para evitar una profunda crisis cambiaria. El Fondo, por su parte, recomendó negociar un programa formal, tipo *stand by*, con Colombia, lo cual condujo a explorar las implicaciones de un acuerdo de esa naturaleza sobre la economía colombiana y a establecer contactos políticos para explicar la estrategia de endeudamiento externo y sus restricciones. Al finalizar el año, el ministro y el equipo económico del Gobierno se reunieron en Nueva York con el comité

de los bancos acreedores del país y la banca insistió mayoritariamente en la necesidad del acuerdo *stand by*.

A lo largo del proceso de conversaciones, tanto en Washington como en Nueva York fue claro, sin embargo, que la estructura de la deuda externa y la conformación de deudores y acreedores no daban lugar, en ese momento, a plantear la reestructuración de sus plazos y condiciones. Tampoco se veía el país abocado a una crisis de liquidez. Lo que era crítico era la financiación de los proyectos mineros y petroleros, el fortalecimiento del sector financiero, y mantener la reputación de buen deudor de Colombia.

En estas condiciones, no resultaba urgente obtener el crédito del FMI; había margen de acción antes de llegar a un programa *stand by* con esta institución. Debía encontrarse, sin embargo, el mecanismo mediante el cual la banca suministrara los recursos, que contara con un esquema de vigilancia de la marcha de la economía en Colombia en 1985 y 1986. Después de prolongadas conversaciones entre las autoridades colombianas con las de Estados Unidos, con el Fondo Monetario, con el Banco Mundial y con el comité conformado por los bancos comerciales –que incluyeron al presidente de la República, quien visitó Washington en abril de 1985 para apoyar al ministro de Hacienda y a los delegados colombianos en la búsqueda de una solución que se ajustara a los requerimientos económicos y políticos colombianos–, el FMI aceptó la propuesta del gobernador del Banco de la Reserva Federal, el señor Paul Volcker, de llevar a cabo “una ‘monitoría’ del comportamiento de la economía junto con la declaración de intención de negociar eventualmente un *stand by* en caso de que la economía no se comportara según las previsiones, aceptándose así, implícitamente, la condicionalidad basada en resultados objetivos” (Junguito-Bonnet, 1986, pp. 75-76)<sup>65</sup>. Esta era la alternativa preferida por Colombia, pues no requería la firma de un acuerdo formal con el FMI, restricción política impuesta por el propio presidente Betancur.

Acordada la monitoría, el paso siguiente fue la negociación del préstamo con la banca internacional por valor de USD 1.000 millones, que se conoció popularmente como el *crédito Jumbo*, con destino principalmente a Carbocol (USD 423 millones), Ecopetrol (USD 200 millones), pero, también, para apoyo del sector financiero (USD 100 millones para el Banco de la República destinados a fortalecer el sector financiero) y de varios proyectos de inversión pública

<sup>65</sup> En esta *Memoria*, el ministro agradece al presidente de la República, al gobernador Volcker y a quienes apoyaron, hasta el último momento, la viabilidad de la monitoría como solución al problema que se enfrentaba.

(USD 277 millones)<sup>66</sup>. La firma del préstamo se realizó en diciembre de 1985, y su desembolso, a partir de 1986 cuando los bancos contaron con la información sobre el cumplimiento de los indicadores contemplados en la monitoría por parte del FMI.

A todas estas, un nuevo evento externo surgió de manera súbita: el alza en la cotización internacional del café provocada no por una helada, sino por una sequía que afectó los cafetales en el Brasil (Gráfico 2.37). El precio se disparó en diciembre de 1985 y enero de 1986, lo que planteaba una perspectiva para el nuevo año diametralmente opuesta a la que se había previsto, y la necesidad de acuerdos con los cafeteros para distribuir los excedentes que obtendría a lo largo del año el Fondo Nacional del Café y de replantear la política económica de corto plazo. Se diseñó, entonces, un nuevo programa acudiendo a los recursos de la inesperada bonanza “para financiar pagos anticipados de deuda externa de las entidades públicas, obtener dinero para el recién creado Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín), y para facilitar el esfuerzo de contracción monetaria” (Caballero-Argáez, 1986, pp. 193-194).

La economía colombiana, cuyo crecimiento se había reducido a 3,10% en 1985, se reanimó en 1986 en las nuevas circunstancias, y el PIB se incrementó 5,80% (Gráfico 2.39). Si bien el nuevo auge externo no alcanzó la magnitud que se preveía al iniciarse el año, los reintegros por exportaciones de café experimentaron un aumento del 60% con respecto a los de 1985, y fue posible rebajar la deuda externa del Fondo Nacional del Café. Por otro lado, se recuperó la autosuficiencia petrolera y se reinició la exportación del crudo. La cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un saldo en superávit por primera vez desde 1980 y las reservas internacionales aumentaron en cerca de USD 1.200 millones – superando la meta de USD 900 millones acordada en la monitoría con el FMI, esquema que llegó a su final en diciembre de 1986– y, al terminar 1986 se ubicaban en USD 3.511,5 millones (Gráfico 2.38).

A pesar de la recuperación de la economía, era evidente en 1986 la necesidad de poner en marcha una política de promoción de las exportaciones no tradicionales para evitar nuevas crisis externas. La realidad era que el comercio

<sup>66</sup> En la *Memoria*, el ministro recuerda también que, “paralelamente con las negociaciones del Gobierno con los bancos y los organismos internacionales de crédito, se estaban llevando a cabo las reestructuraciones de la deuda del Banco de Colombia y de empresas como Avianca, Coltejer, Paz de Río, etc., para las cuales resultaba crucial la utilización del mecanismo de la denominada Resolución 33 de la Junta Monetaria, después de los sucesivos ajustes a que esta fuera sometida a finales de 1984 y principios de 1985” (Junguito-Bonnet, 1986, p. 79).

exterior estaba muy regulado, con altos aranceles y controles a las importaciones. La economía era muy cerrada, lo cual se reflejaba en que la participación del comercio exterior en el producto era sensiblemente inferior a la de países similares –a razón exportaciones/PIB, era apenas de 12 %, mientras en Perú o Venezuela superaba el 20 %–. De ahí que Colombia no hubiera aprovechado el aumento de los flujos de comercio que trajo consigo la salida de la crisis de la deuda de América Latina.

Desde la segunda mitad de los años 1985, la economía creció a un buen ritmo: entre 1986 y 1989 el incremento promedio del PIB fue de 4,68 % (Gráfico 2.39). El precio internacional del café, que había alcanzado USD 1,96 por libra en 1986, comenzó a descender desde 1987 cuando logró reestablecerse el acuerdo internacional de cuotas, suspendido a raíz de la elevación de los precios en 1985 y 1986. Con todo esto, la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo hasta finales de la década con pequeños déficits que pudieron financiarse gracias a la exportación de petróleo y carbón, y a los ingresos por concepto de inversión extranjera directa. El régimen del ajuste gradual de la tasa de cambio –las minidevaluaciones–, se mantuvo hasta 1991 y el índice de la tasa de cambio real continuó elevándose. La inflación, sin embargo, que había subido a 24 % en 1987, alcanzó 28 % en 1988 (Gráfico 2.39). Al final de la década se debatía sobre la necesidad de abrir la economía no solamente para controlar la inflación, sino porque diversos estudios señalaron el rezago en la productividad.

En 1989 cayó el Muro de Berlín y se aceleró el proceso de globalización de la economía mundial; el comercio se expandía a tasas altas y Colombia permanecía cerrada con una perspectiva de bajo crecimiento futuro de la actividad productiva. En varios países de la región el debate era parecido ante el desarrollo exitoso de las economías asiáticas con crecimiento extraordinario de sus exportaciones; tanto, que en noviembre de 1989 un grupo de economistas de Estados Unidos y de América Latina se reunió para analizar el futuro de la región después de la crisis y se llegó al denominado Consenso de Washington, que contemplaba cambios en el modelo económico que había seguido la región para dejar atrás las crisis económicas y beneficiarse del comercio internacional. Entre los elementos de la estrategia que los expertos recomendaron ejecutar en los años noventa se contaban: mantener tasas de cambio *competitivas* y *estables*, llevar a cabo una apertura comercial para estimular las exportaciones, atraer inversión extranjera directa, privatizar las empresas del Estado, desregular para promover la competencia y respetar los derechos de propiedad.

En Colombia, entonces, se inició un proceso gradual de apertura comercial en la parte final del gobierno de Virgilio Barco, dentro del plan se contemplaban dos fases: durante la primera,

se llevarían al régimen de libre importación las posiciones arancelarias que no representan mayores problemas de competencia para la producción nacional, debido a la inexistencia de producción nacional o la alta protección natural de tales bienes. Adicionalmente, mediante el mecanismo de las subastas arancelarias se introduciría en forma controlada y gradual la competencia a la producción nacional en las demás posiciones, obteniendo adicionalmente, información útil para definir el nivel arancelario a aplicarse en el momento de su liberación definitiva. Se veía en las subastas las ventajas adicionales de eliminar la discrecionalidad y de permitirle al Gobierno captar por lo menos una parte de las rentas percibidas por los importadores. En la segunda fase, una vez culminado el proceso de liberación, se profundizaría el grado de competencia externa mediante una reducción sostenida del arancel hasta alcanzar el nivel de protección deseado. (Alarcón, 1994, p. 445)

En 1989, además, se puso fin al pacto internacional entre los países productores y consumidores de café, y el comercio del grano quedó sometido a las fuerzas del mercado, lo cual condujo al derrumbe del precio internacional que en 1990 fue de USD 0,95 por libra después de catorce años de cotizarse en un nivel promedio de USD 1,38 por libra (Gráfico 2.37). El Gobierno colombiano decidió acelerar el ritmo de la devaluación del peso para estimular las exportaciones diferentes al café, compensar la caída de los ingresos cafeteros y crear condiciones que facilitarían la reducción de aranceles que traería consigo la apertura comercial. El índice de la tasa de cambio real subió a 128 en 1990 y la inflación, que venía en ascenso, se elevó en ese año a 32,3 % (Gráfico 2.40 y Cuadro 2.9).

Concluyó de esta manera la década turbulenta de los ochenta en Colombia. Se había superado exitosamente la crisis externa de la primera mitad de la década, lo mismo que la profunda crisis financiera cuyo manejo había implicado tanto la creación del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras como la nacionalización de algunas entidades financieras. La economía se había ajustado en sus cuentas internas y externas, y los cambios regionales y mundiales imponían nuevas condiciones para su manejo en los años por venir.

## **2.12 LOS AÑOS 1990: LA TRANSICIÓN HACIA LA FLEXIBILIDAD CAMBIARIA**

Los años 1990 constituyeron un periodo de cambios institucionales, reformas y modificaciones en el manejo de la política económica del país, con consecuencias muy profundas de corto, mediano y largo plazo. Si bien en el primer semestre del gobierno de César Gaviria, en la legislatura que se inició en 1990, se adoptaron en el Congreso y en el Ejecutivo un conjunto de reformas estructurales que modificaban en su esencia la manera de formular y conducir la política económica; la expedición de la nueva Constitución en 1991 constituiría el mayor de todos los cambios y, en particular, el hecho de que la nueva Carta hubiera ordenado la reforma de la estructura institucional y las competencias del Banco de la República.

Desde 1991 hay, entonces, un mandato constitucional al Banco de la República que le permite desarrollar sus funciones de banco central con autonomía e independencia frente al Gobierno Nacional, y gracias al cual se han obtenido, con mayor eficacia, resultados en materia macroeconómica, bien en el control de la inflación, bien en la formulación y ejecución de política monetaria anticíclica, posibilidad con la cual no había contado en su historia anterior y que le iba a ser de gran utilidad en los siguientes treinta años para responder al impacto de los choques externos de una u otra índole, negativos y positivos, sobre la economía colombiana.

En su discurso de posesión el 7 de agosto de 1990, el presidente Gaviria explicó las razones por las cuales el país debería “avanzar en un proceso de internacionalización de la economía colombiana” y planteó la necesidad de la “apertura” de la economía con el fin de apoyar “el crecimiento de las exportaciones”, para, “exportar más, importar más, producir más, hacer más rica nuestra economía y así generar más empleo”. El proceso de apertura sería gradual, y no se aplicaría “el tratamiento de choque de otros países latinoamericanos porque no tenemos la crisis que allí ha impuesto situaciones de tal naturaleza” y, en segundo lugar, porque una política de esa naturaleza, “que trae efectos tan benéficos en el mediano plazo, puede tener, a corto plazo, consecuencias sobre el crecimiento y el empleo, que ni queremos ni se justifica asumir” (Gaviria-Trujillo, 1992, pp. 22-23).

A renglón seguido, el mandatario anunció la reforma del Estatuto Cambiario “que le ha brindado al país un marco que ha contribuido significativamente al desarrollo del comercio exterior y a la estabilidad cambiaria” y añadió que se abandonaría

la pretensión de controlarlo todo en este campo, ajena a la realidad de una economía que es ahora más grande, más diversificada y más sólida que aquella que fue objeto del estatuto vigente. Así lo impone el desarrollo de nuestro comercio exterior y el de los mercados financieros de bienes y servicios. (Gaviria-Trujillo, 1992, p. 23)

La verdad es que el proceso había comenzado desde el gobierno anterior. En febrero de 1990, el Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) aprobó un cronograma para la liberación comercial que, como paso inicial, incrementó las posiciones arancelarias en libre importación y eliminó de manera definitiva la licencia previa de importación (Departamento Nacional de Planeación [DNP], 1990). Por su parte, el programa de reducción de aranceles contemplaba alcanzar gradualmente un arancel nominal del 16% en el término de cuatro años, cuando en los inicios de 1990 esa tarifa era de 38,6%. Así, en el cuarto trimestre de 1990 se dictaron las primeras medidas de rebaja arancelaria, de reducción de la dispersión y de eliminación de la sobretasa sobre las importaciones (Hommes, Montenegro-Trujillo y Roa, 1994, pp. 34-36).

Simultáneamente con las anteriores medidas de apertura comercial, el Congreso Nacional aprobó la Ley 9 de 1991 que derogó el Decreto-Ley 444 de 1967 y que, de cierta manera, lo reemplazó como norma cambiaria fundamental y otorgó “a la autoridad monetaria una gran autonomía para utilizar de manera amplia los instrumentos y el régimen de tipo de cambio necesario para ejercer sus actividades” (Wiesner, 1978, p. 56). Fue una liberación cambiaria en el sentido de que el régimen cambiario dependería de las decisiones adoptadas por la autoridad para responder a las circunstancias de cada coyuntura.

El espíritu de la ley fue generar un marco flexible y preservar la potestad del Estado sobre el régimen cambiario. De ahí que no se hubieran eliminado posteriormente todas las disposiciones del control de cambios, aunque claramente la ley suprimió el monopolio del Banco de la República sobre las transacciones cambiarias, se eliminó la licencia de cambio requerida por los agentes para realizar cualquier transacción en moneda extranjera, y se descentralizó el régimen, al vincular al sector financiero a la realización de la mayoría de las operaciones de cambio exterior. La Ley 9 de 1991 estableció, igualmente, el régimen para la inversión extranjera, al consagrar la igualdad entre los inversionistas nacionales y los extranjeros, lo mismo que nuevas normas de utilidades y otros pagos en divisas por parte de las empresas multinacionales para mejorar la competitividad de las inversiones extranjeras en Colombia. Adicionalmente, la Ley puso orden en el tratamiento tributario cafetero que se había ido aplicando de manera informal, con posterioridad a la bonanza cafetera de los años setenta mediante disposiciones de la Junta Monetaria.

Las nuevas circunstancias internacionales después de la caída del Muro de Berlín en noviembre de 1989, del Plan Brady para poner fin a la crisis de la deuda de América Latina adoptado en 1989, de la recesión de la economía de Estados Unidos, y la confianza que generó el programa económico del nuevo gobierno en Colombia, junto con las reformas introducidas en sus primeros meses, condujeron a un notable incremento del flujo de capitales hacia el país, estimulado, además, por el diferencial de las tasas de interés entre el exterior y las internas. Las reservas internacionales, que habían alcanzado en 1989 los USD 4.001 millones se elevaron a USD 6.499,9 millones al terminar 1991. La cuenta corriente, ligeramente negativa entre 1987 y 1989, cambió de signo y en 1991 fue positiva en 5,6% del producto interno bruto (PIB), al tiempo que el precio internacional del café descendía a USD 0,90 por libra en 1991 y a USD 0,69 en 1992.

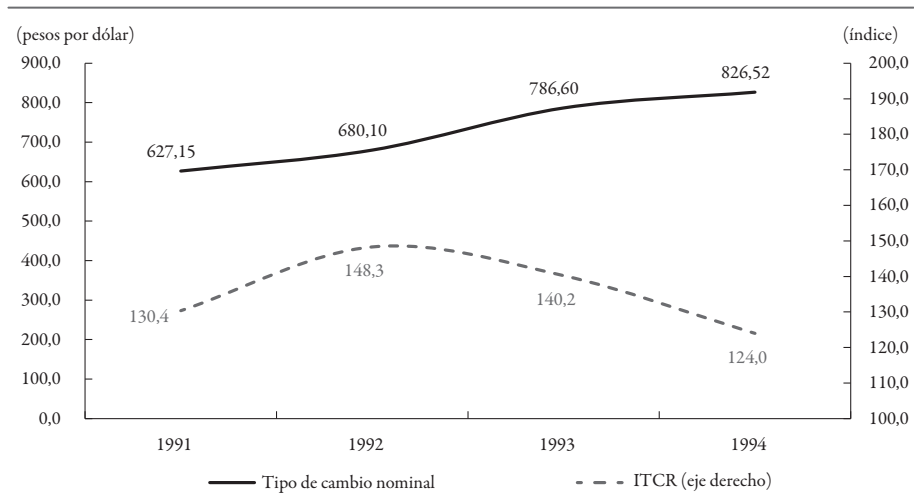
A todas estas, en el primer semestre de 1991, las importaciones estaban completamente estancadas. Una interpretación de lo que pasaba era que la incertidumbre que generaba en el sector privado el esquema gradual de la apertura frenó las decisiones de comprar en el exterior. Otra es que la incertidumbre surgía por los permanentes anuncios de que el esquema diseñado para la liberación se podía acelerar, con lo cual había un incentivo a esperar. En todo caso, los empresarios especulaban acerca de posibles reducciones futuras en los niveles arancelarios y preferían darse un margen de espera para realizar sus compras al exterior. Al tener en cuenta lo que ocurría con la entrada de capitales, el incremento de las reservas internacionales y el crecimiento de los medios de pago, el Gobierno llegó a la conclusión de que la apertura no podía ser gradual y “preparó, entonces, una reforma tributaria para compensar los efectos de la apertura en los recaudos fiscales y tomó la decisión de aplicar, simultáneamente, todas las medidas del programa de apertura” (Hommes, Montenegro-Trujillo y Roa, 1994, p. 36). Entonces, se decidió rebajar de inmediato los aranceles en vez de continuarlo de manera gradual hasta 1994. El Decreto 2095 de septiembre de 1991 redujo la protección nominal promedio al 11,4% y el número de niveles arancelarios a cinco.

En la preparación para un proceso de apertura comercial, que se vislumbraba como *inevitable* a principios de 1990, las autoridades habían incrementado el ritmo de la devaluación de la tasa de cambio en 1990 (Gráfico 2.41) y continuó en 1991 con un impacto desfavorable sobre la inflación, que se elevó de 24% en 1987 a 32,4% en 1990 y 26,8% en 1991<sup>67</sup> (Cuadro 2.10). Y es que, una vez aprobada la Ley 9 de 1991, no se optó por “un régimen completamente

<sup>67</sup> A pesar de la inflación interna, el índice de la tasa de cambio real llegó a un pico en 1992, si se tiene en cuenta que el dólar cayó con respecto a otras monedas en ese año. Por tanto, a pesar de las medidas de apertura comercial, la tasa de cambio real facilitó la protección de la actividad productiva en Colombia (Avella, 2016, p. 132).

libre para el mercado de divisas” por el temor con respecto al “desorden que podría generar una liberación abrupta”; se consideró “que una mayor libertad solo podría ocurrir cuando se consolidaran completamente los cambios que se estaban llevando a cabo y, en consecuencia, el primer paso fue tímido, gradual y moderado” (Hommes, Montenegro-Trujillo y Roa, 1994, p. 57).

**GRÁFICO 2.41**  
**TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**1991-1994**



Fuente: elaboración de los autores.

De esta manera se establecieron dos mercados legales de divisas: uno controlado y el otro libre. En el primero se transarían la gran mayoría de las divisas y su operación recaería en los intermediarios financieros –que ahora serían también intermediarios cambiarios–; la tasa de cambio continuaría siendo determinada por el Banco de la República. En el segundo, el valor de la divisa lo fijaría el mercado mediante la figura de los profesionales de cambio, en el cual se llevaría a cabo la compraventa de divisas entre particulares. Se autorizaron, igualmente, las cuentas corrientes en moneda extranjera en bancos del exterior y se regularizó la situación de aquellas cuentas poseídas antes de septiembre de 1990; así se

simplificaron los requisitos de información al Banco de la República por parte de los agentes económicos y las personas naturales<sup>68</sup>.

**CUADRO 2.10**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**1991-1999**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK (USD (CTS./LB))	BALANCE PRESUPUESTAL (MILLONES DE PESOS)	SITUACIÓN FISCAL (MILLONES DE PESOS)	IMPORTACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES)
1991	627,15	130,36	2,00	6.499,9	5,64	26,82	90,80	406.600	92.100	5.102,9	19,37
1992	680,10	148,28	4,00	7.728,0	1,78	25,14	69,00	364.600	-234.100	6.464,1	19,02
1993	786,60	140,21	5,40	7.932,4	-3,98	22,61	75,78	121.295	205.400	9.477,3	16,84
1994	826,52	123,99	5,80	8.103,6	-4,50	22,60	157,28	456.200	320.200	11.646,5	15,89
1995	912,5	122,2	5,8	8.453,2	-4,9	19,5	158,4	1.783.900	-2.616.181	13.768,1	17,18
1996	1.036,7	113,4	1,6	9.938,8	-4,8	21,6	131,2	-634.900	-4.812.181	13.775,9	20,42
1997	1.140,5	106,2	3,2	9.908,0	-5,4	17,7	194,3	1.034.700	-5.388.087	15.122,8	19,17
1998	1.426,6	113,5	0,6	8.740,5	-4,9	16,7	142,8	-3.132.400	-7.407.262	15.010,2	13,06
1999	1.758,1	126,3	-5,2	8.103,4	0,8	9,2	116,5	-1.528.300	-11.511.657	10.604,0	18,07

(1) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y actualización con base en la información de la sección cambiaria y de operaciones de mercado del Banco de la República

(2) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999). Se refiere al índice de tasa de cambio real con respecto al dólar y con base en 1994=100 (sin arancel). Se calcula con respecto a la devaluación nominal respecto al dólar.

(3) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(4) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(5) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(6) Fuente: Banco de la República (s. f.).

(7) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

(9) Fuente: *Revista del Banco de la República*, múltiples números. Incluye ajustes por balance del tesoro.

(10) Fuente: Principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999).

(11) Fuente: Banco Mundial (2022), precio promedio anual.

<sup>68</sup> En una conferencia en Washington en 1993 se comentó que una vez se levantaron los controles de cambios, la única reacción negativa provino de los exportadores, quienes pensaban que los controles servían para disminuir el flujo de capitales repatriados tanto legales como ilegales, lo cual, entonces, daría lugar a presiones de revaluación de la tasa de cambio. Anotó, asimismo, que el banco central no tenía argumentos sólidos para defender los controles de cambios y que la burocracia oficial tampoco los defendía (Urrutia, 1993, pp. 285-315).

En esas condiciones, la devaluación del peso y la entrada de capitales impusieron una complejidad muy grande en el manejo monetario, que recurrió a las operaciones de mercado abierto y a la imposición de un encaje marginal del 100 %, con un efecto perverso: la elevación consecuente de las tasas de interés condujo a reforzar el atractivo para el ingreso de capitales. De cierta manera se revivieron los dilemas de la política económica enfrentados en la bonanza cafetera de 1976-1977 y, de nuevo, se quiso evitar una abrupta revaluación del peso por su impacto negativo sobre las exportaciones. A mediados de 1991, la recién posesionada Junta Directiva del Banco de la República acudió, como lo había hecho la Junta Monetaria en 1977, al mecanismo del *certificado de cambio* para posponer la monetización de las reservas internacionales e introducir un mínimo de flexibilidad en el manejo cambiario.

Al adoptarse en junio de 1991 los certificados con descuento y con intervención del Banco de la República, el *crawling peg* –sistema de las minidevaluaciones– dejó de existir (Gamba-Tiusabá y Gómez-González, 2017). De acuerdo con la *Revista del Banco de la República*,

al establecerse la compra de los certificados por parte de los exportadores, y para evitar que ocurriese una caída significativa en el precio del certificado en contra de los intereses de los exportadores, el Banco definió que compraría los certificados en el momento de su emisión con un descuento, que originalmente fue de 10 % a partir de junio de 1991 y en octubre aumentó al 12,5 %, cuando la maduración del título se extendió de tres meses a un año. (Avella, 2016, p. 139)

El objetivo de la política era mantener la tasa de cambio real en un nivel en el cual las exportaciones fueran competitivas; así, la tasa fluctuaría dentro de una banda, de acuerdo con la oferta y demanda de divisas<sup>69</sup>. Para el gerente del Banco se había generado un “mecanismo similar al de una banda de flotación sucia a través del cual el Banco ha preestablecido un rango de oscilación, pero se reserva el derecho a intervenir incluso en el interior de dicha banda” (p. 140).

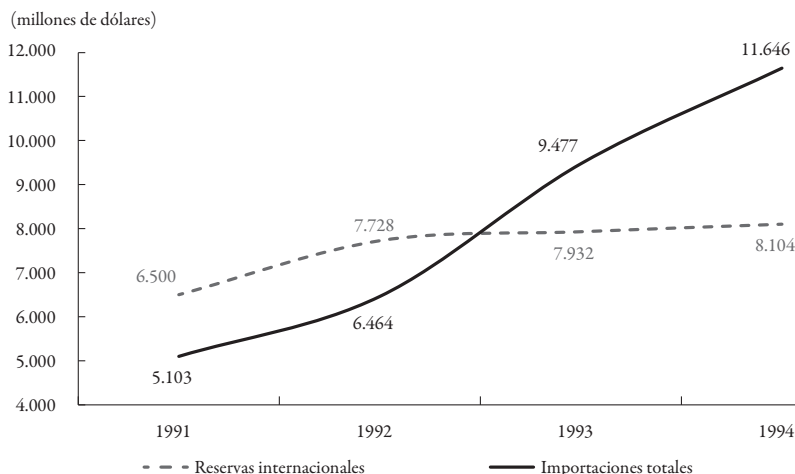
En último término se perseguían dos objetivos: uno de política monetaria, para esterilizar las reservas internacionales, y otro de política cambiaria, para mantener la tasa de cambio real. De hecho, las colocaciones de certificados se multiplicaron por tres a lo largo de 1992, y llegaron a representar el 40 % de la base monetaria. El mecanismo se desgastó en 1993 en la medida en que los

<sup>69</sup> El techo de la banda era la tasa oficial fijada por el Banco de la República y el piso un 87,5 % del techo debido al descuento del 12,5 %, al cual el Banco debía pagar los certificados redimidos en el momento de su emisión.

certificados comenzaron a madurar y en que la tasa de cambio tendió a pegarse al piso de la banda, lo que obligaba al Banco a compras crecientes de divisas y se perdía el propósito de posponer la emisión. De ahí que, como el flujo de capitales continuó, la Junta del Banco de la República se vio forzada a tomar medidas cambiarias adicionales en 1993, entre estas, los depósitos o encajes al endeudamiento externo para moderar la entrada de capitales, para evitar la apreciación de la tasa de cambio y para modificar la estructura de plazos del endeudamiento externo desestimulando las deudas de corto plazo (Gamba-Tiusabá y Gómez-González, 2017, p. 428).

En julio de 1993 se declaró la comercialidad de los yacimientos petroleros de Cusiana y Cupiagua en el piedemonte llanero, por lo cual se preveía un flujo abultado de divisas en los siguientes años, por las inversiones requeridas para desarrollar los campos, con la perspectiva de la revaluación de la tasa de cambio y, de paso, más estímulo a los flujos de capitales desde el exterior. Rápidamente el nivel de reservas se acercó a USD 8.000 millones al finalizar 1993 y el índice de la tasa de cambio real comenzó a deteriorarse (véase Gráfico 2.42 y Cuadro 2.10).

**GRÁFICO 2.42**  
**RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES**  
**1991-1994**



Fuente: elaboración de los autores.

En enero de 1994 la Junta del Banco de la República modificó el esquema cambiario y adoptó un sistema de bandas cambiarias con el propósito de

aumentar los grados de libertad de la política monetaria [...]. Para cumplir el mandato constitucional de controlar la inflación, el Banco de la República tenía que abandonar el compromiso de comprar todas las divisas que se le ofrecían en cualquier momento. (Urrutia y Llano, 2012, p.6)

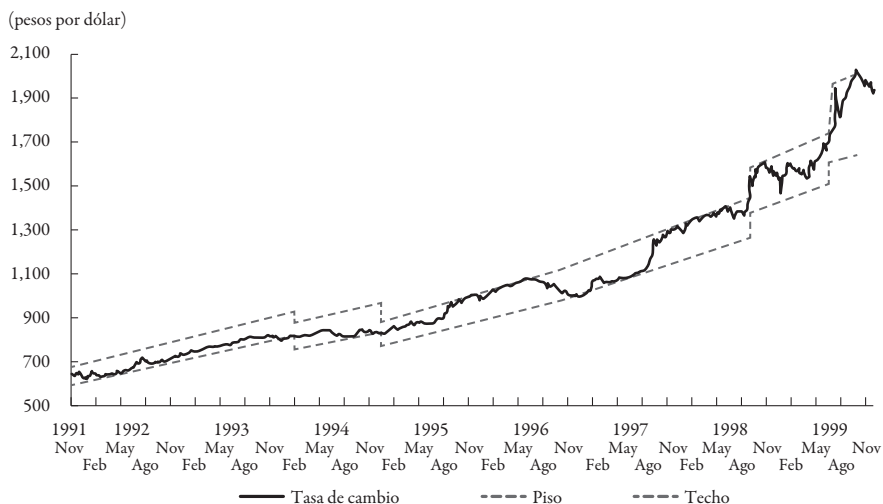
Ante la imposibilidad de liberar la tasa de cambio,

[dada] la tradición gradualista de la política económica colombiana, se resolvió adoptar un sistema que daba mayor independencia a la política monetaria con respecto a los flujos de capital: el sistema de bandas cambiarias originalmente recomendado por Paul Krugman y ya adoptado en Chile. (Urrutia y Llano, 2012, p. 6)

El paso del sistema de certificados de cambio al de bandas cambiarias suscitó las críticas de los exportadores; el centro de la banda se fijó en el descuento del 12,5 % establecido para los certificados, por lo cual tuvo lugar una baja de la tasa de cambio nominal. Sin embargo, como lo señaló Echavarría (2019), la banda incorporaba cuatro parámetros relevantes: el primero, el centro y sus movimientos por la Junta del Banco de la República; el segundo, la amplitud de la banda, la distancia entre el piso y techo; el tercero, la pendiente, que enviaba una señal a los agentes, la forma en la cual el Banco apreciaba los fundamentales del sector externo; y el cuarto, la política de intervención del Banco dentro de la banda, pues claramente el Banco estaría obligado a comprar en el momento en que la tasa se pegara al piso y a vender cuando lo hiciera al techo, pero no tendría que hacerlo si la tasa se movía dentro de la banda. Esta, entonces, liberó parcialmente la tasa de cambio y, por primera vez en décadas el Banco dejó de fijarla y de intervenir para mantener un precio fijo.

Entre enero de 1994, cuando la banda se creó, y septiembre de 1999, cuando se eliminó, la Junta del Banco de la República introdujo modificaciones en la banda (Gráfico 2.43). La desplazó hacia abajo en diciembre de 1994 y generó una revaluación del 7 %; hacia arriba en septiembre de 1998 con una devaluación de 9 %; y nuevamente la desplazó para devaluar 9 % en junio de 1999. Del mismo modo, modificó en cinco oportunidades la pendiente y la amplitud (Gamba-Tiusabá y Gómez-González, 2017, p. 430).

**GRÁFICO 2.43**  
**TASA DE CAMBIO NOMINAL Y BANDA CAMBIARIA**  
**1991-1999**



Fuente: Banco de la República (2020).

La banda fue objeto de un fuerte debate por la relación entre su forma de operación y la política monetaria. Por ejemplo, cuando la tasa de cambio se pegaba al techo, como ocurrió especialmente en el segundo semestre de 1997 y el primero de 1998, el Banco se veía forzado a vender reservas, lo cual tenía efectos sobre la tasa de interés, por lo cual llegó a acusársele de causar la reducción en el ritmo de crecimiento económico en 1998 y la fuerte contracción de la actividad productiva de 1999<sup>70</sup>. Sin embargo, la banda contribuyó tanto a evitar una revaluación pronunciada en 1996, cuando la privatización de empresas estatales generó una masiva entrada de dólares, como a evitar una devaluación masiva durante la crisis política en el gobierno de Ernesto Samper.

<sup>70</sup> En algunos días de 1998, las tasas de interés alcanzaron niveles del 50%. Se configuró lo que en los libros de texto de economía se conoce como la *trilogía imposible*: la tasa de cambio se pega al techo de la banda porque la existencia de la banda implica mantenerla en un nivel dado y la tasa de interés sube para detener la salida de capitales. La política monetaria pierde su margen de acción, no se puede actuar de manera contracíclica y la economía cae en recesión. En Colombia, el impacto fue mayor, porque en 1994 el Banco de la República había decidido ligar la corrección monetaria del sistema de valor constante UPAC, a la tasa de interés DTF del sistema bancario.

A raíz de la crisis asiática en 1997 y de la de Rusia en 1998, con el respectivo cierre del crédito externo en momentos en los cuales se registraba un enorme déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (5,4% del PIB en 1997 y 4,9% en 1998), se modificaron los fundamentales, entre estos, la que se consideraba *tasa de cambio de equilibrio*. Entre mayo y junio de 1999, la defensa del techo de la banda le implicó al Banco la pérdida de USD 359 millones de las reservas internacionales y a finales de junio volvió a devaluar la banda en 9%<sup>71</sup>. Esos movimientos condujeron, por tanto, a una devaluación gradual entre 1998 y 1999, por lo cual, al eliminarse la banda el 25 de septiembre de 1999 y adoptarse el esquema de flotación cambiaria, la devaluación fue menor a la que preveían la mayoría de los agentes, incluyendo algunos miembros de la Junta Directiva del Banco<sup>72</sup>.

Ahora bien, ¿qué había ocurrido con posterioridad a 1996? El ritmo de crecimiento de la economía, superior al 5% entre 1993 y 1995, se redujo en los tres años siguientes y llegó a ser negativo en 1999, cuando el PIB se contrajo 5,2%, una cifra que no se había registrado en Colombia a lo largo del siglo XX, a pesar de que el país había enfrentado crisis tanto en los años treinta como en los ochenta. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos había venido ampliándose desde 1993, dependiendo de los flujos de capital para su financiación, incluyendo la colocación de bonos de la República en los mercados externos en años en los cuales hubo amplia disponibilidad de crédito. Simultáneamente, el déficit fiscal fue en ascenso. Es decir, la economía había entrado en un proceso de desajuste, con una fuerte dependencia de los recursos externos para financiar los déficits (Cuadro 2.10).

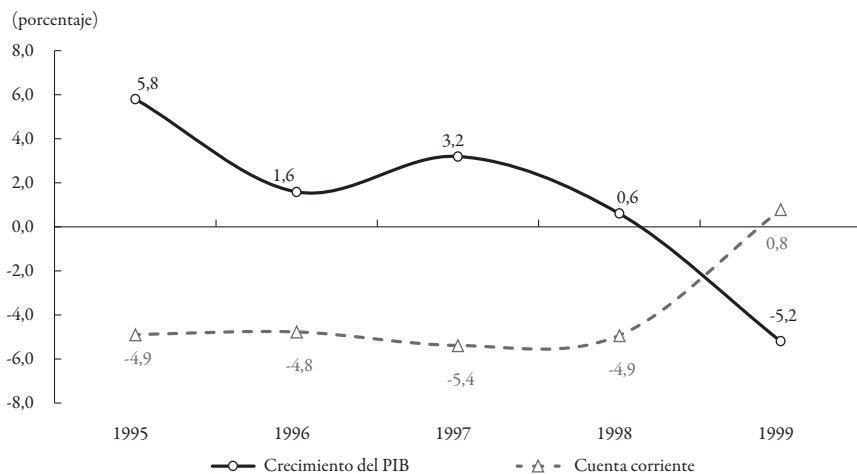
De hecho, entre 1992 y 1998,

el país se endeudó en el exterior a un ritmo solo comparable con el episodio de los años veinte. No solo creció la deuda pública, debido en buena parte al creciente déficit fiscal generado por los derechos económicos de la Constitución de 1991, sino que el sector privado también aumentó su deuda en divisas. En los años noventa el mercado de capitales internacional multiplicó la financiación a los países emergentes y la apertura comercial en Colombia

<sup>71</sup> Entre 1998 y 1999 el Banco de la República vendió USD 1.700 millones (Urrutia y Llano, 2012, p. 6).

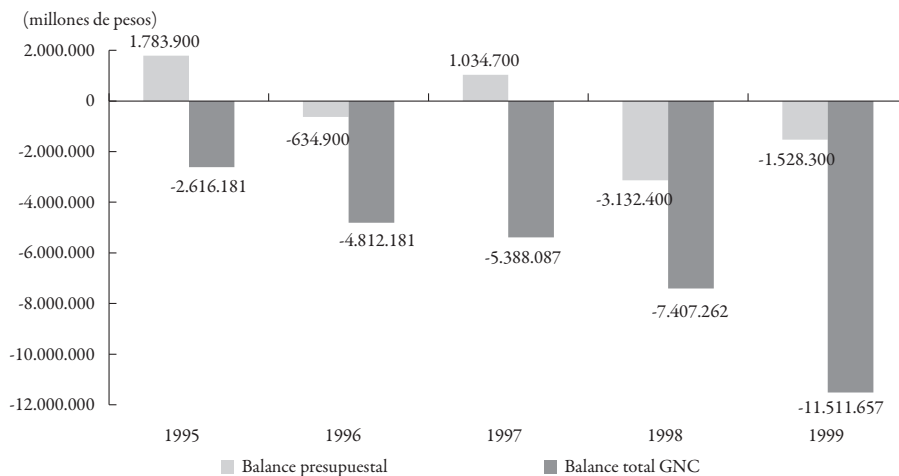
<sup>72</sup> En uno de los episodios del libro *Cien episodios de la historia económica de Colombia*, Roberto Junguito-Bonnet, quien era miembro en ese momento de la Junta Directiva del Banco, relata las razones que llevaron a la eliminación de la banda cambiaria, a pesar del apoyo que recibía de los miembros de la Junta del Banco de la República; las conversaciones con el Gobierno colombiano y con el Departamento del Tesoro al respecto, y las negociaciones encaminadas a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional ante la preocupación de que la eliminación de la banda prolongara el ataque contra el peso colombiano (Junguito-Bonnet, 2018a, pp. 505-510).

**GRÁFICO 2.44**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE)**  
**1995-1999**



Fuente: elaboración de los autores.

**GRÁFICO 2.45**  
**BALANCE PRESUPUESTAL Y TOTAL DEL GNC**  
**1995-1999**



Fuente: elaboración de los autores.

generó un fuerte estímulo a las empresas para aumentar la inversión en maquinaria y equipo para lograr una competitividad que las hiciera capaces de subsistir en una economía más abierta. Buena parte de las importaciones de maquinaria y equipo se hizo con crédito externo comercial. Este endeudamiento hacía peligrosa cualquier decisión que generara una devaluación abrupta, pues esto podría llevar a la quiebra de muchas de las empresas endeudadas en moneda extranjera. (Urrutia y Llano, 2012, pp. 19-21)

La contracción de la economía en 1999, el cierre de los mercados internacionales de capitales y la falta de credibilidad entre los agentes económicos en Colombia, con respecto a la sostenibilidad de la política económica, señalaron, a mediados de 1999, la necesidad de negociar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y un crédito *stand by* cuantioso, para lo cual el ministro de Hacienda, Juan Camilo Restrepo; el gerente del Banco de la República, Miguel Urrutia, y los miembros de la Junta recibieron la autorización del presidente Andrés Pastrana (Gráfico 2.44). En la presentación de la solicitud al Fondo se planteaban como objetivos del programa macroeconómico recuperar el ritmo de crecimiento, continuar con el proceso de reducción anual de la inflación, reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y un gran esfuerzo por rebajar el déficit fiscal y el déficit del sector público no financiero (Gráfico 2.45). Con respecto a la tasa de cambio, la aprobación del programa se supeditó a la eliminación del sistema de bandas cambiarias. La mayoría de la Junta del Banco de la República estaba de acuerdo con la eliminación, pero consideraba mejor hacerlo una vez el programa hubiera sido aprobado.

Ante la necesidad de hacerlo como condición previa a la finalización de la negociación con el Fondo, la Junta decidió proceder el 25 de septiembre de 1999, regresando la mayoría de sus miembros de Washington –en donde se encontraban en las reuniones anuales del FMI y del Banco Mundial– a Bogotá para, en una reunión formal de la Junta, adoptar la decisión<sup>73</sup>. En los siguientes meses terminaron las conversaciones y se llegó a un pleno entendimiento entre las partes, lo cual permitió al Directorio del Fondo aprobar un Acuerdo de Facilidad Extendida, por tres años, con recursos de crédito hasta por USD 2.700 millones, el 20 de diciembre de 1999 (Junguito-Bonnet, 2018a, pp. 513-514).

<sup>73</sup> Miguel Urrutia comenta en su libro con Jorge Llano (2011) que, al volar a Bogotá, “en el avión se hizo una polla sobre el tamaño de la devaluación que ocurriría una vez se soltara la banda y la ganó el gerente del Banco prediciendo muy poca variación en la tasa de cambio” (p. 16).

Visto en retrospectiva, el sistema de la banda cambiaria representó una transición hacia la flotación del tipo de cambio. Sirvió además en el esfuerzo de reducir los ritmos de inflación, muy elevados a principios de la década de los noventa y que, al desatarse la crisis de fin de siglo, se ubicaría entre 16% y 17%. Y, como concluyen Miguel Urrutia y Jorge Llano (2011),

la historia de la política cambiaria desde 1991 refleja un intento permanente de lograr mayor autonomía monetaria, pero tomando consideración en lo posible, sin abandonar la meta de inflación, los efectos de la tasa de cambio sobre el desarrollo real de la economía. (p. 24)

### 2.13 LA FLEXIBILIDAD CAMBIARIA, 2000-2020

Al iniciarse el nuevo siglo, la economía colombiana se recuperó lentamente después de su dramática contracción en 1999. El PIB creció 2,57% en 2001 y 1,68% en 2002, a pesar de las medidas adoptadas, lo cual generó preocupación en el Gobierno y en el Banco de la República por la dificultad que mostraba la economía para reactivarse.

Con la eliminación de la banda cambiaria al finalizar septiembre de 1999, se crearon las condiciones para que la política monetaria se enmarcara en un esquema de meta de inflación con flexibilidad cambiaria. Se trataba de alcanzar “la meta fijada por las autoridades para cada año y lograr, en el largo plazo, una tasa de inflación que oscilara alrededor de 3%. Todo ello propugnando el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo” (Urrutia y Llano, 2012, p. 170).

Gracias a la adopción de la estrategia de meta de inflación, o *inflación objetivo*, el país ganó, por fin, la posibilidad de aplicar efectivamente políticas macroeconómicas contracíclicas. La tasa de cambio flexible contribuiría a suavizar los efectos de los choques externos sobre la trayectoria del producto y el Banco de la República tendría el control sobre la tasa de interés interna. La tasa de cambio sería la variable de ajuste. El Banco podría intervenir en el mercado cambiario, siempre y cuando tal intervención fuera consistente con la política monetaria y no amenazara el cumplimiento de la meta de inflación. De hecho,

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 internacio-

nales; ii) para acumular reservas internacionales; iii) para el control de la volatilidad. (López, Vargas y Rodríguez, 2017, p. 483)<sup>74</sup>

La economía recuperó un ritmo de crecimiento cercano al 4% anual a partir de 2003. La política monetaria desempeñó un papel importante en ese proceso: la tasa de interés de intervención del Banco de la República disminuyó en ocho oportunidades en 2001 y en cinco ocasiones en 2002, con lo cual cayó a un nivel históricamente bajo. Por su parte, la situación fiscal también comenzó a mejorar como consecuencia de las reformas adoptadas, en particular la de las transferencias a los gobiernos locales en 2000 y el impuesto al patrimonio, que se estableció al posesionarse el presidente Álvaro Uribe en 2002 y decretarse el estado de conmoción interior, con el fin de obtener recursos para enfrentar la delicada situación de inseguridad pública. Desde 2003, la tendencia del déficit fiscal fue hacia el equilibrio, que finalmente se obtendría en 2008, con una importante reducción del indicador de la deuda externa sobre el producto, que se ubicó por debajo de 40% en 2006 (López, Vargas y Rodríguez, 2017, pp. 483-492)<sup>75</sup>.

Entre 2003 y 2007, la economía mundial experimentó un ciclo de expansión originado por varios factores, entre estos el rápido crecimiento de India y China que dio lugar a la elevación de los precios de los productos básicos<sup>76</sup> (Gráfico 2.46). El precio internacional del petróleo subió de USD 28,90 por barril en 2003 a USD 71,12 en 2007 y USD 96,99 en 2008. Los términos de intercambio mejoraron para Colombia puesto que, simultáneamente, los precios internacionales de los productos manufacturados disminuyeron, al desplazarse su producción a países con menores costos de producción. Para Colombia fue importante, igualmente, la expansión de la economía venezolana, impulsada por los precios del petróleo, lo que hizo posible incrementar las exportaciones industriales y agroindustriales a ese país. Por último, el choque de confianza positivo generado por las acciones del Gobierno contra la guerrilla dio lugar a flujos importantes de

<sup>74</sup> López, Vargas y Rodríguez (2017) se ratifican en que, “en teoría, la estrategia de inflación objetivo (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 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” (p. 483).

<sup>75</sup> El déficit fiscal de 5,1% del PIB en 2002 se redujo gradualmente hasta bajar a 2,3% del PIB en 2008.

<sup>76</sup> Después de que China fue admitida como miembro de la Organización Mundial del Comercio (OMC), su economía comenzó a crecer a tasas muy elevadas y a participar intensamente en el comercio internacional.

capitales externos hacia el país, “en buena proporción asociados a la inversión extranjera directa, destinada a la financiación de sectores exportadores como el carbón y el petróleo” (p. 493)<sup>77</sup>.

**GRÁFICO 2.46**  
**ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
**2000-2022**



Fuente: Banco de la República (2023).

El auge externo condujo a una importante acumulación de reservas internacionales en el Banco de la República; su nivel se multiplicó por tres en el curso de la primera década del siglo, al pasar de USD 9.006 millones en 2000 a USD 28.464 millones en 2010, y se dobló de nuevo en la segunda década, alcanzando USD 59.039 millones en 2020. El país experimentó una nueva bonanza externa, con un incremento notable de la inversión privada y pública que, de representar el 16,2 % del PIB en 2001, subió a 22,6 % en 2007-2008, y con ritmos de crecimiento económico que, entre 2004 y 2008, fueron en promedio de

<sup>77</sup> Debe recordarse que en 2003 se realizó la reforma de la estructura estatal en el área de los hidrocarburos que creó la Agencia Nacional de Hidrocarburos, encargándola del manejo de la política petrolera y dejando a Ecopetrol como una compañía de petróleos que competiría en pie de igualdad con las compañías privadas nacionales y extranjeras. Esta reforma tuvo el efecto de estimular la inversión en el sector de los hidrocarburos.

5,44 % anual (véase Caballero-Argáez y Machado-Rodríguez, 2020, pp. 18-19). A su turno, la inflación cedió: de 8,75 % en el año 2000, bajó a 3,17 % en 2010, y se estabilizó alrededor de la meta de la Junta del Banco de la República hasta 2015. La cuenta corriente de la balanza de pagos, tradicionalmente deficitaria, se redujo hasta 1,5 % del PIB en 2005 y se ubicó alrededor de 3,0 % hasta 2013.

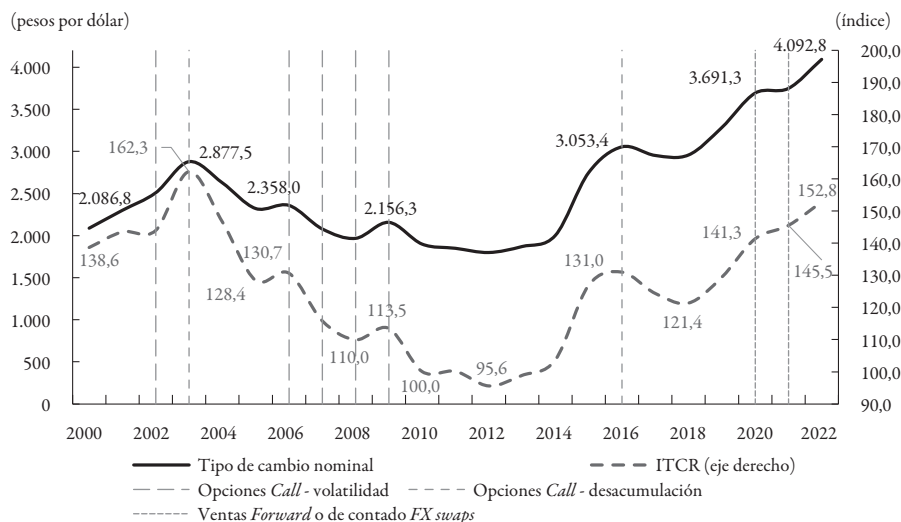
La consecuencia del cambio en las circunstancias externas, de la mayor confianza en el futuro del país y de los flujos de capital del extranjero fue la apreciación real del peso (Gráfico 2.47). Para muchos analistas, e incluso para miembros de la Junta Directiva del Banco de la República, el país sufrió el fenómeno de la enfermedad holandesa. El índice de la tasa de cambio real, que había alcanzado un pico en 2003 descendió hasta el final de la primera década del siglo<sup>78</sup>.

En esos primeros diez años del siglo, el Banco intervino en el mercado cambiario en varias oportunidades. Entre los años 2000 y 2004, lo hizo para acumular reservas y mitigar la volatilidad, al ofrecer opciones de desacumulación y de volatilidad<sup>79</sup>. En septiembre de 2004, la Junta “anunció su decisión de intervenir de forma discrecional en el mercado cambiario por un monto y un tiempo limitado y, luego, antes de terminar el año, anunció que la intervención continuaría por un monto y un tiempo indefinidos” (López, Vargas y Rodríguez, 2017, pp. 495-496). Las intervenciones fueron cuantiosas en 2005 y menores en 2006, pero se reactivaron en 2007 cuando resurgieron las presiones hacia la revaluación del peso. Sin embargo, a mediados de 2007 la Junta Directiva del Banco, en el *Informe al Congreso*, reportó que las intervenciones no habían sido efectivas (Gráfico 2.47). Por ello, decidió cambiar la estrategia de las intervenciones discrecionales y continuó haciéndolo únicamente por medio de las opciones, primero, y, posteriormente, en junio de 2008, realizó una compra de USD 20 millones diarios, a través de subastas de compra directa, que se llevarían a cabo por el resto del año (pp. 498-499).

<sup>78</sup> De hecho, debido a la tendencia a la revaluación del peso, el presidente Uribe consideraba que, después del terrorismo, la mayor amenaza para el sector agrícola era la revaluación, y el 20 de diciembre de 2004 convocó un Consejo de Ministros para estudiar medidas de emergencia que facultaran al Ejecutivo para modificar el régimen cambiario vigente y, de esta manera, lograr una tasa de cambio de COP 2.900 por dólar, más alta de la vigente en ese momento. La Junta del Banco de la República trató de frenar la revaluación mediante diferentes intervenciones en el mercado sin éxito, que resultaron en un buen negocio para la banca comercial.

<sup>79</sup> En el primer semestre de 2003, por ejemplo, se aceleró el ritmo de la devaluación a raíz de la elección del presidente Lula, en Brasil, y la tasa de cambio rozó COP 3.000 por dólar, lo cual obligó al Banco a intervenir mediante el ofrecimiento de opciones de venta. Esta intervención fue exitosa; la tasa de cambio nominal regresó a los niveles de 2001 en septiembre de 2003.

**GRÁFICO 2.47**  
**TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL**  
**2000-2022**



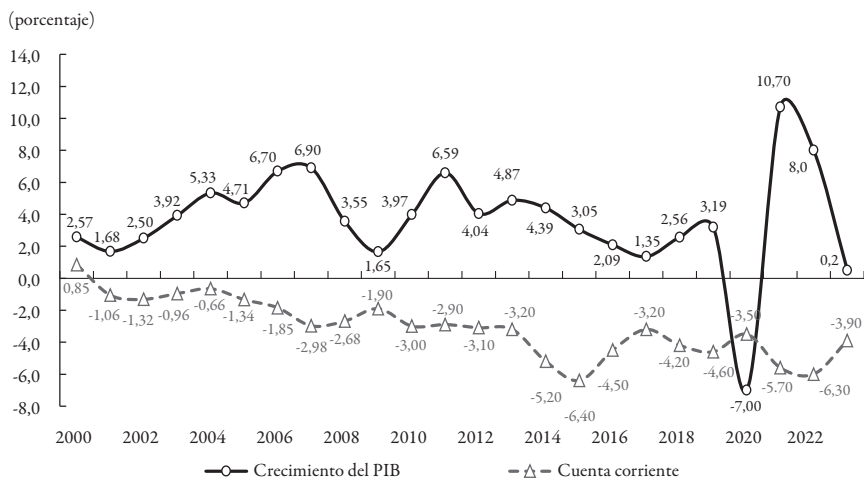
Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.

Fuente: Banco de la República.

El colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el segundo semestre de 2008 desató una crisis financiera internacional de grandes proporciones: se derrumbó parte de la arquitectura financiera mundial, se bloqueó el crédito y aumentó dramáticamente la incertidumbre con respecto al futuro de la economía en los países industrializados. La economía mundial perdió su dinamismo, el precio de los productos básicos cayó, el comercio internacional se contrajo, los flujos de inversión se frenaron y el desempleo aumentó. A nivel global, esta crisis se conoce como la Gran Recesión.

En Colombia, el crecimiento económico bajó a 3,5 % en 2008 y a 1,65 % en 2009 (Gráfico 2.48). Pero el país fue menos afectado por la crisis internacional que otras economías industrializadas y emergentes. Los principales efectos negativos provinieron del deterioro de los precios de los productos básicos, de la caída de la demanda de exportaciones, y de la reducción del envío de remesas por parte de los colombianos en el exterior. Asimismo, se encareció el endeudamiento externo. Sin embargo, gracias al suministro de liquidez en los países desarrollados, a la reanudación del ciclo de precios altos de los productos básicos, y a que el Gobierno y el Banco de la República tuvieron espacio para aplicar medidas contracíclicas, la economía retomó su expansión en 2010, cuando el crecimiento bordeó el 4 %, y se aceleró de nuevo en 2011 alcanzando 6,6 %.

**GRÁFICO 2.48**  
**CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA CUENTA CORRIENTE**  
**2000-2022**



Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.

Fuente: Banco de la República.

Durante estos años, la flotación del tipo de cambio reforzó la *inflación objetivo* como estrategia de política monetaria, porque otorgó libertad al Banco de la República para el manejo de la tasa de interés. De hecho, la tasa, que se había elevado en los dos años anteriores para hacer frente a un recalentamiento de la economía, se redujo de 9,9% en noviembre de 2008 a 3,0% a finales de 2010. En la antesala de la crisis financiera internacional y al tiempo con el alza de la tasa de interés de intervención del Banco de la República, la Junta había reaccionado preocupada por el efecto de las presiones inflacionarias de 2006 sobre las expectativas de inflación. El aumento de la tasa de interés fue complementado con mayores requerimientos de encaje y con el restablecimiento del encaje al endeudamiento externo, junto con controles al ingreso de capitales de portafolio<sup>80</sup>.

<sup>80</sup> Se utilizaron, entonces, un depósito obligatorio no remunerado en moneda legal durante seis meses por el 40% de los desembolsos de deuda diferentes a la prefinanciación de exportaciones; un depósito obligatorio no remunerado por doce meses de 11% en el caso de prefinanciación de exportaciones; un límite de apalancamiento del 500% del patrimonio técnico de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados; un depósito en moneda legal del 40% sobre las nuevas inversiones extranjeras de capital de portafolio; y, por último, se exigió que la permanencia mínima de capital de inversión extranjera directa fuera de dos años.

Hubo también intervención del Banco en el mercado cambiario para moderar la volatilidad de la tasa de cambio, lo cual contribuyó al gran aumento de las reservas internacionales.

En 2008 la Junta Directiva del Banco de la República consideró que los controles a las entradas de capital del exterior eran necesarios para permitir un mejor funcionamiento de la flotación de la tasa de cambio y frenar el apalancamiento excesivo y la exposición al riesgo de liquidez externa por parte del sector privado. Por la misma razón, se aplicaron normas macroprudenciales por periodos indefinidos y se buscó restringir los descalces de monedas de los intermediarios financieros. Es oportuno recordar que, desde los años 1930, Colombia mantuvo regulaciones cambiarias para limitar la *posición propia* en moneda extranjera de los intermediarios financieros. En 2008 la norma de posición propia osciló entre el 20% y el -5% del patrimonio neto y sobre los créditos recibidos por los intermediarios en moneda extranjera, y se exigió que estos se financiaran en la misma moneda, con plazos menores o iguales a los del préstamo que se recibía.

Así las cosas, como respuesta al choque externo, la Junta Directiva del Banco de la República cambió la postura de política monetaria a finales de 2008 e inició una fase de reducción de la tasa de interés de intervención, que fue más acelerada en el primer semestre de 2009, “periodo en que el PIB registraba caídas anuales y la inflación disminuía de manera consecutiva y más de lo esperado”. En el segundo semestre de 2008 “también se tomaron otras medidas: algunos controles fueron desactivados, el encaje ordinario promedio se redujo un punto porcentual, la meta de inflación fue definida 1% por encima de la del año anterior” (López, Vargas y Rodríguez, 2017, p. 503).

La política fiscal también contribuyó a amortiguar el impacto del choque externo sobre la economía. A pesar de la caída de los ingresos tributarios por la reducción del crecimiento y del precio del petróleo, había espacio para adelantar una política fiscal contracíclica: el déficit fiscal cerró 2008 en un nivel bajo y el endeudamiento público también había disminuido. El Gobierno decidió entonces mantener el gasto e incrementarlo como proporción del presupuesto nacional, de tal manera que en 2009 tanto el presupuesto total como el destinado a la inversión representaron la mayor proporción del PIB de las primeras dos décadas del siglo XXI. La combinación virtuosa de la política monetaria y de la fiscal fue fundamental para mitigar los efectos de la crisis externa. Como ya se mencionó, la economía colombiana creció 1,65% al tiempo que las grandes

economías de la región lo hicieron a tasas negativas; soportó, adicionalmente, el impacto particular del colapso de la economía venezolana.

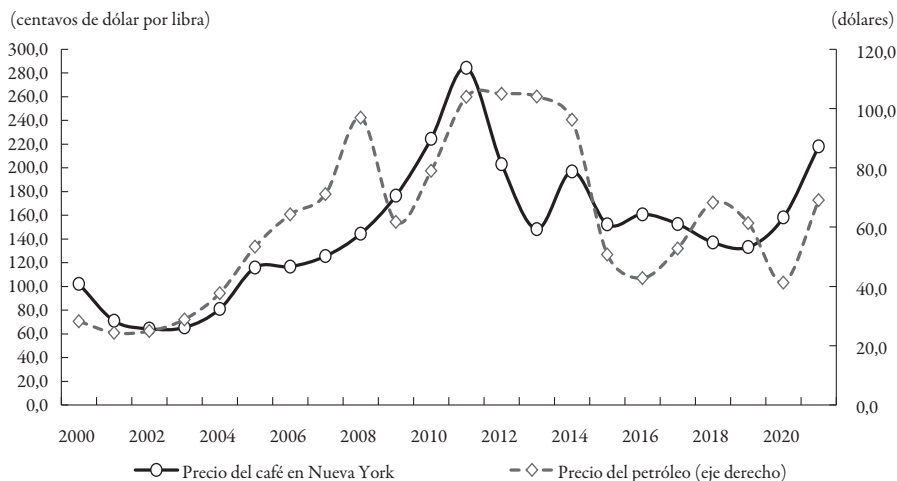
A pesar de que en 2009 el financiamiento externo continuaba disponible –si bien se había encarecido–, las autoridades económicas consideraron prudente y necesario contar con recursos externos adicionales y solicitaron el acceso a la línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional (FMI), solicitud aprobada rápidamente. Para el Fondo, la respuesta de Colombia ante la crisis internacional había sido adecuada y la línea “era un reconocimiento para los países con buenas políticas y fundamentos económicos” (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 616). El monto aprobado fue de USD 10.500 millones, con plazo renovable de un año.

La recuperación de la economía colombiana fue muy rápida después del bajonazo de 2009. El precio internacional del petróleo subió en 2010 y en los tres años siguientes, 2011, 2012 y 2013, se mantuvo oscilando entre USD 104 y USD 105 por barril. En consecuencia, en estos tres años el crecimiento del PIB promedió 5,17 % anual con una inflación que, en promedio, fue de 2,7 % anual. Sin embargo, el peso se apreció, por lo cual, a partir de marzo de 2010 el Banco de la República reanudó la compra de reservas internacionales mediante subastas diarias por USD 20 millones, programa que fue extendiendo, con modificaciones e interrupciones, hasta 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” (López, Vargas y Rodríguez, 2017, p. 509).

Con todo y la elevación de los precios del petróleo a partir de 2011, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se amplió desde 2010 y alcanzó 5,2 % del PIB en 2014 (gráficos 2.48 y 2.49). En 2015, cuando el precio internacional del petróleo se desplomó, cayendo de USD 96 el año anterior a USD 50,7 por barril, el déficit externo cerró en 6,4 % del PIB. Era evidente que la trayectoria del crecimiento de los últimos años se había basado principalmente en el incremento de la demanda interna, parte de la cual se tradujo en el aumento de bienes y servicios importados, por lo cual

la economía colombiana ha debido acudir al ahorro externo para su financiación, obtenido principalmente bajo la forma de inversión extranjera directa, lo cual ha incrementado los egresos asociados con los costos de utilización de estos recursos externos, lo cual crea una fuente adicional de presión sobre el déficit corriente. (Avella, 2016, p. 83)

**GRÁFICO 2.49**  
**PRECIO DEL CAFÉ Y DEL PETRÓLEO**  
**2000-2022**



Fuente: Banco Mundial.

El ajuste a las nuevas circunstancias del sector externo dio lugar a una devaluación del peso de 70 % entre septiembre de 2014 y marzo de 2016<sup>81</sup>. En este último año se profundizó el ajuste macroeconómico, con un control severo del gasto público y el aumento de impuestos de finales del año, todo lo cual contribuyó a reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que bajó a 4,5 % del PIB (Gráfico 2.48). A todas estas, la inflación aumentó en 2015 y 2016, cuando se acercó al 9 % anual, por lo cual la Junta del Banco de la República se vio obligada a elevar la tasa de interés, que había mantenido inalterada desde septiembre de 2014, para reducirla en 350 puntos básicos entre octubre de 2016 y abril de 2018 y mantenerla posteriormente sin modificación por dieciocho meses en un nivel levemente expansivo. El crecimiento del PIB cayó a 2,0 % en 2016 y a 1,35 % en 2017, para iniciar una trayectoria de recuperación en el año siguiente.

<sup>81</sup> Ante la volatilidad cambiaria que se experimentó entre los últimos meses de 2014 y 2016, el Banco de la República realizó algunas intervenciones en el mercado mediante subastas de opciones para desacumular reservas internacionales y moderar el impacto de la devaluación del peso sobre las expectativas de inflación.

Los informes del FMI sobre Colombia, a partir de 2010 y hasta 2015, realizaron el seguimiento de la economía. En todos se mencionaba el apoyo al país mediante la renovación de la línea de crédito flexible que se había otorgado en 2009. En general se destaca la “fortaleza de la institucionalidad colombiana y el adecuado manejo macro durante la crisis”, pero se manifiesta, también, la preocupación por la apreciación de la tasa de cambio, debido a los flujos de capital hacia el país, y se comentan las intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 620).

En el informe de consulta de 2015 se expresa la inquietud

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, al efecto adverso de la caída de los precios del petróleo en el crecimiento de la economía. (Junguito-Bonnet, 2017b, p. 622)

En general, sin embargo, el Fondo consideró que la tasa de cambio flexible, el esquema de inflación objetivo, la aplicación de la regla fiscal, un nivel confortable de reservas internacionales, el bajo nivel de la deuda externa y de la deuda pública, y la línea de crédito flexible proveían la protección necesaria para garantizar la buena marcha de la economía (p. 623).

El precio del petróleo bajó aún más en 2016; promedió USD 42,81 por barril en el año, la cotización más baja desde 2006, antes de iniciar una nueva senda de recuperación a partir de 2017. Las reservas internacionales, que habían aumentado en USD 23.287 millones entre 2008 y 2014 elevándose a USD 47.238 millones en el último año, descendieron en 2015 y solo superaron ligeramente el nivel de 2014 en 2017 al disminuir el déficit en la cuenta corriente. El índice de la tasa de cambio real se mantuvo en un nivel alto con posterioridad a la devaluación de 2014-2015, la tasa nominal de cambio osciló alrededor de COP 3.000 por dólar entre 2016 y 2018, y subió a COP 3.282 por dólar en 2019.

La caída de los ingresos fiscales de 2016 fue la más pronunciada de los treinta y cinco años anteriores; los ingresos del Gobierno Nacional central provenientes del petróleo bajaron hasta el 0,1 % del PIB, de tal manera que, a pesar de una reducción en los gastos de funcionamiento e inversión cercana al 1 % del PIB, el déficit fiscal se amplió a 4 % del PIB. La financiación del déficit recayó sobre el endeudamiento externo e interno para sustituir los ingresos provenientes del sector petrolero, por lo cual la relación deuda/PIB se elevó en los últimos años de la década, cerrando en 2019 ligeramente por encima de 50 %, una cifra muy alta

en Colombia<sup>82</sup>. A finales de 2016 se aprobó una reforma tributaria que incrementó el gravamen del IVA de 16 % a 19 %, lo cual impactó el crecimiento de la actividad productiva en 2017. En el segundo semestre de 2018, el Congreso aprobó otra reforma tributaria que fue declarada inexecutable por la Corte Constitucional, lo que obligó nuevamente al Gobierno a presentar una reforma tributaria al Congreso en 2019, que fue aprobada sin ningún vicio legal.

El ritmo de crecimiento de la economía se aceleró en 2018 y 2019 después de la reducción de 2017. El déficit en la cuenta corriente volvió a abrirse en estos dos años hasta 4,6 % del PIB, debido al desequilibrio en la balanza comercial, caracterizado por el mal comportamiento de las exportaciones y el incremento de las importaciones. El déficit fiscal, por su parte, fue de 2,5 % del PIB al terminar 2019. Estas cifras describen la situación que enfrentaba la economía con anterioridad a propagarse la pandemia del coronavirus en enero de 2020 (Cuadro 2.11).

En otro orden de ideas, el 25 de mayo de 2018 se modificó y compiló la regulación cambiaria con el fin de actualizar e introducir un mayor grado de flexibilidad al régimen vigente. Con la Resolución Externa núm. 1 de 2018 se amplió el grupo de las consideradas *monedas de reserva*; se precisaron las formas de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario incluyéndose instrumentos nuevos como los *swap*, la constitución de garantías y las formas de entrega de la moneda. Se reglamentaron igualmente las sanciones por incumplimiento y en las operaciones de los intermediarios se señaló cuándo sería necesario o no el registro ante la autoridad cambiaria. Asimismo, se reglamentó la posición propia de los intermediarios y se estableció la obligación que tienen de cumplir con indicadores de riesgo cambiario y de reportarlos cada tres meses al Banco de la República. La norma contiene también disposiciones y definiciones sobre la inversión extranjera directa y establece, taxativamente, que la moneda colombiana es obligatoria en las transacciones de la economía.

<sup>82</sup> En 2003, después de la crisis de 'fin de siglo', el endeudamiento público como porcentaje del PIB era de 43,1 % y en 2010, con posterioridad a la crisis financiera internacional, se ubicó en 37,4 %.

**CUADRO 2.11**  
**PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS**  
**2000-2023**

AÑO	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	TIPO DE CAMBIO NOMINAL (COP/USD)	ITCR** (1994=100)	CRECIMIENTO PIB (PORCENTAJE)	RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)	CUENTA CORRIENTE (PORCENTAJE DEL PIB)	INFLACIÓN (PORCENTAJE)	PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK CTS./LB (USD CTS./LB)	BALANCE TOTAL GNC (MIL MILLONES DE PESOS)	IMPOR-TACIONES TOTALES (MILLONES DE DÓLARES)	PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES)
2000	2086,84	138,65	2,57	9.006,1	0,85	8,75	102,29	-9.683,7	11.576,3	28,23
2001	2299,77	143,51	1,68	10.245,1	-1,06	7,64	71,01	-10.850,2	12.839,0	24,35
2002	2507,96	143,96	2,50	10.844,1	-1,32	6,99	64,39	-12.434,6	12.633,3	24,93
2003	2877,50	162,26	3,92	10.921,4	-0,96	6,49	65,46	-11.528,2	13.618,8	28,90
2004	2626,22	146,64	5,33	13.539,9	-0,66	5,50	81,08	-13.713,2	16.312,5	37,73
2005	2320,77	128,40	4,71	14.956,6	-1,34	4,85	115,96	-13.509,3	20.950,9	53,39
2006	2357,98	130,67	6,70	15.440,4	-1,85	4,48	116,81	-13.068,7	25.827,4	64,29
2007	2078,35	115,84	6,90	20.955,1	-2,98	5,70	125,62	-11.613,6	32.410,3	71,12
2008	1966,26	109,97	3,55	24.041,0	-2,68	7,68	144,57	-11.067,8	39.437,5	96,99
2009	2156,29	113,50	1,65	25.365,0	-1,90	2,00	176,59	-20.715,0	32.895,3	61,76
2010	1897,89	100,05	3,97	28.463,5	-3,00	3,17	224,59	-21.019,2	39.563,8	79,04
2011	1848,17	100,12	6,59	32.302,9	-2,90	3,73	284,31	-17.506,7	53.717,4	104,01
2012	1798,23	95,59	4,04	37.474,1	-3,10	2,44	203,19	-15.441,2	59.067,2	105,01
2013	1868,90	98,85	4,87	43.639,3	-3,20	1,94	148,43	-16.645,4	58.988,3	104,08
2014	2000,68	103,68	4,39	47.328,1	-5,20	3,66	197,07	-18.356,5	63.475,2	96,24
2015	2746,47	126,87	3,05	46.740,4	-6,40	6,77	152,38	-24.268,6	55.387,1	50,75
2016	3053,42	130,99	2,09	46.682,8	-4,50	5,75	160,92	-34.925,5	45.007,7	42,81
2017	2951,15	124,37	1,35	47.637,2	-3,20	4,09	152,68	-33.636,0	46.481,2	52,81
2018	2956,55	121,36	2,56	48.401,5	-4,20	3,18	137,15	-30.315,8	50.685,4	68,35
2019	3282,39	129,40	3,19	53.174,2	-4,60	3,80	133,19	-26.048,5	52.807,2	61,41
2020	3691,28	141,33	-7,00	59.039,3	-3,50	1,61	158,25	-77.763,4	43.424,5	41,26
2021	3747,24	145,52	10,70	58.587,8	-5,60	5,62	218,17	-83.149,0	61.101,4	69,07
2022*	4.092,8	152,83	7,50	57.260,1	-6,30	13,12	-	-	71.561,6	97,10
2023*	4.257,0	-	0,20	-	-3,90	8,71	-	-	-	-

(1) Fuente: Banco de la República. Corresponde a la tasa representativa del mercado

(2) Fuente: Banco de la República. Las ponderaciones totales corresponden a la participación móvil de orden 12 de cada país en el comercio exterior colombiano (importaciones y exportaciones) con los 22 principales socios. Promedio geométrico 2010=100. Índice de tasa de cambio real, utiliza las ponderaciones totales y el IPC como deflactor.

(3) Fuente: Cuentas Nacionales del DANE.

(4) Reservas internacionales brutas reportadas por el Banco de la República a diciembre de cada año.

(5) Fuente: Banco de la República. CC como porcentaje del PIB.

(6) Fuente: Banco de la República. Inflación del IPC a partir de lo reportado por el DANE.

(7) Fuente: Dirección de Investigaciones Económicas, Federación Nacional de Cafeteros. Promedio anual civil.

(8) Fuente: *Revista del Banco de la República*.

(9) Fuente: DANE.

(10) Fuente: Banco Mundial, precio promedio anual.

\* Proyecciones del *Informe de Política Monetaria* del Banco de la República (octubre, 2022). La inflación de 2022 corresponde a la reportada por el DANE (2022) a noviembre de dicho año.

\*\* A partir de marzo de 2008 se ajustó la tasa de cambio nominal del Bolívar fuerte frente al dólar americano, considerando las restricciones al comercio bilateral.

Si bien esta resolución simplificó algunas de las reglas cambiarias, se mantienen muchas de las regulaciones que vienen desde la reglamentación de la Ley 9 de 1991 y que reflejan la tradición colombiana en materia de controles de cambios. Sobre todo, la limitación de los actores autorizados para intervenir en el mercado cambiario y que pueden en la actualidad realizar el conjunto de operaciones cambiarias posibles, siempre y cuando se encuentren autorizados para ello<sup>83</sup>.

## 2.14 EL CHOQUE SANITARIO, 2020-2023

Al iniciarse el año 2020, el mundo recibió un choque sanitario nunca experimentado y que tendría consecuencias profundas en el comportamiento de las economías nacionales y, por consiguiente, en su conducción: la pandemia del coronavirus. Este choque obligó a los países a adoptar medidas drásticas en el primer trimestre del año, incluyendo cuarentenas, cierre de aeropuertos, aislamientos preventivos y suspensión de un gran número de actividades económicas para evitar la propagación del contagio y limitar las muertes.

En Colombia, como en el resto del mundo, las decisiones adoptadas generaron simultáneamente impactos sobre la demanda y la oferta de bienes y servicios, lo que incidió para que, en el mes de abril, con un 30% de la actividad económica bloqueada, se registrara una abrupta contracción del producto interno bruto (PIB). La emergencia sanitaria se prolongó por más tiempo del previsto inicialmente por las autoridades, y los pronósticos de crecimiento fueron empeorando semana tras semana.

Como lo señalan Tenjo, Vargas y Cardozo (2023), aparte del efecto sobre la oferta y demanda de la economía, el choque del covid-19 tuvo impactos sobre la inflación, la oferta y demanda de crédito, aumento del ahorro de los hogares, reducción de la inversión y un golpe a los mercados financieros internos y externos. Todo ello se sumó a las vulnerabilidades previas que tenía la economía colombiana, que venía de ajustarse de un choque de términos de intercambio

<sup>83</sup> Un aspecto que no contemplan las regulaciones cambiarias es el de las operaciones con criptomonedas, fenómeno novedoso que se ha venido extendiendo en el mundo como instrumento financiero y de cambio. No se espera que en el futuro inmediato las criptomonedas sustituyan las monedas nacionales, pero muchos países han procedido a regular su utilización y en algunos bancos centrales se experimenta con estas. Utilizar las criptomonedas como unidad de cuenta, intercambio o vehículo financiero podría ofrecer ventajas, pero, de generalizarse, se requerirían normativas distintas a las vigentes referidas a la moneda nacional y a la política cambiaria.

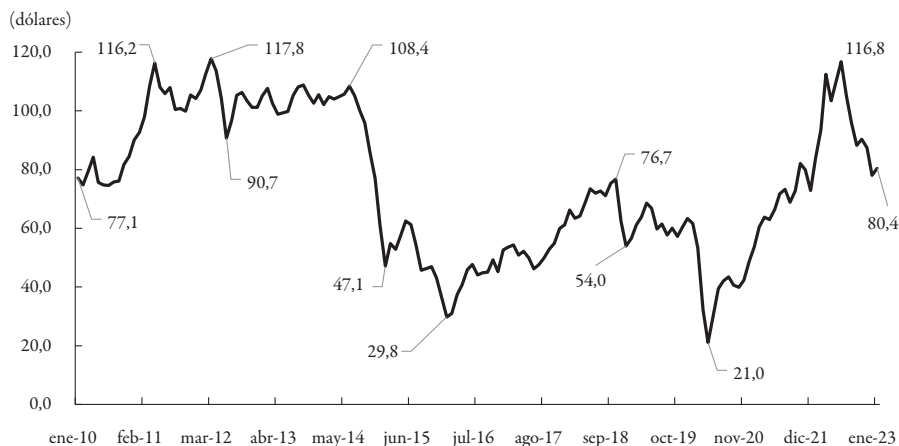
bastante fuerte desde la perspectiva histórica, como fue la caída del precio del petróleo a partir de 2014.

A lo largo de todo 2020 hubo restricciones para la producción, el comercio y los servicios. El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) reveló, en 2022, que la contracción de la economía en ese año había sido del 7 %, mayor que la experimentada en 1999, que fue la peor del siglo XX. Dos años de crecimiento económico fueron borrados de un tajo por la pandemia; el PIB de 2019 se recuperó a finales de 2021.

A principios de marzo de 2020 se rompió el acuerdo vigente entre la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) y Rusia para controlar la oferta de petróleo, lo que dio lugar al inmediato colapso de los precios internacionales del crudo. Con el paso de los días, al declararse las cuarentenas en todo el mundo, la demanda de petróleo cayó en 30 % y se acentuó dramáticamente la reducción de los precios hasta llegarse, el 20 de abril, a la inusitada situación de un precio negativo para los contratos de futuro con entrega en el mes de mayo. La referencia Brent que en febrero se ubicaba en USD 60 por barril, en la tercera semana de abril había caído a USD 21. El precio promedio durante el año fue de USD 41,2 por barril (Gráfico 2.50). Al choque sanitario se sumó entonces un choque externo, lo cual forzosamente traería un cambio en la orientación de la política económica en Colombia desde marzo de 2020.

La crisis del covid-19 tuvo impacto en los mercados financieros locales, dado su alto relacionamiento con los internacionales. La tasa de cambio se devaluó aceleradamente en los primeros meses de la pandemia, pero luego bajó y cerró el año registrando una caída de 12,4 %, gracias al conjunto de medidas adoptadas por la Junta del Banco de la República, que incorporaron las lecciones aprendidas en veinte años de tasa de cambio flotante. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo durante 2020 a 3,4 % del PIB, en gran parte por la caída de las importaciones, consecuencia, a su vez, de la contracción económica.

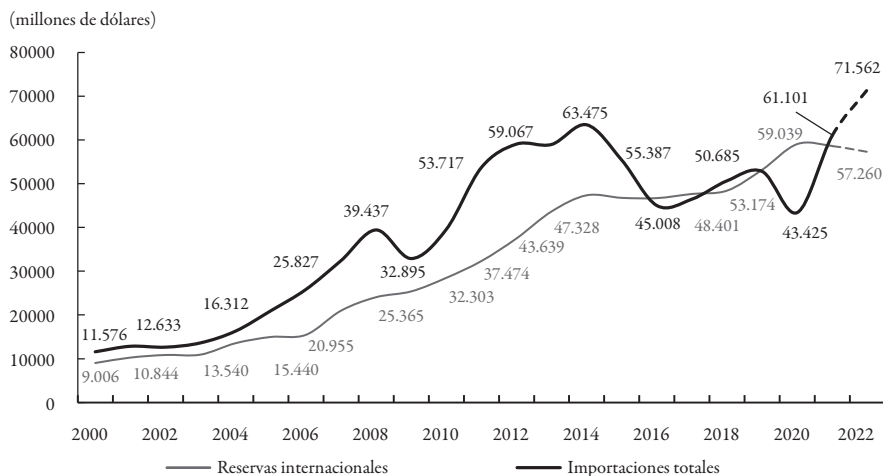
**GRÁFICO 2.50**  
**PRECIO PROMEDIO MENSUAL DEL PETRÓLEO**  
**2010-2023**



Fuente: Banco Mundial (s. f.).

Entre marzo y septiembre de 2020 la Junta tomó un gran número de decisiones monetarias, cambiarias y crediticias para paliar los efectos de la pandemia. En la fase inicial se concentró en tres objetivos: proteger el sistema de pagos; estabilizar el mercado cambiario y el de títulos públicos y privados; y asegurar el flujo de crédito a la economía por parte de los intermediarios financieros. En marzo se inició una fase de disminuciones de la tasa de interés de intervención: de 4,25 %, nivel en el cual se había mantenido por mucho tiempo, la redujo a 3,75 %, en junio había descendido hasta 2,5 % y para octubre había llegado a 1,75 %, su nivel más bajo histórico. Adicionalmente, el Banco amplió la cartera de títulos aceptables para el redescuento con la banca comercial para incluir, además de títulos de Tesorería (TES), la deuda privada extendida por estos, mediante la ejecución de operaciones transitorias de liquidez con las diferentes entidades por COP 11,4 billones y compras definitivas de activos por COP 9,6 billones (Caballero-Argáez y Machado-Rodríguez, 2020, p. 63). En total, entre febrero y diciembre de 2020, el Banco emitió COP 31,1 billones, que suministró al mercado en diferentes condiciones de plazo.

**GRÁFICO 2.51**  
**RESERVAS INTERNACIONALES E IMPORTACIONES TOTALES**  
**2000-2022**

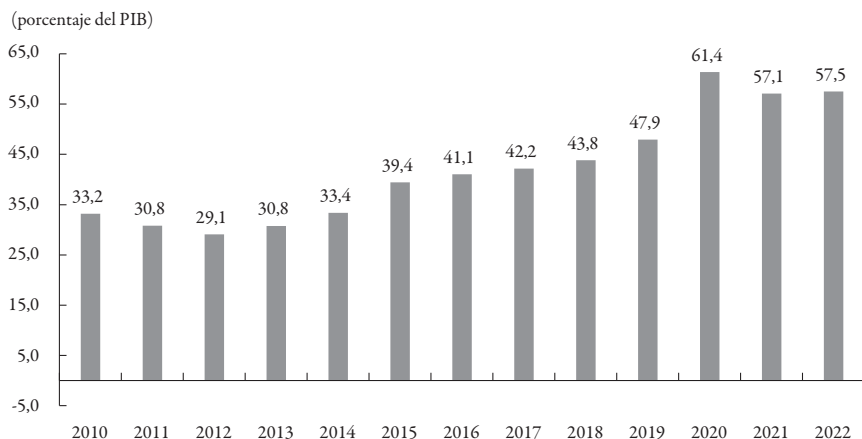


Nota: el dato de las importaciones para 2022 corresponde al disponible hasta noviembre de dicho año.

Fuente: Banco de la República.

Para evitar sobresaltos y dificultades para los bancos en sus transacciones y en la operación de las líneas de crédito con sus corresponsales, el Banco intervino en el mercado cambiario mediante la utilización de *non-delivery forwards*, o venta de dólares a futuro con cumplimiento financiero. La utilización de este instrumento no implica un desembolso efectivo de dólares y se cancela en pesos la diferencia entre la tasa de cambio del contrato y la observada a los treinta días, lo que sirve para ofrecer cobertura frente a una devaluación fuerte y evita que los agentes acudan al mercado de contado. Al Banco de la República no le implicaba utilización de reservas internacionales, sino que, en caso de diferencias negativas, se afectaba el estado de pérdidas y ganancias. El mercado financiero en Colombia ya conocía este instrumento, lo cual facilitaba su aplicación; además, la propia experiencia del pasado aconsejaba su uso más que el de otros tradicionales, como las intervenciones directas o mediante opciones que sí conducían a la utilización de reservas. Igualmente, se utilizaron *swaps*, es decir, canjes transitorios de dólares por pesos, lo cual permitió cuidar la liquidez en dólares y prever que la ofrecida desde el exte-

**GRÁFICO 2.52**  
**DEUDA NETA DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL**  
**2000-2022**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2023). Los valores corresponden a la deuda neta del GNC para el tercer trimestre de cada año, con el fin de hacerlos comparables con los disponibles para 2022.

rior fuera insuficiente; esto finalmente no ocurrió y el Gobierno de Colombia tuvo acceso a la financiación exigida por las necesidades del gasto público. De hecho, las reservas se incrementaron durante 2020 y en diciembre superaron ligeramente los USD 59.000 millones (Gráfico 2.51).

El Gobierno Nacional adoptó también una serie de medidas para enfrentar los efectos sociales y económicos generados por la pandemia. En marzo, el presidente y sus ministros realizaron una primera declaratoria del estado de emergencia económica, y expidieron 72 decretos con fuerza de ley en los primeros 309 días de vigencia del estado de excepción que fue, además, prorrogado por un mes adicional. Y en mayo decretó una segunda emergencia en la cual se expidieron otros 41 decretos en 30 días.

Las medidas de las emergencias abarcaron un amplio frente de acción. En general contemplaron beneficios tributarios específicos, con excepción, por ejemplo, del pago de aranceles e impuestos a la importación de equipos e insumos para la atención hospitalaria de los pacientes. Otras crearon nuevos programas sociales para atender la falta de ingresos de una parte de la población, que no tenía la capacidad de trabajar para atender sus necesidades básicas

diarias, el más importante de los cuales fue el denominado *ingreso solidario* para entregar transferencias no condicionadas a cerca de tres millones de hogares. Y otras más se centraron en diseñar programas de apoyo y líneas de crédito especiales para mitigar los impactos de las cuarentenas en las micro, pequeñas y medianas empresas del país, lo que incluyó el fortalecimiento financiero del Fondo Nacional de Garantías, y en el apoyo a las empresas para mantener las nóminas mediante un subsidio en el pago de los salarios de sus empleados.

Para financiar el aumento del gasto que implicó la ejecución de estos programas, y que triplicó entre un año y otro la magnitud del déficit fiscal, el Gobierno no solamente acudió a la banca multilateral y al mercado internacional de capitales, sino que creó el Fondo de Mitigación de Emergencias (Fome) para acceder a recursos del endeudamiento interno. En consecuencia, la deuda pública, ya alta con anterioridad al choque sanitario, se elevó al nivel más alto en lo corrido del siglo, 60,5 % del PIB y el déficit fiscal cerró el año 2020 en 7,8 % del PIB (Gráfico 2.52).

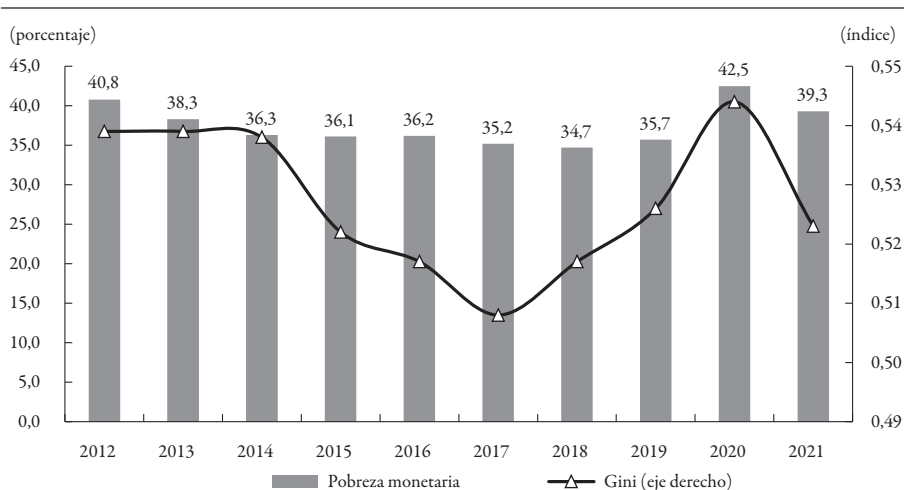
En septiembre de 2020, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó un incremento en la línea de crédito flexible equivalente a 384% de la cuota de Colombia, elevándola a USD 17.000 millones, acuerdo vigente hasta abril de 2022. Como en el pasado más reciente, el FMI consideró sobresaliente el manejo macroeconómico del país, lo cual despejó la incertidumbre de una crisis cambiaria como consecuencia del impacto del choque sanitario.

La banca comercial privada, por su lado, concentró su actividad en el otorgamiento de alivios a los deudores de créditos de consumo e hipotecario, reduciendo las tasas de interés y ampliando los periodos de gracia y los plazos de los préstamos. Con la decisión del Gobierno de cubrir hasta en 90 % las garantías para los préstamos a las empresas medianas y pequeñas, tuvo lugar un incremento considerable de este tipo de créditos durante 2021.

Como era de esperar, el impacto negativo de la pandemia sobre la pobreza y la desigualdad de los ingresos fue rápido y contundente (Gráfico 2.53). La pérdida de ingresos implicó que 3,5 millones de personas cayeran en pobreza, rompiendo la tendencia de disminución que se registraba desde 2012 y que la ubicaba en 34,7% de la población en 2018. El 2020 concluyó con 21 millones de personas en pobreza, el 42,5 % de la población colombiana. En cuanto a la desigualdad, el índice de Gini, que venía deteriorándose desde 2018, saltó de 0,526 en 2019 a 0,544 en 2020. El impacto de la pandemia fue muy desigual entre los diferentes

grupos sociales, siendo el más pobre el más afectado, pues perdió la cuarta parte de sus ingresos en 2020 (Caballero-Argáez y Machado-Rodríguez, 2023).

**GRÁFICO 2.53**  
**POBREZA MONETARIA Y COEFICIENTE DE GINI**  
**2012-2021**



Fuente: elaboración propia a partir de DANE.

En el segundo semestre de 2020, la contracción de la economía fue revirtiéndose y en 2021 la actividad productiva experimentó un fuerte rebote que elevó su ritmo de crecimiento a 10,7%, el más alto entre los países de América Latina, impulsado por la recuperación del consumo tanto público como privado. La demanda de los hogares se expandió, en gran parte como consecuencia del gasto reprimido durante el año anterior, además de la recuperación de los ingresos por el descenso de la tasa de desempleo, la cual, después de haberse elevado en mayo de 2020 al 21%, cayó en 2021 a 13,4%.

Por otra parte, el subsidio del *ingreso solidario* a los hogares de menores ingresos se mantuvo hasta diciembre de 2022; la dinámica del gasto público se reflejó en el déficit fiscal del 7% del PIB con el cual cerró 2021 y en el incremento del endeudamiento público a 60,8% del PIB. Una contrapartida del fuerte crecimiento de la demanda en 2021 fue la ampliación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se amplió a 7,4% del PIB. La devaluación del peso, sin

embargo, fue de 1,5 % y el índice de la tasa de cambio real se elevó durante 2021. En el mismo año, el país perdió su calificación de grado de inversión debido a la incertidumbre sobre la perspectiva fiscal que se generó por el retiro del proyecto de reforma tributaria presentado por el Gobierno al Congreso, y que dio lugar a las protestas sociales de mediados del año.

En el mundo la recuperación que siguió al año de la pandemia fue acompañada de un fenómeno inflacionario por los aumentos del gasto, la expansión de la demanda y la disrupción de las cadenas de suministro. El cierre del mercado en China condujo a un represamiento de mercancías en los puertos y a la interrupción en la oferta de partes esenciales para la producción de bienes, de tal manera que la demanda se reactivó a un ritmo más acelerado que la oferta mundial.

En Colombia la inflación subió a 5,6 % en 2021 impactada, además, por la realización de un Paro Nacional durante el segundo trimestre de 2021, que generó una disrupción adicional en la oferta de alimentos y materias primas para la producción, fenómeno que se extendió en el tiempo con efectos inflacionarios también en 2022. A estas presiones sobre la inflación se sumó en febrero de 2022 la invasión de Rusia a Ucrania, que desató la guerra que se ha prolongado hasta 2023 y que restringió las exportaciones de granos y fertilizantes de Ucrania, con un impacto sobre las importaciones colombianas de esos productos y el alza de sus precios. Para hacer frente al brote inflacionario, la Junta del Banco de la República inició desde octubre de 2021 el proceso de ajuste al alza de la tasa de intervención que se aceleró en 2022 y se mantiene en 2023 debido al alto registro inflacionario de 2022, cuando el índice de precios al consumidor (IPC) aumentó 13,2 % en los doce meses (Cuadro 2.11).

El dinamismo de la actividad productiva continuó en 2022. Al cierre del año se registró un crecimiento del PIB de 7,5 %, también elevado en comparación con otros países de la región. El déficit en la cuenta corriente se estima en 6 % del PIB y una devaluación de 13,7 % promedio durante el año, explicada, en parte, por la incertidumbre fiscal –que se corrigió con la aprobación de una importante reforma tributaria por el Congreso a finales del año–, en parte, por un año de elección presidencial tenso y una incertidumbre generada en el segundo semestre por los anuncios del nuevo gobierno, referidos a la exploración petrolera y la posibilidad de imponer controles a la salida de capitales y, por otra parte, por la valorización del dólar frente a la mayoría de las monedas en razón de la elevación de la tasa de interés en EE. UU. para hacer frente a la inflación. De esta manera, la tasa de cambio cerró el año 2022 cerca de COP 5.000 por dólar.

El déficit fiscal estimado para el cierre de 2022 era de 5,5 % del PIB y el proyectado para 2023 de 3,8 %. En cuanto al crecimiento de la economía en 2023, hay consenso en la tendencia a la desaceleración, con diferencias sustanciales entre las distintas proyecciones. El Banco de la República, por su parte, calculaba un leve crecimiento de 0,2 % en el año.

Vale resaltar que el régimen cambiario y la tasa de cambio flexible no han sido objeto de ninguna clase de cuestionamiento en los últimos años. Los críticos que en el pasado ponían en duda la bondad del arreglo institucional vigente desde 1999 parecen haber terminado por aceptarlo. Existe en la actualidad, además, evidencia suficiente de que, solo en algunos casos muy específicos y coyunturales –como el de la pandemia del coronavirus–, las intervenciones resultan efectivas pero que, en su gran mayoría, generan efectos perversos, porque implican la pérdida innecesaria de reservas internacionales y afectan los resultados financieros del Banco de la República.

Bien puede afirmarse que las instituciones colombianas para el manejo de la economía mostraron su fortaleza en los últimos tres años al hacer frente a un fenómeno tan complejo y novedoso como el choque sanitario, primero, y a la recuperación con posterioridad a su postración en 2020, después. Tienen por delante, eso sí, el enorme reto de regresar a la senda de inflación adoptada por la autoridad monetaria al establecerse el esquema de Inflación Objetivo que tanto beneficio trajo para el crecimiento de la economía y el bienestar de los colombianos.

## REFERENCIAS

- Agudelo-Villa, Hernando (s. f.). “Plataforma económica y social del primer gobierno del Frente Nacional”, en *Obras selectas*, “Tomo I. Ideas económicas”.
- Agudelo-Villa, H. (1960). “Resultados de la política económica y social”, en *Obras selectas*, tomo I. Ideas económicas, Bogotá.
- Alarcón, Luis Fernando (1994). “La política económica de Barco: una visión personal”, en M. Deas y C. Ossa (eds.), *El gobierno Barco: política, economía y desarrollo social, 1986-1990*, Bogotá: Editorial Nomos.
- Arango, L. Á. (1948). “Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República”, Bogotá: Banco de la República.
- Avella-Gómez, Mauricio (2003). “Antecedentes históricos de la deuda colombiana: el proceso de moratoria formal sobre la deuda externa entre 1931 y 1935”, [en línea],

- Borradores de Economía, núm. 271, Banco de la República, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/antecedentes-historicos-deuda-colombiana-el-proceso-moratoria-formal-sobre-deuda-externa-1931-y-1935>
- Avella-Gómez, Mauricio (2016). *La economía colombiana en la Revista del Banco de la República, 1927-2015*, Bogotá: Banco de la República, tomos I y II.
- Banco de la República. (1961). “Notas editoriales”, *Revista del Banco de la República*, vol. 34, núm. 405, Bogotá: Banco de la República, pp. 855-881, julio, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/18580/18992>
- Banco de la República. (s. f.). *Estadísticas económicas*, [en línea], disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas>
- Banco de la República (2022). *Informe de política monetaria*, disponible en <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10504/informe-politica-monetaria-octubre-2022.pdf>
- Banco Mundial. (16 de diciembre de 2022). *Commodity Markets*, [en línea], disponible en <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>
- Botero-Montoya, Rodrigo (1976). *Memoria de Hacienda 1974-1976*, tomo II, Bogotá: Banco de la República, pp. 234-312
- Caballero-Argáez, Carlos Eduardo (1987). *50 años de economía: de la crisis del treinta a la del ochenta*, Bogotá: Asociación Bancaria.
- Caballero-Argáez, Carlos Eduardo (2012). “El desarrollo económico y la planeación en el periodo del Frente Nacional: contexto y realizaciones”, en C. Caballero-Argáez, M. Pachón-Buitrago y E. Posada-Carbó (comp.), *Cincuenta años de regreso a la democracia. Nuevas miradas a la relevancia del Frente Nacional*, Bogotá: Universidad de los Andes, Escuela de Gobierno Albero Lleras Camargo
- Caballero-Argáez, Carlos; Machado-Rodríguez, Germán (2020). “De la crisis de ‘fin de siglo’ a la del ‘coronavirus’. La economía colombiana en el siglo XXI”, Documentos CEDE, núm. 14, Universidad de los Andes, pp. 15-74.
- Caballero-Argáez, Carlos; Machado-Rodríguez, Germán (2023). *Crisis y reformas* [En edición], Bogotá: Ediciones Uniandes.
- Carrasquilla B., A.; Suescún, R. (1987). “El Estatuto Cambiario y la balanza comercial en Banco de la República”, en *Colombia: 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, Bogotá: Banco de la República.
- Congreso de la República (1938). Ley 167 de 1938, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1653273>.

- Congreso de la República (1940). Ley 45 de 1940, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?ruta=Leyes/30019006>.
- Congreso de la República (1948). Ley 90 de 1948, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1631356>.
- Congreso de la República (1963). Ley 21 de 1963, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1631356>.
- Departamento Nacional de Planeación (DNP) (1990). “Documento Conpes núm. 2.465. Programa de modernización de la economía colombiana”, Bogotá, [en línea], disponible en <https://colaboracion.dnp.gov.co/cdt/Conpes/Economicos/2465.pdf>
- Díaz-Alejandro, Carlos (1972) “La economía colombiana y el comercio exterior en el periodo 1950-1970”, *Coyuntura Económica*, vol. 2, núm. 3, Bogotá: Fedesarrollo, pp. 129-45 octubre.
- Díaz-Alejandro, Carlos (2003). *Regímenes de comercio exterior y desarrollo económico: Colombia*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.uexternado.edu.co/gpd-regimenes-de-comercio-exterior-y-desarrollo-economico-colombia-9789586166980.html>
- Echavarría-Soto, Juan José (2019). “Colombia: ventajas y requisitos de la flotación cambiaria”, en *Fedesarrollo: 50 años de influencia en política pública. Reflexiones y retos para los siguientes*, Bogotá: Fedesarrollo.
- Edwards, Sebastián; Steiner, Robert (2008). *La revolución incompleta: las reformas de Gaviria*, Bogotá: Grupo Editorial Norma, [en línea], disponible en: <https://www.jstor.org/stable/41392141>
- Espinosa-Valderrama, Abdón (1970). *Memoria de Hacienda 1966-1970*, Bogotá: Banco de la República.
- Federación Nacional de Cafeteros (2022). *Estadísticas cafeteras*. [en línea], <https://federaciondefcafeteros.org/wp/estadisticas-cafeteras/>
- Federal Reserve History (30 de enero de 1934). *Gold Reserve Act of 1934*. [en línea], <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-reserve-act>
- Fedesarrollo (1981). “Comercio exterior”, *Coyuntura Económica*, vol. XI, núm. 1, Bogotá, pp. 45-65
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (30 de noviembre de 2022). “Colombia: History of lending commitments”, [en línea], disponible en: <https://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr2.aspx?memberKey1=190&date1key=2022-11-30>
- Fuentes-Hernández, Alfredo; Villaveces-Pardo, Ricardo (1976). “La liberación actual de importaciones y su perspectiva histórica”, *Coyuntura Económica* julio 1976 Bogotá: Fedesarrollo, pp. 87-98.

- Gamba-Tiusabá, Camila; Gómez-González, José Eduardo (2017). “La política monetaria durante los primeros años del Banco Central Independiente 1992-1998”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, primera edición, Bogotá: Banco de la República, pp. 411-435.
- Garritsende Vries, Margaret (1987). *Balance of payments adjustment, 1945 to 1986: The IMF experience*, primera edición, Washington: International Monetary Fund, [en línea], disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2016/12/30/Balance-of-Payments-Adjustment-1945-to-1986-The-IMF-Experience-21>
- Gaviria-Trujillo, César (1992). Bienvenidos al Futuro. *Economía-Discursos*. Presidencia de la República, Secretaría de Prensa.
- Greco (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano) (1999). “El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997” [en línea], Borradores de Economía, núm. 95, Banco de la República, disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5114>
- Hommes, Rudolf; Montenegro-Trujillo, Armando; Roda, Pablo (1994). *Una apertura hacia el futuro: balance económico, 1990-1994*, Bogotá: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Departamento Nacional de Planeación.
- Jaramillo, Esteban (1931). *Memoria de Hacienda 1932*, Bogotá: Imprenta Nacional.
- Junguito-Bonnet, Roberto (1986). *Memoria del ministro de Hacienda: julio 1985 a septiembre 1986*, Bogotá: Banco de la República.
- Junguito-Bonnet, Roberto (2017a). *Historia económica de Colombia en el siglo XX*, Bogotá: Universidad Sergio Arboleda.
- Junguito-Bonnet, Roberto (2017b). “El Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, primera edición, Bogotá: Banco de la República, pp. 561-638, [en línea], disponible en <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/7007>
- Junguito-Bonnet, Roberto (2018a). “La adopción del régimen de tasa de cambio flexible”, en *Cien episodios de la historia económica de Colombia*, Bogotá: Editorial Planeta.
- Junguito-Bonnet, Roberto (2018b). “El estado de la economía a fines de la administración Lleras Camargo”, en *Cien episodios de la historia económica de Colombia*, Bogotá: Editorial Planeta.
- Junguito-Bonnet, Roberto; Caballero-Argáez, Carlos (1978). “La otra economía”, *Conyuntura Económica*, vol. 8, núm. 4, Bogotá: Fedesarrollo, pp. 103-139.
- Junta Directiva del Banco de la República (2018). “Resolución núm. 1 de 2018”, [en línea], disponible en: [https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/compendio-res-ext-1-de-2018\\_1.pdf](https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/reglamentacion/compendio-res-ext-1-de-2018_1.pdf)

- Junta Monetaria de la República de Colombia (1967). “Resolución núm. 13 de 1967”, [en línea], [https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/acta\\_jdbr\\_1967.pdf](https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/acta_jdbr_1967.pdf)
- Krueger, Anne O. (1983). *Exchange-Rate Determination*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Lleras, Alberto; Lleras-Restrepo, Carlos; Gómez Hurtado, Álvaro; López Michelsen, Alfonso (1963). *Devaluación 1962: sus orígenes y proyecciones, historia documental, de un proceso económico*, primera edición, Bogotá: Tercer Mundo.
- Lleras-Restrepo, Carlos (1987). “Discurso de inauguración, pronunciado por el doctor Carlos Lleras Restrepo, expresidente de Colombia”, *Nueva Frontera*, núm. 638, pp. 22-28.
- López-Mejía, Alejandro (1987), “El Estatuto Cambiario y el Gobierno”, en *Colombia: 20 años del régimen de cambios y comercio exterior*, Bogotá: Banco de la República, pp. 36-69.
- López E., Enrique; Vargas H., Hernando; Rodríguez N., Norberto (2017). “La estrategia de inflación objetivo en Colombia”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República, 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 465-539.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2023). *Balance fiscal del Gobierno Nacional Central*, [en línea], disponible en [https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages\\_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/bgg/balancefiscalgobiernocentral](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/bgg/balancefiscalgobiernocentral)
- Ocampo, José Antonio (2014). “La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia”, en J. A. Ocampo, B. Stallings, I. Bustillo, H. Belloso y R. Frenkel (eds.), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*, Santiago de Chile: Cepal, pp. 19-49 [en línea], [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/36761/1/S20131019\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/36761/1/S20131019_es.pdf)
- Presidencia de la República (1951). Decreto 756 de 1951, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1825825>
- Presidencia de la República (1959). Decreto 1345 de 1959, [en línea], disponible en: [https://books.google.com.co/books/about/Arancel\\_de\\_aduanas\\_regimen\\_legal\\_de\\_impo.html?id=wlkcyjgAACAAJ&redir\\_esc=y](https://books.google.com.co/books/about/Arancel_de_aduanas_regimen_legal_de_impo.html?id=wlkcyjgAACAAJ&redir_esc=y)
- Presidencia de la República (1967). Decreto 444 de 1967, [en línea], disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=75333>
- Romero, Carmen Astrid (2006). “Los tipos de cambio múltiples en Colombia 1932-1967”, tesis doctoral, Universidad Autónoma de Barcelona.
- Steiner, Roberto (1987). “El manejo de la tasa de cambio y el Estatuto Cambiario: los objetivos de largo plazo y los desafíos coyunturales”, en *Colombia: 20 años del régimen de cambios y de comercio exterior*, Bogotá: Banco de la República.

- Tenjo, F.; Vargas, H.; Cardoso, P. (enero de 2023). “El Banco de la República en la pandemia del covid-19”. En prensa.
- Urrutia, Miguel (1993). “Colombia”, en J. Williamson (ed.), *The political economy of reform*, Washington D. C.: Institute for International Economics.
- Urrutia, Miguel (2012). “Política económica y social en el régimen de coalición (1958-1978)”, en C. Caballero-Argáez, M. Pachón-Buitrago y E. Posada-Carbó (comp.), *Cincuenta años de regreso a la democracia. Nuevas miradas a la relevancia del Frente Nacional*, Bogotá: Universidad de los Andes, Escuela de Gobierno Alberto Lleras Camargo.
- Urrutia, Miguel; Llano, Jorge (2011). “La crisis internacional y cambiaria de fin de siglo en Colombia”, *Desarrollo y Sociedad*, núm. 67, Bogotá: Universidad de los Andes, pp. 11-48, [en línea], disponible en <https://doi.org/10.13043/dys.67.1>
- Urrutia, Miguel; Llano, Jorge (2012). *Los actores en la crisis económica de fin de siglo*, Bogotá: Universidad de los Andes, Facultad de Economía.
- Wiesner-Durán, Eduardo (1978). *Política monetaria y cambiaria en Colombia*, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia (Asobancaria).

## Anexos

### ANEXO 2.1 HISTÓRICO DE LOS COMPROMISOS CREDITICIOS DE COLOMBIA CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

#### CUADRO A2.1.1 HISTÓRICO DE LOS COMPROMISOS CREDITICIOS DE COLOMBIA CON EL FMI MILES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO 1957-2022

TIPO DE ACUERDO	FECHA DE ARREGLO	VENCIMIENTO FECHA 4/	MONTO ACORDADO	MONTO RETIRADO	MONTO PENDIENTE
Línea de crédito flexible	29 de abril de 2022	28 de abril de 2024	7.155.700	0	0
Línea de crédito flexible	01 de mayo de 2020	28 de abril de 2022	12.267.000	3.750.000	3.750.000
Línea de crédito flexible	25 de mayo de 2018	30 de abril de 2020	7.848.000	0	0
Línea de crédito flexible	13 de junio de 2016	24 de mayo de 2018	8.180.000	0	0
Línea de crédito flexible	17 de junio de 2015	12 de junio de 2016	3.870.000	0	0
Línea de crédito flexible	24 de junio de 2013	16 de junio de 2015	3.870.000	0	0
Línea de crédito flexible	06 de mayo de 2011	05 de mayo de 2013	3.870.000	0	0
Línea de crédito flexible	07 de mayo de 2010	05 de mayo de 2011	2.322.000	0	0
Línea de crédito flexible	11 de mayo de 2009	06 de mayo de 2010	6.966.000	0	0
Acuerdo de reserva	02 de mayo de 2005	02 de noviembre de 2006	405.000	0	0
Acuerdo de reserva	15 de enero de 2003	02 de mayo de 2005	1.548.000	0	0
Facilidad ampliada del Fondo	20 de diciembre de 1999	19 de diciembre de 2002	1.957.000	0	0
Acuerdo de reserva	06 de junio de 1973	05 de junio de 1974	20.000	0	0
Acuerdo de reserva	01 de mayo de 1972	30 de abril de 1973	40.000	0	0
Acuerdo de reserva	21 de abril de 1971	20 de abril de 1972	38.000	30.000	0
Acuerdo de reserva	21 de abril de 1970	20 de abril de 1971	38.500	23.000	0
Acuerdo de reserva	19 de abril de 1969	18 de abril de 1970	33.250	33.250	0
Acuerdo de reserva	19 de abril de 1968	18 de abril de 1969	33.500	33.500	0
Acuerdo de reserva	15 de abril de 1967	14 de abril de 1968	60.000	60.000	0
Acuerdo de reserva	01 de enero de 1966	31 de diciembre de 1966	36.500	31.500	0
Acuerdo de reserva	14 de febrero de 1964	13 de febrero de 1965	10.000	7.500	0
Acuerdo de reserva	14 de enero de 1963	13 de enero de 1964	52.500	48.500	0
Acuerdo de reserva	01 de enero de 1962	31 de diciembre de 1962	10.000	7.500	0
Acuerdo de reserva	01 de noviembre de 1960	31 de octubre de 1961	75.000	65.000	0
Acuerdo de reserva	22 de octubre de 1959	21 de octubre de 1960	41.250	0	0
Acuerdo de reserva	19 de junio de 1958	18 de junio de 1959	15.000	0	0
Acuerdo de reserva	19 de junio de 1957	18 de junio de 1958	25.000	10.000	0
Total			60.787.200	4.099.750	3.750.000

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2022).

## ANEXO 2.2

### TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES

#### CUADRO A2.2.1

#### TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES Y TASA DE CAMBIO REAL 1923-2021

AÑO	(1)	(2)		(3)		(4)	(3)	(5)		(6)	(7)
	PROMEDIO ANUAL EMPALMADO TASA CAMBIO NOMINAL PROMEDIO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL TO COMPRA TO VENTA		TIPO DE CAMBIO-CAFÉ CAFÉ-COMPRA TASA EFECTIVA DE DÓLARES CAFETEROS		IMPORTACIONES PREFERENCIAL-VENTA	MERCADO DE CAPITALES O LIBRE ML-COMPRA ML-VENTA	PETRÓLEO IMPORTADO	ÍNDICE DE TASA REAL		
1923	1,049										44,4
1924	1,007										39,1
1925	1,016										36,9
1926	1,017										33,0
1927	1,024										29,2
1928	1,022										26,9
1929	1,033										30,8
1930	1,035										38,2
1931	1,035										40,4
1932	1,049			1,133	0,9625						45,7
1933	1,245			1,228	1,2271						52,1
1934	1,626			1,552	1,5408						60,0
1935	1,783			1,685	1,4470						68,8
1936	1,752	1,74	1,75		1,5011						62,2
1937	1,768	1,74	1,75		1,5330						57,9
1938	1,788	1,745	1,755		1,5419						56,8
1939	1,752	1,745	1,755		1,6231						52,8
1940	1,752	1,745	1,755		1,6798						55,0
1941	1,754	1,745	1,755		1,7450						58,7
1942	1,753	1,745	1,755		1,6580		1,7526				59,6
1943	1,748	1,745	1,755		1,7450		1,7449				54,4
1944	1,746	1,745	1,755		1,7450		1,7463				45,9
1945	1,752	1,745	1,755		1,7450		1,7520				42,4
1946	1,751	1,745	1,755		1,7450		1,7513				42,1
1947	1,755	1,745	1,755		1,7450		1,7545				40,8
1948	1,761	1,762	1,772	1,862	1,7671	1,772	1,7605	2,80453			37,8
1949	1,960	1,950	1,960	1,950	1,9500	1,950	1,9595	3,02092			39,0
1950	1,960	1,950	1,960	1,950	1,9500	1,950	1,9600	3,11054			32,9
1951	2,390	2,363	2,373	2,124	2,0737	2,373	2,3884	2,72027			39,4
1952	2,510	2,500	2,510	2,247	2,2403	2,510	2,5100				43,3
1953	2,510	2,500	2,510	2,346	2,3390	2,510	2,5100				40,8
1954	2,510	2,500	2,510	2,385	2,3850	2,510	2,5100				37,7
1955	2,510	2,500	2,510	2,500	2,4904	2,510	2,5100	3,38625			36,7
1956	2,510	2,500	2,510	2,500	2,5000	2,510	2,5100	5,05455			34,6

**CUADRO A2.2.1 (CONTINUACIÓN)**  
**TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES Y TASA DE CAMBIO REAL**  
**1923-2021**

AÑO	(1)	(2)		(3)		(4)	(3)	(5)		(6)	(7)
	PROMEDIO ANUAL EMPALMADO TASA CAMBIO NOMINAL PROMEDIO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL TO COMPRA TO VENTA		TIPO DE CAMBIO-CAFÉ CAFÉ-COMPRA TASA EFECTIVA DE DÓLARES CAFETEROS		IMPORTACIONES PREFERENCIAL-VENTA	MERCADO DE CAPITALES O LIBRE ML-COMPRA ML-VENTA	PETRÓLEO PETRÓLEO IMPORTADO	ITCR ÍNDICE DE TASA REAL		
1957	3,840	3,986	3,997	3,986	3,7837	3,997	6,0157	6,02571			45,6
1958	6,410	6,052	6,413	6,052	5,1440	6,413	7,5675	7,57750			72,2
1959	6,400	6,100	6,400	6,100	5,1850	6,400	7,6796	7,68875			67,5
1960	6,650	6,352	6,577	6,352	5,3989	6,577	6,9146	6,92167			66,2
1961	6,700	6,492	6,700	6,492	5,9150	6,700	8,3059	8,31517			63,7
1962	6,780	6,551	6,901	6,551	6,5508	6,901	9,1192	9,13375	7,6700		62,6
1963	9,000	7,100	9,000	7,100	7,1000	9,000	10,0188	10,02917	7,6700		62,1
1964	9,000	7,294	9,000	7,300	7,2775	9,000	10,4326	10,44183	7,6700		57,8
1965	10,500	9,564	10,500	8,026	7,8534	9,000	16,8194	16,85925	9,0000		55,7
1966	13,500	13,500	13,500	9,183	9,1558	9,000	16,9523	16,98208	9,0000		58,4
1967	14,540	14,504	14,531	9,940	11,1634	9,000	16,2500	16,30000	9,0000		70,6
1968	16,290	16,284	16,325		12,8062		16,2500	16,30000	9,000		79,4
1969	17,320	17,323	17,355		13,8586				9,000		81,8
1970	18,440	18,442	18,487		14,7530				9,000		86,6
1971	19,930	19,933	19,983		15,9475				12,300		85,7
1972	21,870	21,866	21,917		17,4925				20,000		85,3
1973	23,640	23,634	23,689		18,9083				20,000		79,2
1974	26,060	26,057	26,111		20,8450				20,000		77,0
1975	30,930	31,174	30,982		25,0475				20,670		84,9
1976	34,700	34,690	34,753		28,4458				25,500		80,5
1977	36,770	36,851	36,430		29,7380		35,6300	35,54667			70,3
1978	39,090										68,1
1979	42,550										64,1
1980	47,280										64,3
1981	54,490										64,5
1982	64,090										65,0
1983	78,860										70,9
1984	100,820										79,9
1985	142,310										95,7
1986	194,260										109,7
1987	242,610										114,6
1988	299,170										115,1
1989	382,570										122,3
1990	502,260										127,9
1991	627,150										130,4
1992	680,100										148,3
1993	786,600										140,2
1994	826,520										124,0

**CUADRO A2.2.1 (CONTINUACIÓN)**  
**TASAS DE CAMBIO MÚLTIPLES Y TASA DE CAMBIO REAL**  
**1923-2021**

AÑO	(1)	(2)		(3)		(4)	(3)	(5)		(6)	(7)
	PROMEDIO ANUAL EMPALMADO TASA CAMBIO NOMINAL PROMEDIO	TIPO DE CAMBIO OFICIAL		TIPO DE CAMBIO-CAFÉ		TASA EFECTIVA DE DÓLARES CAFETEROS	IMPORTACIONES PREFERENCIAL-VENTA	MERCADO DE CAPITALES O LIBRE		PETRÓLEO IMPORTADO	ÍNDICE DE TASA REAL
		TO COMPRA	TO VENTA	CAFÉ-COMPRA				ML-COMPRA	ML-VENTA		
1995	912,470										122,2
1996	1036,680										113,4
1997	1140,450										106,2
1998	1426,570										113,5
1999	1758,110										126,3
2000	2086,840										138,6
2001	2299,770										143,5
2002	2507,960										144,0
2003	2877,500										162,3
2004	2626,220										146,6
2005	2320,770										128,4
2006	2357,980										130,7
2007	2078,350										115,8
2008	1966,260										110,0
2009	2156,290										113,5
2010	1897,890										100,0
2011	1848,170										100,1
2012	1798,230										95,6
2013	1868,900										98,9
2014	2000,680										103,7
2015	2746,470										126,9
2016	3053,420										131,0
2017	2951,150										124,4
2018	2956,546										121,4
2019	3282,390										129,4
2020	3691,275										141,3
2021	3747,244										145,5

(1) Fuente: principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) para 1932-1998 y Banco de la República (2022) para el período 1999-2022.

(2) Fuente: tomado de Wiesner (1978).

(3) Fuente: elaboración de los autores a partir de Wiesner (1978) y Romero (2006).

(4) Fuente: Romero (2006).

(5) Fuente: elaboración de los autores a partir de Wiesner (1978). Los datos previos a 1957 corresponden a la cotización promedio en el mercado bancario (compra) y a la cotización de certificados de cambio en la Bolsa (venta). Los datos posteriores a 1957 corresponden a los de compra y venta en el mercado de capitales (libre).

(6) Fuente: Wiesner (1978) y Romero (2006). Tipo de cambio diferencial para la compra de divisas destinadas a la compra de petróleo para refinar dentro del país.

(7) Fuente: elaboración de los autores a partir de principales indicadores económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999) y Banco de la República (2022).

## ANEXO 2.3

### RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

CUADRO A2.3.1  
PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de Cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título I. Banco de la República</b>		
1	Monedas de reserva <sup>1</sup>	AUD, CAD, CHF, CNH/CNY, DEG, DKK, EUR, GBP, HKD, JPY, KRW, NOK, NZD, SEK, SGD, USD.
2	Intervención en el mercado	El Banco de la República podrá intervenir en el mercado cambiario para: regular la liquidez del mercado financiero y garantizar el funcionamiento normal de los pagos internos y externos; evitar fluctuaciones indeseadas de la tasa de cambio y acumular o desacumular reservas internacionales, por medio de la compra o venta de divisas, de contado y a futuro.
3	Operaciones de intervención	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Compra o venta de divisas a tasas de mercado.</li> <li>2. Venta de opciones <i>put</i> o <i>call</i> a tasas de mercado, mediante el mecanismo de subasta.</li> <li>3. Venta de divisas de contado mediante contratos FX Swap, a las tasas que fije el Banco de la República, mediante los mecanismos de subasta o ventanilla.</li> <li>4. Venta de divisas mediante contratos <i>forward</i> de cumplimiento financiero a tasas de mercado, mediante el mecanismo de subasta.</li> </ol>
4	Régimen de las operaciones	Resolución Externa núm. 1 de 2018
5	Sanciones por retraso, incumplimiento y errores de las operaciones de intervención	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <b>Retrasos operaciones de compra o venta de divisas.</b> El Banco de la República, en la fecha de cumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 1% de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación cumplida con retraso.</li> <li>2. <b>Incumplimiento de las operaciones de compra o venta de divisas.</b> El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 5% de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación incumplida.</li> <li>3. <b>Errores en el precio de las ofertas presentadas en las subastas de operaciones de compra y venta de divisas en los últimos 12 meses.</b> En el evento de que el agente autorizado presente un (1) error no podrá acceder a la siguiente subasta de compra o venta de divisas que se convoque dentro de los doce (12) meses siguientes. En el evento de que el agente autorizado acumule dos (2) errores no podrá acceder a las siguientes tres (3) subastas de compra o venta de divisas que se convoquen dentro de los doce (12) meses siguientes. En el evento de que el agente autorizado acumule tres (3) errores no podrá acceder a las siguientes subastas de compra o venta de divisas que se convoquen dentro de los doce (12) meses siguientes.</li> <li>4. <b>Incumplimiento del pago de la prima de la opción <i>pull</i> o <i>call</i>.</b> El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento del pago de la prima, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República un monto igual al valor de la prima.</li> </ol>

## CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)

## PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título I. Banco de la República</b>		
5	Sanciones por retraso, incumplimiento y errores de las operaciones de intervención	<p>5. <b>Retrasos en el cumplimiento del ejercicio de opciones <i>put</i> o <i>call</i>.</b> El Banco de la República, en la fecha de cumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 1 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación cumplida con retraso.</p>
		<p>6. <b>Incumplimiento del ejercicio de opciones <i>put</i> o <i>call</i>.</b> El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 5 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación incumplida.</p>
		<p>7. <b>Retrasos en el cumplimiento de la venta de divisas de contado mediante contratos FX Swap.</b> El Banco de la República, en la fecha de cumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República, el valor resultante de aplicar los intereses de un día de la tasa de interés mínima de expansión vigente sobre el monto en moneda legal de la operación cumplida con retraso.</p>
		<p>8. <b>Incumplimiento de la información, entrega de garantías y/o de la venta de divisas de contado mediante contratos FX Swap.</b> El Banco de la República, en la fecha de incumplimiento, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal del agente autorizado y/o compensará de las garantías: i) para el primer incumplimiento sobre un período de doce (12) meses, los intereses de cinco (5) días, a la tasa mínima de expansión vigente, sobre el monto en moneda legal de la operación incumplida; ii) para el segundo incumplimiento sobre un período de doce (12) meses, los intereses de diez (10) días, a la tasa mínima de expansión vigente más 1 %, sobre el monto en moneda legal de la operación incumplida, y iii) para tercer y posteriores incumplimientos sobre un período de doce (12) meses, los intereses de quince (15) días, a la tasa mínima de expansión vigente más 1 %, sobre el monto en moneda legal de la operación incumplida.</p>
		<p>9. <b>Retrasos en el cumplimiento de la compra de divisas a futuro mediante contratos FX Swap.</b> El Banco de la República debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 1 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación cumplida con retraso.</p>
		<p>10. <b>Incumplimiento de la compra de divisas a futuro mediante contratos FX Swap.</b> El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 5 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación incumplida.</p>
		<p>11. <b>Retrasos en el cumplimiento de la operación de venta de divisas a futuro mediante contratos <i>forward</i>.</b> Se aplica la misma lógica que para los FX Swap.</p>
		<p>12. <b>Incumplimiento de la operación de venta de divisas a futuro mediante contratos <i>forward</i>.</b> El Banco de la República, el día hábil siguiente al incumplimiento de la operación, debitará de la cuenta de depósito en moneda legal que el agente autorizado mantiene en el Banco de la República, el equivalente en moneda legal resultante de aplicar el 2 % de la tasa de cambio de la operación por el monto en divisas de la operación incumplida más el valor correspondiente al cumplimiento de la operación.</p>

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título I. Banco de la República</b>		
6	Pagos en moneda extranjera	Los pagos en moneda extranjera que deba realizar el Banco de la República para el normal desarrollo de sus actividades se atenderán con cargo a las reservas internacionales, con sujeción a las cuantías y límites que fije la Junta Directiva.
<b>Título II. Intermediarios del mercado financiero</b>		
7	Intermediarios autorizados <sup>2</sup>	Bancóldex, CF, ENTerritorio, FDN, Finagro, Findeter, FNA, Icetex, SCBV, SEDPE, SICSE se sujetarán a la regulación aplicable a los intermediarios del mercado cambiario una vez se inscriban en el Banco de la República, de acuerdo con el procedimiento de carácter general que este señale. Las entidades podrán solicitar al Banco de la República la cancelación de su inscripción, a efectos de no estar obligadas a cumplir con la regulación aplicable a los intermediarios del mercado cambiario.
8	Operaciones autorizadas para los intermediarios del mercado cambiario	1. Los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento, las cooperativas financieras, la FDN y Bancóldex, con patrimonio técnico igual o superior al capital mínimo que debe acreditarse podrán: adquirir y vender divisas y títulos representativos de estas, que deban canalizarse a través del mercado cambiario; celebrar operaciones de compra y venta de divisas y de títulos representativos de estas con el Banco de la República y con los intermediarios del mercado cambiario, así como la compra y venta de saldos de cuentas de compensación; enviar o recibir pagos y giros en moneda extranjera, y efectuar remesas de divisas desde o hacia el exterior, y realizar gestiones de cobro o servicios bancarios similares; recibir depósitos en moneda extranjera de empresas de transporte internacional, agencias de viajes y turismo, almacenes y depósitos francos, entidades que presten servicios portuarios y aeroportuarios, personas naturales y jurídicas no residentes, misiones diplomáticas y consulares acreditadas ante el Gobierno de Colombia, organizaciones multilaterales y los funcionarios de estas últimas, y entidades públicas o privadas que estén ejecutando programas de cooperación técnica internacional con el Gobierno nacional; recibir depósitos a la vista en cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos electrónicos en moneda legal colombiana de personas naturales, jurídicas o asimiladas, no residentes. Adicionalmente, recibir depósitos a término en moneda legal colombiana, incluyendo certificados de depósito a término (CDT) y certificados de depósito de ahorro a término (CDAT), de personas naturales colombianas no residentes; efectuar inversiones de capital en el exterior de conformidad con las normas aplicables y efectuar inversiones financieras en el exterior; realizar operaciones de <i>leasing</i> de exportación y de importación estipuladas en moneda extranjera; manejar y administrar sistemas de tarjetas de crédito y débito para pagos en moneda extranjera; otorgar avales y garantías estipulados en moneda extranjera a residentes, a otros intermediarios del mercado cambiario y a no residentes; actuar por cuenta de los agentes del exterior autorizados para realizar derivados financieros de manera profesional como contrapartes de las cámaras de riesgo central de contraparte; obtener financiación estipulada en moneda extranjera de no residentes, de los intermediarios del mercado cambiario o mediante la colocación de títulos en los mercados internacionales de capitales...

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título II. Intermediarios del mercado financiero</b>		
9	Obligaciones de los intermediarios del mercado bancario	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Exigir a los residentes y no residentes la información de las operaciones de cambio que canalicen y transmitirla al Banco de la República.</li> <li>2. Conservar la información que transmitan al Banco de la República de las operaciones de cambio canalizadas.</li> <li>3. Para aquellas operaciones que requieran el depósito, verificar que se haya acreditado el cumplimiento de dicha obligación.</li> <li>4. Informar diariamente a la Superintendencia Financiera de Colombia, en los términos que esta señale, sobre las tasas de cambio a las cuales efectúen sus operaciones.</li> <li>5. Informar trimestralmente a la Superintendencia Financiera de Colombia sobre el movimiento de sus cuentas corrientes en el exterior.</li> <li>6. Suministrar la información y la colaboración que requieran las autoridades competentes, entre ellas la Fiscalía General de la Nación, la Unidad de Información y Análisis Financiero y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales, para sus propósitos de prevención de actividades delictivas, control cambiario o cualquier otro de su competencia.</li> <li>7. Cumplir con las disposiciones del capítulo XVI del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y demás normas aplicables en cuanto a la prevención de actividades delictiva.</li> </ol>
10	Pago por compra de divisas	Los pagos que realicen los intermediarios del mercado cambiario por compra de divisas que no sean obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario, en montos iguales o superiores a diez mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 10.000) o su equivalente en otras monedas, se realizarán mediante entrega al vendedor de las divisas de cheque girado a nombre del beneficiario con cláusula que restrinja su libre negociabilidad y para <i>abono en cuenta</i> . Alternativamente, podrá efectuarse el pago al vendedor mediante abono en cuenta corriente o de ahorros de la cual sea titular dicho vendedor.
11	Cuentas en el exterior de intermediarios	Los intermediarios del mercado cambiario podrán poseer y manejar cuentas en el exterior para el normal desarrollo de sus actividades. Estas cuentas no estarán sujetas a registro en el Banco de la República.
12	Posición propia <sup>3</sup>	Los intermediarios del mercado cambiario obligados a consolidar estados financieros de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia que tengan inversiones controladas en el exterior, deben excluir del cálculo de la posición propia el valor de las inversiones controladas en el exterior. También deben excluir los derivados y demás obligaciones designadas por el órgano competente del intermediario del mercado cambiario como instrumentos de cobertura de las inversiones controladas en el exterior.
13	Posición propia de contado	Defínase como posición propia de contado en moneda extranjera la diferencia entre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera. Los intermediarios del mercado cambiario calcularán la posición propia de contado de acuerdo con los conceptos y cuentas que señale el Banco de la República.
14	Posición bruta de apalancamiento <sup>4</sup>	Los intermediarios del mercado cambiario calcularán la posición bruta de apalancamiento de acuerdo con los conceptos y cuentas que señale el Banco de la República.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título II. Intermediarios del mercado financiero</b>		
15	Montos	El promedio aritmético de tres (3) días hábiles de posición propia en moneda extranjera de los intermediarios del mercado cambiario no podrá exceder el equivalente en moneda extranjera al veinte por ciento (20%) del patrimonio técnico del intermediario. El promedio aritmético de tres (3) días hábiles de posición propia en moneda extranjera de los intermediarios del mercado cambiario podrá ser negativo, sin que exceda el equivalente en moneda extranjera al cinco por ciento (5%) de su patrimonio técnico. El promedio aritmético de tres (3) días hábiles de la posición propia de contado y de la posición bruta de apalancamiento no tiene límites.
19	Medidas de recuperación patrimonial	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Los intermediarios del mercado cambiario que se encuentren adelantando medidas de recuperación patrimonial con Fogafín que impliquen la ejecución de programas de ajuste a la relación de solvencia acordados con la Superintendencia Financiera de Colombia, podrán ajustarse al límite máximo y mínimo de posición propia durante el plazo de dichos programas.</li> <li>2. Los intermediarios del mercado cambiario que no se encuentren adelantando medidas de recuperación patrimonial con Fogafín, pero cuyo patrimonio técnico disminuya como consecuencia de procesos de castigo y provisión de sus activos seguidos de una capitalización, bien sea adelantados voluntariamente o dentro de programas de ajuste a la relación de solvencia acordados con la Superintendencia Financiera de Colombia, podrán ajustarse al límite máximo o mínimo de posición propia durante un plazo no superior a un (1) año y bajo las condiciones que convenga con dicha Superintendencia.</li> </ol>
20	Aplicación	<p>Los intermediarios del mercado cambiario, excluyendo las SICSFE, las SEDPE y las cámaras de riesgo central de contraparte, deben cumplir con las disposiciones sobre posición propia, posición propia de contado y posición bruta de apalancamiento.</p> <p>Las entidades públicas de redescuento de que trata el artículo 102 de la presente resolución, deben cumplir con las disposiciones sobre posición propia.</p> <p>Los administradores de los sistemas de compensación y liquidación de divisas en su condición de intermediarios del mercado cambiario no están sujetos a los límites de los indicadores pero sí a la obligación de cálculo y de reporte.</p>
<b>Título II, sección II. Indicadores de riesgo cambiario y posición de inversiones controladas en el exterior</b>		
21	Indicadores de riesgo cambiario <sup>5</sup>	<p>Los intermediarios del mercado cambiario obligados a consolidar estados financieros, de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia, deberán calcular los indicadores a nivel consolidado a pesar de que formen parte de la consolidación que efectúe otro intermediario.</p> <p>Los intermediarios que no estén obligados a efectuar consolidación deberán calcular los indicadores a nivel individual.</p> <p>El Banco de la República señalará la metodología de cálculo de los indicadores de riesgo cambiario en desarrollo de lo establecido en esta resolución.</p>
24	Límites	El promedio aritmético de tres (3) días hábiles del indicador de riesgo cambiario positivo de los intermediarios del mercado cambiario no podrá exceder el equivalente en moneda extranjera al cuarenta por ciento (40%) del patrimonio técnico del intermediario. El promedio aritmético de tres (3) días hábiles del indicador de riesgo cambiario negativo de los intermediarios del mercado cambiario no podrá ser inferior al equivalente en moneda extranjera a menos cuarenta por ciento (-40%) del patrimonio técnico del intermediario. La posición de inversiones controladas en el exterior no podrá exceder el equivalente en moneda extranjera al ciento cincuenta por ciento (150%) del patrimonio técnico para inversiones controladas.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título II, sección II. Indicadores de riesgo cambiario y posición de inversiones controladas en el exterior</b>		
26	Cálculo y reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia	El cálculo de los indicadores de riesgo cambiario se realizará diariamente y los intermediarios del mercado cambiario deberán reportar a la Superintendencia Financiera de Colombia semanalmente, a más tardar el último día hábil de la segunda semana siguiente a la semana que se reporta, el valor diario del indicador de riesgo cambiario positivo y del indicador de riesgo cambiario negativo, y el cálculo de los promedios para el período o los períodos de tres (3) días hábiles que hayan culminado en la semana en cuestión.
27	Cálculo y reporte al Banco de la República	Los intermediarios del mercado cambiario obligados a consolidar estados financieros, de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia, deberán calcular y reportar trimestralmente al Banco de la República los indicadores de riesgo cambiario consolidados, según la metodología de cálculo e instrucciones que el Banco de la República determine mediante reglamentación de carácter general. El Banco de la República enviará a la Superintendencia Financiera de Colombia un informe sobre los intermediarios del mercado cambiario que no reporten la información en el plazo establecido, o cuando el indicador de riesgo cambiario positivo supere el 40% del patrimonio técnico o el indicador de riesgo cambiario negativo se encuentre por debajo del -40% del patrimonio técnico, a efecto que la Superintendencia Financiera de Colombia adopte las medidas que correspondan conforme a sus competencias.
29	Medidas de recuperación patrimonial	Los intermediarios del mercado cambiario que se encuentren adelantando medidas de recuperación patrimonial con Fogafin, que impliquen la ejecución de programas de ajuste a la relación de solvencia acordados con la Superintendencia Financiera de Colombia, podrán ajustarse a los límites de los indicadores de riesgo cambiario durante el plazo de dichos programas. Los intermediarios del mercado cambiario que no se encuentren adelantando medidas de recuperación patrimonial con Fogafin, pero cuyo patrimonio técnico disminuya como consecuencia de procesos de castigo y provisión de sus activos seguidos de una capitalización, bien sea adelantados voluntariamente o dentro de programas de ajuste a la relación de solvencia acordados con la Superintendencia Financiera de Colombia, podrán ajustarse a los límites de los indicadores de riesgo cambiario durante un plazo no superior a un (1) año y bajo las condiciones que convenga con dicha Superintendencia.
30	Indicadores de exposición de corto plazo	Los intermediarios del mercado cambiario deberán calcular los indicadores a nivel individual. Adicionalmente, cuando los intermediarios estén obligados a consolidar estados financieros, de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia, deberán calcular los indicadores a nivel consolidado, a pesar de que formen parte de la consolidación que efectúe otro intermediario. Los sistemas de compensación y liquidación de divisas y las cámaras de riesgo central de contraparte no están sujetas a las regulaciones sobre los indicadores de exposición de corto plazo.
31	Indicador de exposición de corto plazo individual	El indicador de exposición de corto plazo Individual se calculará como la sumatoria de los excesos netos por moneda que presente el intermediario del mercado cambiario, ajustados por un <i>haircut</i> cambiario, y los defectos netos por moneda que presente el intermediario. Los excesos o defectos netos por moneda corresponden a la diferencia entre los activos líquidos por moneda y los requerimientos netos de liquidez por moneda. Este indicador será calculado para horizontes de siete (7) y treinta (30) días calendario.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título II, sección III. Indicadores de exposición de corto plazo</b>		
32	Indicador de exposición de corto plazo consolidado	El indicador de exposición de corto plazo consolidado se calculará como la sumatoria del indicador de exposición de corto plazo individual del intermediario del mercado cambiario, considerando las monedas significativas a nivel consolidado, y de los indicadores de exposición de corto plazo individual calculado por país, donde estén establecidas sus filiales, siempre que estos sean menores a cero (0). El indicador de exposición de corto plazo consolidado será calculado para un horizonte de treinta (30) días calendario.
33	Límites	El indicador de exposición de corto plazo individual calculado para horizontes de siete (7) y treinta (30) días calendario debe ser mayor a cero (0). El indicador de exposición de corto plazo consolidado para un horizonte de treinta (30) días calendario debe ser mayor a cero (0).
34	Cálculo	El cálculo del indicador de exposición de corto plazo individual se debe realizar semanalmente para un horizonte de siete (7) días calendario, contados desde el día lunes de la semana hasta el día domingo de la misma. El reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia se debe efectuar el primer día hábil de cada semana. El cálculo del indicador de exposición de corto plazo individual se debe realizar para un horizonte de treinta (30) días calendario, contados a partir del lunes siguiente al segundo viernes de cada mes y al último viernes de cada mes. El reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia se debe efectuar el primer día hábil siguiente al segundo viernes de cada mes y al último viernes de cada mes. El cálculo del indicador de exposición de corto plazo consolidado se debe realizar para un horizonte de treinta (30) días calendario, contados a partir del lunes siguiente al segundo viernes de cada mes y al último viernes de cada mes. El reporte a la Superintendencia Financiera de Colombia se debe efectuar dentro de los treinta (30) días calendario siguientes al segundo viernes de cada mes y al último viernes de cada mes.
35	Reglamentación, control y sanciones	Los intermediarios del mercado cambiario que no cumplan con los límites a la posición propia, los indicadores de riesgo cambiario, la posición de inversiones controladas en el exterior o los indicadores de exposición de corto plazo previstos en esta resolución, deberán informar por escrito a la Superintendencia Financiera de Colombia, a más tardar el día hábil siguiente a la fecha de reporte, las razones que originaron la situación, el carácter coyuntural o duradero de la misma y las medidas que el intermediario adoptará para cumplir los límites establecidos. Los intermediarios del mercado cambiario deberán informar al Banco de la República y suministrar periódicamente la información que este determine acerca del esquema definido para el cumplimiento de los límites de la posición propia, los indicadores de riesgo cambiario, los indicadores de exposición de corto plazo, y la posición de inversiones controladas en el exterior. Cuando los intermediarios del mercado cambiario no efectúen el reporte de la posición propia, la posición propia de contado, la posición bruta de apalancamiento, los indicadores o la posición de inversiones controladas en el exterior, previsto en esta resolución, la Superintendencia Financiera de Colombia podrá imponer sanciones de acuerdo con sus atribuciones legales.
36	Definición mercado cambiario	El mercado cambiario está constituido por la totalidad de las divisas que deben canalizarse obligatoriamente por conducto de los intermediarios autorizados para el efecto o a través del mecanismo de compensación previsto en esta resolución. También formarán parte del mercado cambiario las divisas que, no obstante estar exentas de esa obligación, se canalicen voluntariamente a través del mismo.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título III. Mercado de divisas</b>		
37	Mecanismo de compensación	En adición a lo previsto en el artículo 81, los residentes que utilicen cuentas bancarias en el exterior para operaciones que deban canalizarse a través del mercado cambiario deberán registrarlas en el Banco de la República bajo la modalidad de cuentas de compensación. (05/10/2021). Los residentes, si así lo acuerdan, deberán utilizar las cuentas de compensación para girar y recibir divisas correspondientes al cumplimiento de obligaciones derivadas de operaciones internas cuyo pago no está expresamente autorizado en moneda extranjera en esta resolución.
38	Tasas de cambio de los intermediarios	Las tasas de cambio de compra y venta de divisas serán aquellas que libremente acuerden las partes intervinientes en la operación.
39	Monedas de pago y de reintegro	Los intermediarios del mercado cambiario podrán atender solicitudes de venta de cualquier divisa para pagar al exterior obligaciones pactadas en una divisa diferente. Asimismo, los residentes en el país podrán canalizar a través del mercado cambiario una divisa diferente a la originalmente pactada.
40	Tasa de cambio representativa del mercado	Para los efectos previstos en esta resolución, la tasa de cambio representativa del mercado (TRM) es el promedio ponderado por monto de las operaciones de compra y venta de dólares de Estados Unidos de América a cambio de moneda legal colombiana, pactadas para cumplimiento en ambas monedas el mismo día de su negociación, efectuadas por los intermediarios del mercado cambiario dentro del horario que establezca el Banco de la República mediante reglamentación general. Para el cálculo de la TRM se deberán excluir las operaciones de derivados, así como las operaciones efectuadas por los intermediarios del mercado cambiario con entidades diferentes de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y de la Nación - Ministerio de Hacienda y Crédito Público. La TRM será calculada diariamente y certificada por la Superintendencia Financiera de Colombia con base en la información disponible y la reglamentación expedida por el Banco de la República. En aquellos casos en que no se pueda calcular la TRM de acuerdo con los criterios que señale el Banco de la República, la TRM del día corresponderá a la última tasa calculada y certificada por la Superintendencia Financiera de Colombia.
41	Operaciones obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario	Las siguientes operaciones de cambio deberán canalizarse obligatoriamente a través del mercado cambiario: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Importación y exportación de bienes.</li> <li>2. Operaciones de endeudamiento externo celebradas por residentes, así como los costos financieros inherentes a estas.</li> <li>3. Inversiones de capital del exterior en el país, así como los rendimientos asociados a estas.</li> <li>4. Inversiones de capital colombiano en el exterior, así como los rendimientos asociados a estas.</li> <li>5. Inversiones financieras en títulos emitidos y en activos radicados en el exterior, así como los rendimientos asociados a estas, salvo cuando las inversiones se efectúen con divisas provenientes de operaciones que no deban canalizarse a través del mercado cambiario.</li> <li>6. Aavales y garantías en moneda extranjera.</li> <li>7. Operaciones de derivados.</li> </ol>

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título III. Mercado de divisas</b>		
42	Pago de obligaciones	Las divisas correspondientes al cumplimiento de operaciones de cambio del mercado cambiario deben canalizarse por conducto de los intermediarios autorizados para el efecto o a través del mecanismo de compensación previsto en esta resolución.
43	Diferencias	No podrán canalizarse a través del mercado cambiario sumas superiores o inferiores a las efectivamente recibidas, ni efectuarse giros por montos diferentes a las obligaciones con el exterior. Podrán canalizarse a través del mercado cambiario sumas diferentes al valor de las operaciones de cambio obligatoriamente canalizables, siempre y cuando estas diferencias se presenten por causas justificadas.
<b>Título III, sección I. Endeudamiento externo</b>		
44	Crédito externo y canalización <sup>6</sup>	Los créditos entre residentes o intermediarios del mercado cambiario y no residentes son créditos externos. También son créditos externos los créditos otorgados por los intermediarios del mercado cambiario a los residentes o a otros intermediarios del mercado cambiario estipulados en moneda extranjera. Estos créditos deben canalizarse a través del mercado cambiario, de conformidad con la presente resolución y con la reglamentación de carácter general que señale el Banco de la República.
45	Condiciones de los créditos externos	Los créditos externos entre residentes o intermediarios del mercado cambiario y no residentes podrán estipularse, desembolsarse y pagarse en moneda legal o en moneda extranjera, según lo acuerden las partes. Los créditos externos otorgados por intermediarios del mercado cambiario a residentes o a otros intermediarios del mercado cambiario deberán estipularse en moneda extranjera y podrán desembolsarse y pagarse en moneda legal o en moneda extranjera, según lo acuerden las partes. Los créditos externos serán informados al Banco de la República, de conformidad con la reglamentación de carácter general que este señale. El desembolso de estas operaciones deberá realizarse utilizando cuentas en moneda legal de uso exclusivo para operaciones de crédito externo en los intermediarios del mercado cambiario. Las cuentas de uso exclusivo para operaciones de crédito externo también se deben utilizar para recibir desembolsos de créditos externos y para recibir o efectuar pagos de créditos externos o de operaciones relacionadas con estos.
46	Colocación de títulos en el mercado internacional	Los créditos autorizados en esta sección podrán obtenerse mediante la colocación de títulos en los mercados internacionales de capitales previa la constitución del depósito de que trata el artículo 47 de esta resolución.
47	Depósito	Deberá constituirse un depósito en el Banco de la República en las condiciones que señale esta resolución, como requisito previo para el desembolso y la canalización de las siguientes operaciones: 1. Los créditos externos que obtengan los residentes de no residentes y las transferencias de recursos del exterior que ingresen a las cuentas de no residentes en moneda legal de uso exclusivo para crédito externo. 2. Los créditos externos que obtengan los residentes de los intermediarios del mercado cambiario. 3. Los giros de inversiones no perfeccionadas de que trata el artículo 57 de esta resolución. No se encuentran sujetos al depósito de que trata el presente artículo los créditos externos otorgados a no residentes.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título III, sección I. Endeudamiento externo</b>		
48	Condiciones del depósito	El depósito es de cero por ciento (0 %).
50	Información de los créditos externos	Los créditos externos y las modificaciones de sus condiciones deberán ser informados al Banco de la República en la forma y plazos que establezca esta entidad.
51	Endeudamiento público externo	Los créditos externos que obtengan la nación, las entidades territoriales y las entidades descentralizadas de todas ellas, cualquiera que sea su naturaleza, estarán sujetos a las obligaciones previstas en las normas de la presente sección, incluido el depósito de que trata el artículo 47 de esta resolución.
<b>Título III, sección III. Inversión de capital extranjero</b>		
54	Canalización y registro	Las divisas destinadas a efectuar inversiones de capital del exterior en Colombia deberán canalizarse por conducto de los intermediarios del mercado cambiario o de las cuentas de compensación y su registro en el Banco de la República deberá efectuarse de conformidad con la reglamentación de carácter general que expida esta entidad. Deberán canalizarse a través del mercado cambiario los pagos en moneda libremente convertible de los siguientes conceptos, derivados de una inversión de capital del exterior en Colombia, registrada en el Banco de la República:
55	Adquisición de divisas	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Las utilidades netas comprobadas que generan periódicamente las inversiones de capital del exterior en Colombia, de conformidad con las normas pertinentes.</li> <li>2. Las sumas que se obtengan por concepto de la enajenación de la inversión dentro del país, de la liquidación del portafolio, de la liquidación de la empresa, de la reducción de su capital o de la inversión suplementaria al capital asignado, previo cumplimiento de las disposiciones previstas en el Código de Comercio para cada operación.</li> </ol>
56	Transferencia de divisas entre una sociedad extranjera y sus sucursales en Colombia	Las transferencias de divisas entre una sociedad extranjera y su sucursal en Colombia sólo podrán hacerse por los siguientes conceptos: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Transferencia de capital asignado o suplementario.</li> <li>2. Reembolso de utilidades y capital asignado o suplementario.</li> <li>3. Pago por concepto de operaciones reembolsables de comercio exterior de bienes, de conformidad con las normas aduaneras y tributarias.</li> <li>4. Pago por concepto de servicios, de conformidad con las normas tributarias.</li> </ol>
57	Inversiones no perfeccionadas	Podrá girarse al exterior el equivalente en moneda extranjera de las sumas en moneda legal originadas en los reintegros de divisas efectuados con el fin de realizar inversiones extranjeras en Colombia, cuando la inversión no se haya perfeccionado. No obstante lo anterior, podrá efectuarse el giro al exterior sin cumplir el requisito de depósito cuando se trate de sumas correspondientes al diferencial cambiario generado por la negociación de las divisas reintegradas y el aporte efectivo en el capital de la sociedad receptora, que no supere el cinco por ciento (5 %) del valor en pesos originalmente canalizado por conducto del mercado cambiario.
58	Inversiones de capital colombiano en el exterior	Los residentes en el país deberán canalizar a través del mercado cambiario las divisas por concepto de inversiones de capital colombiano en el exterior, dentro de los límites y condiciones establecidos por el Gobierno Nacional.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título III, sección IV. Inversiones colombianas en el exterior</b>		
59	Registro	Las operaciones de qué trata esta parte deberán registrarse en el Banco de la República conforme a la reglamentación general que expida la entidad.
60	Inversiones financieras y en activos en el exterior	<p>Los residentes en el país deberán canalizar a través del mercado cambiario las siguientes operaciones, salvo cuando estas se efectúen en el exterior con divisas que no deban canalizarse a través de dicho mercado:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Compra de títulos emitidos o activos radicados en el exterior.</li> <li>2. Compra en el exterior de la totalidad o parte de las obligaciones privadas externas, deuda externa pública y bonos o títulos de deuda pública externa. Los documentos de deuda a que se refiere este numeral se podrán convertir en deuda interna, en los términos en que voluntariamente lo acuerden las partes.</li> <li>3. Giros al exterior originados en la colocación a residentes en el país de títulos emitidos por empresas del exterior y de gobiernos extranjeros o garantizados por estos, por parte del emisor o su agente en Colombia, siempre que la respectiva colocación sea autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia.</li> </ol>
<b>Título III, sección V. Operaciones de derivados</b>		
61	Autorización de derivados sobre productos básicos	Los residentes e intermediarios del mercado cambiario podrán celebrar operaciones de derivados sobre productos básicos con agentes del exterior autorizados.
62	Cumplimiento y pago	Cuando se trate de operaciones de derivados sobre productos básicos con agentes del exterior autorizados, el cumplimiento podrá ser financiero o efectivo. Las obligaciones dinerarias que resulten de la operación podrán pagarse en moneda legal o en divisas, según lo acuerden las partes.
63	Autorización de derivados financieros	Los residentes e intermediarios del mercado cambiario podrán celebrar con agentes del exterior autorizados operaciones de derivados financieros.
64	Cumplimiento y pago	Cuando se trate de operaciones de derivados financieros celebradas entre residentes o intermediarios del mercado cambiario y agentes del exterior autorizados, el cumplimiento podrá ser financiero o efectivo, y el pago de la operación se realizará en moneda legal o en divisas, según lo acuerden las partes.
65	<i>Credit default swaps</i>	<p>Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia podrán celebrar derivados de crédito con agentes del exterior autorizados, exclusivamente mediante <i>credit default swaps</i>. Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia no podrán emitir <i>credit default swaps</i>:</p> <p>La negociación de los <i>credit default swaps</i> tendrá las siguientes condiciones:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>i) Se podrán negociar únicamente contratos emitidos en moneda extranjera o en moneda legal por emisores externos sobre activos externos o locales.</li> <li>ii) Se autoriza la novación siempre y cuando una de las contrapartes de los <i>credit default swaps</i> sea siempre un agente del exterior autorizado.</li> <li>iii) Se permite la terminación anticipada de los <i>credit default swaps</i>.</li> <li>iv) El pago de los <i>credit default swaps</i>, las primas periódicas y los pagos en caso de ocurrencia de eventos de crédito, se podrán efectuar en moneda legal o en moneda extranjera, según lo acuerden las partes.</li> <li>v) Podrá pactarse la compensación y neteo de las obligaciones.</li> <li>vi) Podrán tener cumplimiento efectivo o financiero.</li> </ol>

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título III, sección V. Operaciones de derivados</b>		
67	Sector de hidrocarburos y minería	Las sucursales del sector de hidrocarburos y minería sometidas al régimen especial de que trata el artículo 94 de la presente resolución podrán celebrar operaciones de derivados con intermediarios del mercado cambiario cuyo cumplimiento sea efectivo, para cubrir las operaciones a las que tienen acceso al mercado cambiario y las operaciones autorizadas en moneda extranjera
68	Suministro de información	El Banco de la República podrá solicitar información a los residentes y a los intermediarios del mercado cambiario, en la forma y términos que este señale, sobre las operaciones de derivados de que trata este capítulo.
<b>Título III, sección VI. Importación de bienes</b>		
69	Canalización	Los residentes deberán canalizar a través del mercado cambiario los pagos para cancelar el valor de sus importaciones. Las importaciones podrán estar financiadas por los intermediarios del mercado cambiario, el proveedor de la mercancía y otros no residentes. También deberán canalizarse las divisas destinadas a devolver las sumas canalizadas a través del mercado cambiario por concepto de importaciones de bienes cuando se rechace total o parcialmente la mercancía, castigue su precio por defectos de calidad o incumplimiento de cualquiera de las condiciones pactadas.
<b>Título III, sección VI. Importación de bienes</b>		
70	Pago de importaciones en moneda legal	Los residentes podrán pagar el valor de sus importaciones en moneda legal colombiana únicamente a través de los intermediarios del mercado cambiario. Los no residentes podrán adquirir divisas en el mercado cambiario con el producto de sus exportaciones pagadas en moneda legal colombiana.
71	<i>Leasing</i> o arrendamiento financiero	Las importaciones temporales podrán financiarse bajo la modalidad de <i>leasing</i> o arrendamiento financiero.
72	Utilización de donaciones para pago de importaciones	Las divisas recibidas por concepto de donaciones efectuadas por gobiernos extranjeros y sus agencias, por organismos multilaterales o por entidades afiliadas a los mismos, podrán utilizarse directamente en el exterior para el pago de importaciones.
73	Pagos anticipados	Los residentes podrán adquirir divisas en el mercado cambiario para pagar futuras importaciones de bienes. Los pagos anticipados podrán financiarse previa constitución del depósito de que trata el artículo 47 de esta resolución.
<b>Título III, sección VII. Exportación de bienes</b>		
74	Plazo de canalización	Los residentes deberán canalizar a través del mercado cambiario las divisas provenientes de sus exportaciones de bienes dentro de un plazo máximo de seis (6) meses, contados desde la fecha de su recepción. Los exportadores podrán conceder plazo a los compradores del exterior para pagar las exportaciones.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título III, sección VII. Exportación de bienes</b>		
74	Plazo de canalización	Los residentes deberán canalizar a través del mercado cambiario las divisas provenientes de sus exportaciones de bienes dentro de un plazo máximo de seis (6) meses, contados desde la fecha de su recepción. Los exportadores podrán conceder plazo a los compradores del exterior para pagar las exportaciones.
75	Pagos anticipados y prefinanciación de exportaciones <sup>7</sup>	Las exportaciones podrán estar financiadas bajo la modalidad de pagos anticipados provenientes del comprador del exterior, o bajo la modalidad de prefinanciación de exportaciones en la forma de créditos externos concedidos por los intermediarios del mercado cambiario o por no residentes. 1. Pagos anticipados. Los pagos recibidos de compradores extranjeros por concepto de futuras exportaciones de bienes no constituyen una obligación financiera con reconocimiento de intereses ni generan para el exportador obligación diferente a la entrega de la mercancía. 2. Prefinanciación de exportaciones. Como requisito para el desembolso y canalización de los créditos externos otorgados por los intermediarios del mercado cambiario y por no residentes para prefinanciar exportaciones deberá constituirse un depósito en el Banco de la República de acuerdo con las directrices que señale la Junta Directiva.
76	Información	El Banco de la República podrá solicitar la información que considere pertinente para efectuar el seguimiento de las financiaciones a que se refiere la presente sección.
77	Exportaciones en moneda legal colombiana	Los residentes podrán recibir el pago de sus exportaciones en moneda legal colombiana únicamente a través de los intermediarios del mercado cambiario.
78	Reintegro neto	Los residentes podrán utilizar las divisas provenientes de sus exportaciones para el pago directo de los fletes, seguros y demás gastos en moneda extranjera asociados a la exportación.
79	Venta de instrumentos de pago de exportaciones	Los residentes podrán vender, con o sin responsabilidad de su parte, a los intermediarios del mercado cambiario autorizados conforme al parágrafo 6 del artículo 8 de esta resolución, a entidades del exterior que desarrollen actividades de <i>factoring</i> de exportación o a otros no residentes, los instrumentos de pago en moneda extranjera recibidos del comprador del exterior por sus exportaciones, canalizando a través del mercado cambiario el producto de la venta.
80	Pagos de garantías y devoluciones de divisas	Los residentes deberán canalizar a través del mercado cambiario las divisas adquiridas por concepto de garantías otorgadas en desarrollo de sus exportaciones.
<b>Capítulo III, sección I. Tenencia, posesión y negociación de divisas</b>		
81	Cuentas en moneda extranjera en el exterior	Los residentes podrán constituir libremente depósitos en cuentas bancarias en el exterior con divisas adquiridas en el mercado cambiario o a residentes que no deban canalizarlas a través del mercado cambiario. Con cargo a los recursos depositados en estas cuentas se podrá efectuar cualquier operación de cambio distinta a aquellas que deban canalizarse a través del mercado cambiario conforme al artículo 41 de esta resolución. Los rendimientos de las inversiones o depósitos que se efectúen con cargo a estas cuentas también se podrán utilizar para los mismos propósitos.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Capítulo III, sección I. Tenencia, posesión y negociación de divisas</b>		
82	Utilización de divisas	Las divisas que reciban los residentes por concepto de operaciones que no deban canalizarse a través del mercado cambiario solo podrán utilizarse para su venta a otros residentes y, según se convenga, para pagar en el país compras de mercancías a los depósitos francos, fletes y tiquetes de transporte internacionales, gastos personales efectuados a través de tarjetas de crédito internacionales, primas por concepto de seguros denominados en divisas de que trata el artículo 2.31.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010 y normas concordantes, y para el pago de obligaciones provenientes de reaseguros con el exterior o para efectuar pagos en el exterior o en el país del valor de los siniestros que las empresas de seguros establecidas en Colombia deban cubrir en moneda extranjera, de conformidad con lo que determine el Gobierno nacional en desarrollo de lo previsto por el artículo 14 de la Ley 9 de 1991. Así mismo, podrán utilizarse para realizar en el exterior inversiones financieras y en activos, y cualquiera otra operación distinta de aquellas que deban canalizarse a través del mercado cambiario, o canalizarlas voluntariamente a través de dicho mercado.
83	Prohibición de operaciones en moneda extranjera en el país	Salvo lo dispuesto en normas especiales de la presente resolución, no está autorizada la realización de depósitos o de cualquier otra operación financiera en moneda extranjera o, en general, de cualquier contrato o convenio entre residentes en moneda extranjera mediante la utilización de las divisas de que trata este título.
85	Adquisición de divisas a turistas	Las agencias de turismo y los hoteles que reciban divisas por concepto de ventas de bienes y servicios a turistas extranjeros, deberán identificar plenamente la persona con la cual realizó la transacción y conservar respecto de ella la información relativa a su nombre y dirección, número y clase de documento de identidad extranjero, monto y fecha de la operación y forma de pago de la transacción. Los intermediarios del mercado cambiario que efectúen compras de divisas a agencias de turismo y hoteles, deberán exigir certificación del contador público o revisor fiscal del respectivo establecimiento donde conste que se dio cumplimiento a lo estipulado en este artículo.
<b>Capítulo III, sección III. Entrada o salida de divisas y de moneda legal colombiana</b>		
87	Entrada o salida de divisas y de moneda legal colombiana	Los viajeros que entren o salgan del país con divisas o moneda legal colombiana en efectivo por un monto superior a diez mil dólares de Estados Unidos de América (USD 10.000), o su equivalente en otras monedas, deben declarar ante la autoridad aduanera tales operaciones en el formulario que esta establezca. La obligación de declarar se efectuará por grupo familiar de viajeros cuando el monto total de divisas o moneda legal colombiana por grupo supere el límite señalado. La entrada o salida de divisas o moneda legal colombiana en efectivo por un monto superior a diez mil dólares de Estados Unidos de América (USD 10.000), o su equivalente en otras monedas, por una modalidad distinta a la de viajeros, solo podrá efectuarse por medio de empresas de transporte de valores autorizadas de acuerdo con la regulación que rige esta actividad, o de los intermediarios del mercado cambiario conforme a lo previsto en la presente resolución.
88	Declaración de cambio	La declaración de cambio es la información de los datos mínimos de las operaciones de cambio canalizadas por conducto del mercado cambiario, suministrada por los residentes y no residentes que realizan las operaciones de cambio y transmitida al Banco de la República por los intermediarios del mercado cambiario y los titulares de cuentas de compensación.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Capítulo III, sección III. Entrada o salida de divisas y de moneda legal colombiana</b>		
89	Información	Los residentes y no residentes que realizan las operaciones de cambio deberán suministrar a los intermediarios del mercado cambiario y al Banco de la República en el caso de las cuentas de compensación, la información veraz y completa de las operaciones de cambio que canalicen por conducto del mercado cambiario.
90	Conservación de documentos	Para efectos cambiarios y sin perjuicio de lo dispuesto en normas especiales, los residentes que efectúen operaciones de cambio están obligados a conservar los documentos que acrediten el monto, características y demás condiciones de la operación y el origen o destino de los recursos, según el caso, por un periodo igual al de caducidad o prescripción de la acción sancionatoria por infracciones al régimen cambiario.
91	Sanciones	Quien incumpla cualquier obligación establecida en el régimen cambiario, se hará acreedor a las sanciones previstas en las normas legales pertinentes, sin perjuicio de las sanciones tributarias, aduaneras y penales aplicables.
<b>Título IV, capítulo I. Zonas francas</b>		
92	Operaciones de cambio	Los usuarios de las zonas francas estarán sometidos a los mismos términos y condiciones de que trata esta resolución para los residentes en el país en sus operaciones de cambio.
93	Operaciones con residentes	Las operaciones que se realicen entre residentes y usuarios de zonas francas o entre estos, se consideran una operación interna, independientemente de su regulación aduanera y por lo tanto se pagarán en moneda legal colombiana.
<b>Título IV, capítulo II. Sectores hidrocarburos y minería</b>		
94	Reintegro de divisas en sectores de hidrocarburos y minería	<p>No será obligatorio reintegrar al mercado cambiario las divisas provenientes de las ventas en moneda extranjera efectuadas por las sucursales de sociedades extranjeras que realicen actividades de:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Exploración y explotación de petróleo, gas natural, carbón, ferromniquel o uranio;</li> <li>2. Servicios inherentes al sector de hidrocarburos con dedicación exclusiva, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 16 de la Ley 9 de 1991 y los artículos 2.2.1.2.3.2. y siguientes del Decreto 1073 de 2015 y normas que las modifiquen o complementen.</li> </ol>
95	Gastos en el exterior y en el país	<p>Las sucursales mencionadas en el artículo anterior no podrán adquirir divisas en el mercado cambiario por ningún concepto y deberán reintegrar al mercado cambiario las divisas que requieran para atender gastos en moneda legal colombiana. No obstante lo anterior, previa certificación del revisor fiscal o del auditor externo de la entidad según corresponda, podrán acudir al mercado cambiario para girar al exterior el equivalente en divisas de:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Las sumas recibidas en moneda legal con ocasión de las ventas internas de petróleo, gas natural, carbón, ferromniquel o uranio o servicios inherentes al sector de hidrocarburos autorizadas por la presente resolución;</li> <li>2. El monto de capital extranjero en caso de liquidación de la empresa, y</li> <li>3. Otras sumas recibidas en moneda legal relacionadas con su operación, incluyendo los recursos de los numerales 1 y 2 anteriores, pero sin limitarse a ellos. Estos montos pueden ser utilizados para pagar transacciones corrientes adquiridas en el exterior por sus matrices y contabilizadas como inversión suplementaria al capital asignado de la sucursal.</li> </ol>

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)****PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título IV, capítulo II. Sectores hidrocarburos y minería</b>		
96	Regímenes	Las sucursales de sociedades extranjeras que no deseen acogerse a las disposiciones especiales previstas en los artículos anteriores, deberán informarlo al Banco de la República y quedarán exceptuadas de la aplicación de dichas normas durante un término inmodificable mínimo de 10 años, contados a partir de la fecha de la presentación de la respectiva comunicación. En consecuencia, todas las operaciones de cambio que realicen quedarán sometidas a las normas comunes previstas en el régimen cambiario.
97	Autorización de pagos en moneda extranjera	No obstante, lo previsto en el artículo 86 de esta resolución, las empresas nacionales y con capital del exterior que realicen actividades de exploración y explotación de petróleo, gas natural, carbón, ferroníquel o uranio, así como las empresas que se dediquen exclusivamente a la prestación de servicios inherentes al sector de hidrocarburos de conformidad con lo dispuesto en el artículo 16 de la Ley 9 de 1991 y los artículos 2.2.1.2.3.2. y siguientes del Decreto 1073 de 2015 y normas concordantes o que las modifiquen o complementen, podrán celebrar y pagar contratos en moneda extranjera entre ellas, dentro del país, siempre que las divisas respectivas provengan de recursos generados en su operación. Así mismo, podrán pagarse en moneda extranjera las compraventas de combustibles para naves y aeronaves en viajes internacionales celebradas entre residentes en el país, y las compraventas de petróleo crudo y gas natural de producción nacional que efectúen Ecopetrol y las demás entidades dedicadas a la actividad industrial de refinación de petróleo.
98	Presupuesto de la empresa colombiana de petróleos, manejo de recursos en moneda extranjera de Ecopetrol	Ecopetrol S.A. deberá enviar anualmente al Banco de la República un presupuesto que incluya todos sus ingresos y egresos en moneda extranjera proyectados para el año siguiente. Dicha información deberá enviarse durante el mes de enero de cada año con corte al 31 de diciembre del año anterior. Así mismo Ecopetrol S.A. deberá enviar trimestralmente un informe que incluya todos sus ingresos y egresos en moneda extranjera, destacando los cambios presentados frente al presupuesto inicial. Dicha información deberá enviarse dentro de los veinte días hábiles
<b>Título IV, capítulo III. Sector cafetero</b>		
99	Manejo de recursos en moneda extranjera del Fondo Nacional del Café	El Fondo Nacional del Café podrá mantener recursos en un fondo de moneda extranjera con el objeto de atender los egresos que se causen en el exterior por concepto de inversiones y gastos de comercialización del café, publicidad, funcionamiento de oficinas y empréstitos que adquiera en moneda extranjera, de acuerdo con el presupuesto que se elaborará anualmente y que será sometido a la aprobación del Comité Nacional de Cafeteros y de la Junta Directiva del Banco de la República, a más tardar el 31 de diciembre del año inmediatamente anterior. La aprobación de la Junta Directiva se limitará a su incidencia en el mercado cambiario y no en cuanto a los montos que constituyen dicho presupuesto.

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)**  
**PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título IV, capítulo III. Sector cafetero</b>		
100	Precio mínimo de reintegro en las exportaciones de café	<p>Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 43 de esta resolución, para efectos cambiarios el precio mínimo de reintegro por concepto de exportaciones de café verde será el valor consignado en la Declaración de Exportación.</p> <p>El valor en moneda extranjera para las exportaciones de café verde sin cafeína, café tostado, café soluble, extractos líquidos de café y otros tipos de café diferentes del café verde de la calidad excelso, será el precio efectivo de venta que deberá consignarse en la correspondiente Declaración de Exportación.</p> <p>Para efectos de lo previsto en el artículo 19 de la Ley 9 de 1991, las equivalencias técnicas para determinar el contenido de café verde de la calidad excelso fresco en las exportaciones de café industrializado, serán establecidas por el Comité Nacional de Cafeteros, valoradas al precio mínimo de reintegro señalado en el inciso primero.</p>
101	Contribución cafetera	<p>Para calcular el monto de la contribución cafetera cuyo pago se efectúe en el exterior en dólares de Estados Unidos, según autorización del Gobierno Nacional, deberá utilizarse la tasa de cambio representativa del mercado certificada por la Superintendencia Financiera de Colombia para la fecha del pago.</p>
<b>Título IV, capítulo IV. Entidades públicas de redescuento</b>		
102	Operaciones autorizadas	<p>Las entidades públicas de redescuento del país podrán obtener créditos de no residentes con el fin de otorgar créditos a residentes, directamente o a través de redescuentos a los intermediarios del mercado cambiario, con plazo igual o inferior al de la financiación obtenida en el exterior. Los créditos otorgados o redescontados por las entidades públicas de redescuento podrán estipularse en moneda extranjera o en moneda legal. Los créditos que se estipulen en moneda extranjera podrán desembolsarse y/o pagarse en moneda extranjera o en moneda legal, según lo acuerden las partes.</p>
103	Medidas macroprudenciales	<p>Medidas macroprudenciales. Las entidades públicas de redescuento deberán cumplir con las disposiciones sobre posición propia y sobre indicadores de riesgo cambiario de que tratan las secciones I y II del capítulo III, título II, y les será aplicable el artículo 35 de la presente resolución</p> <p>Modificado R. E. 1/2019, art.12, <i>Boletín Banco de la República</i>, núm. 03 (ene. 31/2019).</p> <p>Rige a partir del 26 de marzo de 2019, art.14, <i>Boletín Banco de la República</i>, núm. 11 (mar. 22/2019).</p> <p>Derogado R. E. 1/2020, art.6, <i>Boletín Banco de la República</i>, núm. 08 (feb. 28/2020).</p> <p>TRANSITORIO. El capítulo IV del título IV de la Resolución Externa núm. 1 de 2018 estará vigente hasta el 31 de marzo de 2021. Por tanto, hasta dicha fecha las entidades públicas de redescuento deben continuar cumpliendo con las obligaciones allí descritas y podrán continuar realizando las operaciones de cambio autorizadas en el mencionado capítulo, sin inscribirse como intermediarios del mercado cambiario.</p> <p>A partir del 1 de noviembre de 2020 las entidades públicas de redescuento que deesen realizar las operaciones de cambio autorizadas en la Resolución Externa núm. 1 de 2018, deben estar inscritas ante el Banco de la República como intermediarios del mercado cambiario y cumplir con los deberes y obligaciones propios de estos intermediarios.</p>

**CUADRO A2.3.1 (CONTINUACIÓN)****PRINCIPALES DISPOSICIONES DE LA RESOLUCIÓN EXTERNA NÚM. 1 DE 2018**

Régimen de cambios Internacionales		
ARTÍCULO	TEMA	DISPOSICIÓN
<b>Título IV, capítulo V. Sistema General de Regalías</b>		
104	Pago recaudo y traslado en divisas de las regalías	Los residentes podrán pagar, recaudar y transferir en divisas, las regalías y compensaciones de que trata la Ley 1530 de 2012 que regula las operaciones del Sistema General de Regalías y las normas concordantes o que la modifiquen, complementen o adicionen.
<b>Título IV, capítulo VI. Servicios financieros de correos</b>		
106	Operaciones autorizadas	Solo podrán canalizarse a través de los Servicios Financieros de Correos operaciones no obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario. Los giros, transferencias electrónicas o cheques postales o en general servicios de pago postales solo podrán efectuarse sobre divisas que no correspondan a operaciones obligatoriamente canalizables en el mercado cambiario.

Nota: en el presente cuadro se presenta un resumen de las disposiciones más importantes respecto al tema del capítulo. Para mayor detalle remitirse directamente a la Resolución Externa núm. 1 de 2018 del Banco de la República (2018).

<sup>1</sup> Puede consultarse el nombre correspondiente a cada una de estas siglas en el cuadro A2.4.1

<sup>2</sup> Puede consultarse el nombre correspondiente a cada sigla en el cuadro A2.5.1

<sup>3</sup> Definase como *posición propia en moneda extranjera de los intermediarios del mercado cambiario* la diferencia entre los derechos y obligaciones denominados en moneda extranjera registrados, dentro y fuera del balance, realizados o contingentes, incluyendo aquellos que sean liquidables en moneda legal colombiana.

<sup>4</sup> Definase la *posición bruta de apalancamiento* como la sumatoria de: i) los derechos y obligaciones en contratos a término y de futuro denominados en moneda extranjera, excluyendo las obligaciones de las operaciones que impliquen tanto un derecho como una obligación en moneda extranjera; ii) operaciones de contado denominadas en moneda extranjera con cumplimiento mayor o igual a un día bancario, excluyendo las obligaciones de las operaciones que impliquen tanto un derecho como una obligación en moneda extranjera; y iii) la exposición cambiaria asociada a las contingencias deudoras y las contingencias acreedoras adquiridas en la negociación de opciones y derivados sobre el tipo de cambio.

<sup>5</sup> Las SICSFE, los sistemas de compensación y liquidación de divisas, las cámaras de riesgo central de contraparte y las SEDPE no están sujetas a las regulaciones sobre los indicadores de riesgo cambiario.

<sup>6</sup> Las personas naturales no residentes no podrán otorgar créditos externos a residentes ni a intermediarios del mercado cambiario, salvo las excepciones que señale el Banco de la República.

<sup>7</sup> El exportador que compruebe la realización de la exportación podrá pedir la restitución anticipada del depósito conforme al procedimiento y a la tabla de descuento que para el efecto establezca el Banco de la República. El capital del crédito deberá pagarse con el producto de la exportación. No obstante, si por efecto de haber financiado parte o la totalidad del depósito con el producto del préstamo, el valor de la exportación es inferior al valor del préstamo, el exportador podrá adquirir divisas en el mercado cambiario hasta por el valor financiado del depósito, con el fin de completar el valor de amortización del préstamo.

## ANEXO 2.4

### MONEDAS Y SUS SIGLAS

CUADRO A2.4.1  
SIGLAS DE ALGUNAS MONEDAS EXTERNAS

MONEDAS	NOMBRE
AUD	dólar de Australia
CAD	dólar de Canadá
CHF	franco suizo
CNH/CNY	rímíni chino
DEG	derechos especiales de giro
DKK	corona danesa
EUR	euro
GBP	libra esterlina
HKD	dólar de Hong Kong
JPY	yen japonés
KRW	won coreano
NOK	corona noruega
NZD	dólar de Nueva Zelanda
SEK	corona sueca
SGD	dólar de Singapur
USD	dólar de Estados Unidos.

Fuente: Banco de la República (2022).

## ANEXO 2.5

### MONEDAS Y SUS SIGLAS

#### CUADRO A2.5.1

##### SIGLAS DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

INTERMEDIARIO	NOMBRE
Bancóldex	Banco de Comercio Exterior de Colombia S. A.
CF	Cooperativas Financieras
ENTerritorio	Empresa Nacional Promotora del Desarrollo Territorial
FDN	Financiera de Desarrollo Nacional
Finagro	Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario
Findeter	Financiera de Desarrollo Territorial
FNA	Fondo Nacional del Ahorro
Icetex	Instituto Colombiano de Crédito Educativo y Estudios Técnicos en el Exterior
SCBV	Sociedades Comisionistas de Bolsa de Valores
SEDPE	Sociedades Especializadas en Depósitos y Pagos Electrónicos
SICSAFE	Sociedades de Intermediación Cambiaria y de Servicios Financieros Especiales

Fuente: Banco de la República (2022).



## CAPÍTULO 3

# Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2023<sup>1,2</sup>

---

*Miguel Urrutia\**

### 3.1 INTRODUCCIÓN

En los cien años de vida del Banco de la República, el banco central de Colombia, ha habido cambios fundamentales en la política monetaria, cambiaria y de crédito en el país. La teoría económica internacional ha tenido influencia en las reformas y también innovaciones nacionales que reflejaron intereses de diferentes grupos nacionales ante cambiantes coyunturas económicas. Ambos factores terminaron justificando cambios legislativos sobre las características del Banco y sus funciones. El objetivo de este ensayo es hacer la historia de cómo se adaptó el Banco a estos cambios.

\* Miguel Urrutia es un reconocido economista que ha ejercido como gerente del Banco de la República, director ejecutivo de Fedesarrollo, gerente del Departamento de Desarrollo Económico y Social del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), vicerrector de Estudios de Desarrollo en la Universidad de Naciones Unidas, Tokio (Japón), ministro de Minas y Energía, y jefe del Departamento Nacional de Planeación.

<sup>1</sup> Agradezco las contribuciones de Alberto de Brigard, Juan Carlos Jaramillo, Jorge Sánchez y Carlos Dávila L., Carlos Caballero Argáez, Pilar Esguerra y Luis Eduardo Castellanos.

<sup>2</sup> Una versión de este capítulo fue escrita por el autor para el libro *El empresariado colombiano: siglo y medio entre mercado. Estado, guerras y paz, exclusión e inclusión*, que se encuentra en proceso de publicación y cuyo editor es el profesor Carlos Dávila Ladrón de Guevara, quien accedió a cederlo para que se publicara, con una actualización a 2023, en el libro para celebrar el centenario del Banco de la República.

Históricamente se pueden identificar siete fases en la práctica de la política monetaria y de la organización del Banco de la República.

1. La fase de dominio del patrón oro, después de la creación del Banco en 1923.
2. La época del abandono del patrón oro y el establecimiento de la tasa de cambio fija peso/dólar y la recuperación de la Gran Depresión (1933-1950).
3. La introducción del crédito de fomento.
4. La Junta Monetaria y la política monetaria estatal.
5. El Banco Central independiente a partir de 1991.
6. Proceso de toma de decisiones de política monetaria del Banco de la República y la correcta comunicación sobre política monetaria.
7. La banca central del futuro.

Cada cambio en las características de la política monetaria y cambiaria implicó una reestructuración del esquema de organización del Banco y la transformación de sus responsabilidades. Un fenómeno notable fue que la entidad nunca se politizó y mantuvo su carácter técnico durante sus diferentes transformaciones, y su reputación como una de las más confiables instituciones del Estado.

### **3.2 EL PATRÓN ORO**

El Banco se fundó en 1923 con el principal objetivo de organizar el sistema monetario y financiero de Colombia, dentro de un sistema de patrón oro. Se le dio el monopolio de emisión de billetes para ordenar la moneda y la función de prestamista de última instancia para evitar las crisis bancarias. En este contexto, se consideraba que la adopción del patrón oro limitaría la emisión inflacionaria que tantos estragos había causado a principios de siglo.

Otro propósito fue reducir el riesgo en el sector financiero para acceder al crédito externo y la inversión extranjera (Molina *et al.*, citados por Ibáñez-Najar, 1990, p. 222). De hecho, la fundación del Banco facilitó los inusitados flujos de capital externo en los años 1920, los cuales implicaron un auge en la inversión pública y privada que se tradujo en altas tasas de crecimiento del producto interno bruto (PIB) hasta 1929 (Robinson y Urrutia, 2007).

La Ley 25 de 1923, la cual creó el Banco de la República como establecimiento de emisión, giro, depósito y descuento, estableció que tendría un carácter

cuasipúblico y se constituiría de forma contractual, por escritura pública y con observancia de los demás requisitos que la ley general exigía para la formación de sociedades anónimas en las que el Gobierno era accionista público. El celo para preservarlo de la influencia directa del Ejecutivo o de intereses políticos era tan acentuado que, en la primera Junta Directiva, de diez miembros, solo tres eran designados por el Gobierno, con voz, pero sin voto en sus deliberaciones, y aunque el ministro de Hacienda fue siempre uno de los representantes gubernamentales, la ley originaria omitió mencionarlo explícitamente.

Dicha norma estableció una Junta Directiva en la que participaba el Gobierno y representantes de la banca<sup>3</sup>. Se responsabilizaba a la Junta de dirigir la política monetaria del país, pero su grado de discrecionalidad era limitado. El principal instrumento de política monetaria fue la tasa de redescuento. Sin embargo, la Ley 25 de 1923 estableció unos topes a los que el emisor podía redescantar (hasta el 33 % del capital pagado y de reservas) y también se limitaron los préstamos al Gobierno al 30 % del capital pagado y reservas.

Dentro de las reglas del patrón oro, la cantidad de dinero variaba según los cambios de las reservas de metálico del Banco. Los ingresos de capital de los años 1920 aumentaron entonces los medios de pago y se produjo inflación hasta 1929, cuando la reversión de los flujos de capital llevó a una fuerte caída en los medios de pago y el nivel de precios. En el mismo periodo, el Emisor no actuó para controlar la inflación. En contraste, sí lo hizo el ministro de Hacienda, quien disminuyó los aranceles de las importaciones de alimentos. En efecto, entre 1923 y 1931, el papel del Banco, ajustado al patrón oro, fue pasivo y funcionó con base en un esquema de oferta monetaria automática.

La organización de la entidad fue, por tanto, relativamente simple. Su función principal era la emisión de billetes (importados hasta 1959<sup>4</sup>), la compensación entre bancos, y otorgar unos préstamos limitados y descuentos.

La oficina central se organizó rápidamente entre julio y octubre de 1923. En este último mes, la entidad tenía los elementos de un organigrama y los nombramientos respectivos: veintisiete empleados, incluyendo una lavapisos

<sup>3</sup> Posteriormente la Ley 17 de 1925 incluyó representantes de los gremios de la agricultura, el comercio y la industria en la Junta Directiva, lo cual significaba que sus objetivos aparentemente trascendían el sector financiero.

<sup>4</sup> Los billetes comenzaron a producirse en el país en la imprenta del Banco, en 1959, con maquinaria, tintas y papel importado, en el contexto de la política de sustitución de importaciones. Por razones de seguridad y para evitar falsificaciones, los billetes de alta denominación se siguieron importando hasta los años 1980. Las planchas de seguridad aún se producían en el exterior a finales del siglo XX (Hernández-Gamarra, 2001).

y un embolador (Martínez y Ruiz, 1993). En diciembre de 1923 la nómina ya era de treintaidós empleados y en diciembre de 1924 había llegado a cincuenta.

Para cumplir sus funciones, la Junta creó paulatinamente varias sucursales en las principales plazas financieras del país, y organizó por medio de ellas la compensación y la distribución del efectivo. En 1931 ya tenía sucursales en Barranquilla, Bucaramanga, Cali, Cartagena<sup>5</sup>, Cúcuta, Manizales y Medellín, más agencias en Armenia, Girardot, Honda, Ibagué, Neiva, Pasto, Pereira, Popayán, Santa Marta y Tunja (Revista del Banco de la República, 1931a).

En la historia del Banco fue frecuente la discusión sobre la participación del Gobierno en la Junta, y se criticó tempranamente la importancia de la participación de los banqueros, y después de 1925, la participación de representantes del sector privado. Esos debates llevaron a varios cambios en el esquema de propiedad del Banco. Lo que es claro es que en el esquema de Kemmerer y el patrón oro la discusión no tenía efecto real, mientras la oferta monetaria se generaba de manera automática.

La crisis mundial de 1929 cambió las funciones del Banco de la República. Al reversarse los flujos de capital y caer los precios del café cayeron las reservas internacionales, y, por tanto, la oferta monetaria. Esto produjo una deflación del nivel de precios, cuantiosas pérdidas en las empresas privadas y aumento del desempleo. La falta de divisas llevo a una moratoria de la deuda externa y a una crisis bancaria (Gráfico 3.1).

Ya en enero de 1931 había serias críticas al Banco y al patrón oro. El gerente, don Julio Caro, escribió un editorial en la *Revista del Banco de la República* en defensa de la entidad y en contra de las propuestas

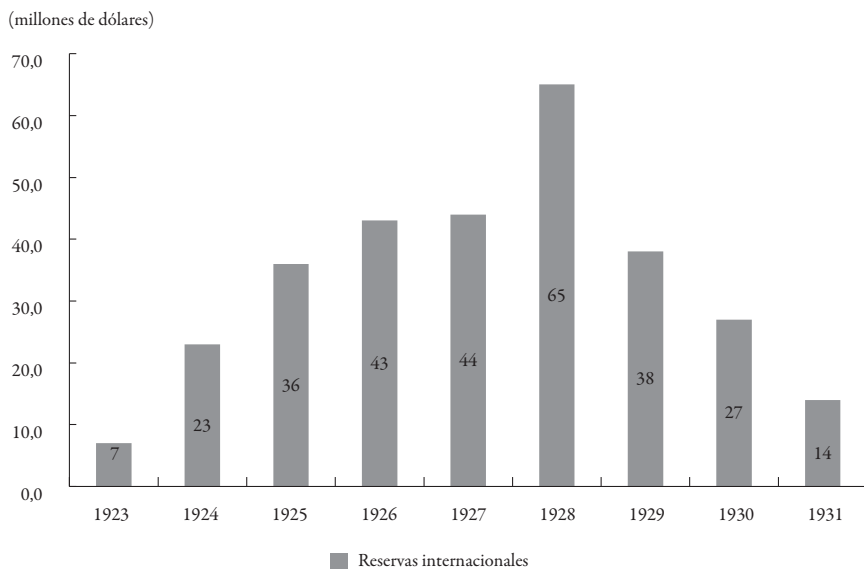
no solo entre el público, sino en la prensa y el parlamento, que preconizan como remedio a la crisis que atravesamos, repercusión de la que azota al mundo entero, las emisiones de papel moneda, alegando que el patrón oro es un lujo, superior a nuestros recursos. (*Revista del Banco de la República, 1931b*)

En un principio, el Comité de Asuntos Económicos y Sociales salió en defensa del Banco y su política (*Revista del Banco de la República, 1931b*)<sup>6</sup>, y también se reprodujeron telegramas de apoyo del comercio de Bogotá y Medellín (*Revista*

<sup>5</sup> Hay un artículo muy interesante sobre la sucursal de Cartagena y sus funciones en el tiempo, en Viloria de la Hoz (2005).

<sup>6</sup> El Comité parece haber sido un grupo informal de industriales y comerciantes.

**GRÁFICO 3.1**  
**RESERVAS INTERNACIONALES EN MILLONES DE DÓLARES**  
**1923-1931**



Fuente: construcción del autor a partir de Greco (1999).

*del Banco de la República, 1931b)*, pero la Cámara citó al gerente a un debate sobre la política económica. El gerente se excusó de asistir argumentando que no es empleado público, pero envió una carta en la que planteaba lo siguiente:

La Junta ha estimado que discusiones como las que han tenido lugar en las últimas semanas en el Congreso, lejos de llevar a resultados prácticos y ayudar a resolver los graves problemas que la nación enfrenta en los actuales momentos, vienen a agravar considerablemente esas dificultades, excitando la opinión, extendiendo la alarma y la desconfianza que reina en el país<sup>7</sup>. (*Revista Banco de la República, 1931b, p. 315*).

<sup>7</sup> El tema de si el Congreso puede citar al gerente a debates ha sido recurrente. En los años noventa se volvió costumbre citarlo a las plenarios, aunque esto no estaba contemplado en la ley. La Junta del Banco resolvió aceptar la asistencia a los debates, a los cuales se les dio la forma de sesiones informales.

### **3.3 LA FASE DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA ACTIVA: 1932-1951**

A finales de 1931, el país se embarcó por medio del Banco de la República en una política activa contracíclica. Se abandonó la convertibilidad del peso y se instituyó el control de cambios. Adicionalmente, Esteban Jaramillo, el entonces ministro de Hacienda, ideó un mecanismo poco ortodoxo para revertir la caída en la cantidad de dinero y financiar al Gobierno, que consistió en darle una concesión de las salinas terrestres de propiedad del Estado al Banco de la República, con el compromiso de entregarle al Gobierno un anticipo sobre las utilidades futuras estimadas. La operación hizo posible, dentro del marco legal del Banco, el equivalente a un préstamo cuantioso de largo plazo al Gobierno para la reactivación económica que se logró entre 1932 y 1934. Asimismo, en 1931, el tope de crédito al Gobierno se amplió al 45 % del capital pagado y las reservas.

Fue interesante que, para lograr este estímulo monetario, el Banco acabó administrando las salinas terrestres durante varias décadas, función poco ortodoxa para un banco central. El Emisor administró las salinas entre 1931 y 1970. En 1931 recibió aquellas ubicadas en los departamentos de Cundinamarca y Meta, y en 1941 las de Bolívar, La Guajira y Magdalena. Durante el periodo se hicieron inversiones importantes, incluyendo los complejos industriales de Betania, en Cajicá, y la planta de soda en Mamonal.

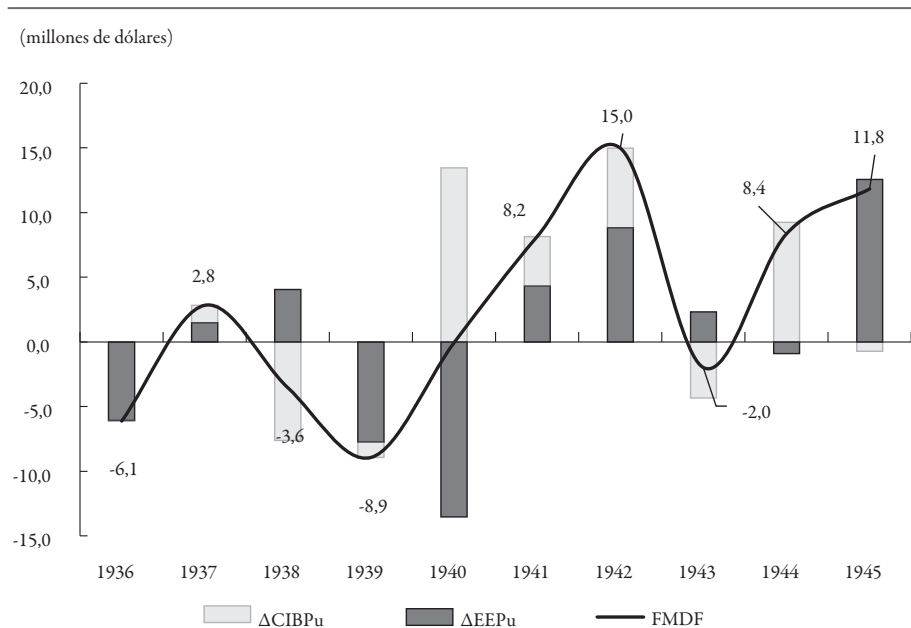
La falta de divisas creada por la caída de préstamos externos y los precios de exportación durante la Gran Depresión se enfrentó con la creación de la Oficina de Control de Cambios y Exportaciones, como dependencia adscrita al Banco de la República. Por medio de esta, el Banco recibió el mandato, éticamente peligroso, y en la práctica de difícil ejecución técnica, de racionar el cambio exterior del país. Consideró que la asignación del control se estableció en el Banco para garantizar el manejo de las divisas de la manera más técnica posible y sin influencias políticas. La labor se le podría haber asignado a una entidad oficial adscrita a un ministerio.

En 1933, Colombia devaluó su moneda de 1,04 a 1,25, y ya había llegado a 1,63 en 1934, medida que también resultó contracíclica. En 1938, la Junta de Control de Cambios suspendió el otorgamiento de licencias de importación para los tejidos de algodón y lana, una medida claramente proteccionista. La política industrial entonces quedó por fuera de la organización formal del Gobierno.

Entre 1935 y 1945, la evolución del crédito interno mostró que el Banco de la República adoptó una política monetaria bastante pasiva, dejando que

la cantidad de dinero fluctuara, principalmente por la financiación del déficit fiscal y por medio de los cambios en las reservas internacionales. Así, el Emisor se limitó a otorgar préstamos a corto plazo, la mayoría de los cuales buscaron solucionar las necesidades de liquidez de instituciones como la Federación de Cafeteros (López-Mejía, 1990, pp. 386-394). El encaje se cambiaba por ley y, en lugar de ser utilizado como instrumento de los medios de pago, era considerado una medida de seguridad que le servía como garantía a los depositantes (Gráfico 3.2).

**GRÁFICO 3.2**  
**FINANCIACIÓN MONETARIA DEL DÉFICIT FISCAL Y VARIACIÓN DEL CRÉDITO**  
**INTERNO AL SECTOR PÚBLICO Y DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO PÚBLICO**  
**1936-1945**



Fuente: elaboración del autor a partir de la *Revista del Banco de la República*, múltiples números.

Nota: se sigue la metodología empleada por Hernández-Gamarra (2023).

En esta época se le volvieron a asignar al Emisor funciones alejadas de las de un banco central. El Banco se encargó de comprar oro en sitios alejados de sus oficinas regionales por medio de agencias especializadas, y se le encargó de la administración fiduciaria de los bienes en Colombia que tuvieran los ciudadanos de los países

del Eje (Alemania, Italia y Japón) durante la participación de Colombia en la Segunda Guerra Mundial. También se le encargó de administrar las minas de esmeraldas de Boyacá. Vilorio de la Hoz (2005) lo explica así: “La independencia y buena gestión administrativa del Banco de la República sirvió en ocasiones de justificación para que Gobierno Nacional y el Congreso le encomendaran nuevas funciones al Emisor, algunas de escasa relación con los fines de la banca central” (pp. II). Aquí serviría agregar que una motivación adicional fue el deseo de que estas actividades no se politizaran. Pero las actividades burocráticas e industriales han podido distraer a la institución de su función primordial de mantener la estabilidad de precios.

El Banco era consciente de este problema, y en la discusión del contrato por el cual el Banco se hacía cargo de la administración de las salinas marítimas pertenecientes al Estado en 1940,

el señor Gerente insistió en que sería prudente considerar la conveniencia para el Banco de la operación de que se trataba, pues consideraba que ella, fuera de ser muy ajena a las actividades naturales del Banco, presentaba dificultades de diverso orden. (Martínez y Ruiz, 1993, p. 88)

### 3.4 LA INTRODUCCIÓN DEL CRÉDITO DE FOMENTO

En 1949, el Gobierno invitó a una misión de la Reserva Federal de Nueva York, dirigida por David Grove<sup>8</sup>, a fin de que realizara un diagnóstico del sistema bancario colombiano. Esta misión recomendó dotar al Banco de la República de más instrumentos para regular la oferta monetaria y la canalización del crédito, con el objeto de incentivar el desarrollo económico. El profesor Grove en su informe sostuvo: “en la mayoría de los casos, el Banco ha jugado un papel puramente pasivo y no ha utilizado con buen provecho ni siquiera los poderes limitados que le dio la legislación Kemmerer”. Además, opinaba que la Gerencia del Banco de la República había “concentrado sus energías en perfeccionar su actividad administrativa y no en convertirse en una institución que rija una política

<sup>8</sup> En la misión también participó Gerald Alter, quien poco después entró al Banco Mundial, donde llegó a ser director del Departamento Hemisferio Occidental entre 1964 y 1976, y vicepresidente para América Latina entre 1972 y 1975. Buen amigo de Colombia, visitó frecuentemente el país siendo alto funcionario del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF).

positiva” (citado por López-Mejía, 1990, p. 425). Tal vez fue precisamente esa eficiencia administrativa la que llevó al Gobierno a delegar en el Banco labores burocráticas tan importantes como el control de cambios, tanto en los años 1930 como después de 1951.

Las recomendaciones de varios trabajos previos y de la Misión Grove llevaron a que se facultara a la Junta Directiva del Banco, con el voto favorable del ministro de Hacienda, para: a) fijar cupos de crédito ordinario, especial o de fomento, y de emergencia; b) fijar y variar las tasas de interés y descuento a las operaciones de préstamo, descuento y redescuento; c) señalar y modificar el encaje legal de los establecimientos bancarios; entre otras funciones.

Adicionalmente, se prorrogó el término de duración del Banco, y se le extendió la exclusividad de la emisión de billetes por veinte años más, a partir del 20 de julio de 1953. La composición de la Junta Directiva se modificó al permitir una mayor participación de los gremios, para conocer más a fondo las necesidades y las implicaciones de ciertas decisiones en los distintos sectores de la economía nacional.

En 1951 se tomaron las primeras medidas para que el Banco asumiera la función de crédito de fomento. El Gobierno decidió orientar los créditos de mediano y largo plazo hacia las actividades productivas. Esta política de fomento fue reforzada, durante la década del setenta, con la creación de varios fondos financieros adscritos al Banco de la República, como el Agropecuario, el de Inversiones Privadas, Industrial, Promoción de Exportaciones y Desarrollo Urbano.

Desde finales de los años 1940 se venían discutiendo decisiones encaminadas a ampliar las funciones del Banco en materia de regulación y ejecución de la política monetaria y crediticia. Tales medidas se concretaron mediante el Decreto Legislativo 756 de 1951, el cual le otorgó al Banco atribuciones para diseñar las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, con el objetivo de crear condiciones propicias para el desarrollo ordenado de la economía colombiana. Para ello, se hicieron flexibles algunas de las facultades que el Banco tenía, y se le asignaron nuevas funciones como la fijación de los cupos de crédito, la determinación del descuento y de las tasas de interés, los porcentajes de encaje legal y las condiciones de elegibilidad de las obligaciones bancarias. Mediante estas atribuciones se consolidó su función como banco central, con amplias facultades para el diseño y ejecución de la política monetaria y crediticia del país.

Las primeras medidas que se dictaron con el objeto de atribuirle a la Junta Directiva del Banco funciones de dirección monetaria fueron los decretos 143 y 637 de 1951. Con el primero, se le asignó a la Junta Directiva del Banco la

facultad de señalar periódicamente el monto global de las divisas disponibles para efectuar pagos en el exterior, de cualquier naturaleza. A su turno, el Decreto Legislativo 637 determinó que el movimiento total de divisas extranjeras se haría por intermedio del Emisor y de 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 y otros fines legalmente autorizados, al tipo de cambio que señalara la Junta Directiva, según las recomendaciones que le formulara la Junta Reguladora de Cambios. Estos decretos de hecho le cedieron la política de comercio exterior al Banco.

El Decreto Legislativo 756, en efecto, facultó a la Junta Directiva del Banco, para que, con el voto favorable del Ministro de Hacienda y Crédito Público, cumpliera las siguientes funciones:

**Crédito para los bancos aliados.** Fijar periódicamente un cupo ordinario para operaciones de préstamo y descuento, teniendo en cuenta el capital y reserva del respectivo banco y la política que se considerara más aconsejable, de acuerdo con la situación económica general del momento.

Señalar un cupo especial que solo podría utilizarse para el descuento de operaciones destinadas a determinadas actividades económicas, de acuerdo con las necesidades del desarrollo agrícola, industrial y comercial del país; la Junta establecería dentro de dicho cupo, porcentajes para cada una de tales actividades.

**Fijar cupos extraordinarios para casos de emergencia y con carácter temporal.**

**Fijación de las tasas de interés y descuento.** En este aspecto la Junta Directiva quedó facultada para:

Fijar y variar las tasas de interés y descuento para las operaciones de préstamo, descuento y redescuento a los bancos afiliados y establecer tasas diferentes, según la importancia económica de la respectiva operación y su finalidad.

Señalar las tasas máximas de interés o descuento que los bancos afiliados podrían cobrar a su clientela sobre operaciones descontables, redescontables o admisibles en garantía de préstamos con el Banco de la República.

Estas tasas podrían ser distintas según la clase de documento o el destino de los fondos obtenidos por el cliente, mediante la operación respectiva.

**Regulación del encaje.** Con el fin de hacer efectiva la política monetaria y de crédito que se estimara más oportuna, se facultó al Banco para:

Fijar y variar el encaje legal de los bancos y cajas de ahorros que funcionarían en el país; señalar encajes hasta del 100 % sobre aumentos futuros de

depósitos exigibles o a término y autorizar a las instituciones bancarias para mantener la totalidad o parte de tales encajes invertida en títulos de deuda, representativa de moneda nacional o extranjera, con o sin interés o en determinados préstamos u operaciones favorables al desarrollo de la economía nacional; determinar condiciones de elegibilidad de las diferentes clases de obligaciones. Para tal efecto, se le asignó a la Junta Directiva la facultad de determinar los requisitos que deberían reunir las diversas clases de obligaciones descontables, redescontables o admisibles en garantía de préstamos, sin que pudieran aceptarse documentos cuyo valor hubiera sido o debiera ser empleado en objetos de especulación o en inversiones tales como compra de tierras, edificios o minas.

**Otras funciones.** Igualmente se facultó al Banco para aprobar o improbar las operaciones de crédito o inversiones que efectuara el Fondo de Estabilización y para autorizar el otorgamiento de garantías, por parte del Banco, de obligaciones contraídas en moneda legal o extranjera por el Estado o por instituciones oficiales o en las que estos tuvieran interés económico. (Meisel-Roca, 1990, pp. 477-478)

En las siguientes tres décadas se utilizaron todos estos instrumentos para tratar de direccionar el crédito. Se crearon encajes especiales para financiar actividades tan diversas como crédito agropecuario, parques en Bogotá, crédito a la pequeña industria; se crearon inversiones forzosas a los bancos para financiar vivienda popular o el Banco Central Hipotecario, se controlaban las tasas de interés para diferentes tipos de crédito, en general por debajo de las tasas de mercado más corrientes, y se controlaban también las tasas de interés de los depósitos de ahorro y se prohibían las tasas remuneratorias de los depósitos en cuenta corriente.

El texto más popular de política monetaria en las décadas del cincuenta, sesenta y setenta fue el de Óscar Alvear, con nueve ediciones, que dedica dieciséis páginas para explicar la cartera de fomento, las inversiones forzosas y los encajes reducidos (Alvear-Ramírez, 1984, pp. 175-191). El texto de Alvear claramente considera esta intervención detallada en el sistema financiero como un avance en la política económica, y su texto parece reflejar el pensamiento mayoritario de la opinión de la época. Solo en los años 1970, algunos economistas académicos comenzaron a cuestionar el grado de represión del sistema financiero, siguiendo algunas opiniones de economistas anglosajones (Arenas-Bonilla, Shaw y Solís, 1971).

La decisión de darle al Banco Central la función de crédito de fomento no reflejaba el consenso internacional sobre banca central. El estudio del informe

de la misión Currie, promovida por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento de 1950 (Currie, 1951, p. 344.), criticó el acceso automático al descuento de crédito bancario en el Banco de la República y el efecto inflacionario de este en 1948, y el hecho de que, al mismo tiempo, la tasa de redescuento permaneció invariable en 4%, nivel que se había fijado en 1933. También mencionó los efectos negativos de la política financiera sobre el ahorro para la inversión:

Las inversiones de la Caja Colombiana de Ahorros consisten casi totalmente en deuda pública, nacional en su mayoría. Los intereses pagados sobre depósitos de ahorro comunes son de 3 por ciento y sobre depósitos a dos años del 4 por ciento. (Currie, 1951, p. 60)

Agrega que “a pesar de que los papeles del Estado tienen en general un interés superior al 7 por ciento, el rendimiento pagado sobre los depósitos de ahorro es solo del 3 por ciento” (p. 61).

En resumen, la Misión Currie criticó el exceso de crédito propiciado por el Banco y las tasas de interés irrealistas, y justificó los préstamos de largo plazo de los bancos que no estaban contemplados en las reglas propuestas por Kemmerer, pero no planteó el otorgamiento de crédito de fomento sectorial, aunque sí mencionaba la necesidad de aumentar el crédito agrícola, y en particular a los pequeños y medianos productores.

Al consultar la edición de 1955 del texto *Economics: An introductory analysis* de Paul Samuelson, se encuentra que este no era partidario de cambios frecuentes en el encaje, otro instrumento de control monetario autorizado por el Decreto Ley 756: “crearía gran confusión si el encaje legal de los bancos se estuviera cambiando constantemente” (p. 308). También consideraba equivocado el acceso automático de los bancos al redescuento, y las tasas de interés controladas por el Gobierno a niveles irrealmente bajas (p. 308).

Sin embargo, la realidad es que en la posguerra surgió en el ámbito internacional una norma nueva sobre las características deseables de la banca central en países en desarrollo. La norma vigente antes del conflicto bélico global, sobre la mejor práctica de los bancos centrales, establecía que el principal recurso de la entidad era su independencia del gobierno y de la influencia política. La independencia se requería para mantener el poder de compra de la moneda. La independencia formaba parte del ambiente de un sistema financiero liberalizado y mercados con libres movimientos de capital. Esta era la

descripción que daba Krampf, quien lo denominaba *el modelo liberal*, con antecedentes en los bancos centrales europeos, incluyendo el Banco de Inglaterra, y la prevalencia del patrón oro (Krampf, 2013). Este modelo lo promovió el Banco de Pagos Internacionales (BPI), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) a partir de 1956.

En los años 1950 surgió una norma nueva para el funcionamiento de los bancos centrales en países con bajos niveles de desarrollo financiero, insuficiente ahorro y vulnerabilidad a los flujos de capital. Esta práctica alternativa para la banca central en la periferia recibió el respaldo de varios economistas académicos (Krampf, 2013).

En la práctica, la innovación teórica se concretaba en la reforma que planteó Raúl Prébisch al Banco Central de Argentina, en 1935. Dicha entidad se volvió una agencia estatal, y se le dieron capacidades administrativas que hacían posible direccionar el crédito y ejecutar políticas de desarrollo (Krampf, 2013).

El modelo latinoamericano se diseminó en parte por el apoyo que le dio tanto Robert Triffin de la Reserva Federal, quien analizó la innovación argentina, como otros economistas de esa entidad. El modelo se internacionalizó en Latinoamérica en las reuniones regionales de bancos centrales y por influencia de expertos de la Reserva Federal, quienes asesoraron a varios países y respaldaron un tipo de banca central intervencionista. Esos son los antecedentes intelectuales de la Misión Grove.

En los años 1960, con presencia de economistas de origen hindú en el Servicio de Banca Central en el FMI, esa entidad comenzó a apoyar la idea de la banca central desarrollista e intervencionista, y las prácticas del Banco de la República se consideraban aceptables en las entidades internacionales (FMI y Banco Mundial).

El apoyo a los bancos centrales desarrollistas solo disminuye en los años setenta a raíz de las críticas a la represión financiera difundidas por Gurley y Shaw (1955), Shaw (1971) y MacKinnon (1973). Las ideas de estos economistas fueron adoptadas por el FMI, con el argumento de que el direccionamiento del crédito era distorsionante y no efectivo.

Una posible hipótesis que se puede plantear es que la reforma de 1951 fue bastante heterodoxa. Reflejó la discusión en Colombia antes de la Misión Grove, y la creencia entre los expertos colombianos de que había un déficit de crédito, pero también la nueva concepción de banca central desarrollista que estaba de

moda entre algunos funcionarios de la Reserva Federal que asesoraban a los bancos centrales en países periféricos. Sin embargo, el exceso de facultades intervencionistas no se mencionaba en los memorandos de Grove y este exceso pudo llevar a una política monetaria poco efectiva. El direccionamiento del crédito no fue muy efectivo. La creencia bastante generalizada fue que los préstamos subsidiados de la Ley 26 con frecuencia se desviaron de la inversión agrícola, los encajes terminaron siendo muy altos para compensar el efecto expansionista de redescuentos, y la inflación colombiana entre 1953 y 1991 fue muy superior a la internacional. En un sistema de tasa de cambio fija esto llevó a periódicas sobrevaloraciones de la tasa de cambio, pérdidas de competitividad de las exportaciones y a las acompañantes devaluaciones. El resultado fue una política de *pare y siga*, con ciclos relativamente cortos y perjudiciales para el desarrollo económico.

En este contexto, como se muestra en el Cuadro 3.1, la época del crédito de fomento a partir de 1951 implicó un aumento en los medios de pago y también de la inflación, sobre todo después de la creación de la Junta Monetaria en 1963, controlada exclusivamente por el Gobierno.

**CUADRO 3.1**  
**CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO E INFLACIÓN**  
**1906-2022**

AÑOS	MI	PRECIOS
1906-1931	5,3	1,8
1932-1950	16,7	7,6
1951-1966	15,9	9,9
1967-1991	24,0	20,7
1992-2000	22,3	18,2
2001-2022	12,9	4,9

Fuente: elaboración del autor a partir de Greco (1999).

La aplicación de la reforma llevó a un cambio institucional grande en el Banco. Se creó en la empresa un Departamento de Crédito de Fomento para tramitar los descuentos para los préstamos industriales y agrícolas, tanto en Bogotá como en las sucursales, y entraron a la planta algunos economistas e ingenieros agrónomos para estas labores. Para que los redescuentos no generaran emisión superior a lo que se consideraba prudente desde el punto de vista de la estabilidad de precios, se crearon fondos para captar recursos equivalentes a la

emisión generada por los créditos. El mecanismo de captación tuvo tres partes: a) se utilizó la autorización de establecer encajes a los pasivos financieros para destinarlos a suministrarle recursos a los fondos; b) el Banco se endeudó internacionalmente, sobre todo con las entidades multilaterales, como mecanismo para aportar recursos a los fondos y las corporaciones financieras, y c) el Banco colocó títulos también para financiar los fondos.

Los préstamos de fomento se hacían por medio del Fondo Financiero Agropecuario (1966), y el Fondo para Inversiones Privadas (FIP) (1963). Posteriormente se crearon el Fondo de Capitalización Empresarial (1983), el Fondo de Desarrollo Urbano (1968) y el Fondo Financiero Industrial para pequeñas industrias (1968), y también líneas de crédito para las corporaciones financieras. En el caso del endeudamiento externo, el Banco asumía el riesgo cambiario, y en varias ocasiones las devaluaciones del peso le generaban pérdidas.

La utilización de encajes altos e inversiones forzosas para fondear el crédito de fomento, por otra parte, produjo tensiones entre los bancos privados y el banco central, pues los encajes les quitaban libertad de acción a los intermediarios. Por ejemplo, pocos bancos eran activos en el sector agrícola, pero todos tenían que proveer el financiamiento del Fondo Financiero Agropecuario. El promedio del encaje aumentó fuertemente después de los años 1950. Pasó de 15 % a 50 % entre 1944 y 1980.

**CUADRO 3.2**  
**CRÉDITO DE FOMENTO Y CARTERA DE BANCOS COMERCIALES**  
**1952-1970**

AÑO	CRÉDITO DE FOMENTO/CARTERA DE BANCOS
1952	7,57
1955	7,95
1960	14,53
1965	12,52
1970	6,24

Fuente: Gómez (1990, p. 678).

El Cuadro 3.2 muestra el monto del crédito de fomento con relación a la cartera de los bancos entre 1952 y 1970. Los fondos tuvieron un impacto monetario indeseable en los años ochenta, cuando se tornaron deficitarios, fenómeno que mostró una incompatibilidad entre el crédito de fomento y el control mone-

tario. El crédito de fomento sí hizo posible el aumento en la cartera de largo plazo, como había recomendado la Misión Currie. En ausencia de este, tal vez no habría ocurrido debido a la inflación y su variabilidad, la cual creaba una barrera a la captación de recursos de largo plazo en el sector financiero y, por tanto, a los préstamos bancarios también de largo plazo. De hecho, la captación de largo plazo en el mercado colombiano no se desarrolló sino después de 1991 con la disminución de la inflación. Una hipótesis alternativa es que precisamente la existencia de los créditos de fomento desestimuló el surgimiento de crédito de largo plazo en el sector financiero privado.

En el Cuadro 3.3 se detalla la distribución sectorial del crédito. La conclusión es que el crédito en 1975 se distribuía de manera similar a la distribución del PIB. Al contrario de la creencia generalizada, no se discriminaba contra la agricultura, tal vez gracias a la inversión forzosa en títulos del Fondo Financiero Agropecuario, y el comercio tenía la cantidad de crédito congruente con su participación en el PIB.

**CUADRO 3.3**  
**CRÉDITO BANCARIO Y PIB POR SECTORES ECONÓMICOS**  
**1975**

SECTOR	PORCENTAJE DEL PIB	CRÉDITOS BANCARIOS (PORCENTAJE)	SECTOR	PORCENTAJE DEL PIB	CRÉDITOS BANCARIOS (PORCENTAJE)
Agropecuario	24,1	31,4	Minería	1,3	0,5
Industria	19,2	22,2	Transporte	6,1	0,8
Construcción	4,5	3,6	Subtotal	71,9	76,3
Comercio	16,7	17,8	Otros	28,1	23,7

Fuente: Restrepo (1978, p. 305).

Otro fenómeno de la época del crédito de fomento fue el crecimiento de la banca pública. En 1951, la participación de esta última en la cartera total del sector financiero era insignificante y en 1986 había llegado a 11 %. Estos bancos tuvieron costos de funcionamiento mayores al promedio, una cartera más riesgosa, y varios de ellos desaparecieron o tuvieron que ser salvados para su posterior

venta por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín) durante la crisis financiera de 1998-1999<sup>9</sup>.

No deja de ser sorprendente que, en las primeras décadas del sistema, gran parte de las tasas de interés estaban controladas a tasas reales negativas (Greco, 2002, p. 189), y el Banco de la República cambiaba con poca frecuencia la tasa de redescuento. Existía el supuesto implícito de que las bajas tasas de interés promovían el crecimiento, independientemente del ciclo económico.

En 1968 se comenzaron a transar los certificados de abono tributario (CAT) en la Bolsa de Valores, y el descuento registrado se volvió el primer indicador de tasas de mercado en el país. Los CAT con dos meses de plazo se transaban ese año a 32,6% anual, mientras que la tasa efectiva de los depósitos de ahorro era 4,1%. En la reforma financiera de 1974, se autorizaron los depósitos a término. Los de los bancos en 1975 tenían 25,6% de tasas de interés. El interés implícito de los CAT ese año fue 40,4% anual (Gaviria-Cadavid, 1978, p. 791).

Un episodio interesante fue cuando a principios de los años setenta, la Subgerencia Técnica organizó el Primer Simposio de Mercado de Capitales. El profesor Edward Shaw inauguró la conferencia con un discurso sobre las desventajas de la represión financiera y las ventajas para un país en desarrollo de promover la reforma del mercado de capitales, incluyendo el control de las tasas de interés (Arenas-Bonilla, Shaw y Solís, 1971). Sostuvo que la liberación del mercado de capitales aumentaba la relación ahorro/inversión doméstica porque mejoraba la distribución del ahorro. En la discusión, uno de los más connotados banqueros del país se opuso vehementemente a la liberación de las tasas de interés, para la sorpresa de los economistas allí presentes. Al parecer, las tasas pasivas bajas establecidas oficialmente favorecían el negocio bancario<sup>10</sup>. Pero, según Shaw (1971), podían también empeorar el empleo y la distribución del ingreso<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Este fue el caso del Banco Central Hipotecario, y el Banco Cafetero. La Caja Agraria tuvo que ser liquidada para ser transformada en el Banco Agrario (Caballero-Argáez y Urrutia, 2006, p. 38).

<sup>10</sup> Las tasas activas frecuentemente se aumentaban con depósitos compensatorios.

<sup>11</sup> Posteriormente Ronald MacKinnon visitó también Colombia y planteó la necesidad de disminuir la represión financiera, presentación muy criticada por funcionarios del Gobierno.

### 3.5 LA CREACIÓN DE LA JUNTA MONETARIA

En 1963, el Congreso oficializó la política monetaria al crear la Junta Monetaria y encargarla de la política monetaria y cambiaria, con las facultades que anteriormente tenía la Junta del Banco de la República; así, dejó a esta última la administración del Banco. El Gobierno integró la Junta con el ministro de Hacienda, quién la presidiría; el ministro de Fomento; el ministro de Agricultura; el jefe de Planeación, y el gerente del Banco. En 1968 se adicionó el director del Instituto de Comercio Exterior. Este organismo contaría con la asesoría de dos expertos nombrados por la misma Junta.

Las funciones de los asesores se habían planteado en el memorando sobre la reorganización del Banco de la República de la Misión Grove:

Una de las principales razones por las cuales el Banco de la República no ha adoptado una política monetaria positiva, es que no hay persona alguna a la cual se le haya dado la responsabilidad definitiva de formular recomendaciones respecto a esta política [...]. [Se debe] asignar tal responsabilidad a un economista de competencia profesional sobresaliente [...]. Debería presentar sus estudios directamente a la Junta Directiva, junto con sus recomendaciones en lo que se refiere a la política que debe adoptar dicha Junta. La directiva considerará estos estudios y recomendaciones del consejero [...]. Puede aceptar, rechazar o modificar dichos estudios y recomendaciones, puesto que la Junta tiene la responsabilidad de adopción de la política. Sin embargo, el trabajo del consejero de política servirá como base de discusión y planteará a la Junta los problemas que requieren consideración. (*Banca y Finanzas*, 1998, p. 33)

Desde un principio, la designación de los dos expertos de la Junta Monetaria recayó en personas con posgrados en Economía o Derecho, y se estableció el principio 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 cada decisión. Esa práctica tenía el objetivo de plantear soluciones técnicas antes de las deliberaciones políticas de los ministros que se tomarían en las sesiones.

Durante la vida de la Junta Monetaria, los expertos presentaban sugerencias a la Junta, pero con frecuencia su labor consistía 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 de sectores con créditos del emisor. La composición de la Junta tuvo entonces efectos sobre la inflación. 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.

El proceso de decisión dentro de la Junta también era complejo. Implicaba una negociación entre los diferentes ministerios, con un papel importante de compendador para el gerente del Banco, y una cooperación estrecha con los asesores. El insumo del departamento de investigaciones económicas del Banco a los estudios de los asesores hizo crecer, en tamaño e importancia, esa subgerencia, la cual proveía al día las estadísticas monetarias y cambiarias, y estaba encargada de producir las cuentas nacionales y estudios específicos solicitados por la Gerencia y los asesores. En 1970 el gerente, Germán Botero de los Ríos, un abogado con larga experiencia en el Banco y experto en política monetaria y cambiaria, creó el cargo de subgerente técnico del Banco, y nombró el primer funcionario de la entidad con Ph. D.

Para este estudio hubiera sido deseable obtener información de los archivos sobre el número de funcionarios desde 1923 según sus aéreas de trabajo, pero solo fue posible recopilar la información desde 1983. El Cuadro 3.4 resume esa información. Parece que el tamaño del Banco llegó a su máximo hacia 1988, y disminuyó permanentemente con la independencia establecida en la Constitución de 1991.

El Cuadro 3.4 también muestra que, a partir de 1990, con la liquidación del Fondo Financiero Agropecuario, la institución comenzó a desprenderse de la administración del crédito de fomento del sector agropecuario, y esta se pasó al Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (Finagro), una entidad estatal, pero que sigue obteniendo buena parte de sus recursos de inversiones forzosas del sector financiero establecidas por la autoridad monetaria. Ya con la independencia del Gobierno, en 1991, se liquidan la Oficina de Cambios y Proexpo, creados por el Decreto Ley 444 en 1967 en la reforma del estatuto de cambios. Esta norma, diseñada por el presidente Carlos Lleras, con asesoría importante de los consultores monetarios y el gerente del Banco, le dio a la entidad el control de toda la oferta y demanda de divisas, lo cual hizo posible al Banco, en consulta con el ministro de Hacienda y el presidente, manejar el régimen de minidevaluaciones del peso que estuvo vigente hasta 1999. Como mecanismo para promover las exportaciones no tradicionales se creó Proexport, adscrito administrativamente al Banco de la República, y también con líneas de crédito de la institución para su importante labor de crédito para la exportación. En esa misma época, para fortalecer el nivel técnico de Planeación Nacional, el Gobierno le pidió al Banco cubrir

los sueldos de los altos funcionarios de la entidad a niveles superiores a los establecidos por el servicio civil.

La respuesta administrativa del Banco a los requerimientos de la gran reforma del Decreto Ley 444 fue rápida y efectiva, ejemplo de la tradición del Banco de aceptar administrar funciones nuevas que el Estado no quería encomendar a la burocracia estatal tradicional. Pero se puede argumentar que el sistema de minidevaluaciones, sin haber controlado mejor la oferta monetaria, tuvo que ver con la institucionalización de niveles de inflación superiores a 20 % anual. En un comentario al borrador de este ensayo, Jorge García García sostuvo que la política de devaluación no fue la principal causa de la aceleración de la inflación<sup>12</sup>.

la minidevaluación se volvió inflacionaria cuando Colombia no tuvo déficit grandes en cuenta corriente y tenía buen nivel de reservas internacionales, pero no cuando tuvo un desequilibrio cambiario serio como a finales de los 60 y a mediados de los 80. Segundo, la indexación no fue la causa de la inflación sino, más bien, el resultado de ella, cuando la Junta en la administración Pastrana Borrero comenzó a emitir dinero más de lo que se necesitaba y disparó la inflación. ¿Si la indexación fuera la causa de la inflación, entonces por qué la indexación del salario mínimo no ha contribuido a mantener la inflación alta? (Comunicación de 06 de mayo de 2014).

**CUADRO 3.4**  
**NÚMERO DE FUNCIONARIOS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**  
**1983-2022**

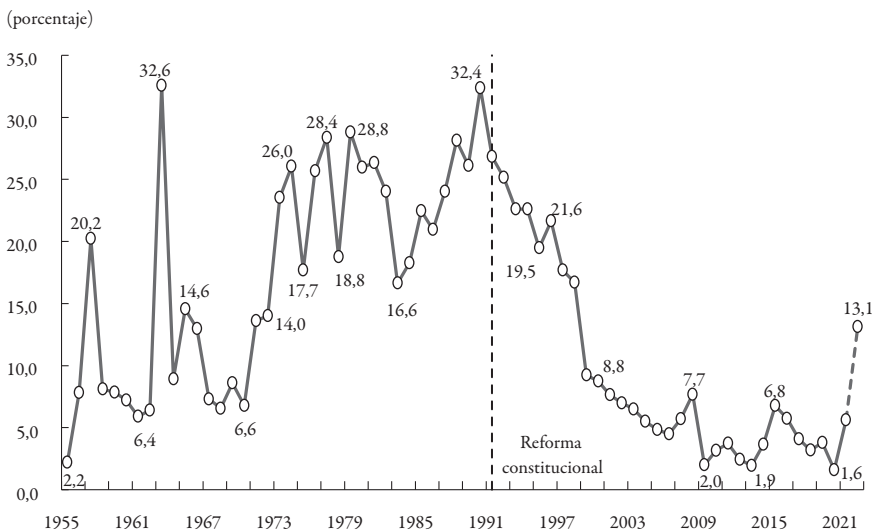
DEPENDENCIA/AÑO	1983	1990	1995	2000	2005	2010	2022
Biblioteca	147	263	178	172	164	99	111
Museo del oro	36	39	35	42	41	31	32
Crédito sector financiero	66	27					
Crédito agropecuario	75	11					
Crédito de fomento	55	50					
Fondo de Garantías de Instituciones Financieras		22					
Caja de Previsión	12	30	19				
Proexpo	350	370					
Oficina de Cambios	154	178					
Centro de Convenciones		15					
Total, incluyendo ent. admin.	5.158	5.902	3.696	2.853	2.433	2.235	2.674

Fuente: Urrutia-Montoya (2014) y Directorio de información del personal del Banco de la República (2023).

<sup>12</sup> En este ensayo es muy difícil identificar las causas de la aceleración de la inflación colombiana, pero este comentario de Jorge García es valioso.

La realidad, como lo ilustra el Gráfico 3.3, es que la época del crédito de fomento, y sobre todo la de la Junta Monetaria, fue de niveles de inflación muy superiores a los del resto del mundo, lo que creó ineficiencias que probablemente afectaron negativamente la tasa de crecimiento de la economía<sup>13</sup>. Existe una literatura económica extensa que ha verificado que los países con inflaciones superiores a 14 % tienden a crecer menos rápido (Fischer, 1983). Un artículo de 1998, de Bruno y Easterly, tiene conclusiones más matizadas. Sostiene que la econometría no muestra una relación negativa clara entre inflación y crecimiento sino en inflaciones superiores a 20 %. También admiten que, en los años 1960, algunos economistas veían una relación positiva en ese periodo, que era de inflaciones bajas en el mundo, y en esos años los trabajos empíricos de corte transversal no encontraban ninguna relación clara entre las variables. En la década del ochenta, más trabajos mostraron una relación negativa entre inflación y crecimiento del ingreso.

**GRÁFICO 3.3**  
**INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC**  
**1955-2022**



Fuente: Greco (1999) y Banco de la República (2022).

<sup>13</sup> No se puede sostener que el crédito de fomento fue la principal causa de la inflación superior a la internacional. También cumplieron un papel diferentes periodos de déficit fiscal, en ocasiones financiado con emisión, y la indexación resultado de las devaluaciones compensadoras de la diferencia entre inflación nacional y la internacional. El sistema UPAC también facilitó la indexación de los precios y la persistencia de la inflación.

En los años 1960, el autor de este texto estaba entre los que no veían problema con la inflación colombiana, pero ya a los niveles de los años setenta sí, en parte, porque esta ya generaba conflictos de gobernabilidad y de desarrollo del mercado de capitales y del ahorro. Por ejemplo, en materia de gobernabilidad, la inflación alta y volátil llevaba a conflictos laborales por las alzas abruptas en los precios de los servicios públicos, las cuales se volvían problemas de orden público.

### **3.6 EL DISEÑO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y EL PROCESO DE CAPACITACIÓN DENTRO DEL BANCO**

A principios de los años setenta, el gerente general sugirió institucionalizar un programa de becas para los funcionarios que reemplazara una política de entrenamiento un poco dispersa en el exterior, en la que se destacaron los cursos de programación monetaria y de balanza de pagos, financiados y dictados por el FMI. El nuevo programa diseñado por el subgerente técnico daba becas a funcionarios para cursar programas de Ph.D., siempre que fueran aceptados en una lista corta de las mejores universidades internacionales. Esto evitaba la escogencia *ad hoc* de los candidatos. Varios funcionarios aprovecharon las becas y se transformó la capacidad de análisis en el Departamento de Investigaciones Económicas y otras dependencias como la Oficina Jurídica y el Departamento de Crédito. El programa también se usó para atraer los mejores graduados de pregrado de las facultades nacionales; posteriormente, se amplió para profesionales no vinculados al Banco, y ha sido fuente de reclutamiento para los altos cargos oficiales. Según Juan Carlos Jaramillo (memorando de 8 de mayo de 2013), una de las motivaciones para este esfuerzo de inversión en capital humano fue una reacción a la preponderancia del Ministerio de Hacienda y los funcionarios oficiales en la Junta y en la discusión económica en general.

Dada esta tecnificación de la capacidad analítica en el Banco, me pregunté qué papel había cumplido la institución en el planteamiento de la reforma que se llevó a la Asamblea Constituyente de 1991. Le mandé un cuestionario sobre el tema a Juan Carlos Jaramillo, quien fue el gerente técnico en los años ochenta. Amablemente me respondió y destacó las siguientes opiniones:

No es sorprendente que al exponer a los funcionarios del Banco a preparación académica rigurosa (casi siempre a nivel de doctorado), surgieran cuestionamientos al esquema imperante desde 1951 (en lo monetario y credi-

ticio) y desde 1967 (en lo cambiario). En los frentes que eran propios del Banco, en particular se cuestionó:

- a) La efectividad de la política monetaria con tipo de cambio fijo y, de manera relacionada, la persistencia de la inflación inducida por el esquema de minidevaluaciones.
- b) Las distorsiones creadas por los esquemas de crédito de fomento, y la existencia misma del crédito de fomento (por su impacto regresivo y por impedir el desarrollo del crédito privado).
- c) La rigidez de las tasas de interés.
- d) Las implicaciones monetarias y fiscales de la cuenta especial de cambios.
- e) El significado de los agregados monetarios en un sistema financiero cada vez más diversificado.
- f) El control de cambios mismo.
- g) La estructura de la Junta Monetaria

Muchos de estos cuestionamientos fueron publicados y creo que contribuyeron mucho al debate económico de la época. Otros circularon solo internamente en el Banco y el Ministerio de Hacienda (en particular los cuestionamientos al régimen cambiario), o solo en el Banco (Junta Monetaria). (Memorando de 8 de mayo de 2013)

### 3.7 ORÍGENES DE LA REFORMA DE 1991

El memorando de Juan Carlos Jaramillo tiene un relato del proceso de reforma del Banco que coincide con la tradición oral sobre este entre los economistas de la época. Dentro del Emisor no hubo nunca una posición mayoritaria en contra del Decreto 444. A Francisco Ortega (gerente general del Banco) le gustaba el estatuto, a pesar de reconocerle defectos, y consideraba que la Junta Monetaria poseía las facultades necesarias para adaptarlo a las necesidades. Salvo quizás en 1983, el mercado negro nunca generó señales de desequilibrios insalvables. Por eso, el desmonte del estatuto nunca fue visto como algo urgente. La idea de acabarlo surgió en el Ministerio de Hacienda (o en la Presidencia). Ortega aceptó la reforma, pero consiguiendo, como *quid pro quo*, un banco central independiente. Por otro lado, existía un consenso generalizado de que las instituciones monetarias y cambiarias existentes en la década del ochenta tenían en Colombia y muchos países un serio sesgo inflacionario.

La idea de los bancos centrales independientes se había puesto de moda en la segunda mitad de los años 1980. Los argumentos teóricos habían sido aceptados en la academia y puestos en práctica en reformas legales en Nueva Zelanda, Chile y Canadá. Juan Carlos Jaramillo relata en su memorando lo siguiente:

hacia 1988-1989 discutimos el tema dentro del Banco con Ortega dos o tres veces. Primó la visión de Ortega de que era muy peligroso plantearle la idea de cambiar el estatuto del banco central a un Congreso en donde ya no había mucha influencia (era el final de la presidencia de Barco, quien estaba enfermo): se sabría qué entraba al Congreso como propuesta, pero no qué saldría como ley. No obstante, pidió que se estudiara el “estado del arte” sobre el tema. La gente de estudios escribió memos y dos o tres documentos de trabajo sobre el tema.

Ya entrado Gaviria como presidente, el tema fue objeto de una discusión prolongada en las oficinas del ministro de Hacienda. Por el Banco estuvimos Ortega y yo. Por el Gobierno, Hommes (ministro de Hacienda), Montenegro (director de Planeación Nacional) y más gente que no recuerdo con precisión. En particular no recuerdo si estaban los asesores de la Junta Monetaria o no. Se tomó la decisión de ir avanzando en una propuesta de modificar tanto el gobierno (*governance*) del Banco como el estatuto cambiario.

Entretanto, en el Banco se creó un equipo de trabajo que incluía (que yo recuerde) a Steiner, Carrasquilla, Copete, Olver Bernal, Beatriz Marulanda y Jorge Enrique Ibáñez (abogado). También fue consultado Roberto Salazar, por aquel entonces refugiado en el BID después de su paso por el Ministerio de Justicia. Tengo entendido, por cosas que ha escrito Hommes, que lo que salió del Banco fue llevado directamente por Ortega al presidente Gaviria, y que él (Hommes) no lo conoció sino a través de este (Gaviria) cuando ya estaba listo para incluir en el material para la Constituyente. Tengo mis dudas sobre la exactitud de esta versión, aunque seguramente tiene elementos de verdad. (Memorando de 8 de mayo de 2013)

### **3.8 EL BANCO CENTRAL INDEPENDIENTE A PARTIR DE 1991**

La Constitución de 1991 reformó radicalmente la manera como se tomaban decisiones en materia de política monetaria, al traspasar las facultades de la Junta Monetaria a la Junta del Banco de la República de siete miembros, con solo el ministro de Hacienda como representante del Gobierno. Los otros cinco son nombrados por el presidente por periodos fijos rotativos, y el gerente general del Banco es nombrado por la Junta. Desde 1991 es tradición que los directores

del Emisor sean profesionales con títulos de posgrado con especialidades en Economía y Derecho.

Adicionalmente, la norma constitucional prohibió el crédito al sector privado no financiero y estableció que solo se podía dar crédito al Gobierno por unanimidad de los miembros de la Junta. Se cerraron, entonces, los mecanismos de demanda de emisión diferentes a los necesarios para el buen funcionamiento de un banco central cuyo objeto es mantener una inflación cercana a la internacional y ejecutar una política monetaria que mantenga el crecimiento económico cerca del potencial de la economía. El resultado de la reforma fue espectacular en términos de reducción de la inflación, como se observa en el Gráfico 3.3.

### **3.8.1 CAMBIOS EN LA POLÍTICA MONETARIA, ANÁLISIS TÉCNICO Y COMUNICACIONES**

El paso al régimen de la inflación objetivo representó un cambio no solo institucional sino en la forma de hacer las cosas. El instrumento principal de la política económica es la tasa de interés de intervención y no los agregados monetarios, como en el pasado.

La nueva Junta mantuvo algunos de los procedimientos de la Junta Monetaria en la toma de decisiones, pero los sofisticó. Desde 1991 hasta hoy, los directores proponen temas para discusión y los funcionarios del Banco producen documentos sobre los temas planteados y hacen recomendaciones para la toma de decisiones de la tasa de política u otras variables sobre las cuales la Junta tiene control. En las sesiones formales de la Junta se lee y discute el documento técnico y los directores pueden presentar documentos suyos para la toma de decisiones. Una vez al mes la Junta estudia las investigaciones sobre el estado de la economía, pero como se mostrará más adelante solo en ocho de estas reuniones se toman decisiones sobre la tasa de interés.

Así, la aplicación del esquema de inflación objetivo ha contribuido a tecnificar aún más los procesos de toma de decisiones de política monetaria del Banco. Esto a su vez ha implicado la vinculación y preparación de profesionales que están cada vez mejor calificados, casi todos ellos con doctorados en Economía. Continuando la tradición establecida desde los años cuarenta y cincuenta, muchos de estos profesionales han aprovechado las becas que otorga la institución para adelantar los estudios en el exterior.

Los procesos de análisis sobre los que descansa la toma de decisiones han aprovechado también el desarrollo de la tecnología. Es así como actualmente se utilizan fuentes de datos y modelos de pronóstico muy sofisticados, diversos y de mayor frecuencia. Al mismo tiempo, la tecnificación del análisis se ha diseminado como una externalidad hacia el sector financiero y entidades interesadas en la coyuntura macro. Hoy hay más de ochenta entidades financieras en Colombia que realizan análisis de coyuntura y han desarrollado sus propios modelos y pronósticos sobre el comportamiento de las variables macro, y que recurren como referencia a los propios análisis del Banco de la República.

Para el Banco de la República, el análisis coyuntural y la investigación en general son actividades fundamentales en el cumplimiento de su mandato constitucional e indispensables para la toma de decisiones. Además, contribuyen a la comprensión pública de la economía. Por ello, el Banco sigue contando con uno de los mejores equipos dedicado a la investigación en temas económicos. De acuerdo con un artículo de *Central Banking* (2022), “una buena investigación del banco central tiende a ser un trabajo que dice algo nuevo, ejerce influencia y apoya la política. Hasta cierto punto, estos elementos pueden resumirse mediante métricas cuantitativas”.

De acuerdo con esta publicación, el Banco de la República es el banco central que más investigaciones técnicas publica en América Latina, siendo este nivel igual al de los principales bancos centrales europeos. Es una manifestación más del gran esfuerzo de profesionalización de la entidad, y el énfasis en la tecnificación de la política monetaria. En un *ranking* reciente de *Central Banking*, esta publicación clasificó el equipo de investigaciones del Banco de la República como el mejor de América Latina y el número 14 en el mundo.

Esta clasificación se hizo con base en las publicaciones de los investigadores de cada equipo de investigaciones. El top 20 es liderado por seis equipos de investigaciones que forman parte del sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos (Federal Reserve Board y los FED de Nueva York, Chicago, Minneapolis, Saint Louis y Dallas). Otros cinco integran el sistema del Banco Central Europeo (el propio BCE y los bancos de Italia, España y Francia). Y los equipos del Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco de Pagos Internacionales (BIS) y el Banco de Inglaterra.

Por su parte, desde junio de 2019 las comunicaciones del Banco se reformaron buscando llegar con mayor transparencia y claridad a las distintas audiencias y con ello mejorar el impacto de la política monetaria por medio de la formación de expectativas. Como ya se dijo, por virtud de estas reformas, solamente

se toman decisiones de política en ocho de los doce meses del año. Esto se hace para optimizar el proceso de análisis dado que es en estos meses que se cuenta con la información suficiente para tener un panorama completo gracias a los datos disponibles de las distintas fuentes. En cuatro de estas reuniones se publica además el *Informe de Política Monetaria* (IPM), el cual contiene el análisis de la coyuntura y los resultados de los modelos elaborados por el equipo técnico que sirven de base para la toma de decisiones.

Al mismo tiempo se establecieron nuevas formas de comunicación con las audiencias del Banco. Dentro de ellas, cumplen un papel preponderante los periodistas y los analistas. Los primeros se encargan de difundir las políticas y los segundos son fundamentales en la formación de expectativas. Con este público en mente, se determinó que los vehículos de comunicación de la política monetaria son el IPM, los comunicados y las minutas de la Junta después de las reuniones en las que se toman decisiones de política. Este grupo de publicaciones se ponen a disposición de todos los públicos en los siguientes tres días después de la reunión de Junta. Se concentró la divulgación de las políticas en cinco días para evitar confundir a los mercados con excesos de información a lo largo del mes, como ocurría antes. Inmediatamente después de la reunión además se realiza una rueda de prensa en la cual tanto el gerente del Banco como el ministro de Hacienda atienden las preguntas de los periodistas. Cuando se publica el IPM se realiza además una presentación a analistas y periodistas por parte del gerente técnico del Banco. Este formato de presentación pública también se realiza con el *Reporte de Estabilidad Financiera* que elabora el Banco para hacer seguimiento al comportamiento del sector financiero colombiano.

Otra audiencia del Banco muy importante es el Congreso. La Constitución determinó que la rendición de cuentas del Emisor es a través de los informes y debates que se presentan a esta institución. Esta rendición de cuentas se da dos veces al año, en marzo y julio. Sin embargo, cada vez es más claro que a pesar de lo técnico de los temas, la comunicación del Banco no es únicamente con especialistas, académicos u otros interesados en el análisis económico sino con el público más general.

Especial mención merecen las reuniones periódicas de la Junta del Banco y su cuerpo directivo con empresarios por medio de comités consultivos en diversas regiones y con otros grupos de interés tales como banqueros, directores de medios de comunicación y analistas de los mercados financieros. Estas reuniones son muy importantes para conocer de primera mano la situación de los distintos sectores de

la economía y, al mismo tiempo, compartir con estos grupos de interés las medidas de política que adopta el Banco y su justificación. Asimismo, se da un trato equitativo a los inversionistas, quienes desean entrevistarse con miembros de la Junta o del equipo técnico para conocer las decisiones adoptadas por el Banco.

A la comunicación con todas las audiencias del Banco sin duda ha contribuido el desarrollo tecnológico que ha ampliado los canales por medio de los cuales llega la información del Banco y en tiempo real. En la página web y las redes sociales el Banco usa instrumentos de hoy muy importantes para informar y divulgar las acciones de política e interactuar con la ciudadanía. Al mismo tiempo esta comunicación más amplia es una herramienta para la formación de expectativas de los hogares, fundamentales también en la conducción de la política monetaria bajo un esquema de inflación objetivo. Esto ha significado la utilización de nuevos lenguajes sencillos y simples y la utilización de cada vez más productos audiovisuales.

### **3.8.2 POLÍTICA CAMBIARIA**

Por otra parte, al adoptarse el esquema de inflación objetivo como metodología para lograr los objetivos del Banco, se estableció formalmente la política de flotación de la tasa de cambio. Esto último se decidió con el convencimiento de que un banco central en una economía abierta no puede controlar la inflación y la tasa de cambio ante flujos libres de capital y productos. Aquello implicó el desmantelamiento de lo que quedaba del control de cambio y los limitantes cuantitativos a la inversión extranjera. Estos últimos en la realidad no funcionaron en la época de vigencia del Decreto Ley 444, debido a que ante falta estructural de divisas no parecía adecuado aplicarlos.

En 1991, al eliminarse el control de cambios se liquidaron las actividades de crédito de fomento, Proexpo se transformó en Bancóldex y se liquidaron los empleados del Banco en Proexpo, también los de la Oficina de Cambios y los del Centro de Convenciones. Se redujo la nómina en la labor tradicional de repartición de efectivo en la mayoría de las zonas del país, y con el fin del monopolio de compra de oro, se cerraron las agencias de compra del metal y el laboratorio de fundición de barras de oro en Medellín.

### 3.8.3 SISTEMAS DE PAGOS

Los sistemas de pagos también se han revolucionado con el desarrollo tecnológico. Aquí, el Banco ha tenido que adecuarse a las nuevas necesidades del público que ya venían cambiando antes de la pandemia, pero que con esta se aceleraron. El Emisor tiene la obligación de proveer los instrumentos necesarios para que funcionen los pagos de la economía, ya sean de alto o bajo valor. Recientemente se ha involucrado en este proceso junto con el sistema financiero para mejorar los pagos inmediatos de la economía.

La delegación de parte de la distribución de efectivo a empresas privadas y el fin de la administración del crédito de fomento en las sucursales también explicaron la disminución en la nómina después de 1991 (Cuadro 3.4). La delegación de la distribución de efectivo, que había sido una de las actividades del Banco desde los años veinte, se debió al surgimiento de empresas de valores privadas; a una mayor sofisticación de los bancos en el manejo de los inventarios de efectivo, y a una historia de robos en las sucursales que afectaron la reputación administrativa del Banco. Hubo tres robos que fueron escándalo nacional. En Cartagena en 1973, en Pasto en 1975 y en Valledupar en 1994. Este último fue de COP 24.000 millones, considerado el robo más grande en Colombia, y llevó a debates políticos en el Congreso, en uno de los cuales se pidió ilegalmente la renuncia del gerente y de altos directivos del Emisor.

Por otro lado, en el contexto internacional varios bancos centrales habían eliminado sucursales en los últimos años por razones del cambio tecnológico y en Colombia la disminución de sus funciones recomendaba esa misma decisión administrativa.

### 3.8.4 PLANTA DE PERSONAL

La reforma cambió, como ya se ha explicado, al Banco de manera radical (Cuadro 3.4). La planta de personal antes de la reforma de 1991 tenía 5.158 empleados en 1983, y era alta en términos internacionales, aun si se restan los empleados de las bibliotecas, el Museo de Oro, los departamentos de crédito de fomento y las entidades administradas. La nómina en funciones típicas de banca central constituida por 4.247 personas. En el año 2000, el Banco Central de Chile sumaba 500 empleados; el de Perú, 1.000, y el de México, 3.200 (Galán y Sarmiento, 2006). La eliminación de las entidades adscritas reflejó claramente la especia-

lización del Banco en la reforma y la disminución de la intervención estatal en sectores importantes de la economía.

Castro y Monroy (2011) hicieron un estudio para calcular, con base en una muestra de 48 bancos centrales, la demanda de personal que se podría esperar del banco central de Colombia, dadas sus funciones. Según esas estimaciones, en el año 2000 el Banco de la República tenía una nómina de personal mayor a la esperada, y en 2009 una algo inferior a la esperada por el modelo de demanda, habiendo disminuido 25 % en el periodo.

El estudio tiene mucha información sobre los bancos centrales del mundo que hacen posible efectuar comparaciones con el de Colombia. Las gráficas de salarios muestran que los salarios en dólares en paridad de poder adquisitivo (PPP) constantes de 2000 de los bancos centrales de América Latina son similares, incluyendo el de Colombia (cerca de USD 60.000 al año); excepto Brasil, donde la cifra es del doble, y Perú y Chile, donde los sueldos son cercanos a USD 70.000. En los países de economía avanzada, el salario promedio en 2000 fue de USD 70.000 bajo las mismas condiciones. Estas cifras sugieren que los ingresos de personal de los bancos centrales eran similares a nivel internacional<sup>14</sup>.

La tendencia hacia la reducción de personal después de 2000 no ha sido común en los bancos centrales. En los que ha habido recortes, estos han afectado básicamente labores manuales y administrativas. Las nuevas tecnologías junto con cambios en las prácticas del negocio han permitido reducir el personal para su realización. Además, los bancos centrales enfrentan un entorno muy distinto en el cual se presta mucha más atención al desempeño de las instituciones públicas, hay herramientas administrativas que han sido reemplazadas por instrumentos de mercado en el manejo de la política monetaria y las nuevas tecnologías no solamente han tenido un impacto sobre las herramientas de análisis, sino sobre la organización y su personal.

<sup>14</sup> Se registran mayores diferencias salariales entre bancos centrales: en estudios recientes del BPI se ha encontrado que los salarios de los bancos centrales en Colombia son de USD 50.000 a USD 70.000 (PPP) por año; en Estados Unidos, de USD 100.000 a USD 200.000 (PPP) por año; en Europa, de USD 80.000 a USD 120.000 (PPP); en Brasil, de USD 40.000 a USD 60.000 (PPP) por año; en Perú, de USD 30.000 a USD 50.000 (PPP) por año, y en Uruguay, de USD 40.000 a USD 60.000 (PPP) por año. Estos son solo valores aproximados y pueden variar bastante según las circunstancias individuales. Además, los salarios en dólares PPP son una medida de poder adquisitivo, y no necesariamente reflejan la cantidad de dinero en efectivo que reciben los empleados de los bancos centrales en sus respectivos países.

En el caso del Banco de la República, por un lado, se han tenido que desarrollar más funciones especializadas que han requerido nuevas contrataciones con perfiles tecnológicos. Por ejemplo, se ha fortalecido el área de tecnología y ciberseguridad, se han creado nuevas áreas para el manejo de riesgos y para potenciar la innovación. En el Cuadro 3.5, se presenta la evolución de los cargos creados entre 2010 y 2023 que tienen relación con temas de innovación, tecnología y riesgos cibernéticos. En él es posible evidenciar que en los últimos trece años se han creado 245 cargos para el cubrimiento de riesgos, requerimientos de Ley, auditoría y estabilización de procesos; 42 en el área de tecnología; y 12 en el área de innovación. Es decir, estos nuevos cargos ya representan el 11,2 % de la nómina actual de la institución.

**CUADRO 3.5**  
**CARGOS CREADOS EN EL BANCO DE LA REPÚBLICA RELACIONADOS CON INNOVACIÓN, TECNOLOGÍA Y RIESGOS CIBERNÉTICOS 2010-2023**

AÑO	RIESGOS, REQUERIMIENTOS DE LEY, AUDITORÍA Y ESTABILIZACIÓN DE PROCESOS	TECNOLOGÍA	INNOVACIÓN	SUBTOTAL	TOTAL DE EMPLEADOS
2010	0	0	0	0	2.235
2011	40	0	0	40	2.339
2012	33	0	0	33	2.399
2013	22	0	0	22	2.468
2014	19	7	0	26	2.505
2015	22	0	0	22	2.548
2016	11	0	0	11	2.584
2017	15	2	0	17	2.631
2018 <sup>a/</sup>	42	12	8	62	2.694
2019 <sup>a/</sup>	7	10	2	19	2.754
2020 <sup>a/</sup>	28	10	2	40	2.802
2021	5	1	0	6	2.792
2022	1	0	0	1	2.674
2023	0	0	0	0	2.670

Nota: <sup>a/</sup> Implementación del nuevo modelo de tecnología y creación del Departamento de Arquitectura e Innovación Tecnológica.

Fuente: Sección de Compensación y Análisis de Gestión Humana del Banco de la República (2023).

Todos estos cambios habían empezado antes de la pandemia, pero con esta se aceleraron. Al mismo tiempo, hasta ahora no ha habido incentivos para que los empleados antiguos se retiren voluntariamente a disfrutar su pensión. Esta tendencia de aumento de personal, aunque pequeño, ha ocurrido en la mayoría de bancos centrales en lo corrido del siglo<sup>15</sup>.

En el caso de Colombia, recientemente el Consejo de Estado conceptuó que el proceso de pensión en el Banco es similar al de otras empresas. En este sentido, es de esperarse que hacia el futuro haya alguna reducción adicional, pero sobre todo un relevo generacional en la medida en que algunos de los empleados que salgan a gozar de su pensión sean reemplazados por personal con otro tipo de calificación más orientadas a nuevos procesos tecnológicamente avanzados.

### 3.9 ACTIVIDAD CULTURAL

Por su parte, hasta 1991 las sucursales y sus edificios se habían convertido en un símbolo de la presencia del Estado en poblaciones pequeñas y medianas, y el cierre era políticamente complicado para el Banco. La administración encontró una fórmula práctica para reducir el personal en estas sucursales, mediante su transformación en bibliotecas y centros culturales que requerían mucho menos personal que las sucursales bancarias, pero que eran atractivas para las ciudades. La solución disminuyó el personal administrativo del Banco; sin embargo, esto requirió un aumento de personal de la sección cultural, a partir de 1990. El Cuadro 3.4 también muestra que la nómina de la biblioteca pudo ser disminuida por una mayor eficiencia administrativa.

Esto conduce a discutir brevemente una función del Emisor que tampoco es típica de un banco central: la actividad cultural. Esta se inició por decisiones administrativas que tuvieron consecuencias inesperadas. Cuando la ley estableció el monopolio de la compra de oro en el Banco en los años treinta, algunas personas llevaron para vender algunas piezas precolombinas (Ruiz-Gutiérrez y Zúñiga-Salas 2012). La Junta consideró absurdo transformar esas piezas representativas de la cultura precolombina en barras de oro como reservas internacionales, y comenzó una pequeña colección que se mostraba en la sala de juntas.

<sup>15</sup> En algunos como la Reserva Federal, Banco de Inglaterra y Banco de Chile ha aumentado la planta desde comienzos del siglo XXI, mientras que, en otros como Banco Central de Brasil, Banco de la Reserva del Perú ha permanecido igual entre 2000 y la actualidad (Central Banking Directory, 2022).

Esta fue creciendo en tamaño y prestigio, y el Banco resolvió crear en 1959, en el nuevo edificio de la avenida Jiménez con carrera séptima, un salón de seguridad para mostrarla al público.

Desde 1954, cuando el Museo del Oro llevó una colección de orfebrería al Museo Metropolitano de Nueva York, las piezas han participado en más de 163 exposiciones en 117 ciudades de 48 países. Hoy, el Museo es el principal destino turístico del país, y una vez iniciada la colección, este siguió creciendo con apoyo del público y del Gobierno como símbolo de la nacionalidad (Banco de la República, 1998). A los 75 años de fundado, la colección de orfebrería contaba con 33.600 objetos precolombinos de metal y una colección de cerámica precolombina, y el Banco apoyaba una fundación para estudios arqueológicos.

La otra área cultural también surgió de manera inesperada. Para apoyar los estudios de política económica de los funcionarios, el Banco comenzó una biblioteca especializada en su sede. Cuando se le dio acceso al público a las fuentes de información de que disponían los técnicos del Emisor, hubo gran demanda de acceso a la colección bibliográfica. En 1944 se creó una pequeña sala de lectura, y en 1955 el gerente Luis Ángel Arango gestionó la construcción de una biblioteca pública para el uso por parte de la ciudadanía. Posteriormente, por solicitud de las regiones, se crearon bibliotecas públicas adscritas a varias sucursales del Banco. En los años 1990, la Biblioteca Luis Ángel Arango tenía un número de visitantes similar al del Centro Pompidou en París.

La tercera línea de acción del programa cultural surgió de la sala de exposiciones de la biblioteca. Una vez terminado el edificio en el barrio La Candelaria, se inició un programa de exposiciones de arte y la biblioteca adquirió algunas obras para las exposiciones. Inicialmente, estas decoraban oficinas del Banco, y sumadas a algunas donaciones, en la década del noventa se decidió mostrar la colección al público en el edificio colonial de la antigua Casa de Moneda y unas construcciones remodeladas en sus terrenos.

Cuando se reunió la Asamblea Constituyente que reformó la política monetaria y el Banco en 1991, limitando la acción del Emisor a las funciones indispensables de un banco central, un grupo de delegados, liderados por la poetisa María Mercedes Carranza, específicamente pidió que la entidad continuara promoviendo la actividad cultural y se llegó a un acuerdo en ese sentido que quedó consignado en los anales de la Asamblea.

El Cuadro 3.4 muestra que la labor cultural del Banco siguió requiriendo una nómina de 130 empleados en 2010. En el *Informe al Congreso* de marzo de 2012,

el Banco informó en su estado de resultados que el gasto cultural en 2010 había sido de COP 8.900 millones con relación a COP 213.600 millones de gastos en personal, o sea el 4%. En el *Informe al Congreso* correspondiente a julio de 2022 se reporta que los gastos en inversión para actividad cultural fueron de 356 miles de millones de pesos, equivalentes al 0,1% del total de los activos del Banco (Banco de la República, 2022, p. 63).

La actividad cultural del Banco se ha ido transformando con el avance tecnológico. Hoy se llega a un público de unos diez millones, un 60% por la vía digital. Este proceso se acentuó durante la pandemia, cuando la actividad cultural se siguió prestando, pero virtualmente, y las personas pudieron aprovechar los servicios del Banco a pesar de las cuarentenas. Gracias al desarrollo tecnológico se ha integrado una red de bibliotecas y, en general, de los servicios culturales entre las distintas regiones de Colombia.

### **3.10 LA BANCA CENTRAL DEL FUTURO: ¿HACIA DÓNDE VA EL BANCO DE LA REPÚBLICA?**

El desarrollo tecnológico, la sostenibilidad ambiental y la inclusión son temas que se han ido adicionando a los objetivos de los bancos centrales y que tendrán un papel muy importante en el futuro de estas instituciones. Uno de los retos más importantes es la incorporación de los desarrollos tecnológicos para el cumplimiento de las funciones tradicionales de los bancos centrales.

Hemos visto, por ejemplo, en los últimos años el desarrollo de nuevos activos financieros y medios de pago digitales. Algo que ha quedado claro es que las llamadas criptomonedas, como se conocen hasta ahora, no pueden ser la base del sistema monetario del futuro porque tienen muchos problemas relacionados con su verificabilidad, seguridad y estabilidad. Entre otras cosas, les hace falta un ancla nominal, tienen límites en su escalabilidad, están muy fragmentadas y los intermediarios no están correctamente regulados. Lo anterior implica grandes riesgos financieros.

Sin embargo, hacia el futuro los bancos centrales pueden cumplir un papel en desarrollar un sistema monetario más conveniente, más íntegro y con menos costos de transacción. Usar, por ejemplo, técnicas criptográficas para mantener la seguridad y privacidad de los agentes que participan en las operaciones. Otra ventaja de las nuevas tecnologías en desarrollo son los contratos inteligentes, los

cuales permiten que se realicen operaciones programadas de manera automática, una vez se cumplen una serie de condiciones (con el nivel de complejidad deseado).

Algunos incluso han propuesto como una alternativa al *blockchain* tradicional (*permissionless*) la tecnología de libro de registro distribuido de acceso autorizado (*permissioned distributed ledgers*); sin necesidad de que haya un administrador central, sino múltiples verificadores o “notarios” que comprueban las transacciones y tienen acceso al histórico de las operaciones.

Los bancos centrales podrían ser el epicentro del nuevo sistema como intermediarios de las operaciones finales, por medio de su hoja de balance, y apoyar en el desarrollo de infraestructura para el correcto funcionamiento del sistema y que se dé el nivel de liquidez adecuado.

Por su parte, los sistemas de pago inmediatos (FPS, por su sigla en inglés) minoristas permiten el procesamiento de transacciones basadas en cuentas de menor valor, de modo que los fondos estén disponibles de inmediato para el beneficiario. Estos sistemas pueden tener un impacto significativo en el panorama de los pagos nacionales, pero también, ser relevantes para los pagos transfronterizos. El Banco de la República ya se encuentra trabajando en estos frentes y muy seguramente ello implicará nuevos cambios en su estructura como organización.

En cuanto al cambio climático, desde 2019 el Banco de la República ha dedicado recursos para la investigación de sus impactos en la economía colombiana y muy especialmente en la inflación. Asimismo el Banco tiene una agenda para mejorar sus procesos de tal manera que no tenga impacto ambiental. Esto se viene haciendo desde hace más de treinta años, pero ahora el propósito es disminuir su huella de carbono y compensar su impacto con proyectos como la siembra de árboles.

Por último, pero no menos importante, el Banco ha venido adoptando políticas explícitas de inclusión no solo con sus públicos sino en el interior de la organización. Hoy el Emisor tiene la certificación oro de Equipares que significa que está comprometido con la disminución de las brechas de género. También tiene una serie de políticas de inclusión que aseguran la disminución de las brechas con otras minorías. Todas estas nuevas acciones y metas requieren de un banco central más moderno, eficiente, más tecnológico y más comprometido con valores de la sociedad.

### 3.11 REFERENCIAS

- Alvear-Ramírez, O. (1984). *Instrumentos de dirección monetaria en Colombia*, octava edición, Bogotá: Tercer Mundo.
- Arenas-Bonilla, Roberto; Shaw, Edward; Solís M., Leopoldo (1971). “Simposio sobre el Mercado de Capitales en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, vol. 44, núm. 521, Bogotá: Banco de la República, pp. 338-357, marzo, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/18384>
- Banco de la República (1951). *Bases de un programa de fomento para Colombia: informe de una misión dirigida por Lauchlin Currie y auspiciada por el BIRF en colaboración con el Gobierno de Colombia*. Bogotá: Talleres Editoriales de Librería Voluntad.
- Banco de la República (1998). *Colecciones*, Bogotá: Litografía Arco.
- Banco de la República (2022). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*.
- Bruno, Michael; Easterly, William (1998). “Inflation crises and long-run growth”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 41, núm. 1, Ámsterdam: Elsevier, pp. 3-26, febrero, [en línea], disponible en: [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(97\)00063-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(97)00063-9)
- Caballero-Argáez, C.; Urrutia, Miguel (2006). *Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX: ensayos sobre su desarrollo y sus crisis*, Bogotá: Grupo Editorial Norma.
- Castro, Fredy; Monroy, Ingrid (2011). “Demanda laboral en la banca central: análisis de tendencias 2000-2009” [en línea], Borradores de Economía, núm. 662, Banco de la República, disponible en: <https://doi.org/10.32468/BE.662>
- Congreso de la República (1923). Ley 25 de 1923, [en línea], disponible en: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=79933>
- Currie, Lauchlin (1951). *Bases de un programa de fomento para Colombia: informe de una misión dirigida por Lauchlin Currie y auspiciada por el BIRF en colaboración con el Gobierno de Colombia*, Bogotá: Talleres Editoriales de Librería Voluntad.
- Fischer, Stanley (1983). “Inflation and growth”, NBER Working Paper, núm. 1235, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Galán, Jorge; Sarmiento, Miguel (2006). “Staff, functions, and staff costs at central banks: An international comparison with a labor-demand model”, Borradores de Economía, núm. 419, Bogotá: Banco de la República.
- Gaviria-Cadavid, Fernando (1978). “El mercado extrabancario y las tasas de interés en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, vol. 51, núm. 608, Bogotá: Banco

- de la República, pp. 776-806, junio, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/16002>
- Gómez-Restrepo, Hernando José (1990). “Antecedentes y evolución del crédito de fomento en Colombia y su relación con el Banco Central”, en A. Meisel-Roca (ed.), *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, pp. 668-700.
- Greco (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano) (1999). “El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997” [en línea], Borradores de Economía, núm. 95, Banco de la República, disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5114>
- Greco (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano) (2002). “El crecimiento económico colombiano en el siglo XX: aspectos globales”, Borradores de Economía, núm. 134, Banco de la República.
- Gurley, John; Shaw, E. S. (1955). “Financial aspects of economic development”, *The American Economic Review*, vol. 45, núm. 4, Pittsburgh: American Economic Association, pp. 515-538, septiembre, [en línea], disponible en: <http://www.jstor.org/stable/1811632>
- Hernández-Gamarra, Antonio (2001). *La moneda en Colombia*, primera edición, Bogotá: Villegas Editores.
- Ibáñez-Najar, J. E. (1990). “Antecedentes legales de la creación del Banco de la República”, en A. Meisel-Roca (ed.), *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, pp. 194-237.
- Krampf, Arie (2013). “The life cycles of competing policy norms. Localizing European and developmental central banking ideas” [en línea], KFG Working Paper Series, núm. 49, [en línea], disponible en: [http://userpage.fu-berlin.de/kfgeu/kfgwp/wpseries/WorkingPaperKFG\\_49.pdf](http://userpage.fu-berlin.de/kfgeu/kfgwp/wpseries/WorkingPaperKFG_49.pdf)
- López-Mejía, Alejandro (1990). “El Banco de la República y la política económica entre 1935 y 1945”, en A. Meisel-Roca (ed.), *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, pp. 364-431.
- McKinnon, Ronald (1973). *Money and capital in economic development*, Washington D. C.: The Brookings Institution.
- Meisel-Roca, Adolfo (1990). “El Banco de la República, 1946, 1954 y la reforma de 1951”, en A. Meisel-Roca (ed.), *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, pp. 432-481.
- Martínez, I.; Ruiz, J. (1993). “Reseña histórica de algunos sucesos administrativos ocurridos en los orígenes del Banco de la República 1923-1940”, documento Banco de la República, Departamento de Planeación y Presupuesto.

- Presidencia de la República (1951). Decreto 143 de 1951, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1842772>
- Presidencia de la República (1951). Decreto 637 de 1951, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1136297>
- Presidencia de la República (1951). Decreto 756 de 1951, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1825825>
- Restrepo-Salazar, Juan Camilo (1978). “Reflexiones en torno a algunos indicadores bancarios”, *Revista del Banco de la República*, vol. 51, núm. 605, Bogotá: Banco de la República, pp. 302-309, marzo, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/16106>
- Revista del Banco de la República* (1931a). Bogotá: Banco de la República, “Nota editorial”, vol. 4, núm. 39, enero, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/20668/pdf>
- Revista del Banco de la República* (1931b). Bogotá: Banco de la República, vol. 4, núm. 47, septiembre, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/issue/view/1475>
- Revista del Banco de la República* (1931c). Bogotá: Banco de la República, vol. 4, núm. 48, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/issue/view/1474>
- Robinson, James; Urrutia, Miguel (2007). *Economía colombiana del siglo XX, un análisis cuantitativo*, primera edición, Bogotá: Banco de la República.
- Ruiz-Gutiérrez, J.; Zúñiga-Salas, V. (2012). “The Bank of the Republic and cultural management: A process of organizational learning”, *International Journal of Arts Management*, vol. 14, núm. 3, Montreal: HEC Chair of Arts Management, pp. 57-66.
- Samuelson, Paul (1955). *Economics: An introductory analysis*, tercera edición, Nueva York: McGraw-Hill Publishing.
- Shaw, Edward (1971). “La moda en la economía en el mercado de capitales”, en Banco de la República.
- Urrutia-Montoya, Miguel (2014). “Adaptación del Banco de la República a los cambios en la política monetaria, cambiaria y de crédito: 1923-2013”, Documentos CEDE, núm. 1148, Bogotá: Universidad de los Andes, Facultad de Economía, [en línea], disponible en: <https://repositorio.uniandes.edu.co/bitstream/handle/1992/8485/dcede2014-13.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Viloria de la Hoz, Joaquín Rafael (2005). “Historia del Banco de la República en Cartagena, 1923-2005: fomento productivo, proyectos culturales y estudios económicos”, *Cuadernos de Historia Económica y Empresarial*, núm. 14, Banco de la República.

## CAPÍTULO 4

# Cien años de inflación en Colombia: evolución y control

---

*Antonio Hernández Gamarra\**

### 4.1 INTRODUCCIÓN

Entendida como un alza persistente en el nivel general de precios, la inflación es un fenómeno económico de perturbadores efectos sobre la eficiente asignación de los recursos; la estabilidad del crecimiento económico; la distribución del ingreso y la riqueza; y, por todo eso sobre el bienestar, en especial el de la población más pobre<sup>1</sup>.

Pese a ello en Colombia, como en casi todos los países de Latinoamérica, durante los últimos cien años el fenómeno ha sido recurrente puesto que en nuestro país se ha presentado en noventauno de ellos mientras que, por el contrario, en los nueve restantes se produjeron disminuciones en el nivel general de precios. Seis de esos últimos hechos ocurrieron en el periodo 1929-1935, en el que solo en 1934 hubo inflación, y los otros tres corresponden a 1940, 1941 y 1951.

\* Excontralor General de la Nación y excodirector del Banco de la República. Durante su carrera se ha desempeñado como director de la Financiera Eléctrica Nacional, presidente de la Colgas y decano de la Facultad de Economía de la Universidad Externado.

<sup>1</sup> Miguel Urrutia (1998a), en la nota editorial de la *Revista del Banco de la República* de mayo de 1998 dio cuenta en detalle de los perturbadores efectos de la inflación.

Con esa visión panorámica como contexto, los propósitos de este trabajo son:

- Caracterizar la significación cuantitativa del fenómeno inflacionario durante los últimos cien años, en distintos periodos.
- Analizar las circunstancias macroeconómicas asociadas a esos hechos.
- Informar sobre el marco institucional existente en cada uno de esos periodos para el control de la inflación, incluida la concepción teórica predominante para ese propósito.
- Establecer el grado de compromiso que se derivó de esas concepciones para el control de la inflación y las consecuentes políticas seguidas por las autoridades.
- Dar cuenta de las visiones alternativas a las de las autoridades para el manejo de la política antiinflacionaria, y de las principales controversias a que ellas dieron lugar.

Se debe enfatizar, entonces, a manera de síntesis, que lo que aquí se hace es una descripción analítica de la evolución de la inflación y de sus causas en cada periodo, a partir de evidencias no solo sobre la medición misma del fenómeno sino de las circunstancias macroeconómicas en que este se inscribió en los distintos periodos seleccionados para el análisis.

Esta descripción analítica al final del trabajo se complementa con la exposición de los resultados de un ejercicio econométrico que tuvo como propósito establecer la relación que, a lo largo de los últimos cien años, han mantenido el índice que mide el nivel general de precios y otro que dimensiona el exceso de los medios de pago existente en la economía. Entendido este exceso como el crecimiento de los medios de pago por encima del crecimiento del producto interno bruto (PIB) en términos reales.

Este ejercicio econométrico permitió concluir, en concordancia con otras mediciones de similar naturaleza llevadas a cabo en diferentes periodos<sup>2</sup>, que, como era esperable, si bien la relación no ha sido uno a uno, existe evidencia de una fuerte transmisión del exceso en la cantidad de los medios de pago hacia la inflación en Colombia y de que, por lo menos hasta mediados de los años 1990,

<sup>2</sup> Entre otros, los de Gómez (1997), Julio (1998), Urrutia (1998b), y Misas, Posada y Vázquez (2002).

la política monetaria seguida en el país tuvo un sesgo inflacionario por diversos factores, que se analizan a lo largo del texto.

Por esta razón, el marco institucional para el manejo y control de la inflación que se analiza en este trabajo pone especial énfasis en la organización existente para el control monetario, las prioridades que a dicho control se dieron en diferentes periodos y las ideas predominantes para ese propósito.

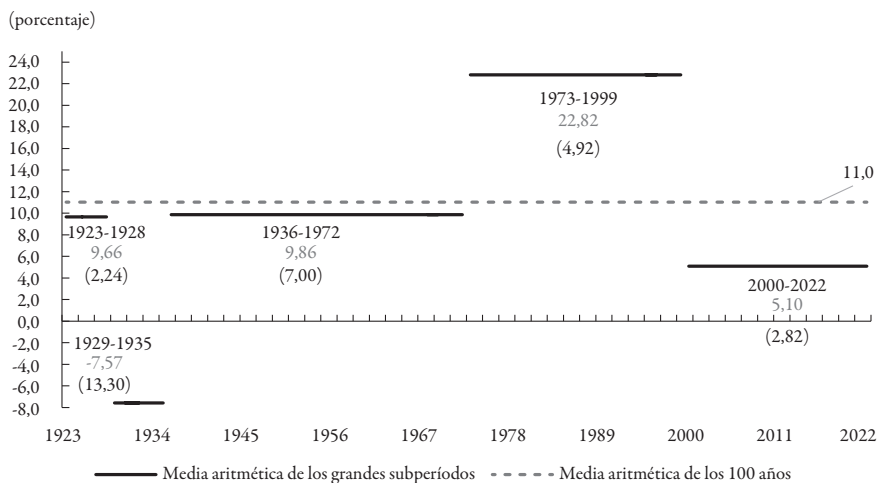
Para las finalidades enunciadas, además de esta introducción, el trabajo consta de una primera sección en la cual se exponen los elementos a tener en cuenta para la mejor medición del fenómeno inflacionario, y de sendos capítulos para analizar el fenómeno en los siguientes periodos:

1. 1923 a 1928, en que después de la relativa estabilidad de precios que siguió al desorden que existió, a ese respecto, durante la guerra de los Mil Días, fue de elevada inflación relativa y en él predominaron las ideas del profesor Edwin Kemmerer quien, en el primer semestre de 1923, lideró un proceso de hondo cambio institucional para el manejo de la política macroeconómica en Colombia.
2. 1929 a 1935, en el cual la economía colombiana presencié una notoria caída en el ritmo de la actividad económica y una disminución también en el nivel general de precios que persistió durante casi todo el primer quinquenio de los años 1930. Durante este lapso se empezaron a abandonar importantes principios de los instituidos en 1923.
3. 1936 a 1972, durante el cual la inflación anual promedio volvió al mismo nivel de los años veinte, siendo el fenómeno muy inestable, en medio de reformas que llevaron progresivamente al abandono total de las ideas de Kemmerer.
4. 1973 a 1999, que se puede caracterizar como la edad de la inflación, al ser esta, durante ese lapso, de un muy alto valor promedio anual y de baja variabilidad. En este periodo, hasta 1991, el hecho institucional predominante fue la orientación del crédito hacia determinados propósitos y sectores económicos.
5. 2000 a 2022, en el cual se produjo una caída en la inflación, y se ha presenciado su estabilidad, luego de entrar en vigencia plena la política antiinflacionaria guiada por el cambio institucional que supuso la Constitución Política de 1991.

Además del análisis de la inflación en dichos periodos, al final también se incluyen dos secciones en las cuales, respectivamente, se resume la construcción y resultados del modelo econométrico a que antes se hizo alusión y, a manera de síntesis y conclusiones, se presentan las grandes características de la evolución del proceso inflacionario colombiano y las razones que lo sustentaron.

La periodización adoptada para el trabajo se muestra en el Gráfico 4.1 que contiene la inflación anual promedio, medida por el índice de precios al consumidor (IPC), para el lapso 1923-2022, en cada uno de los periodos así singularizados, con su correspondiente desviación estándar entre paréntesis.

**GRÁFICO 4.1**  
**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC**  
**1923-2022**



Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.

Fuentes: Banco de la República (1923, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Para adoptar la periodización de la inflación, antes mencionada, el criterio predominante fue la atipicidad de los periodos 1923-1928 y 1929-1935, mientras que la categorema que primó para subdividir el lapso 1936-2022 fue el nivel promedio de la inflación anual, a partir de la profundización de ciertos cambios institucionales.

El periodo 1923-1928 fue el único en el que la política monetaria estuvo guiada a plenitud por las ideas instituidas por Kemmerer, en tanto que en el

periodo 1929-1935 se presentó, con excepción de 1934, una caída en el nivel general de precios.

Por lo que hace a la periodización en el lapso 1936-2022, al primar como criterio clasificatorio de los años que abarca cada periodo el promedio anual de la inflación, el lector debe advertir que, como en todo intento de fijación de límites, es casi inevitable que surjan dificultades, puesto que los últimos años de cada periodo tienen elementos del nuevo, al tiempo que este último hereda características del pasado que siguen existiendo durante algún tiempo.

Así ocurre particularmente entre los límites de los periodos 1936-1972 y 1973-1999, cuando en el lapso 1967-1970 se presentó una inflación notoriamente más baja que la del resto del periodo, en medio de un manejo monetario mucho más ordenado y el inicio de un régimen cambiario cuyas características fundamentales persistirían durante buena parte del periodo entrante.

Caso similar acontece entre los límites de los periodos 1973-1999 y 2000-2022, cuando el aumento de la inflación anual promedio del último quinquenio del primero de ellos fue mucho más bajo que el promedio de todo el periodo, y además en sus últimos años se configuraron parte importante de los elementos que permitieron consolidar el cambio institucional que se inició en 1991 y se fortaleció a comienzos del siglo XXI.

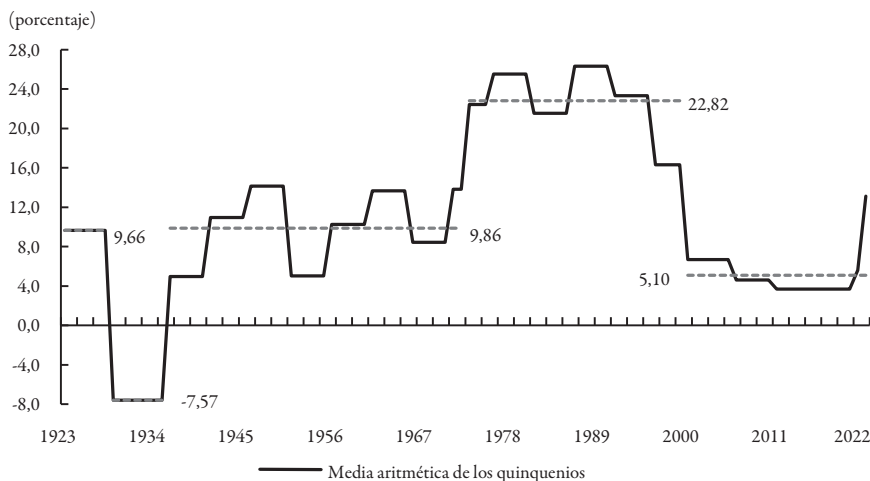
Esas atipicidades de la periodización adoptada en este trabajo, para mayor claridad, se profundizan en los correspondientes capítulos, subrayando en ellos los elementos propios de la transitoriedad entre los periodos.

Es de anotar que la inflación anual medida por el IPC también se calcula por promedios quinquenales, como se observa en el Gráfico 4.2, de tal suerte que durante ellos sea factible distinguir especificidades adicionales a las ya mencionadas, dentro de los cinco grandes periodos categorizados para el trabajo.

Para una mejor perspectiva de la evolución anual de la inflación durante los cien años, el Gráfico 4.3 muestra el valor de esa variable, medida tanto por el IPC como por el deflactor del PIB.

Además del cúmulo de información cuantitativa existente en el Banco, la referencia bibliográfica más citada para la elaboración de este trabajo es el libro *La Moneda y el Debate Monetario en Colombia* (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004), que contiene un texto de mi autoría y monografías y ensayos de algunos de los tratadistas que durante los últimos cien años fueron artífices del diseño de la política monetaria o de quienes fueron contradictores de ella, que incluyen trabajos de Edwin Kemmerer, Luis Ángel Arango, Alejandro López, Lauchlin

**GRÁFICO 4.2**  
**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN**  
**MEDIA ARITMÉTICA DE LOS QUINQUENIOS**  
**1923-2022**



Nota: cálculos quinquenales a partir de la media aritmética de la inflación del IPC. El dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.

Fuentes: Banco de la República (1923, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Currie, David Grove, Antonio García, Carlos Sanz de Santamaría, Hernando Gómez Otálora y Alfonso Palacio Rudas.

Dicha referencia se complementó principalmente con los libros *El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura*, publicado por el Banco en 1990; *Historia del Banco de la República: 1923-2015*, editado en 2017 por José Darío Uribe, y *Tres banqueros centrales*, editado, también en 2017, por Adolfo Meisel y María Teresa Ramírez.

Todos esos títulos, de múltiples autores, representan pluralidad de voces para estudiar la historia de la inflación en Colombia durante el último siglo. A lo cual se agrega la mención de puntos de vista de muchos otros tratadistas cuando se da cuenta de las controversias que, sobre el manejo de la inflación, se presentaron durante cada uno de los periodos analizados en este estudio. Sobre tales puntos de vista aquí no se hace juicio alguno, puesto que no se trata ni de validarlos ni de rebatirlos, sino de dejar constancia de que existieron en su momento.

Especial es mi gratitud para Leonardo Villar, por invitarme a realizar esta grata tarea y por sus observaciones y comentarios; a la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina, por su apoyo para la realización del trabajo; a José Darío Uribe, por sus acertados comentarios y sugerencias; a Pilar Esguerra, por su coordinación de los empeños que hicieron posible la publicación de este libro, y a Luis Eduardo Castellanos, por su eficiente colaboración para generar la información cuantitativa contenida en este trabajo y sus muchas observaciones a medida que avanzaba la elaboración del texto. Desde luego, ninguno de ellos es responsable del contenido del trabajo ni mucho menos de los juicios que en él se hacen.

## 4.2 LA MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN

Antes de abordar el análisis periódico así esbozado, resulta conveniente señalar los indicadores que se utilizarán para estudiar cuantitativamente la inflación y su variabilidad. Ello, porque, si bien no hay mayores controversias sobre la definición de la inflación como el alza persistente en el nivel general de precios, sí existen variadas formulaciones para medirla.

En efecto, es usual calcular distintos índices de precios para ese propósito, según el tipo de bienes y servicios que se seleccionen para ello. Por lo general, tales índices incluyen el que mide el cambio en los precios al consumidor (IPC) y el que muestra la variación del deflactor implícito del producto interno bruto (IDPIB).

El IPC mide la variación periódica de los precios de los bienes y servicios del consumo de los hogares, según una muestra representativa de este, que se construye a partir de encuestas sobre el presupuesto de ingresos y gastos de ellos. Encuestas que se llevan a cabo cada diez años (Departamento Administrativo Nacional de Estadística [DANE], 2022).

El IDPIB mide la variación de los precios de todos los bienes y servicios incluidos en la estimación del PIB nacional; por tanto, con este índice se subsana la falta de cobertura plena que tiene el IPC y por ende puede considerarse como más representativo de *la verdadera inflación*.

La mayor ventaja del IPC es la frecuencia con que se calcula<sup>3</sup> y, por tanto, la oportunidad para observar su variación y adoptar las medidas que se consideren

<sup>3</sup> En Colombia esa medición se hace mensualmente y el DANE publica los resultados al principio de cada mes para la variación del periodo inmediatamente anterior.

del caso. No obstante, por las limitaciones de cobertura de este índice, se sugiere usarlo con especial cuidado al calcular las variaciones a muy corto plazo, ya que no tiene en cuenta el efecto sustitución en el consumo que induce la variación de los precios, dado que las ponderaciones de los distintos bienes incluidos en él son fijas, hasta cuando se realiza una nueva encuesta sobre el presupuesto de ingresos y gastos de los hogares.

Por igual razón, el IPC no incorpora periódicamente nuevos bienes, así su consumo se haya vuelto relativamente masivo y sea significativo en el consumo de los hogares. A esta limitación se agrega que este índice tampoco incorpora los cambios que, a lo largo del tiempo, se presentan en la calidad de los bienes. Algunas de las cuales pueden hacerlos totalmente distintos de los incluidos inicialmente en el conjunto utilizado para calcular el índice.

En consecuencia, la medición de la inflación a través del IPC a muy corto plazo lleva a riesgos de sesgos y también al peligro de adoptar políticas erróneas, al juzgar como inflación lo que solo podrían ser cambios transitorios en los precios relativos; en especial, de aquellos bienes que tienen una elevada ponderación dentro del índice o cuyos precios periódicos fluctúan ampliamente, como es el caso de algunos alimentos<sup>4</sup>.

Para evitar los riesgos de esos sesgos, desde mediados de los años 1970, la literatura económica, en su afán por medir la verdadera inflación, introdujo la noción de *inflación básica*, o inflación asociada a factores de demanda. Para esto, se utiliza la información contenida en el IPC, eliminando de ella las fluctuaciones extremas de los precios, al alza y a la baja, mediante diferentes procedimientos estadísticos como las medias truncadas, promedios móviles, reponderaciones o la construcción de modelos económicos para calcular choques sobre la inflación subyacente (González-Molano *et al.*, 2020).

Como se verá cuando se estudie el último de los periodos en que se han dividido los últimos cien años de la historia inflacionaria de Colombia, en nuestro país las medidas de inflación básica, junto con la medición de las expectativas sobre la inflación, son los principales indicadores que ahora utiliza la Junta Directiva del Banco de la República al adoptar sus políticas antiinflacionarias. Sin embargo, ese arsenal informativo solo está disponible para un periodo

<sup>4</sup> En Colombia, durante años ese fue el caso en especial de la papa, cuya ponderación en el IPC era de varios puntos porcentuales y cuyas variaciones mensuales porcentuales de precios podían ascender a varias decenas, de tal suerte que por ese solo factor el cambio en el IPC podía ser de varias centenas de puntos básicos.

reciente y, por tanto, no es posible utilizarlo para gran parte de los cien años que cubre esta historia.

El IDPIB se calcula a partir de la relación entre el valor del PIB nominal, es decir a precios corrientes de cada año, y el PIB real, que muestra los cambios en las cantidades producidas en ellos. Eso hace que existan atrasos en su cálculo no solo de varios meses sino aun de años; por consiguiente, resulta de escasa utilidad en la lucha contra la inflación a corto plazo. Aparte de eso, para los años más recientes, su cálculo es provisional y, en consecuencia, tampoco estaría disponible plenamente para la totalidad del periodo en estudio.

Ante esas realidades para los fines de este capítulo, se opta por la medición de la inflación mediante el IPC, eso sí, con la anotación de que, para estudiar las tendencias de largo plazo, son iguales si se usara el IDPIB, por la estrecha relación que existe entre ellos, como se muestra a continuación y con detalle en el Anexo 4.2 al final de este texto. En dicho apéndice se describen las fuentes de las estadísticas utilizadas en este trabajo y los procedimientos de cálculo empleados para generar algunos de los indicadores.

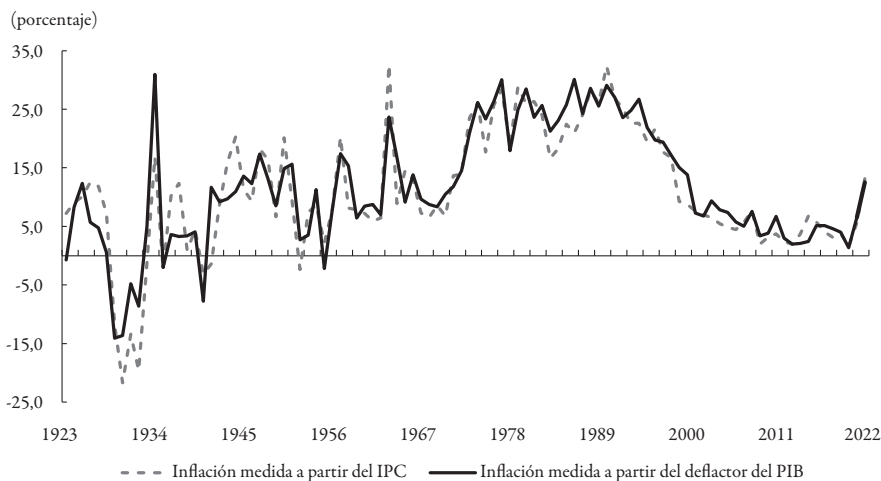
Para corroborar la estrecha relación a largo plazo entre el IPC y el deflactor del PIB en el periodo 1923-2022, el Gráfico 4.3 presenta la evolución de ambos indicadores. Allí se evidencia que las dos variables se han comportado de manera consistentemente parecida y han seguido la misma dirección a lo largo de un siglo, a pesar de la existencia de años específicos en que las dos variables se han alejado. Este hecho también lo confirma el coeficiente de correlación de Pearson entre las dos variables, el cual asciende a 0,91.

Similar relación también se observa entre la media de la inflación en los quinquenios cuando esta se mide por el IPC y por el IDPIB, como muestra el Gráfico 4.4, de cuyas cifras base se sigue que el coeficiente de correlación es de 0,96.

### **4.3 PERIODO 1923-1928**

En el lapso comprendido entre 1923 y 1928, la economía y la sociedad colombiana presenciaron cambios institucionales y organizacionales de muy hondo calado. Entre los primeros se destaca, en primer término, el interés del capital norteamericano en vincularse de manera estrecha, mediante créditos e inversión directa, a Colombia.

**GRÁFICO 4.3**  
**INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC Y POR EL DEFLACTOR DEL PIB**  
**1923-2022**



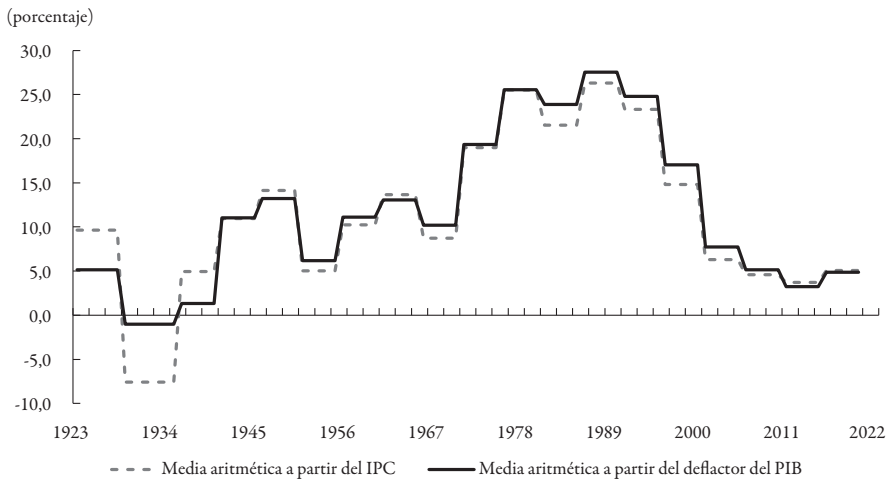
Nota: el valor de 2022 corresponde a el dato publicado por el DANE para septiembre de 2022.

Fuentes: Banco de la República (1923, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Este hecho fue notable no solo en el plano económico financiero, sino también en el geopolítico, porque esa manifestación ayudó a poner término al distanciamiento que existió entre los Gobiernos de Colombia y Estados Unidos desde 1903, con ocasión de la separación de Panamá como parte de nuestra República.

Interés que se suscitó no solo porque Nueva York empezaba entonces a desplazar a Londres como epicentro financiero del mundo, sino por el deseo de las empresas petroleras norteamericanas, a cuya cabeza se encontraba la Tropical Oil Company, de John Rockefeller, de iniciar la exploración y explotación del petróleo en Colombia, ante las eventuales dificultades que para esos fines se podrían presentar en México por los efectos de la revolución que, en años anteriores, había sucedido en ese país (Palacios, 2013). Dicho interés encontró terreno fértil cuando la Tropical Oil Company, conocida en Colombia como la Troco, obtuvo de Roberto de Mares el derecho de explotar los campos petroleros que, en las cercanías de Barrancabermeja, a él le había concedido el presidente Rafael Reyes desde 1906.

**GRÁFICO 4.4**  
**INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC Y POR EL DEFLACTOR DEL PIB**  
**1923-2022**



Nota: los valores de 2022 corresponden a proyecciones que van en línea con los cálculos de inflación anual publicados por el DANE a septiembre de 2022.

Fuentes: Banco de la República (1923, y Greco, 1999); cálculos del autor.

En lo institucional constituyó también una transformación notable la desaparición del temor que embargaba a la sociedad frente a la creación y puesta en funcionamiento de un banco central de emisión. Aprehensión que había persistido por más de treinta años, luego de la creación del Banco Nacional durante el gobierno del presidente Rafael Núñez y de las controversias políticas que se suscitaron por las violaciones de las normas bajo las cuales él operó, en especial a través del episodio conocido como *emisiones clandestinas* (Hernández-Gamarra, 2000), y del desorden monetario que se presentó durante la guerra de los Mil Días.

En lo conceptual, la expresión más notoria de dichos temores y dudas fue la falta de un consenso sobre la naturaleza y funciones que debía cumplir el Banco de Emisión y en la vida diaria la consecuente proliferación de disímiles especies monetarias en circulación.

Sobre la naturaleza del Banco de Emisión durante muchos años no existió acuerdo, como se pone de presente al saber que no hubo consenso acerca de si

el sistema de emisión monetaria debía estar constituido por una banca múltiple o, por el contrario, consistir en un banco único. Por ello, sobre lo primero, entre 1904 y 1919, en el Congreso de la República naufragaron catorce iniciativas, y sobre lo segundo entre 1909 y 1921, se presentaron dieciocho proyectos (Meisel-Roca, 2017).

En relación con el numerario en circulación, por esos mismos años, en el país existieron numerosas especies que servían como medios de pago, siendo ellas, entre otras: las monedas de plata y níquel, las monedas de oro, los billetes representativos de oro, las cédulas del Tesoro, los bonos emitidos por bancos privados y aun billetes emitidos por el Banco de Inglaterra que, siendo ministro del Tesoro Esteban Jaramillo durante la presidencia de Marco Fidel Suárez, fueron aceptados en las oficinas recaudadoras de impuestos para el pago de los tributos.

Dicho estado de cosas, junto a la falta de claridad normativa para el funcionamiento del sistema bancario, hacían en extremo precaria la institucionalidad para crear y controlar el dinero en circulación y para regular todo lo relativo al crédito.

En materia organizacional, los cambios más importantes fueron la fundación del Banco de la República, la modernización de los ministerios, la puesta en marcha de la Superintendencia Bancaria y la creación de la Contraloría General de la República.

#### **4.3.1 LA MISIÓN KEMMERER Y SUS PRIMEROS RESULTADOS**

Todos estos hechos sucedieron a mediados de 1923, con ocasión de la acogida que social y legalmente tuvieron las recomendaciones de una misión de expertos norteamericanos encabezada por Edwin Kemmerer, un experto en asuntos monetarios y bancarios que enseñaba en la Universidad de Princeton, y había sido asesor sobre esas materias en Filipinas (1903 y 1906), en Egipto (1906), en México (1917) y en Guatemala (1919). Dicha misión contó con el apoyo del capital norteamericano por su interés en vincularse al país, y también con el del Gobierno nacional, debido a su deseo de modernizar y clarificar la regulación para el manejo macroeconómico.

Esta misión estuvo integrada, además de Kemmerer, por Howard M. Jefferson, experto en bancos y su organización; Frederick Rogers Fairchild, experto en temas rentísticos; Thomas Russell, experto en contabilidad y organización financiera; y,

Frederick Luquiens, profesor de español en la universidad de Yale, quien actuó como secretario y traductor de la misión.

Como contraparte nacional actuaron Esteban Jaramillo y Vicente Villa, un empresario colombiano radicado en Estados Unidos, quien era amigo personal de Pedro Nel Ospina, quien a la sazón se desempeñaba como presidente de la República.

Los expertos norteamericanos llegaron a Bogotá en marzo de 1923, y como parte de la metodología de trabajo, a fin de compenetrarse con la legislación existente y entender la receptividad o resistencia que sus propuestas pudieran tener, realizaron reuniones y entrevistas con políticos, banqueros, industriales, hombres de negocios y funcionarios. Para estrechar sus lazos con la élite, los integrantes de la Misión se dedicaron, además, a una amplia gama de actividades recreativas que incluían, entre otras, la práctica de actividades deportivas como el tenis y el golf y la asistencia a toda suerte de eventos sociales.

En solo dos meses, la Misión preparó, con sus respectivas exposiciones de motivos, cinco proyectos de ley que incluyeron:

- La creación del Banco de la República como banco central de emisión y redescuento.
- La ley general para establecer una nueva normatividad sobre los establecimientos bancarios y la creación de la Superintendencia Bancaria.
- La ley sobre formación y manejo del presupuesto nacional.
- La creación del Departamento de Contraloría.
- La norma relativa al impuesto de timbre y papel sellado.

Para que estudiara esas iniciativas, el Poder Ejecutivo convocó al Congreso a sesiones extraordinarias a partir del 28 de mayo, fecha después de la cual Kemmerer y sus colaboradores prepararon otras cinco iniciativas legislativas, así:

- Un proyecto de ley que introducía modificaciones al número y la nomenclatura de los ministerios, y que, entre otras cosas, preveía la sustitución del Ministerio del Tesoro por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Otro que introducía cambios en la organización para la recolección y administración de los ingresos del Estado.

- Y sendos estatutos sobre los instrumentos negociables, el impuesto de renta y uno que imponía un tributo al transporte de pasajeros.

En solo cincuenta días, entre finales de mayo y el 19 de julio, periodo en que el Congreso estuvo reunido en sesiones extraordinarias, el órgano legislativo acogió casi la totalidad de las iniciativas propuestas por Kemmerer y sus asesores, pues solo fueron negados los proyectos relativos a los impuestos sobre transporte de pasajeros y a la renta.

#### **4.3.2 VISIÓN MACROECONÓMICA DE KEMMERER**

El pensamiento de Kemmerer abarcaba un conjunto de ideas sobre la política macroeconómica en sus aspectos monetarios, cambiarios, fiscales en general, y presupuestales en particular, los cuales se complementaban con la prédica de un cuidadoso manejo de los bienes del Estado y, por ende, sobre la necesaria supervisión que para ello se requería.

A la caótica situación existente sobre la emisión monetaria y el sistema crediticio se buscó poner término al establecer el monopolio del Banco de la República para la emisión del dinero, y la creación de una nueva normatividad sobre los establecimientos bancarios que quedó contenida en la Ley 45 de 1923. Esta, luego de definir a un establecimiento bancario como “todo individuo, corporación, sociedad o establecimiento que hace habitualmente el negocio de recibir fondos en depósito general, o de hacer anticipos en forma de préstamos, o de efectuar descuentos, o cualesquiera de estas operaciones” (art. 1), reguló lo relativo a las distintas clases de bancos, las secciones que podían constituirlos, los depósitos que podían recibir, el capital mínimo requerido para su creación, el encaje que debían mantener en relación con sus depósitos, las calidades de los socios fundadores y las limitaciones y restricciones en sus operaciones.

Instituido el Banco de la República como el banco de emisión, depósito y descuento, y responsable de la estabilidad cambiaria, la doctrina de Kemmerer predicó que debía operar bajo un sistema de patrón oro, o sea, se instituyó la convertibilidad de los billetes por oro.

Función cuyo cabal cumplimiento supuso la unificación del numerario en circulación como primera tarea del Banco de la República, pues ello era indispensable para poder ejercer el monopolio de la emisión. Tarea que se empezó a cumplir luego de conjurar el amago de pánico financiero que se inició el 15 de julio de 1923,

cuando circularon rumores sobre las dificultades financieras que afrontaba la casa Pedro A. López, que llevó a una crisis de liquidez al Banco López, e hizo que el Banco de la República iniciara funciones antes de lo inicialmente previsto.

La unificación del numerario se cumplió en un corto periodo, pues ya para 1928 prácticamente solo circulaban como medio de pago los billetes del Banco de la República y la moneda de Tesorería, como se muestra en el Cuadro 4.1.

#### CUADRO 4.1

##### ESPECIES MONETARIAS EN CIRCULACIÓN EN JUNIO DE CADA AÑO MILES DE PESOS

CONCEPTO	1923	1924	1925	1926	1927	1928
Billetes nacionales	10.360	10.360	10.360	9.985	9.215	8.730
Monedas de plata	9.779	9.780	9.778	9.778	9.778	9.778
Monedas de cobre y níquel	2.000	2.000	2.006	2.000	2.000	2.000
Cédulas de tesorería	3.214	999	242	86	43	32
Bonos del tesoro	5.090	4.254	1.646	581	238	123
Bonos bancarios	637	162	38	28	16	12
Cédulas bancarias	4.096	3.163	1.938	906	285	52
Billetes del Banco de la República	-	10.179	23.195	36.923	42.272	50.977
<b>Total</b>	<b>35.176</b>	<b>40.897</b>	<b>49.203</b>	<b>60.287</b>	<b>63.847</b>	<b>71.767<sup>a/</sup></b>

<sup>a/</sup> El total incluye 63.000 pesos en billetes extranjeros.

Fuente: Hernández Gamarra (2004, p. 165); elaboración del autor.

Como puede observarse, para 1928 habían desaparecido como especies monetarias en circulación las Cédulas de Tesorería, los Bonos del Tesoro y los Bonos y Cédulas Bancarias. De esa manera, en ese último año cerca del 88 % del circulante estaba constituido por los billetes del Banco de la República, las monedas de plata y las de cobre y níquel.

Estas últimas fueron emitidas prácticamente durante todo el siglo XX por la Tesorería General de la República, y por ello eran conocidas en la jerga de

la emisión monetaria como monedas de tesorería. Solo a principios de los años noventa, mediante el artículo 36 de la Ley 31 de 1992, se llegó a un acuerdo para que esas monedas fueran emitidas también por el Banco de la República, que adquirió del Gobierno el privilegio de esa emisión pagándole con las acciones del Banco Central Hipotecario, de las cuales era propietario.

En cuanto a los billetes nacionales, su monto en circulación descendió semestre tras semestre desde junio de 1923, de acuerdo con lo estipulado por la Ley 25, ya que el Gobierno nacional destinó los dividendos recibidos del Banco de la República para retirarlos de la circulación. A partir de 1931, el Congreso de la República destinó a otros fines esos dividendos y el valor nominal de los billetes nacionales representativos de oro, puestos en circulación para retirar los emitidos durante la guerra de los Mil Días, solo en 1975 vino a ser totalmente amortizado por el Gobierno (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, p. 166).

En lo referente a la búsqueda de la estabilidad del tipo de cambio, se instituyó el manejo de un rango de variación de la tasa de cambio como se explica a continuación. Para la época, los bienes importados y los exportados se pagaban con letras de cambio o giros sobre el exterior. Una sobreoferta del valor de esas letras de cambio, en comparación con su demanda, tendía a bajar la tasa de cambio, para evitar lo cual el Banco de la República intervenía en el mercado comprando el exceso de oferta. Por el contrario, un exceso de demanda del valor de dichas letras provocaría una tendencia al alza de la tasa de cambio, que hacía que el Banco interviniera en el mercado cambiario vendiendo esas letras y aumentando así su oferta.

El precio de venta de esas letras se estableció en COP 1,0435 por dólar, que era equivalente a la paridad intrínseca de la moneda nacional con el dólar (1,0275) más el costo de las exportaciones del oro (1,6 centavos por dólar). De similar manera, el precio de compra se estableció en la paridad intrínseca, menos el costo de la importación del oro y, por tanto, equivalía a COP 1,0115 por dólar. Como puede deducirse, el rango de variación de la tasa de cambio equivalía a 3,2 centavos de pesos por dólar, o sea que era equivalente a dos veces el costo de la importación o de la exportación del oro.

De esa manera, la política cambiaria determinaba, de una parte, que la tasa de cambio nominal para todo propósito práctico pudiese considerarse como fija y, de otra, que ese tipo de cambio se mantuviera relativamente estable entre COP 1,0435 y COP 1,0115 por dólar. Política que, en cuanto al tipo de cambio nominal, se cumplió plenamente entre 1923 y 1928 como muestra el Cuadro 4.2.

Sin embargo, la tasa de cambio real disminuyó en vista del alza en el nivel general de precios que se presentó en el periodo, como se analiza más adelante.

**CUADRO 4.2**  
**TASA DE CAMBIO**  
**1923-1929**

AÑO	PESOS POR DÓLAR
1923	1,042
1924	1,007
1925	1,016
1926	1,017
1927	1,024
1928	1,022

Fuente: Hernández Gamarra (2004, p. 205); elaboración del autor.

Pasando ahora al análisis de la política monetaria, primero se definen los medios de pago ( $MI$ ) como la suma del efectivo ( $E$ ) más los depósitos en cuenta corriente ( $D$ ). O también como el producto de la base monetaria ( $B$ ) y un multiplicador de ella ( $m$ ).

Esto es:

$$MI = m \times B \quad (\text{ecuación 4.1})$$

Por el lado de su demanda, la base monetaria está constituida por el efectivo ( $E$ ) más las reservas bancarias ( $R$ ), o sea:

$$B = E + R \quad (\text{ecuación 4.2})$$

De lo cual se sigue que  $m$  depende inversamente de la preferencia por efectivo ( $e = E/D$ ) y del coeficiente de encaje bancario ( $r = R/D$ ).

Puesto que el multiplicador permanecería constante, el crecimiento de los medios de pago en circulación dependería únicamente del crecimiento de la emisión de la base monetaria. La constancia del multiplicador obedecía, de una parte, a que el coeficiente de encaje bancario no se concebía como un

instrumento de la política monetaria y por tanto permanecería fijo; y, de otra, a que se suponía que la variación de la preferencia por efectivo, vis a vis los depósitos bancarios, no se modificaría sensiblemente.

La base monetaria ( $B$ ) en teoría podría controlarse a través del redescuento del Banco de la República, que bajo ese esquema sería el instrumento predominante de la política monetaria según se estableció en la legislación.

Desde un punto de vista contable, la variación de la oferta de base monetaria se cuantifica por el cambio en el *stock* de reservas internacionales ( $\Delta RI$ ) más el del crédito interno concedido por el Banco de la República ( $\Delta CI$ ). Esto es:

$$\Delta B = \Delta RI + \Delta CI \quad (\text{ecuación 4.3})$$

Con fines analíticos, es conveniente clasificar la variación de las reservas internacionales entre las que son producto de diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios, o sea la balanza cambiaria ( $BC$ ), las que se originan en el incremento del endeudamiento externo del sector privado ( $\Delta EEP_r$ ) y las que son producto del incremento en el endeudamiento externo del sector público ( $\Delta EEP_u$ ). O sea:

$$\Delta RI = BC + \Delta EEP_r + \Delta EEP_u \quad (\text{ecuación 4.4})$$

A su vez, el crédito interno concedido por el Banco de la República se puede agrupar entre el otorgado al sector público y el destinado al sector privado, así:

$$\Delta CI = \Delta CISP_u + \Delta CISP_r \quad (\text{ecuación 4.5})$$

De lo cual se sigue que

$$\Delta B = (BC + \Delta EEP_r) + (\Delta EEP_u + \Delta CISP_u) + \Delta CISP_r \quad (\text{ecuación 4.6})$$

De esta manera, la variación en términos absolutos de la oferta de base monetaria se compone del efecto que sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos tienen las operaciones del sector privado por la vía de comercio, de la inversión

directa o del crédito<sup>5</sup> –que en este trabajo se denominará *balanza de pagos ajustada*–, y que cuantitativamente comprende todas las variaciones en la reservas internacionales excluidas de ellas el endeudamiento del sector público; de la parte del déficit fiscal que se financia con emisión monetaria<sup>6</sup> y, por ende, mide los efectos directos de la política fiscal sobre la expansión del dinero primario, en particular, y en general sobre la oferta monetaria; y el crédito interno neto del Banco de la República a los sectores no gubernamentales.

Estos tres componentes de la expansión de la base monetaria siguen la metodología propuesta por Barro (1973) y serán los utilizados para ese fin a lo largo del trabajo, ya que así se pone de presente, en todo momento, la estrecha relación entre las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, que es consustancial a los análisis que aquí se hacen, y gracias a los cuales fue posible construir una base de datos uniforme para todo el periodo 1923-2022, como se muestra en el Anexo 4.2.

Teniendo en cuenta las severas limitaciones que en 1923 se establecieron para que el Gobierno no abusara de la posibilidad de financiar el presupuesto nacional a través del Banco de la República, y que no se concebían créditos directos recurrentes de este al sector privado distinto de los bancos, los instrumentos de la política monetaria para expandir o contraer las reservas de los bancos eran el redescuento y las operaciones de mercado abierto.

Estas últimas quedaron establecidas como una posibilidad en la ley orgánica del Banco de la República, pero no tuvieron ninguna significación en el periodo ahora analizado, puesto que el instrumento preferido por la doctrina de Kemmerer para el manejo de la política monetaria era, como se anotó atrás, el uso de la tasa de redescuento.

Hecho que quedó registrado en la exposición de motivos al proyecto de ley orgánica para la creación del Banco de la República en los siguientes términos:

Las tasas de descuento serán sin duda el arma más poderosa que el Banco pueda tener, para proteger el mercado monetario del país, prevenir el éxodo considerable de oro, contener especulaciones peligrosas y conservar sus reservas metálicas en cantidad suficiente para inspirar confianza en su capacidad de conjurar las crisis posibles. Por esta razón, y en armonía con las *Leyes* que rigen los bancos centrales de emisión en otros países, la ley colombiana debe dar al Banco amplia libertad respecto a la fijación del tipo de

<sup>5</sup> Que es el primer paréntesis de la ecuación 4.6.

<sup>6</sup> Que es el segundo paréntesis de la ecuación 4.6.

descuento. El Banco tendrá una gran responsabilidad, y debe dársele, por consiguiente, todas las facultades necesarias para asumirla, facultades que serán en gran parte ejercidas por medio de la variación de los expresados tipos de descuento. (Kemmerer, citado por Hernández Gamarra *et al.*, 2004, p. 151)

Expuesta así la concepción de Kemmerer sobre el manejo cambiario y monetario, es preciso enfatizar en que esa visión se complementó con recomendaciones claras y precisas sobre el manejo de la política fiscal, de tal suerte que se preservara el equilibrio en las finanzas públicas, para lo cual se dictaron las leyes 34 de 1923 sobre la formación del presupuesto; la 36 del mismo año, sobre la recaudación y administración de las rentas nacionales, y la 42, que reorganizó la contabilidad nacional y creó el Departamento de Contraloría<sup>7</sup>.

En lo referente al manejo presupuestal, la concepción de Kemmerer era especialmente precisa, pues en la exposición de motivos del proyecto de ley sobre su formación se dijo:

el presupuesto de rentas y gastos es sin duda el documento público que reviste mayor importancia en la vida financiera de un país, a la vez que un indicio claro del desarrollo que en él han alcanzado las instituciones democráticas, ya que, por medio de la Ley de Hacienda, el pueblo, por conducto de sus representantes autorizados fija y circunscribe la órbita fiscal dentro de la cual debe moverse el gobierno y le señala el límite de sus funciones administrativas en un periodo determinado. De la manera como se forma, se expida, se ejecute y se fiscalice el presupuesto nacional depende el correcto y ordenado manejo de los negocios públicos, el exacto conocimiento de la capacidad fiscal del país, el equilibrio armónico de las entradas y los gastos, el desarrollo del crédito nacional, y aún la estabilidad de las instituciones políticas”. (Kemmerer, 1923, citado por Hernández *et al.*, 2004)

Estos principios se complementaron con las facultades de que fue investido el contralor general de la República, ya que él fue autorizado para llevar las cuentas de la nación, incluida la relacionada con la deuda pública; controlar el monto del endeudamiento gubernamental y la ejecución presupuestal; y presentar al presidente de la República un informe anual sobre la situación de las finanzas públicas durante el año anterior, el cual incluiría “los comentarios y recomendaciones que

<sup>7</sup> Para la época, un departamento administrativo era equivalente a un ministerio, según se constata en Naranjo (2007, p. 93).

el contralor juzgue conveniente hacer con respecto a las finanzas públicas” (Ley 42 de 1923, art. 69).

Todas estas previsiones procuraron la estabilidad fiscal y se solidificaron al prescribirse en la ley orgánica del Banco de la República, en general, precisas restricciones sobre la injerencia del Gobierno en el manejo del Banco y, en particular, sobre el endeudamiento del sector público para con este. Sobre este asunto se estableció que ese crédito no podría superar el 30 % del capital pagado y las reservas del Banco, y que, además, salvo disposición especial en contrario, todo crédito al sector público requeriría del voto favorable de siete miembros de la Junta Directiva del Banco, en la que el Gobierno solo tenía tres asientos de los diez que la conformaban. Esto, en la práctica, establecía un poder de veto al crédito al sector público por parte de la mayoría de la representación privada en ella.

Dichas restricciones estaban encaminadas a evitar la indebida injerencia del Gobierno en la administración del Banco y su excesivo endeudamiento con este, pues en el sentir de Kemmerer,

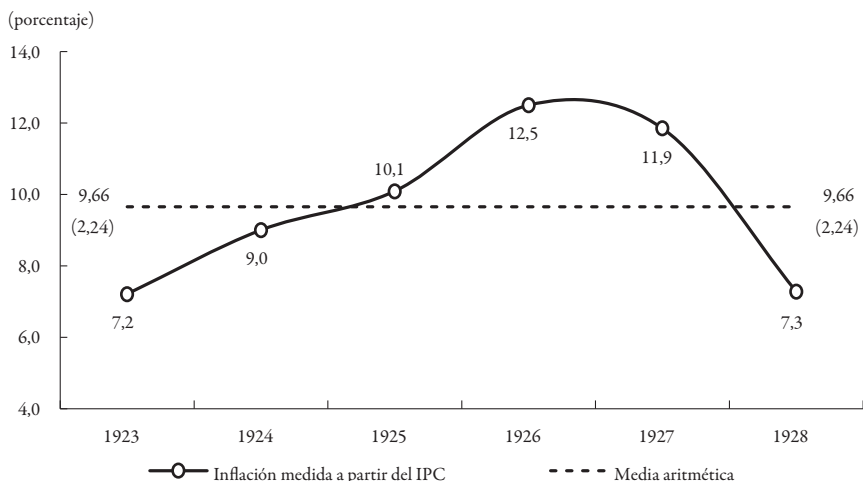
el temor más general y acentuado respecto al éxito del banco [sic] consiste en que *éste* puede quedar bajo la indebida influencia del Gobierno y ser llevado al fracaso por obra de la política, temor que parece justificado ampliamente por la historia bancaria de Colombia. (Kemmerer, 1923, citado por Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, p. 147)

### 4.3.3 LA INFLACIÓN Y EL ENTORNO MACROECONÓMICO

Es destacable que entre 1906 y 1922, en medio del desorden institucional existente, la tasa de inflación tuviese un promedio anual de 1,73 %<sup>8</sup> (Meisel-Roca, 2017). Por eso, provocó gran preocupación y generó un arduo debate que, durante el lapso transcurrido entre 1923 y 1928, de manera atípica para las circunstancias de la época, la tasa de inflación promedio anual ascendiera al 9,66 %, siendo creciente entre 1923 cuando alcanzó el valor mínimo del periodo (7,2 %), y 1926, cuando tuvo su valor máximo (12,5 %), el cual retrocedió levemente en 1927 y de manera pronunciada en 1928, como se observa en el Gráfico 4.5.

<sup>8</sup> Promedio en extremo variable, pues durante ese lapso hubo años de elevada inflación y también caídas pronunciadas en el nivel de precios en algunos de ellos.

**GRÁFICO 4.5**  
**INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC**  
**1923-1928**



Nota: entre paréntesis se presenta la desviación estándar de la inflación medida por el IPC durante el periodo estudiado.

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Elevación en el ritmo de la inflación que estuvo acompañada de un incremento promedio anual del PIB del 8,06 %, que fue el mayor del último siglo para un lapso de similar duración, dado que después de ello durante ninguno de los quinquenios estudiados en este trabajo el crecimiento económico promedio anual superó el 6 %.

Este elevado crecimiento económico, por el lado de la demanda final, tuvo una expansión del 11,69 % entre 1926 y 1927<sup>9</sup>, cuyos factores especialmente dinámicos fueron el aumento de las exportaciones y del gasto del Gobierno.

En cuanto a las exportaciones, el Cuadro 4.3 muestra su evolución al igual que el de las importaciones y el resultado de la balanza cambiaria.

De estas cifras es posible deducir que el crecimiento acumulado promedio anual de las exportaciones fue, en términos nominales, superior al 18 % anual, cuando, como se ha señalado, la inflación fue del 9,66 %. Expansión notable en términos

<sup>9</sup> Según las cifras de la estructura del PIB (Greco, 1999).

reales que se acentuó entre 1926 y 1928, periodo en el que alcanzó el 17,28 % nominal anual, según también se evidencia en las cifras de la estructura del PIB<sup>10</sup>.

**CUADRO 4.3**  
**EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y BALANZA CAMBIARIA**  
**(MILLONES DE PESOS CORRIENTES)**  
**1923-1928**

AÑO	EXPORTACIONES (X)	IMPORTACIONES (M)	BALANZA CAMBIARIA (X-M)
1923	60,25	67,21	-6,96
1924	86,17	62,25	23,91
1925	84,82	97,2	-12,38
1926	111,72	123,97	-12,26
1927	109	139,17	-30,17
1928	133,61	162,38	-28,78

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

La expansión de las exportaciones se debió, en especial, al crecimiento y la exportación de la producción de café, cuya significación pasó del 54 % en el total de ellas en 1915-1919, a más del 70 % en la década de 1920, según las cifras del Cuadro 4.4.

**CUADRO 4.4**  
**COMPOSICIÓN PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS**  
**1915-1929**

PERÍODO	CAFÉ	BANANO	PETRÓLEO	OTROS	TOTAL
1915-1919	54	6	-	40	100
1920-1924	74	6	-	20	100
1925-1929	69	6	17	8	100

Fuente: McGreevey (1975, p 211); elaboración del autor.

El valor de este crecimiento se incrementó no solo como consecuencia del aumento de las cantidades exportadas, las cuales crecieron 53 % entre 1922

<sup>10</sup> Desafortunadamente no existe información separada para las exportaciones en 1923 y 1924.

y 1928, sino también por el alza de los precios que pasaron de 15,4 centavos por libra en 1922 a 26,3 para la misma unidad en 1928, y provocaron notables mejoras en los términos de intercambio (Bejarano, 1972).

La significación del café en las exportaciones colombianas persistiría hasta casi finales del siglo XX; por tanto, ese cultivo sería determinante no solo para la generación de divisas, sino para el desempeño macroeconómico por la importancia que el café adquirió también sobre el empleo y el manejo de la política monetaria, en especial cuando sus precios fluctuaron acentuadamente en los mercados internacionales.

En cuanto al gasto del Gobierno, entre 1923 y 1928 este se expandió a un ritmo del 30,14 % anual, con un mínimo del 23,08 % en 1925 y un máximo de 36,37 % en 1928. Gasto que, en gran parte, se destinó al financiamiento de las obras públicas y, en especial, a la red ferroviaria que pasó de 1.481 kilómetros en 1922 a 2.434 en 1929, pero que también incluyó, según la memoria del ministro de Obras Públicas de la época, la apertura de Bocas de Ceniza y la canalización del río Magdalena, la construcción de la carretera a Cambao, y otras en Nariño, la costa Caribe, Antioquia, Tolima y Cauca, al igual que la construcción del Capitolio Nacional, el Palacio de Justicia y estaciones de ferrocarril en Chiquinquirá, el Salto del Tequendama y en Buenaventura, y de palacios nacionales en Medellín, Manizales y Cali (Alarcón-Nuñez, 2022, p. 69).

En gran medida, este aumento en el gasto público se financió con impuestos, en especial el de aduanas, debido al incremento de las importaciones, pero que también se tradujo en un déficit fiscal que Meisel-Roca (1990) estimó, respectivamente, en 3,05 % y 4,54 % del PIB en 1927 y 1928.

Poca duda puede haber en que esa expansión de los más significativos componentes de la demanda final, al igual que la del consumo privado, repercutió en el alza en el nivel de precios. En el caso de las exportaciones, ello no se manifestó adicionalmente en la expansión de los medios de pago, pues, como se deduce en las cifras del Cuadro 4.3, esta fue más que compensada por alzas en las importaciones, de tal suerte que el efecto de la balanza cambiaria fue contraccionista.

Ese, sin embargo, no fue el caso del gasto gubernamental, porque el significativo déficit fiscal se sufragó con endeudamiento externo ante la baja financiación que de aquel se cubría con recursos del sector privado, y por las ya anotadas restricciones que la Ley Orgánica del Banco de la República consagró para que esta entidad financiara el gasto público.

La evolución del endeudamiento externo se muestra en el Cuadro 4.5, en el cual se anota también el del sector bancario.

**CUADRO 4.5**  
**DEUDA EXTERNA A LARGO PLAZO (MILES DE DÓLARES)**  
**1923-1928**

AÑO	NACIÓN	DEPARTAMENTOS	MUNICIPIOS	SUB-TOTAL SECTOR PÚBLICO	BANCARIA	TOTAL
1923	21.085	-	3.000	24.085	-	24.085
1924	18.530	-	8.970	27.500	-	27.500
1925	17.223	2.963	9.725	29.911	-	29.911
1926	14.501	27.132	12.939	54.572	8.922	63.494
1927	37.252	40.938	17.303	95.493	31.449	126.942
1928	71.125	63.497	24.008	158.630	44.484	203.114

Fuente: Meisel-Roca (1990b, p. 287); elaboración del autor.

Este endeudamiento fue la principal fuente de expansión de la base monetaria en 1926 y 1927, en conjunto con los USD 25 millones recibidos del Gobierno de Estados Unidos como indemnización por la separación de Panamá, que llegaron en alícuotas de USD 5 millones anuales entre 1923 y 1927<sup>11</sup>.

Los flujos de recursos externos, junto con el aumento de las exportaciones atrás señalado, significaron una notoria mejora en la capacidad para importar, cuya restricción había sido serio limitante para el crecimiento económico y que, como se muestra en el Cuadro 4.6, se reflejó en un fuerte aumento en las reservas internacionales.

**CUADRO 4.6**  
**SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES (MILLONES DE DÓLARES)**  
**1923-1928**

AÑO	RESERVAS INTERNACIONALES	CRECIMIENTO (PORCENTAJE)
1923	7,0	
1924	23,0	228,6
1925	36,0	56,5
1926	43,0	19,4
1927	44,0	2,3
1928	65,0	47,7

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

<sup>11</sup> Así lo señalan la mayoría de los tratadistas, aun cuando Bejarano (1972, p. 3) informa que en 1923 se recibieron USD 10 millones y el resto en montos de USD 5 millones cada uno entre 1924 y 1926.

#### 4.3.4 EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO Y LA INFLACIÓN

En el periodo 1923-1928, el crecimiento de los medios de pago fluctuó extremadamente, ya que fue superior al 22 % en 1924-1926, se redujo al 5,1 % en 1927 y volvió a ascender hasta el 17 % en 1928, como muestra el Cuadro 4.7.

**CUADRO 4.7**  
**DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO ANUAL DE LOS MEDIOS DE PAGO**  
**1923-1928**

AÑO	CRECIMIENTO DE M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DEL MULTIPLICADOR (PORCENTAJE)	PREFERENCIA POR EFECTIVO $E = E/D$	COEFICIENTE DE RESERVAS BANCARIAS $R = R/D$
1923	-	-	-	2,13	1,34
1924	27,9	3,4	23,7	2,16	0,64
1925	27,3	12,5	13,1	2,02	0,35
1926	22,7	20,4	2	1,69	0,38
1927	5,1	6,8	-1,6	1,83	0,38
1928	17	16,4	0,5	1,81	0,37

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

En 1924, el crecimiento de los medios de pago fue producto en gran medida del multiplicador que en ese año dio cuenta de un 85 % de su expansión; que en 1925 se explicó por partes iguales por el aumento de la base y el multiplicador; y que, entre 1926 y 1928, se debió casi que exclusivamente al aumento de la base monetaria pues el multiplicador permaneció prácticamente constante.

En el caso del multiplicador, sus variaciones se debieron, en lo fundamental, a la caída en el coeficiente de reservas bancarias, ya que el coeficiente por efectivo luego de la caída que tuvo entre 1923 y 1926 permaneció constante entre 1927 y 1928.

Por lo que hace a la base monetaria, sus variaciones obedecieron al endeudamiento externo, principalmente gubernamental, antes anotado.

Comentario especial sobre los cambios en esas variables merece la caída en el coeficiente de reservas bancarias, para enfatizar que ella no fue producto de una decisión deliberada de la política monetaria, sino resultado de la mayor actividad crediticia de los bancos que, al iniciar sus actividades bajo la nueva normatividad en 1923, tenían reservas bancarias superiores a sus depósitos; es decir, cumplían poco su función crediticia.

Como resultado de la expansión del crédito bancario, “que a fines de 1923 ascendía a solo 30,5 millones de pesos [y] en 1928 alcanzó un pico de 95,4 millones con una tasa de crecimiento promedio anual, en esos cinco años, equivalente al 21 %” (Hernández-Gamarra et al., 2004, p. 168), el coeficiente de reservas bancarias descendió a cerca del 38 %, como muestra el Cuadro 4.7.

El ascenso en la actividad crediticia de los bancos fue producto, por un lado, de la nueva normatividad prevista en la Ley 45 de 1923, y por otro, del funcionamiento del Banco de la República como entidad de redescuento y como organismo centralizador de las reservas de los bancos.

A pesar del descenso en el coeficiente de reservas bancarias, al permanecer esa variable cercana al 38 % era muy superior al mínimo legal establecido por la Ley 45 de 1923, que lo fijó en 25 % para los depósitos en cuenta corriente de los bancos accionistas del Banco de la República, y en 12,5 % para sus depósitos a término, y en el doble de esos porcentajes para los que no lo fueran. Es de anotar que para efectos del coeficiente promedio de todo el sistema bancario, lo determinante eran las normas relativas a las reservas de los bancos accionistas, puesto que para 1927 del total de las 26 de esas instituciones existentes en el país 23 tenían esa condición.

Al decir de Kemmerer, en la exposición de motivos a la Ley Orgánica del Banco, ese exceso de reservas era lo usual en 1923, pues los bancos mantenían encajes cercanos al 34 %, muy superiores al mínimo legal que entonces también era del 25 %.

En cuanto a la relación entre el crecimiento de los medios de pago y la inflación, en la sección “4.7.6 La relación entre la inflación y el exceso de crecimiento en los medios de pago” se resume la construcción y los resultados que se obtuvieron de un modelo econométrico (véase en detalle en el Anexo 4.1), el cual concluye que la correlación entre las dos variables para el periodo 1923-1928 ascendió a 0,88.

#### **4.3.5 REPERCUSIONES Y DEBATES SOBRE EL PROCESO INFLACIONARIO**

Junto al incremento en la inflación, en el periodo 1923-1928 se presentó también un incremento en los precios relativos de los alimentos a lo cual contribuyó, sin duda, el mayor ingreso cafetero y sus efectos sobre la demanda por ellos; el aumento de la masa salarial provocado por la mayor demanda del trabajo para

las obras públicas; el alza de los salarios reales<sup>12</sup>, y la baja elasticidad de la oferta agrícola que no respondió al aumento de la demanda.

Ese factor y la pugna política durante el gobierno de Miguel Abadía Méndez (1926-1930) tuvieron repercusiones en el debate sobre el proceso inflacionario y las medidas que se adoptaron para conjurarlo.

El hecho más citado como propulsor del fenómeno inflacionario, al cual se le atribuyó la causa primigenia del mismo, fue el endeudamiento externo. Crítica en la que coincidieron, entre otros, Alfonso López Pumarejo, Julio Caro, Clímaco Villegas, José Arturo Andrade y Alejandro López.

López Pumarejo en una conferencia que dictó el 9 de octubre de 1928, recogida por Aníbal Noguera (1975) con el título “El principio del fin”, criticó la política gubernamental, el derroche de los congresistas y la asignación de partidas presupuestales a ellos para ser invertidas en obras públicas regionales, y sobre el origen de la inflación, expresó lo siguiente:

Los empréstitos americanos han determinado el alza de todos los valores y todos los servicios. Son la fuente principal de esta prosperidad a debe de que se creen creadores y directores dos o tres decenas de encumbrados funcionarios y negociantes de posición distinguida. (López Pumarejo, 1975, p. 193)

Julio Caro, quien ejerció la gerencia del Banco de la República entre 1927 y 1947, señaló en el *Informe anual del Gerente a la Junta Directiva* de 1928: “El incremento de la circulación monetaria, factor bien importante en el alza de precios en el país, proviene de los considerables empréstitos contratados en el exterior por entidades públicas y privadas” (Caro, 1928, p. 46).

Por su parte, Clímaco Villegas (citado por Meisel Roca, 1990) también atribuyó el origen de la inflación al endeudamiento externo de la siguiente forma: “Inundada Colombia con empréstitos que en los años de 1927-1928 valieron \$153.000.000, era forzosa una inflación sin precedentes” (p. 274).

José Arturo Andrade, quien se desempeñó como miembro de la Junta Directiva del Banco de la República para la época, fue de similar parecer y en su texto sobre la fundación del Banco de la República y su operación en los primeros años, señaló que fue el Gobierno el que contrató los empréstitos sin preven-

<sup>12</sup> Aun cuando los datos sobre este particular son muy fragmentarios, todo indica que ese fue el caso según se desprende de los análisis del trabajo de López (1975).

ción y más bien con despreocupación de las consecuencias económicas de ello (Andrade, 1927).

Alejandro López, luego de anotar la rápida expansión de los billetes del Banco de la República en circulación y de los empréstitos externos señaló lo siguiente: “El resultado de todo eso fue un aluvión de moneda innecesaria y una borrachera de créditos, y los efectos sociales fueron, en primer lugar, alzar el costo de la vida y desequilibrar el presupuesto de las familias” (López, Alejandro, citado por Hernández Gamarra *et al.*, 2004, p. 176). No obstante, también atribuyó parte del proceso inflacionario a la falta de elasticidad de la oferta agropecuaria, pues, en su opinión, el sector agrícola no respondió a la mayor demanda debido al atraso de ese sector.

Al debate sobre las causas de la inflación no podía faltar el análisis de la responsabilidad que le cabía a la Junta Directiva del Banco de la República. Sobre este particular, Carlos Uribe Echeverry (1926, citado por Meisel-Roca, 1990) fue quien más directamente señaló la responsabilidad de esa institución al considerar que “el aumento de la moneda por parte del Banco de la República es la causa principal de la carestía de la vida” (p. 271).

Según Meisel-Roca (1990), el Banco poco o nada respondió a esas críticas, pues su postura fue negar, contra toda evidencia, la existencia del fenómeno inflacionario al considerar que la expansión monetaria había estado acorde con las de otras variables de la economía.

En retrospectiva, un juicio más ponderado que el de Uribe Echeverry señalaría que lo que efectivamente sucedió fue una falta de coordinación entre las autoridades, es decir, el Ejecutivo y el Banco de la República. Ello, a pesar de lo expresado por el gerente del Banco, Félix Salazar, quien en el primer *Informe anual a la Junta Directiva* anotó lo siguiente:

que haya en todo momento la cantidad de moneda necesaria para los cambios, sin que ocurran plétoras que produzcan inflaciones perjudiciales ni contracciones excesivas que lleven a desastrosas crisis. Es, pues, necesario que haya una entidad reguladora de la circulación monetaria que, sin peligro alguno para la estabilidad en el valor de la moneda, dé a la circulación signos de cambio en la cantidad que requieren las transacciones y retire del mercado, al llegar el caso, las sumas excedentes. (Salazar-Jaramillo, 1924, p. 18)

Para ello, el Gobierno nacional habría debido procurar la regulación del endeudamiento externo de departamentos y municipios, el cual estuvo sin ningún control hasta 1928, cuando el ejecutivo impulsó la expedición de la Ley

6 de ese año, en la cual se señaló que dicho endeudamiento estaría sujeto a la autorización previa del Gobierno.

Por otra parte, si bien es cierto que el Banco de la República, bajo las reglas del patrón oro, poco podía hacer para regular la oferta monetaria, dado que su único instrumento para esos efectos era la modificación de la tasa de redescuento, quedó limitado aún más por la regla establecida en su ley orgánica que limitó el valor de los redescuentos a un porcentaje de su capital y reserva legal.

Finalmente, un debate de importancia fue el relativo a la no respuesta de la oferta agrícola frente a la mayor demanda por esos productos. Debate que desde entonces persistiría en dos aspectos fundamentales: a) el atinente a las causas de esa falta de respuesta que en muchas ocasiones se asoció con el atraso tecnológico del sector, producto de la estructura de la propiedad agraria; y b) la posibilidad de aumentar la importación de bienes agrícolas para aminorar los impactos del cambio en sus precios relativos y sus repercusiones sobre el costo de vida; medida que se adoptó en 1928.

#### **4.4 PERIODO 1929-1935**

La expansión de la actividad económica que se inició desde principios de los años 1920 perdió dinamismo a partir del segundo semestre de 1928, cuando empezó a confluír la reducción del precio externo del café con la parálisis del flujo de capitales provenientes del exterior.

Estos fenómenos repercutieron en el manejo de las políticas cambiaria, monetaria y fiscal; lo cual, a su vez, se tradujo en importantes cambios institucionales y tuvo amplio impacto sobre la actividad económica, el empleo y las variaciones en el nivel general de precios.

El crecimiento económico se resintió a tal punto que en 1930 y 1931 se presentó una caída en el nivel del producto interno bruto (PIB); el empleo disminuyó, tanto en el sector público como en el privado; y, el nivel general de precios bajó sucesivamente durante los siete años transcurridos entre el inicio de 1929 y el final de 1935, con excepción de 1934 en el cual se presentó una inflación del 16,9%.

##### **4.4.1 INICIO DE LA CRISIS Y PRIMEROS EFECTOS**

El precio del café, que en enero de 1928 alcanzó 29,24 centavos de dólar por libra, cayó a 24,65 en diciembre de ese año; caída que se acentuó durante el

segundo semestre de 1929, ya que al final del año fue de 16,59 y, desde entonces, tuvo un pronunciado descenso durante todo el primer quinquenio de los años 1930, como se observa en el Cuadro 4.8.

**CUADRO 4.8**  
**PRECIO DEL CAFÉ EN NUEVA YORK**  
**1928 Y 1935**

AÑO	CENTAVOS DE DÓLAR POR LIBRA DE 453 GRAMOS
1928	24,65
1929	16,59
1930	17,25
1931	12,53
1932	10,52
1933	11,38
1934	12,43
1935	10,26

Fuente: *Revista del Banco de la República* (varios números) e *Informe anual del gerente a la Junta Directiva* (varios años).

Esa evolución del precio del grano, que se había consolidado cada vez como el más importante producto de exportación del país, tuvo como razón de ser la recesión en Estados Unidos que ya para entonces era el más importante importador mundial del café. A esta falta de demanda se agregó una abundante sobreoferta por el rápido crecimiento que la producción tuvo en los años inmediatamente anteriores en Colombia y Brasil. País este último que, por falta de financiación externa, enfrentó enormes dificultades para proseguir una política de retención del grano, de suerte que el mismo no llegara a los mercados mundiales (Ocampo y Montenegro, 1982).

En lo que respecta al flujo de endeudamiento externo, el rápido ascenso que esta variable mostró en Colombia hasta mediados de 1928 se detuvo desde entonces, ya que de los USD 75,4 millones que creció su monto en ese año, más del 90 % ocurrió en el primer semestre, dado que durante el segundo solamente ingresaron USD 5,6 millones. Además, a partir de 1929 ese endeudamiento retrocedió levemente hasta 1932 y luego permaneció prácticamente constante durante los siguientes tres años, como se aprecia en el Cuadro 4.9.

**CUADRO 4.9**  
**DEUDA EXTERNA (MILES DE DÓLARES)**  
**1928-1935**

AÑO	DEUDA EXTERNA TOTAL
1928	158,01
1929	158,63
1930	154,56
1931	149,92
1932	145,05
1933	145,13
1934	148,25
1935	145,29

Fuente: Memorias del gerente del Banco de la República de 1951.  
 Comprende la deuda nacional, departamental y municipal.

El curso de esa evolución del endeudamiento externo obedeció a tres distintos factores: el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, que desincentivó la exportación de capitales desde ese país; la expedición de la Ley 6 de 1928, que fue utilizada por el gobierno de Estados Unidos para sembrar dudas sobre la capacidad de pago de Colombia; y, los debates internos sobre la política que se debía seguir aquí frente a las compañías petroleras norteamericanas que fueron vistos, y difundidos por ellas, como acciones atentatorias contra los intereses del capital extranjero en general.

La expedición de la Ley 6 de 1928 dio lugar a que el Departamento de Comercio de Estados Unidos expidiera la Circular Especial 305, de septiembre de 1928, en la cual les advirtió a los acreedores sobre los riesgos de incumplimiento por parte del Estado colombiano en los siguientes términos:

el mismo hecho que el gobierno central ha considerado necesario tomar medidas tan fuertes para restringir el endeudamiento local, debe ser considerado con cuidadosa atención. El secretario de finanzas ha señalado muy francamente que los empréstitos externos contratados por los departamentos y municipios en los últimos tres años han llegado a un nivel tal que el crédito no solo de esos deudores, sino del gobierno central está en peligro. (Department of Commerce, 1928, citado por Meisel-Roca, 1990, p. 289)

A pesar de su rápida aceleración en los años precedentes, el endeudamiento total de Colombia en 1928 era relativamente bajo comparado con el de otros

países de Latinoamérica; la capacidad de pago del país mostraba indicadores de solvencia aceptables; y, la Ley 6 de 1928 estuvo encaminada precisamente a evitar el desbordamiento de la deuda por parte de departamentos y municipios. Por esas claras razones, los tratadistas que se han ocupado de examinar el contenido de la circular 305, entre otros Echavarría (1982), Meisel-Roca (1990), Patiño-Rosselli (1981) y Rippy (1981), dejaron anotado que su real motivación no fue prever el riesgo de los acreedores norteamericanos, sino usar presiones de ese tipo a fin de revertir decisiones del Gobierno colombiano que se juzgaron desfavorables a las compañías petroleras de ese país. Como fue el caso del intento de la declaratoria de la caducidad de la Concesión Barco y la inconstitucionalidad de la Concesión de Mares (Posada, 1976).

Como parte de esas presiones, digno de especial mención es el tratamiento que los bancos norteamericanos le dieron a sus corresponsales colombianos, en lo referente al crédito comercial de corto plazo, otorgado para facilitar el comercio entre las dos naciones. Al respecto, en el informe del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva de 1932 se anotó lo siguiente:

los bancos extranjeros, especialmente los americanos, cancelaban por cable los créditos que habían abierto a las instituciones colombianas, llegando alguno de estos al increíble extremo de protestar el giro de un banco respetable de Colombia expedido y presentado en virtud de un crédito vigente. (Caro, 1932, p. 26)

Como se explica más adelante, la disminución de la oferta de cambio exterior, bajo el esquema de patrón oro entonces imperante, llevó a caídas en la base monetaria, los medios de pago, el nivel general de precios y en la actividad económica.

#### **4.4.2 POLÍTICA ECONÓMICA Y CAMBIOS INSTITUCIONALES**

Esa crisis económica se manejó durante los primeros meses de la administración del presidente Enrique Olaya Herrera bajo las concepciones que aconsejaba la ortodoxia del patrón oro. Ello, no obstante que el nuevo mandatario empezó a ejercer el poder en representación del Partido Liberal, que había asumido el poder el 7 de agosto de 1930 por primera vez en casi medio siglo.

En cuanto a lo cambiario, en razón a esa ortodoxia, hasta mayo de 1929 la tasa de cambio nominal se mantuvo dentro del estrecho rango que había tenido a partir de 1923. Sin embargo, en esa fecha debido al exceso de demanda por

cambio exterior el Banco de la República elevó la tasa de venta del dólar a COP 1,0351, la cual se mantuvo hasta enero de 1932.

Además de esa primera devaluación, en virtud de las normas contenidas en las leyes 89 y 119 de septiembre y noviembre de 1931, respectivamente, el Congreso le confirió al Poder Ejecutivo facultades para conjurar la crisis y, en desarrollo de ellas, dictó el Decreto 1863 de ese año mediante el cual se suspendió el libre comercio del oro y se estableció el control de cambios internacionales, cuyo manejo se le confirió inicialmente a una junta autónoma integrada por el superintendente bancario, un miembro designado por el presidente de la República, y un tercero nombrado por la Junta Directiva del Banco de la República. Semanas después, el control de cambios y de las exportaciones quedó en manos de una dependencia del Banco, bajo la asesoría de un cuerpo de igual composición al inicialmente designado para esos efectos.

Ese control de cambios se concibió como una medida transitoria, por cuanto según se lee en el *Informe anual del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*, del 1 de julio de 1931 a junio 30 de 1932,

estas medidas de control a las que se ha tenido que recurrir en la angustiosa época que atravesamos más de treinta naciones de Europa, América y Asia, si bien alivian la situación particular de cada una de ellas, contribuyen a agravar la general del mundo, por las trabas y restricciones que imponen al comercio internacional y por eso no deben ellas mantenerse por lapso mayor del que absolutamente exijan las necesidades ineludibles de cada país".  
(Caro, 1932, p. 32)

Esperanza que resultó totalmente fallida, pues en el caso colombiano el control de cambios en vez de ser transitorio, como así se señaló, solo fue desmontado sesenta años después.

En breve síntesis, se puede afirmar que el control de cambios consistía en el monopolio de la compra y venta de cambio internacional por parte del Banco de la República, esquema bajo el cual el Emisor quedó con mayor libertad para modificar la tasa de cambio nominal, la cual fue fijada en COP 1,05 por dólar el 12 de enero de 1932 y sucesivamente varió según muestra el Cuadro 4.10.

Evolución cuantitativa de la tasa de cambio que estuvo acompañada de modificaciones institucionales que progresivamente pusieron fin a las ideas sobre el manejo cambiario instituidas por Kemmerer en 1923.

En efecto, el incremento de la tasa de cambio de enero de 1932 no fue del agrado de los cafeteros que propugnaban por la libertad cambiaria y, por ello,

**CUADRO 4.10**  
**EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO**  
**(PESOS POR DÓLAR)**

FECHA	TASA DE CAMBIO
Mayo de 1929	1,0351
Enero de 1932	1,0500
Marzo de 1933	1,1600
Octubre de 1933	1,5000
Noviembre de 1934	1,5500
Mayo de 1936	1,7500

Fuente: Arango (1948); elaboración del autor.

para satisfacerlos en parte, el Gobierno y la Junta Directiva del Banco decidieron reconocer por un año, a partir de marzo de 1932, una prima del 10 % sobre el valor de los reintegros de divisas provenientes de las exportaciones de café. Suma que se pagó con cargo al presupuesto nacional, mediante un bono que reconocía el 6 % de interés anual. En este bono, se determinó, debían invertir obligatoriamente parte de sus recursos las cajas de ahorro y podría ser redescontado por el Banco de la República.

Tal esquema de manejo cambiario hizo que se abandonara

por partida triple la ortodoxia cambiaria, monetaria y crediticia ya que, de una parte, se estableció una tasa de cambio diferencial para los cafeteros; de otra, se posibilitó indirectamente una financiación adicional para el gobierno al darle liquidez a esos títulos; y, finalmente, se estableció una protoinversión forzosa porque las cajas de ahorro debieron utilizar parte de sus captaciones para comprar los bonos con lo que se financió la prima cafetera. (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004 p. 187)

Además, al decretarse la devaluación del 10,48 % en marzo de 1933, se estableció una tasa preferencial para el Gobierno al cual el Banco de la República continuaría vendiéndole las divisas a COP 1,05 por dólar; y al elevarse nuevamente la tasa de cambio nominal a 1,49 centavos de pesos por dólar en enero de 1934 llevó a un sistema de cambio *semilibre*,

consistente en que los exportadores podían negociar en la bolsa el 85 % de sus divisas, que el Banco de la República les cambiaba por sus certificados de cambio, mientras que el 15 % restante se siguió comprando a 1,13 pesos por

dólar, de tal manera que el Banco pudiese atender la demanda de divisas del Gobierno a esa tasa preferencial sin detrimento de sus utilidades y sin producir efectos fiscales”. (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, p. 284)

Los rasgos fundamentales del manejo de esta política cambiaria se inscribieron dentro de las modificaciones que presencié el mundo de la época, pues en efecto en lo internacional un acontecimiento notable a este respecto fue la decisión del Gobierno inglés de abandonar la libre convertibilidad de la libra esterlina por oro, a partir de septiembre de 1931. A lo cual se sumó la decisión del Gobierno de Estados Unidos en marzo de 1933 de abandonar el patrón oro.

Al inicio de la crisis, las acciones tendientes al control sobre los medios de pago en circulación, al igual que la política cambiaria, tuvieron como fundamento los principios ortodoxos del patrón oro. Estos postulaban que, para recuperar el equilibrio cambiario, afectado adversamente por la baja en los precios del café y el estancamiento del flujo internacional de capitales, era necesario elevar la tasa de redescuento del Banco de la República. Esa medida acentuaría la caída en los medios de pago, produciría bajas en los precios internos y, por ese medio, elevaría la tasa de cambio real, con efectos favorables sobre el valor de las exportaciones y la disminución de las importaciones.

Por ello fue que, en marzo de 1929, se elevó la tasa de redescuento al 8 % anual, cuando había permanecido inmodificada en el 7 % desde 1924. Tasa que, luego de una reducción nuevamente al 7 %, entre junio y septiembre de 1929, subió al 8 % en octubre y al 9 % en noviembre.

Estos dos últimos cambios no implicaron solo una variación cuantitativa, sino que introdujeron modificaciones institucionales al quedar establecido que esos dos últimos incrementos no se aplicarían a los redescuentos garantizados con bonos de prenda agraria y tampoco a los que se le hicieran al Gobierno.

Se inició así el uso de redescuento no solo para fines de control monetario, sino que se instituyó la tasa de redescuento como mecanismo para otorgar crédito preferencial del Banco de la República a los cafeteros, que inicialmente constituían el único sector que estaba en posibilidad de acceder al redescuento ofreciendo como garantía los bonos de prenda expedidos por los almacenes generales de depósito.

Además de esos primeros cambios institucionales sobre la política de redescuento, las presiones internas para llevar a cabo una política menos restrictiva a ese respecto, junto con la política seguida por otros bancos centrales, llevaron al progresivo abandono de la tasa de redescuento como el instrumento central de

la política monetaria, ya que en mayo de 1934 ella se redujo al 4 % anual, y en ese nivel permaneció en los siguientes años con independencia de las circunstancias monetarias o cambiarias que se presentaron en el país.

El segundo cambio institucional en la política monetaria estuvo referido a la política crediticia del Banco de la República para con el Gobierno nacional y para con los particulares. Sobre lo primero, en 1931 por mandato de la ley se autorizó al Banco de la República para hacer, hasta por el 15 % de su capital y reserva legal, préstamos a los bancos accionistas que estuvieran garantizados con pagarés o bonos del Gobierno. Disposición mediante la cual, implícitamente, se amplió el cupo de crédito del Gobierno en el Banco del 30 % al 45 % de su capital y reserva.

Además de ello, en diciembre de 1931 se firmó un contrato mediante el cual se estipuló que el Banco le daría al Gobierno un avance de COP 15,5 millones, a cambio de lo cual el Banco se haría cargo y obtendría las rentas provenientes de la explotación monopólica de las salinas de Zipaquirá, Nemocón, Sesquilé y Tausa. El monto de este avance estaría destinado a cancelar el déficit de tesorería; a pagar obligaciones del Ejecutivo con departamentos y municipios; a completar parte del capital del Gobierno en la Caja de Crédito Agrario de reciente creación; y, al desarrollo de un plan de obras públicas.

Como la explotación de las salinas por parte del Banco se estipuló inicialmente en trece años, ese contrato llevó a reconocer que su existencia legal tendría que ir más allá de lo estipulado en la Ley 25 de 1923, que fijó su término legal en veinte años. Por eso, al firmarse el contrato de explotación de las salinas, se prorrogó por diez años más, hasta 1953, la existencia del Banco.

El crédito respaldado por las rentas que producían las salinas constituyó un profundo cambio institucional porque, de una parte, hizo explícita la financiación monetaria del déficit fiscal por parte del Banco de la República y, de otra, acabó con la idea que las operaciones crediticias del Emisor tenían que ser a corto plazo para que fueran líquidas. La ampliación del crédito del Banco de la República al Gobierno se expandió aún más con ocasión del esfuerzo que tuvo que hacerse para financiar el aumento de gasto que supuso la guerra con el Perú.

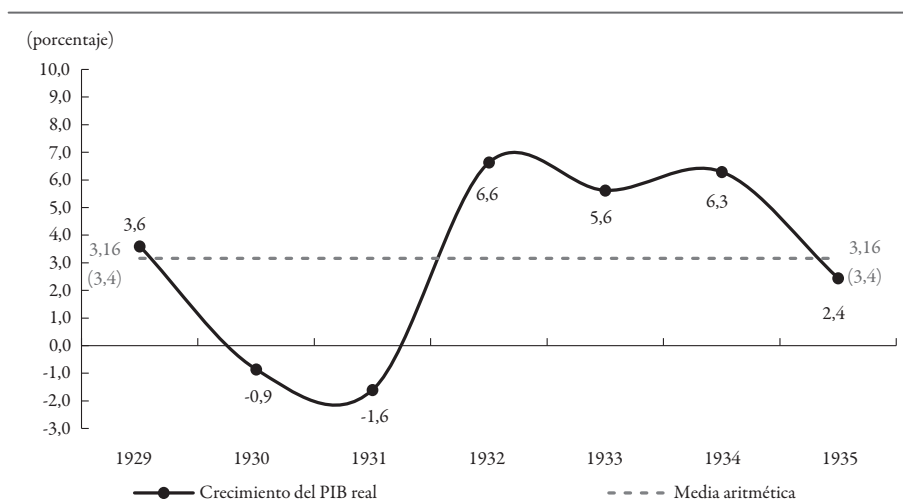
En cuanto al crédito a particulares, este se amplió desde el 1 de octubre de 1931, como antes se anotó, cuando se autorizó el otorgamiento de créditos mediante el redescuento de bonos de prenda expedido por los almacenes generales de depósito. Inicialmente, este crédito no fue muy dinámico, porque existían pocos de esos almacenes, pero a medida que se fueron creando más de ese tipo de entidades, se amplió esta modalidad de préstamos por parte del Emisor.

En relación con la política fiscal, al inicio de la crisis, la baja en el endeudamiento externo repercutió negativa y directamente sobre el gasto gubernamental, pero también lo hizo indirectamente, puesto que al disminuir la capacidad para importar también cayó el recaudo del impuesto de aduanas, que para entonces era la principal modalidad impositiva con que contaba el Gobierno. Por esas dos razones se presentó una disminución en el gasto gubernamental, en especial el que estaba destinado a las obras públicas y con ello se contrajo la demanda agregada, el nivel de la actividad económica y el empleo.

#### 4.4.3 EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Pese a la reducción en los medios de pago en los tres primeros años del periodo en estudio, y a la sistemática caída en el nivel general de precios durante prácticamente todo el primer quinquenio de los años 1930, los efectos sobre el crecimiento económico no fueron especialmente severos pues, como se observa en el Gráfico 4.6, solo en 1930 y 1931 se produjo una caída en el valor del PIB real, mientras que en los demás años su crecimiento fue positivo.

**GRÁFICO 4.6**  
**CRECIMIENTO DEL PIB**  
**1929-1935**



Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Dignos de mención son los casos de 1935, cuando el PIB solamente avanzó 2,4% y 1932 cuando se produjo el más alto crecimiento de este periodo (6,6%). Desde luego, en medio de esos vaivenes el crecimiento promedio del periodo 1929-1935 (3,2%) fue significativamente menor que el del periodo 1923-1928 (8,06%).

De todas maneras, el retroceso en el crecimiento económico promedio repercutió con fuerza en el desempleo al inicio de la crisis, por la disminución del gasto destinado a las obras públicas, y la caída de la construcción, el transporte interno y la parálisis del crédito bancario. Sin embargo, a medida que la política contracíclica empezó a ejecutarse, el efecto sobre el crecimiento económico se revirtió por cuanto:

- El proceso de sustitución de importaciones agropecuarias tuvo especial impacto, dada la magnitud que ellas alcanzaron luego de ser autorizadas a partir de 1929 con miras a reducir la inflación.
- Hubo un rápido crecimiento industrial y en medio de la crisis no se deterioró la capacidad de compra de los asalariados por la relativa menor caída de los salarios, comparada con la de los precios.
- La política proteccionista le amplió el mercado a la producción nacional, no solo a través de las tarifas aduaneras, sino a partir de regulaciones paraarancelarias propias del control de cambios.

Esas causas de la recuperación, con matices, son acogidas por los tratadistas y explicadas con especial detalle en Ocampo y Montenegro (1982).

#### **4.4.4 ORIGEN DE LA BASE MONETARIA Y LOS MEDIOS DE PAGO**

Una vez que se abandonó la ortodoxia, y se expandió el crédito del Banco de la República al Gobierno, la política fiscal no solo aumentó directamente la demanda agregada, sino que contribuyó al aumento de la base monetaria, como muestra el Cuadro 4.11, que también da cuenta de los efectos cuantitativos de la política monetaria reseñada en los anteriores párrafos.

El origen del crecimiento de la base monetaria fue totalmente distinto al de los primeros años de la existencia del Banco, porque ella dejó de depender de las variaciones de las reservas internacionales, por la vía de la balanza de pagos ajustada, para empezar a depender más de la financiación monetaria del déficit fiscal o del crédito interno del Banco de la República.

**CUADRO 4.11**  
**ORIGEN DE LA BASE MONETARIA**  
**(MILLONES DE PESOS)**

AÑO	$\Delta B$	$BC + \Delta EEP_R$	$\Delta EEP_U + \Delta CIBP_U$	$\Delta CISP_R$
	VARIACIÓN EN LA BASE MONETARIA	BALANZA DE PAGOS AJUSTADA	FINANCIACIÓN MONETARIA DEL DÉFICIT FISCAL	CRÉDITO INTERNO NETO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL SECTOR NO GUBERNAMENTAL
1929	-20,1	-28,2	0,1	7,9
1930	-13,7	-15,9	7	-4,8
1931	-3,2	-16,8	9,8	3,8
1932	7,7	6,3	10,6	-9,1
1933	12,5	-1,9	13,9	0,5
1934	11,8	-3,5	8,5	6,7
1935	-2,5	16,1	-0,1	-18,5

Fuente: véase el Anexo 4.2.

De esta información se deduce también que, en la medida en que se amplió la financiación monetaria del déficit fiscal, el crédito interno neto del Banco de la República para con otros sectores por lo general mostró signo contrario al de la balanza de pagos ajustada, y de esa manera se presentaron variaciones menos pronunciadas de la base monetaria.

Esto último, más que resultado directo de la política seguida por las autoridades, fue producto del comportamiento de los bancos comerciales que prefirieron disminuir sus excesos de reservas, al reducir sus deudas con el Emisor, antes que aumentar el valor de su cartera. La razón de ello fue la escasa demanda que existía por crédito bancario, dada la crítica situación que atravesaban los deudores por la baja en sus ventas y por el alza en la tasa de interés real. Disminución de la demanda por crédito bancario a la cual se unió la falta de incentivos de los bancos para promover su oferta, dado el aumento del riesgo en vista de la desvalorización generalizada que sufrieron las garantías en su poder. Tales hechos condujeron a la marcada caída en la cartera bancaria que muestra el Cuadro 4.12.

**CUADRO 4.12**  
**CARTERA DEL SISTEMA BANCARIO**  
**(MILLONES DE PESOS CORRIENTES)**  
**1928-1935**

ETIQUETAS DE FILA	SISTEMA BANCARIO TOTAL
1928	95,43
1929	83,5
1930	74,62
1931	55,35
1932	48,13
1933	44,14
1934	44,45
1935	52,17

Fuente: Principales Indicadores Económicos del Banco de la República 1923-1997 (Greco, 1999), saldo a diciembre de cada año.

#### 4.4.5 EVOLUCIÓN DE LOS MEDIOS DE PAGO

Para sintetizar el resultado cuantitativo de la política monetaria, el Cuadro 4.13 muestra el crecimiento de los medios de pago y sus determinantes entre 1929 y 1935.

**CUADRO 4.13**  
**DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO ANUAL DE LOS MEDIOS DE PAGO**  
**1929-1935**

AÑO	CRECIMIENTO DE M1 (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA (PORCENTAJE)	CRECIMIENTO DEL MULTIPLICADOR (PORCENTAJE)	PREFERENCIA POR EFECTIVO ( $c = E/D$ )	COEFICIENTE DE RESERVAS BANCARIAS ( $r = R/D$ )
1929	-26,79	-23,4	-4,43	2,04	0,43
1930	-20,66	-20,82	0,2	1,89	0,45
1931	-11,45	-6,14	-5,66	2,07	0,57
1932	10,07	15,75	-4,9	1,48	0,63
1933	22,04	22,08	-0,03	1,47	0,54
1934	28,55	17,08	9,8	1,46	0,48
1935	1,68	-3,09	4,92	1,47	0,47

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Bajo el manejo ortodoxo aconsejado por el patrón oro durante los tres primeros años de ese periodo, se produjo una fuerte disminución de los medios de pago, determinada por la antes explicada caída en la base monetaria y también por su multiplicador en 1929 y 1931.

A partir de 1932 el cambio en la política monetaria hizo que la base creciera, excepto en 1935 año en el cual los medios de pago solo crecieron en 1,7% debido al aumento del multiplicador vía el descenso en el coeficiente de reservas bancarias.

A este respecto debe notarse que, si bien dicho coeficiente disminuyó frente al pico que alcanzó en 1932, durante todo el periodo se mantuvo por encima del encaje requerido, porque durante esos años no fue usual considerar modificaciones de esta variable como instrumento de la política monetaria; por tanto, el coeficiente de encaje requerido permaneció en los mismos niveles anteriores a 1928.

#### **4.4.6 COMPORTAMIENTO DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS**

El fuerte retroceso que el decrecimiento en los medios de pago produjo en el valor monetario de la demanda, durante los tres primeros años del periodo que ahora nos ocupa, condujo a una permanente caída en el nivel general de precios como muestra el Gráfico 4.7, que también contiene el exceso de crecimiento de los medios de pago retrasado un periodo.

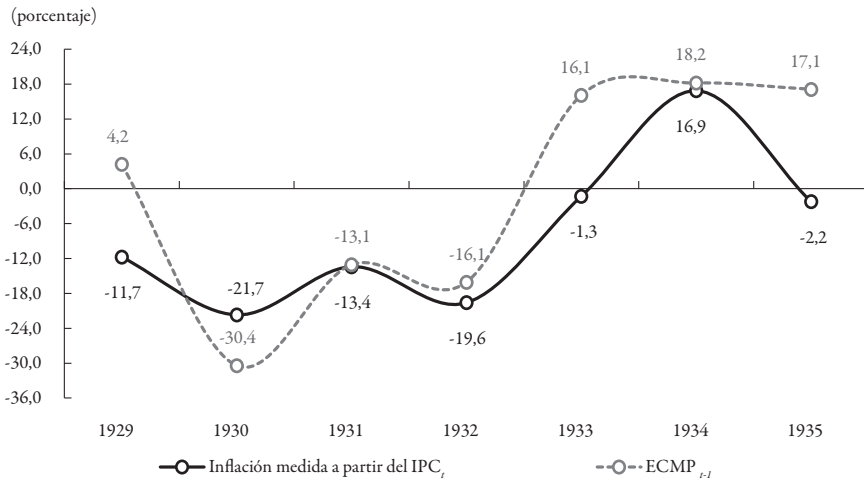
De esta evolución se puede deducir que el índice del nivel general de precios retrocedió hasta 54 en 1935, desde el nivel de 100 en 1928, como se muestra en el Cuadro 4.14.

Por lo que respecta a la correlación contemporánea entre el índice de exceso en los medios de pago y el índice de precios al consumidor, esta fue de  $-0,02$ ; cifra que indica que en dicho periodo la relación solamente se evidenció de manera rezagada y no contemporánea a la evolución de los medios de pago.

#### **4.4.7 EL DEBATE SOBRE LA POLÍTICA ECONÓMICA DURANTE LA DEPRESIÓN**

Aun cuando fueron pocas las controversias doctrinarias sobre la teoría económica que sustentaba el patrón oro, es claro que la política económica que se derivó de esa teoría fue objeto de diversas objeciones. Entre ellas destaca, con especial relieve, el papel que, se pretendió, tuviera el manejo de la tasa de interés y la emisión monetaria para conjurar la crisis.

**GRÁFICO 4.7**  
**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DEL ECMP REZAGADO**  
**1929-1935**



Nota: el exceso en el crecimiento de los medios de pago se calcula restandole al crecimiento de M1 el crecimiento del PIB real.

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

**CUADRO 4.14**  
**ÍNDICE DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS**  
**1928-1935**

AÑO	ÍNDICE	INFLACIÓN
1928	100	
1929	88,3	-11,7
1930	69,14	-21,7
1931	59,87	-13,4
1932	48,14	-19,6
1933	47,51	-1,3
1934	55,54	16,9
1935	54,32	-2,2

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Sobre lo primero, a raíz de la baja en la tasa de redescuento del Banco de la República que tuvo lugar en marzo de 1929, la Ley 82 de 1931 ordenó procurar rebajas adicionales en ella. Disposición que provocó el rechazo del gerente del Banco en los siguientes términos:

No es posible por disposiciones legislativas fijar las tasas de descuento de un banco central de emisión. Dependen ellas de múltiples y variables factores y consideraciones que los directores del establecimiento han de estudiar constantemente, para guiarse en la materia, sin dejarse perturbar por motivos personales o políticos. Es que instituciones de esa clase no pueden ser manejadas por las opiniones del público, que generalmente tiene un concepto muy imperfecto de los verdaderos fines y funciones de ellas; y [...] estas tienen que ir con frecuencia absolutamente en contra de lo que la opinión pida, si quiere seguir una acertada política en materia de crédito. (Caro, 1931, p. 14)

En cuanto al empleo de la emisión monetaria como medio para conjurar la crisis, la cual a la larga fue la política que se siguió, el gerente del Banco de la República expresó:

Debe la nación seguir prestando su apoyo decidido al Gobierno para desarrollar las medidas que este considere más eficaces para hacer frente a las dificultades que nos asedian, tratando de no crearle otras con las explicables impacencias de quienes exigen inmediatos remedios para sus problemas personales, en muchos casos ya insolubles, o con planes mal meditados que frecuentemente, al discutirse en el parlamento o en la prensa, no hacen más que perturbar la opinión y agravar la desconfianza [...]. La mayor parte de tales planes tienen por base la emisión de papeles que circulen como moneda, creyendo sus autores, con criterio simplista que el hondo problema se reduce a una mera cuestión monetaria y que el aumento artificial de signos de cambio soluciona la crisis. (Caro, 1931, pp. 39-40)

En estos llamados a la ponderación y a la prudencia coincidieron el presidente Olaya Herrera; el ministro de Hacienda, Esteban Jaramillo, quien ejerció el cargo por cuarta vez entre 1931 y 1934, y diversos gremios de la producción. Todas esas fuerzas económicas y políticas inicialmente temieron que por la vía del exceso de emisión monetaria el país renunciara a la estabilidad de precios, por cuanto en la memoria colectiva permanecían claros los desatinos a que llevó la expansión excesiva del circulante en épocas del Banco Nacional, y en especial durante los inicios del siglo XX.

Además de que en el sentir de esos sectores durante los años que siguieron a las reformas propuestas y estructuradas por Kemmerer, dentro de los marcos del patrón oro, el país presenció un auge en el crecimiento económico, la estabilidad nominal de la tasa de cambios y la plena convertibilidad del billete del Banco de la República por oro, la cual persistió hasta el 24 de septiembre de 1931 cuando el billete perdió esa condición y pasó a ser la moneda nacional, con poder liberatorio ilimitado y, como tal, con la función de medio legal de pago. Esta trascendental decisión no fue impedimento para que de allí en adelante, al emitir los billetes del Banco de la República, en ellos continuara leyéndose, hasta 1993, que el Banco pagaría al portador la cantidad en oro estipulada en cada uno de ellos.

Como era esperable, quienes poco apoyaron la política fueron los cafeteros que, ante la escasez de cambio exterior, abogaron por la libertad cambiaria y debieron conformarse con el crédito preferencial que desde entonces les concedió el Banco de la República, mediante el redescuento de los bonos de prenda emitidos por los almacenes generales de depósito, y su presencia como partícipes a plenitud en la Junta Directiva del Banco de la República a partir de la expedición de la Ley 82 de 1931.

La reforma se adoptó con posterioridad a la segunda visita de Kemmerer al país, la cual ocurrió en el segundo semestre de 1930 luego de la reiterada invitación del presidente Olaya Herrera y que derivó en recomendaciones de cambios leves respecto a la institucionalidad creada en 1923, incluida la mayor capacidad de emisión del Banco de la República.

#### **4.5 PERIODO 1936-1972**

El promedio anual de la inflación en el lapso 1936-1972 fue ligeramente inferior a la del periodo 1923-2022, ya que los respectivos valores ascendieron a 9,86 % y 11,03 %.

Esta evolución del nivel general de precios se dio al tiempo que se sucedieron importantes cambios institucionales, un manejo pragmático de la política económica, y una dirección de la política monetaria que hizo poco énfasis en el control del crecimiento de los medios de pago y enfrentó los efectos de inconsistencias entre las posturas de la política monetaria y la fiscal, que llevaron a cambios repentinos en la paridad del peso frente al dólar de Estados Unidos.

#### **4.5.1 CAMBIOS INSTITUCIONALES Y CONCEPCIÓN SOBRE EL MANEJO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA**

El primero de los cambios institucionales fue el giro que a la naturaleza de los ingresos del Estado introdujo la reforma tributaria de 1936 liderada por el gobierno de Alfonso López Pumarejo, al crear el impuesto a la renta, el patrimonio, el exceso de utilidades y la masa global hereditaria. Cambio en extremo importante, no solo por su carácter redistributivo, sino porque condujo a la reducción progresiva de la alta dependencia que de la renta de aduanas habían tenido hasta entonces los recursos fiscales y, por ende, aminoró el peso que sobre el manejo fiscal tenían las disponibilidades de cambio exterior y la consecuente capacidad para importar.

El segundo de los cambios institucionales condujo a que el Banco de la República se concibiera como una institución cuya tarea fundamental fuese la promoción del crecimiento económico y a que su dirección quedara a cargo de una Junta Directiva, mayoritariamente constituida por representantes del sector privado.

El tercer cambio institucional conservó esa concepción sobre el deber ser del Banco, pero la autoridad encargada del manejo monetario, cambiario y crediticio quedó bifurcada, puesto que se creó la Junta Monetaria como un ente enteramente gubernamental que tenía como principal responsabilidad el diseño de esas políticas, pero sería el Banco de la República el organismo ejecutor de las más sustantivas de ellas.

Por último, hacia el final del periodo ahora en estudio, se instituyó que la tasa de cambio nominal variaría diariamente en vez de permanecer fija durante periodos prolongados y se eliminó el sistema de cambio múltiple que se creó en 1940 y que, con variantes, rigió hasta 1968. Esta modificación fue de honda significación no solo porque su aplicación tuvo efectos en buena parte del periodo siguiente, puesto que se prolongó hasta cuando se expidió la Ley 9 de 1991, sino también porque repercutió en la inercia inflacionaria (Uribe, 1994).

Por su parte, el manejo pragmático de la política económica fue especialmente relevante en materia cambiaria, ya que hasta 1967 predominó el arreglo definido en el acuerdo de Bretton Woods, en el que la tasa de cambio nominal permanecía fija durante periodos prolongados, y esporádicamente se ajustaba al alza. En este arreglo, la demanda por divisas se intentaba manejar con el expediente de las licencias de cambio, que gobernaban la libertad para importar. Cuando

había abundante afluencia del cambio exterior, esos controles se flexibilizaban y, por el contrario, cuando escaseaba se volvían más rígidos. Este pragmatismo empírico se complementó con el uso de otras medidas *ad hoc*, como los depósitos de importación para encarecer las importaciones en épocas de escasez o para rebajar su costo mediante la reducción de tales depósitos en épocas de abundancia de divisas.

De similar carácter pragmático fue el manejo de la política monetaria, ya que para controlar el crecimiento de los medios de pago se apeló, según las circunstancias, a imponer topes al crecimiento de la cartera bancaria, a obligar a los importadores a constituir depósitos en el Banco de la República o a modificar el encaje bancario.

#### **4.5.1.1 EL BANCO DE LA REPÚBLICA: ENTE PROMOTOR DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO**

A finales de los años cuarenta y principio de los cincuenta, en nuestro país empezaron a ganar aceptación las ideas que, en general, propugnaban por una mayor intervención del Estado en la economía y, en particular, buscaban que las políticas monetarias y crediticias contribuyeran a elevar el crecimiento económico.

El más destacado abanderado de esas ideas fue Carlos Villaveces quien, durante la Segunda Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano, que se celebró en Santiago de Chile en 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 Villaveces reiteró en el seno de la Comisión de Reformas Bancarias que constituyó el Banco de la República al inicio de 1951, a fin de que, próximo el vencimiento de su término legal, se estudiaran sus futuras orientaciones y políticas. Comisión que estuvo integrada por los funcionarios Luis Ángel Arango, quien había sido designado gerente del Banco en 1948 en reemplazo de Julio Caro, Roberto García Paredes y Manuel Casabianca, y de la cual hicieron parte también Manuel Mejía, Bernardo Restrepo y Carlos Villaveces, quienes entonces ejercían como miembros de la Junta Directiva del Banco.

En la segunda sesión de las reuniones de dicha Comisión, según el acta núm. 2, Villaveces propuso, como guía de las reformas en estudio, el principio según el cual

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 pleno empleo, la expansión ordenada de la economía y el crecimiento de la riqueza nacional, creando y manteniendo las condiciones monetarias, crediticias y bancarias más favorables a la economía del país. (Villaveces, 1951, citado por Martínez-Recamán, 1980, p. 37)

Similares principios y aspiraciones había expuesto, en su condición de ministro de Hacienda, Hernán Jaramillo Ocampo a través de un proyecto de ley sobre la orientación del crédito bancario, en cuya exposición de motivos expresó que los lineamientos de la disposición que se sometía a la consideración del Congreso de la República se encaminaban a proponer “un sistema de intervención a través de los redescuentos y mediante el señalamiento de tasas diferenciales de interés para dirigirlo de conformidad con la política de fomento que en cada momento sea más aconsejable seguir” (Jaramillo-Ocampo, 1949, p. 1270).

Esas ideas, acogidas en lo sustantivo por la Comisión de Reformas Bancarias, le dieron soporte a la expedición del Decreto 756 de 1951, mediante el cual el Banco de la República quedó facultado para realizar una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones al desarrollo ordenado de la economía colombiana.

Para lo cual, con el voto favorable del ministro de Hacienda, su Junta Directiva podría: a) fijar cupos a los bancos afiliados para sus operaciones ordinarias de préstamos y descuentos; b) señalar un cupo especial de crédito para el descuento de operaciones destinadas a actividades agrícolas, y comerciales, pudiendo establecer dentro de dicho cupo porcentajes para cada uno de ellos; c) fijar cupos de emergencia y con carácter temporal; d) fijar y variar las tasas de interés que cobraría el Banco de la República en sus operaciones de préstamos, descuentos y redescuentos; e) fijar y variar el encaje legal de los bancos y cajas de ahorro, dentro de un límite del 10 % al 30 %, en el caso de las exigibilidades a la vista, y del 5 % al 20 % para las demás; f) señalar encajes marginales del 100 % y establecer su utilización para financiar el endeudamiento público o para efectuar préstamos u operaciones favorables al desarrollo de la economía nacional. (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004)

Estas tres últimas disposiciones, es necesario subrayarlo, clarificaron y fortalecieron las capacidades del Banco para dirigir la política monetaria, al tiempo que la fijación del coeficiente de encaje también se concibió como instrumento para dirigir el crédito.

Además, con el fin de extender el término de la duración del Banco de la República, el Decreto 756 de 1951 autorizó que entre el Gobierno y el Banco acordaran una reforma de los estatutos. En desarrollo de ese acuerdo, el Decreto 2057 de octubre de ese mismo año prolongó por veinte años el término de la duración del Banco que expiraba en 1953; ratificó su derecho exclusivo de emitir los billetes, y determinó la composición y funciones de su Junta Directiva.

Fue bajo el marco institucional y administrativo del Decreto 756 de 1951 que se manejó la política monetaria y crediticia entre 1951 y 1962. Durante ese lapso, el ejercicio de la soberanía monetaria del Estado quedó en buena parte en manos privadas, al tiempo que se reconfiguraron los lineamientos de la política de redescuento, de tal manera que se consagró el derecho de los bancos al crédito del Emisor, a condición de que su crédito se destinara a determinadas actividades económicas.

Como resultado de este último paradigma:

- Se abandonó del todo la teoría de que solo el crédito al comercio debía servir como base de los redescuentos.
- Se puso en marcha, por el contrario, el control selectivo del crédito como función esencial de la política de redescuento y se buscó que el mismo se otorgara “con fines productivos”.
- Se estableció que el racionamiento del crédito del Banco de la República a los bancos comerciales no tendría como su principal guía la tasa de redescuento.
- Se le dio al sistema bancario la posibilidad de usar el redescuento no como una fuente ocasional de fondos, para cubrir bajas temporales en los depósitos, sino como una fuente de recursos permanente para ampliar la ganancia sobre el capital propio invertido en la actividad bancaria.
- Se produjo, en parte como consecuencia de los dos primeros puntos aquí anotados, una verdadera lucha de diversos sectores económicos para acceder al crédito en los términos preferenciales consagrados en la nueva legislación. (Hernández-Gamarra, 1973, p. 59)

Todo esto llevó a que la política monetaria, entendida como el control de la liquidez en la economía en general, y de los medios de pago en particular, dejara de ser objeto principal de la preocupación de las autoridades, para que se focalizará en

el control de la composición del activo de los balances bancarios y de los usos a que estos se destinaran.

La política encaminada a aumentar los plazos del crédito bancario y a financiar la formación de capital hacia ciertas actividades económicas se fortaleció durante toda la década del cincuenta, ya que durante ella se crearon el Banco Popular, el Banco Cafetero y el Banco Ganadero, cada uno dedicado a atender la demanda de sectores específicos de la economía.

Según Hernández Gamarra *et al.*, (2004) “... Estas entidades, con amplia participación estatal en su capital, se sumaron a las instituciones crediticias de carácter oficial establecidas con anterioridad, como el Banco Central Hipotecario, la Caja de Crédito Agrario, el Instituto de Crédito Territorial y el Instituto de Fomento Industrial”.

El proceso de orientación sectorial del crédito se consolidó aún más cuando, a partir de la década de 1960, se empezaron a crear los Fondos de Fomento que incluyeron el Fondo de Inversiones Privadas (1963), el Fondo Financiero Agrario (1966), que en virtud de una ley se convirtió en el Fondo Financiero Agropecuario en 1973, el Fondo de Promoción de Exportaciones (1967) y el Fondo Financiero Industrial (1968).

A dichas entidades habría que agregar el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (1968), el Fondo de Desarrollo Eléctrico (1979) y el Fondo de Moneda Extranjera (1986). Estos tres últimos eran de naturaleza cuasifiscal, pues su finalidad fue canalizar recursos hacia áreas que en principio debía cubrir el gasto general de la nación, y para ese fin solamente al Fondo de Promoción de Exportaciones se le asignaron recursos fiscales, al destinar para su operación un impuesto equivalente al 1,5 % del valor de las importaciones. Por ello, casi todos estos Fondos se nutrieron, en principio, de la emisión primaria del Banco de la República o del uso de parte del encaje requerido para financiar sus operaciones.

Mediante esa dirección del crédito por parte de los Fondos de Fomento, se buscó canalizar recursos financieros hacia determinadas finalidades, lo cual se justificó argumentando que los recursos crediticios así orientados incrementarían la oferta de bienes y repercutirían 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.

A tales argumentos se agregó, al inicio de la creación de esta institucionalidad, que, si el crédito así direccionado se hacía a corto plazo con destino a la producción de alimentos, tendría menores efectos inflacionarios. También se sumó,

con el paso de los años, el raciocinio que hacía énfasis en que el crédito dirigido debía tener como una de sus finalidades superar la poca disposición de los bancos comerciales a prestar a largo plazo, por el temor al descalce que podría presentarse entre ese plazo y las captaciones de sus recursos que eran en su mayoría a la vista.

#### **4.5.1.2 LA CREACIÓN DE LA JUNTA MONETARIA Y LA BIFURCACIÓN DE LA AUTORIDAD MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA**

La soberanía monetaria del Estado, es decir el poder de determinar y regular la moneda, fue un principio que se consagró en la Constitución de 1886, y persistió a lo largo del siglo XX, pese a las diversas reformas que ella tuvo.

En desarrollo de ese principio, la Constitución le asignó al Congreso de la República la función de dictar las normas en el campo de lo monetario, a pesar de lo cual el órgano legislativo cedió transitoriamente ese poder para que fuera ejercido por el Poder Ejecutivo. Así se procedió cuando se dictó el Decreto 756 en 1951.

Ahora bien, en virtud de esa última norma, parte importante de la soberanía monetaria quedó en manos privadas, lo cual empezó a ser objeto de debate a principios de los años 1960, y en especial en 1963, cuando las autoridades concluyeron que ese arreglo institucional era atípico e inconveniente, por cuanto se arguyó que la moneda debía ser manejada por el Estado y no por los particulares, que fácilmente podían tener conflictos de interés a la hora de tomar decisiones sobre la política monetaria, cambiaria y crediticia.

La idea, luego de amplio debate en el Congreso y entre la opinión ilustrada, terminó siendo aceptada cuando se creó la Junta Monetaria en virtud del artículo 5 de la Ley 21 de 1963.

Concebida como la entidad encargada de estudiar y adoptar las medidas monetarias, cambiarias y de crédito, la Junta Monetaria quedó integrada 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.

Cuerpo que fue ampliado cuando se determinó que a dicha Junta también asistirían el superintendente bancario, el director del Instituto Colombiano de Comercio Exterior y el consejero económico de la Presidencia de la República, funcionarios que intervendrían en las sesiones de la corporación con voz, pero sin derecho a voto.

En cuanto a sus funciones, correspondería a la Junta Monetaria estudiar y adoptar, mediante normas de carácter general, las medidas monetarias y de crédito que hasta entonces correspondía ejercer a la Junta Directiva del Banco. A estas funciones se agregaron otras como:

a) fijar límites al volumen de los préstamos e inversiones de las instituciones de crédito; b) señalar la tasa de crecimiento del total de activos de esas instituciones, con la posibilidad de establecer tasas diferentes por entidades; c) señalar las tasas de interés o descuento que los establecimientos de crédito podrían cobrar a su clientela; d) fijar los plazos de los préstamos y descuentos que efectúen esos establecimientos; e) prohibir a los establecimientos de crédito operaciones que conllevaran graves riesgos; f) facultar al Banco para, con miras a regular el mercado monetario, comprar, amortizar o vender sus propios títulos, u obligaciones emitidas o garantizadas por el Gobierno nacional; y, g) organizar la acuñación de monedas fraccionarias, cuya emisión siguió en manos de la Tesorería General de la República. (Hernández-Gamarra *et al.*, 2004)

Además, la Junta Monetaria quedó facultada para ejercer las funciones sobre cambio y comercio exterior otorgadas a la Junta Directiva del Banco por las leyes 1 de 1959 y 83 de 1962. Facultades todas que le dieron a la Junta poderes plenos para llevar a cabo la política monetaria, cambiaria y crediticia.

Ahora bien, el hecho de que a la Junta Directiva se le eliminaran las funciones para dirigir la política monetaria, cambiaria y crediticia, no significó que el Banco perdiera su naturaleza ni dejara de ejercer algunas de 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 debe añadir que, según la nueva normatividad, quedó establecido que el Banco sería el ejecutor de las decisiones de la Junta Monetaria y continuaría siendo:

- El guardián y administrador de las reservas internacionales.
- El banquero del Gobierno.

- El guardián de las reservas de los bancos comerciales y demás intermedios financieros.
- El banquero de las instituciones financieras, mediante operaciones de préstamo y descuento.
- El banquero del Fondo Nacional del Café, de los Fondos Ganaderos y del Instituto de Desarrollo Cooperativo.
- El administrador de los Fondos de Fomento que se fueron creando.
- El administrador de los convenios de pagos suscritos entre Colombia y otros países.
- El depositario en Colombia de las disponibilidades del Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Fue por ello que, Rafael Gama, gerente del Banco pudo afirmar:

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 la 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)

#### **4.5.1.3 LA EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL**

Entre 1935 y 1951, la tasa de cambio nominal varió según se detalla en el Cuadro 4.15.

Además, el Decreto Extraordinario 831 de 1940 otorgó a los productores cafeteros, por el término de ocho meses, una prima de COP 2 por saco de café pilado de 70 kilos y de COP 1,5 por cada saco de café en pergamino.

En medio de la elevación de los precios del café durante el primer quinquenio de los años 1950, y el consecuente aumento de la oferta de divisas, el manejo cambiario no presentó especiales dificultades. No obstante, cuando en 1955 se evidenció una sobreproducción de café en el mercado mundial, el precio del grano empezó a descender y se presentó una escasez en la oferta de divisas

**CUADRO 4.15**  
**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PESOS POR DÓLAR)**  
**1935-1951**

FECHA DE MODIFICACIÓN	TASA DE CAMBIO
15 de mayo de 1936	1,757
29 de octubre de 1936	1,755
Abril – junio de 1940	4 tipos de cambio diferenciales <sup>a/</sup>
Abril 19 de 1944	1,755
Mayo 23 de 1945	1,755 <sup>b/</sup>
Diciembre de 1948	1,95
Abril de 1951	2,51

<sup>a/</sup> Se establecieron cinco grupos de precedencia a la hora de autorizar las importaciones las cuales pagaban los siguientes tipos de cambio: primer turno 1.755; segundo turno 1.795; tercer turno 1.870; y, cuarto turno 1.950.

<sup>b/</sup> Desde abril de 1944 se eliminó el sistema de tipos de cambio diferenciales, pero a partir del 23 de mayo de 1945 la Oficina de Control de Cambios determinó que habría cinco grupos de importaciones y para cada uno de ellos “se estableció un depósito de garantía de diferente cuantía sobre el valor de la respectiva licencia, modificando así el depósito uniforme de 10% que regía para todos los turnos, según la Resolución 92 del 25 de abril de 1940” (Arango 1948, 210).

Fuente: Arango (1498); elaboración del autor.

que puso de manifiesto que la tasa de cambio estaba sobrevaluada. En busca de mantener ese precio, se establecieron medidas restrictivas a las importaciones y a los giros sobre el exterior. Cuando se estimó que ello no sería suficiente para mantener el equilibrio en las cuentas externas, en mayo de 1955 se determinó que la tasa de cambio para las importaciones no esenciales sería libre, lo cual hizo que ella se elevara de COP 3,93 por dólar a COP 7,00 por dólar, en abril de 1957. Así se inició una variación frecuente en las tasas de cambio nominales, que se prolongó durante los siguientes doce años como se describe a continuación.

Cuando a las presiones sobre los tipos de cambio nominales se sumó el no pago oportuno de la deuda externa de corto plazo, al cual tuvo que hacerle frente el nuevo Gobierno en mayo de 1957, el Decreto 107 de ese año creó el mercado de certificados de cambio y el mercado de capitales. En el primero de esos mercados la tasa nominal se elevó de COP 2,50 por dólar a COP 4,80 por dólar, y el mercado de capitales inició con un tipo de cambio de COP 5,90 por dólar.

El mercado de certificados de cambios se nutría de las exportaciones de bienes y se utilizaba para pagar las importaciones, el servicio de la deuda externa y

los servicios oficiales. Por su parte el mercado libre se alimentaba de las demás exportaciones y cubría el pago de los demás servicios y del capital no registrado.

La tasa de cambio en el mercado de certificados se elevó de COP 6,10 por dólar en marzo de 1958 a COP 6,70 en junio de 1960; y en noviembre de 1962, en medio de una discusión abierta al público en el Congreso de la República, se devaluó a COP 9,00 por dólar para la venta, mientras que el precio de compra se elevó de COP 6,70 a COP 7,10 por dólar.

En 1964 se prohibió la negociación de divisas en el mercado libre, y en marzo y junio de 1965 una nueva devaluación del certificado para la compra de las divisas tuvo lugar. Modificaciones adicionales se establecieron también a mediados de 1965 para fijar el precio de las divisas provenientes de las exportaciones distintas al café y, mediante la Resolución 20 de 1965 de la Junta Monetaria, se fijó como precio para las divisas provenientes de esas exportaciones COP 13,50 por dólar.

Además, en 1965 se eliminó el remate de los certificados de cambio y se establecieron dos mercados de divisas. El primero era el preferencial, que se nutría de los reintegros provenientes de las exportaciones de café y de aquellas cuyo contenido de materia prima importada fuera superior al 50 %, y los destinaba al pago de las importaciones consideradas esenciales. El segundo mercado se nutría de las exportaciones distintas al café y de aquellas que agregaran mayor valor nacional al utilizar menos del 50 % de importaciones. Mercado este último en el que se pagarían las importaciones no esenciales y las demás obligaciones externas.

A finales de noviembre de 1966 se suspendió el mercado libre de oro y divisas y se dispuso que únicamente el Banco podía adquirir y vender esos valores.

Esta síntesis sobre el manejo cambiario después de 1951, a la cual escapan muchos casos particulares y disposiciones específicas<sup>13</sup>, describe en grandes líneas ese manejo cambiario el cual se puede caracterizar 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 intención de controlar las importaciones, más que con la tasa de cambio, a través de controles cuantitativos.

<sup>13</sup> Las cuales se detallan con toda minuciosidad en Wiesner (1978).

- La conciencia de que era inconveniente mantener un régimen de cambio múltiple, pero en la práctica la imposibilidad de unificarlo dadas las dificultades que suponía el manejo de los impactos distributivos y las presiones inflacionarias.
- La falta de un esquema integral de política económica.

Cuando a finales de 1966 las reservas internacionales netas llegaron a ser negativas, el esquema cambiario hasta entonces existente hizo crisis. En medio de esas dificultades, el Gobierno nacional se opuso abiertamente a las recomendaciones del FMI, que eran apoyadas por la Agencia Internacional de Desarrollo de los Estados Unidos (USAID, por su sigla en inglés), para que se decretara una nueva devaluación, se adoptaran medidas que garantizaran un adecuado nivel de reservas internacionales y se estableciera un compromiso para mantener la disciplina monetaria.

Para explicar su posición, el Gobierno Nacional bajo el liderazgo del presidente Carlos Lleras Restrepo adujo razones técnicas y argumentos relativos a la soberanía del Gobierno Nacional para manejar la política económica. En medio de ese debate, primero se expidió el Decreto 2867 del 28 de noviembre de 1966, que suprimió el mercado libre de divisas, y el Gobierno le solicitó al Congreso de la República facultades extraordinarias para que pudiese legislar en materia cambiaria. Concedidas esas facultades, el Gobierno Nacional expidió el Decreto 444 de 1967 que se convirtió en el pilar del régimen cambiario que rigió en el país desde entonces hasta la expedición de la Ley 9 de 1991.

El régimen cambiario establecido por el Decreto 444 llevó a radicales modificaciones de la política cambiaria del pasado reciente, por cuanto en él se instituyó:

- Establecer una tasa de cambio nominal flexible cuya variación frecuente evitara la existencia de una tasa de cambio nominal fija durante largos periodos.
- La búsqueda de la unificación del tipo de cambio, la cual se alcanzó en junio de 1968, cuando la tasa de cambio de los certificados se cotizó a COP 16,30 por dólar, que era la cotización existente en el mercado de capitales en esa fecha.
- La búsqueda expresa de diversificar las exportaciones, mediante la creación de un fondo para su promoción y estímulos cambiarios de diverso orden.

#### 4.5.2 EL ENTORNO MACROECONÓMICO

Antes de examinar la evolución y causas de la inflación en este periodo, se revisa la marcha del crecimiento económico, la evolución de la disponibilidad de cambio exterior, y el resultado de la política fiscal, a fin de conocer el impacto que esos hechos pudieron tener en el manejo de la política monetaria y, por ende, de la inflación.

En lo que respecta al crecimiento de la economía en los 37 años transcurridos entre 1936 y 1972 su tasa promedio anual fue de 4,75 %, cifra superior al promedio de los cien años transcurridos entre 1923 y 2022, que ascendió al 4,31 %.

Ese resultado es notable no solo al comparar esas dos cifras, sino porque en cuatro de los siete quinquenios transcurridos entre 1936 y 1970, al igual que durante los años 1971 y 1972, el crecimiento anual promedio de la economía fue superior al 5 % y en un quinto de ellos alcanzó el 4,7 % anual. Todo eso al tiempo que los únicos dos quinquenios de menor crecimiento relativo durante el periodo ahora estudiado fueron los correspondientes a los años 1941-1945 y 1956-1960.

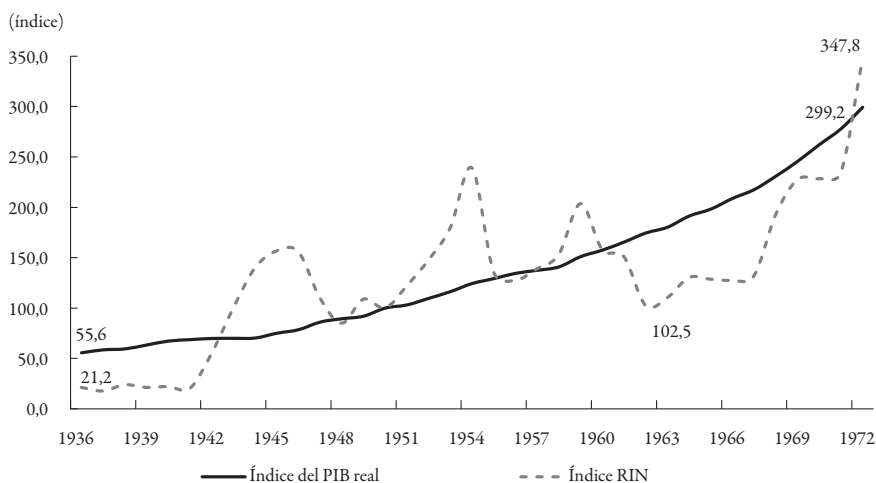
Además de elevada, la tasa de crecimiento durante 1936-1972 no fue muy variable, aun cuando solo en dos ocasiones se presentaron tres años consecutivos de crecimiento superior al 5 % anual, siendo ellos 1952-1954 y 1968-1970. Lo usual fue que, en general, a uno o dos años de crecimiento cercano o superior al 6 % siguiera una caída relativamente fuerte del mismo. Ese fue el caso en:

- 1938 y 1939, cuando a crecimientos superiores al 6 % en cada uno de ellos les siguió una caída al 2,16 % en 1940.
- 1944-1945, cuando las respectivas tasas de crecimiento fueron 6,76 % y 4,69 %.
- 1946-1947, cuando el crecimiento fue respectivamente 9,63 % y 3,86 %.
- 1952-1954, cuando a crecimientos consecutivos superiores al 6 % en cada uno de esos años le siguió una caída al 3,91% en 1955.
- 1959-1960, cuyas respectivas cifras fueron 7,23 % y 4,27 %.
- 1964-1965, con resultados respectivos de 6,17 % y 3,6 %.

En busca del hito más relevante para explicar esa evolución de la tasa de crecimiento de la economía, se podría afirmar que durante el periodo 1936-1972 ella siguió los avatares que gobernaron la disponibilidad de cambio exterior que, en buena parte, estuvo gobernado por las fluctuaciones de los precios del café. La excepción a ese comportamiento lo constituyó el quinquenio 1941-1945, cuando a pesar del aumento en las reservas internacionales se presentó el menor crecimiento económico de todo el periodo (2,75 % promedio anual).

Esta relación entre el crecimiento económico y la disponibilidad de cambio exterior se muestra en el Gráfico 4.8, cuyo eje vertical mide un índice del PIB real y el índice de las reservas internacionales, medidas en dólares, como indicador de la disponibilidad de cambio exterior. Variables cuya tasa de correlación es de 0,748.

**GRÁFICO 4.8**  
**ÍNDICES DEL PIB Y LAS RESERVAS INTERNACIONALES**  
**1936-1972**

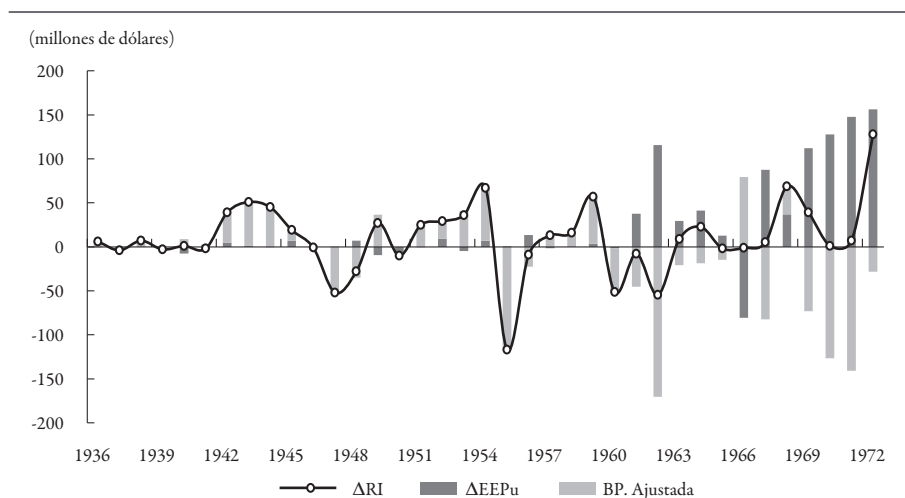


Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

También, caso especial en materia de crecimiento económico fue el quinquenio 1956-1960 con una tasa anual de 4,05 %, y en este, los años 1957 y 1958 cuando la tasa de crecimiento de la economía fue en ambos inferior a 2,5 % anual.

Las disponibilidades de cambio exterior durante el periodo ahora analizado tuvieron un comportamiento muy distinto entre 1936 y 1954, en el lapso 1955-1962, y entre 1963 y 1972, como resultado de la variación de la balanza de pagos ajustada y en el endeudamiento externo público, como se muestra en el Gráfico 4.9 y se cuantifica con toda precisión en el Anexo 4.2 al final del texto.

**GRÁFICO 4.9**  
**COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**  
**1936-1972**



Fuente: véase el Anexo 4.2.

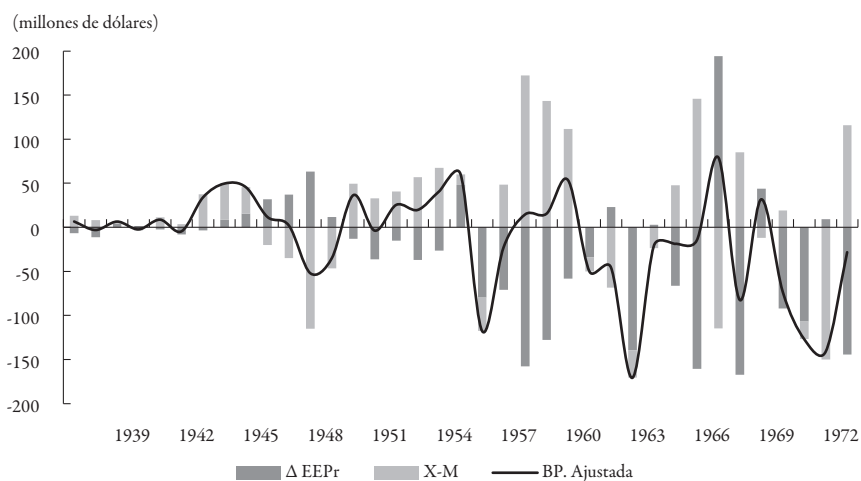
Entre 1936-1954, el elemento dominante de esa variación fue la balanza de pagos ajustada, ya que el endeudamiento externo del sector público fue de muy escasa significación, al tiempo que el resultado de dicha balanza fue positivo en quince de esos diecinueve años.

Por el contrario, durante el subperiodo 1955-1972, la balanza de pagos ajustada tuvo un comportamiento positivo en solo cinco de esos dieciocho años, lo cual hasta 1962 no fue compensado por el endeudamiento externo público; en consecuencia, se presentó una tendencia negativa en las disponibilidades de cambio exterior hasta dicho año. Ese comportamiento se revirtió a partir de 1963, cuando el endeudamiento externo del sector

público compensó el resultado negativo de la balanza de pagos ajustada y, por ende, se incrementaron esas disponibilidades.

Para complementar el análisis de los determinantes de la variación en las disponibilidades de cambio exterior, el Gráfico 4.10 muestra los determinantes de la variación en la balanza de pagos ajustada, al dividir ellos entre el resultado de la balanza de bienes y servicios más la inversión privada ( $X-M$ ), y el endeudamiento externo privado ( $EEPr$ ).

**GRÁFICO 4.10**  
**EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS AJUSTADA Y SUS DETERMINANTES**  
**1936-1972**



Fuente: véase el Anexo 4.2.

Como se observa, el primero de esos componentes fue el factor determinante de la balanza de pagos ajustada entre 1936-1954, ya que hasta ese último año el endeudamiento externo privado no fue significativo, salvo en dos o tres años, en tanto que este último componente presentó un resultado negativo en trece de los dieciocho años del subperiodo 1955-1972.

Para finalizar la visión panorámica del entorno macroeconómico entre 1936 y 1972, es preciso señalar que, en lo que respecta a la política fiscal, esta repercutió relativamente poco en la conducción de la política monetaria entre 1936 y 1945,

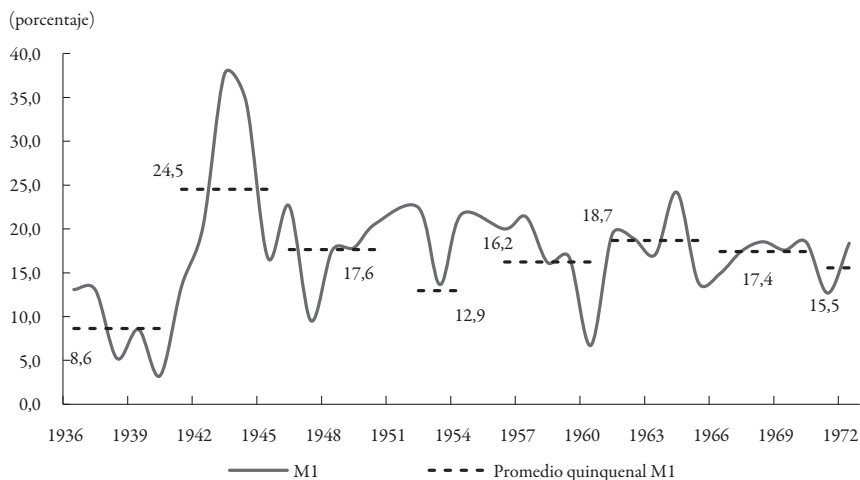
por cuanto en seis de esos diez años fue contraccionista de la base monetaria. Por el contrario, a partir de 1945 y hasta 1972 la financiación monetaria del déficit fiscal ayudó a expandir la base monetaria en 24 de esos 27 años.

Como puede observarse en las cifras del Anexo 2, entre 1936-1945 lo usual fue que la financiación del déficit fiscal por parte del Banco de la República fuera contrarrestada por el endeudamiento externo público; mientras que, desde 1946 hasta 1972, esos dos factores en la mayoría de los años tuvieron ambos un carácter expansivo.

### 4.5.3 CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

En el periodo 1936-1972, los medios de pago crecieron a un promedio anual del 16,5 %, cuando los determinantes anuales de dicha cifra fueron en extremo variables tanto para los resultados anuales, como para los promedios quinquenales, como muestra en el Gráfico 4.11.

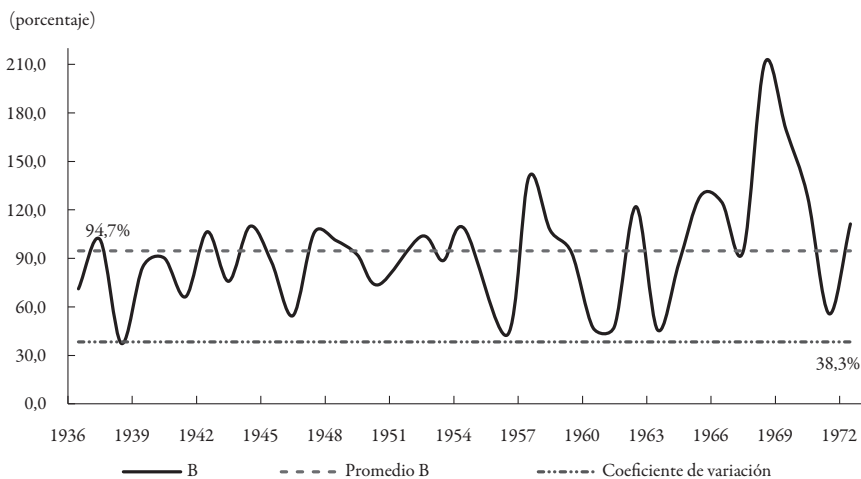
**GRÁFICO 4.11**  
**CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO**  
**1936-1972**



Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.  
Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Este crecimiento variable de los medios de pago fue fruto de la escasa preocupación de las autoridades por ejercer control sobre el mismo, ya que, al estar determinado en casi todos los años por la expansión de la base monetaria, como muestra el Gráfico 4.12, poco control se ejerció sobre dicha variable, por no decir ninguno. Sin embargo, este juicio debe tomar en cuenta que la institucionalidad monetaria en ese periodo estuvo muchas veces condicionada por la obligación de financiar a la autoridad fiscal y por el régimen de tasas de cambio fija o semifija.

**GRÁFICO 4.12**  
**CONTRIBUCIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA BASE AL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO**  
**1936-1972**



Nota: se excluyen de los cálculos y del gráfico los datos para 1951 y 1955.

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Las limitaciones de la política monetaria para controlar el crecimiento de la Base se hacen patentes cuando se conoce que el crédito interno neto del Banco de la República era difícilmente controlable, ya que estaba supeditado a medidas de financiamiento del déficit fiscal y, por consiguiente, no podía contrarrestar plenamente las variaciones que produjeran las reservas internacionales en esa variable. Este hecho se evidencia, con total precisión, al calcular el coeficiente de correlación entre esas dos últimas variables, el cual fue de  $-0,018$ . Ello, al tiempo

que el coeficiente de correlación entre el incremento en las reservas internacionales y crédito del Banco de la República al sistema bancario fue marcadamente procíclico, dado que ascendió a 0,605.

Complemento para explicar la limitación de las autoridades sobre el control monetario es el hecho de que la variación del crédito interno del Banco de la República al sector bancario fue también marcadamente procíclica, al comparar esa variación con la que tuvo el resto del crédito interno otorgado por el Banco. En ese caso, el respectivo coeficiente de correlación de las dos variables fue de 0,644.

Por lo que respecta al papel del multiplicador en la variación de los medios de pago, su contribución cuantitativa fue menor, como se deduce del Gráfico 4.12. Aun cuando para total precisión debe añadirse que las tasas de crecimiento del multiplicador y de la Base se movieron en sentido contrario, como se desprende del hecho de que el coeficiente de correlación entre las dos variables fue crecientemente negativo a medida que avanzó el periodo ahora en estudio, como se ve en el Cuadro 4.16.

**CUADRO 4.16**  
**CORRELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DE LA BASE Y**  
**DEL MULTIPLICADOR**  
**1936-197**

PERIODO	CORRELACIÓN DE PEARSON ENTRE B Y M
1936 - 1972	-0,67
1935 - 1951	-0,25
1952 - 1962	-0,83

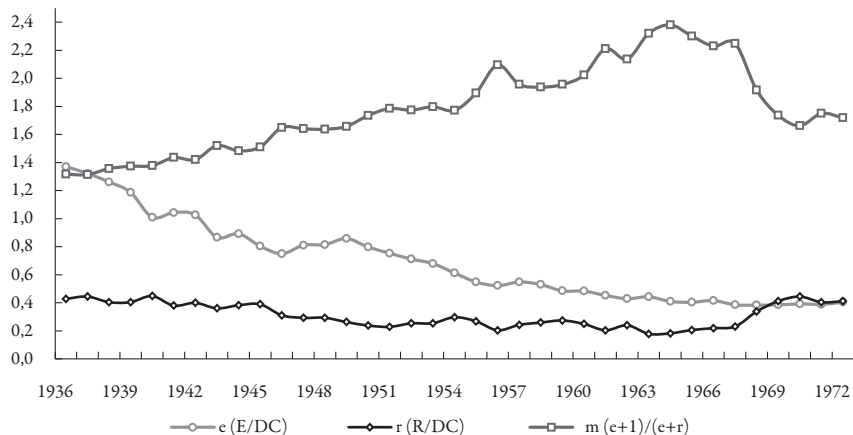
Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Esto se explica principalmente por el aumento en el coeficiente de reservas bancarias, ya que el coeficiente de efectivo fue tendencialmente decreciente durante todo el periodo, según se muestra en el Gráfico 4.13.

Sin embargo, la causalidad entre la relación negativa del crecimiento de la Base y su multiplicador fue el resultado de la decisión de las autoridades monetarias solo a partir de los años sesenta, cuando el coeficiente de encajes bancarios empezó a utilizarse para ese propósito, según se documenta en Hernández-Gamarrá y Jaramillo-Echeverri (2017). Antes de ello, la evolución de las reservas bancarias y, por ende, del multiplicador se debió más a decisiones autónomas del sistema bancario que, ante la amplitud de la oferta de reservas bancarias, prefirió

mantener un exceso de ellas respecto al encaje requerido, antes que expandir su cartera y los medios de pago.

**GRÁFICO 4.13**  
**TENDENCIA DEL MULTIPLICADOR Y DE SUS DETERMINANTES**  
**1936-1972**



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

#### 4.5.4 EVOLUCIÓN DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS Y SU RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

El Cuadro 4.17 muestra la evolución del promedio quinquenal del nivel general de precios durante 1936-1970 y en los años 1971 y 1972.

Como se observa, durante los tres primeros de esos quinquenios, la inflación creció aceleradamente y alcanzó un pico de 14,13 % anual entre 1946-1950. A partir de entonces, la inflación del quinquenio descendió a 5,04 % entre 1951-1955, y luego empezó a subir en los siguientes dos quinquenios. Este último fenómeno se revirtió entre 1966-1970, para luego empezar un nuevo ascenso en 1971 y 1972.

**CUADRO 4.17**  
**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN**  
**1936-1972**

PERÍODO	PROMEDIO PORCENTUAL ANUAL
Quinquenio 1936-1940	4,96
Quinquenio 1941-1945	10,96
Quinquenio 1946-1950	14,13
Quinquenio 1951-1955	5,04
Quinquenio 1956-1960	10,25
Quinquenio 1961-1965	13,67
Quinquenio 1966-1970	8,44
Año 1971	13,62
Año 1972	14,01
1936-1972	9,86

Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

Entre 1936 y 1940, el descenso en el proceso inflacionario fue continuo después de 1937, cuando al pico del quinquenio en ese año (12,37 %) les siguieron caídas sucesivas entre 1938 y 1940. En este último año el nivel general de precios descendió 3,13 %; resultado negativo que se presentó también en 1941 (-1,4 %), año a partir del cual la inflación creció sucesivamente entre 1942 y 1944. En este último, el resultado de la inflación (20,31 %) fue el segundo más alto de todo el periodo 1936-1972.

El ascenso del promedio quinquenal de la inflación entre 1946 y 1950 fue producto de sucesivas alzas y bajas en la inflación anual; lo mismo aconteció en el quinquenio 1951-1955, cuando solo entre 1953 y 1954 la inflación subió consecutivamente en los dos años.

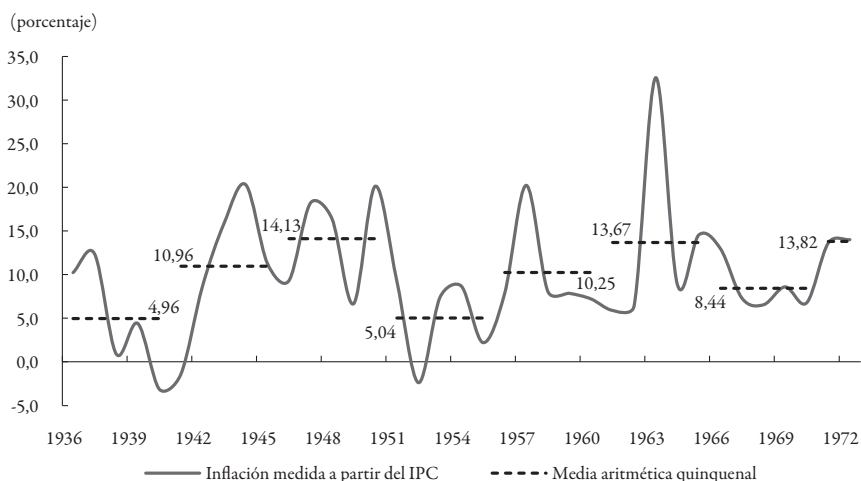
En el quinquenio 1956-1960, a la inflación moderada del primero de esos años (7,82 %) le siguió un pico de 20,23 % en 1957, luego de lo cual se presentaron caídas sucesivas entre 1958 y 1960.

Dichas caídas se prolongaron hasta 1961, cuando se inició un ascenso que tuvo su máxima expresión en 1963 (32,56 %) que, como ya se dijo, fue la más alta de los últimos cien años y a la que siguió una profunda caída en 1964 (8,92 %). Luego de ello, se presentaron ascensos de la inflación en 1965 y 1966, año en que se inició un descenso continuo, interrumpido (levemente) en 1969. Descenso que también se interrumpió, como ya se señaló, en 1971 y 1972.

De esta descripción, y del Gráfico 4.14, resulta claro que es difícil encontrar un ritmo constante en el crecimiento o descenso de la inflación durante periodos prolongados. Aun cuando una observación detallada de su evolución permite afirmar que en los años en que su nivel superó el 20 % al siguiente se presentó una caída notable. Ese fue el caso en:

- 1944-1945, cuando los respectivos valores fueron 20,31 % y 11,33 %.
- 1950-1951, con cifras respectivas de 20,12 % y 9,37 %.
- 1957-1958, cuando las tasas de inflación fueron 20,23 % y 8,1 %.
- 1963-1964, con valores respectivos de 32,56 % y 8,92 %.

**GRÁFICO 4.14**  
**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL 1936-1972**



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

En cuanto a la correlación entre el índice de precios y el índice de exceso en los medios de pago, esta fue de 0,99, lo cual muestra el estrecho comportamiento entre las dos variables durante este periodo.

#### 4.5.5 DEBATE SOBRE LA INSTITUCIONALIDAD Y CONTROVERSIAS SOBRE EL MANEJO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

Aun cuando durante el periodo que ahora nos ocupa no hubo un debate continuo explícito sobre la inflación y sus causas, sí se produjeron propuestas para reformar la organización del Banco de la República y el manejo de la política monetaria bajo paradigmas distintos a los que se consignaron en el Decreto Ejecutivo 756 de 1951. Además, durante ese lapso se produjeron controversias episódicas sobre el manejo de la política antiinflacionaria.

En efecto, la institución del Banco de la República como una entidad cuya tarea fundamental fuese la promoción del crecimiento económico, estuvo antecedida de recomendaciones sobre su administración y el manejo de la política monetaria por parte de técnicos extranjeros, no del todo acordes con las directrices que se consignaron en el Decreto 756 de 1951.

Abiertamente elogioso de la eficiencia administrativa, la integridad y la seriedad de la gerencia del Banco, el experto David Grove, quien en su condición de funcionario de la Reserva Federal vino al país en 1949 acompañado de Gerard Alter, fue crítico parcial de la organización del Banco y de la determinación y ejecución de la política monetaria, como consta en el documento “Deficiencias en la Estructura de la Banca Central Colombiana”, preparado en 1949 y más tarde reproducido en la *Revista Banca y Finanzas de la Asociación Bancaria* (Grove, 1988). Críticas que se sustentaron en que el Banco había desempeñado un papel puramente pasivo y no había utilizado ni siquiera los poderes limitados que le dio la legislación Kemmerer.

A partir de este diagnóstico, Grove, teniendo en cuenta que la función de la Banca Central debería consistir en controlar la oferta, disponibilidad y costo de la moneda, señaló:

una política monetaria destinada a establecer límites cuantitativos a la expansión del medio circulante también es esencial si han de emplearse controles de crédito selectivo. En realidad, cualquier sistema de control selectivo de crédito fallaría cuando el volumen de crédito bancario se expanda sin tener en cuenta los efectos inflacionistas. (Grove, 1988, en Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, pp. 224-225)

Consideraciones a partir de las cuales propuso:

- Ampliar las atribuciones del Banco de la República para regular la oferta, la disponibilidad y el costo de la moneda, y además precisar algunas otras que tenía al respecto.
- Modificar la estructura del capital del Banco de la República y la composición de la Junta Directiva.
- Fortalecer la capacidad técnica del Banco de la República para ejecutar la política monetaria y darle a esa función un apropiado nivel jerárquico, mediante la asignación de esa responsabilidad a un economista de competencia profesional sobresaliente que reportase sus análisis directamente a la Junta Directiva, y cuya posición no fuese inferior a ninguno de los funcionarios del Banco.
- Concentrar todas las funciones de la banca central en el Banco de la República, pues algunas de ellas se le habían delegado al Fondo de Estabilización de la Deuda Pública, y otras, como la vigilancia e inspección de los bancos, las ejercía la Superintendencia Bancaria.

La Junta Directiva propuesta por Grove sería de ocho miembros, los cuales serían el ministro de Hacienda, cinco miembros escogidos por el presidente de la República y dos por los bancos. En caso de empate en alguna decisión, dado el número par de los integrantes de la Junta, Grove propuso que la cuestión debía pasar al presidente de la República para que él tomara la decisión.

El otro experto que hizo recomendaciones sobre la organización del Banco de la República y el manejo de la política monetaria fue Lauchlin Currie, director de la Misión que el Banco Mundial envió al país para asesorarlo en el manejo de la política económica y la administración pública.

En desarrollo de su trabajo como director de esa Misión, Currie preparó dos informes: las Bases del Programa de Fomento para Colombia y el relativo a la Reorganización de la Rama Ejecutiva del Gobierno de Colombia, en cuyo capítulo XVII analizó las interrelaciones entre las políticas monetaria, fiscal y cambiaria.

En este último texto criticó que la entidad que en Colombia creaba y regulaba el dinero en circulación fuera en gran parte de propiedad particular y que su Junta Directiva estuviera constituida por representantes del sector privado, cuando su

principal mandato, que debería ser la estabilidad de precios y la búsqueda del pleno empleo (Currie, 1952, p. 383), implicaba responsabilidades y obligaciones públicas porque afectaba el bienestar económico de todos los ciudadanos.

Además, Currie (1951) fue enfático:

al sugerir inversiones limitadas de los bancos en determinados activos, no queremos sugerir la financiación de proyectos de fomento a largo plazo por medio de la inflación [...]. El objetivo no es obtener una mayor formación de capital por medio de más inflación, sino mejorar la dirección del caudal del capital. Similarmente, el objetivo no es aumentar el volumen de crédito existente, sino orientar una parte de ese volumen hacia usos de fomento. (p. 666)

A partir de esos principios Currie (1951) propuso:

- Considerar en todo momento los efectos de crédito del Banco de la República sobre la posición de encaje de los bancos comerciales, para así mantener control sobre el crecimiento de los medios de pago.
- Utilizar la política de redescuento como el principal instrumento de la política monetaria, en vista de la imposibilidad de utilizar operaciones de mercado abierto y de las dificultades que suponía modificar continuamente el coeficiente de encaje y de la inoperancia de la tasa de redescuento.
- Desembarazar al Banco de la República de las funciones que ejercía en relación con la producción de sal, y otras de similares características, porque tales actividades no tenían nada que ver con la dirección monetaria y le quitaban tiempo y energía a los altos funcionarios y directores del Banco.
- Consagrar como responsable de la inflación o la depresión a la administración que estuviese en el poder, ya que “se ganaría mucho al hacer que este principio fuera explícito en vez de implícito, creando una organización que acepte y enfrente francamente esa responsabilidad” (p. 391).

Esta última finalidad lo llevó a proponer una reforma a la composición de la Junta Directiva del Banco en los siguientes términos:

la Junta que proponemos podría consistir de cinco miembros, nombrados directamente por el Presidente [sic] 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 conocidos por su independencia y solidez de criterio. (Currie, 1952, p. 386)

También crítico de la reforma contenida en el Decreto 756 de 1951 fue el dirigente liberal gaitanista Antonio García, quien luego de un detenido examen del contenido del Decreto 756 concluyó que mientras no se “revisen a fondo las estructuras bancarias, la reforma no podrá resolver ninguno de los grandes problemas de nuestra organización crediticia” (García, en Hernández-Gamarra *et al.*, 2004, p. 262).

Con excepción de la facultad para regular el coeficiente de encajes bancarios y la creación de la oficina de investigaciones económicas en el Banco de la República, las recomendaciones de Grove no fueron tomadas en cuenta, a pesar de que el texto de su documento fue conocido y debatido en la Comisión de Estudios Bancarios que a principios de 1951 fue creada por la Junta Directiva del Banco para estudiar sus futuras orientaciones y políticas. Este organismo, como era esperable, dada la propuesta de Currie para eliminar la representación privada en la composición de esa Junta, no se ocupó de ninguna de sus recomendaciones.

No fueron entonces las propuestas de Currie o las de Grove las que llevaron al Banco de la República a instaurar un sistema crediticio de largo plazo con independencia de la situación monetaria, o que se intentara utilizar la emisión primaria para expandir la formación de capital. De estas anotaciones es fácil colegir que asistió plenamente la razón a Jaime Martínez-Recaman<sup>14</sup> cuando, en su *Historia Jurídica del Banco de la República* (1980), afirmó que la reforma financiera de 1951 fue más del caletre de la Junta Directiva del Banco, que producto de la asesoría de los técnicos extranjeros, muchas de cuyas recomendaciones sustantivas no fueron consideradas en dicha reforma.

En cuanto a la reforma institucional que dio origen a la bifurcación de la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, atrás mencionada, debe señalarse que unánime fue el consenso sobre la necesidad de su creación, según lo expresado, entre otros, por Carlos Sanz de Santamaría, Hernando Gómez Otálora y Alfonso Palacio Rudas, de acuerdo con los textos de ellos reproducidos en Hernández-Gamarra *et al.* (2004). No obstante, es preciso añadir que Palacio Rudas fue defensor acérrimo de que la soberanía monetaria volviera a la órbita

<sup>14</sup> Así figura el nombre del autor en el pie de imprenta del libro. Aun cuando en su carátula figura como JAIME MZ-RECAMAN.

del Estado, pero también crítico constante de las políticas seguidas por la Junta Monetaria. Entidad sobre la cual también discrepaba acerca de la composición que a ella se le dio, por medio de unas facultades extraordinarias concedidas por el Congreso al presidente de la República.

Adicionalmente debe señalarse que en lo institucional también fue objeto de relativo consenso la expedición del Decreto 444 de 1967 y el manejo cambiario que en este se consagró.

Respecto a las controversias sobre medidas específicas de política antiinflacionaria durante el lapso 1936-1972, tres circunstancias dieron lugar a las principales de ellas. La primera se presentó con ocasión de la adopción de un tope a la cartera bancaria a finales de 1950; la segunda fue producto del plan de estabilización adoptado al inicio del gobierno del Frente Nacional, en agosto de 1958; y la tercera se presentó con ocasión del proceso de devaluación nominal de la tasa de cambio en el segundo semestre de 1962.

El primero de esos eventos fue provocado por la decisión que llevó a un acuerdo de caballeros entre los directivos de la banca comercial para poner un tope a su cartera, con miras a frenar el crecimiento que se estaba presentando en el nivel general de precios en el segundo semestre de 1950. La decisión se adoptó en medio de la reticencia de algunos bancos que, por diversos motivos, frenó el crecimiento de los medios de pago más allá de lo deseable, a tal punto que “la caída de la oferta monetaria real en 1951 fue el resultado de uno de los peores errores en la historia monetaria de Colombia” (Meisel-Roca y Jaramillo-Echeverri, 2017, p. 100).

Al inicio del primer gobierno del Frente Nacional, en agosto de 1958, el ministro de Hacienda, Hernando Agudelo Villa, quien había sido un permanente contradictor del crecimiento de la inflación de tiempo atrás, presentó un programa de estabilización económica que tuvo como base detener la creciente devaluación nominal del tipo de cambio; modificar la expansión exagerada de las emisiones del Banco de la República a favor de diferentes actores económicos; y controlar el déficit fiscal y su financiación monetaria (Agudelo-Villa, 1967).

El programa tuvo positivos efectos sobre la estabilidad de precios, pero, desde principios del primer semestre de 1961 hasta la dejación del cargo por el ministro Agudelo Villa en septiembre de dicho año, enfrentó la oposición de muy diversos actores de la vida nacional, incluidos entre otros Guillermo León Valencia, entonces firme candidato a la Presidencia de la República para el siguiente periodo; de Hernán Jaramillo Ocampo, exministro de Hacienda; de

los editorialistas y destacados columnistas de los periódicos *El Tiempo*, *La República*, *El Siglo*, *La Nueva Prensa* y *Vanguardia Liberal*; y, de diversos gremios como la Sociedad de Agricultores de Colombia (SAC), según documenta con detalle Edgard Gutiérrez-Castro (1967).

Dichos opositores contrapusieron la estabilidad de precios al crecimiento de la producción nacional y provocaron la salida de Agudelo Villa del ministerio de Hacienda, para que su sucesor Misael Pastrana Borrero procediera a desmontar pronto los controles monetarios, crediticios y fiscales que se habían establecido en el programa de estabilización. Este desmonte, a pesar del breve ejercicio de Pastrana Borrero como ministro de Hacienda, pues solo demoró en el cargo siete meses, y de las rectificaciones que intentó su sucesor Jorge Mejía Salazar, fue la semilla del grave desequilibrio macroeconómico que tuvo que enfrentar en sus inicios la administración del presidente Guillermo León Valencia.

Mencionado desequilibrio condujo a una devaluación de la tasa de cambio absolutamente antitécnica a finales de 1962, ya que para llevarla a cabo se sometió a consideración del Congreso de la República el establecimiento de un impuesto a las importaciones de COP 2,30 por dólar.

Como era apenas esperable, ese mecanismo para modificar el tipo de cambio, mediante una decisión públicamente preanunciada y debatida en el Congreso de la República, terminó aumentando las expectativas de devaluación y de inflación, llevó a que esta última efectivamente aumentara como nunca, y a que al final la devaluación nominal no tuviera ningún efecto sobre la tasa de cambio real. Desordenado manejo macroeconómico de principio de los años sesenta que contrasta con lo acontecido después de 1967, cuando se empezó a calmar la incertidumbre cambiaria, se redujo la inflación y se aceleró el crecimiento económico.

#### **4.6 PERIODO 1973-1999**

En el lapso 1973-1999 el promedio anual de la inflación ascendió a 22,82 % que fue un poco más del doble de la del periodo 1923-2022. Evolución del nivel general de precios en la cual son destacables además que el valor máximo se alcanzó en 1990 (32,37 %) y el mínimo en 1999 (9,23 %); que solo en cuatro de los veintiséis años de este periodo fue inferior al 20 % anual; y, que los únicos resultados atípicos del periodo corresponden precisamente a 1990 y 1999. Por todo ello el nivel de la tasa de inflación fue relativamente estable y alta para los estándares nacionales.

Este proceso inflacionario se inició en 1971 y se presentó en medio de una fuerte expansión fiscal y de profundos cambios institucionales, de un muy variable entorno macroeconómico, y de un permanente debate sobre el nivel de la inflación, sus causas y su control.

#### **4.6.1 CAMBIOS INSTITUCIONALES Y SUS IMPLICACIONES**

El primero de los cambios institucionales ocurrió al inicio del periodo y, a lo largo de este, tuvo efectos permanentes; mientras que otros dos se sucedieron durante la década del noventa y, por ende, solo repercutieron en el manejo de la política económica a partir de entonces.

El cambio institucional con efectos permanentes en el periodo consistió en la decisión de remunerar parte del ahorro personal a tasas de interés reales positivas, mediante la creación del sistema de ahorro de valor constante, lo cual llevó a una progresiva y creciente expansión del sistema financiero y añadió un mecanismo más de indexación de precios.

A su vez, los dos cambios institucionales que se presentaron a partir de los años 1990 fueron la mayor libertad en materia cambiaria, de importaciones y de manejo del sistema financiero; y la expedición de la norma constitucional que estableció como obligación del Estado velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda. Para esta última finalidad, la Junta Directiva del Banco de la República, instituida como la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia en reemplazo de la Junta Monetaria, sería un órgano independiente de la voluntad de los poderes Ejecutivo y Legislativo.

Esa temporalidad en los cambios institucionales, y la profundidad del último de ellos hace necesario que, en cuanto al manejo de la política monetaria, sea preciso distinguir la dirección que a ella se le dio hasta mediados de 1991 de la que tuvo después de entonces; y, para mayor precisión, distinguir el manejo que a ella se le dio entre mediados de 1991 a 1996 del que tuvo entre 1997 y 1999.

##### **4.6.1.1 REMUNERACIÓN REAL DE LOS AHORROS, EXPANSIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO E INDEXACIÓN PARCIAL DE LA ECONOMÍA**

En 1972, durante el mandato de Misael Pastrana Borrero, se puso en marcha la estrategia del sector líder para promover la aceleración del crecimiento econó-

mico que, concebida y defendida por el profesor Lauchlin Currie, fue el soporte conceptual del Plan Nacional de Desarrollo: Las Cuatro Estrategias, durante el periodo 1972-1974. Plan que enfatizó la priorización de la industria de la construcción, las exportaciones, el incremento de la productividad en el sector agropecuario y los aspectos redistributivos de la política económica.

Sin embargo, el principal énfasis del Plan fue el crecimiento de la industria de la construcción de viviendas, sobre las cuales se postuló que existía una demanda potencial muy alta que podría ser satisfecha, sin grandes exigencias de cambio exterior y con fuertes enlaces con los sectores proveedores de sus insumos, siempre y cuando se le asignaran recursos del ahorro privado para ese propósito. Finalidad para la cual se crearon las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV)<sup>15</sup> con el fin de que captaran ahorro y prestaran para la construcción y la compra de viviendas; se creó el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) como prestamista de última instancia de las CAV; y se reglamentó el funcionamiento de las unidades de poder adquisitivo constante (UPAC).

Según la reglamentación que se hizo de esas unidades tanto las captaciones de ahorro que hicieran las CAV, como los préstamos que otorgaran, se indexarían, ya que unas y otros cambiarían periódicamente su valor nominal de acuerdo con la variación del índice de precios al consumidor (IPC). De esa manera, la remuneración nominal de las captaciones que hicieran las CAV tendrían dos componentes: la corrección monetaria, que repondría la pérdida de poder adquisitivo que provocaba la inflación, y la tasa de interés real, que constituiría su rendimiento real e inició siendo el 5 % anual. Asimismo, los créditos que otorgaran las CAV ajustarían su saldo con la inflación y pagarían una tasa de interés real que cubriera los costos reales de la captación, sus gastos administrativos y sus correspondientes utilidades.

El interés real inicial del 5 % para los ahorradores en UPAC entró a competir muy favorablemente con las cuentas de ahorro tradicionales, cuya remuneración total había permanecido congelada durante años en el 4 % nominal, con independencia de la tasa de inflación, y así permaneció durante muchos meses después que empezaron a operar las CAV. Ello hizo que el sistema de ahorro y vivienda gozara de general aceptación, a tal punto que en solo un año y escasos cuatro meses –el lapso comprendido entre septiembre de 1972 cuando empezó a funcionar la primera CAV y el inicio de 1974– se constituyeran diez CAV, de las cuales siete fueron privadas y tres tuvieron capital público.

<sup>15</sup> Mediante el Decreto 678 de 1972.

De otra parte, en busca de mayores libertades en el sistema financiero, la administración López Michelsen, que había iniciado funciones en agosto de 1974, tratando de disminuir las ventajas competitivas que inicialmente tuvo el sistema de ahorro y vivienda, modificó la estructura de las tasas de interés con la finalidad de aminorar la extrema dispersión que ellas tenían<sup>16</sup>.

En razón a esas decisiones se subieron las tasas de interés que pagaban por sus captaciones de ahorro los bancos comerciales y la Caja Agraria; se autorizó a los bancos para emitir certificados de depósito a término (CDT) con una tasa de interés nominal también más elevada; y se les permitió a las Corporaciones Financieras la captación a corto plazo, que antes no podían hacer, para que otorgaran créditos con destino al capital de trabajo de las empresas industriales.

En virtud de esas disposiciones, las tasas de interés que pagaban distintos pasivos de los intermediarios financieros tuvieron la variación nominal que muestra el Cuadro 4.18 en el cual el ahorro tradicional estaba constituido por obligaciones a la vista, al igual que el UPAC cuentas, en tanto que los CDT y el UPAC certificados eran depósitos redimibles solo al vencimiento del periodo estipulado en cada operación.

Ese cambio institucional dio lugar a un aumento en el tipo de los intermediarios que participaban en el mercado financiero; a un significativo aumento en su número; a cambios notables en la significación que los bancos comerciales tenían en el total de activos del sistema financiero; y a una rápida expansión del total de sus pasivos, dado que se dio una profundización financiera entendida como el aumento de la liquidez en la economía como proporción del PIB, como ilustra el Gráfico 4.15.

Como se observa, al tiempo que se contrajo relativamente el uso de los medios de pago en relación con el PIB<sup>17</sup>, aumentó significativamente la de M2<sup>18</sup> y la de M3<sup>19</sup>.

<sup>16</sup> Liberación financiera y aumento de las tasas de interés nominales que fueron explicados por el gerente del Banco de la República, Germán Botero de los Ríos, de la siguiente manera: “la filosofía que inspira la política monetaria, en especial de 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 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” (Botero de los Ríos, 1975, p. 55).

<sup>17</sup> O lo que es lo mismo, aumentó su velocidad de circulación.

<sup>18</sup> Que incluye además de M1, cuasidineros y excluye los CDT y los bonos en poder del Banco de la República.

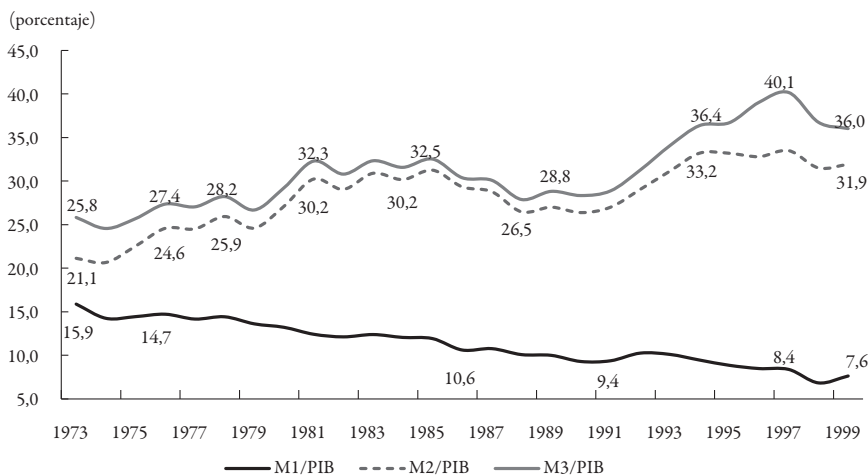
<sup>19</sup> Que es igual a M2 más los depósitos restringidos y excluye los CDT y los bonos en poder del Banco de la República.

**CUADRO 4.18**  
**TASAS DE INTERÉS NOMINAL DE ALGUNOS PASIVOS FINANCIEROS**  
**(PORCENTAJE ANUAL)**

AÑO	AHORRO TRADI- CIONAL	CDT	UPAC CUENTAS	UPAC CERTIFI- CADOS
1962	4,0	4,0		
1965	4,0	4,0		
1970	4,0	7,0		
1973	8,5	8,5	25,2	25,7
1974	12,0	12,0	26,0	26,6
1975	16,0	16,0	23,7	24,7
1976	18,0	18,0	21,6	22,6
1977	18,0	18,0	22,0	23,0

Fuente: Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverry (2017, p. 203).

**GRÁFICO 4.15**  
**EVOLUCIÓN DE LA PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA**  
**1973-1999**



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

En lo relativo al aumento del tipo de los intermediarios financieros, a partir de los años setenta, además de la creación de las CAV, aumentaron el número de las Corporaciones Financieras, de las cuales en 1978 se fundaron seis de ellas,

al igual que el de las Compañías de Financiamiento Comercial, cuyo número se duplicó a treintaiséis en breve lapso (Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverri, 2017).

En relación con la importancia relativa del tipo de intermediarios en el total de activos del sistema financiero, al inicio de los años setenta existía en el mercado una preponderancia absoluta de los bancos comerciales, que eran pocos en número y dentro de ellos era significativa la participación de la banca pública ya que la Caja Agraria y el Banco Central Hipotecario tenían un tercio de la totalidad de esos activos. Con el correr de los años, hasta 1995, ese tipo de intermediarios perdió participación, no solamente por la menor dinámica de la banca pública, sino por el auge que tuvieron hasta ese año las CAV que alcanzaron a representar la quinta parte del total del valor de los activos del sistema financiero. Importancia que disminuyó en el último quinquenio del siglo XX, luego de la crisis que ellas sufrieron durante ese periodo. Caso similar al de las compañías de financiamiento comercial que en algún momento alcanzaron a tener alrededor de la décima parte de los activos del sistema financiero para luego ver reducida la misma a cerca del 5 % de ellos. (Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverri, 2017).

Esa expansión y diversificación del sector financiero se presentó a pesar de que este afrontó dos severas crisis durante el periodo que ahora se analiza, que ocurrieron la primera de ellas en el primer quinquenio de los años ochenta y la segunda al final del periodo.

La creación de la UPAC y el alza en las tasas de interés nominales hicieron más visibles los efectos de la inflación sobre el poder adquisitivo del dinero y sus impactos redistributivos; por ello, después de 1973 se dio una indexación moderada y parcial de los precios de la economía, que se vino a sumar a la ya comentada variación diaria del tipo de cambio e incluyó, en distintos momentos, entre los más notables, los beneficios pensionales, los impuestos, los arrendamientos, los costos de la educación, el precio de la gasolina y el salario mínimo legal. De ellos, estos dos últimos se ajustaban usualmente al inicio de cada año tomando como referencia la inflación del año anterior.

#### **4.6.1.2 ELIMINACIÓN DEL CONTROL DE CAMBIOS Y LIBERACIÓN FINANCIERA**

La eliminación del control de cambios, que se produjo cuando se aprobó la Ley 9 de 1991, fue parte del programa de mayores libertades económicas e

internacionalización de la economía, impulsado por la administración del presidente Cesar Gaviria, quien había asumido el mando en agosto de 1990.

Mayores libertades económicas que se fundamentaron en las críticas al modelo proteccionista y de sustitución de importaciones; por ende, condujeron, entre otros, a cambios en la política comercial y arancelaria, al establecimiento de un nuevo régimen cambiario y a profundas modificaciones en las normas sobre el sector financiero.

En cuanto a la política comercial y arancelaria, se decidió que hubiera libertad de importaciones para lo cual se eliminó la licencia previa y se puso en marcha un programa de desgravación arancelaria o de reducción de aranceles; y en lo referente al sistema financiero, a principios de 1990 se disminuyeron las restricciones para su operación cuando se expidió la Ley 45 y se empezaron a privatizar las instituciones financieras que habían pasado a manos del Estado durante la crisis de los años 1980.

Como puede observarse, la liberación financiera y la eliminación del control de cambios se inscribieron dentro una concepción de la política económica distinta a la del pasado que, con creces, rebasó las solas consideraciones antiinflacionarias, pero que tuvo notables repercusiones sobre su manejo en el futuro, ya que esas reformas hicieron parte de los cambios que se adoptaron en este periodo, y constituyeron elementos del proceso de transición hacia la formalización de la estrategia de inflación objetivo.

#### **4.6.1.3 LA INDEPENDENCIA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**

En el periodo 1973-1990 el alza en el nivel general de precios empezó a causar preocupación creciente por la persistencia del fenómeno, por lo elevado que, para los estándares nacionales, empezó a ser el mismo y muy especialmente por el resultado del último de esos años. Ello, a pesar de que las cifras nacionales fueron siempre más bajas que las de la inflación en la mayoría de los países latinoamericanos, en donde ella fue mucho más pronunciada durante el periodo 1984-1988 en Argentina (387%), Brasil (323%), México (82%), Perú (432%) y Bolivia (2.669%), según se documenta en Boada-Ortiz, Gómez-Restrepo y Ocampo-Duque (2017).

Por ello, a principios de 1991 cuando inició sus deliberaciones la Asamblea Nacional Constituyente, que se ocuparía de reformar la Constitución Política, en el país ya habían soplado vientos propicios para que ese organismo se ocupara

de debatir la política macroeconómica en general, y las bases de la lucha contra la inflación en particular. Clima que se vio influido, además de la elevación de la inflación en el periodo 1973-1990, por las críticas al deber ser y la composición de la Junta Monetaria; por las reformas que en años anteriores habían disminuido progresivamente el papel protagónico del Banco de la República como una entidad impulsadora del crecimiento de la economía; y, por la modelación teórica que mostraba inconsistencias entre políticas con esa orientación y la inflación.

En lo que respecta al deber ser de la Junta Monetaria como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, la manera como esa entidad quedó constituida, sus políticas en general, y en especial el manejo que le daba a la liquidez en la economía, empezaron a ser cuestionadas desde principios de los años setenta. Controversia que se manifestó abiertamente en 1973, cuando a mediados de ese año la *Revista del Departamento Nacional de Planeación* publicó cuatro documentos criticando el sesgo inflacionario de la institucionalidad monetaria. Estas críticas progresivamente fueron ganando aceptación entre amplios sectores de opinión, incluidos, entre otros Alfonso Palacio Rudas (1973), Miguel Urrutia (1975), Gómez Otálora (1975), Hommes (1988) y que también reiteró el autor de este texto en 1975 y en 1979.

Todos estos autores, de una u otra manera, señalaron la inconsistencia de la institucionalidad al pretender que la autoridad monetaria actuara como tal, al tiempo que el Banco de la República fuese una entidad de fomento económico cuyas decisiones buscaban guiar la asignación de recursos en la economía. A lo cual se añadía que la Junta Monetaria estaba constituida por funcionarios con un manifiesto conflicto de interés al ejercer esas funciones, el carácter casuístico y arbitrario de muchas de sus decisiones y la falta de responsabilidad política explícita sobre el manejo de la inflación.

Todas esas críticas, y las consecuentes propuestas para reformar la institucionalidad de la Junta Monetaria, coincidían con las que venía formulando Alfonso Palacio Rudas quien, luego de la publicación de la *Revista del DNP* a principios de 1974, anotó:

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 manio-bras. (Palacio-Rudas, en Hernández-Gamarra *et al.*, 2004. p 285).

Las reformas que antes de 1991 llevaron a restarle injerencia al Banco de la República en la asignación del crédito dirigido fueron la creación de la Financiera Eléctrica Nacional (FEN) que mediante la Ley 11 de 1982 sustituyó al Banco en el financiamiento del sector eléctrico; la fundación de la Financiera de Desarrollo Territorial (Findeter) que en virtud de la Ley 57 de 1989 fue creada para asumir las funciones del Fondo Financiero de Desarrollo Urbano y ocuparse del financiamiento del crédito a las entidades territoriales; la constitución mediante la Ley 16 de 1990 del Fondo Financiero Agropecuario que sacó de la órbita del Banco el crédito para ese sector; y la conversión, en desarrollo de la Ley 7 de 1991, del Fondo de Promoción de Exportaciones (Proexpo) en el Banco de Comercio Exterior (Bancóldex).

Rudolf Hommes y José Elías Melo sintetizaron este proceso en los siguientes términos:

El punto culminante de la gestión del Banco de la República de comienzos de los 80, 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 [sic] Nacional, que vino a absolver 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. (Hommes y Melo-A., 2017, p. 364)

En relación con la inconsistencia dinámica de la política monetaria, como elemento explicativo de los debates en la Asamblea Nacional Constituyente sobre la naturaleza y funciones del Banco de la República, con el paso de los días fueron ganando aceptación los principios teóricos desarrollados por Kydland y Prescott (1977), y Barro y Gordon (1983), según los cuales

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. (citados por Boada-Ortiz, Gómez-Restrepo y Ocampo-Duque, 2017, p. 286)

En la Asamblea Nacional Constituyente, todas esas argumentaciones contribuyeron a que se abriera paso una profunda reforma a la institucionalidad monetaria del país, la cual terminó por acabar el doble papel que el Banco de la República había venido cumpliendo desde principios de los años 1950, y que se convirtiera en una entidad independiente del poder ejecutivo.

A dichas razones, Boada Ortiz, Gómez Restrepo y Ocampo Duque agregan que a la decisión también contribuyó la evidencia empírica sobre el éxito alcanzado en la lucha contra la inflación por bancos centrales de naturaleza autónoma respecto al poder ejecutivo, en especial en algunos países desarrollados. Un hecho sobre el cual, en su condición de exconstituyente, Guillermo Perry enfatizó la importancia con singular énfasis (Perry, 2019, p. 237).

Teniendo esos paradigmas como telón de fondo, el proceso de reforma se surtió en la Asamblea Nacional Constituyente en medio de un largo y complejo debate en búsqueda de un consenso. Al respecto, son variadas las versiones de distintos miembros y participantes en dicha Asamblea y de analistas que no estuvieron en ella, en particular en lo relativo al papel protagónico que, en la concepción, búsqueda y logro de ese consenso, cumplieron diferentes actores. La versión oficial de la alta dirección del Banco de la República sobre esos debates y su influencia en el logro del consenso final fue resaltado por Steiner (1995) y por Alberto de Brigard (1995); por su parte el exministro Hommes (2017), representante por excelencia del gobierno del presidente Gaviria en la Asamblea, expone una interpretación de lo sucedido, según la cual el papel de la alta dirección del Banco en el acuerdo final alcanzado fue mucho menos protagónico. A su vez, Avella (2000), al igual que Guillermo Perry (2019), destaca el papel que en la reforma constitucional desempeñó Alfonso Palacio Rudas, nombre al cual el segundo de ellos añade a Carlos Lleras de la Fuente. Por su parte, Hernández-Gamarra (2008) resalta la influencia que ejerció el pensamiento monetario de Lauchlin Currie a través del constituyente Carlos Ossa Escobar; y Boada *et al.* (2017) y Gerardo Hernández (2017) anotan las opiniones e intervenciones de otros constituyentes. Apreciaciones todas que ayudan a completar y entender mejor el proceso que tuvo lugar durante las deliberaciones de la Constituyente, en adición a las versiones de Roberto Steiner, Alberto de Brigard y Rudolf Hommes.

Con independencia de esa controversia histórica sobre el papel que cumplieron distintos actores en la Constituyente, lo destacable es que la nueva institucionalidad consagró:

- La obligación del Estado de velar por el poder adquisitivo de la moneda.
- La constitución de la Junta Directiva del Banco de la República como la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, integrada por siete miembros incluidos en ellos el ministro de Hacienda y el gerente del Banco. El presidente en ejercicio en 1991, César Gaviria, nombró a los primeros seis de ellos, quienes eligieron al gerente en concordancia con la norma constitucional. Los integrantes de la Junta distintos al ministro de Hacienda serían designados por el presidente de la República como miembros de dedicación exclusiva para periodos de cuatro años, prorrogables por dos periodos más, según la reglamentación legal, con la posibilidad de ser reemplazados dos de ellos cada cuatro años. Esa manera escalonada de nombrar a los miembros de la Junta aseguró que después de 1994 los presidentes de la República quedaran investidos con la facultad de nombrar solo a tres de los siete miembros de la Junta durante su periodo, siendo el primero de ellos el ministro de Hacienda al inicio de su mandato y los otros a mitad del mismo, a menos que se presentase la renuncia voluntaria, en cualquier momento, de algunos de los miembros de la Corporación.
- La prohibición al Banco de la República para otorgar préstamos a particulares, lo cual dejó por fuera de su competencia el crédito dirigido y condujo a la reconversión de los Fondos de Fomento que aún subsistían a mediados de 1991, o a su liquidación.
- La votación unánime de la Junta para otorgar crédito al Gobierno nacional.
- La autonomía administrativa, patrimonial y técnica del Banco, según las definiciones que de cada una de ellas precisó la Sentencia C-827 de 2002 de la Corte Constitucional, las cuales se analizan detalladamente en el trabajo *Autonomía del Banco de la República en la Constitución de 1991 y en la Ley 31 de 1992*, de la autoría de Gerardo Hernández-Correa (2017).
- La obligación de transferir las utilidades del Banco al Gobierno nacional, previo el establecimiento de las reservas pertinentes para fines

de la estabilización cambiaria y monetaria<sup>20</sup>, y el deber de presentar un informe anual al Congreso de la República. Estos dos últimos mandatos fueron establecidos por la Ley 31 de 1992, reglamentaria de las normas constitucionales de 1991.

#### **4.6.2 ENTORNO MACROECONÓMICO**

En el lapso comprendido entre 1973 y 1999, el entorno macroeconómico de Colombia mostró en primer lugar un continuo crecimiento del PIB excepto en el último de dichos años, siendo en los demás de ellos ese resultado relativamente variable.

Este crecimiento económico estuvo acompañado de la ya anotada expansión y diversificación del sector financiero; de amplias oscilaciones en las disponibilidades de cambio exterior; de continuos déficit fiscales que se agudizaron a partir de la expedición de la Constitución de 1991 y se financiaron casi permanentemente con emisión monetaria; de un manejo casuístico de la política monetaria hasta mediados de ese último año, la cual desde entonces fue sustituida por otra que progresivamente empezó a tener como su finalidad primordial el control de la inflación.

##### **4.6.2.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO**

El continuo crecimiento económico durante el periodo tuvo fluctuaciones notables, pues mientras durante la década del setenta presentó tasas relativamente elevadas, al igual que entre 1986 y 1995, en el primer quinquenio de los años 1980 el crecimiento del PIB fue muy bajo para los estándares nacionales, como también fue el caso en el lapso comprendido entre 1996 y 1999, como muestra el Cuadro 4.19.

Al igual que en el periodo 1936-1972, en el lapso comprendido entre 1973 y 1999 los periodos de rápida expansión económica se caracterizaron por la relativa alta disponibilidad de cambio exterior, en tanto que en los años de lento crecimiento se presentó escasez de esas disponibilidades. Un hecho que muestra

<sup>20</sup> Y simétricamente la obligación del Gobierno de compensar al Banco sus pérdidas en caso de que ellas se presenten.

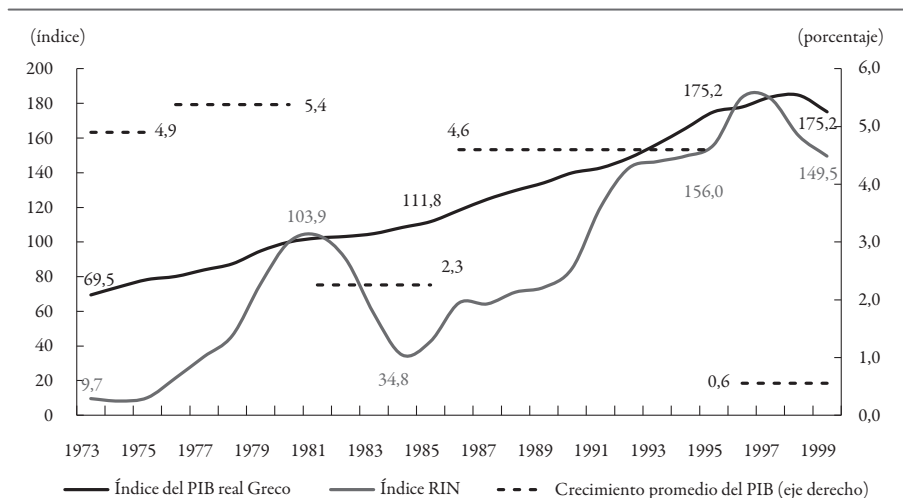
el Gráfico 4.16 y que corrobora el coeficiente de Pearson entre el índice del PIB real y el índice del monto de reservas internacionales, el cual ascendió a 0,9168.

**CUADRO 4.19**  
**CRECIMIENTO ECONÓMICO (PORCENTAJES)**  
**1973-1999**

AÑO	CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)
	promedio quinquenal
1973-1975	4,9
1976-1980	5,4
1981-1985	2,3
1986-1990	4,6
1991-1995	4,6
1996-1999	0

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

**GRÁFICO 4.16**  
**EVOLUCIÓN DEL PIB REAL Y LA RESERVAS INTERNACIONALES (BASE 1980 = 100)**  
**1973-1999**



Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

Especial comentario merece el crecimiento económico en el periodo 1996-1999 cuando su promedio anual fue prácticamente nulo, debido a un lento crecimiento en 1998 (0,6%) y a su caída pronunciada en 1999 (-4,4%), cifras que en conjunto fueron compensadas por las expansiones de 1996 (1,6%) y 1997 (3,2%).

Algunos analistas suelen atribuir ese resultado únicamente a la rigidez de la política monetaria y a la consecuente alza en las tasas de interés. Juicio que resulta muy poco preciso puesto que una evaluación más ponderada sobre el ritmo del crecimiento económico en ese periodo pondría en la balanza los múltiples orígenes del fenómeno, los cuales, como parte del entorno macroeconómico entonces existente, incluyen: a) la fuerte entrada de capitales externos (santos y no santos) en la primera mitad de los años 1990; b) la persistencia del déficit en cuenta corriente; c) el también permanente déficit en las finanzas públicas; d) la aguda crisis internacional que se inició en 1997 en el sudeste asiático, se propagó inicialmente a Rusia, luego a Brasil y después a otros países incluida Colombia; e) las debilidades estructurales del sector financiero colombiano, incluida una débil regulación para su funcionamiento; f) las desordenadas iniciativas de algunos intermediarios financieros que, en busca de su mayor participación en el mercado, descuidaron la gestión prudencial del riesgo de cartera; g) el descalce que se produjo entre la capacidad de pago de los deudores del sistema de valor constante y el valor monetario de sus deudas, al haber desligado el valor nominal de la UPAC de la variación del IPC y haberla atado a la tasa de interés de corto plazo; y, h) la forma como la Junta Directiva del Banco de la República se vio obligada a enfrentar los ataques especulativos contra la tasa de cambio, que se presentaron en medio de la campaña presidencial de 1998. A esta multicausalidad de la disminución en el ritmo del crecimiento económico se hará breve mención enseguida.

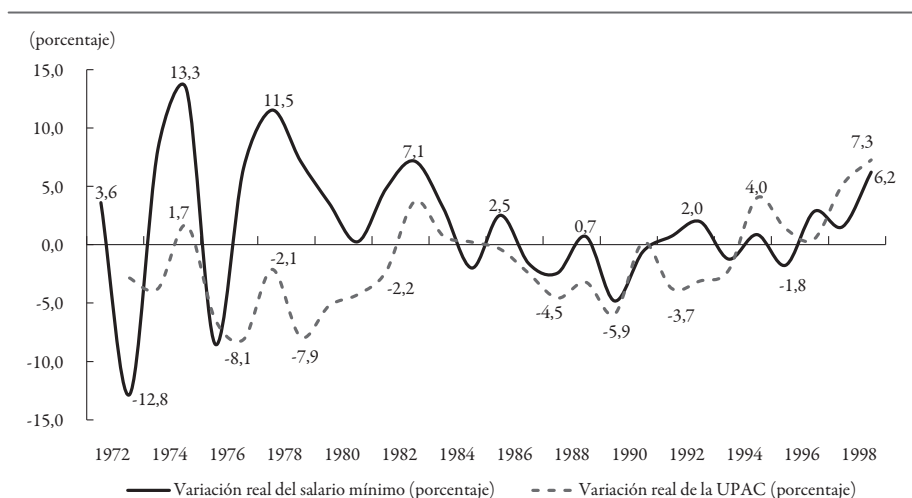
Por los elevados déficits fiscales y en cuenta corriente, la crisis internacional presionó al alza las tasas de interés, lo cual, dada la modificación sobre la variación en el valor nominal de la UPAC, se reflejó en un mayor costo del crédito para la vivienda, en un momento en que, debido a elementos cíclicos, el precio de ellas estaba en descenso. Así las cosas, los deudores veían subir la deuda en que habían incurrido para adquirir sus viviendas mientras el valor de ellas descendía, situación que se agravó cuando los deudores empezaron a intentar venderlas para pagar el valor de sus créditos.

El delicado equilibrio que suponía aumentar el valor nominal de la UPAC con la inflación, y de igual manera el aumento de los salarios, se rompió para la mayoría de los deudores cuando sus ingresos subían al ritmo de la inflación, pero sus deudas subían al ritmo de una tasa de interés creciente. Ese hecho se acentuó

además porque, por falta de regulación en el intento por capturar participación en el mercado, algunos intermediarios financieros descuidaron la selección de la capacidad de pago de sus deudores, un hecho que se agravó al rebajar las cuotas de amortización mensual de los créditos a niveles que los hicieron insostenibles frente al alza del valor nominal de la UPAC.

El Gráfico 4.17 muestra que el valor real de la UPAC, definido como su precio nominal deflactado por el IPC, creció menos que este último entre 1972 y 1994, puesto que en realidad casi en ningún año se ajustó plenamente con la inflación. Por el contrario, el salario real sí subió de manera casi continua en ese lapso, pues solo en cinco años ese no fue el caso<sup>21</sup>. Factores que, junto con el alza real del precio de las viviendas, explican por qué durante muchos años el sistema de valor constante para la adquisición de vivienda funcionó sin grandes dificultades.

**GRÁFICO 4.17**  
**VARIACIÓN REAL DEL SALARIO MÍNIMO Y DE LA UPAC**  
**1972-1999**



Nota: el SMLV anual se calculó como un promedio ponderado de su valor vigente a lo largo del año.  
Fuentes: Banco de la República (2023) y Protección social (2008); cálculos del autor.

<sup>21</sup> Para construir la serie de salario real primero se obtuvo el salario nominal y luego se deflactó por el índice de precios. En las anualidades en que el salario nominal no subió desde el principio del año, este se calculó como un promedio ponderado de los dos valores que estuvieron vigentes durante los respectivos meses del año.

Fue luego de haber cambiado la manera de calcular el valor nominal de la UPAC por encima de la inflación que se presentó el desplome del mercado del crédito hipotecario, que se extendió rápidamente a otros segmentos del sector financiero, debido al aumento de la tasa de desempleo, a medida que se profundizaba la caída en la actividad económica.

En cuanto a la manera como la Junta Directiva del Banco de la República enfrentó los ataques especulativos contra la tasa de cambio y el aumento de las expectativas de la devaluación, se debe recordar que al acercarse la primera vuelta de las elecciones presidenciales en 1998 los contradictores del candidato del Gobierno, que era Horacio Serpa, se encargaron de propagar el rumor que señalaba que su triunfo llevaría a una caída en los flujos internacionales de capitales para Colombia y provocaría dificultades para el financiamiento del país en los mercados internacionales, el cual era indispensable para financiar el déficit del sector público y el desbalance externo.

Todo ello aumentó las expectativas de devaluación frente a lo cual la Junta, por considerar que no estaban dadas las condiciones para una mayor libertad en el mercado cambiario, mantuvo su política cambiaria comprando dólares y retirando dinero de la circulación. El costo de ello fue que primero la tasa de interés interbancaria subió rápidamente, en especial en el lapso comprendido entre la última semana de mayo y principios de julio de 1998. Luego de la elección presidencial cuando cedieron las expectativas de devaluación la Junta decidió suministrar progresivamente cantidades crecientes de liquidez a la economía con lo cual la tasa de interés empezó a bajar.

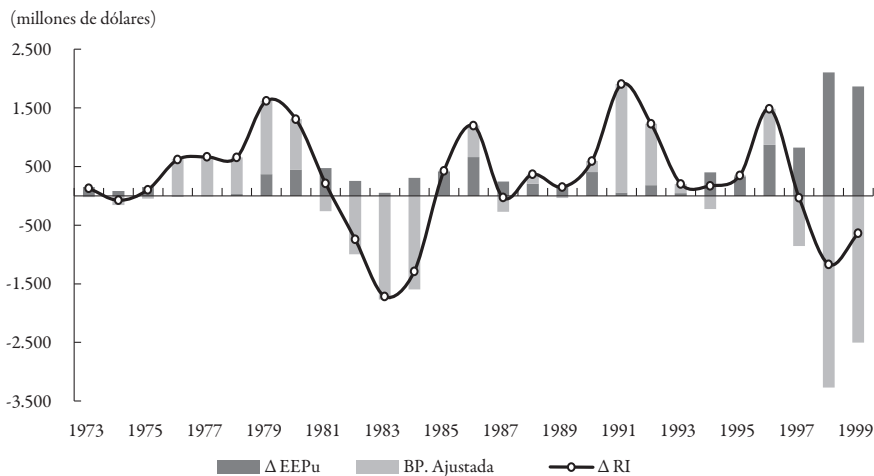
La multicausalidad así expuesta es una mejor aproximación a la explicación de un complejo fenómeno recesivo, que se reversó pronto en términos del crecimiento de la economía ya que en el año 2000 el PIB creció positivamente, pero que repercutió durante más tiempo en la tasa de desempleo.

#### **4.6.2.2 EVOLUCIÓN DE LAS DISPONIBILIDADES DE CAMBIO EXTERIOR**

En el subperiodo 1973-1981 las disponibilidades de cambio exterior, medidas por el monto de las reservas internacionales, fueron crecientes como se observa en el Gráfico 4.18. En la cual también se pone de presente la caída de ese indicador durante el primer quinquenio de los años ochenta y su continuo ascenso desde entonces hasta 1997, pues solo en 1998 y 1999 mostró un retroceso. Estas variaciones en las reservas internacionales se debieron a dispares cambios en la

balanza de pagos ajustada y en el endeudamiento externo del sector público, a pesar de que este último factor fue siempre positivo.

**GRÁFICO 4.18**  
**COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**  
**1973-1999**



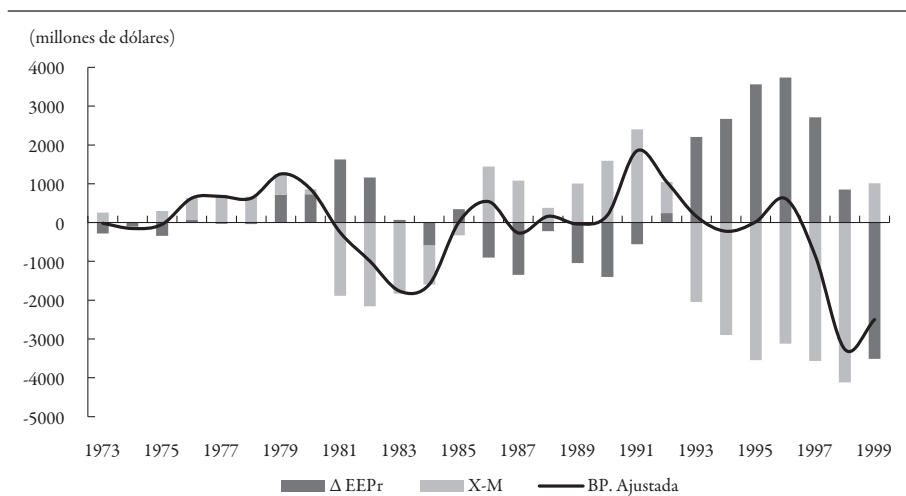
Fuente: Anexo 4.2.

Como se ve en el Gráfico 4.18, entre 1973 y 1980 la balanza de pagos ajustada fue superavitaria y el endeudamiento externo del sector público también contribuyó a la expansión de las reservas internacionales, aunque en un grado mucho menos notable. A partir de 1981, la balanza de pagos ajustada se volvió deficitaria en cuantía significativa, tanto por el resultado de la cuenta de bienes y servicios como por el menor crecimiento del endeudamiento externo público, en virtud de la crisis de la deuda en esos años en toda Latinoamérica, que fue una época de dificultades en ese campo también para Colombia, a pesar de que el país no declaró la moratoria de su deuda externa a diferencia de los demás países de la región.

Entre 1987 y 1996 predominó también el superávit de la cuenta de pagos ajustada y después de ese último año fue notable el crecimiento del endeudamiento externo del sector público; sin embargo, este último factor no alcanzó para compensar el déficit cambiario entre 1997 y 1999.

Esta información la complementa el Gráfico 4.19, que muestra la variación de los componentes y el resultado de la balanza de pagos ajustada, de la cual se deduce que este fue determinado principalmente por la cuenta de bienes y servicios, puesto que el endeudamiento externo privado fue relativamente menos importante, excepto en 1999.

**GRÁFICO 4.19**  
**EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS AJUSTADA Y SUS DETERMINANTES**  
**1973-1999**

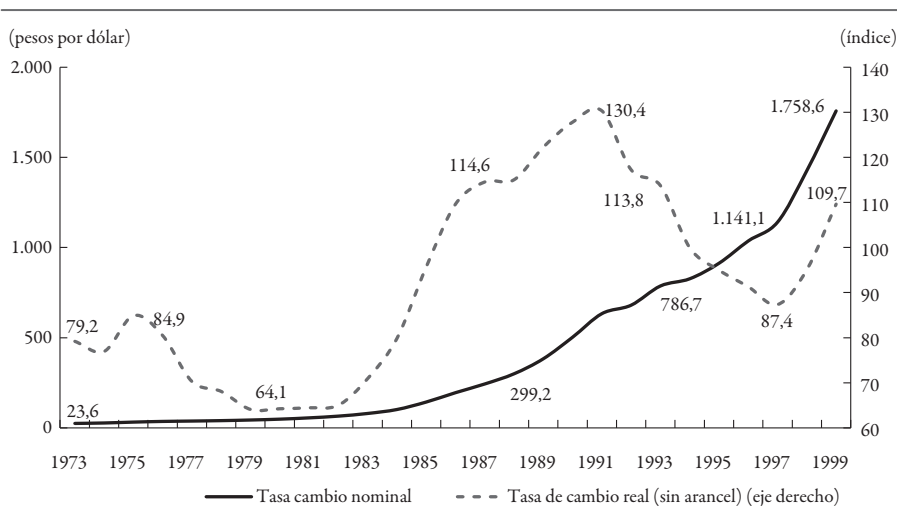


Fuente: Anexo 2.

Tales cambios cuantitativos en los determinantes de la variación de las reservas internacionales, junto a decisiones de política económica, produjeron la evolución de la tasa de cambio (nominal y real) que muestra el Gráfico 4.20, donde se ve que la primera de ellas fue continuamente creciente entre 1973 y 1999, en concordancia con el marco instituido por el Decreto 444 de 1967 hasta enero de 1991, y luego de mediados de ese año por las políticas que siguió la nueva Junta Directiva del Banco.

Una de las primeras determinaciones fue instaurar un sistema de banda cambiaria, que entre mediados de 1991 y 1994 fue implícita, y a partir de entonces y hasta septiembre de 1999 se hizo explícita, como se explica más adelante.

**GRÁFICO 4.20**  
**EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL**  
**1973-1999**



Nota: la tasa de cambio real se calculó con respecto al dólar, con base 1994 = 100 y, para todo el período, sin tener en cuenta los aranceles.

Fuente: Greco (1999); cálculos del autor.

En lo referente a las variaciones de la tasa de cambio real, detrás de ellas estuvieron, como elementos económicos explicativos, el alza en los precios del café a mediados de las décadas del setenta y del ochenta; la elevada devaluación nominal a mediados de los años 1980; el rápido crecimiento de las exportaciones de hidrocarburos, que progresivamente empezaron a restarle importancia al café como factor explicativo de las exportaciones colombianas después de 1987; la relativa amplia disponibilidad de cambio exterior entre 1985 y 1997; y la reversión de ese fenómeno en los dos últimos años del periodo.

En efecto, la evolución de la tasa de cambio real después de 1975 se explica por el alza que tuvieron los precios del café en el mercado internacional a mediados de ese año, dado que ante ese fenómeno las autoridades decidieron mantener el régimen del Decreto 444 de 1967; por consiguiente, el Banco compró el exceso de oferta de divisas. Esa determinación aminoró el ajuste en la tasa de cambio nominal que, junto con la mayor inflación, indujo, después de 1976, una

pronunciada caída en la tasa de cambio real que se prolongó hasta principios de los años 1980<sup>22</sup>.

A partir de 1984, y en especial en 1985, se decidió elevar significativamente la tasa de cambio nominal, lo que llevó a la devaluación de la tasa de cambio real, hecho que se prolongó hasta principios de los años 1990. Esto, a pesar de que el rompimiento del pacto de cuotas del café en los mercados internacionales, el cual rigió durante casi medio siglo, implicó dificultades cambiarias que, sin embargo, no fueron tan agudas, dado que entonces se inició el auge de las exportaciones de hidrocarburos, en medio de un alza de precios de esos productos en los mercados internacionales.

Con el inicio de la política de liberación de los mercados al inicio de los años 1990, y en particular con las facilidades que se otorgaron para el endeudamiento externo privado, la inversión proveniente del exterior y la repatriación de capitales, se produjo un incremento notable de las disponibilidades de cambio exterior que condujo a la revaluación de la tasa de cambio real a pesar de las disposiciones cambiarias adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República, como se explica a continuación.

A partir de 1992, el temor de que la relativa abundancia de divisas incrementara la caída en la tasa de cambios real llevó a que la Junta Directiva del Banco empezara a ser cauta sobre el manejo cambiario, ya que no se decidió dejar que el tipo de cambio flotara libremente.

Para ello, entre 1992 y 1994 se estableció una banda cambiaria implícita que empezó a operar cuando, con el fin de evitar la monetización de las divisas que llegaban al país, de manera análoga a como se hizo por primera vez en 1934, a los exportadores no se les pagaban esas exportaciones en pesos, sino mediante un título denominado Certificado de Cambio, cuyo valor nominal estaba expresado en dólares, tenía un periodo específico de redención y podía ser negociado en el mercado. Sin embargo, el Banco de la República podía redimirlo antes del plazo de su vencimiento con un descuento del 12,5 % de su valor facial en dólares.

Bajo ese sistema, la tasa de cambio oficial era aquella a la cual los Certificados de Cambios podían ser redimidos a su fecha de redención. De esa manera quedó establecida una banda cambiaria implícita en la cual el precio techo era la tasa de

<sup>22</sup> Este párrafo y el que sigue son tomados con ligeras variaciones de Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverri (2017), sin usar comillas para darle fluidez a la lectura del texto.

cambio del día del vencimiento de los certificados, y el precio piso, aquel a que se negociaran dichos Certificados.

Ese sistema rigió hasta enero de 1994 cuando se estableció una banda cambiaria explícita que era un corredor que tenía un techo al cual el Banco vendía divisas para evitar que la devaluación lo superara, o las compraba a la tasa de cambio del piso para impedir que cayera por debajo de este. Dicho corredor tenía una pendiente que estaba determinada por la diferencia entre la inflación interna esperada y la inflación internacional, y las variaciones de la productividad nacional.

Según Villar la banda cambiaria así establecida, y consecuentemente el manejo de la tasa de cambio nominal, daría

una señal clara al mercado sobre el rango en el cual se considera que se encuentra la tasa de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo. De esta forma se busca que el mercado no genere fluctuaciones excesivas que puedan atentar contra las metas de inflación, como sucedería si se supera el límite de arriba de la banda cambiaria, ni contra la sostenibilidad de la balanza de pagos, si la tasa de cambio bajara por debajo del piso de la misma. (Villar-Gómez, 1998, p. 9)

Bajo esa política cambiaria, mientras la tasa de cambio fluctuara en el interior de la banda cambiaria, el manejo cambiario no tendría efectos sobre el crecimiento de la base monetaria. Ese tipo de manejo cambiario implicó que la Junta Directiva del Banco no estuviese dispuesta a sacrificar el control de la política monetaria, en aras de la existencia de un tipo de cambio nominal fijo; o, por el contrario, tener total control sobre la cantidad de dinero dejando que el tipo de cambio libre flotase completamente. Sin embargo, el resultado fue la revaluación de la tasa de cambio real entre 1990 y 1997, provocada por la mayor entrada de capitales y una fuerte expansión del gasto financiado con endeudamiento externo público y privado. Este movimiento de la tasa de cambio se revirtió entre 1998 y 1999, cuando ante manifiestas dificultades para su mantenimiento se abandonó el esquema de banda cambiaria como se analiza en la sección “4.7 Periodo 2000-2022”.

#### **4.6.2.3 EL DÉFICIT FISCAL Y SU FINANCIACIÓN**

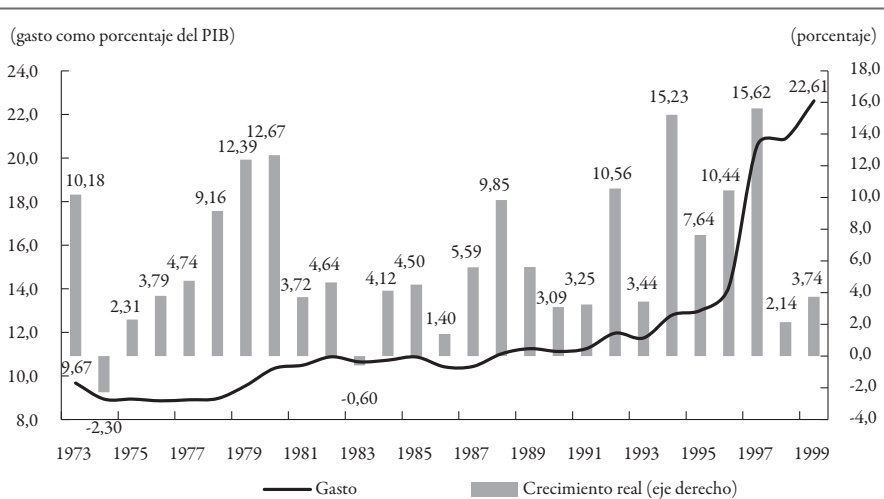
La situación fiscal durante el periodo fue deficitaria en veinticuatro de los veintisiete años. Déficit que se financió con emisión monetaria, bien por el permanente

incremento en el endeudamiento externo del sector público antes anotado, o por aumentos en el crédito del Banco de la República hasta mediados de 1991, cualquiera fuera el mecanismo contable que para ello se usara<sup>23</sup>.

Solo entre 1976 y 1978, en medio de un alza excepcional de los precios internacionales del café, no se hizo uso de la emisión monetaria para financiar al Estado. Ello, por cuanto el aumento en el endeudamiento externo público que se presentó en esos tres años fue más que compensado por disminuciones en la deuda del Gobierno con el Banco de la República, como se constata al examinar en detalle las cifras en el Anexo 4.2.

Durante la mayor parte del periodo, el déficit fiscal fue producto de la precariedad de la tributación, pues como se observa en el Gráfico 4.21, el gasto del Gobierno respecto al PIB ascendió muy lentamente entre 1973 y 1990, puesto que era 9,67 % en el primero de dichos años y solo aumentó hasta 11,12 % en el último

**GRÁFICO 4.21**  
**GASTO TOTAL DEL GOBIERNO COMO PORCENTAJE DEL PIB**  
**1973-1999**



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

<sup>23</sup> Durante algún tiempo, para esos fines se utilizó principalmente la llamada Cuenta Especial de Cambios, mediante la cual el Banco le entregaba al Gobierno las utilidades provenientes de la compraventa de divisas y las revaloraciones en pesos que se producían a medida que aumentaba el tipo de cambio nominal.

de ellos. De allí en adelante, en virtud de las nuevas normas constitucionales, el gasto público con relación al PIB sí aumentó aceleradamente, lo cual llevó a que entre 1991 y 1992 el gasto acumulado subiera en términos reales más de 13 %.

Como a partir de 1991 quedó prohibido que el Banco de la República le prestase directamente al Gobierno, a menos de que el voto unánime de los miembros de la Junta Directiva sea unánime—lo cual no ha ocurrido desde entonces—, la financiación monetaria del déficit fiscal se ha hecho únicamente a través de endeudamiento externo. Es de anotar, eso sí, que, debido a pequeñas variaciones en la cuenta de depósitos del Gobierno en el Banco, pueden reflejarse algunas (negativas o positivas), en distintos años, en la financiación monetaria del déficit fiscal, según también se detalla en el Anexo 4.2.

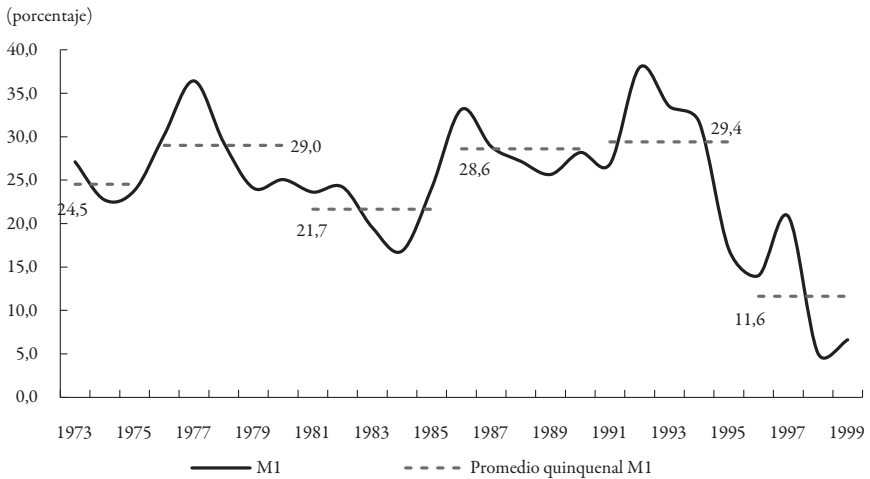
#### **4.6.3 EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO Y LA POLÍTICA MONETARIA**

Entre 1973 y 1999 el crecimiento promedio anual de los medios de pago ascendió al 24,6 %, siendo las cifras anuales que dan lugar a ese valor, tanto para todo el periodo como para los promedios quinquenales, muy variables como muestra el Gráfico 4.22, que contiene dos picos excepcionalmente altos en 1977 (36,4 %) y en 1992 (38,0 %) y un valor mínimo en extremo bajo en 1998 (5,1 %); y en cuanto a los promedios quinquenales, muestra que hasta 1995, excepto en el periodo 1996-1999, todos fueron superiores al 20 % anual, a pesar del continuo descenso del indicador desde 1992.

Al igual que en el periodo 1936-1972, el factor determinante del crecimiento de los medios de pago entre 1973 y 1999 fue la base monetaria, que en promedio aportó durante el periodo el 102 % de ese crecimiento. De lo cual se deduce que en promedio el crecimiento del multiplicador fue insignificante; ya que, en solo ocho de los veintisiete años del periodo, su aporte al crecimiento de los medios de pago fue positivo y solo en dos de ellos contribuyó con la mitad o más de ese crecimiento, como puede deducirse del Gráfico 4.23.

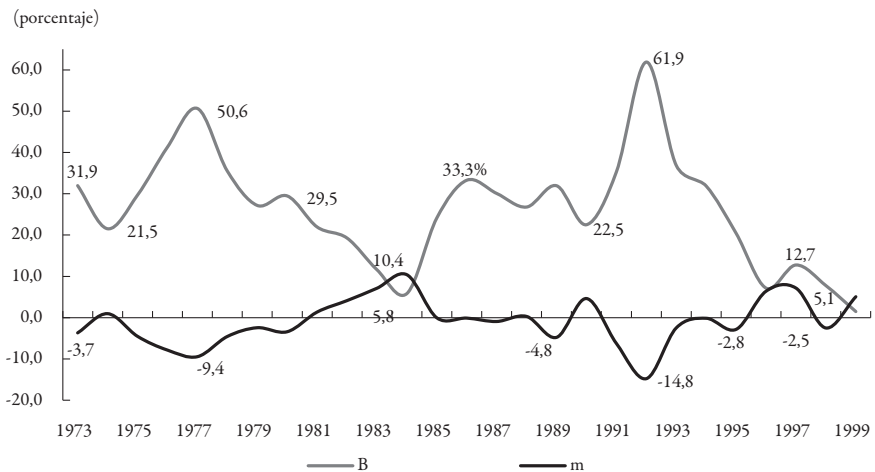
Hasta mediados de 1991 la Junta Monetaria, acorde con el casuismo que guiaba sus determinaciones, hizo un uso intensivo del encaje a veces para intentar controlar el crecimiento de los medios de pago y, en muchos otros casos, para utilizar ese instrumento con el fin de orientar el crédito hacia ciertos sectores de la economía. Esto llevó a la elevación progresiva de los encajes nominales y a la extrema frecuencia con que se variaban esas disposiciones, ya que entre

**GRÁFICO 4.22**  
**CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO (PORCENTAJE)**  
**1973-1999**



Nota: el primer y último promedio corresponden, respectivamente, a los períodos 1973-1975 y 1996-1999.  
 Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

**GRÁFICO 4.23**  
**CONTRIBUCIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA BASE AL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO**  
**1973-1999**

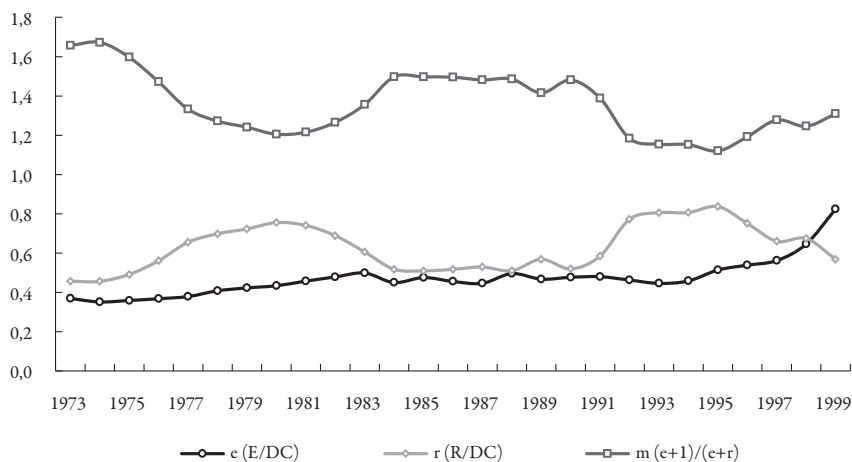


Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

1973 y 1990 no hubo año en que no se tomaran decisiones sobre el encaje, bien para elevarlo o para reducirlo; para señalar una parte de este, podía ser invertido en determinados títulos o estar destinado al otorgamiento de crédito a ciertos sectores; o para reglamentar la fórmula como se contabilizaría el encaje requerido. Esas decisiones fueron las que explican la escasa significación del encaje como instrumento de la política monetaria y, por tanto, lo poco que contribuyó al control de los medios de pago.

Cuantitativamente ese esquema del manejo de los encajes bancarios se reflejó en la forma que muestra el Gráfico 4.24, donde se ve la alta variación que tuvo pues subió entre 1973 y 1980; descendió entre 1981 y 1990; volvió a elevarse casi ininterrumpidamente entre 1991 y 1995; y, luego volvió a caer durante el resto del periodo.

**GRÁFICO 4.24**  
**EVOLUCIÓN DEL MULTIPLICADOR Y SUS DETERMINANTES**  
**1973-1999**



Fuente: Greco (1999); elaboración del autor.

De esta manera, el crecimiento de los medios de pago quedó determinado por el crecimiento de la base monetaria, que a su vez dependía del vaivén de los cambios en la balanza de pagos ajustada, la financiación monetaria del déficit

fiscal y el crédito interno del Banco de la República. Este último factor no podía ser utilizado como un elemento moderador de ese crecimiento, dados los compromisos institucionales existentes para asignar crédito a ciertas finalidades.

Desde el punto de vista conceptual del manejo de la política monetaria, el mayor crecimiento de la base monetaria, respecto al de los medios de pago, ocurrió porque hasta mediados de 1991 no existió propósito de controlar ese crecimiento, a pesar de que desde los años 1970 se postuló la existencia de una relación estrecha entre el crecimiento de los medios de pago y el del PIB nominal:

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 periodos 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)

Sin embargo, a la hora de informar sobre el resultado de la inflación, el examen causal no hacía énfasis en la evolución de los indicadores monetarios y sus determinantes, sino que singularizaba la importancia de los factores de oferta, y en especial la evolución de la producción de alimentos, sobre la inflación.

Por ejemplo, para explicar la inflación en el quinquenio 1971-1975, en el Informe del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva de ese último año se consignó lo siguiente:

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". (Botero de los Ríos, 1975, p.317)

Un análisis similar hizo el gerente del Banco en 1988:

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". (Ortega, 1988, p.49)

Aun cuando en ese *Informe del gerente a la Junta Directiva* se anotó también que en una perspectiva de más largo plazo, era preciso reconocer la incidencia del comportamiento monetario por cuanto, en alguna medida, esa variable había tendido a validar las presiones inflacionarias.

Eso, en cuanto a los lineamientos básicos de la política establecida por la Junta Monetaria para el manejo del crecimiento de los medios de pago hasta mediados de 1991.

Para efecto del análisis de esa política después de esa fecha, es preciso distinguir dos subperiodos: el primero va hasta finales de 1996, y el segundo inicia en 1997 y va hasta septiembre de 1999, cuando se eliminó la banda cambiaria como medio de controlar la variación del tipo de cambio nominal y se permitió su libre fluctuación.

Durante el primero de esos subperiodos, la Junta, aun cuando hizo explícita la meta de crecimiento de los precios, fue poco específica sobre cómo esto se alcanzaría. Por el contrario, durante el segundo fijó una meta de inflación y como meta intermedia escogió un agregado monetario, referido inicialmente a la liquidez global de la economía (M3 más bonos) y más adelante lo cambió por la base monetaria.

Como, no sin dificultades, hasta mediados de 1999 el sistema de banda cambiaria facilitó el manejo monetario, ya que las operaciones cambiarias no afectaban diariamente el crecimiento de la base monetaria, ello permitió que ese agregado se escogiera desde fines de 1996 como una meta intermedia de la política monetaria por dos razones. En primer lugar, según la información cuantitativa, su crecimiento mantenía estrecha correspondencia con el nivel de la inflación y, en segundo término, el limitado desarrollo del mercado interbancario llevaba a que la variación de la tasa de interés no mostrara similar resultado.

La escogencia de la base monetaria como meta intermedia, a la luz de los sucesos posteriores, puede verse ahora como parte de un manejo de la política económica que introdujo progresos sucesivos en el manejo de la política monetaria, los cuales incluyeron reformas al sistema de encajes, la creación y profundización del mercado interbancario, mejores indicadores de la inflación, conocimientos sobre las expectativas que sobre ella tienen los agentes económicos, y la producción y difusión de informes para mantener al tanto al Congreso de la República y a la ciudadanía sobre los objetivos y medios de la

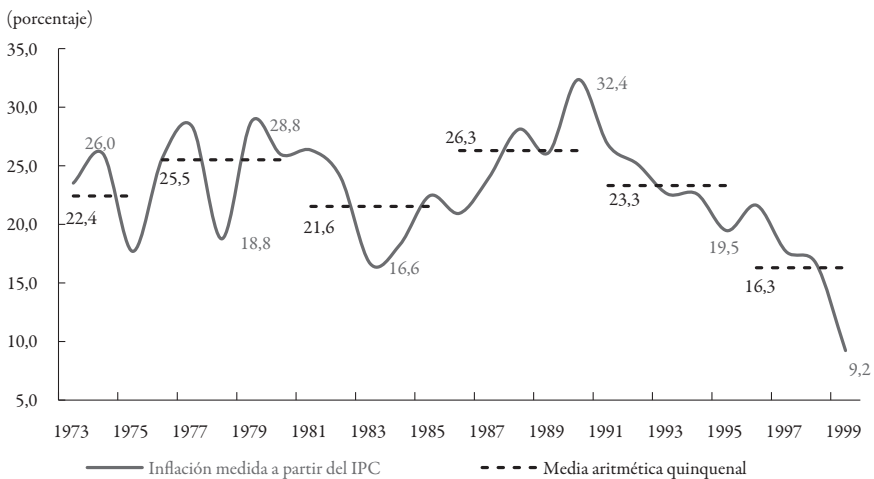
política monetaria, en su propósito de controlar la inflación, según se explica con detalle en la siguiente sección.

Estas decisiones sobre la generación de información cuantitativa hicieron parte del proceso de transición hacia un manejo de la política monetaria de distinta naturaleza al de entonces existente, como se detalla en la sección “Periodo 2000-2022”.

#### 4.6.4 EVOLUCIÓN DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS Y SU RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

Como muestra el Cuadro 4.20, el promedio quinquenal de la inflación entre 1973 y 1999 presentó una tendencia a variar, de tal manera que a una subida del fenómeno le siguió un retroceso, y a este, un nuevo ascenso. Patrón que solamente se rompió plenamente de 1996 en adelante, puesto que, si bien la inflación descendió casi de forma continua entre 1991 y 1999, solo en el lapso 1996-1999 el resultado fue inferior al 20%.

**GRÁFICO 4.25**  
**INFLACIÓN MEDIDA POR EL IPC**  
**1973-1999**



Fuente: construcción propia a partir de Greco (1999).

Ese patrón en el crecimiento de la inflación se aprecia mejor en el Gráfico 4.25, el cual presenta la evolución anual de la inflación y cuyo examen detenido permite afirmar que después de 1974, cuando la inflación superaba el 25 %, y en especial cuando se acercaba al 30 % anual, se producía una disminución de esta en magnitudes relativamente importantes, como fue el caso entre 1977-1978; 1980-1981; y, 1990-1991. Esto sugiere que, entre 1973 y 1991, el nivel de la inflación que se juzgaba como tolerable se elevó al 25 %, cuando entre 1936 y 1972 ese nivel no superaba el 20%, como ya se indicó en la sección “4.5 Periodo 1936-1972”.

#### **4.6.5 DEBATE SOBRE LA INSTITUCIONALIDAD Y CONTROVERSIAS SOBRE EL MANEJO DE LA POLÍTICA ANTIINFLACIONARIA**

Como se señaló al inicio de este capítulo, entre 1973 y 1999 fue permanente el debate sobre la inflación, sus causas y su control. En efecto, en marzo de 1972 la Corporación para el Fomento de la Investigación Económica (CORP)<sup>24</sup> organizó un simposio con el fin de debatir las bases y el contenido del Plan Nacional de Desarrollo: Las Cuatro Estrategias, al cual fue invitado como principal conferencista Gustav Ranis, entonces profesor y director del Economic Growth Center, de la Universidad de Yale.

En el evento, el profesor Ranis, a pesar de que elogió la originalidad del Plan, se mostró escéptico sobre las bondades de este, ya que en su opinión no existía claridad sobre las fuentes necesarias para un financiamiento no inflacionario del mismo: “en ausencia de mejor explicación, pienso que no tenemos otra alternativa que continuar preocupándonos del peligro inflacionario que entraña la estrategia propuesta, con respecto a todas las etapas de gastos generadas” (Ranis, 1972, p. 45).

Preocupaciones similares expresaron en el simposio Miguel Urrutia; Guillermo Calvo, entonces profesor en la Universidad de los Andes, y Guillermo Perry, quien era el director de Fedesarrollo, las cuales quedaron consignadas en el libro *Controversias sobre el Plan de Desarrollo*, publicado por la editorial la Oveja Negra en 1972. Aun cuando mucho de esas críticas estuvieron dirigidas a las bases teóricas del Plan, todas ellas enfatizaron el sesgo inflacionario que este

<sup>24</sup> Entidad privada que fomentaba la investigación económica en el país, con el apoyo de la Fundación Ford de la cual hacían parte, entre otros, Miguel Urrutia, Eduardo Sarmiento, Guillermo Calvo, Enrique Low Murtra y Antonio Hernández Gamarra.

podía tener. Currie respondió a esas críticas en ese mismo libro, al enfatizar el origen monetario de la inflación en el país.

Todo ello, más el aumento del alza en el nivel de precios en 1972 y 1973, avivó el debate sobre el origen de la inflación y la responsabilidad que sobre su aceleración le podía caber al Plan, o, por el contrario, a la política monetaria seguida por la Junta Monetaria.

Esta última postura, liderada por el profesor Currie, fue la que se expuso en el número de abril-junio de 1973 de la *Revista del DNP*<sup>25</sup>. Posición que fue reiterada por Hernández-Gamarra (1974), con ocasión del simposio organizado por el DNP y la Sociedad Colombiana de Economistas, cuyos debates se recogieron en el libro *El Plan de desarrollo colombiano en marcha* (Currie, 1974).

Producto de todo ese debate sobre la inflación y sus causas fue también la publicación del libro *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, publicado por el Fondo Cultural Cafetero en 1975, que contó con el respaldo académico de la Universidad de los Andes y Fedesarrollo, y fue editado por Hernando Gómez Otálora, Francisco Ortega y Patricia Sanclemente. Como lo fue que la temática inflacionaria hiciera parte, casi siempre, de la agenda del Simposio del Mercado de Capitales organizado por el Banco de la República y la Asociación Bancaria a lo largo de los años 1970.

Ese debate estuvo presente además en todas las críticas a la composición de la Junta Monetaria atrás anotadas, y en las propuestas que se hicieron para modificarla, de las cuales formó parte como texto sobresaliente un proyecto de ley promovido por Hernando Agudelo Villa en 1982.

Además de ello, y de los debates que tuvieron lugar en el seno de la Asamblea Constituyente, después de 1991 hubo controversias sobre el manejo inflacionario en el Congreso de la República, con ocasión de la discusión del informe presentado en su seno por la Junta Directiva del Banco. De estos últimos debates, algunos fueron en extremo desordenados y faltos de rigor, pero de todas maneras mantuvieron la preocupación por la persistencia del fenómeno inflacionario.

Con posterioridad a la reforma constitucional de 1991, durante la última década del siglo XX, también fueron constantes las críticas al manejo de la política antiinflacionaria de la Junta del Banco por parte de Javier Fernández Riva y Mauricio Cabrera. El primero de ellos fue un constante crítico del manejo que

<sup>25</sup> Para total precisión, ese número de la *Revista del DNP* tiene como fecha de edición abril-junio de 1973, pero en realidad circuló a principios de 1974, por lo tanto, en él se pudo hacer alusión al resultado de la inflación en 1973.

la Junta Directiva le dio a la política monetaria, cambiaria y crediticia durante los años 1990, puesto que, según su análisis, permitió que en los primeros años de ese periodo el tipo de cambio real del peso frente al dólar se revaluara fuertemente, lo cual provocó un aumento de las importaciones y, en consecuencia, un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El manejo de esos efectos recesivos, en opinión de este autor, la Junta lo compensó en ese lapso con una política monetaria expansiva por la amplitud que entonces tuvieron los agregados monetarios, el crédito bancario y la baja en tasa de interés. Estado de cosas que hizo que en 1998 la economía colombiana fuera especialmente vulnerable a la necesaria corrección cambiaria, por que

su excesivo endeudamiento la tornó aún más vulnerable a un gran aumento de las tasas de interés, a una restricción crediticia y a una recesión, las tres cosas que ocurrieron en 1998 y 1999 debido en buena parte a las políticas que se adelantaron para obstaculizar y demorar la corrección cambiaria que el desequilibrio de la balanza de pagos estaba pidiendo a gritos. (Fernández-Riva, 2007, p. 164)

#### Crítica que concluyó así:

No hay duda, al menos para el autor de este libro, de que en 1998-1999 la autoridad monetaria, después de haber sembrado durante la primera mitad de la década la semilla de la crisis, al generar debilidades estructurales como la revaluación real del peso, un gran déficit de balanza de pagos en cuenta corriente, el agotamiento tributario para financiar el “presupuesto balanceado” y un exceso de deuda de los individuos y las empresas, hizo exactamente lo necesario para desatar una crisis general. La Junta Directiva del Banco de la República estaba bien intencionada y hay que reconocer que no trató de evitar por completo el ajuste cambiario, sino de moderarlo y posponerlo mediante sucesivas correcciones de la banda cambiaria pero, debido a la prioridad que le concedía a la baja de la inflación y a su temor, justificado pero excesivo, de que una devaluación súbita hiciera subir los precios, y a su concepción “neoclásica” del ajuste macroeconómico, esto es, al supuesto de que el ajuste recesivo de la balanza de pagos sería rápido y casi indoloro, hizo exactamente lo que los modelos keynesianos sugieren que debería quien que se propusiera dañar la economía. (Fernández-Riva, 2007, p. 167)

Sin que por ello Fernández-Riva (2007) reconociera a reglón seguido que “la recesión de 1998-1999 [fuera] eficaz para reducir la inflación” (p. 167).

Mauricio Cabrera, de una parte, criticó, por monetarista, el contenido de la Ley 31 de 1991 que desarrolló las normas constitucionales y, de otra, en busca de

analizar cuáles fueron los logros del Banco de la República respecto de su objetivo constitucional del mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda, llegó a la conclusión de que los resultados de la gestión autónoma del Banco fueron desastrosos, porque en la década del noventa Colombia experimentó la más grande inestabilidad en muchos precios relevantes para el buen funcionamiento del sistema económico.

En su entender,

de una manera subjetiva y arbitraria el Banco decidió que la estabilidad de los precios que importaba era la del Índice de Precios al Consumidor (IPC), olvidándose de muchos otros precios esenciales para el buen funcionamiento de la economía, como la tasa de interés o la tasa de cambio. (Cabrera, 2002, p. 1)

Así las cosas, según Cabrera, el mandato constitucional del *mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda* no podía referirse únicamente al IPC,

porque con la moneda también se compran activos financieros y reales, finca raíz, etc. Además, cuando se afirma que la estabilidad de precios es un requisito indispensable para garantizar el crecimiento de largo plazo, se debe hablar de todos los precios del mercado y no solo del IPC. (Cabrera, 2002, p. 1)

#### 4.7 PERIODO 2000-2022

En el periodo comprendido entre el año 2000 y el 2022, la inflación anual promedio ascendió a 5,17 %, equivalente a menos de la mitad de la del periodo 1923-2022<sup>26</sup>, y a menos de la cuarta parte de la del lapso transcurrido entre 1973 y 1999. Las anualidades de mayor inflación fueron las correspondientes al año 2000 (8,75 %) y 2022 (13,12 %), y se presentó el valor mínimo en 2009 cuando fue del 2 %. A partir de este año se inició en el país un periodo de seis años consecutivos de estabilidad de precios, definido como inflaciones entre 2 % y 4 %. A lo cual debe agregarse que este fue el periodo en el cual la inflación se situó en el nivel de un dígito durante todos los veintitrés años, con excepción de 2022.

<sup>26</sup> En esta sección, las cifras del crecimiento del PIB y la tasa de cambio (real y nominal) de 2022 corresponden a las estimadas a septiembre de dicho año.

Este proceso se presentó en medio de un cambio en el manejo de la inflación que, de manera progresiva, llevó a la Junta Directiva del Banco a adoptar el esquema conocido en la literatura económica como *estrategia de inflación objetivo*.

#### **4.7.1 LOS CAMBIOS INSTITUCIONALES QUE HICIERON POSIBLE LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO**

La estrategia de inflación objetivo parte de reconocer de manera explícita que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento económico es mantener una tasa de inflación baja y estable, por lo cual esa debe ser la finalidad principal de esa política, aun cuando no la única, puesto que, en seguimiento de las normas constitucionales desarrollada por sentencias de la Corte Constitucional, la estabilidad de precios debe inscribirse en el marco de una política macroeconómica que propugne por el crecimiento de la producción nacional y del empleo.

Vista desde lo instrumental, esta estrategia supone el compromiso del Banco Central con el cumplimiento de una meta de inflación, para lo cual la principal herramienta de la política monetaria es el manejo de la tasa de interés. Principio que tiene su sustento al dejar establecido que la tasa de interés es neutral cuando la autoridad monetaria fija el nivel de esa variable, de manera tal que no se generan presiones ni sobre la inflación ni sobre la brecha del producto<sup>27</sup>; que su nivel es expansivo cuando la tasa de interés es inferior a la tasa neutral; y contractiva en caso contrario.

Cuando así se esquematiza el manejo de la estrategia de inflación objetivo, se puede llegar a pensar que el inicio de su implementación en Colombia fue en extremo simple y de fácil aplicación. Manera de entender esa política que deja por fuera de su cabal comprensión el entendimiento de las características fundamentales que subyacen detrás del proceso, las cuales –cuando se toman en cuenta las condiciones de la institucionalidad de la política económica en Colombia a finales del siglo XX– incluyeron: a) la flexibilidad cambiaria, como condición necesaria para un mejor control sobre la variación de los agregados monetarios; b) la existencia y profundización de un mercado interbancario, como condición *sine qua non* para que la tasa de interés de intervención del Banco de la República pudiese convertirse en el principal instrumento de la política monetaria; y c) la

<sup>27</sup> Entendiendo por tal la diferencia entre el producto potencial máximo que puede producir la economía y el producto observado.

obtención de información y el desarrollo de modelos estadísticos para entender el mecanismo de transmisión de la tasa de interés del Banco a la producción y los precios, y predecir con precisión también el nivel futuro de la tasa de inflación y de la brecha del producto, como prerrequisito indispensable para compartir con los mercados y la ciudadanía la información cuantitativa que le diese sostén y credibilidad a los propósitos y fines de la política monetaria.

Por consiguiente, para entender cómo fue que la Junta Directiva del Banco llegó a instituir la estrategia de inflación objetivo en Colombia es preciso conocer cómo se llegó a la flexibilidad cambiaria, cómo se perfeccionó el funcionamiento del mercado interbancario y cuáles fueron las acciones que se ejecutaron para que esa estrategia fuera creíble, en sus métodos y en sus resultados, por parte de los agentes que interactúan en el mercado y la ciudadanía en general.

En lo que respecta a la flexibilidad cambiaria, a fines de septiembre de 1999 se configuró un panorama que hizo insostenible el manejo de la banda cambiaria, pese a los diversos cambios que, en su nivel, su pendiente y su amplitud, introdujo la Junta durante el tiempo que ella estuvo vigente entre el 24 de enero de 1994 y el 25 de septiembre de 1999. Insostenibilidad que obligó a su abandono por decisión unánime de la Junta<sup>28</sup> en esa última fecha, previo un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que se venía gestando desde julio de 1999.

La génesis de esa decisión y las razones que la sustentaron fueron detenidamente expuestas en el *Informe adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República*:

La idea central del documento es que la liberación definitiva de la tasa de cambio requería de un conjunto de condiciones previas que garantizaran la estabilidad macroeconómica y la efectividad del buen funcionamiento del nuevo sistema cambiario. En particular, se argumenta que hasta hace poco la economía colombiana no cumplía con esos requerimientos por los fuertes desequilibrios macroeconómicos que registraba, la situación de incertidumbre asociada a la crisis económica internacional y el riesgo de tener una política monetaria en un ambiente de devaluación incontrolada y dominada por un desequilibrio creciente de las finanzas públicas y con deficiencias en el financiamiento del déficit fiscal. La liberación total de la tasa de cambio en esas condiciones habría llevado a episodios especulativos

<sup>28</sup> Pese a esa unanimidad, los codirectores Luis Bernardo Flórez Enciso y Antonio Hernández Gamarra aclararon su voto para dejar constancia de los antecedentes de la decisión en los términos que quedaron consignados en el acta del 25 de septiembre y fueron publicados en el número 864 de la *Revista del Banco de la República*, de octubre de 1999.

fuertes, con una presión alcista sobre las tasas de interés mayor que la requerida para mantener la banda cambiaria, efectos recesivos sobre la actividad económica y graves riesgos de un retroceso injustificado en el proceso de control inflacionario. Todo esto habría concentrado buena parte del ajuste en los grupos sociales más débiles y comprometido el crecimiento económico en el largo plazo. (Junta Directiva del Banco de la República, 1999a, pp. 5-6)

Proseguía el referido documento al señalar que, para la fecha en que se adoptó la decisión, la información existente permitía prever una transición tranquila hacia el régimen de libertad cambiaria. La información incluía, principalmente, la reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, y por tanto, la no existencia de un gran exceso de demanda por cambio exterior; la devaluación de la tasa de cambio real en los dos últimos años; la reducción de la inflación; y el acuerdo con el FMI que posibilitaría aumentar la oferta de cambio exterior, al facilitar el acceso del país a recursos internacionales de crédito de ser ello necesario.

En el mencionado *Informe adicional*, también se documentaron el proceso y los cambios que a lo largo de la existencia de la banda cambiaria se les hicieron a sus parámetros. De los cuales también se informa, en un lenguaje menos técnico, en el libro *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia* (Valencia, 2021).

Dado que la Constitución de 1991 había limitado severamente la posibilidad del endeudamiento del sector público con el Banco de la República, y extinguido su crédito a los sectores privados no bancarios, la flexibilidad cambiaria era la condición faltante que se requería para que el Banco de la República tuviera mayor control sobre los agregados monetarios y potenciara a plenitud el ejercicio de sus funciones como prestamista de última instancia.

Sin embargo, para que esto último ocurriera se requería que existiera un mercado al cual los intermediarios financieros concurrieran día tras día con el fin de ofrecer sus excesos de liquidez, o a demandar los recursos necesarios para completar sus faltantes de esta, a un precio que fuera resultado pleno del exceso total de oferta o de demanda. Sin la existencia de ese mercado resultaba imposible saber cuál era el nivel de ese precio, y tampoco era factible establecer cuándo y cómo el Banco debía cumplir sus funciones de prestamista de última instancia para el sistema financiero como un todo. Por el contrario, la existencia de ese mercado, funcionando en condiciones competitivas, le informaría al Banco si debía ser oferente de liquidez, o demandante de ella, para validar la tasa de interés de equilibrio.

Sin embargo, el hecho es que antes de 1999 en Colombia no existía un mercado con esas características, porque hasta mediados de 1991 la oferta de reservas bancarias podía variar vía las reservas internacionales o el crédito interno del Banco de la República prácticamente sin control alguno, como se documentó en la sección “4.6 Periodo 1973-1999”; y aun cuando después de 1991 se eliminó la financiación monetaria del déficit fiscal por parte del Banco de la República y la de los agentes privados no bancarios, el esquema de banda cambiaria posibilitaba variaciones en las reservas bancarias cuando el Banco tenía que intervenir para mantener la tasa de cambio en el rango establecido en ella.

Es decir, en síntesis, no había un control pleno de la oferta de reservas bancarias, pues ellas podían cambiar al vaivén con que variaba la base monetaria y, por consiguiente, resultaba difícil que el mercado interbancario funcionara en condiciones competitivas. A esta realidad se sumaba que, durante algunos periodos, el Banco actuó, al tiempo, como oferente y demandante de liquidez a corto plazo.

Si eso sucedía en cuanto al canal de oferta en ese mercado, una situación de similar incertidumbre se presentaba por el lado de la demanda; pues si bien en su monto agregado ella estaba determinada por el coeficiente promedio de reservas de encaje y por el total de los pasivos sujetos a ese requisito, dicho promedio resultaba en extremo variable, por cuanto dependía de la composición de los pasivos sujetos a encaje y de los respectivos coeficientes de encajes requeridos que eran en extremo disímiles.

Es decir, como hasta 1997 eran distintos los coeficientes de encaje para los depósitos en cuenta corriente, los pasivos fiduciarios, las aceptaciones bancarias, los CDT, las cédulas hipotecarias, los depósitos de ahorro, las cuentas de ahorro de valor constante y los compromisos de recompra de cartera negociada (Hernández-Gamarra y Tolosa-Buitrago, 2001), los cambios en la composición de sus pasivos que tuvieran los intermediarios financieros afectaban la demanda por reservas de cada uno de ellos y, por ende, era incierto el valor de la demanda total por reservas en el mercado interbancario. Incertidumbre a la que se agregaba, hasta mediados de 1991, el hecho de que cuando algunas de las instituciones financieras prestaban para determinados fines o invertían en ciertos títulos podían reducir sus encajes requeridos.

De esta descripción, de la cual se presenta un detallado informe en Hernández-Gamarra y Tolosa-Buitrago (2001), se puede concluir que hasta 1999 para sus operaciones del día a día el sistema financiero no contaba con un mercado

transparente en el cual liquidar, vía precio, los excesos de oferta o demanda que se presentaran.

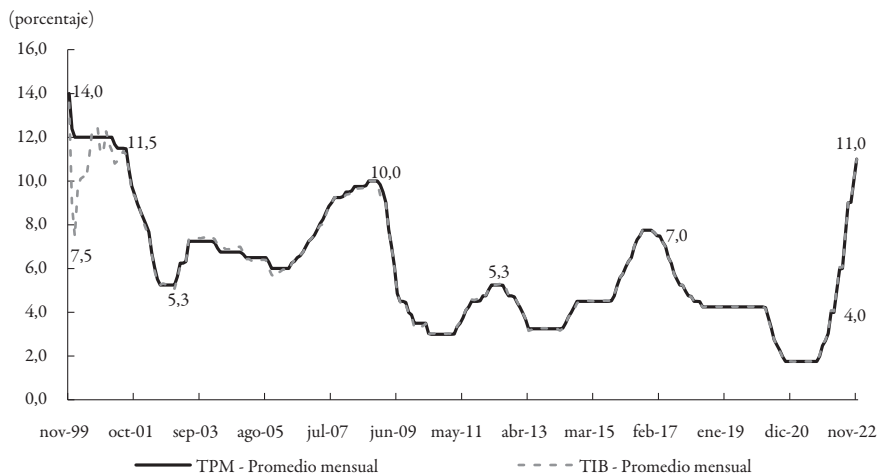
Para remediar esas carencias, desde el lado de la oferta se flexibilizó el manejo cambiario y, en lo correspondiente a la demanda, se introdujeron de manera progresiva reformas al sistema de los encajes requeridos y presentados que permitieron conocer con una anticipación de tres semanas cuales serían las necesidades de reservas de cada uno de los intermediarios financieros y del sistema como un todo. Para esto fue preciso eliminar las inversiones y préstamos computables como encaje; homogenizar los coeficientes de encajes aplicables a distintos pasivos; unificar las fechas para la presentación de los encajes requeridos a todos los intermediarios; establecer procedimientos uniformes para el cómputo del encaje requerido y el presentado; reglamentar los apoyos de liquidez en caso de que un intermediario individual no pudiera satisfacer sus necesidades en el mercado interbancario; y establecer reglas precisas sobre cómo y cuándo el Banco actuaría como prestamista de última instancia, las bases de lo cual quedaron establecidas en la resolución interna número 1 de 2001. Mediante esta se establecieron las autoridades que al interior del Banco determinarían las reglas para su intervención en el mercado monetario y cambiario, y la fijación del volumen de los recursos que el Banco inyectaría o sustraería del mercado, para lo cual quedaron facultadas para fijar, siguiendo los lineamientos establecidos por la Junta, los montos de los Repos y las OMA.

Todo eso con el propósito de que ni los cambios en la estructura de los pasivos entre intermediarios financieros, ni la naturaleza jurídica de ellos, ni tampoco la naturaleza jurídica de los depósitos<sup>29</sup>, afectara significativamente la demanda por reservas bancarias; y, así, poder determinar, de manera precisa, la sustracción o ampliación de la oferta de ellas.

Esos cambios operativos en las reglas para la conformación de la oferta y la demanda de reservas bancarias fueron los que hicieron posible el funcionamiento del mercado interbancario, y que llevaron a que el Banco pueda tener hoy la tasa de interés como el instrumento por excelencia de la política monetaria, porque ella es en primer término un referente del precio en el mercado interbancario, como muestra el Gráfico 4.26.

<sup>29</sup> Durante mucho tiempo el encaje aplicable a los depósitos oficiales fue distinto del de los depósitos de particulares, como lo fue también el requerido para los depósitos judiciales.

**GRÁFICO 4.26**  
**TASA DE POLÍTICA MONETARIA VS. TASA INTERBANCARIA**  
**2000-2022**



Fuente: Banco de la República (2023).

Pasando ahora a la tercera condición necesaria para el establecimiento de la estrategia de inflación objetivo, es necesario dar cuenta de las acciones desarrolladas, las medidas adoptadas y los procedimientos utilizados para ganarse la credibilidad de los mercados y de la ciudadanía en general. Lo cual empieza por señalar que para alcanzar ese logro era indispensable que primero el equipo técnico la tuviera al interior del Banco a la hora de hacer pronósticos sobre la inflación futura, y de explicar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Sobre todo esto se hace aquí una breve mención, siguiendo parcialmente los lineamientos desarrollados por Gómez-Restrepo, Uribe y Vargas-Herrera (2017), acerca del mejor indicador que se debía utilizar para hacer pública la meta de inflación; el horizonte temporal que ella debía tener; si la misma debía tener un valor único o estar constituida por un rango; la formulación y validación de los modelos predictivos de la inflación futura; los mecanismos de transmisión de la política monetaria; y la producción y divulgación de los documentos contentivos de la información.

Para empezar, era necesario tener claro cuál sería el indicador de la inflación que se comunicaría a la sociedad como compromiso de la Junta Directiva del Banco en su lucha antiinflacionaria. Definición a la que se llegó luego de un amplio proceso analítico que terminó por definir que para efectos de la información pública se utilizaría la inflación medida por el IPC, sin ninguna modificación de ella, lo cual obedeció a que ese indicador es el “más conocido, mejor comprendido [y] por consiguiente su uso facilita la comunicación con el público acerca del objetivo primario de la política monetaria” (Gómez-Restrepo, Uribe y Vargas-Herrera, 2017). A lo cual se agregó que el índice así escogido es al que usualmente se ligan los salarios, los arriendos y los contratos financieros, entre otros precios.

Esa decisión no significó, sin embargo, que ese fuera el único indicador para evaluar la evolución del proceso inflacionario. La Junta decidió analizar otros indicadores, en línea con la literatura económica que pone de presente la necesidad de evitar los riesgos de información contenida en el IPC por choques circunstanciales de oferta, principalmente de alimentos o de precios controlados, que pueden afectar el nivel de ese indicador sin que ello sea una manifestación de un proceso inflacionario. Por eso, la Junta analiza además indicadores de inflación básica y en ocasiones ha tomado decisiones basándose en los resultados que ellos muestran, aun si son contrarios a los que señala el IPC.

En cuanto al horizonte futuro para anunciar la meta de inflación, hasta 1999 usualmente ello se hacía solo por un año, pero de allí en adelante los anuncios se han hecho para un periodo de dos años consecutivos, siendo el primero de ellos el que sigue a la fecha en que se informa el hecho a la ciudadanía. También al inicio la meta se anunciaba como un valor único, pero a partir de 2010 el nivel de la inflación futura se anunció por medio de un rango y su punto medio, haciendo explícito que las variaciones de la inflación a muy corto plazo no son controlables, ni es deseable que ello sea así.

En lo relativo a los documentos que contuvieron datos y mensajes para informar a los mercados, y a la opinión pública en general, son de destacar el concerniente a la necesidad de reducir la inflación y cómo lograrlo; las explicaciones sobre la estrategia de política monetaria en el primer semestre del año 2000, luego de la caída de la actividad económica el año anterior; la producción y difusión del *Informe sobre inflación*; la introducción de mejoras también progresivas en el *Informe al Congreso de la República* que la Junta debía presentar dos

veces al año, y la producción y difusión de distintos informes sobre la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pago.

Sobre la necesidad de reducir la inflación y cómo lograrlo, Miguel Urrutia (1998a), en el editorial de la *Revista del Banco de la República* mayo de 1998, informó que se había celebrado un seminario internacional sobre esas materias, pues era urgente conocer y debatir más sobre el tema, dado el adormecimiento de la conciencia nacional sobre los costos de la inflación y la manera de reducirla, debido a que esos costos sin mayores estudios se juzgaban bajos mientras que a su reducción se le atribuía un alto costo.

Seminario que, organizado conjuntamente por el Banco Mundial y el Banco de la República, analizó aspectos teóricos del problema; algunas experiencias internacionales de reducción de la inflación, incluidos los casos de Israel, Irlanda, Chile y Nueva Zelanda; y las lecciones que de ellos se podían sacar para Colombia.

A pesar de que en ese informe Urrutia, siguiendo los resultados de esos análisis, no presentó conclusiones sencillas, y menos unidireccionales, para reducir la inflación en el país, sí puso de presente la necesidad de la coherencia de la política monetaria, cambiaria y crediticia; no acomodar los choques externos y mantener la independencia ante las presiones políticas; la reducción del déficit fiscal por su elevada significación y por la sobrecarga que le estaba poniendo a la política monetaria; la desindexación salarial; la declaración explícita de la inflación como objetivo único de la política monetaria o su priorización en caso de que se tuviese más de un objetivo.

Según esas conclusiones del seminario, nada fácil sería alcanzar la desinflación en Colombia, aun cuando otros principios rectores sí quedaron claramente establecidos:

- Así como se considera inaceptable una inflación superior al 30%, debe lograr crearse la conciencia de que es inaceptable e insostenible en el mediano plazo una inflación superior a un dígito.
- La independencia del Banco de la República no garantiza que la inflación se reduzca. La credibilidad no se gana con una ley; solo se logra con políticas coherentes y con resultados. Pero esta independencia sí es condición indispensable para que estas políticas se pongan en marcha y se mantengan.

- Puede ser conveniente revisar la velocidad del ajuste hacia una inflación de un dígito. Una estrategia más dinámica, que ponga en marcha un programa coherente, puede contribuir a modificar las expectativas. (Urrutia, 1998b, p. 23)

En cuanto a la estrategia de política monetaria, en la nota editorial de octubre de 2000, Urrutia informó sobre los principales aspectos que se tuvieron en cuenta para determinarla, y las decisiones que se habían venido tomando para garantizar el cumplimiento de las metas establecidas por la Junta. Enfatizaba en la flexibilidad de la política monetaria, las metas que esta tenía y cómo se había avanzado para adoptar una meta monetaria flexible. Este informe lo amplió en la nota editorial de la *Revista del Banco de la República* de mayo de 2002 (Urrutia, 2002).

De esta información queda claro que la adopción de la estrategia de inflación objetivo en Colombia fue gradual, pues las decisiones operativas que exigían su puesta en funcionamiento se tomaron de manera progresiva; por tanto, fue ajena a la Junta la intención de reivindicar una visión adánica sobre su puesta en marcha.

Esa gradualidad temporal en la puesta en marcha de la estrategia también fue documentada por Leonardo Villar (2017), quien destacó las contribuciones que al respecto hizo José Darío Uribe, tanto en su condición de funcionario del área técnica del Banco, como más adelante al actuar como su gerente.

La gradualidad operativa de la estrategia estuvo referida tanto al manejo cambiario como a las variaciones de la tasa de interés. En lo cambiario, quedó establecido que, sin buscar fijar ni alcanzar una tasa de cambio, el Banco podría intervenir esporádicamente en el mercado, mediante la compra o venta de *divisas* para, según las circunstancias,

- 1) incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos y facilitar los pagos del país en el exterior; 2) mitigar apreciaciones o depreciaciones injustificadas que pongan en peligro la meta de inflación y la estabilidad financiera, y 3) inyectar liquidez con el fin de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos de la economía. (Uribe, 2016, p. 13)

Por lo que respecta a la gradualidad operativa del manejo de la tasa de interés, será considerada cuando más adelante se dé cuenta del manejo anticíclico de la política monetaria.

A lo cual se debe añadir que, en su sesión de mayo de 2007, la Junta Directiva del Banco estableció un encaje marginal sobre los depósitos de los establecimientos de crédito, un depósito al endeudamiento externo y un límite a la posición de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario.

Esa gradualidad conceptual de la estrategia se fortaleció, aún más, cuando se adoptó su flexibilización al introducir el denominado

esquema de inflación objetivo ampliado (*inflation targeting plus*), en el cual las autoridades económicas buscan evitar la formación de burbujas, porque cuando estas estallan causan traumatismos considerables y los bancos centrales pierden el control de sus economías. [...] [El Banco] se apartó del esquema de inflación puro, según el cual la política monetaria debía concentrarse exclusivamente en la estabilidad del producto y de los precios de los bienes y servicios, sin darle importancia a la evolución de los precios de los activos y el endeudamiento más allá de las implicaciones que pudieran tener sobre los objetivos primarios de precios y producto”. (Uribe, 2009, p. 6-4)

Por lo que hace al *Informe sobre inflación*, desde 1995 el equipo técnico del Banco empezó a desarrollar modelos para proyectarla y empezó a producir, con destino a la Junta, pero no al público en general, un texto que contenía ese análisis. Informe que luego de sucesivas mejoras se dio a la luz por primera vez en enero de 1999 y en el que se señaló lo siguiente:

Con el fin de tener unos términos de referencia para las decisiones de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República hace periódicamente un análisis detallado de los resultados de la inflación, de los agregados monetarios y de otras variables de la economía. [...] La Junta ha decidido, a partir de ahora, hacer público cada trimestre el documento que utiliza como base para este análisis con el fin de que se conozca ampliamente los elementos de juicio utilizados para la toma de decisiones en materia de política monetaria. (Junta Directiva del Banco de la República, 1999b, p. 2)

Luego se añadió que ese Informe “servirá para comunicar a la opinión pública cuándo y por qué razones es necesario modificar el rumbo de la política” (p. 2).

El *Informe* se publicó desde entonces ininterrumpidamente cada trimestre con ese nombre hasta octubre de 2019, cuando empezó a llamarse Informe de Política Monetaria y se enfocó en explicar con mayor detalle los supuestos sobre la coyuntura (Echavarría, 2020).

La publicación de ese Informe ha sido soporte fundamental de la credibilidad que ha ganado la Junta a lo largo de los años, a la hora de anunciar las metas de inflación, la situación económica general del país, o de explicar las razones por las cuales se mantiene o se modifica la política monetaria.

En cuanto al *Informe de la Junta al Congreso de la República*, este varió, en su concepción y contenido, cuando dejó de ser considerado un requisito formal, con breve documentación y con tendencia a subrayar la argumentación técnica, y pasó a contener explicaciones detalladas sobre los fenómenos propios de su objeto, al juzgar sin menosprecio esa tarea, y al facilitarla como medio para que la ciudadanía cercana al Congreso de la República se interesara por conocer de primera mano los propósitos de la política monetaria, cambiaria y crediticia, los instrumentos con que contaba la Junta para alcanzar esas finalidades, las limitaciones existentes para ello y, más importante aún, el costo económico y social de las políticas alternativas. Sin que esa valoración del papel del Congreso desconociera que, en ocasiones, algunos congresistas tenían escaso rigor en sus intervenciones y exponían argumentos que se acercaban al populismo.

Finalmente, una decisión que le ayudó a la Junta a ganar credibilidad para sus propósitos, sus políticas y sus decisiones, fue la ampliación del tiempo transcurrido entre sus sesiones, al acordarse que estas se celebrarían usualmente solo una vez al mes, y no semanalmente, como fue la usanza a comienzos de entrar en operación la nueva Junta del Banco en 1991, y durante todo el periodo de la Junta Monetaria. Organismo este último que, tras cada una de esas reuniones, producía al menos una resolución con modificaciones sobre las normas o procedimientos bajo las cuales operaba la política monetaria, cambiaria o crediticia, con la incertidumbre que ello producía en el funcionamiento de los mercados<sup>30</sup>.

La transparencia sobre la periodicidad de las reuniones de la Junta se incrementó progresivamente al estar referida no solamente a las fechas de las reuniones, sino al proceso de toma de decisiones en ellas y su difusión. Sobre todo esto se informó, luego de la reunión de octubre de 2019, en los siguientes términos:

La JDBR se reúne una vez al mes, pero solo en ocho meses sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de PM (enero, marzo, abril, junio, julio,

<sup>30</sup> Según se concluye en Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverri (2017, p. 270) en los casi 27 años de su existencia, la Junta Monetaria sesionó en promedio una vez por semana y emitió 1,74 resoluciones por sesión.

septiembre, octubre y diciembre). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo<sup>31</sup>. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El segundo día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica el *Informe de Política Monetaria (IPM)*<sup>32</sup> realizado por el equipo técnico del Banco: el miércoles de la semana siguiente a la Junta el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el *IPM*. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía<sup>33</sup>. (Banco de la República, 2019, p. 35)

#### 4.7.2 ENTORNO MACROECONÓMICO

En el periodo 2000-2022, el entorno macroeconómico colombiano se caracterizó por un crecimiento muy variable del PIB, una creciente acumulación de disponibilidades de cambio exterior, resultados fiscales deficitarios financiados en lo fundamental por el endeudamiento externo y una política monetaria cuyo propósito primordial fue el control de la inflación, al tiempo que se prestó atención explícita al crecimiento de la economía.

Estas características básicas del entorno macroeconómico del periodo 2000-2022, en cuanto a la inestabilidad del crecimiento y el desbalance fiscal, lo asemejan al lapso 1973-1999, mientras que lo diferencian de este la no caída pronunciada en las reservas internacionales y la clara definición que sobre sus objetivos tuvo la política monetaria durante todo el periodo.

<sup>31</sup> Un miembro de la Junta puede solicitar en cualquier momento una reunión extraordinaria para tomar decisiones de PM.

<sup>32</sup> Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

<sup>33</sup> El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de agosto de 2019.

#### 4.7.2.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO

La viabilidad en la tasa de crecimiento económico obedeció, en lo fundamental, a los cambios que presentaron los precios de los hidrocarburos<sup>34</sup> que, desde la mitad de los años 1980, empezaron a crecer su significación en las exportaciones totales del país, desplazando sistemáticamente al café como el principal producto exportador de la economía colombiana, como se puede ver en el Gráfico 4.27.

Esta tendencia del crecimiento económico se vio afectada también por los grandes eventos internacionales que afectaron la economía mundial durante 2008 y 2020. Elementos todos ellos que se buscó morigerar a través de una política monetaria manifiestamente contracíclica, y que son los que en conjunto explican las cifras del crecimiento anual que muestra el Cuadro 4.21.

El primer periodo tiene seis años debido a que incluye el año 2000, y porque esa anualidad se excluyó del quinquenio 1996-2000. A su vez el periodo 2016-2019 tiene solo cuatro años, debido a lo atípico de 2020, que distorsiona tanto el promedio de la inflación como del crecimiento económico y que por esas razones se presenta separadamente.

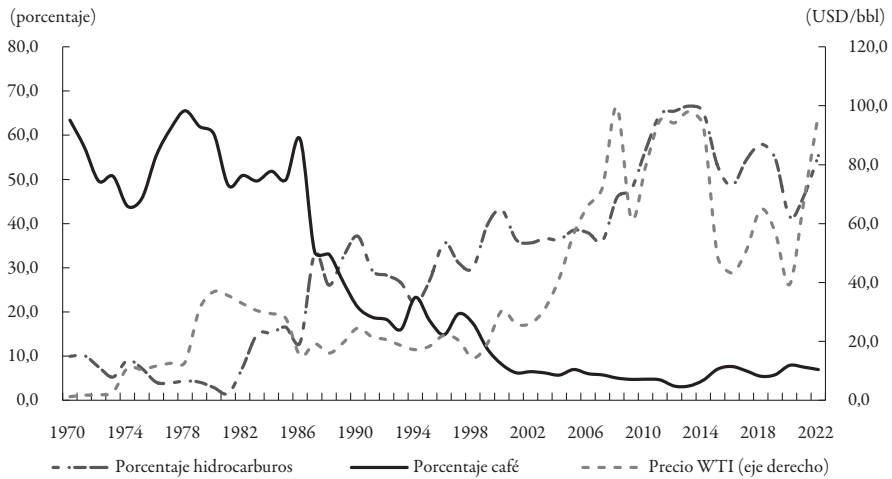
Al inicio del siglo XXI, luego del retroceso de la producción nacional que tuvo lugar en 1999, los cuatro primeros años (especialmente 2001 y 2002) fueron de lento crecimiento, fenómeno que se empezó a reversar en 2004 y se prolongó hasta 2008 en medio de fuertes entradas de capital y de elevados precios del petróleo, como se muestra en el Gráfico 4.27.

El auge se detuvo en 2009 cuando, en medio de la crisis financiera global, la economía colombiana expandió su PIB en 1,1 %. Una vez que empezó a ceder la crisis mundial y volvieron a aumentar los precios de los hidrocarburos, la economía nacional creció a un promedio del 4,7 % en el quinquenio 2011-2015, ritmo que se detuvo a mediados de 2014 por la fuerte caída de los precios internacionales del petróleo, y con leves fluctuaciones se prolongó hasta el año 2019.

En virtud de una nueva escalada en los precios de los hidrocarburos en los dos primeros meses de 2020, la economía empezó a recuperar su ritmo de crecimiento, el cual se detuvo desde cuando se sintieron los efectos de la pandemia provocada por el covid-19 que produjo el mayor retroceso del PIB en la historia nacional (-7,0 %). Tendencia que, como era esperable, se revirtió en 2021 cuando cedió la pandemia y que se ha prolongado durante

<sup>34</sup> Por brevedad, se incluyen dentro de los hidrocarburos al carbón y al petróleo y sus derivados.

**GRÁFICO 4.27**  
**PARTICIPACIÓN DEL CAFÉ Y LOS HIDROCARBUROS EN EL TOTAL DE EXPORTACIONES**  
**Y PRECIO DEL PETRÓLEO**  
**1970-2022**



Fuente: Banco de la República (2023) y Banco Mundial (2023).

**CUADRO 4.21**  
**CRECIMIENTO DEL PIB**  
**(PORCENTAJE)**

PERÍODOS	PROMEDIO ANUAL
2000- 2005	3,5
2006-2010	4,5
2011- 2015	4,7
2016- 2019	2,3
2020	-7,0
2021	10,7
2022	7,5

Fuente: Banco de la República (2023); elaboración del autor.

2022, años estos dos últimos en los cuales los resultados del crecimiento económico han sido bastante altos (10,6 % y 7,5 %, respectivamente), dada

la baja cifra de comparación para 2021 y la rápida expansión de la demanda agregada en 2022.

La marcada influencia de los precios de los hidrocarburos en el crecimiento de la economía nacional se ha manifestado vía los términos de intercambio; el incremento de la demanda por exportaciones colombianas hacia Venezuela<sup>35</sup> y Ecuador, por ser esas economías vecinas también exportadoras de petróleo; la mayor capacidad de gasto del sector público, que ve incrementado sus ingresos cuando suben los precios de los hidrocarburos por el aumento de las regalías, del impuesto de renta de las compañías minero-energéticas y de las utilidades que directamente recibe el Gobierno Nacional de Ecopetrol; y por las facilidades que el fenómeno produce en la entrada de capitales provenientes del exterior a través de la mayor inversión directa de esas compañías y de la mayor credibilidad sobre la capacidad de pago de Colombia, tanto por parte de los agentes privados como del Gobierno.

Desde luego, cuando se produce una caída en los precios de los hidrocarburos se manifiestan tendencias negativas en la demanda agregada y en el crecimiento económico por todos esos factores.

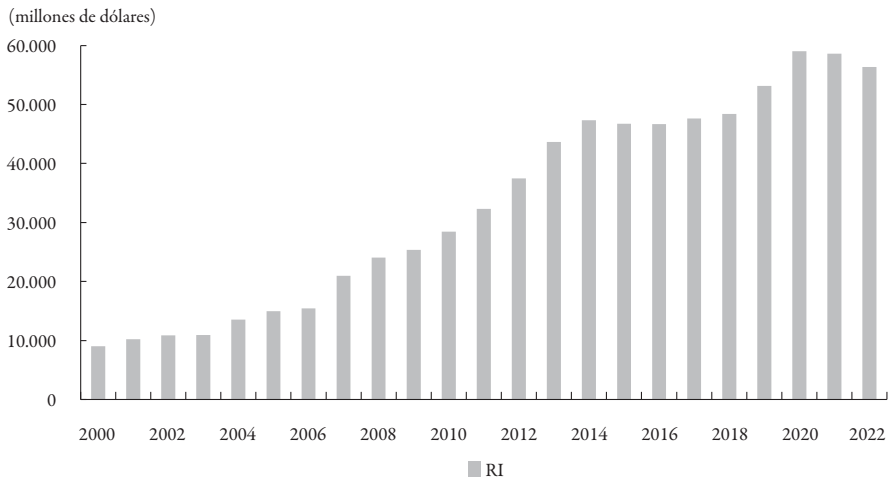
Aun cuando fenómenos con parecidas aristas se presentaban cuando el café constituía el principal producto de exportación colombiano, ahora, cuando en las exportaciones priman los hidrocarburos, esos hechos se agudizan por la significación que las exportaciones de petróleo tienen en las economías vecinas; por su mayor impacto sobre el gasto público; y por la relativa mayor frecuencia que las variaciones de sus precios han tenido durante los últimos veinte años.

#### **4.7.2.2 EVOLUCIÓN DE LAS DISPONIBILIDADES DE CAMBIO EXTERIOR**

Las disponibilidades de cambio exterior, medidas por las reservas internacionales, tuvieron durante el periodo 2000-2022 un continuo ascenso con excepción de los años 2015 y 2022, según se aprecia en el Gráfico 4.28.

<sup>35</sup> Antes de que se deterioraran las relaciones diplomáticas con este país en 2018.

**GRÁFICO 4.28**  
**EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**  
**2000-2022**



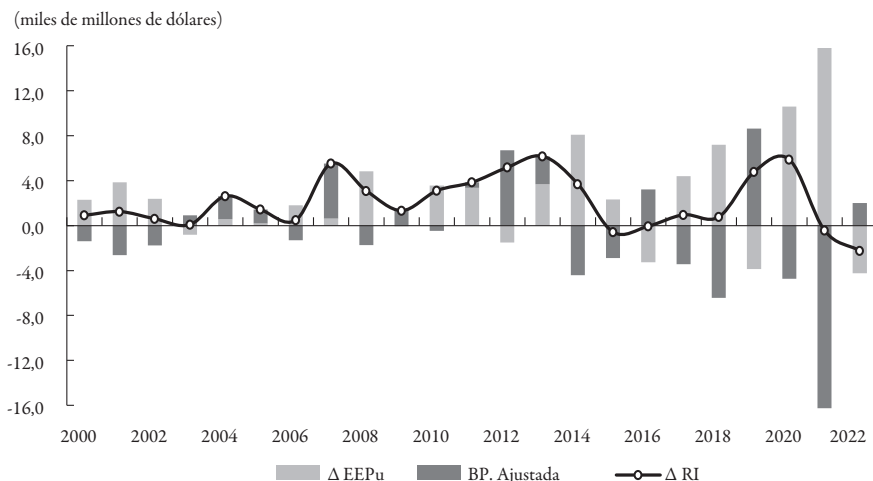
Nota: los valores de 2022 corresponden a los reportados a septiembre de 2022.

Fuente: Banco de la República (2022).

Según se observa en dicho gráfico, luego de un leve retroceso en 2015, las reservas internacionales permanecieron prácticamente constantes hasta 2018, para luego iniciar un nuevo ascenso hasta 2021 y presentar una caída también muy moderada hasta septiembre de 2022.

Dichas variaciones tuvieron soporte casi constante en el incremento del endeudamiento del sector público, pues esa variable creció en dieciocho de los veintitrés años del periodo, mientras que la balanza de pagos ajustada fue superavitaria únicamente en doce de ellos, sin que en los once restantes el déficit que se manifestó en ella fuera superior al valor positivo del endeudamiento público, como se observa en el Gráfico 4.29. Es de anotar que, además, al resultado de la balanza de pagos ajustada contribuyó positivamente, de manera continua, el incremento en el endeudamiento externo privado, según se constata en las cifras correspondientes a esta, a final del texto.

**GRÁFICO 4.29**  
**VARIACIÓN EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y SUS DETERMINANTES**  
**2000-2022**



Nota: los datos para 2022 son contruidos a partir de la información disponible a agosto de 2022.

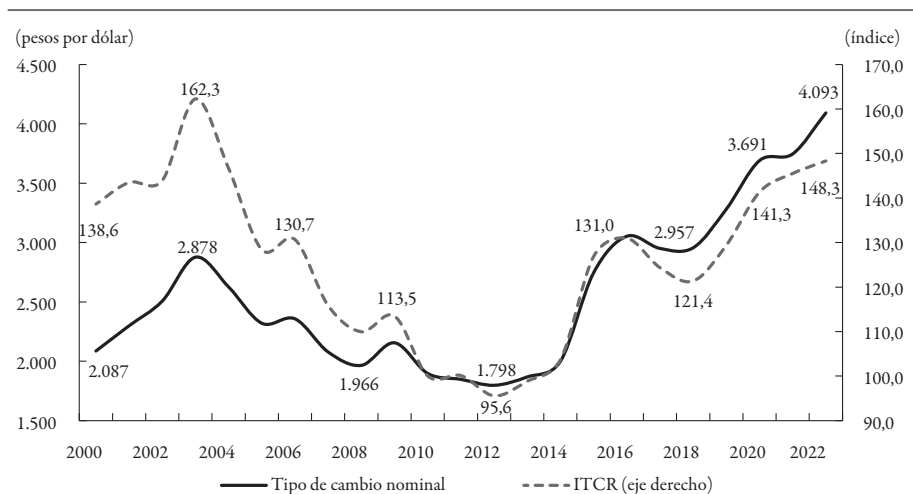
Fuente: Anexo 2.

Por lo que respecta al resultado fiscal, como ha sido usual a lo largo del último siglo, se presentó un continuo déficit financiado mediante emisión monetaria, solo que en este periodo ello se debió al ya mencionado endeudamiento externo y no al crédito del Banco de la República al Gobierno<sup>36</sup>. Aun cuando el tamaño del déficit fue especialmente notorio en medio del aumento del gasto que tuvo lugar en 2020, para tratar de mitigar los efectos de la pandemia, lo cual llevó al Gobierno a hacer uso de la ampliación de la línea de crédito flexible del FMI en cuantía cercana a los USD 5400 millones en diciembre de 2020, y a la colocación de títulos de deuda pública en el mercado interno, parte de los cuales fueron adquiridos en el mercado secundario por el Banco de la República.

<sup>36</sup> Sin embargo, como se explica en el Anexo 4.2, contablemente a partir del año 2000 cambió el comportamiento del crédito neto a la Tesorería, ya que esa variable se contabiliza como el neto de los activos que el Banco tiene provenientes del Gobierno nacional, que hoy en día son fundamentalmente TES, y los pasivos que el Banco tiene con el Gobierno, que son principalmente sus depósitos en el Banco.

Finalmente, en lo concerniente al entorno macroeconómico, el Gráfico 4.30 muestra la evolución de la tasa de cambio (nominal y real). Esta se devaluó entre los años 2000 y 2003, de manera atípica se revaluó desde ese último año hasta 2008 y también entre 2010 y 2013, en medio de la abundancia de las disponibilidades de cambio exterior a que dio lugar el aumento de los precios de los hidrocarburos en esos años, a través de ingresos por otras exportaciones y de fuertes entradas de inversión extranjera directa, y empezó a depreciarse cuando disminuyeron esos precios y la oferta de cambio exterior. Esa evolución de la tasa de cambio nominal fue el factor que resultó determinante para la manera como se comportó la tasa de cambio real, según se aprecia también en dicho gráfico.

**GRÁFICO 4.30**  
**TASA DE CAMBIO REAL Y NOMINAL**  
**2000-2022**

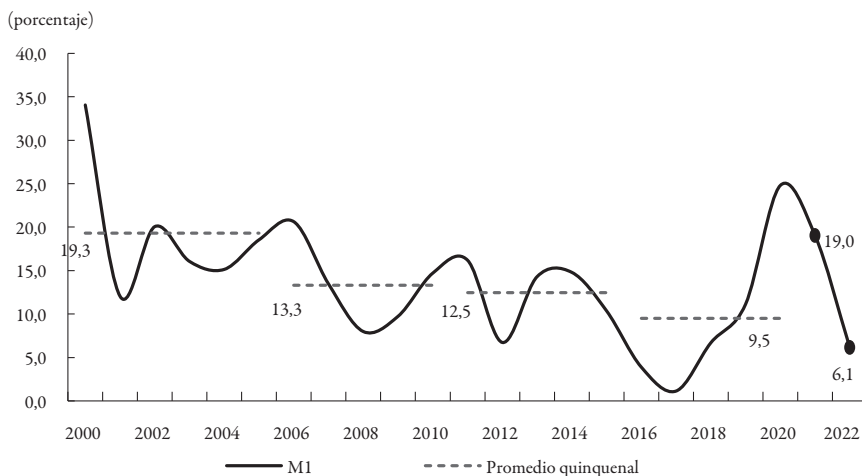


Nota: el dato para 2022 corresponde al reportado a septiembre de dicho año.  
Fuente: Banco de la República (2023); elaboración del autor.

### 4.7.3 EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

Dado que la estrategia de inflación objetivo no hace referencia expresa a un agregado monetario, y menos lo fija como meta intermedia, parecería innecesario hacer alusión al crecimiento de los medios de pago durante el periodo que aquí se analiza. No obstante, lo que demuestran las cifras es que la desinflación colombiana en los primeros veintidós años del siglo XXI ha estado acompañada igualmente de una reducción en la tasa de crecimiento de los medios de pago (Gráfico 4.31).

**GRÁFICO 4.31**  
**CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO**  
**2000-2022**



Nota: en el gráfico los datos de 2021 y 2022 se muestran de manera individual con puntos negros, y el de 2022 corresponde al crecimiento año corrido hasta el mes de septiembre.

Fuente: Banco de la República (2022); elaboración del autor.

Tres hechos resaltan de la información contenida en ese gráfico: la tendencia decreciente del promedio anual en cada uno de los periodos seleccionados para el análisis, la pronunciada fluctuación del resultado a corto plazo y el aumento de la cifra en 2020 que más que duplicó la de 2019, y por ello pareciera corresponder a una del periodo 1973-1999. A este último hecho se hará alusión en la siguiente sección, cuando se presente la política seguida en medio de la pandemia del covid-19.

En cuanto a la fuente de crecimiento de los medios de pago, las cifras del Anexo 4.2 al final del texto muestran que nuevamente fue la base monetaria el factor que explica su expansión, mientras que a este poco contribuyó el multiplicador, porque la tendencia de la preferencia por efectivo fue parcialmente compensada por las variaciones del coeficiente de encaje presentado.

#### 4.7.4 EVOLUCIÓN DEL NIVEL DE PRECIOS

En noviembre de 2001, la Junta Directiva del Banco informó que la meta de inflación a largo plazo sería el 3 % anual, y a partir de 2010 determinó que esa meta fluctuaría en un rango entre 2 % y 4 %. Bajo esa política, la tasa de inflación descendió continuamente entre los años 2000 y 2006, cuando los respectivos valores fueron de 8,75 % y 4,5 %. Luego subió ligeramente entre 2007 y 2008, para a partir de 2009 y hasta 2014 permanecer dentro del rango meta de 2 % y el 4 %, definido como estabilidad de precios. Desde entonces, es decir en los últimos siete años, la inflación ha tenido un resultado acorde, o muy cerca, con lo esperado por el rango meta, excepto en 2015 (6,8 %), 2020 (1,6 %) y 2022 (13,12 %).

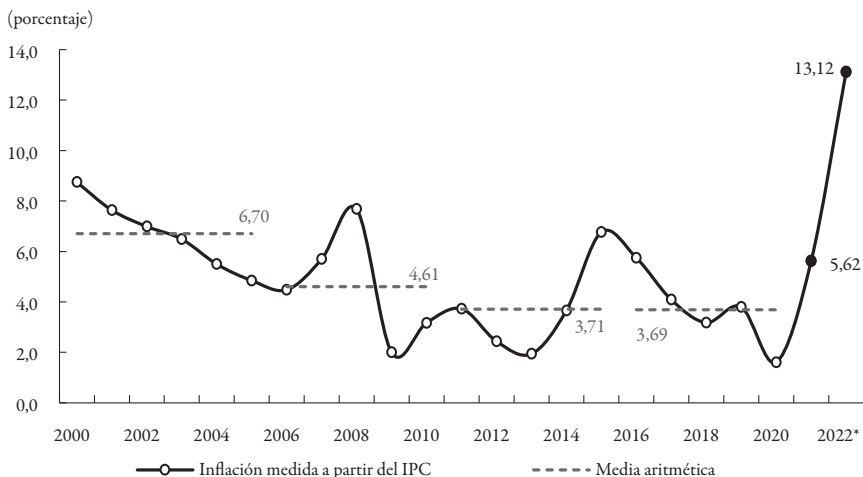
Por esta razón, se puede concluir que el primer rasgo básico de la evolución de la inflación en Colombia durante el siglo XXI fue un descenso tendencialmente continuo hasta 2019, como se aprecia en el Gráfico 4.32.

De esa descripción de la evolución de la inflación también se puede concluir que la segunda característica de ese proceso es un cumplimiento bastante satisfactorio de la meta de inflación, como se muestra en el Gráfico 4.33, especialmente cuando se toma en cuenta lo atípico que fueron los resultados de 2020 y 2022.

En 2020, la parálisis de la actividad económica, como ya se ha dicho, repercutió drásticamente sobre la demanda agregada; por consiguiente, era esperable que ello se reflejara con fuerza sobre el escaso aumento en el nivel de precios, que solo alcanzó el 1,61 %.

También atípico fue el resultado en 2022, ya sea que este se mida a través del IPC o del promedio de los indicadores de inflación básica estimados por la Junta Directiva del Banco. A este resultado contribuyeron el aumento de la demanda agregada que tendió a situar el crecimiento del PIB por encima del producto potencial; los choques internacionales de costos y precios que produjo la guerra de Rusia contra Ucrania, en especial en los insumos para

**GRÁFICO 4.32**  
**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN**  
**2000-2022**



Nota: en gris se presenta la media aritmética de los periodos 2000-2005, 2006-2010, 2011-2015 y 2016-2020 y los valores para 2021 y 2022 de manera individual.

Fuente: DANE (2022); elaboración del autor.

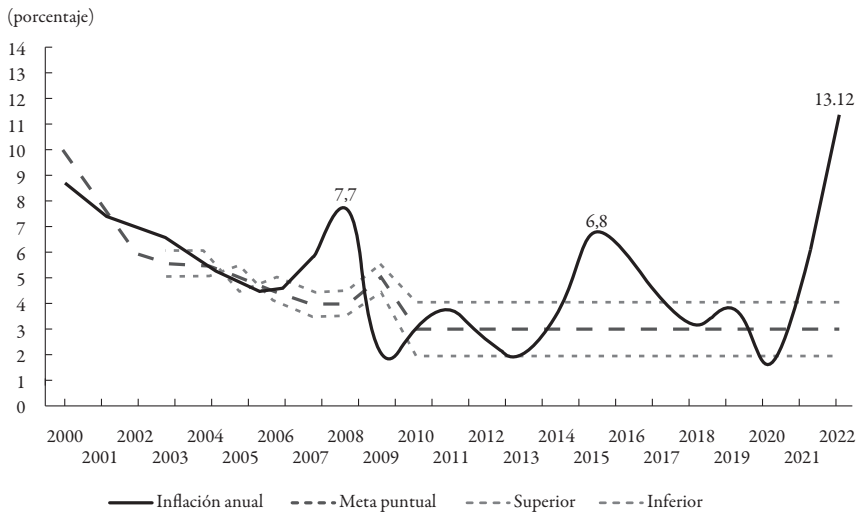
la producción agrícola; el aumento de los precios relativos de los alimentos que se vieron afectados tanto por esos choques internacionales como también por factores internos de orden climático; la aceleración de la devaluación del tipo de cambio nominal y su transmisión al nivel interno de precios; la creciente indexación de los precios regulados, en especial los de la energía; y, el incremento en las expectativas de inflación de los agentes económico.

El tercer elemento distintivo del manejo de la inflación en Colombia durante lo corrido del siglo XXI es que la política monetaria ha sido expresamente contracíclica, como se desprende de la concepción general sobre la misma y de las razones que la Junta Directiva ha esgrimido al explicar la toma de decisiones en circunstancias específicas.

La concepción general sobre el carácter contracíclico de la política monetaria, además de predicar la conveniencia de que aquella debía contribuir a suavizar las fluctuaciones cíclicas y el empleo, postulaba lo siguiente:

cuando la evaluación del estado de la economía y de sus proyecciones indicaba que el producto era inferior a su potencial y la inflación estaba bajo control, la política monetaria fue expansiva para estimular el crecimiento económico; cuando la evaluación del estado de la economía y sus proyecciones indicó que el producto estaba por encima de su potencial, la política monetaria fue más estricta para moderar el crecimiento de la demanda y las presiones inflacionarias. (Uribe, 2016, p. 14)

**GRÁFICO 4.33**  
**INFLACIÓN, Y META DE INFLACIÓN**  
**1991-2022**



Fuente: Banco de la República (2023).

Las decisiones específicas fueron explicadas detenidamente por los exgerentes del Banco José Darío Uribe y Juan José Echavarría en sus respectivos informes de gestión, correspondientes a los periodos 2005-2015 y 2016-2020, y otro tanto se hizo por la Junta en el *Informe de Política Monetaria* que se dio a la luz pública en los primeros días de noviembre de 2022.

Para ilustrar cómo algunas de esas decisiones han sido explicadas a la opinión pública, aquí se informa textualmente por qué se elevó la tasa de interés en 2006, por qué se redujo a partir de 2008, por qué no se siguió una política contracíclica en 2015, por qué ese fue el caso en 2019 y también en 2020.

#### 4.7.4.1 2006

En 2006 la demanda interna y el producto crecieron a tasas récord en términos per cápita, tendencia que, de continuar, no tardaría en reflejarse en presiones inflacionarias de demanda. El Banco respondió elevando su tasa de interés para moderar el dinamismo de la demanda agregada y contener presiones inflacionarias. (Uribe, 2016, p. 14)

#### 4.7.4.2 2008

El ciclo expansivo de la economía colombiana cambió de tendencia en el cuarto trimestre de 2008 al registrar un crecimiento anual de 0,3 %, con lo que el año completo terminó con una expansión de 3,3 % (frente a tasas de crecimiento cercanas al 7,0 % en los dos años previos). Similar al manejo de la crisis en el resto del mundo, la política monetaria en Colombia actuó de manera oportuna y decidida, mediante la reducción de la tasa de interés de referencia. (Uribe, 2016, p. 15)

#### 4.7.4.3 2015

La caída de los precios del petróleo a partir del segundo semestre de 2014 redujo la tendencia del crecimiento económico y elevó la devaluación nominal de la tasa de cambio, todo ello junto a un alza de los precios relativos de los alimentos que produjo alzas en las tasas de inflación. Ante estas circunstancias,

la respuesta de política monetaria a esta compleja combinación de choques partió de dos premisas importantes. En primer término, la caída en el precio del petróleo se percibió como un fenómeno persistente, dada su baja probabilidad de revertirse rápidamente. Por esta razón, la contracción del ingreso nacional originada por dicha caída se reconoció como un choque permanente. Sobre esta base se consideró que el gasto de la economía requería ajustarse para prevenir excesos que desembocaran en déficits altos y persistentes en la cuenta corriente, que llevaran a niveles crecientes de pasivos externos, los cuales pudieran elevar la vulnerabilidad del país. En estas condiciones se concluyó que una política monetaria contracíclica no era una estrategia conveniente para enfrentar este choque, sino que lo más indicado era admitir una desaceleración del gasto compatible con la caída permanente del ingreso, que contribuyera a asegurar la sostenibilidad del balance externo del país. Como segunda premisa, se reconoció que los efectos de la depreciación y del fenómeno de El Niño sobre la inflación tenían un carácter transitorio. Por un lado, en ausencia de nuevos choques externos, no había

razón para esperar que la tasa de cambio mantuviera una fuerte tendencia al alza. Por otro, la normalización del clima, al desaparecer el fenómeno de El Niño permitía anticipar una corrección de los precios de los alimentos. No obstante, también se observaba que el gran tamaño de los choques y del aumento de la inflación habían elevado las expectativas de inflación muy por encima de la meta, lo que además comenzó a activar mecanismos de indexación. [...] En este contexto, la respuesta de política debía reconocer la naturaleza transitoria de esa mayor inflación y reaccionar únicamente ante efectos de “segunda vuelta” asociados con la “contaminación” de las expectativas de inflación y la activación de mecanismos de indexación que dificultaran la convergencia de la inflación hacia la meta, una vez se hubieran desvanecido los efectos de los choques

Sobre esta base, la autoridad monetaria estimó conveniente buscar la convergencia gradual de la inflación al rango de control entre 2% y 4% en 2017. Con ese propósito, en septiembre de 2015 inició un ciclo de alzas de las tasas de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta llevarla al 7,75% en julio de 2016. (Uribe 2016, pp.22-23)

#### 4.7.4.4 2019

Desde septiembre de 2015, la JDBR inició un ciclo de alzas de la tasa de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta 7,75% en julio de 2016, y la mantuvo en ese nivel durante cinco meses. El desafío a la política monetaria consistió en balancear los riesgos de una convergencia demasiado lenta de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva de la actividad económica, por el otro. La estrategia de incrementos de tasas llevó a que la inflación descendiera mes a mes a partir de junio de 2016. En estas condiciones, en diciembre de 2016 la *JDBR* decidió recortar la tasa de interés de política en 25 puntos básicos (pb) a 7,50%. Cuando llegó la nueva administración, a partir de febrero de 2017, la *JDBR* dio continuidad a esta política reduciendo la tasa, con pausas en algunos meses, hasta abril de 2018, cuando alcanzó un nivel de 4,25%. Con ello se acumuló un recorte total de 350 pb, y se modificó la postura de política monetaria desde una posición contractiva al inicio de los recortes, a una postura expansiva al final del periodo. (Echavarría, 2020 p. 7)

#### 4.7.4.5 2020

La respuesta de política del Banco de la República para enfrentar la crisis del covid-19 fue similar, e incluso más audaz, que la de los principales bancos centrales del mundo. Fue rápida y comprensiva, brindó abundante

liquidez a los mercados financieros público y privado, en pesos y en dólares y estuvo acompañada por un recorte significativo en la tasa de interés de política. Diferentes estudios muestran que la caída en los precios de la deuda pública y privada en Colombia fue más fuerte que en muchos otros países, y también la reacción favorable a las medidas adoptadas por el Banco. Las decisiones adoptadas se basaron en diagnósticos técnicos que mostraban un aumento generalizado de la preferencia por liquidez por parte de los hogares y de las firmas, y una mayor percepción de riesgo de los intermediarios financieros que los desincentivaba a conceder préstamos. Las medidas adoptadas comprendieron: i) la ampliación de las operaciones de expansión transitoria en sus montos, contrapartes, garantías y plazos; ii) la inyección permanente de liquidez a la economía mediante la compra definitiva de títulos de deuda pública y de títulos emitidos por establecimientos de crédito; iii) la reducción del encaje sobre los depósitos bancarios, que permitió inyectar liquidez permanente al mercado y reducir los costos de intermediación; iv) la introducción de modernos mecanismos de intervención en el mercado cambiario para facilitar las coberturas y ampliar la liquidez en dólares, sin afectar el monto de las reservas internacionales, y v) la reducción de la tasa de interés de política en 250 pp, desde un nivel inicial del 4,25 % hasta 1,75 %, lo que la ubicó en su mínimo nivel histórico. (Echavarría, 2020, p. 9)

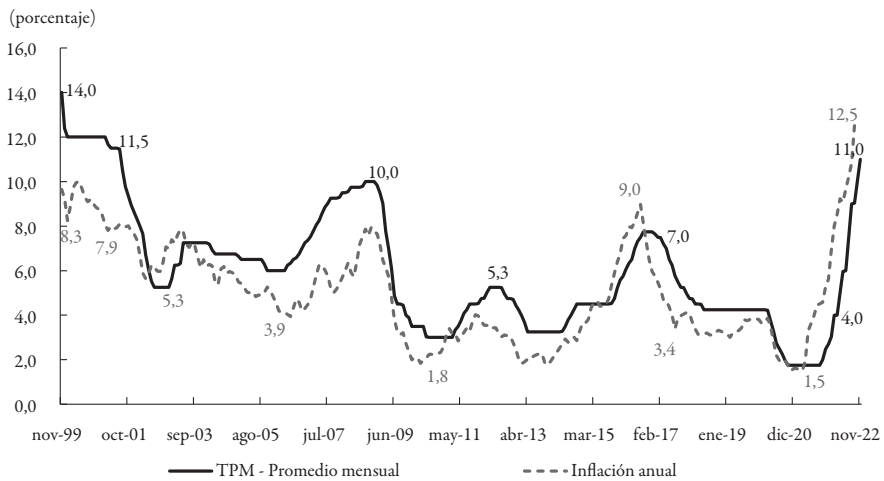
Estas modificaciones en la tasa de interés se presentan en el Gráfico 4.34, junto a la evolución de la inflación anual.

#### **4.7.5 CONTROVERSIAS SOBRE LA POLÍTICA ANTIINFLACIONARIA**

En general, en el periodo que aquí se analiza, fueron pocas las controversias sobre el manejo de la política monetaria en general, aun cuando aquellos pensadores que juzgan que la política monetaria no debe tener como su objetivo primordial la estabilidad de precios, es natural que critiquen el establecimiento de la estrategia de inflación objetivo y los más radicales de ellos, aun la independencia de la Junta Directiva del Banco de la República respecto del Poder Ejecutivo.

No obstante, fue usual que en algunas ocasiones los ministros de Hacienda expresaran criterios adversos al alza de la tasa de interés y a lo que en ocasiones se juzgó como un manejo cambiario poco estimulante de las exportaciones y, en general, para el crecimiento económico al propiciar la revaluación del peso.

**GRÁFICO 4.34**  
**INFLACIÓN Y TASA DE INTERVENCIÓN MENSUAL**  
**1999-2022**



Fuente: Banco de la República (2023).

#### 4.7.6 LA RELACIÓN ENTRE LA INFLACIÓN Y EL EXCESO DE CRECIMIENTO EN LOS MEDIOS DE PAGO

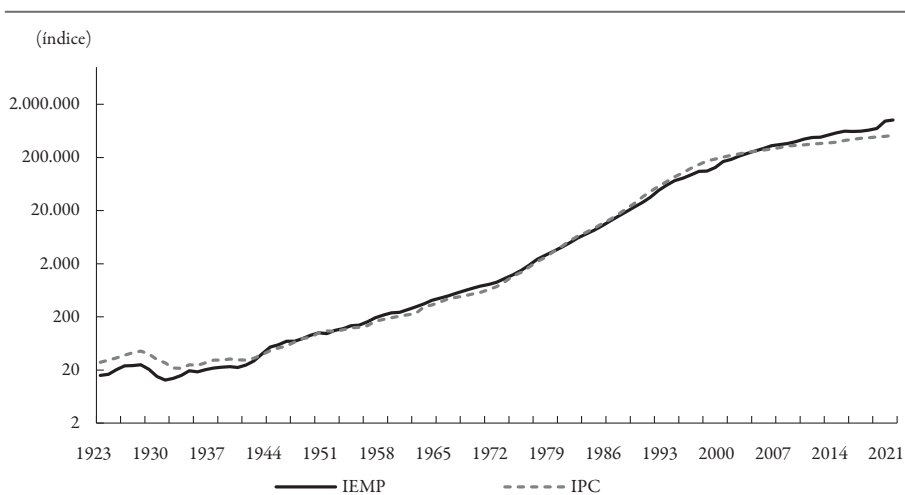
En 1973, el profesor Lauchlin Currie publicó un trabajo en el cual señaló que “un crecimiento crónico de los medios de pago por encima de la tasa de crecimiento de la producción real irá acompañado de un alza crónica aproximadamente proporcional en el nivel general de precios” (Currie, 1973, p. 27). Esta afirmación estuvo antecedida de una precisa advertencia sobre la no originalidad de ella, porque el autor enfatizó que el sustento teórico de su trabajo había sido enseñado en las universidades norteamericanas por lo menos durante cuarenta años.

Para demostrar la validez de su afirmación en el caso colombiano, Currie relacionó el comportamiento del índice del costo de vida para empleados con el índice de exceso en los medios de pago (IEMP) que fue construido con “base en el crecimiento de los medios de pago por encima del crecimiento del Producto Bruto Interno en términos reales” (Currie, 1973, p. 38). Dicha asociación se

mostró casi perfecta para el periodo 1960-1973, aun cuando el autor explicó en detalle que a corto plazo el comportamiento entre esas variables podía discrepar por múltiples factores.

Siguiendo la idea de Currie, el Gráfico 4.35 presenta el comportamiento del IPC y del IEMP durante los últimos cien años, la cual sugiere que existe una relación positiva y estrecha entre esas dos variables.

**GRÁFICO 4.35**  
**EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y DEL ÍNDICE DE EXCESO EN**  
**LOS MEDIOS DE PAGO**  
**1923-2021**



Nota: los índices usan como base 1950 = 100 y el eje izquierdo está en escala logarítmica.  
 Fuentes: Banco de la República (2022, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Adicionalmente, en el Cuadro 4.22 se observa que la correlación de Pearson entre el logaritmo de esas dos variables fue muy cercana a 1 en los periodos 1923-2021, 1923-1928, 1936-1972, 1973-1999 y 2000-2021. La relación solo parece no haberse cumplido durante el periodo 1929-1935 que, como se señaló, corresponde a un periodo atípico en la historia monetaria del país, ya que en este se presentó un descenso sistemático en el monto de los medios de pago, un fuerte retroceso en el nivel general de precios y un retroceso en el ritmo de la actividad económica.

**CUADRO 4.22**  
**CORRELACIÓN DE PEARSON ENTRE PRECIOS AL**  
**CONSUMIDOR Y EL ÍNDICE DE EXCESO EN LOS MEDIOS**  
**DE PAGO EN LOGARITMOS**  
**1923-2021**

PERIODO	CORRELACIÓN DE PEARSON
1923-1928	0,879
1929-1935	-0,017
1936-1972	0,995
1973-1999	0,999
2000-2021	0,987
1923-2021	0,998

Fuentes: Banco de la República (2022, y Greco, 1999); cálculos del autor.

Como las correlaciones y la relación gráfica no son suficientes para describir una relación estadísticamente válida y robusta, se desarrolló un modelo econométrico para modelar la relación entre estas variables de una manera más rigurosa, el cual se presenta en su integridad en el Anexo 1, no sin antes agradecer a Luis Fernando Melo, econometrista principal del Banco de la República, y a Mahicol Stiben Ramírez la valiosa colaboración que con sus comentarios y recomendaciones le prestaron a Luis Eduardo Castellanos para llevar a cabo el desarrollo y cálculo del trabajo econométrico.

Debido a las características de las series de tiempo, y los cambios evidenciados en su comportamiento durante el periodo de análisis, se prefirió utilizar un modelo bajo el *enfoque de saturación de indicadores*<sup>37</sup> (IS, por su sigla en inglés) para estudiar la relación entre las variables. Este enfoque permite detectar e incluir de manera endógena los valores atípicos y los quiebres estructurales en modelos de series temporales.

Esa metodología identificó de manera endógena tres años atípicos que fueron 1932, 1963 y 2020, y dos quiebres estructurales en la media del proceso que ocurrieron en 1976 y en 1999. Los resultados, obtenidos a partir de los procedimientos y cálculos indican que una tasa de crecimiento del 1 % en el IEMP

<sup>37</sup> Conocido como *indicator saturation approach*. Un análisis detallado de esta metodología se encuentra en Hendry (1999).

generó en promedio un crecimiento del 0,542 % en nivel de precios entre 1923 y 2021, manteniendo todo lo demás constante.

Estos resultados sugieren que, si bien la relación no ha sido 1 a 1, existe evidencia de una fuerte transmisión, en el largo plazo, del exceso en el crecimiento de los medios de pago hacia la inflación en Colombia y que, por tanto, en general, la política monetaria tuvo en nuestro país hasta mediados de los años 1990 un sesgo inflacionario.

Esta última afirmación debe ser debidamente sopesada para no sobrevalorar su alcance. Es cierto que el exceso en el crecimiento de los medios de pago produjo, a largo plazo, alzas en el nivel general de precios y que el crecimiento moderado de esa variable puso freno a esas alzas, como muestran las cifras de este trabajo en muchos casos específicos, y en general, cuando entre 1936 y 1972 se juzgó que la inflación socialmente tolerable no debía ser superior al 20 % anual o cuando el guarismo que establecía el grado de tolerancia social con la inflación se elevó al 30 %, entre 1973 y principios de los años 1990.

Pero de ello no se puede concluir que controlar el crecimiento de los medios de pago hubiese sido una condición fácil para que en los últimos cien años la inflación en Colombia fuera inferior al resultado que se presentó. Porque ese juicio, si bien es técnicamente correcto, deja de lado las dificultades que existían para la toma de una decisión de esa naturaleza y los cambios que se requerían para que ella fuera posible.

Ello porque, al simplificar así las cosas, se olvida que la institucionalidad existente en muchos momentos a veces toleraba, y aun propiciaba, la convivencia de intereses contradictorios a la hora de decidir sobre el control de la inflación, como se sigue del análisis institucional desarrollado en este trabajo, cuyo énfasis en ese aspecto es parte fundamental para entender el proceso inflacionario colombiano tanto, o más, que los cambios de las variables que explican el crecimiento de los medios de pago. Como también lo es realzar las voces de quienes propugnaron por un cambio de la institucionalidad monetaria colombiana.

#### **4.8 CIEN AÑOS DE INFLACIÓN EN COLOMBIA: SÍNTESIS Y CONCLUSIONES**

Luego del desorden monetario que se presentó durante la guerra de los Mil Días al inicio del siglo XX, y del elevado aumento en el nivel general de precios que

entonces se produjo, en los años transcurridos desde 1923 hasta mediados de los años noventa, la inflación en Colombia fue un fenómeno:

- permanente, relacionado de manera estrecha con el exceso de medios de pago existente en la economía<sup>38</sup>, en parte producto de financiaciones primarias del gasto público y de los límites que tasas de cambio fija o semi-fijas imponen a la autoridad;
- moderado cuantitativamente, en especial cuando se compara con el que tuvo lugar en otros países de Latinoamérica;
- socialmente tolerado, en especial durante las décadas del setenta y del ochenta, por la baja percepción de él como un elemento perturbador de las condiciones sociales de la población;
- con efectos redistributivos del ingreso y la riqueza, en medio de una indexación parcial que las autoridades adoptaron para que ciertos sectores no sintieran sus efectos directos sobre su ingreso real, o por los mecanismos que se crearon a favor de otros sectores para esos mismos propósitos; y,
- controlado, cuando se juzgó que su nivel superaba el que se consideraba socialmente tolerable.

La permanencia del fenómeno inflacionario en Colombia entre 1923 y 1999 se evidencia al documentarse que, de los setenta y siete años transcurridos en ese periodo, en sesenta y ocho de ellos se presentó un aumento en el nivel general de precios, no siendo ese el caso solamente en nueve de ellos. Seis de estos últimos ocurrieron entre 1929 y 1935, en presencia de disminuciones del monto de la masa monetaria y de retrocesos del ritmo del crecimiento económico; dos al inicio de la Segunda Guerra Mundial, por la manera como ese conflicto afectó el funcionamiento del aparato económico nacional; y, uno en 1951, por los efectos que sobre el crecimiento monetario tuvo el control que se impuso a la expansión de la cartera bancaria por parte de la Junta Directiva del Banco en el segundo semestre de 1950.

<sup>38</sup> Como se discute en la sección “4.7.6 La relación entre la inflación y el exceso de crecimiento en los medios de pago”.

Ahora bien, esa permanencia en el tiempo de la inflación en Colombia se presentó de manera cuantitativamente moderada, si se tiene en cuenta que el promedio anual de ella fue del 11 %; que solo en dos años, aislados por décadas, superó el 30 % anual y que en ninguno de los cinco periodos analizados en este estudio su guarismo promedio anual superó el 20 %, con excepción del comprendido entre 1973 y 1999. Todas estas cifras fueron mucho más bajas que las que se presentaron en otros países de Latinoamérica, que durante el periodo de este estudio en al menos un año tuvieron una inflación cercana al ciento por ciento y algunos de ellos padecieron hiperinflaciones.

Por lo que se refiere a la tolerancia social con la inflación, ella se manifestó en la ausencia de fuertes protestas sociales que tuvieran como causa primigenia el proceso inflacionario. De hecho, solo en 1977 se presentó un notable desorden social en medio de protestas de este tipo, debido a una caída relativamente grande en el salario real. Esto no desconoce las tensiones sociales que el fenómeno inflacionario provocó debido a la lucha por el aumento de los salarios, vía huelgas, durante la negociación de las convenciones colectivas de trabajo y algunas controversias y malestar social durante los debates sobre el aumento anual del salario mínimo.

Además, como la política monetaria tuvo los rasgos procíclicos que se han mostrado en este trabajo, y que argumenta también Urrutia (1998), el proceso inflacionario, las más de las veces, acompañó el crecimiento de la producción real, lo cual también contribuyó a que el fenómeno no se juzgara como absolutamente indeseable.

En relación con la distribución del ingreso, las cifras muestran que en solo muy pocos casos el salario mínimo aumentó menos que la inflación contemporánea del respectivo año. Lo cual solo aconteció cuando la inflación observada en un año fue muy superior a la esperada en él, dado que al inicio de cada anualidad el salario mínimo nominal aumentaba en una cifra que buscaba que el salario real fuese superior al del año precedente. Este mecanismo de indexación se acentuó una vez creadas las unidades de poder adquisitivo constante (UPAC), y estuvo referido también de alguna manera a la tasa de cambio nominal, al valor de las pensiones, al costo de los servicios públicos, al precio de la gasolina y a otros precios relevantes de la economía.

Primera conclusión sobre el impacto de la inflación en la distribución del ingreso a la que es preciso añadir que los sectores beneficiarios del crédito de fomento, durante la época en que él existió, que fue la de mayor inflación, se beneficiaron

de subsidios en la tasa de interés durante buena parte de ese período (Hernández-Gamarra y Jaramillo-Echeverry, 2017) que les ayudaron a reducir los impactos negativos de la inflación sobre sus ingresos.

Los intermediarios financieros también obtuvieron ese beneficio porque, el captar los depósitos en cuenta corriente a cero costo nominal, les permitía tener una fuente de fondos que incrementaba sus utilidades, en la medida en que la tasa de interés de los préstamos que con ellos financiaban les permitía superar el costo de administrar tales depósitos.

En relación con el efecto sobre la distribución de la riqueza, su análisis detallado supone establecer la variación de los precios relativos de activos como la propiedad accionaria y la inmobiliaria (rural y urbana), y sus respectivos rendimientos. Lo cual, por la ausencia de información estadística consistente y confiable para todo el periodo, hace que ese examen escape a las finalidades de este trabajo.

Finalmente, sobre la decisión de controlar la inflación y la capacidad de hacerlo, este texto demuestra que entre 1936 y 1972, cuando la tasa de inflación fue superior al 20 % anual, las autoridades adoptaron medidas para que el proceso no siguiera avanzando, y, por el contrario, retrocediera al año siguiente. Por esto se podría afirmar que ese fue su nivel tolerable en ese lapso. Nivel de tolerancia que durante el periodo 1973-1999 se elevó al 30 %, al ser esa cifra la que hizo que, cuando la inflación superaba ese nivel al año siguiente se adoptaran medidas para hacerlo retroceder.

Ese estado de cosas, vigente en la mayoría de los años transcurridos entre 1923 y mediados de los años 1990, cambió de manera radical a comienzos del siglo XXI, como se deduce de la drástica reducción del nivel promedio de la inflación, del hecho que la política monetaria haya tenido como primera prioridad el control de ese fenómeno y tenga desde entonces un carácter manifiestamente anticíclico como también se documenta en este texto.

#### 4.9 REFERENCIAS

- Agudelo-Villa, Hernando (1967). *Cuatro etapas de la inflación en Colombia*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Alarcón-Núñez, Óscar (2022). *Los López en la historia de Colombia*, Bogotá: Planeta.
- Andrade, José María (1927). *El Banco de la Republica: nociones sobre su organización y funcionamiento*, Bogotá: Editorial Minerva.

- Arango, Luis Ángel (1948). *Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Arias, Eduardo (1964). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Avella, Mauricio (2000). *Hacienda pública, moneda y café. El papel protagónico de Alfonso Palacio Rudas*, Bogotá: Común Presencia Editores.
- Banco de la República (2019). “Proceso de toma de decisiones de política monetaria del Banco de la República y comunicación sobre política monetaria”, en *Informe de política monetaria*, Bogotá: Banco de la República, pp. 35-38.
- Banco de la República (2023). “Estadísticas”, [en línea], disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas>
- Banco Mundial. (2023). “Commodity markets”, [en línea], disponible en: <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>
- Barro, Robert (1973). “El dinero y la base monetaria en Colombia 1967-1972”, *Planeación y Desarrollo*, núm. 5, Bogotá: Departamento Nacional de Planeación, pp. 68-87, [en línea], disponible en: [https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/RevistaPD/1973/pd\\_vV\\_n2\\_1973\\_art.4.pdf](https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/RevistaPD/1973/pd_vV_n2_1973_art.4.pdf)
- Barro, Robert; Gordon, David (1983). “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, núm. 1, Ámsterdam: Elsevier, pp. 101-121.
- Bejarano, Jesús Antonio (1972). La economía colombiana entre 1922 y 1929, en A. Tirado (dir.), *Nueva historia de Colombia V*, Bogotá: Planeta, pp. 51-76.
- Boada-Ortiz, Alberto; Gómez-Restrepo, Carolina; Ocampo-Duque, Marcela (2017). “Autonomía del Banco de la República en la Constitución de 1991 y en la Ley 31 de 1992”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 275-352, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/7000>
- Botero de los Ríos, G. (1975). *Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Cabrera, M. (2002). *La cartilla del Banco de la República*, Bogotá.
- Caro, Julio (1928). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Caro, Julio (1931). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Caro, Julio (1932). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.

- Congreso de la República, *Ley 42 de 1923*, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1788207>
- Congreso de la República, *Ley 45 de 1923*, [en línea], disponible en: <https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1599516>
- Currie, Lauchlin (dir.) (1951). *Bases de un programa de fomento para Colombia*, segunda edición, Bogotá: Banco de la República.
- Currie, Lauchlin (dir.) (1952). *Reorganización de la rama ejecutiva del Gobierno de Colombia. Informe de una misión*, Bogotá: Imprenta Nacional.
- Currie, Lauchlin (1973). “La política monetaria y el nivel de precios”, *Planeación y Desarrollo*, vol. 5, núm. 2, Bogotá: Departamento Nacional de Planeación, pp. 20-35, abril-junio.
- Currie, L. (1974). *El Plan de desarrollo colombiano en marcha*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística) (2022). *Índice de precios al consumidor (IPC)* [en línea], disponible en: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc>
- De-Brigard P., A. (1995). “El papel de Francisco Ortega en la independencia de la banca central colombiana”, en R. Steiner (ed.) (1995). *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: Tercer Mundo Editores, pp. 21-31.
- Echavarría, Juan José (1982). “La deuda externa colombiana durante los 20s y los 30s, algunas enseñanzas para el presente” *Coyuntura Económica*, vol. XII, núm. 2, Bogotá: Fedesarrollo, pp. 85-119.
- Echavarría, Juan José (2020). “Informe de gestión 2017-2020”, *Revista del Banco de la República*, vol. 93, núm. 1100, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-19, noviembre.
- Fernández-Riva, Javier. (2007). *Modelos clásico y keynesiano: un enfoque teórico con especial atención a su relevancia para la economía colombiana*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Gama, R. (1983). *Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- García, Antonio. (1951). “Análisis de la reforma bancaria de 1951”, en A. Hernández-Gamarra et al., *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 253-262.
- Gómez, Javier Guillermo (1997). “La teoría cuantitativa del dinero en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, vol. 70, núm. 834, Bogotá: Banco de la República, pp. 15-24, abril.

- Gómez-Restrepo, Javier; Uribe, José Darío; Vargas-Herrera, Hernando (2017). “La implementación del régimen de meta de inflación en Colombia”, en A. Meisel-Roca y M. T. Ramírez (eds.), *Tres banqueros centrales*, Bogotá: Banco de la República, pp. 237-390.
- Gómez-Otálora, H.; Ortega, F.; Sanclemente, P. (eds.). (1975). *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero.
- González-Molano, Eliana; Hernández-Ortega, Ramón; Caicedo-García, Édgar; Martínez-Cortés, Nicolás; Romero, José Vicente; Grajales-Olarte, Anderson (2020). “Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia”, Borradores de Economía, núm. 1122, Banco de la República.
- Greco (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano) (1999). “El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997”, Borradores de Economía, núm. 95, Banco de la República, disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5114>
- Grove, David (1988). “Memorando sobre reorganización del Banco de la República”, *Banca y Finanzas*, núm. 2, Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia, abril.
- Grove, David (2004). “Deficiencias en la estructura de la banca central colombiana”, en A. Hernández-Gamarra et al. (ed.), *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 223-228.
- Gutiérrez-Castro, Edgard (1967). “Prologo”, en H. Agudelo-Villa (ed.), *Cuatro etapas de la inflación*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Hendry, David (1999). “An econometric analysis of US Food Expenditure, 1931-1989”, en J. R. Magnus y M. S. Morgan (eds.), *Methodology and tacit knowledge: Two experiments in econometrics*, Hoboken: John Wiley and Sons, pp. 341-361.
- Hernández-Correa, Gerardo (2017). “La jurisprudencia de la Corte Constitucional y la autonomía del Banco de la República”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 385-410, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/7002>
- Hernández-Gamarra, Antonio (1973). “Política de redescuento 1950-1970”, *Planeación y Desarrollo*, vol. V, núm. 02, Bogotá: Departamento Nacional de Planeación, pp. 46-67.
- Hernández-Gamarra, Antonio (1974). “El plan y la inflación”, en *El Plan colombiano de desarrollo en marcha*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Hernández-Gamarra, A. (2000). “Emisiones clandestinas”, *Revista del Banco de la República*, vol. 73, núm. 874, Bogotá: Banco de la República, pp. 23-53, [en

- línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/article/view/10709/11106>
- Hernández-Gamarra, Antonio (2008). “El pensamiento monetario de Lauchlin Currie y su influencia en Colombia”, *Revista del Banco de la República*, vol. 81, núm. 964, Bogotá: Banco de la República, febrero.
- Hernández-Gamarra, Antonio; Jaramillo-Echeverri, Juliana (2017). “La Junta Monetaria y el Banco de la República”, en J. D. Uribe Escobar (ed.), *Historia del Banco de la República: 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 185-274, [en línea], disponible en: <https://doi.org/10.32468/ebook.664-366-5>
- Hernández-Gamarra, Antonio; Tolosa-Buitrago, José (2001). “La política monetaria en Colombia en la segunda mitad de los años noventa”, *Revista del Banco de la República*, vol. 74, núm. 880, Bogotá: Banco de la República, pp. 23-67, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/bmo/article/view/7000/7246>
- Hernández-Gamarra, Antonio; Restrepo, José Manuel; Samper, Miguel; Caro, Miguel Antonio; De la Torre, Roberto; Kemmerer, Edwin; López, Alejandro; Arango, Luis Ángel; Grove, David L.; Currie, Lauchlin; García, Antonio; Sanz de Santamaría, Carlos; Palacios Rudas, Alfonso y Banco de la República (2004). *La moneda y el debate monetario en Colombia*. Editorial Retina.
- Hombres, Rudolf (1988). “La insoportable oscuridad del Emisor”, *Revista Estrategia Económica y Financiera*, núm. 125, septiembre.
- Hombres, Rudolf; Melo-A., José Elías (2017). “El debate sobre la Banca Central en la Constituyente de 1991”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 353-384, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/7001>
- Jaramillo-Ocampo, Hernán (1949). “Exposición de motivos al Proyecto de ley sobre orientación del crédito bancario”, *Revista del Banco de la República*, vol. 22, núm. 266, Bogotá: Banco de la República, pp. 1270-1271.
- Julio, Juan Manuel (1998). *Sobre la relación dinero/precios*, mimeo.
- Junta Directiva del Banco de la República (1999a). *Informe adicional al Congreso de la República*, Bogotá.
- Junta Directiva del Banco de la República (1999b). *Informe sobre inflación*, Bogotá.
- Kemmerer, E. (1923). “Ley 25 de 1923 Orgánica del Banco de la República. Exposición de motivos”, en A. Hernández-Gamarra et al., *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 145-162.

- Kydland, Finn; Prescott, Edward (1977). “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 473-492, junio.
- López, Alejandro (2004). “La inestabilidad monetaria”, en A. Hernández-Gamarra *et al.*, *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 173-178.
- López-Pumarejo, Alfonso (1975). “El principio del fin”, en A. Noguera (ed.), *Aproximación a Alfonso López. Testimonios para una biografía*, Bogotá: Banco de la República.
- Martínez-Recamán, Jaime (1980). *Historia jurídica del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- McGreevey, William Paul (1975). *Historia económica de Colombia, 1845-1930*, Bogotá: Universidad de los Andes, [en línea], disponible en: <https://uniandes.ipublish-central.com/product/historia-economica-de-colombia-18451930>
- Meisel-Roca, Adolfo (1990a). “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, pp. 248-262.
- Meisel-Roca, Adolfo (1990b). “La creación del Banco de la República y sus primeras reformas”, en: *El Banco de la República: antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá: Banco de la República, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9542>
- Meisel-Roca, Adolfo (2017). “Antecedentes del Banco de la República, 1904-1922”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 1-25.
- Meisel-Roca, Adolfo; Jaramillo-Echeverri, Juliana (2017). “Las políticas del Banco de la República durante un auge entre dos crisis, 1930-1951”, en J. D. Uribe (ed.), *Historia del Banco de la República 1923-2015*, Bogotá: Banco de la República, pp. 85-119, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/6996>
- Misas, Martha; Posada, Carlos Esteban; Vásquez, Diego Mauricio (1999). “¿Está determinado el nivel de precios por las expectativas de dinero y producto en Colombia?”, Borradores de Economía, núm. 191, Banco de la República.
- Naranjo-Galves, Rodrigo (2007). *Eficacia del control fiscal en Colombia: derecho comparado, historia, macroorganizaciones e instituciones*, Bogotá: Editorial Universidad del Rosario.
- Ocampo, José Antonio; Montenegro, Santiago (1982). “La crisis mundial de los años treinta en Colombia”, *Revista Desarrollo y Sociedad*, núm. 7, Bogotá: Universidad de los Andes.

- Ortega, Francisco. (1976). “Moneda y crédito”, en *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, Bogotá: Fondo Cultural Cafetero.
- Ortega, Francisco (1988). *Informe del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República*, Bogotá: Banco de la República.
- Palacio-Rudas, Alfonso (1973). “Columna del Cofrade”, en A. Hernández-Gamarra *et al.*, *La moneda y el debate monetario en Colombia*, Bogotá: Editorial Retina, pp. 285-288.
- Palacios, M. (2013). “El anhelo de siempre: la paz”, en *Contraloría General de la República. Noventa años: una visión transparente*, vol. I, Bogotá: Contraloría General de la Nación.
- Patiño-Rosselli, Alfonso (1981). *La prosperidad a debe y la gran crisis 1925-1935*, Bogotá: Banco de la República.
- Perry, Guillermo (2019). *Decidí contarlo*, Bogotá: Random House Grupo Editorial.
- Posada, Carlos Esteban (1976). *La crisis del capitalismo mundial y la deflación en Colombia: 1929-1933*, Medellín: Universidad de Antioquia.
- Ranis, Gustav (1972). “Algunos comentarios sobre el Plan de desarrollo colombiano”, en *Controversia sobre el Plan de Desarrollo*, Bogotá: Editorial Oveja Negra.
- Revista del Banco de la República* (1988). Bogotá: Banco de la República, vol. 61, núm. 734, diciembre, [en línea], disponible en: <https://publicaciones.banrepcultural.org/index.php/banrep/issue/view/754>
- Rippy, James Fred (1981). *El capital norteamericano y la penetración imperialista en Colombia*, Bogotá: Editorial Oveja Negra.
- Salazar-Jaramillo, Félix (1924). *Informe anual del gerente a la Junta Directiva*, Bogotá: Banco de la República.
- Steiner, Roberto (1995). “Prólogo”, en *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Bogotá: Tercer Mundo Editores.
- Uribe, José Darío (1994). “Inflación inercial, tasa de cambio y anclas”, Borradores Semanales de Economía, núm. 10, Banco de la República.
- Uribe, José Darío (2009). Política monetaria y estabilidad financiera, *Revista del Banco de la República*, vol. 82, núm. 976, Bogotá: Banco de la República, pp. 1-9.
- Uribe, José Darío (2016). *Informe de gestión, 2005-2016*, Bogotá: Banco de la República.
- Urrutia, Miguel (1975). “Discurso del doctor Miguel Urrutia al clausurar el III Simposio sobre el Mercado de Capitales”, en Banco de la República y Asociación Bancaria de Colombia (eds.), *El mercado de capitales en Colombia, 1974*, Bogotá: Tercer Mundo, pp. 225-229.

- Urrutia, Miguel (1998a). “¿Por qué es necesario reducir la inflación en Colombia y cómo lograrlo?”, *Revista del Banco de la República*, vol. 71, núm. 847, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-26, mayo.
- Urrutia, Miguel (1998b). “Historia del Banco de la República y la inflación”, *Revista del Banco de la República*, vol. 71, núm. 850, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-36, agosto.
- Urrutia, Miguel (2000). “La estrategia de política monetaria”, *Revista del Banco de la República*, vol. 73, núm. 876, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-16, octubre.
- Urrutia, Miguel (2002). “Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década”, *Revista del Banco de la República*, vol. 75, núm. 895, Bogotá: Banco de la República, pp. 5-28, octubre.
- Valencia, Gloria (2021). *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia*, Bogotá: Banco de la República.
- Villar-Gómez, Leonardo (1998). *Perspectivas macroeconómicas*, mimeo.
- Villar-Gómez, Leonardo (2017). “Jota Uribe: artífice de la estrategia de inflación objetivo y la política monetaria contracíclica en Colombia”, en A. Meisel-Roca y M. T. Ramírez (eds.), *Tres banqueros centrales*, Bogotá: Banco de la República, pp. 271-308.
- Wiesner, Eduardo (1978). *Política monetaria y cambiaria en Colombia*, Bogotá: Editorial Presencia.

## Anexos

---

### ANEXO 4.1

#### ANÁLISIS ECONÓMTRICO DE LA RELACIÓN ENTRE EL NIVEL DE PRECIOS Y EL EXCESO EN LOS MEDIOS DE PAGO

*Luis Eduardo Castellanos Rodríguez*

Para analizar la relación entre el nivel de precios y el exceso en los medios de pago se construyeron dos variables a partir de las bases de datos provistas por el Banco del República; la primera de ellas el índice de precios al consumidor (IPC) con base 1950 = 100, y la segunda, el índice de exceso en los medios de pago (IEMP) entendido como la razón entre el índice de M1 y el índice del PIB real, también con base 1950 = 100.

Al logaritmo de ambas series se les aplicaron dos pruebas de raíz unitaria con quiebres estructurales endógenos para determinar su grado de integración: la prueba ADF<sup>39</sup> extendida para permitir un quiebre estructural (Perron, 1998)<sup>40</sup> y la prueba de Lee y Strazicich (2003)<sup>41</sup> diseñada para permitir y encontrar hasta dos quiebres estructurales. Ambas pruebas permitieron identificar que tanto el logaritmo del IEMP como el logaritmo del IPC no son variables estacionarias y que efectivamente presentan quiebres estructurales en su comportamiento. Posteriormente, se realizaron las mismas pruebas sobre la primera diferencia de cada serie y se identificó que ambas diferencias son estacionarias, por lo que se concluyó que son series integradas de orden 1, I(1).

En consecuencia, con esos resultados, se procedió a aplicar la prueba de Gregory-Hansen para cointegración con cambio de régimen (Gregory y Hansen, 1996)<sup>42</sup>

<sup>39</sup> Prueba de Dickey-Fuller aumentada.

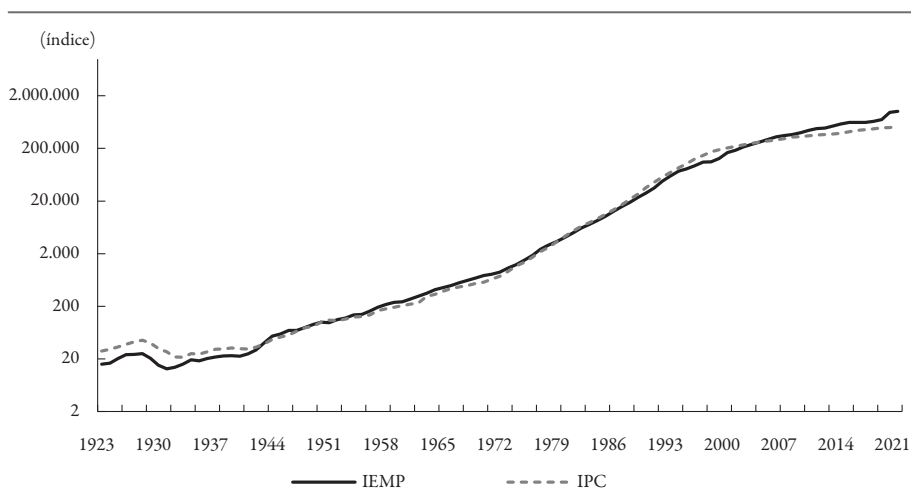
<sup>40</sup> La hipótesis nula es que la serie cuenta con una raíz unitaria.

<sup>41</sup> La hipótesis nula es que la serie tiene una raíz unitaria.

<sup>42</sup> La hipótesis nula es que no hay cointegración frente a la hipótesis alternativa de cointegración en presencia de un cambio de régimen endógeno.

sobre las series en nivel<sup>43</sup>. Los resultados indican que las series analizadas no se encuentran cointegradas, por lo que, para continuar con el análisis, se procedió a trabajar con las variables diferenciadas.

**GRÁFICO A.4.1.1**  
**EVOLUCIÓN IPC E IEMP**  
**1923-2021**



Nota: los índices usan como base 1950 = 100 y el eje izquierdo está en escala logarítmica.

Fuentes: Banco de la República (2022, y Greco 1999); cálculos del autor.

Dado que las pruebas practicadas sobre las variables diferenciadas indican que son estacionarias cuando se tienen en cuenta posibles cambios estructurales, se prefirió estimar un modelo bajo el *enfoque de saturación de indicadores* (IS) (Hendry, 1999), el cual permite detectar e incluir de manera endógena valores atípicos y quiebres estructurales en modelos de series temporales. Este modelo puede incorporar tres tipos de variables auxiliares: el *impulse-indicator* (IIS), que añade variables que toman el valor de 1 en un solo periodo  $t$  para modelar valores atípicos (*outliers* aditivos); el *step-indicator* (SIS), el cual agrega *dummies*

<sup>43</sup> Además de realizar esta prueba sobre toda la muestra, como ejercicio de robustez, se aplicó sobre los subperiodos 1923-1954, 1955-2021, y 1923-1988, 1988-2021, dado que la prueba solamente identifica un quiebre de manera endógena. Este procedimiento se realiza para tener en cuenta más de un quiebre estructural y es de anotar que los resultados son consistentes con lo encontrado para la muestra completa.

de salto que toman el valor de 1 desde el periodo  $t$  hasta el final de la muestra para modelar quiebres estructurales en la media del proceso, y el *trend-indicator* (TIS), que añade variables de quiebre en la tendencia del proceso modelado.

El modelo, cuyos resultados se presentan en el Cuadro A.4.1.1, identificó de manera endógena tres años atípicos para la estimación de la relación: 1932, 1963 y 2020, y dos quiebres estructurales en la media del proceso ocurridos en 1976 y 1999. Los resultados indican que una tasa de crecimiento del 1% en el IEMP generó en promedio un crecimiento del 0,542% en nivel de precios entre 1923 y 2021, manteniendo todo lo demás constante.

**CUADRO A.4.1.1**

INDICADORES DE SATURACIÓN	VARIABLES DETECTADAS: 3 IIS 2 SIS		
	DEPENDIENTE	D(LOG(IPC))	P-VALOR
d(log(IEMP))	0,5417	0,0572	0
constante	0,0292	0,0084	0,0008
IS_1932	-0,2824	0,0482	0
IS_1963	0,1847	0,0483	0,0002
SIS_1976	0,0794	0,0133	0
SIS_1999	-0,1053	0,0154	0
IS_2020	-0,1581	0,0505	0,0024
R-cuadrado	0,7734	Durbin-Watson	1,6154
R-cuadrado ajustado	0,7584	AIC	-3,1775
E.S de la regresión	0,0477	BIC	-2,9928

Fuente: elaboración del autor.

#### **A.4.1.1 DIAGNÓSTICOS SOBRE LOS RESIDUALES DE LA REGRESIÓN**

Como se evidencia en el Cuadro A.4.1.2, la prueba de Breusch-Godfrey hasta con doce rezagos no rechazó la hipótesis nula de no autocorrelación; las pruebas gráficas de autocorrelación junto con sus respectivos estadísticos Q arrojaron resultados consistentes con la prueba anterior, y la prueba de Jarque-Bera no rechazó la hipótesis nula de normalidad de los residuos.

No obstante, en las pruebas de Breusch-Pagan-Godfrey y de White se rechazó la hipótesis nula de homocedasticidad en los errores al 5% de significancia, y solamente al 1% de significancia estas pruebas no rechazaron la hipótesis nula de homocedasticidad. En este caso, la posible heterocedasticidad de los errores

no afecta el insesgamiento de los estimadores de los coeficientes, pero sí afecta la precisión de los errores estándar de dichos estimadores, por lo que el conjunto de los diagnósticos parece ser suficientemente satisfactorio para el propósito del modelo, que es estudiar la relación entre el nivel de precios y el exceso en los medios de pago. Esta limitación puede ser superada incluyendo errores robustos a la heterocedasticidad en la estimación del modelo; no obstante, eso va más allá del objetivo del presente anexo estadístico.

**CUADRO A.4.1.2**  
**PRUEBAS DIAGNÓSTICAS**

PRUEBA DIAGNÓSTICA	ESTADÍSTICO	P-VALOR
Breusch-Godfrey <sup>a/</sup>	1,588	0,112
Estadístico Q	26,034	0,406
Jarque-Bera	4,083	0,13
Breusch-Pagan-Godfrey <sup>a/</sup>	2,933	0,012
White	2,235	0,027

<sup>a/</sup>Se presentan los valores para el estadístico F.  
Fuente: elaboración del autor.

## ANEXO 4.2

### FUENTES DE LAS ESTADÍSTICAS Y BASES DE LOS CÁLCULOS<sup>44</sup>

*Luis Eduardo Castellanos Rodríguez*

#### FUENTES

##### A.4.2.1 IPC

Como se informa en el cuerpo del trabajo, el IPC es el indicador utilizado para medir la inflación. Las fuentes del indicador son las siguientes:

- Periodo 1923-1955: Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano (Greco) del Banco de la República (Greco, 1999).
- Periodo 1956-2021: DANE (2022).
- Año 2022: la cifra corresponde al acumulado anual reportado por el DANE hasta el mes de octubre.

##### A.4.2.2 PIB NOMINAL, PIB REAL, ESTRUCTURA Y CRECIMIENTO

- Periodo 1923-1996: para el PIB real, su crecimiento y su estructura, el libro *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (Greco, 1999). Para el PIB nominal, series estadísticas del libro *Desarrollo económico y social colombiano 1905-2019* (Ocampo y Romero, 2023).
- Periodo 1997-2021: DANE (2022).
- Año 2022: corresponde a las proyecciones del Banco de la República en su *Informe de Política Monetaria* (octubre, 2022).

<sup>44</sup> Agradezco a Antonio Hernández Gamarra por sus valiosos comentarios y orientaciones para la construcción del presente Anexo.

#### A.4.2.3 DEFLACTOR DEL PIB

Cálculos propios a partir de la razón entre el PIB nominal en millones de pesos y el PIB real, según las anteriores fuentes y la siguiente fórmula:

$$\text{Deflactor del PIB}_t = (\text{PIB}_{\text{nominal}_t} / \text{PIB}_{\text{real}_t}) * 100$$

#### A.4.2.4 M1, BASE MONETARIA Y SUS COMPONENTES

- Periodo 1923-1996: el libro *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (Greco, 1999).
- Periodo 1997-2022: Banco de la República (2022).

#### A.4.2.5 COMPONENTES DE LOS MEDIOS DE PAGO Y ORIGEN AMPLIADO DE LA BASE

Los componentes de los medios de pago y de la base monetaria, en su presentación tradicional, se muestran en la pestaña llamada “Componentes B y M” de la base de libro, que se encuentra publicada en la página del Banco de la República. Allí se presentan las cifras del efectivo en el poder del público, los depósitos en cuenta corriente y los medios de pago. Respecto a la base monetaria, su demanda se discrimina entre el efectivo en poder del público y la reserva bancaria. Su oferta está compuesta por las reservas internacionales y el crédito interno neto total del Banco de la República. En dicha pestaña se describe la fuente de cada uno de esos componentes, las cuales, en su mayoría, fueron tomadas del libro de Greco (1999) cuando se trata del periodo 1923-1996.

La fuente de los componentes de los medios de pago fue, para el periodo 1923-1996, el libro de Greco (1999). Para los años restantes, los datos corresponden a los reportados en las estadísticas del Banco de la República (2023). A su vez, las variables que integran la descomposición analítica del origen de la base monetaria, que se presenta en la tabla A3, fueron construidas año a año a partir de la información consignada en diversos números de la *Revista del Banco de la*

*República*<sup>45</sup>. Hasta donde llega el conocimiento del autor, es la primera vez que se realiza esta descomposición analítica del origen de la base monetaria para un periodo tan largo como el abordado en el texto.

#### **A.4.2.6 BALANZA DE PAGOS AJUSTADA (BPA)**

Corresponde a la diferencia entre la variación de las reservas internacionales y la del endeudamiento externo público reportados por el Banco de la República para cada año en dólares y convertidos a pesos a partir de la tasa de cambio de fin de año.

#### **A.4.2.7 BALANZA CAMBIARIA (X-M)**

Corresponde a las exportaciones totales (FOB) menos las importaciones totales (CIF) en dólares y convertidos a pesos a partir de la tasa de cambio de fin de año. Estos datos de las importaciones y las exportaciones provienen de las siguientes fuentes:

- Periodo 1923-1969: el libro *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (Greco, 1999).
- Periodo 1970-2021: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE, 2022).

#### **A.4.2.8 ENDEUDAMIENTO EXTERNO PRIVADO (EEPR)**

La variación del endeudamiento externo privado se calculó como la balanza de pagos ajustada menos la balanza cambiaria, antes definida. Es decir, corresponde al neto de todas las operaciones realizadas en divisas que no fueron producto ni del comercio de bienes y servicios ni del endeudamiento del sector público.

<sup>45</sup> Se consultaron múltiples números de la publicación desde 1936 hasta 2020, cuando la circulación de la revista se suspendió. La información fue complementada hasta 2022 con las estadísticas publicadas en la página web del Banco de la República.

#### **A.4.2.9 FINANCIACIÓN MONETARIA DEL DÉFICIT FISCAL (FMDF)**

Corresponde a la suma de la variación del endeudamiento externo del sector público (EEPu) y la variación del crédito interno del Banco de la República al sector público (CIBPu), según lo consignado en la *Revista del Banco de la República*.

#### **A.4.2.10 CRÉDITO INTERNO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL SISTEMA BANCARIO (CIB SIST. BANC.)**

Corresponde a información recopilada de diversos números de la *Revista del Banco de la República*.

#### **A.4.2.11 CRÉDITO INTERNO DEL BANCO DE LA REPÚBLICA AL SECTOR PRIVADO (CIBPR)**

Su variación se calculó como el residuo obtenido al restar de la variación de la base monetaria el monto de la BPA y la FMDF.

#### **A.4.2.12 ÍNDICE DE EXCESO EN LOS MEDIOS DE PAGO**

Para obtener el índice de exceso en los medios de pago (IEMP) se usaron como insumos dos series descritas anteriormente: la serie del crecimiento del PIB y la serie de M1 para el periodo 1923-2022. A partir de ellas, se crearon los índices de M1 y del PIB para todo el periodo con base 100 en 1950 y se calculó el IEMP de la siguiente manera:

$$IEMP_t = \frac{\text{Índice } MI_t}{\text{Índice } PIB_t} * 100$$

#### A.4.2.13 PRECIOS DEL CAFÉ

Las fuentes consultadas para construir la tabla de los precios históricos del café que aparece en la base del libro son las siguientes:

- Periodo 1923-1996: *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (GRECO, 1999).
- Periodo 1997-2022: Federación Nacional de Cafeteros. (2022).

#### A.4.2.14 GASTO DEL GOBIERNO

Los datos correspondientes al gasto del gobierno se obtuvieron de las siguientes fuentes:

- Periodo 1924-1997: el libro *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997* (Greco, 1999).
- Periodo 1996-2000: la *Revista del Banco de la República* (2001).
- Periodo 2001-2020: la suma de los pagos de las apropiaciones y el rezago presupuestal reportados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022).

#### A.4.2.15 OTRAS VARIABLES

Todas las demás variables que se presentan a lo largo del capítulo y en la base de datos del mismo fueron tomadas del repositorio del Banco de la República, a menos de que explícitamente se indique lo contrario.

#### A.4.2.16 RESUMEN DE LA BASE DE DATOS

En la pestaña “Resumen” de la base del libro se presenta un cuadro que resume el comportamiento de varias variables para el último siglo, entre ellas: la inflación medida por el IPC, la inflación medida por el deflactor del PIB, el crecimiento del PIB real, el crecimiento de M1, el gasto del Gobierno como porcentaje del

PIB, el crecimiento del gasto del Gobierno, y la razón entre M1/M2, que es un indicador de profundización financiera.

El análisis parte de dividir el periodo 1923-2022, en subperiodos quinquenales para identificar cambios estructurales en el comportamiento de las variables macroeconómicas. En particular, se definieron tres periodos excepcionales que no siguen la periodización quinquenal: 1923-1928, 1929-1935 y 2016-2022, pues el primero de ellos es de seis años y los otros dos son de siete. Los demás subperiodos quinquenales corresponden a intervalos de 5 años especificados de la siguiente manera: 1936-1940, 1941-1945 y así sucesivamente hasta el periodo 2011-2015.

En la pestaña “Resumen” se presenta, para cada una de las variables, la media aritmética, la media geométrica, la desviación estándar, el valor máximo y el valor mínimo en cada de los subperiodos así definidos.

En el caso de la media geométrica se excluyeron los valores negativos en los periodos pertinentes, ya que esta medida no permite para su cálculo el uso de números menores a cero (0).

Los hallazgos cuantitativos en cuanto a la evolución de la inflación, a partir de la subdivisión anteriormente mencionada, fueron el punto de partida para establecer los 5 macroperiodos en que se divide el capítulo para analizar la evolución de la inflación y de las demás variables macroeconómicas.

#### A.4.2.17 REFERENCIAS

Banco de la República (1942). *Anuario de Comercio Exterior*.

Banco de la República (2001). “Estadísticas”, *Revista del Banco de la República*, vol. 74, núm. 883, Bogotá: Banco de la República, mayo.

Banco de la República (2022). “IPC total”, [en línea], disponible en: <https://Totoro.Banrep.Gov.Co/Analytics/Saw.Dll?Portal>

Banco de la República (noviembre de 2022). “Producto interno bruto (PIB). Estadísticas del Banco de la República”, [en línea], disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/producto-interno-bruto-pib>

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (10 de mayo de 2022). “Índice de precios al consumidor (IPC). DANE, Información Para Todos”, [en línea], disponible en: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/precios-y-costos/indice-de-precios-al-consumidor-ipc>

- Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (noviembre de 2022). “Cuentas nacionales trimestrales. Producto interno bruto”, [en línea], disponible en: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/cuentas-nacionales/cuentas-nacionales-trimestrales>
- Departamento de Investigaciones Económicas (s. f.). *Archivos de Economía Internacional*, Bogotá: Banco de la República.
- Departamento de Investigaciones Económicas (s. f.). *Resumen de la balanza de pagos*, Bogotá: Banco de la República.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1954). *Anuario de la balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional*, Washington.
- Greco (Grupo de Estudios de Crecimiento Económico Colombiano) (1999). *El desempeño macroeconómico colombiano: series estadísticas 1905-1997*, Bogotá: Banco de la República, [en línea], disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5114>
- Gregory, Allan W.; Hansen, Bruce E. (1996). “Residual-based tests for cointegration in models with regime shifts”, *Journal of Econometrics*, vol. 70, núm. 1, Ámsterdam: North-Holland Publishing Company, pp. 99-126, [en línea], disponible en: [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(69\)41685-7](https://doi.org/10.1016/0304-4076(69)41685-7)
- Hendry, D. F. (1999). “An econometric analysis of US food expenditure, 1931-1989”, en J. R. Magnus y M. S. Morgan (eds.), *Methodology and tacit knowledge: Two experiments in econometrics*, Nueva York: Wiley, pp.341-361.
- Lee, Junsoo; Strazicich, Mark C. (2003). “Minimum Lagrange multiplier unit root test with two structural breaks”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, núm. 4, Cambridge: MIT Press, pp. 1082-1089, [en línea], disponible en: <https://doi.org/10.1162/003465303772815961>
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2022). *Balance Fiscal del Gobierno Nacional Central*, [en línea], disponible en: [https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages\\_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/bgg/balancedefiscalgobiernocentral](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/portal/EntidadesFinancieras/pages_EntidadesFinancieras/PoliticaFiscal/bgg/balancedefiscalgobiernocentral)
- Ocampo, José Antonio; Romero, Carmen Astrid (2023). *Desarrollo económico y social colombiano: 1905-2019*, Bogotá: Banco de la República.
- Perron, Pierre; Vogelsang, Timothy J. (1998). “Additional tests for a unit root allowing for a break in the trend function at an unknown time”, *International Economic Review*, vol. 39, núm. 4, Hoboken: John Wiley & Sons, pp. 1073-1100, [en línea], disponible en: <https://doi.org/10.2307/2527353>
- Zárate, P. A.; Romero, C. A. (2016). “Banca central: autonomía y crecimiento económico”. *Revista Republicana*, 20, 145–165, [en línea], disponible en: <https://doi.org/10.21017/Rev.Repub.2016.v20.a6>

**CUADRO A.4.2.1**  
**DESCOMPOSICIÓN ANALÍTICA DEL ORIGEN DE LA BASE MONETARIA**  
**MILLONES DE PESOS**  
**1936-2022**

AÑO	$\Delta B$	BPA	X-M	$\Delta EEP_R$	F MDF
1936	7,3	16,0	23,17	-7,16	-6,13
1937	11,4	-8,1	14,52	-22,60	2,83
1938	1,9	8,9	3,91	4,95	-3,55
1939	7,2	1,4	-6,38	7,80	-8,94
1940	3,1	15,3	19,66	-4,40	-0,06
1936-1940 (prom)	6,2	6,7	10,98	-4,28	-3,17
1941	9,7	-7,8	6,11	-13,93	8,16
1942	25,7	59,4	65,80	-6,38	14,98
1943	41,3	86,9	71,93	14,99	-1,99
1944	70,4	79,6	52,68	26,97	8,36
1945	37,7	20,7	-35,00	55,69	11,83
1941-1945 (prom)	37,0	47,8	32,3	15,5	8,3
1946	36,2	3,7	-61,25	64,91	16,23
1947	33,5	-91,1	-201,60	110,52	39,92
1948	64,7	-61,1	-81,84	20,74	46,18
1949	70,5	72,6	97,02	-24,38	15,72
1950	75,7	-7,3	64,09	-71,37	-50,28
1946-1950 (prom)	56,1	-16,6	-36,7	20,1	13,6
1951	-14,7	77,4	97,21	-19,85	47,17
1952	130,2	57,4	142,82	-85,43	82,74
1953	83,5	102,6	169,17	-66,58	47,79
1954	181,8	150,4	30,12	120,26	95,15
1955	-2,2	-295,0	-94,63	-200,42	159,37
1951-1955 (prom)	75,7	18,5	68,9	-50,4	86,4
1956	81,1	-56,6	121,23	-177,87	207,71
1957	309,9	112,6	654,69	-542,09	494,23
1958	233,2	252,7	916,48	-663,79	263,80
1959	247,2	342,4	714,88	-372,44	53,01
1960	57,5	-302,6	-107,47	-195,11	-5,63
1956-1960 (prom)	185,8	69,7	460,0	-390,3	202,6
1961	175,2	-299,4	-458,33	158,97	489,23
1962	474,5	-1179,1	-216,24	-962,83	2076,20
1963	198,1	-468,4	-211,77	-256,66	852,46
1964	573,9	-168,1	430,22	-598,28	998,97
1965	589,1	-419,9	1531,08	-1951,00	1475,21
1961-1965 (prom)	402,1	-507,0	215,0	-722,0	1178,4

(prom): promedio.

$\Delta EEP_U$	$\Delta CIBP_U$	BPA + FMDF	$\Delta CIBP_R$	$\Delta CIB \text{ SIST. BANC.}$	$\Delta \text{RESTO CIBP}_R$
-6,05	-0,07	9,89	-2,59	6,30	-8,89
1,48	1,35	-5,25	16,62	10,24	6,39
4,07	-7,63	5,31	-3,41	-2,16	-1,25
-7,75	-1,19	-7,52	14,70	4,37	10,33
-13,52	13,46	15,21	-12,08	0,05	-12,14
-4,35	1,18	3,53	2,65	3,76	-1,11
4,32	3,84	0,34	9,39	20,69	-11,30
8,83	6,15	74,40	-48,70	-33,88	-14,82
2,34	-4,33	84,92	-43,62	-7,75	-35,87
-0,89	9,25	88,00	-17,58	23,96	-41,54
12,56	-0,73	32,52	5,21	-2,82	8,03
5,43	2,84	56,0	-19,1	0,0	-19,1
-5,41	21,65	19,90	16,35	8,72	7,63
0,08	39,83	-51,17	84,62	74,29	10,33
13,06	33,11	-14,93	79,58	36,38	43,19
-0,52	16,25	88,37	-17,87	28,44	-46,31
-12,32	-37,96	-57,55	133,23	51,95	81,28
-1,02	14,58	-3,1	59,2	40,0	19,2
30,76	16,42	124,53	-139,18	-14,10	-125,08
32,19	50,54	140,12	-9,92	67,08	-77,01
-12,23	60,02	150,38	-66,90	6,77	-73,67
17,79	77,36	245,53	-63,73	24,48	-88,21
1,38	158,00	-135,67	133,52	241,45	-107,93
13,98	72,47	105,0	-29,2	65,1	-94,4
34,05	173,66	151,07	-69,97	26,14	-96,11
122,17	372,06	606,83	-296,91	129,44	-426,35
258,30	5,50	516,50	-283,35	47,34	-330,68
22,36	30,65	395,45	-148,22	-50,29	-97,94
14,26	-19,90	-308,21	365,74	175,35	190,39
90,23	112,40	272,3	-86,5	65,6	-152,1
258,70	230,53	189,87	-14,72	51,74	-66,46
842,21	1233,99	897,13	-422,68	350,08	-772,76
783,67	68,79	384,03	-185,98	703,47	-889,45
371,47	627,50	830,90	-257,05	286,89	-543,94
620,77	854,44	1055,29	-466,16	92,23	-558,39
575,36	603,05	671,4	-269,3	296,9	-566,2

**CUADRO A.4.2.1 (CONTINUACIÓN)**  
**DESCOMPOSICIÓN ANALÍTICA DEL ORIGEN DE LA BASE MONETARIA**  
**MILLONES DE PESOS**  
**1936-2022**

AÑO	ΔB	BPA	X-M	ΔEER <sub>R</sub>	FMDf
1966	724,3	493,8	-1550,45	2044,23	-114,27
1967	760,8	-1308,5	1232,98	-2541,43	2388,55
1968	2100,6	169,1	-196,43	365,50	1195,41
1969	2228,7	-1434,1	329,60	-1763,70	2638,48
1970	2308,2	-2603,9	-368,88	-2234,97	3442,34
1966-1970 (prom)	1624,5	-936,7	-110,6	-826,1	1910,1
1971	849,4	-3350,1	-2990,00	-360,13	4478,87
1972	2632,2	-1591,7	2536,53	-4128,26	4699,99
1973	4.951	-1.391	6.129	-7.520	4.439
1974	4.398	-5.443	-1.225	-4.218	6.631
1975	7.367	-4.903	9.185	-14.089	12.586
1973-1975 (prom)	5.572	-3.912	4.696	-8.609	7.885
1976	13.295	18.940	19.429	-489	1.448
1977	23.043	24.409	25.926	-1.516	-123
1978	24.324	25.695	26.076	-382	-627
1979	25.224	57.261	22.848	34.413	-1.992
1980	34.789	52.101	6.221	45.880	18.870
1976-1980 (prom)	24.135	35.681	20.100	15.581	3.515
1981	33.547	9.477	-102.932	112.409	39.428
1982	35.902	-34.947	-138.268	103.321	96.918
1983	25.754	-109.629	-144.694	35.065	88.860
1984	14.428	-155.184	-100.841	-54.343	242.244
1985	63.327	-54.004	-47.184	-6.819	211.213
1981-1985 (prom)	34.591	-68.857	-106.784	37.926	135.732
1986	108.355	35.309	280.034	-244.725	302.400
1987	130.517	-103.818	261.613	-365.431	383.510
1988	151.157	-12.749	112.554	-125.303	534.478
1989	228.545	-90.242	384.604	-474.845	540.564
1990	212.371	-18.471	798.811	-817.282	255.362
1986-1990 (prom)	166.189	-37.994	367.523	-405.517	403.263
1991	408.149	1.071.725	1.522.172	-450.447	862.830
1992	968.200	762.241	543.471	218.770	309.593
1993	933.276	350.988	-1.611.735	1.962.722	731.021
1994	1.104.295	-95.899	-2.395.380	2.299.481	552.185
1995	932.837	194.426	-3.236.427	3.430.853	1.017.101
1991-1995 (prom)	869.351	456.696	-1.035.580	1.492.276	694.546

(prom): promedio.

$\Delta EEP_U$	$\Delta CIBP_U$	BPA + FMDF	$\Delta CIBP_R$	$\Delta CIB_{SIST. BANC.}$	$\Delta RESTO CIBP_R$
-74,08	-40,20	379,50	344,82	92,14	252,68
1530,40	858,15	1080,10	-319,28	527,93	-847,21
1215,22	-19,81	1364,47	736,15	2066,93	-1330,78
2334,19	304,30	1204,38	1024,34	1481,84	-457,50
2910,78	531,56	838,49	1469,69	1917,55	-447,86
1583,30	326,80	973,4	651,1	1217,3	-566,1
3873,87	605,00	1128,74	-279,34	1561,00	-1840,34
4902,99	-203,00	3108,27	-476,09	1514,00	-1990,09
5.149	-710	3.048	1.903	5.682	-3.779
4.767	1.864	1.188	3.210	6.951	-3.741
10.331	2.255	7.682	-315	2.898	-3.213
6.749	1.136	3.973	1.599	5.177	-3.578
4.619	-3.171	20.389	-7.094	992	-8.086
2.445	-2.568	24.287	-1.244	2.939	-4.183
4.252	-4.879	25.067	-744	3.347	-4.091
20.276	-22.268	55.269	-30.046	-5.170	-24.876
29.146	-10.276	70.971	-36.182	-4.465	-31.717
12.148	-8.632	39.197	-15.062	-471	-14.591
41.212	-1.784	48.905	-15.358	-40	-15.318
41.556	55.362	61.971	-26.069	5.333	-31.402
46.510	42.350	-20.769	46.522	33.834	12.688
95.039	147.205	87.060	-72.632	42.661	-115.293
192.902	18.311	157.209	-93.883	-498	-93.385
83.444	52.289	66.875	-32.284	16.258	-48.542
317.657	-15.257	337.709	-229.354	45.043	-274.397
266.791	116.719	279.692	-149.175	21.956	-171.131
319.978	214.500	521.730	-370.573	5.156	-375.729
468.541	72.023	450.322	-221.778	44.411	-266.189
795.681	-540.319	236.891	-24.521	-178.655	154.134
433.730	-30.467	365.269	-199.080	-12.418	-186.662
735.177	127.653	1.934.555	-1.526.406	-18.400	-1.508.006
378.811	-69.218	1.071.833	-103.633	118.900	-222.533
633.378	97.643	1.082.009	-148.733	130.100	-278.833
553.834	-1.649	456.286	648.009	-99.500	747.509
823.401	193.700	1.211.527	-278.690	437.900	-716.590
624.920	69.626	1.151.242	-281.891	113.800	-395.691

**CUADRO A.4.2.1 (CONTINUACIÓN)**  
**DESCOMPOSICIÓN ANALÍTICA DEL ORIGEN DE LA BASE MONETARIA**  
**MILLONES DE PESOS**  
**1936-2022**

AÑO	ΔB	BPA	X-M	ΔEER <sub>R</sub>	F MDF
1996	392.824	895.288	-3.236.186	4.131.474	1.700.663
1997	750.845	-691.954	-4.069.996	3.378.042	1.486.927
1998	514.515	-4.138.977	-5.879.121	1.740.144	5.789.170
1999	104.392	-4.870.328	1.781.538	-6.651.866	7.989.715
1996-1999 (prom)	440.644	-2.201.493	-2.850.941	649.448	4.241.618
2000	919.444	-4.743.906	3.302.464	-8.046.370	9.665.200
2001	1.306.488	-5.045.133	-1.170.577	-3.874.556	9.014.200
2002	1.769.618	-6.199.762	-1.649.962	-4.549.800	10.403.000
2003	1.839.990	-1.004.454	-1.410.647	406.193	5.921.200
2004	2.180.515	7.588.490	1.099.051	6.489.439	-6.534.300
2005	2.988.213	4.881.207	555.971	4.325.237	-7.142.300
2000-2005 (prom)	1.834.045	-753.926	121.050	-874.976	3.554.500
2006	4.244.941	-3.289.659	-3.387.159	97.500	6.304.200
2007	4.074.772	12.103.750	-5.027.419	17.131.169	-8.675.800
2008	3.809.623	-3.221.073	-3.562.094	341.021	9.057.100
2009	3.140.167	2.322.290	-105.696	2.427.986	7.609.700
2010	4.165.692	-285.509	283.779	-569.288	-3.104.100
2006-2010 (prom)	3.887.039	1.525.960	-2.359.718	3.885.678	2.238.220
2011	5.689.291	1.006.610	5.909.541	-4.902.932	2.150.000
2012	4.125.158	12.146.743	1.902.491	10.244.252	-7.842.100
2013	5.922.685	4.970.457	-307.757	5.278.214	1.733.400
2014	8.947.236	-7.917.179	-17.242.800	9.325.621	15.274.900
2015	9.350.858	-6.140.295	-53.330.667	47.190.373	51.827.800
2011-2015 (prom)	6.807.046	813.267	-12.613.838	13.427.106	12.628.800
2016	6.347.780	9.691.161	-40.425.208	50.116.368	7.735.600
2017	985.698	-10.439.567	-24.964.900	14.525.333	11.978.800
2018	5.759.078	-19.021.345	-25.960.457	6.939.112	22.506.400
2019	9.921.562	26.019.292	-43.371.716	69.391.007	8.088.100
2020	17.759.541	-16.846.134	-45.893.073	29.046.939	65.692.400
2016-2020 (prom)	8.154.732	-2.119.319	-36.123.071	34.003.752	23.200.260
2021	16.012.928	-61.048.628	-73.863.328	12.814.699	76.082.200
2022	14.637.989	1.442.662	-98.461.409	99.904.071	-3.902.800

(prom): promedio.

$\Delta EEP_U$	$\Delta CIBP_U$	BPA + FMDF	$\Delta CIBP_R$	$\Delta CIB \text{ Sist. BANC.}$	$\Delta \text{Resto CIBP}_R$
1.690.863	9.800	2.595.950	-2.203.126	-709.200	-1.493.926
1.695.727	-208.800	794.973	-44.128	1.139.100	-1.183.228
5.306.170	483.000	1.650.193	-1.135.678	783.200	-1.918.878
6.647.715	1.342.000	3.119.386	-3.014.995	1.783.700	-4.798.695
3.835.118	406.500	2.040.126	-1.599.482	749.200	-2.348.682
9.293.000	372.200	4.921.294	-4.001.850	-952.100	-3.049.750
9.807.000	-792.800	3.969.067	-2.662.579	-679.000	-1.983.579
9.835.000	568.000	4.203.238	-2.433.620	1.154.100	-3.587.720
5.234.000	687.200	4.916.746	-3.076.756	1.384.700	-4.461.456
-3.456.000	-3.078.300	1.054.190	1.126.326	-950.000	2.076.326
-5.729.000	-1.413.300	-2.261.093	5.249.306	1.513.900	3.735.406
4.164.000	-609.500	2.800.574	-966.529	245.267	-1.211.796
4.987.000	1.317.200	3.014.541	1.230.399	2.645.800	-1.415.401
-4.960.000	-3.715.800	3.427.950	646.822	-1.449.900	2.096.722
6.940.000	2.117.100	5.836.027	-2.026.404	-4.309.400	2.282.996
5.101.000	2.508.700	9.931.990	-6.791.823	-1.152.400	-5.639.423
-388.000	-2.716.100	-3.389.609	7.555.301	1.937.300	5.618.001
2.336.000	-97.780	3.764.180	122.859	-465.720	588.579
4.674.000	-2.524.000	3.156.610	2.532.681	1.566.900	965.781
-4.461.000	-3.381.100	4.304.643	-179.485	-1.136.300	956.815
9.200.000	-7.466.600	6.703.857	-781.172	-1.206.100	424.928
21.048.000	-5.773.100	7.357.721	1.589.515	7.261.600	-5.672.085
39.823.000	12.004.800	45.687.505	-36.336.648	-1.171.200	-35.165.448
14.056.800	-1.428.000	13.442.067	-6.635.022	1.062.980	-7.698.002
4.480.000	3.255.600	17.426.761	-11.078.981	-612.900	-10.466.081
8.482.000	3.496.800	1.539.233	-553.535	-584.300	30.765
21.538.000	968.400	3.485.055	2.274.023	5.185.100	-2.911.077
5.418.000	2.670.100	34.107.392	-24.185.830	-580.100	-23.605.730
60.238.000	5.454.400	48.846.266	-31.086.726	-907.900	-30.178.826
20.031.200	3.169.060	21.080.941	-12.926.210	499.980	-13.426.190
62.661.000	13.421.200	15.033.572	979.356	589.700	389.656
9.604.000	-13.506.800	-2.460.138	17.098.127	4.481.800	12.616.327



## CAPÍTULO 5

# Independencia de los bancos centrales e inflación en América Latina: una mirada histórica

---

*Luis I. Jácome  
Samuel Pienknagura\**

### 5.1 INTRODUCCIÓN

La mayoría de los bancos centrales de América Latina son instituciones consolidadas. En una región azotada históricamente por inflación crónica e incluso hiperinflación, un gran número de bancos centrales conquistaron la estabilidad de precios a principios de la primera década de 2000, con el apoyo de buenas políticas fiscales. A este resultado exitoso contribuyó la independencia política otorgada a los bancos centrales de la región en los años noventa. La solidez institucional de los bancos centrales y la credibilidad de su política monetaria han sido puestas a prueba en los últimos quince años. Con el respaldo de fundamentos macroeconómicos más sólidos y dada la confianza

\* Agradecemos a Gustavo Adler, Yan Carrière-Swallow, Eduardo Cavallo, Arturo Galindo, Bertrand Gruss, Nicolás Magud, Eric Parrado, Jorge Roldós, Robin Tietz y a los participantes en el Seminario de la Red de Economistas del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y en el Seminario del Grupo de Trabajo de Política Monetaria del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, por sus útiles comentarios. Se aplican los descargos de responsabilidad habituales. Publicado originalmente como Documentos de Trabajo del FMI. Estas publicaciones describen investigaciones en curso del autor o autores y se publican para suscitar comentarios y fomentar el debate. Las opiniones expresadas en los documentos de trabajo del FMI son las de su(s) autor(es) y no representan necesariamente las del FMI, de su Directorio Ejecutivo ni de su Gerencia.

del público en la independencia de los bancos centrales, la política monetaria ha desempeñado un papel fundamental a la hora de amortiguar el efecto de los choques exógenos. Primero, en medio de grandes reversiones de las entradas de capital, y en una clara ruptura con el pasado, los bancos centrales aplicaron una política monetaria anticíclica para frenar los efectos adversos de la gran crisis financiera (GCF) en 2008. Más recientemente, para amortiguar el profundo impacto en la actividad económica de la pandemia del covid-19, los bancos centrales recortaron agresivamente las tasas de interés y, en varios países, proporcionaron amplia liquidez para ayudar a las empresas a seguir operando<sup>1</sup>. En la actualidad, aprovechando su independencia en materia de política monetaria, estas entidades han reaccionado con rapidez, subiendo las tasas de interés para luchar contra la creciente inflación impulsada por una fuerte demanda que se encontraba reprimida durante dicho evento, luego de los de los estímulos monetario y fiscal que se otorgaron, por los efectos de las restricciones en las cadenas de producción generadas por la pandemia, y por el impacto de la guerra en Ucrania.

No obstante estos resultados positivos, es posible que se avencinen tiempos difíciles para la independencia de los bancos centrales en América Latina. Dado que los países se enfrentan a un aumento de la inflación y se espera que la actividad económica se mantenga débil, el riesgo de la influencia de los gobiernos puede resurgir a medida que los bancos centrales se esfuerzan por lograr un delicado equilibrio entre el endurecimiento de la política monetaria para restaurar y preservar la estabilidad de los precios y la aplicación de una política acomodaticia para apoyar la actividad económica. La dominancia fiscal es otro riesgo potencial en varios países. Debido a que la política fiscal se ha visto envuelta en los conflictos políticos que agobian a la mayoría de los países de la región, y no ha sido incapaz de satisfacer las crecientes demandas sociales, en muchos casos exacerbadas por los efectos de la pandemia, los bancos centrales podrían verse obligados a llevar a cabo políticas de expansión cuantitativa (*quantitative easing*) y, por esta vía, financiar el gasto público. Sin embargo,

<sup>1</sup> Canales *et al.* (2010) analizan las políticas desplegadas por los principales bancos centrales latinoamericanos en respuesta a la GCF, y Vegh y Vuletin (2014) analizan el carácter anticíclico de la respuesta de la política monetaria y fiscal. El FMI (2020) describe las medidas de política monetaria adoptadas en la región para hacer frente a la pandemia.

esta política podría erosionar la independencia de los bancos centrales y dañar la credibilidad de la política monetaria en los próximos años<sup>2</sup>.

En este capítulo se discuten los peligros de socavar la independencia de los bancos centrales en América Latina desde una perspectiva histórica. A partir de una base de datos única de medidas históricas de su independencia legal, que abarca cien años, aquí se revisa la evolución de los fundamentos institucionales de la política monetaria. También se realiza una investigación empírica para evaluar el vínculo entre la independencia de los bancos centrales y el comportamiento de la inflación utilizando más de ochenta años de datos.

La discusión de la evolución histórica resalta que la consecución de la independencia de los bancos centrales y la conquista de la estabilidad de precios en América Latina fue un camino largo y difícil. Los primeros bancos centrales se crearon como instituciones independientes de los gobiernos en la década de 1920, apoyados en las restricciones que el respaldo al patrón de cambio oro imponía a la conducción de la política monetaria. Sin embargo, la necesidad de hacer frente a los efectos de la Gran Depresión y luego del abandono del patrón de cambio oro a principios de los años 1930, llevaron a los países a aprobar cambios legales que permitieron una expansión del financiamiento del gasto público a costa de debilitar la independencia de los bancos centrales. Hicieron falta cincuenta años de inestabilidad macroeconómica, la erosión de los ingresos reales y del ahorro de la población, y el creciente descontento social, para conceder a los bancos centrales independencia política y operativa para centrarse en la lucha contra la inflación en la década del noventa.

El vínculo entre la independencia de los bancos centrales y la inflación en América Latina está respaldado por el análisis econométrico, que señala una fuerte asociación negativa durante los últimos ochenta años. El análisis se basa en una serie temporal de un índice de independencia de los bancos centrales calculado para diecisiete países de la región. Este índice (de aquí en adelante lo llamaremos IBC) se basa en el espíritu del índice de Cukierman *et al.* (1992), que incluye cuatro criterios: el acuerdo de gobierno del banco central, su mandato,

<sup>2</sup> Los riesgos para la independencia de los bancos centrales se han destacado recientemente. Rogoff (2021) sostiene que la expansión cuantitativa puede considerarse una forma de política fiscal, lo que hace más difícil preservar la independencia de los bancos centrales, mientras que Ayres, Neumeyer y Powell (2021) alertan de que los bancos centrales de América Latina pueden enfrentarse a una mayor presión para financiar el gasto fiscal. En general, Adrian *et al.* (2021) recalcan que los gobiernos de los mercados emergentes y las economías en desarrollo pueden haberse acostumbrado a la reciente financiación barata del banco central y presionarlos para que este financiamiento continúe.

la autonomía de la política monetaria y las restricciones legales para prestar al Gobierno. La asociación negativa entre la independencia del banco central y la inflación es robusta a la inclusión de los controles utilizados frecuentemente en la literatura y parece ser más fuerte en los años más recientes. Un análisis detallado de los diferentes componentes del índice IBC muestra que aislar a los bancos centrales de la influencia política y restringir los préstamos de estos a los gobiernos son claves para controlar la inflación. En conjunto, aquí se ponen de manifiesto los peligros de la influencia política en las decisiones de los bancos centrales y de la dominancia fiscal.

Además, se estudia la respuesta dinámica de la inflación a los cambios en la independencia de los bancos centrales (utilizando el modelo de proyección local [*local projection*] propuesto por Jordà, 2005) y se encuentra que una mejora de una desviación estándar en la independencia del banco central tiene una reducción acumulada de los precios de 5 puntos porcentuales en un horizonte de cinco años. El impacto dinámico de las mejoras en la independencia de los bancos centrales sobre la inflación es robusto al periodo de análisis: una mayor independencia conduce a un descenso sostenido de la inflación tanto en el periodo anterior como posterior a 1970 (aproximadamente, el momento en que se abolió el sistema monetario de Bretton Woods, que establecía la convertibilidad internacional del dólar estadounidense por oro), y antes y después de la ola de reformas de los bancos centrales de la década de 1990.

Por último, los resultados aquí expuestos apuntan a la importancia de la independencia del banco central para mitigar los riesgos de una inflación elevada. Para evaluar el papel de aquella en la reducción de la probabilidad de episodios de alta inflación se sigue una estrategia doble. En primer lugar, se estiman regresiones por cuantiles y se muestra que los niveles más altos del índice IBC tienen un mayor impacto en los deciles más altos de la distribución de la inflación. En segundo lugar, se estima un modelo de probabilidad lineal y se encuentra que los niveles más altos del índice IBC reducen la probabilidad de episodios de alta inflación.

Este trabajo contribuye en dos dimensiones a la literatura que estudia la independencia de los bancos centrales y el vínculo de esta con la inflación en América Latina. En primer lugar, el alcance histórico y regional de este escrito va más allá de los estudios anteriores que se centran en la independencia de los bancos centrales en América Latina, que son específicos para periodos históricos o para cada país. En el primer grupo de estudios, Ortiz

(1998) examina la independencia de algunos bancos centrales de la región y su relación con la inflación en la década de 1930; mientras que Jácome y Vázquez (2008) analizan empíricamente el impacto sobre la inflación de la reforma institucional de los bancos centrales de la década del noventa. El segundo grupo de estudios tiene un contenido histórico narrativo específico para cada país, como Avella (2014), y Meisel y Barón (2010) sobre Colombia; Céspedes y Valdés (2006), y De Gregorio (2009) sobre Chile; Turrent Díaz (2005), sobre México; y Orrego (2007), Tuesta (2007) y Jácome (2022), sobre Perú. Este trabajo complementa la reciente colección de estudios de Kehoe y Nicolini (2021), quienes examinan las causas de la inflación en once países de América Latina durante 1960 a 2017, desde una perspectiva de políticas monetaria y, especialmente, fiscal. En segundo lugar, este estudio va más allá de examinar empíricamente la relación media entre la independencia *de jure* del banco central y el comportamiento de la inflación, como es habitual en la literatura (para un resumen completo, véase Masciandaro, Magurno y Tarsia, 2021) y cuantifica el impacto dinámico que los cambios en la independencia del banco central tienen sobre la inflación. Además, estudia el vínculo entre la independencia del banco central y los diferentes momentos en la distribución de la inflación.

El resto del documento se estructura de la siguiente manera. En “La caída y el aumento de la independencia de los bancos centrales” se ofrece una radiografía de la evolución de la independencia de los bancos centrales en América Latina en los últimos cien años y destaca su caída y aumento, mientras que en “El ascenso y la caída de la inflación” se subraya el aumento y la caída simultáneos de la inflación. A continuación, el documento ofrece una evaluación empírica de la asociación entre la independencia de los bancos centrales y la evolución de la inflación en América Latina desde 1940. La sección “Independencia de los bancos centrales e inflación: una evaluación empírica a través de una mirada histórica” describe los datos y la estrategia empírica seguida en el análisis econométrico. “Resultados” presenta algunos hallazgos, y en la última parte se mencionan las “Conclusiones”.

## **5.2 LA CAÍDA Y EL AUMENTO DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**

El camino hacia la independencia de los bancos centrales en América Latina ha sido cuesta arriba. La influencia de los gobiernos –y a veces del sector privado–

modeló la política monetaria durante la mayor parte de la vida de los bancos centrales. La dominancia fiscal fue afianzada por la legislación vigente durante seis décadas, que autorizaba a los bancos centrales a conceder créditos directos o indirectos al Gobierno, e incluso al resto del sector público. El uso de los instrumentos de la política monetaria también solía estar guiado por el Poder Ejecutivo. Solo en la década de 1990 los países llevaron a cabo una reforma institucional que concedió independencia política y operativa a los bancos centrales.

Esta sección destaca los principales aspectos de la evolución de la independencia de los bancos centrales en América Latina. En primer lugar, explica el contenido del índice IBC y los criterios y subcriterios en los que se basa su cálculo. El análisis histórico que sigue se realiza a lo largo de tres periodos, como sugiere Jácome (2015): i) los *primeros años*, que comienzan en la década de 1920 y llegan hasta el final de la Segunda Guerra Mundial; ii) la *fase desarrollista*, que cubre el periodo de Bretton Woods y los años posteriores a la desaparición de este sistema monetario hasta 1990; y iii) el *periodo dorado*, que abarca todo el nuevo siglo, comenzando con una fase de ajuste que tuvo lugar durante la mayor parte de la década del noventa<sup>3</sup>.

### 5.2.1 EL ÍNDICE IBC

El enfoque de la independencia de los bancos centrales utilizado en este recorrido histórico se basa en Cukierman (1992). Para medir dicha independencia, el índice de Cukierman considera cuatro elementos clave, que sientan las bases para la formulación y aplicación de la política monetaria: i) el mandato legal (objetivo de la política); ii) su estructura de gobierno (gobernanza del banco central); iii) las facultades para controlar la política monetaria frente al Gobierno (formulación de la política); y iv) las condiciones de financiación del gasto público (préstamos del banco central). En el Cuadro 5.1 se presenta una radiografía de la evolución de estas características institucionales a lo largo de los tres periodos identificados anteriormente.

A partir de estos cuatro criterios, se construyó el índice IBC que codifica la legislación histórica de los bancos centrales de diecisiete países latinoamericanos

<sup>3</sup> Una narración exhaustiva de la evolución de la independencia de los bancos centrales en América Latina va más allá del alcance de este documento. Para un relato histórico completo de este aspecto en América Latina, véase Jácome (s. f.).

en un periodo que abarca cien años. Dado que el índice IBC recurre a información de la legislación de los bancos centrales, es exclusivamente un índice de independencia legal de los bancos centrales. A fin de cuantificar el índice IBC, se usa una versión modificada del ampliamente conocido índice de Cukierman, Webb y Neyapti (CWN), la métrica más comúnmente utilizada en la literatura para medir la independencia de los bancos centrales (Cukierman, Webb y Neyapti, 1992). El índice IBC evalúa los mismos cuatro criterios del índice CWN y se calcula tomando una media ponderada de estos, con las siguientes ponderaciones entre paréntesis: el gobierno del banco central (20 %), el mandato legal (15 %), la formulación de políticas (15 %) y los préstamos del banco central (50 %). Estos cuatro criterios se desglosan a su vez en un total de quince subcriterios, como se detalla en el Anexo A5.1.

**CUADRO 5.1**

**CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES A LO LARGO DE CIENTO AÑOS**

	<b>MANDATO/ FUNCIONES</b>	<b>ACUERDO DE GOBIERNO</b>	<b>AUTONOMÍA DE LA POLÍTICA MONETARIA</b>	<b>CRÉDITO AL GOBIERNO</b>
Primeros años	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Emitir la moneda nacional.</li> <li>- Realizar operaciones de redescuento y descuento con los bancos y el público en general.</li> <li>- Suministrar crédito al sector público de forma limitada.</li> <li>- Funcionar como depositario y agente fiscal.</li> <li>- Recibir depósitos de los bancos, del sector público y del público en general.</li> <li>- Compensación de pagos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Junta Directiva compuesta por personas designadas por los accionistas (bancos), una minoría de representantes del Gobierno y, a veces, de las asociaciones empresariales y del público en general.</li> <li>- El presidente es nombrado por la Junta Directiva.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Antes de la Gran Depresión, la política monetaria estaba restringida por las limitaciones para emitir billetes y, concretamente, para conceder créditos al Gobierno.</li> <li>- A raíz de la Gran Depresión, las restricciones para emitir moneda se relajaron cada vez más y se ampliaron las condiciones para financiar al Gobierno.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se permiten, pero en cantidades limitadas, dependiendo de cada país. Los préstamos de los bancos centrales tienen un tope de entre el 10 % y 30 % del capital pagado y las reservas del banco central.</li> <li>- Estas restricciones se suavizaron en el periodo previo a la Gran Depresión y en los años siguientes. Además, se aprobaron leyes específicas para ampliar el crédito del banco central al Gobierno.</li> </ul>

**CUADRO 5.1 (CONTINUACIÓN)**  
**CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**  
**A LO LARGO DE CIEN AÑOS**

	MANDATO/ FUNCIONES	ACUERDO DE GOBIERNO	AUTONOMÍA DE LA POLÍTICA MONETARIA	CRÉDITO AL GOBIERNO
Fase desa- rollista	Llevar a cabo políticas monetarias, crediticias y cambiarias con el objetivo de fomentar las condiciones adecuadas para un desarrollo ordenado y rápido de la economía.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Junta Directiva compuesta por representantes de los bancos, el Gobierno y las asociaciones empresariales.</li> <li>- La mayoría de los miembros pertenecen al poder ejecutivo.</li> <li>- El presidente de la Junta es nombrado por el presidente de la República.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los Gobiernos adquirieron cada vez más influencia en la formulación y aplicación de la política monetaria y cambiaria.</li> <li>- En algunos países, el ministro de Hacienda tenía poder de veto sobre las decisiones de política monetaria.</li> </ul>	Se expandieron los límites para la concesión de crédito. Las restricciones variaban en cada país, hasta una proporción de los ingresos del Gobierno que oscilaba entre el 8% y el 15% del presupuesto del año anterior. El vencimiento del préstamo y el tipo de interés aplicado también variaban.
Periodo de estabi- lización	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Preservar la estabilidad de los precios.</li> <li>- Mantener la estabilidad del sistema bancario.</li> <li>- Promover el funcionamiento normal del sistema de pagos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Junta Directiva compuesta por tecnócratas propuestos por el Gobierno y nombrados por el Congreso para un período superior al presidencial o de manera escalonada.</li> <li>- La destitución de los miembros de la Junta Directiva debe ser aprobada por el Congreso.</li> </ul>	La Junta Directiva disfrutó de autonomía para formular y ejecutar la política monetaria y cambiaria, incluidos los ajustes de la tasa de interés de política.	Las restricciones para financiar al Gobierno son más estrictas. Los préstamos deben devolverse en el mismo año fiscal y se les aplica una tasa de interés de mercado. En algunos países, el crédito al Gobierno está prohibido.

Fuente: legislación sobre bancos centrales y sus reformas, y secciones pertinentes de las constituciones de los países.

Si bien el índice IBC se construye sobre la base del índice CWN, introduce modificaciones en los subcriterios subyacentes de este índice. La mayoría de los cambios se incorporan a los subcriterios que caracterizan la gobernanza del banco central. Específicamente, se amplía la evaluación de las normas para el nombramiento y la destitución a todos los miembros de la Junta Directiva del banco central, en lugar de centrarse exclusivamente en el gobernador del banco central, lo cual es relevante, porque las decisiones de política las toma

de forma corporativa la Junta Directiva del banco central. Además, las disposiciones legales para el nombramiento y la duración del mandato del gobernador del banco central difieren de las que se aplican al resto de los miembros de la Junta en varios países de la región a lo largo del tiempo. El criterio para evaluar la duración del mandato del gobernador del banco central –y de otros miembros de la Junta Directiva– también es diferente. El índice IBC tiene en cuenta tanto la duración absoluta de su nombramiento, como también su permanencia en el cargo en relación con el Gobierno. En particular, este índice premia los nombramientos ampliados o escalonados con respecto al mandato del Gobierno, como una forma de reforzar la independencia del banco central con respecto al ciclo político. Un cambio adicional hace hincapié en las restricciones del Poder Ejecutivo para destituir a los miembros de la Junta Directiva, y no solamente al gobernador del banco. Los procedimientos de destitución de los miembros de la Junta Directiva del banco central, incluido su gobernador, reciben un peso adicional, ya que esas disposiciones legales son cruciales para preservar la independencia de la formulación de la política monetaria. Y, a diferencia del CWN, el índice IBC penaliza la presencia de representantes del poder ejecutivo en la Junta Directiva. Dada la importancia en un contexto histórico del análisis, el índice IBC también evalúa la autonomía de la política cambiaria, penalizando la interferencia del Gobierno, ya que aquello podría coartar la efectividad de la política monetaria en las economías pequeñas y abiertas como las de América Latina. Por último, el índice IBC ajusta los subcriterios subyacentes a las condiciones de préstamo al Gobierno, para considerar la amplia gama de disposiciones encontradas en cien años de legislación de bancos centrales en América Latina.

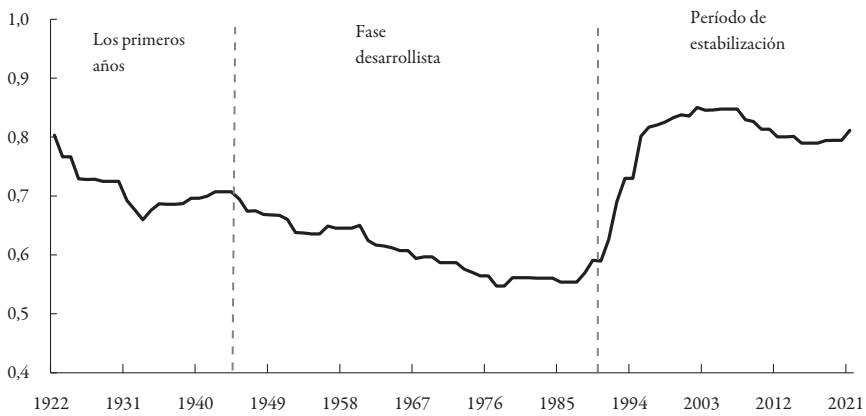
El índice IBC varía en una escala continua de 0 a 1, de modo que cuanto esté más se acerca a 1, mayor es la independencia del banco central y viceversa. Asigna una mayor puntuación a aquellos acuerdos institucionales en los que el Ejecutivo no tiene poder para ejercer control sobre la Junta Directiva del banco central. En concreto, se considera que los bancos centrales son más independientes si el Gobierno tiene poderes limitados para nombrar y destituir al gobernador y a los miembros de la Junta Directiva del banco central, y cuando su mandato es más largo que el del Ejecutivo. La intuición que subyace a este supuesto es que los gobiernos y los bancos centrales no siempre comparten intereses comunes en la formulación de la política monetaria. Los primeros suelen guiarse por consideraciones de corto plazo asociadas a los ciclos políticos, mientras que los segundos trabajan con horizontes a largo plazo para

lograr la eficacia de la política monetaria, ya que esta funciona con rezago. Por otra parte, tener un objetivo único o principal de estabilidad de precios se asocia a una mayor independencia, mientras que los bancos centrales, cuyo mandato incluye objetivos de desarrollo económico, reciben una calificación baja. Además, los bancos centrales deben ser autónomos para formular e implementar la política monetaria y cambiaria en consonancia con su mandato en materia de inflación y, por tanto, la interferencia del Gobierno reduce el índice IBC. Lo que es muy importante, las restricciones para conceder créditos al gobierno –y, en general, al sector público– se ven recompensadas porque ayudan al banco central a mantener el control de la política monetaria y, posiblemente, a mantener la inflación bajo control. El índice IBC no incluye las prácticas de rendición de cuentas, una dimensión clave de la independencia moderna de los bancos centrales, dado que esta característica se convirtió en un componente integral del diseño institucional de la política monetaria solo en la década de 1990, cuando los países introdujeron un sistema de pesos y contrapesos frente a la independencia otorgada a los bancos centrales.

La cuantificación del índice IBC permite retratar la evolución de la independencia de los bancos centrales a lo largo de cien años. Según el Gráfico 5.1, la independencia disminuyó poco después de la creación de los bancos centrales, a principios de los años 1930, y se redujo aún más durante la fase desarrollista, cuando los gobiernos aumentaron su influencia en los bancos centrales. Esta tendencia se revirtió en la década de 1990 con la aprobación de la nueva legislación que confirió independencia a los bancos centrales, aunque el índice IBC ha disminuido en los últimos quince años, principalmente porque Argentina y, sobre todo, Venezuela restringieron la autonomía de la política monetaria.

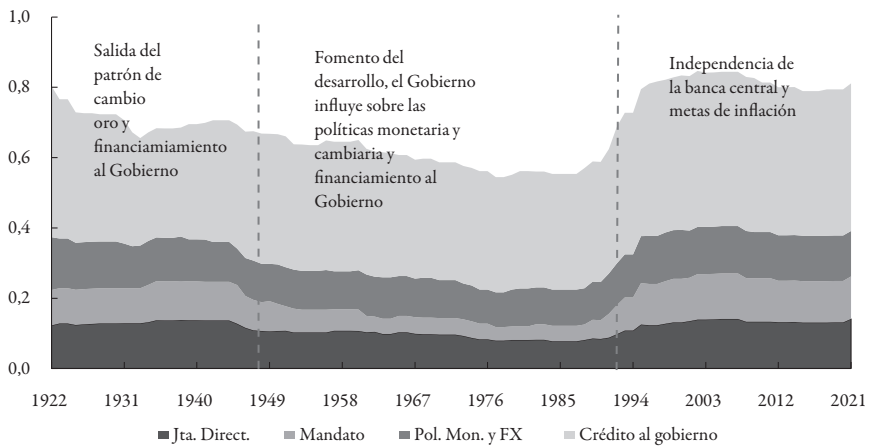
El Gráfico 5.2 muestra la evolución de los subcomponentes del índice IBC. El gráfico corrobora la idea de que el deterioro inicial del índice IBC fue impulsado en gran medida por las reformas legales que autorizaron a los bancos centrales a imprimir dinero para financiar al Gobierno, cuando América Latina se vio afectada por los efectos de la Gran Depresión y decidió abandonar el patrón de cambio oro para frenar el colapso económico y fomentar su recuperación. También muestra que la erosión de la independencia de los bancos centrales se afianzó cuando estos se convirtieron, en la práctica, en bancos de desarrollo, a partir de mediados de la década del cuarenta, cuando recibieron el mandato general de promover el desarrollo económico, fueron facultados para financiar al

**GRÁFICO 5.1**  
**CIEN AÑOS DE INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**  
**PROMEDIO DEL ÍNDICE IBC, 1922-2021. AMÉRICA LATINA, EXCEPTO PANAMÁ**



Fuente: legislación sobre bancos centrales y sus reformas y las secciones pertinentes de las constituciones de los países.

**GRÁFICO 5.2**  
**CIEN AÑOS DE INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**  
**PROMEDIO SUBCOMPONENTES DEL ÍNDICE IBC, 1922-2021. AMÉRICA LATINA, EXCEPTO PANAMÁ**



Fuente: legislación sobre bancos centrales y sus reformas y las secciones pertinentes de las constituciones de los países.

Gobierno y la actividad económica, y cuando se guiaron por las normas definidas por el gobierno tanto para la política monetaria como para la cambiaria. Todos los subcomponentes del índice IBC aumentaron notablemente a principios de los años 1990, cuando la mayoría de los países aprobaron nuevas leyes que confirieron independencia a los bancos centrales. La asignación a los bancos centrales del objetivo principal de política de alcanzar y preservar la estabilidad de precios y las restricciones para conceder crédito al gobierno allanaron el camino para la adopción de una estrategia de política monetaria basada en metas de inflación por parte de un número creciente de países de la región. A continuación, se presenta un análisis ampliado de la evolución histórica de la independencia de los bancos centrales en América Latina.

### 5.2.2 LOS PRIMEROS AÑOS DE LOS BANCOS CENTRALES

Cuando se crearon los bancos centrales latinoamericanos en la década de 1920 (*véase* Recuadro 5.1), estos gozaban de un alto grado de independencia legal. La mayoría se crearon siguiendo las recomendaciones de los expertos estadounidenses encabezados por Edwin Kemmerer<sup>4</sup>. El principio fundamental de la visión de Kemmerer era que los bancos centrales debían respaldar el patrón de cambio oro como medio para asegurar la estabilidad interna y externa de sus monedas, y para otorgar independencia política a los bancos centrales. Solía citar el viejo proverbio que dice: “tenemos oro porque no podemos confiar en los gobiernos” (Kemmerer, 1944, p. 181).

Aunque los bancos centrales no tenían un mandato explícito, aquellos que siguieron el modelo recomendado por Kemmerer tenían asignadas responsabilidades específicas que incluían, principalmente, el monopolio de la emisión de la moneda nacional, entre otras funciones (*véase* Recuadro 5.1). El control de los bancos centrales recaía en una junta directiva designada por sus accionistas, que incluía: el Gobierno –aunque sin poder de voto– y los bancos privados nacionales e internacionales. En algunos países, también había representación de las asociaciones empresariales, las organizaciones laborales y los ciudadanos, dando así voz a los principales participantes del mercado en la

<sup>4</sup> Edwin W. Kemmerer era un profesor de la Universidad de Princeton, que ya había colaborado en la creación del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y en otros países fuera del hemisferio occidental.

**RECUADRO 5.1****LA CREACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA**

Los bancos centrales de América Latina son instituciones jóvenes en comparación con los de las economías avanzadas. Mientras que la mayoría de los países europeos ya contaban con un banco central con el monopolio de la emisión de moneda a finales del siglo XIX y el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos se creó en 1913, el Banco de la Reserva del Perú, el banco central pionero en América Latina, se creó en 1922. Luego, siguiendo las recomendaciones de la comisión de expertos norteamericanos, dirigida por Edwin Kemmerer, se crearon otros bancos centrales; en Colombia en 1923, en Chile en 1925, en Ecuador en 1927 y en Bolivia en 1928. México también estableció su banco central en 1925 sin unos estatutos tipo Kemmerer. Una misión de Kemmerer también ayudó a establecer el Banco Central de Reserva de Perú en 1931, una reencarnación del Banco de Reserva del Perú. Antes de la creación de estos bancos centrales, los bancos comerciales estatales o semiestatales de Brasil y Uruguay –el Banco do Brasil, fundado en 1808, y el Banco República Oriental del Uruguay, creado en 1894– también tenían poderes de emisión de billetes y actuaban como agentes fiscales del Gobierno. Los bancos centrales se constituyeron por períodos de tiempo específicos: cincuenta años en Bolivia, Chile y Ecuador; treinta años en México y Perú, y veinte años en Colombia. Se crearon, en la mayoría de los casos, como instituciones semipúblicas con diferentes modelos de propiedad (véase Cuadro 5.1).

A mediados de la década de 1930, se crearon nuevos bancos centrales en El Salvador y Argentina, y en Venezuela en 1939. Como en el pasado, los asesores extranjeros desempeñaron un papel importante en la creación de estos bancos centrales, ya que aportaron recomendaciones que allanaron el camino para la promulgación de la nueva legislación. El Banco Central de la República Argentina se benefició de las ideas de sir Otto Niemeyer, del Banco de Inglaterra, aunque fue el economista argentino Raúl Prebisch quien finalmente sentó las bases institucionales del banco central. Frederick Powell, también del Banco de Inglaterra, dirigió una misión que asesoró en la creación del Banco Central de Reserva de El Salvador, mientras que Hermann Max, del Banco Central de Chile, ayudó en la formación del Banco Central de Venezuela. Después se fundaron bancos centrales en Cuba, República Dominicana y Guatemala en los años 1940, y en Costa Rica, Honduras y Paraguay en la década siguiente. En los años 1960, Nicaragua, Brasil y Uruguay establecieron finalmente bancos centrales sin responsabilidades comerciales.

formulación de las políticas monetaria y crediticia. Por otra parte, el nombramiento de una composición diversificada que representara al sector privado pretendía limitar la influencia de los representantes de la banca.

El apoyo al patrón de cambio oro era la característica de política que definía a los bancos centrales en la década del veinte. Los bancos centrales debían preservar la convertibilidad de sus monedas a un tipo de cambio fijo, y al mismo tiempo mantener la cuenta de capital abierta para permitir que los flujos de capital ajustaran los desequilibrios de la balanza de pagos. Así, por ejemplo, frente a un aumento de la tasa de interés internacional, que ocasionaba una salida de capitales, la tasa de interés doméstica también se ajustaba hacia arriba y, en consecuencia, se detenía y hasta revertía la salida de capitales. En teoría, esto implicaba que los bancos centrales no tenían control de la política monetaria, aunque esto

no era necesariamente cierto en la práctica, como en Chile, donde los ajustes de la tasa de redescuento no seguían los ajustes de la tasa de descuento de la Reserva Federal en Estados Unidos, contemporáneamente y dentro de una ventana de tres meses. Más aún, los ajustes de estas tasas presentaban una correlación negativa (Jácome, s. f.)<sup>5</sup>.

Además, aunque la implementación de la política monetaria estaba restringida porque solo se podían emitir billetes si estaban respaldados por reservas internacionales, principalmente oro<sup>6</sup>, dado que dicho respaldo era amplio, los bancos centrales contaban con un margen importante para expandir las operaciones de redescuento y proporcionar apoyo financiero como prestamista de última instancia cuando fuera necesario. Sin embargo, esta restricción se volvió vinculante en el periodo previo a la Gran Depresión, ya que las salidas de capital se dispararon y, por tanto, las reservas internacionales disminuyeron. Al caer significativamente su respaldo, los billetes en circulación se redujeron y los tipos de interés aumentaron<sup>7</sup>.

Además, los estatutos de los bancos centrales establecían las normas para limitar la concesión de créditos al Gobierno. Los bancos centrales no podían comprar títulos públicos por encima de una fracción determinada, que oscilaba entre 10% y 30% de su capital pagado y sus reservas. La imposición de esta restricción era necesaria para dejar atrás los años en que la emisión de billetes se dirigía a financiar al Gobierno, lo que provocaba inestabilidad cambiaria e inflación. Poner un tope al financiamiento del Gobierno y de otras instituciones del sector público también pretendía dejar espacio para financiar la actividad económica, dadas las limitaciones existentes en los bancos centrales para emitir dinero.

La arquitectura inicial de los bancos centrales latinoamericanos se vio rápidamente sacudida por la llegada de la Gran Depresión. Con el colapso de la

<sup>5</sup> Esto es similar a lo que ocurrió en su momento en varias economías avanzadas. Bordo y MacDonald (2001) realizaron un análisis empírico para comprobar la independencia de la política monetaria en varias economías cuando estaba vigente el patrón de cambio oro, y concluyeron que los tipos de interés a corto plazo podrían haberse utilizado en forma autónoma.

<sup>6</sup> Las disposiciones legales exigían en la mayoría de los países que el 50% de los billetes estuvieran respaldados por reservas de especies, que solían incluir la suma de oro, en bóvedas y en el extranjero, y de dólares estadounidenses y libras esterlinas, que eran convertibles en oro (véase Jácome, s. f.).

<sup>7</sup> Para una explicación del funcionamiento de la política monetaria bajo el patrón de cambio oro en el periodo previo a la Gran Depresión, basada en la experiencia de Chile, véase Jácome (2015).

economía mundial y del comercio global a finales de los años 1920, las exportaciones latinoamericanas se desplomaron y la actividad económica se ralentizó y cayó en depresión<sup>8</sup>. La caída del comercio y de la producción, a su vez, redujeron los ingresos fiscales; por tanto, los países latinoamericanos dejaron de pagar su deuda externa, lo que limitó gravemente el endeudamiento externo de los gobiernos. Dado que la adhesión al patrón de cambio oro imponía restricciones insuperables que impedían a los bancos centrales responder de forma anticíclica a la perturbación externa, y dada la grave situación de las finanzas públicas, los países abandonaron el patrón de cambio oro y dejaron de asegurar la convertibilidad de sus monedas. La mayoría de los países conservaron un tipo de cambio fijo, pero tuvieron libertad para ajustarlo según fuera necesario, lo que, junto con la introducción de controles de capital, dio a los bancos centrales plena discrecionalidad en materia de política monetaria para aplicar políticas expansivas destinadas a financiar al Gobierno y ayudar a las economías a recuperarse.

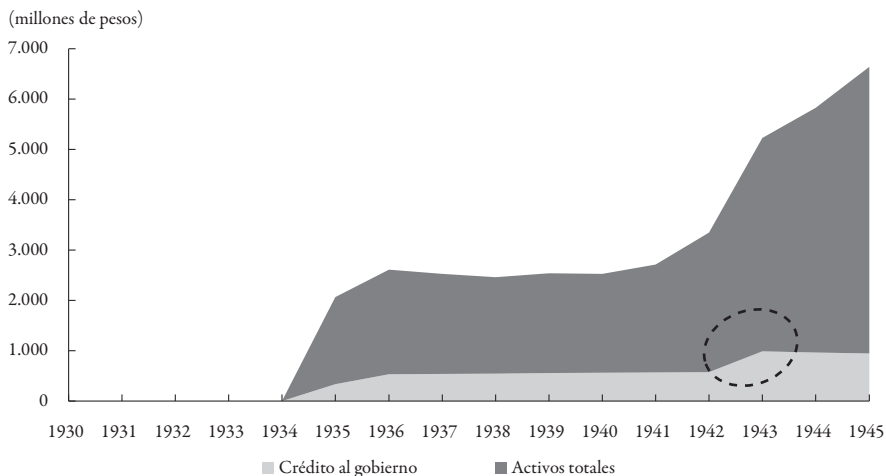
Las políticas implementadas para recuperarse de las secuelas económicas de la Gran Depresión pusieron a prueba la independencia de los bancos centrales. Además de reducir las tasas de interés, el dinero de los bancos centrales tuvo que financiar la política fiscal anticíclica a tasas de interés preferenciales, en medio de las crecientes tensiones entre el Gobierno y las autoridades de política monetaria. Y como las restricciones legales impedían a los bancos centrales conceder créditos al Gobierno a gran escala, en varios países se modificaron las leyes de los bancos centrales o el Congreso aprobó una legislación específica que eludía las restricciones existentes en los estatutos de los bancos centrales. Como resultado, el crédito al Gobierno se disparó y se convirtió en el mayor activo del banco central en 1934; así, alcanzó el 70 % de los activos en Chile, el 60 % en Colombia –incluyendo los préstamos a la banca hipotecaria–, y más del 40 % en Ecuador (Gráfico 5.3). La expansión del crédito al Gobierno también requirió la relajación de las restricciones existentes para la emisión de dinero<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> El valor de las exportaciones se redujo a la mitad entre 1929 y 1932 en Colombia y Ecuador, y en Chile se redujo en más del 85 % durante el mismo periodo (véase Cepal, 1976).

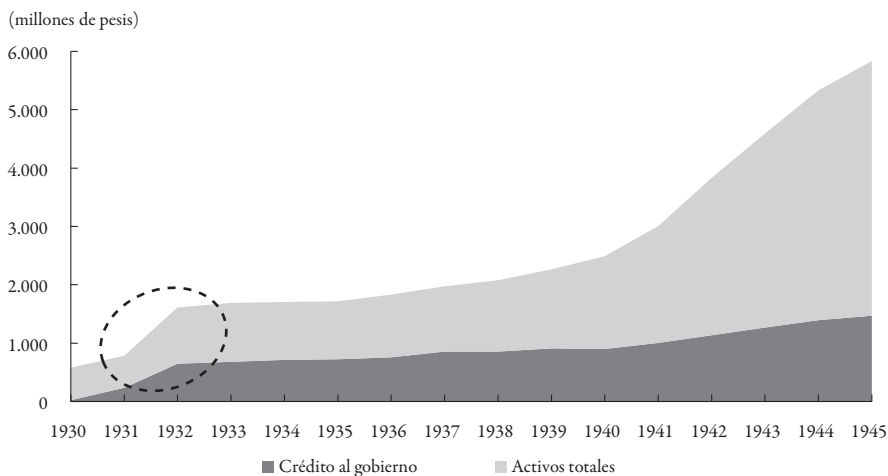
<sup>9</sup> Las reservas legales que respaldaban la emisión de moneda se redujeron a un rango entre el 25 % y el 40 % en la mayoría de los países. Adicionalmente, los límites para financiar al Gobierno –definidos en relación con el capital y las reservas del banco central– aumentaron del 30 % al 80 % en Chile, y del 30 % al 45 % en Colombia, además de autorizar al banco central a conceder créditos al Gobierno hasta el 30 % de sus activos.

**GRÁFICO 5.3**  
**ACTIVOS DE LOS BANCOS CENTRALES Y CRÉDITO AL GOBIERNO**  
**1930-1945, EXCEPTO PARA ARGENTINA**

**A. ARGENTINA**



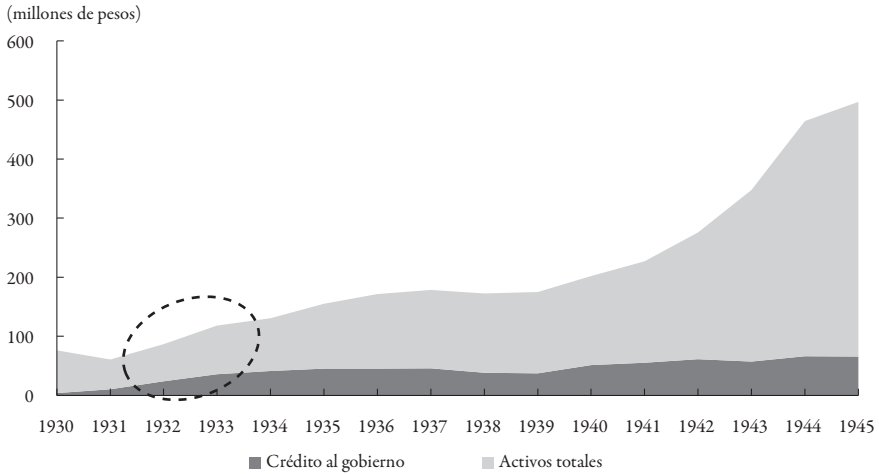
**B. CHILE**



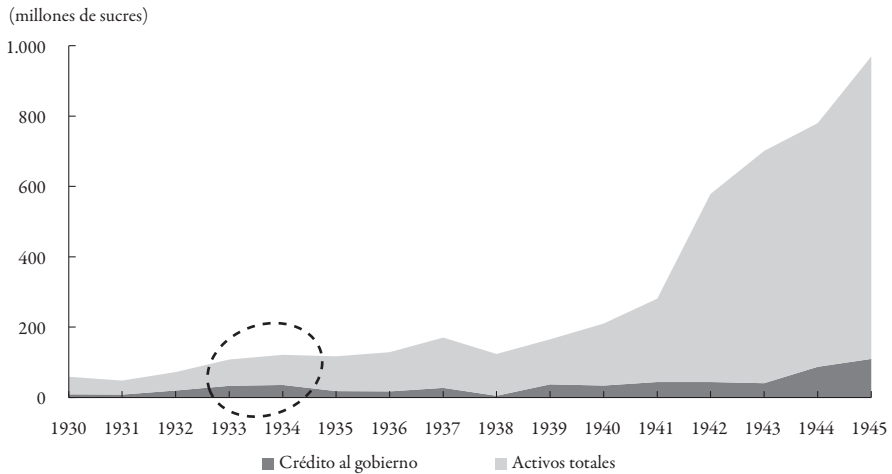
Fuente: Argentina: Banco Central de la República Argentina, Informes anuales; Chile: Banco Central de Chile, Informes anuales; Colombia: *Revista del Banco de la República* (1930-1935) e *Informes del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (1936-1945); Ecuador: Banco Central del Ecuador (1997).

**GRÁFICO 5.3 (CONTINUACIÓN)**  
**ACTIVOS DE LOS BANCOS CENTRALES Y CRÉDITO AL GOBIERNO**  
**1930-1945, EXCEPTO PARA ARGENTINA**

**C. COLOMBIA**



**D. ECUADOR**



Fuente: Argentina: Banco Central de la República Argentina, Informes anuales; Chile: Banco Central de Chile, Informes anuales; Colombia: *Revista del Banco de la República* (1930-1935) e *Informes del gerente a la Junta Directiva del Banco de la República* (1936-1945); Ecuador: Banco Central del Ecuador (1997).

A mediados de la década del treinta, lo peor de la crisis en América Latina había pasado y la actividad económica empezó a recuperarse. Se crearon nuevos bancos centrales, en El Salvador, Argentina y, hacia el final de la década, en Venezuela, con el mandato de regular la cantidad de dinero y el crédito, dada la ausencia de un ancla monetaria internacional (el patrón de cambio oro) para los precios nacionales e internacionales. El banco central en Argentina también era responsable de acumular suficientes reservas internacionales para moderar los efectos adversos de la volatilidad de las exportaciones y de la inversión extranjera. Además, estaba a cargo de la regulación y supervisión de los bancos. Esto último contrastaba con otros países de la región, donde tales responsabilidades recaían en una entidad diferente. Este acuerdo institucional, en el que la política monetaria y la supervisión bancaria se llevan a cabo bajo un mismo techo, se reprodujo posteriormente cuando se crearon los bancos centrales de Brasil, Paraguay y Uruguay<sup>10</sup>.

Por otra parte, los nuevos bancos centrales fueron investidos con restricciones más estrictas para financiar al Gobierno. Como consecuencia, en Argentina, los activos del banco central fueron impulsados en gran medida por las reservas internacionales hasta 1945 (Gráfico 5.3); los primeros signos de presión del Gobierno aparecieron recién en 1943, cuando el banco central fue obligado por ley a otorgar créditos al Banco Nación, de propiedad estatal, para financiar la compra de la cosecha agrícola de ese año.

En suma, si bien la política monetaria consiguió sacar a las economías latinoamericanas del precipicio empujadas por los efectos de la Gran Depresión, lo hizo a costa de socavar la independencia de los bancos centrales. Y, si bien la presión política sobre los bancos centrales disminuyó a medida que las economías se recuperaban y las finanzas públicas se fortalecían, las reformas introducidas en la legislación de los bancos centrales a principios de la década de 1930 siguieron vigentes.

En general, la independencia de los bancos centrales disminuyó en América Latina. Debido a las reformas de la legislación de los bancos centrales introducidas durante la Gran Depresión, y a pesar de que los nuevos bancos centrales nacieron con una elevada independencia (*véanse* gráficos A5.2.1 y A5.2.2 del Anexo A5.2), el promedio del índice IBC disminuyó de 0,724 a 0,698 entre 1930 y 1945. Y dado que había dos grupos de bancos centrales, con niveles de independencia bajos (los

<sup>10</sup> Debido al patrón geográfico, este arreglo institucional ha sido acuñado como el modelo Atlántico, mientras que el diseño institucional tipo Kemmerer, donde los bancos centrales están a cargo de la política monetaria solamente, ha sido referido como el modelo Pacífico (Jácome, Nier e Imam, 2012).

que ya existían, luego de las reformas legales) y altos (los nuevos bancos centrales), la dispersión del índice IBC –medida por la desviación estándar– aumentó a más del doble, pasando de 0,044 a 0,098 entre 1930 y 1945.

Las políticas monetarias aplicadas en América Latina para hacer frente a los efectos adversos de la Gran Depresión y sus secuelas arrojan una importante lección. No hay duda de que, en ausencia de espacio fiscal, la modificación de la legislación para ampliar los balances de los bancos centrales –principalmente para conceder créditos al Gobierno– fue una medida necesaria para evitar un colapso mayor de la producción y para impulsar la recuperación económica. Sin embargo, al financiar al Gobierno, se sembraron las semillas de una futura dominancia fiscal, ya que esas medidas extraordinarias no se revirtieron una vez que las economías se recuperaron. Esto permitió a los gobiernos seguir recurriendo al financiamiento del banco central, sabiendo que obtendrían financiación en condiciones financieras subvencionadas sin pagar el coste político de subir los impuestos y/o recortar los gastos. El crédito del banco central a tasas subvencionadas se convirtió así en una fuente clave de financiamiento gubernamental durante varias décadas.

### 5.2.3 LA FASE DESARROLLISTA

Cualquier vestigio de independencia de los bancos centrales disminuyó significativamente, en algunos países más que en otros, a partir de mediados de los años 1940. En el contexto de un nuevo orden monetario internacional definido por el Acuerdo de Bretton Woods, y de la adopción de una estrategia de desarrollo orientada hacia adentro (*inward oriented*), por parte de las economías latinoamericanas más grandes, surgió un nuevo paradigma de banca central, en el que la política monetaria estaba supeditada a las prescripciones del Gobierno. El nuevo paradigma significó en la práctica que los bancos centrales se convirtieron en una especie de bancos de desarrollo.

El Acuerdo de Bretton Woods, establecido en la segunda mitad de la década del cuarenta, obligaba a los países adherentes a mantener tasas de cambio fijas, aunque ajustables, y a comprometerse a la convertibilidad de sus monedas frente al dólar estadounidense. No obstante, los bancos centrales podían mantener el control de la política monetaria, gracias al aumento de los controles de capital introducidos en los años 1930. Al mismo tiempo, varios países, en particular las economías del Sur, profundizaron las políticas –introducidas en los años 1930– que promovían

la industrialización sustitutiva de importaciones como una estrategia alternativa de desarrollo<sup>11</sup>. No ocurrió lo mismo con los países centroamericanos cuyo crecimiento siguió impulsado por la exportación de productos agrícolas.

La nueva estrategia de desarrollo estableció un mayor control de la política monetaria por parte del Gobierno. Dado que la legislación monetaria existente se consideraba obsoleta –pues se promulgó para garantizar la convertibilidad de las monedas–, se aprobaron importantes reformas a la ley de bancos centrales<sup>12</sup>. Una primera reforma fundamental consistió en ampliar el mandato de estos para incorporar el objetivo de fomentar el desarrollo económico. Aunque algunas de las nuevas leyes también hacían referencia a la inflación, por ejemplo, exigiendo a los bancos centrales que prevengan las tendencias inflacionistas y deflacionistas”, como en Chile y Ecuador, o que “preserven el valor interno de la moneda”, como en Perú y Venezuela, la promoción del desarrollo económico se convirtió en el objetivo primordial de la política monetaria.

Para alcanzar el nuevo objetivo de política monetaria y su función de desarrollo, las nuevas leyes redefinieron la estructura de gobierno de los bancos centrales. Los cambios legales incluyeron una mayor presencia que en el pasado de representantes del Gobierno en la Junta Directiva de los bancos centrales, aunque el grado de influencia del primero sobre la segunda varió según los países y a lo largo del tiempo<sup>13</sup>. En consecuencia, los gobiernos aumentaron su influencia en la formulación de la política monetaria e incluso en su ejecución.

<sup>11</sup> La justificación para abandonar las políticas de desarrollo orientadas al exterior, vigentes hasta la década de 1930, surgió de la preocupación de que los precios mundiales de las materias primas eran propensos a experimentar grandes oscilaciones, lo que hacía a los países vulnerables a crisis externas recurrentes que perjudicaban el crecimiento económico y el desarrollo.

<sup>12</sup> Argentina, Bolivia, Ecuador, Guatemala y Venezuela cambiaron la legislación del banco central a mediados y finales de los años 1940. Luego, Argentina (una vez más), Chile y Colombia hicieron reformas en la década del cincuenta, mientras que Chile (una vez más), El Salvador, Perú y Venezuela (una vez más) cambiaron la ley del banco central en la década del sesenta.

<sup>13</sup> Por ejemplo, en Argentina, el ministro de Hacienda presidió la junta directiva del banco central entre 1949 y 1957, al igual que en Colombia, a partir de 1963. El ministro de Hacienda también fue miembro del consejo en varios bancos centrales nuevos, como en Costa Rica, República Dominicana, Honduras y Nicaragua, y en otros bancos centrales existentes como en Ecuador y Guatemala. En República Dominicana, Ecuador y Guatemala la Junta Directiva del banco central fue sustituida por una Junta Monetaria, compuesta por representantes del Gobierno y del sector privado, que actuaba como autoridad monetaria suprema, disminuyendo así en la práctica el estatus de banco central. Colombia, en 1963, también estableció una Junta Monetaria que excluía a los representantes del sector privado con el argumento de que su presencia imponía un sesgo inflacionario a las decisiones del banco central (Avella, 2014). En la década siguiente, se creó un Consejo Monetario en Perú en 1970, en Argentina en 1973, y en Chile en 1975, compuesto en su mayoría por miembros del poder ejecutivo, con la responsabilidad de formular las políticas del banco central.

Además, influían en las decisiones de política monetaria, incluso desde fuera del banco central, en diferentes periodos de tiempo<sup>14</sup>.

## RECUADRO 5.2

### EL CONJUNTO DE HERRAMIENTAS DE POLÍTICA MONETARIA EN LA FASE DE DESARROLLO

Para aplicar el nuevo paradigma, los bancos centrales latinoamericanos ajustaron su instrumental de política monetaria y profundizaron la represión financiera con fines de desarrollo. Ampliaron el uso de instrumentos de política monetaria directa, como el control y la asignación del crédito bancario, e intensificaron gradualmente el uso de instrumentos indirectos, como los cambios en la tasa de encaje bancario. Además, introdujeron restricciones cambiarías.

Aunque los bancos centrales siguieron realizando operaciones de redescuento, estas se utilizaron principalmente como mecanismo de asignación del crédito más que como herramienta para controlar los agregados monetarios y la inflación. Sin embargo, el ajuste de la tasa de redescuento fue poco frecuente. En su lugar, los bancos centrales modificaron las condiciones de las operaciones de descuento/redescuento para fomentar la concesión de créditos a determinados sectores económicos en consonancia con la política económica del Gobierno. Además, asignaron cuotas de crédito banco por banco, según su nivel de capital, aplicando diferentes tasas de interés a las distintas actividades económicas. En general, los bancos centrales ampliaron el crédito a los bancos como medio de asignación de recursos a los sectores económicos que se esperaba que impulsaran el crecimiento y el desarrollo. El uso de las operaciones de mercado abierto solo se afianzó en algunos países en la década del sesenta, lo que proporcionó a los bancos centrales una herramienta más flexible para ajustar la oferta monetaria. Las tasas de cambio también se utilizaron como herramienta de asignación de recursos en la mayoría de las economías sudamericanas. Los países implementaron prácticas de tipos de cambio múltiples y depósitos anticipados sobre las importaciones con el objetivo de desalentar las importaciones no esenciales y promover la industrialización por sustitución de importaciones y de apuntalar exportaciones específicas.

Las reformas de la política monetaria también otorgaron a los bancos centrales poderes para ampliar la financiación del gasto fiscal, lo que infligió un daño duradero a la independencia de los bancos centrales. En un entorno de represión financiera prolongada –caracterizada por tasas de interés fijadas a valores menores a la inflación– que hacía poco atractivo para los bancos comerciales

<sup>14</sup> En Argentina, en 1947 se asignó al Consejo Económico Nacional un papel directo en la formulación de las regulaciones crediticias, de manera que, entre 1949 y 1957, el ministro de Hacienda participó directamente en la toma de estas decisiones, y llegó a presidir el directorio del banco central. En Colombia, a partir de 1951, los cambios en los encajes requerían la aprobación del ministro de Hacienda. Esta norma se amplió en la práctica a otros instrumentos de política cuando se creó la Junta Monetaria y el ministro de Hacienda pasó a presidirla. Asimismo, en Chile, a partir de 1953, los cambios en los requerimientos de reservas eran aprobados por el ministro de Hacienda y, en algunos casos, por el presidente de la República. En México, el ministro de Hacienda tenía poder de veto sobre las decisiones adoptadas por el banco central; mientras que en Brasil, cuando se creó el banco central, el Consejo Monetario Nacional –presidido por el ministro de Hacienda e integrado por otros funcionarios del Gobierno– era la máxima autoridad monetaria.

financiar al Gobierno, los bancos centrales tuvieron que financiar los persistentes déficits fiscales derivados del aumento del gasto público y de los subsidios. Al igual que en la década del treinta, esta financiación se materializó ya fuera porque se promulgaron nuevas leyes sobre bancos centrales o se reformaron las existentes, o porque se aprobó una legislación específica para eludir los estatutos de los bancos centrales<sup>15</sup>. Las operaciones de crédito se solían conceder a tasas de interés preferenciales y, sobre todo, a tasas negativas, medidas en términos reales. Además, con frecuencia se aprobaron leyes *ad hoc* para reestructurar las deudas de los gobiernos con el banco central, ampliando su vencimiento y reduciendo la tasa de interés pagada por esas obligaciones. Otra forma de financiación del banco central al Gobierno –aunque más difícil de medir– fue la concesión de créditos a las instituciones financieras estatales, que, a su vez, concedían créditos al Gobierno central, a los gobiernos locales y a otras entidades del sector público. La dominancia fiscal fue así, en gran medida, una característica definitoria de la política monetaria en el periodo desarrollista. Esta política respondió a la necesidad de financiar los persistentes déficits fiscales en toda la región, como se analizó extensamente para once economías latinoamericanas a partir de 1960 por Kehoe y Nicolini (2022).

En los países en los que el crédito al Gobierno y a los bancos comerciales alcanzaba cantidades considerables, los bancos centrales apenas podían manejar su balance. Como había un excedente crónico de liquidez sistémica, al banco central le resultaba difícil drenar suficiente dinero del mercado de reservas bancarias para mantener controlados los agregados monetarios. Esto ocurrió en Argentina y, sobre todo, en Chile, donde el balance del banco central se disparó entre 1945 y 1970, mientras que, en otros países como Colombia y Ecuador, el ritmo de aumento fue más lento (Cuadro 5.2). Esta asimetría se reflejó en el comportamiento de la inflación, ya que la tasa media anual superó el 30 % en Chile y se acercó al 25 % en Argentina en ese periodo, mientras que en Colombia la inflación fue en promedio del 10 % y solo del 5 % en Ecuador.

Excepto en los países del Cono Sur, tras la desaparición del Acuerdo de Bretton Woods a principios de los años 1970, la política monetaria empezó a desempeñar un papel secundario. América Latina, en general, se benefició inicialmente de un auge en el precio de las materias primas que liberó la presión sobre la financiación

<sup>15</sup> Este tipo de crédito del banco central benefició al Gobierno, pero a veces también a algunas instituciones del sector público, como en Chile, Paraguay, Perú y Brasil en la década del sesenta.

**CUADRO 5.2**  
**BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA**  
**NÚMEROS ÍNDICE**  
**PAÍSES SELECCIONADOS**  
**1945-1970**

	1945	1950	1955	1960	1965	1970
Argentina	100	677	1.648	3.416	8.323	19.292
Chile	100	314	1.984	13.577	77.316	420.076
Colombia	100	183	190	509	1.519	2.418
Ecuador	100	159	220	330	466	1.396

Fuentes: para Argentina y Chile: *Informes anuales de los bancos centrales*. Para Colombia, *Revista del Banco de la República* (varios números). Para Ecuador: Banco Central del Ecuador (1997).

de los bancos centrales al Gobierno. Inmediatamente después, las entradas de capital –que se dispararon a raíz de la crisis del petróleo de 1972-1974– se volcaron a las economías medianas y grandes, financiando un creciente desequilibrio fiscal y externo e impulsando importantes expansiones del crédito interno. Chile y Argentina siguieron un camino diferente. En el primero, entre 1970 y 1973, y en el segundo, entre 1973 y 1976, donde los partidos políticos de izquierda llegaron al poder, la política monetaria fue un componente fundamental de la agenda política de los gobiernos. Al desempeñar la política monetaria un papel subordinado al Gobierno, el balance del banco central se disparó de tal manera que el aumento de los activos alcanzó cerca del 40% del producto interno bruto (PIB) en Argentina en 1976, y el 80% en 1973 en Chile, en ambos casos en respuesta al aumento del crédito al Gobierno, y en Argentina también porque el banco central absorbió el crédito y los depósitos de los bancos comerciales. Una política monetaria tan expansiva pasó factura a la inflación al alcanzar tasas de tres dígitos. Sin embargo, el *populismo macroeconómico*, como lo caracterizan Dornbusch y Edwards (1991), no duró mucho. En ambos países se produjo un golpe de Estado que llevó al poder a gobiernos del extremo opuesto del espectro político. Los nuevos gobiernos cambiaron el énfasis de las políticas económicas hacia la estabilización de la economía y el restablecimiento de las condiciones de mercado para guiar la formación de precios. Y aunque los gobiernos seguían definiendo la dirección de la política monetaria, las presiones para prestar al Gobierno disminuyeron. Los esfuerzos antiinflacionistas se basaron en un ancla de tasa de cambio a futuro, conocida como *tablita*, para guiar las expectativas de inflación. En un ambiente de creciente

estabilidad macroeconómica, Chile y, en menor medida, Argentina empezaron a recibir flujos de capital del exterior. En otros países, como Colombia y Ecuador, la cantidad de crédito al Gobierno fue menor. Sin embargo, el gasto fiscal se financió parcialmente con deuda externa en la mayoría de los países. Además, los flujos de capital transfronterizos alimentaron un auge del crédito bancario.

El persistente aumento de la demanda agregada financiado con entradas de capital resultó insostenible. A principios de la década de 1980, se desencadenó una triple crisis (de deuda, bancaria y cambiaria), como consecuencia del drástico aumento de las tasas de interés en Estados Unidos y el Reino Unido. La política monetaria se volvió entonces acomodaticia para evitar el hundimiento de los sistemas financieros. Como consecuencia, en el resto de la década, la mayoría de los bancos centrales se vieron sometidos a una combinación de dominancia fiscal y financiera que condujo a un crecimiento explosivo de sus activos –a veces también en respuesta a crecientes pérdidas operativas, que se convirtieron en otra fuente de monetización– que obstaculizó la capacidad de los bancos centrales para manejar la política monetaria. Las pérdidas operativas fueron en su mayoría un legado de la monetización de las crisis bancarias y, en algunos casos, de las políticas distorsionadoras de las tasas de interés y de las tasas de cambio<sup>16</sup>.

Debido a que la influencia del Gobierno en la política monetaria se afianzó a lo largo de la fase desarrollista, el promedio del índice IBC se redujo a 0,54 en 1990 (véanse gráficos A5.3.3 y A5.3.4 del Anexo A5.2), mientras que la desviación estándar siguió creciendo. A nivel de países, en 1990 el nivel de independencia de los bancos centrales había alcanzado mínimos históricos, con excepción de Chile, que en 1989 aprobó una nueva ley del banco central que fue pionera en otorgar independencia a la política monetaria en América Latina.

#### **5.2.4 LA ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA**

Los años 1990 marcaron un punto de inflexión para la independencia de los bancos centrales en América Latina. Dado que la inestabilidad y el estancamiento macroeconómico de la década anterior habían hecho mella en las condiciones de vida y eran una fuente importante de descontento social, los gobiernos

<sup>16</sup> Por ejemplo, en la segunda mitad de los años ochenta, el banco central en Perú aplicó prácticas de tipos de cambio múltiples que provocaron pérdidas recurrentes, ya que las tasas de compra promedio superaron las tasas de venta promedio (véase Jácome, 2022).

decidieron emprender una reforma estructural que confiriera independencia política a los bancos centrales. Así, la gran mayoría de los países de la región aprobaron una nueva legislación para los bancos centrales o aprobaron importantes reformas de los estatutos de los bancos centrales<sup>17</sup>.

El principio fundamental de la reforma institucional de los bancos centrales que, en la mayoría de los países se mantiene vigente, es impedir que se produzcan influencias por motivos políticos en la política monetaria y exigir a los bancos centrales que se concentren en derrotar a la inflación<sup>18</sup>. La independencia se consagra en los estatutos del banco central y, en algunos países –como en Chile, Colombia y México–, en la Constitución, con el fin de dificultar la reversión de esta reforma. Los países también dejaron de promulgar leyes paralelas para financiar al Gobierno, eludiendo las restricciones vigentes en la legislación monetaria. A cambio de conceder la independencia, en la mayoría de los casos, la legislación obliga a los bancos centrales a rendir cuentas.

En concreto, la reforma dota a la mayoría de los bancos centrales de un mandato inequívoco de perseguir la estabilidad de precios. Para ejecutar este mandato, los bancos centrales fueron desvinculados políticamente del gobierno. Las juntas directivas de los bancos centrales, incluido el gobernador, pasaron a ser nombradas ya fuera por un periodo mayor o de forma escalonada con respecto al periodo constitucional presidencial del país, con el fin de evitar

<sup>17</sup> El Salvador (1991), Argentina (1992), Colombia (1992), Nicaragua (1992 y 1999), Venezuela (1992). Ecuador (1992 y 1998), Perú (1993), México (1993), Bolivia (1995), Costa Rica (1995), Uruguay (1995), Paraguay (1995) y Honduras (1996) siguieron el ejemplo. Unos años más tarde, Guatemala y República Dominicana, en 2002, tomaron el mismo camino. Brasil fue el único país de la región que en ese momento no aprobó una legislación otorgando independencia al banco central. Esto solo ocurrió en 2021. Con el tiempo, la reforma institucional de la política monetaria ganó tracción política y, por tanto, fue preservada y respetada en la práctica, excepto en algunos países, donde la independencia del banco central fue revertida, sobre todo en Argentina y Venezuela.

<sup>18</sup> La concesión de independencia a los bancos centrales está arraigada en la teoría económica. Los primeros modelos de inconsistencia temporal de Kydland y Prescott (1977), Calvo (1978) y Barro y Gordon (1981) muestran que los gobiernos que se enfrentan a una disyuntiva entre la inflación y el desempleo se ven tentados a elegir tasas de inflación superiores a las óptimas cuando las consideraciones políticas son relevantes, lo que genera un sesgo inflacionario. Estos modelos favorecían una conducción de la política monetaria basada en reglas y no en la discrecionalidad, como había sugerido Milton Friedman antes. Este enfoque se complementó con la propuesta de Rogoff (1985), que demostró que el sesgo inflacionario puede reducirse delegando la política monetaria a un banquero central independiente y *conservador*, que es más reactivo a la inflación que el Gobierno y la sociedad. Los trabajos posteriores de Persson y Tabellini (1993) y de Walsh (1995) sentaron las bases para establecer un sistema de pesos y contrapesos y, por tanto, para exigir rendición de cuentas a los bancos centrales. Estos autores utilizaron un enfoque de agente/principal para demostrar que el banco central (el agente) actúa en interés del principal (la sociedad, representada por el Gobierno), en virtud de un contrato con un objetivo bien definido en términos de una baja inflación.

la subordinación de la política monetaria al ciclo político de los países. La ley también exige en muchos países que el Congreso confirme a los miembros de la Junta Directiva tras los nombramientos del poder ejecutivo. Además, a diferencia del pasado, la Junta Directiva del banco central rara vez incluye a representantes del sector privado. Una característica clave de la independencia política es la eliminación de los miembros del Gobierno de la Junta Directiva, aunque, en algunos países, el ministro de Hacienda sigue siendo miembro, a menudo sin poder de voto<sup>19</sup>. Y para reforzar la independencia política, en muchos países la nueva legislación especifica motivos legales estrictos para destituir a los miembros de la Junta Directiva del banco central y pone la decisión final en manos del poder legislativo o judicial, tras un proceso de diligencia bien establecido.

Esta nueva gobernanza de los bancos centrales los faculta para formular y ejecutar la política monetaria sin interferencia del Gobierno. A partir de los años 1990, la mayoría de los bancos centrales gozan no solo de *independencia de instrumentos*, sino también *de objetivos*<sup>20</sup>. Los bancos centrales tienen autoridad para fijar por sí solos su objetivo de política, normalmente la meta de inflación, excepto en algunos países como Brasil y Colombia, donde el ministro de Hacienda preside el Consejo Monetario Nacional y la Junta Directiva del Banco de la República, respectivamente; estos bancos centrales tienen, por tanto, solo independencia de instrumentos. La independencia de objetivos e instrumentos se consideró necesaria en América Latina, dada la historia de interferencia de los gobiernos en la formulación y ejecución de las políticas y de alta inflación. Sin embargo, en algunos países el banco central no está investido de autoridad para formular de manera autónoma la política cambiaria. En México y Venezuela, el Gobierno conserva la facultad de coparticipar en la formulación de la política cambiaria, lo que podría interferir en la independencia operativa de los bancos centrales. Sin embargo, la relevancia de esta restricción desapareció cuando los países introdujeron flexibilidad cambiaria, como en México.

El pilar de las reformas de la política monetaria fue evitar la dominancia fiscal. En algunos países, la nueva legislación prohíbe la financiación directa o indirecta del banco central al Gobierno. En otros, se autoriza al banco central a conceder

<sup>19</sup> Un caso excepcional es el de Colombia, donde el ministro de Hacienda está facultado para presidir la Junta Directiva del Banco de la República.

<sup>20</sup> En un principio, esta distinción fue propuesta por Debelles y Fischer (1994), con el fin de caracterizar el grado de independencia de los bancos centrales.

anticipos para ayudar al Gobierno a hacer frente a los déficits estacionales de liquidez. Sin embargo, este financiamiento se concede en cantidades limitadas y en condiciones financieras de mercado, y el gobierno tiene que devolverlo dentro del mismo año fiscal. La prohibición de conceder créditos al Gobierno se elevó en algunos países desde el ámbito constitucional –como en Chile, Guatemala y Perú– para dificultar su reversión. Prohibir o restringir la financiación del déficit fiscal refleja el consenso de que esta política fue históricamente la principal causa de la inflación crónica que afligió a la región (Kehoe y Nicolini, 2022).

Exigir rendición de cuentas a los bancos centrales fue una novedad. Hasta la década del noventa, los bancos centrales de América Latina se limitaban a publicar un informe anual en el que describían los resultados económicos generales del país, las políticas que habían adoptado en el año y sus estados financieros. Sin embargo, esta publicación servía esencialmente como un registro histórico. A partir de las reformas de los años 1990, la rendición de cuentas de los bancos centrales se convirtió en un mecanismo institucional por medio del cual se vigila el cumplimiento de su mandato. Esto es necesario dado que la independencia recibida implica delegar importantes poderes del Estado en una institución gobernada por funcionarios no elegidos directamente por el público. Con el cambio de siglo, la rendición de cuentas se complementó con una política de mayor transparencia, en particular en los países que adoptaron un régimen monetario basado en metas de inflación. En estos países, los bancos centrales no solo dieron a conocer su objetivo de política, sino que empezaron a explicar cómo formulan la política monetaria, el contenido de las decisiones de política y las perspectivas de inflación y crecimiento para orientar las decisiones de los agentes económicos y sus expectativas de inflación. La mayor transparencia asociada a la adopción de una estrategia basada en metas de inflación se tradujo en un mejor anclaje de las expectativas de inflación (*véase* Brito, Carrière-Swallow y Gruss, 2018). La rendición de cuentas y la transparencia también hicieron que los bancos centrales fueran menos propensos a comportarse de forma incoherente desde el punto de vista dinámico, lo que reforzó la credibilidad de los bancos centrales.

Sobre la base de la independencia política y operativa concedida a los bancos centrales, y con el mandato inequívoco de derrotar a la inflación, la política monetaria dio los resultados esperados en la mayoría de los países. Para lograrlo, fue fundamental el apoyo de otras reformas estructurales implementadas durante la segunda mitad de los años ochenta y principios de los

noventa<sup>21</sup>. Asimismo, la eficacia de la política monetaria no habría sido posible sin la aplicación de políticas fiscales más sólidas que en el pasado. El entorno internacional favorable también contribuyó a este resultado satisfactorio, en particular, el aumento de la globalización, que permitió a los países importar bienes más baratos procedentes, sobre todo, de China<sup>22</sup>. Por su parte, los bancos centrales –en un número creciente– a partir de finales de la década de 1990, modernizaron su marco de política monetaria mediante la introducción del régimen de metas de inflación, lo que ayudó a lograr una inflación baja y más estable en los últimos veinte años (*véase* Carrière-Swallow *et al.*, 2016)<sup>23</sup>. La importancia de la independencia del banco central para la efectividad del régimen monetario de metas de inflación ha sido ampliamente reconocida en la literatura como un mecanismo institucional para eliminar el problema de inconsistencia temporal y, por tanto, para infundir credibilidad en la política monetaria (*véase*, por ejemplo, Chari y Kehoe, 2006).

La oleada de reformas aplicadas en la primera mitad de la década de 1990 aumentó considerablemente la independencia de los bancos centrales. La mediana del índice IBC aumentó de 0,54 a cerca de 0,82 entre 1990 y 2020, a pesar de la caída de la autonomía de la política monetaria introducida en un puñado de países, especialmente en Argentina y Venezuela durante la década de 2010.

Si se profundiza en los criterios que explican los diferentes aspectos del índice IBC, se observa que las últimas reformas introdujeron mejoras en todas las áreas consideradas en el índice. Sin embargo, en promedio, los principales avances se produjeron a partir de i) la reorientación del mandato de los bancos centrales hacia la lucha contra la inflación como principal objetivo de política, y ii) la instauración de una estructura de gobierno del banco central desvinculada del

<sup>21</sup> Una notable excepción entre estas reformas, que revirtió momentáneamente la baja de la inflación en varios países, fue la liberalización financiera, en la medida que no se acompañó de una regulación y supervisión prudencial más estricta. Como resultado, los bancos no internalizaron adecuadamente los riesgos financieros asociados a la desregulación, lo que provocó una serie de crisis a finales de los años 1990 y principios de los 2000, y una reversión temporal de la trayectoria descendente de la inflación. Para un análisis detallado de las crisis financieras de la década de 1990 y principios de 2000 en América Latina, *véase* Jácome (2008).

<sup>22</sup> Para un amplio debate sobre el papel que desempeña la globalización en la reducción de la inflación, *véase*, por ejemplo, IMF (2006).

<sup>23</sup> En general, una estrategia basada en metas de inflación es hoy en día el régimen de política monetaria más popular. Se ha extendido por todas las regiones del mundo y ha abarcado diferentes niveles de desarrollo.

Ejecutivo y, por tanto, con autonomía para formular la política monetaria sin prestar atención a las consideraciones del ciclo político (Cuadro 5.3).

**CUADRO 5.3**  
**PROMEDIO DE LOS SUBCOMPONENTES DEL ÍNDICE IBC ANTES Y DESPUÉS DE LA REFORMA DE LOS AÑOS 1990**

	PRERREFORMA	POSREFORMA
<b>Índice IBC (promedio)</b>	<b>0,570</b>	<b>0,852</b>
<b>La Junta Directiva del banco central</b>	<b>0,406</b>	<b>0,704</b>
Duración del mandato del gobernador	0,332	0,509
Quién nombra al gobernador	0,314	0,589
Duración del mandato del resto de la Junta Directiva	0,234	0,686
Quién nombra el resto de la Junta Directiva	0,294	0,706
Representación del Gobierno en la Junta Directiva	0,694	0,906
Destitución de los miembros de la Junta Directiva	0,548	0,844
<b>Objetivo del banco central</b>	<b>0,294</b>	<b>0,863</b>
<b>Formulación de políticas</b>	<b>0,686</b>	<b>0,896</b>
Política monetaria	0,705	0,922
Política cambiaria	0,646	0,844
<b>Crédito del banco central al Gobierno</b>	<b>0,683</b>	<b>0,894</b>
Anticipos	0,691	0,922
Créditos titularizados	0,735	0,971
Beneficiarios de los préstamos del banco central	0,550	0,825
Tasa de interés aplicada	0,574	0,926
Vencimiento de los préstamos	0,706	0,868
En el mercado primario	0,882	0,882

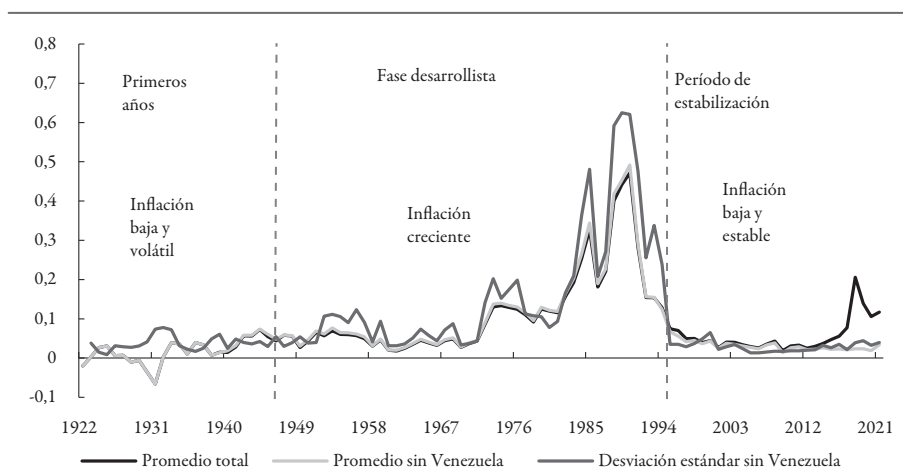
Nota: los cálculos corresponden a los criterios y subcriterios en los que se basa el índice de independencia de los bancos centrales utilizado en este documento, que se encuentran en el Anexo 1.

Fuentes: legislación de bancos centrales que otorgó independencia a los bancos centrales y años de aprobación entre paréntesis: Argentina (2012), Bolivia (2009), Chile (2020), Colombia (1992), Costa Rica (2019), República Dominicana (2002), Ecuador (2021), El Salvador (2012), Guatemala (2002), Honduras (2004), México (1993), Nicaragua (1999), Paraguay (1995), Perú (1993), Uruguay (2008) y Venezuela (2015). Para el período anterior a la reforma, los datos corresponden a la legislación de bancos centrales en vigor en 1988, antes de que Chile aprobara la nueva legislación en 1989. Para el período posterior, las cifras corresponden al año 2002, antes de que algunos países revirtieran la reforma.

### 5.3 EL ASCENSO Y LA CAÍDA DE LA INFLACIÓN

En este contexto de caída y aumento de la independencia de los bancos centrales, la inflación, en cambio, subió y bajó durante los últimos cien años. Esta presentó tres tendencias diferentes a lo largo de este periodo (Gráfico 5.4). Inicialmente fue baja y volátil durante los primeros años de los bancos centrales en América Latina; aumentó significativamente en las siguientes cinco décadas, e incluso se salió de control en algunos países, donde la inflación alcanzó tasas de cuatro dígitos, y fue baja y estable en el nuevo siglo (aparte de los brotes de inflación asociados al impacto de los choques externos), excepto en Argentina y, especialmente, en Venezuela.

**GRÁFICO 5.4**  
**CIENT AÑOS DE INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
**1922-2021**  
**1 + INFLACIÓN, EN LOGARITMOS, CIFRAS ANUALES**



Fuentes: Argentina: Ferreres (2010) y Banco Central de la República Argentina. Chile: Díaz, Lüders y Wagner (2010) y Banco Central de Chile. Brasil: comienza en 1964, Banco Central de Brasil. Colombia: Greco (2001) y Banco de la República de Colombia. Ecuador: Morillo (1996) y Estadísticas Financieras Internacionales del Fondo Monetario Internacional (FMI). México: 1922 a 1940, índice general de precios al mayor de la Ciudad de México, Bach y Reyna (1943) y a partir de 1940, Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi). Perú: Banco Central de Reserva del Perú. Para otros países, Estadísticas Financieras Internacionales del FMI, a partir de 1938.

Durante la década de 1920, cuando las políticas de los bancos centrales respaldaban el patrón de cambio oro, la inflación era baja pero volátil, e incluso alcanzaba valores negativos. Debido a las restricciones a la emisión de billetes impuestas por la legislación del banco central para preservar la convertibilidad de las monedas a un tipo de cambio fijo, la inflación se mantuvo baja. Incluso llegó a ser negativa porque América Latina era una región exportadora de materias primas y, por ende, vulnerable a las perturbaciones de los términos de intercambio, que a menudo producían una caída de los niveles de precios inducida por el impacto adverso sobre la producción. También se produjeron tasas de inflación negativas a principios de la década de 1930, en la época de la Gran Depresión. Sin embargo, una vez que los países abandonaron el patrón de cambio oro y los bancos centrales ampliaron la inyección de dinero con vistas a moderar el colapso económico inducido por los efectos dominantes de la Gran Depresión, la inflación volvió a ser positiva, esta vez por encima de las tasas registradas en la década del veinte.

A medida que el crédito al Gobierno ganaba fuerza en la segunda mitad de los años cuarenta y en los cincuenta, y la política monetaria era expansiva constantemente, la inflación empezó a acelerarse. Esto fue notable en Argentina y Chile, donde la inflación alcanzó tasas de tres dígitos en 1959 en el primer país y más de 80 % en 1955 en el segundo. La inflación siguió aumentando en la década de 1960. Por ejemplo, la inflación se disparó en Brasil hasta superar 90 % en 1964 y alcanzó 120 % en Uruguay en 1967<sup>24</sup>.

Las devaluaciones de la tasa de cambio en estos y otros países reforzaron el vínculo entre dinero e inflación (Jácome, 2015). Aunque en principio los países se comprometieron a mantener una paridad cambiaria con respecto al dólar estadounidense en virtud de las normas de Bretton Woods, la expansión monetaria y fiscal condujo a un desequilibrio externo persistente. Este desbalance dificultó el mantenimiento de la paridad cambiaria; por consiguiente, fueron inevitables las grandes devaluaciones de la moneda, episodios que alimentaron una mayor inflación y la necesidad de ajustar de nuevo la tasa de cambio –un círculo vicioso que tendió a perpetuar la inflación<sup>25</sup>–. La inflación también fue volátil, porque

<sup>24</sup> Véase las estadísticas financieras internacionales del FMI.

<sup>25</sup> Las devaluaciones fueron a menudo el resultado de ajustes en un sistema cambiario complejo, tanto en términos de su estructura –reclasificando los bienes importados y exportados por medio de categorías con diferentes tasas de cambio– como por ajustes al valor de las diferentes tasas de cambio. Esto ocurría sobre todo en los países en los que los gobiernos utilizaban la tasa de cambio como instrumento de desarrollo (véase Jácome, s. f.).

los países empezaron a aplicar políticas de estabilización que solo tuvieron éxito a corto plazo.

En la década de 1970, la inflación comenzó a acelerarse en toda América Latina, y en Argentina y Chile alcanzó máximos históricos en el marco de políticas macroeconómicas populistas, lo que llevó a una inflación anual a más de 400 % en Argentina en 1976 y a cerca de 600 % en Chile en 1974. Debido a que la financiación del banco central al Gobierno se afianzó en un entorno de política fiscal expansiva, y debido al impacto de las crisis simultáneas de la moneda, la deuda soberana y la banca a principios de la década de 1980, la inflación se descontroló en varios países. Con los bancos centrales sometidos a una dominancia fiscal y financiera, la inflación alcanzó más de 3.000 % en 1989 en Argentina, superó 7.500 % en Perú en 1990, y llegó a cerca de 2.500 % en Brasil en 1993. En promedio, la inflación superó 500 % en América Latina en 1990.

Con el nuevo mandato del banco central enfocado en la estabilidad de los precios y las severas restricciones para financiar al Gobierno a las que se aludía en la sección anterior, la inflación comenzó a descender en la mayoría de los países en la década del noventa, con el apoyo de políticas fiscales sólidas, la aplicación de una serie de reformas estructurales y los efectos en precios de la creciente globalización. Sin embargo, muchos países siguieron experimentando una inflación *moderada* durante varios años, en los que los salarios y otros contratos se negociaban inercialmente, es decir, en base a la inflación pasada como legado de décadas de inflación elevada<sup>26</sup>. Los bancos centrales creían entonces que los esfuerzos de estabilización basados en la fijación de objetivos de agregados monetarios no serían eficaces para hacer frente a la inercia de la inflación, que tardarían más tiempo en dar sus frutos y que, inevitablemente, infligirían un alto costo al empleo y a la actividad económica, poniendo en entredicho la sostenibilidad de la estrategia de estabilización. Por tanto, investidos de poderes para formular y ejecutar una política monetaria independiente, los bancos centrales aplicaron inicialmente programas de estabilización basados en el uso de la tasa de cambio como ancla nominal. La justificación de esta estrategia política era que el manejo de la trayectoria de la tasa de cambio, junto con una disciplina

<sup>26</sup> La inflación *moderada* se refiere, en general, a un aumento anual persistente de los precios que oscila entre el 15 % y el 40 %.

fiscal creíble, ayudaría a romper la inercia de la inflación y a orientar las expectativas de inflación hacia objetivos decrecientes<sup>27</sup>.

En el año 2000, la inflación anual en América Latina se había desplomado ya por debajo del 10 %. Con la independencia de los bancos centrales ampliamente aceptada por los políticos y el público en general, un número cada vez mayor de bancos centrales renovó su marco de política monetaria e introdujo una estrategia basada en objetivos de inflación para anclar mejor las expectativas de inflación, como se señala en la sección “La caída y el aumento de la independencia de los bancos centrales”. Como resultado, la mayoría de los países alcanzaron una inflación baja en los últimos veinte años. Fue un logro importante en una región con una historia de inestabilidad macroeconómica endémica. Argentina, que sigue luchando con una inflación de más de 100 %, y Venezuela, que hasta hace poco presentaba niveles de hiperinflación nunca vistos en la región, son excepciones a esta tendencia.

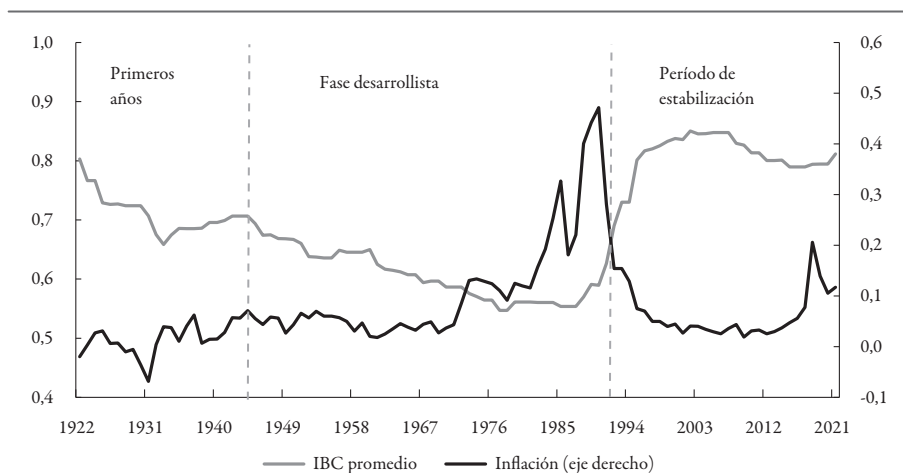
Desde una perspectiva de más de cien años de inflación, aunque la mayoría de los países de América Latina mostraron tendencias similares, hubo diferencias notables en cuanto a los niveles. Argentina, Brasil, Chile y Perú presentaron largos periodos de alta inflación e incluso hiperinflación (Gráfico A5.3.1 del Anexo A5.3), al igual que Bolivia, Nicaragua y, últimamente, Venezuela. La mayoría de los demás países –por ejemplo, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador e, incluso, México– lograron evitar largos periodos de inflación galopante al restringir el crédito al Gobierno y, hasta los años ochenta, al mantener una tasa de cambio fija durante la mayor parte del tiempo (Gráfico A5.3.2 del Anexo A5.3). Entre los países emergentes, Colombia ha sido una excepción según los estándares latinoamericanos, ya que la inflación apenas superó el 30 % interanual en algún momento.

Un hecho digno de mención es que la trayectoria histórica de la inflación en América Latina parece haber evolucionado en la dirección opuesta a la independencia del banco central, como se muestra en el Gráfico 5.5 para el periodo de 1922 a 2021. El gráfico del promedio simple del índice IBC para cada año en diecisiete países de la región –incluida Venezuela– muestra el largo declive de la independencia de los bancos centrales y su gran recuperación, tras la ola de reformas que reforzaron las bases institucionales de la política monetaria en

<sup>27</sup> Para una comparación exhaustiva de la dinámica macroeconómica en la estabilización de la inflación basada en la tasa de cambio frente a la estabilización basada en los agregados monetarios, véase Vegh (1991).

los años noventa. El gráfico también señala una reversión de la trayectoria de la independencia de los bancos centrales en los últimos quince años, aproximadamente. Esto se explica por las posteriores reformas de la legislación de bancos centrales introducidas en Argentina, Bolivia, Ecuador y, especialmente, Venezuela, mientras que el repunte del índice IBC en 2021 recoge el aumento de la independencia de los bancos centrales en Brasil –donde se aprobó una reforma integral de la Ley de 1964– y también en Ecuador.

**GRÁFICO 5.5**  
**CIEN AÑOS DE INDEPENDENCIA DE BANCA CENTRAL E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
**1922-2021**  
**1 + INFLACIÓN, EN LOGARITMOS, CIFRAS ANUALES**



Nota: el índice IBC se codifica en base a los criterios y subcriterios establecidos en el Anexo A3.1. La inflación corresponde a la media simple de todos los países cada año.

Fuente: legislación del banco central (leyes del banco central, reformas de las leyes y disposiciones constitucionales pertinentes). Inflación: estadísticas financieras internacionales y perspectivas de la economía mundial del FMI, datos de fin de año.

Al desglosar la muestra de países en aquellos con inflación alta y los de menor inflación, se encuentra que la relación inversa entre la independencia del banco central y el comportamiento de la inflación parece estar impulsada principalmente por el primer grupo de países (Gráfico A5.4.1 del Anexo A5.4). En el resto de los países, el promedio de independencia del banco central presenta

una tendencia similar, pero el comportamiento de la inflación fue menor, especialmente durante la fase desarrollista (Gráfico A5.2). En el periodo dorado, Argentina y, especialmente, Venezuela, en el grupo de países con alta inflación, explican la mayor parte de la diferencia entre los dos grupos de países. Ambos erosionaron la independencia del banco central y han soportado una inflación elevada en los últimos años.

#### **5.4 INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN: UNA EVALUACIÓN EMPÍRICA**

Motivado por el relato histórico presentado en las secciones anteriores, el objetivo de esta sección es estudiar sistemáticamente el impacto estático y dinámico que la independencia de los bancos centrales tiene sobre la inflación, y evaluar el papel de esa independencia en la prevención de episodios de alta inflación. Para ello, aquí se describen tanto los datos como el enfoque empírico utilizado para estimar el vínculo entre la independencia del banco central y la inflación.

##### **5.4.1 LOS DATOS**

El análisis econométrico utiliza datos anuales a nivel de país para una muestra de diecisiete países latinoamericanos para el periodo 1940-2019, condicionado a su disponibilidad. Nos basamos en la larga serie temporal de la independencia legal del banco central, codificando la legislación del banco central según los criterios descritos en el Anexo A5.1. Los datos del PIB real provienen del Proyecto Maddison (Bolt y Luiten van Zanden, 2020). Los datos sobre la inflación y los créditos del banco central al Gobierno central proceden de las Estadísticas Financieras Internacionales (*international financial statistics*, IFS) del Fondo Monetario Internacional (FMI). Para la primera parte de la muestra, los datos se obtuvieron de registros escaneados de copias impresas originales del IFS. Estas fuentes se complementan con datos sobre regímenes cambiarios de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2019), datos sobre crisis bancarias de Laeven y Valencia (2020), y la base de datos de reformas estructurales del FMI.

Siguiendo la literatura, los datos usados en este estudio excluyen los valores atípicos en ambos extremos de la distribución de la inflación (1,5 % de los

datos en cada cola de la distribución de inflación). El conjunto de datos final contiene entre 1.100 y 1.200 observaciones, dependiendo de la especificación econométrica.

#### 5.4.2 ENFOQUE ECONOMÉTRICO

El estudio analiza el vínculo histórico entre la independencia de los bancos centrales y el comportamiento de la inflación en América Latina mediante varios enfoques empíricos. En primer lugar, se estimaron regresiones de panel en el espíritu de Jácome y Vázquez (2008), Acemoglu *et al.* (2008), y Garriga y Rodríguez (2020). La especificación de referencia adopta la siguiente forma:

$$\pi_{i,t} = \alpha_c + \beta IBC_{i,t} + \delta X_{i,t-1} + \varepsilon_{f,i,t} \quad (\text{ecuación 5.1})$$

Donde,  $\pi_{i,t}$  es la tasa de inflación<sup>28</sup> en el país  $i$  en el momento  $t$ ;  $\alpha_c$  es un efecto fijo del país;  $IBC_{i,t}$  es el índice de la independencia del banco central, y  $X_{i,t-1}$  captura las variables específicas a cada país que están típicamente asociadas a la inflación, incluyendo la brecha de producción, la inflación rezagada, el régimen cambiario<sup>29</sup>, y los créditos netos del banco central frente al Gobierno, normalizados por la base monetaria<sup>30</sup>, todos con rezagos. Esta última variable capta, en gran parte, los vínculos de facto entre la independencia del banco central y el Gobierno.

Este enfoque de panel pretende estimar la respuesta *media* de la inflación con respecto a diferencias en la independencia de los bancos centrales. Además de las variables de referencia, la especificación de la ecuación 5.1 se amplía mediante la inclusión de controles adicionales, como la inflación mundial, aproximada por la inflación en Estados Unidos (o una variable ficticia para cada año), una variable

<sup>28</sup> Al igual que en Jácome y Vázquez (2008) y Acemoglu *et al.* (2008), aquí se utilizó la siguiente transformación de la inflación,  $\pi_{i,t} = (\text{inflación}_{i,t} / (1 + \text{inflación}_{i,t}))$ , que ayuda a tratar los valores atípicos.

<sup>29</sup> En particular, se trabajó la clasificación de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2019) para crear tres variables ficticias: tasa de cambio fija (categorías 1-4 en su clasificación fina), tasa de cambio semiflexible (categorías 5-8) y tasa de cambio flexible (categorías 9-13). La categoría excluida en el análisis son los países con tasas de cambio de caída libre y tasas de cambio duales/múltiples.

<sup>30</sup> La brecha de producto se construye con datos anuales y aplicando el filtro de Hodrick-Prescott.

ficticia de crisis bancaria<sup>31</sup>, el régimen cambiario del país y, para un periodo de tiempo más corto, el estado de las reformas estructurales en el país.

El segundo enfoque se centra en la estimación del impacto acumulado dinámico de los cambios en la independencia del banco central sobre la inflación. Para ello, se utiliza el método de proyección local propuesto por Jordà (2005). Este método tiene la ventaja de que no restringe la forma de las funciones de impulso-respuesta y, por tanto, es menos sensible a la mala especificación que las estimaciones de los modelos de vectores autorregresivos (Jordà y Taylor, 2016). El enfoque es similar al seguido por Carrière-Swallow *et al.* (2021) al estudiar el “efecto transmisión” de la tasa de cambio sobre los precios. La especificación de referencia es la siguiente:

$$p_{i,t+h} - p_{i,t-1} = \alpha^h + \beta_c^h IBC_{i,t} + \vartheta^h IBC_{i,t-1} + \sum_{j=1}^2 \delta_j^h X_{i,t-j} + \varepsilon_{f,i,t+h} \quad (\text{ecuación 5.2})$$

Donde, para cada horizonte  $h = \{0,1,2,3,4,5\}$  se estima la ecuación 5.2. El coeficiente de interés será  $\beta^h$ , que captura el impacto acumulado dinámico que distintos valores del índice IBC tienen sobre el cambio acumulado en el nivel de precios. Obsérvese que, además de los controles incluidos en la ecuación 5.1 y los rezagos de estas variables, también se controla por los valores pasados del índice IBC y de la inflación. La inclusión de estos controles adicionales pretende tener en cuenta la dinámica pasada de las variables de interés, que pueden ser determinantes importantes de los valores actuales.

Una característica adicional atractiva del método de proyección local es que permite estudiar de forma parsimoniosa y flexible cómo la respuesta de la variable dependiente a las perturbaciones varía con los niveles de distintas variables (variables de estado). Haciendo uso de esta característica, en algunos de los ejercicios que se presentan a continuación se estudia si el impacto de los cambios en la independencia del banco central sobre la inflación varía con las variables de estado a nivel de país, como el nivel de inflación inicial, y el estado de otras áreas de reforma estructural. Al enfocarse en estos ejercicios, se estima la siguiente proyección local dependiente del estado:

<sup>31</sup> Los datos utilizados son los de Laeven y Valencia (2020) para el periodo posterior a 1970. Se codifica la variable ficticia de la crisis bancaria como cero (0) para el periodo 1940-1970, ya que los países latinoamericanos no experimentaron tales crisis en ese periodo.

$$p_{i,t+h} - p_{i,t-1} = \alpha_c^h + S_{i,t} * \beta^{h,H} IBC_{i,t} + (1 - S_{i,t}) * \beta^{h,L} IBC_{i,t} + \vartheta^h IBC_{i,t-1} + \sum_{j=1}^2 \delta_j^h X_{i,t-j} + \varepsilon_{f,i,t+h}$$

(ecuación 5.3)

Donde,  $S_{i,t}$  representa una variable ficticia que toma el valor de 1 si una característica específica del país se cumple en  $t - 1$  (como se ha descrito anteriormente) y cero en caso contrario. Al igual que en las proyecciones locales de referencia, se limita el horizonte a cinco años.

Además de estudiar los efectos medios y los resultados dinámicos, el documento evalúa el papel que desempeña la IBC en la prevención de eventos extremos de inflación. En particular, se estudia hasta qué punto niveles más altos de independencia del banco central consiguen reducir la cola derecha de la distribución de la inflación y prevenir episodios de alta inflación. El primer objetivo se aborda mediante la estimación de un modelo de regresión cuantílica de panel, como en Gelos *et al.* (2022). El marco de regresión por cuantiles cuantifica el impacto que la independencia del banco central tiene sobre los diferentes cuantiles de la distribución de la inflación. Para estudiar el papel de la independencia del banco central en la reducción de la probabilidad de episodios de alta inflación, se estima un modelo de probabilidad lineal de efectos fijos, que sigue una especificación similar a la de la ecuación 5.1, pero en el que la variable del lado izquierdo es ficticia y toma el valor 1 si la inflación cruza un umbral determinado. Para mayor robustez, se estima dicho modelo para varios umbrales.

## 5.5 RESULTADOS

Esta sección presenta los resultados del impacto estimado de la independencia del banco central sobre la inflación. Como se ha descrito anteriormente, la discusión abarca la respuesta media y dinámica de la inflación a la independencia del banco central, así como el estudio del impacto de ésta en los valores extremos de la inflación.

### 5.5.1 EVIDENCIA DE LAS REGRESIONES DE PANEL

Utilizando la cobertura histórica de diecisiete países latinoamericanos, inicialmente se revisa la evidencia de regresión de panel sobre el vínculo entre la inflación

y el índice IBC (Cuadro 5.4). Los resultados muestran que la inflación está asociada negativamente con niveles más altos de independencia del banco central, y positivamente con niveles de producción por encima del potencial y con aumentos de los créditos netos del banco central frente al Gobierno, lo que pone de manifiesto la importancia de la dominancia fiscal en América Latina (columna 1).

El coeficiente estimado para el índice IBC es significativo desde el punto de vista estadístico y desde el punto de vista económico. El coeficiente sugiere que un aumento del índice IBC de 30 puntos, equivalente a pasar del percentil 25 al 75 de la distribución histórica de la independencia del banco central, haría que la inflación disminuyera de su valor medio histórico al percentil 25 de la distribución histórica. Para contextualizar, un cambio de 30 puntos en el índice IBC es similar en magnitud a lo que se observó en los países de América Latina cuando introdujeron legislación a finales de los años 1980 y principios de los 1990 para reforzar la independencia de los bancos centrales.

El vínculo entre la independencia de los bancos centrales y la inflación es robusto a la inclusión de controles adicionales. En particular, se encuentra que la magnitud y la significación estadística del coeficiente asociado al índice IBC se mantiene prácticamente inalterada cuando se controla secuencialmente por la inflación internacional (aproximada por la inflación de Estados Unidos, columna 2), el régimen cambiario del país (columna 3), una variable ficticia de crisis bancarias y soberanas (columna 4) y efectos fijos de tiempo (columna 5); aunque esta última especificación reduce visiblemente el valor del coeficiente estimado y reduce su significancia estadística.

Los resultados también sugieren que el vínculo entre la independencia de los bancos centrales y la inflación no se ve afectado por el periodo de análisis. Para comprobar la estabilidad de este vínculo, el índice IBC interactúa con dos variables ficticias, marcando un periodo anterior y uno posterior. En la columna 6 se compara el periodo anterior y posterior a 1990, una división útil de la muestra, ya que 1990 coincide aproximadamente con la ola de reformas de los bancos centrales que se produjo en América Latina. En la columna 7 se cotejan los periodos anterior y posterior a 1970, lo que equivale a estudiar el periodo anterior y posterior a la cancelación de la convertibilidad del dólar estadounidense por oro. En ambos casos se encuentra que el coeficiente del índice IBC es estadísticamente significativo, tanto para el periodo anterior como para el posterior, y que es de similar magnitud.

A continuación, se estudia la robustez de los resultados a la inclusión de un índice de reformas estructurales y a métodos de estimación alternativos que abordan

ciertos problemas de endogeneidad. Como subrayan Jácome y Vázquez (2008), las reformas estructurales y la independencia del banco central van de la mano; los resultados de referencia pueden estar captando los efectos de las reformas favorables a la competencia de mercado que reducen los precios y, en consecuencia, la inflación. Para estudiar la importancia de la omisión de las reformas estructurales en las regresiones de referencia, se utiliza la base de datos de reformas estructurales del FMI, que abarca las reformas aplicadas durante el periodo 1973-2014 en cuatro grandes áreas: i) finanzas nacionales, ii) comercio, iii) mercado de productos, y iv) mercado laboral (FMI, 2019). Dado que la cobertura de países y el marco temporal cambian cuando incluimos el índice de reforma estructural, comenzamos estimando una especificación similar a la de la columna 4, pero excluyendo los países/años para los que el índice de reforma estructural no está disponible. Como se muestra en la columna 8, el coeficiente estimado para el índice IBC sigue siendo negativo y significativo en la muestra restringida. A continuación, se estima la ecuación de referencia añadiendo el índice de reforma estructural como control (columna 9). Aunque la estimación puntual del índice IBC disminuye (y la significancia estadística cae), se sigue encontrando una asociación negativa entre el índice IBC y la inflación. Por último, la columna 10 muestra los resultados de la estimación de nuestro modelo de referencia utilizando el estimador de Arellano y Bond, que trata los problemas de endogeneidad que surgen en entornos de panel dinámico. Los resultados muestran que el coeficiente estimado para el índice IBC sigue siendo estadísticamente significativo, aunque la magnitud del coeficiente es menor que en la columna 4.

El Cuadro 5.5 detalla la importancia relativa de los distintos componentes de la IBC para explicar la inflación. En particular, muestra los resultados de un ejercicio en el que se estiman dos variaciones de la ecuación (5.1): una en la que se controla por cada subcomponente del índice IBC, y otra en la que controlamos cada subcomponente y un índice agregado de otros subcomponentes<sup>32,33</sup>. La columna 1

<sup>32</sup> Para cada subcomponente, se construye un índice agregado de todos los demás subcomponentes, ponderándolos de nuevo. Por ejemplo, al construir el índice agregado de los subcomponentes, excluyendo la gobernanza del banco central, se pondera de nuevo cada subcomponente distinto de la gobernanza del banco central, dividiendo el peso original en el índice agregado de la IBC por el peso que tiene la gobernanza del banco central en el índice. De este modo, el subcomponente en el que se centra el análisis y el índice agregado de todos los demás subcomponentes se miden en las mismas unidades y sus coeficientes son comparables.

<sup>33</sup> Garriga y Rodríguez (2020) realizan un análisis similar. Sin embargo, su estimación solo controla cada subcomponente individualmente y no controla el nivel de otros subcomponentes.

muestra que un valor más alto del componente de gobernanza del banco central, que puede interpretarse como que los bancos centrales están menos expuestos a la influencia política, está asociado a una menor inflación. Este resultado se mantiene incluso cuando se controla el índice de todos los demás subcomponentes (columna 2). Los valores más altos de los componentes del objetivo de la política y de la formulación de la política también se asocian a niveles más bajos de inflación (columnas 3 y 5, respectivamente), pero su importancia estadística desaparece cuando se controla el índice agregado de otros subcomponentes (columnas 4 y 6). El subcomponente que capta el grado en que los bancos centrales pueden prestar al Gobierno central aparece como un importante determinante de la inflación. La columna 7 indica que los valores más altos del índice (es decir, más límites a los préstamos del banco central al gobierno) están asociados a una menor inflación, y la estimación puntual es sustancialmente mayor que para otros subcomponentes. El coeficiente de los préstamos del banco central sigue siendo estadísticamente significativo cuando se incluye el índice de otros subcomponentes (columna 8) y, como se esperaba, su magnitud aumenta cuando se omite la medida de los préstamos de facto (columna 9).

### 5.5.2 EVIDENCIA DE LAS PROYECCIONES LOCALES

Hasta ahora se han presentado pruebas de la relación media entre el índice IBC y la inflación. Sin embargo, la inflación puede ser persistente y los cambios institucionales pueden tardar en materializarse, lo que significa que los beneficios de un banco central más independiente, en términos de reducción de la inflación, pueden tardar en materializarse.

El Gráfico 5.6 ilustra el impacto dinámico de las mejoras en la independencia de los bancos centrales sobre la inflación en América Latina. Las proyecciones locales estimadas sugieren que un aumento de una desviación estándar en el índice IBC se asocia con una reducción de la inflación de aproximadamente 1 punto porcentual y produce una reducción acumulada de los precios de aproximadamente 5 puntos porcentuales después de cinco años.

La respuesta dinámica de los precios a los cambios en el índice IBC no parece haberse visto afectada por las amplias reformas de la década de 1990. Según el Gráfico 5.7, panel A, el impacto dinámico estimado del índice IBC es aproximadamente el mismo en el periodo anterior y posterior a 1990. El Gráfico 5.7, panel B, señala una capacidad de respuesta ligeramente mayor en el periodo anterior

**CUADRO 5.4**  
**INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN**

VARIABLE DEPENDIENTE: INFLACIÓN	(1)	(2)	(3)
Índice de la independencia de los bancos centrales (IBC)	-0,157*** (0,0333)	-0,150*** (0,0333)	-0,128*** (0,0310)
Inflación (t-1)	0,712*** (0,0357)	0,708*** (0,0364)	0,554*** (0,0464)
Activos netos del banco central frente al gobierno central (% de la base monetaria, t-1)	0,0174*** (0,00428)	0,0174*** (0,00423)	0,0254*** (0,00443)
Brecha de producción (t-1)	0,606*** (0,162)	0,588*** (0,168)	0,619*** (0,162)
Tipo de cambio fijo (variable ficticia) (t-1)			-11,95*** (1,718)
Tipo de cambio semiflexible (variable ficticia) (t-1)			-10,22*** (1,801)
Tipo de cambio flexible (variable ficticia) (t-1)			-9,279*** (1,754)
Crisis bancaria (variable ficticia) (t-1)			
Inflación Estados Unidos (t-1)		0,116 (0,105)	0,240** (0,0943)
IBC*año>=1990			
IBC*año<1990			
IBC*año>=1970			
IBC*año<1970			
Índice de reforma estructural (t-1)			
Inflación (t-2)			
Constante	14,47*** (2,513)	13,58*** (2,533)	22,73*** (3,266)
Efectos fijos del país	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos del año	No	No	No
Observaciones	1.169	1.169	1.132
R-cuadrado	0,676	0,677	0,712
Número de países en la muestra	17	17	17

Errores estándar robustos entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Fuente: estimación de los autores.

(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
-0,128***	-0,139**			-0,217***	-0,131**	-0,118***
(0,0310)	(0,0556)			(0,0495)	(0,0490)	(0,0206)
0,553***	0,560***	0,548***	0,530***	0,492***	0,433***	0,626***
(0,0461)	(0,0504)	(0,0481)	(0,0454)	(0,0663)	(0,0446)	(0,0308)
0,0251***	0,0348***	0,0255***	0,0285***	0,0333***	0,0377***	-0,0230
(0,00466)	(0,00699)	(0,00479)	(0,00471)	(0,00686)	(0,00505)	(0,0171)
0,622***	0,703***	0,620***	0,609***	0,331	0,269	0,569***
(0,165)	(0,166)	(0,164)	(0,162)	(0,214)	(0,201)	(0,0929)
-11,95***	-10,40***	-11,88***	-11,18***	-13,15***	-11,97***	-11,29***
(1,722)	(1,608)	(1,693)	(1,783)	(2,990)	(2,112)	(1,014)
-10,23***	-9,075***	-10,35***	-10,29***	-10,27***	-7,736***	-9,120***
(1,798)	(1,716)	(1,865)	(1,772)	(2,388)	(1,523)	(1,023)
-9,283***	-8,776***	-9,318***	-9,215***	-11,50***	-9,462***	-8,623***
(1,757)	(1,611)	(1,778)	(1,748)	(2,209)	(1,805)	(0,986)
0,269	-0,953	0,248	-0,0696	-2,121	-1,850	1,389
(1,502)	(1,635)	(1,509)	(1,542)	(2,120)	(1,889)	(0,979)
0,240**		0,249**	0,144	-0,0269	-0,414**	0,106
(0,0943)		(0,0939)	(0,112)	(0,173)	(0,146)	(0,0839)
		-0,141***				
		(0,0435)				
		-0,150**				
		(0,0558)				
			-0,165***			
			(0,0401)			
			-0,204***			
			(0,0502)			
					-9,045***	
					(2,682)	
						-0,0358
						(0,0260)
22,78***	21,53***	24,02***	26,59***	32,96***	21,90***	21,30***
(3,244)	(5,386)	(4,532)	(3,882)	(5,800)	(6,129)	(1,791)
Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
No	Sí	No	No	No	No	No
1,132	1,132	1,132	1,132	505	504	1,110
0,712	0,752	0,712	0,717	0,788	0,806	
17	17	17	17	16	16	17

**CUADRO 5.5**  
**INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES E INFLACIÓN, POR SUBCOMPONENTE**

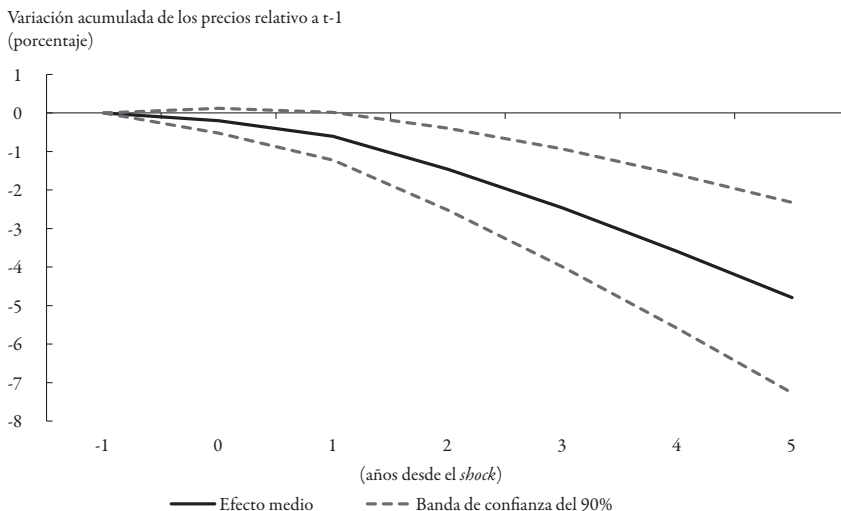
VARIABLE DEPENDIENTE: INFLACIÓN	(1)	(2)	(3)
Gobierno del banco central (GBC)	-0,0392*** (0,0118)	-0,0245** (0,00993)	
IBC excepto GBC		-0,104*** (0,0263)	
Objetivo político del banco central (OPBC)			-0,0320** (0,0110)
IBC excepto OPBC			
Formulación de la política del banco central (FPBC)			
IBC excepto FPBC			
Préstamos del banco central (PBC)			
IBC excepto PBC			
Inflación (t-1)	0,571*** (0,0465)	0,553*** (0,0461)	0,571*** (0,0458)
Activos netos del banco central frente al gobierno central (% de la base monetaria, t-1)	0,0221*** (0,00455)	0,0251*** (0,00467)	0,0209*** (0,00438)
Brecha de producción (t-1)	0,598*** (0,164)	0,622*** (0,165)	0,604*** (0,164)
Tipo de cambio fijo (variable ficticia) (t-1)	0,351*** (0,0977)	0,240** (0,0935)	0,322*** (0,0991)
Tipo de cambio semiflexible (variable ficticia) (t-1)	-12,31*** (1,806)	-11,95*** (1,728)	-12,40*** (1,836)
Tipo de cambio flexible (variable ficticia) (t-1)	-10,98*** (1,775)	-10,23*** (1,802)	-10,87*** (1,808)
Crisis bancaria (variable ficticia) (t-1)	-9,901*** (1,791)	-9,281*** (1,756)	-9,819*** (1,797)
Inflación Estados Unidos (t-1)	-0,612 (1,594)	0,277 (1,501)	-0,311 (1,618)
Constante	16,03***	22,78***	15,67***
Efectos fijos del país	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos del año	No	No	No
Observaciones	1.132	1.132	1.132
R-cuadrado			0,704
Número de países en la muestra	17	17	17

Errores estándar robustos entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.  
Fuente: estimación de los autores.

(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
0,00823 (0,0145) -0,173*** (0,0468)					
	-0,0595** (0,0210)	-0,0356 (0,0208) -0,0949*** (0,0245)			
			-0,104*** (0,0257)	-0,0806*** (0,0224) -0,0526** (0,0186)	-0,0943*** (0,0189) -0,0459** (0,0182)
0,550*** (0,0479)	0,564*** (0,0486)	0,550*** (0,0472)	0,569*** (0,0468)	0,554*** (0,0463)	0,568*** (0,0474)
0,0268*** (0,00525)	0,0202*** (0,00450)	0,0246*** (0,00452)	0,0242*** (0,00479)	0,0254*** (0,00476)	
0,628*** (0,166)	0,598*** (0,164)	0,618*** (0,165)	0,631*** (0,167)	0,626*** (0,165)	0,526*** (0,168)
0,239** (0,0929)	0,358*** (0,0855)	0,248** (0,0924)	0,287*** (0,0865)	0,239** (0,0936)	0,205** (0,0898)
-11,74*** (1,698)	-12,07*** (1,791)	-11,89*** (1,699)	-12,12*** (1,848)	-11,95*** (1,736)	-11,84*** (1,754)
-10,08*** (1,782)	-10,71*** (1,759)	-10,19*** (1,785)	-10,52*** (1,893)	-10,22*** (1,824)	-10,11*** (1,855)
-9,124*** (1,710)	-9,538*** (1,685)	-9,217*** (1,737)	-9,496*** (1,749)	-9,271*** (1,752)	-9,220*** (1,768)
0,413 (1,427)	-0,254 (1,552)	0,270 (1,508)	0,307 (1,393)	0,358 (1,448)	0,323 (1,331)
25,74***	18,36***	23,06***	21,63***	23,27***	23,86***
Sí No	Sí No	Sí No	Sí No	Sí No	Sí No
1.132 0,714 17	1.132 0,706 17	1.132 0,712 17	1.132 0,709 17	1.132 0,712 17	1.164 0,715 17

a los años 1970, pero las diferencias entre los dos subperiodos no parecen ser estadísticamente significativas.

**GRÁFICO 5.6**  
**EL IMPACTO DINÁMICO DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA**



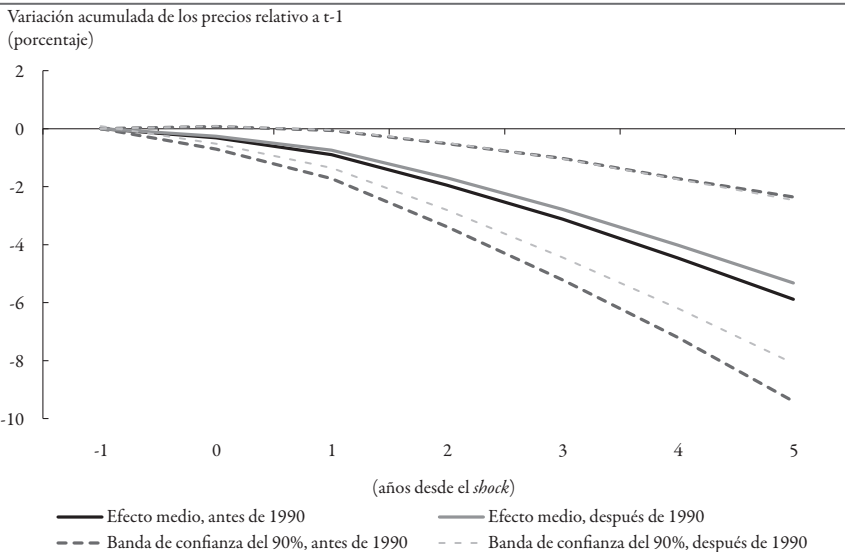
Nota: los errores estándar están agrupados a nivel de país.

Fuente: estimación de los autores.

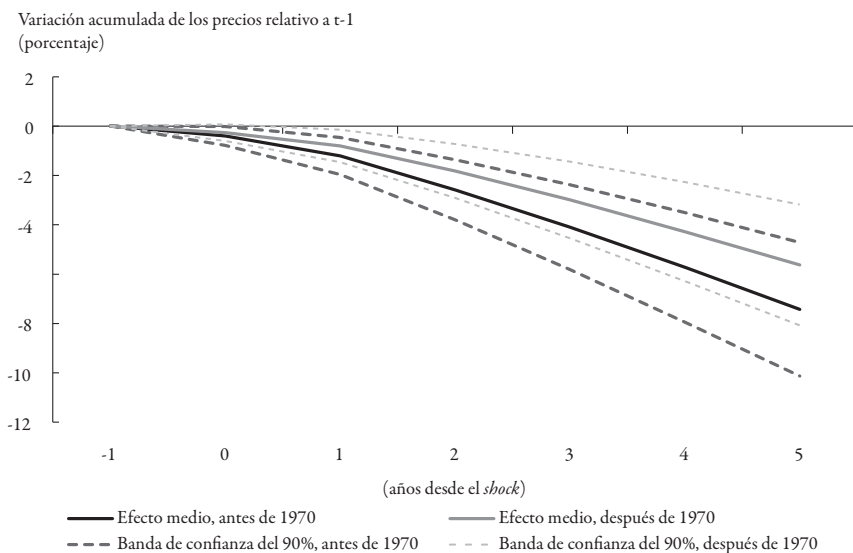
La respuesta inicial de la inflación a los cambios en el índice IBC parece ser más fuerte cuando otras áreas de reforma están menos avanzadas, pero las diferencias desaparecen después de unos años. Como muestra el Gráfico 5.8, la inflación disminuye gradualmente cuando se mejora la independencia del banco central en los países en los que el índice de reformas estructurales toma valores bajos, con una reducción acumulada de los precios cercana al 5 % al cabo de cinco años. En los países con niveles elevados del índice de reformas estructurales, los precios se mantienen planos al principio, pero acaban disminuyendo hasta niveles comparables a los observados en los países con niveles bajos del índice de reformas estructurales.

**GRÁFICO 5.7**  
**DIFERENCIAS A LO LARGO DEL TIEMPO**

**A. DIFERENCIAS ANTES Y DESPUÉS DE 1990**



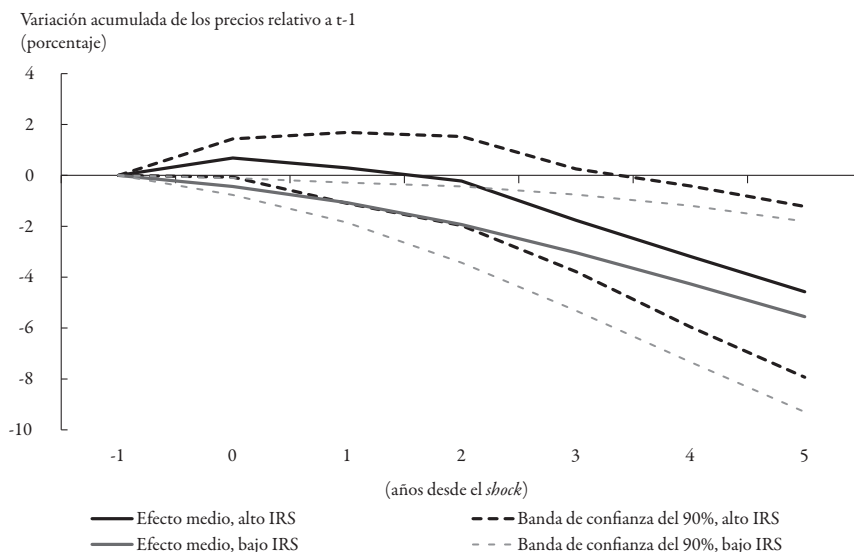
**B. DIFERENCIAS ANTES Y DESPUÉS DE 1970**



Nota: los errores estándar están agrupados a nivel de país.

Fuente: estimación de los autores.

**GRÁFICO 5.8**  
**EL IMPACTO DINÁMICO DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN**  
**AMÉRICA LATINA**  
**NIVEL DE REFORMA ESTRUCTURAL**



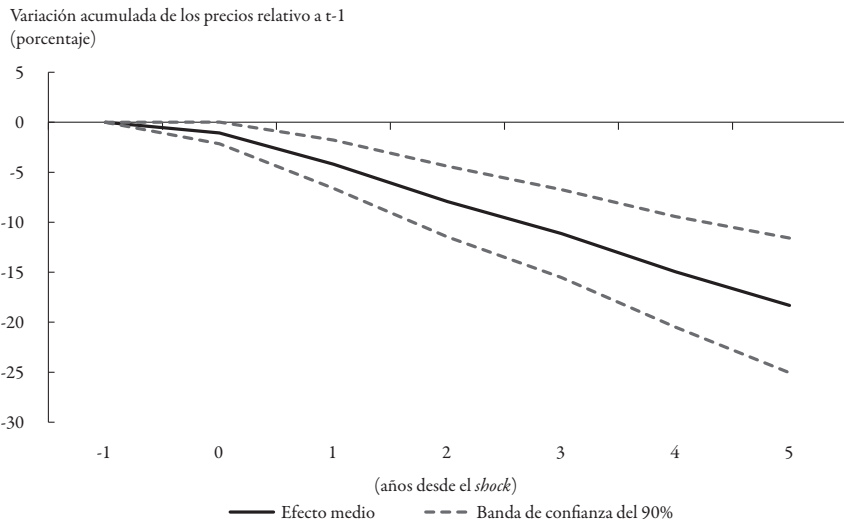
Nota: los errores estándar están agrupados a nivel de país.  
 IRS: Índice de reforma estructural.  
 Fuente: estimación de los autores.

A continuación se estudia en qué medida los resultados dependen del nivel inicial de inflación. Esto puede ser una consideración importante si se introducen cambios en las leyes del banco central en respuesta a episodios inflacionistas.

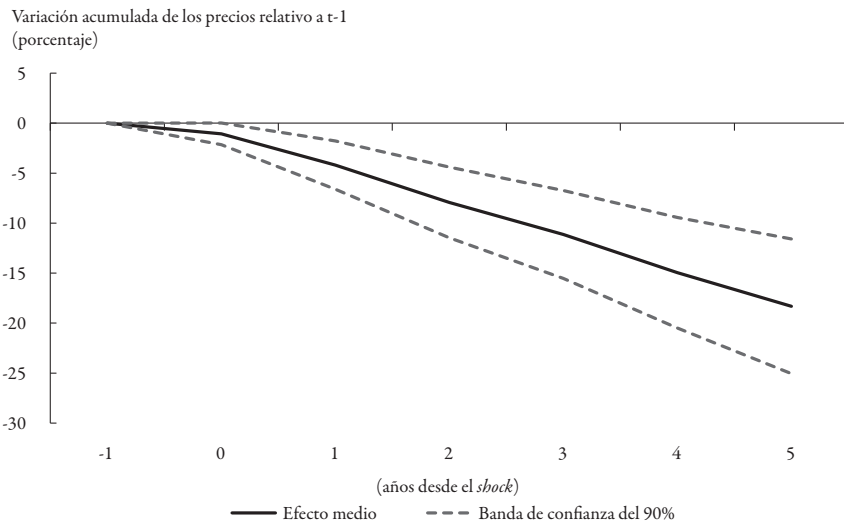
En el Gráfico 5.9, si bien la inflación responde fuertemente a las mejoras en la independencia del banco central cuando la inflación se sitúa por encima de los niveles medios, dicha independencia produce descensos acumulados de los precios incluso en entornos de baja inflación. Los coeficientes estimados sugieren un descenso acumulado de 20 puntos porcentuales en los precios al cabo de cinco años, tras una mejora de una desviación estándar en el índice IBC cuando la inflación es inicialmente alta (panel A). Cuando la inflación es baja, el descenso es más modesto, pero es estadísticamente significativo (panel B). El hecho de que los precios respondan fuertemente cuando la inflación es alta no es sorprendente; después de todo, estas son situaciones típicas en las que la inercia de la inflación es alta, y los cambios en la independencia del banco central

**GRÁFICO 5.9**  
**EL IMPACTO DINÁMICO DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN**  
**AMÉRICA LATINA**  
**POR NIVELES INICIALES DE INFLACIÓN**

**A. INFLACIÓN ALTA**



**B. INFLACIÓN BAJA**



Fuente: estimación de los autores.

funcionan como terapia de choque para romper el patrón. Lo que quizás sea más sorprendente es el hecho de que el efecto de la independencia del banco central también esté presente en situaciones de baja inflación cuando posiblemente las expectativas están mejor ancladas.

En conjunto, los resultados apuntan a un fuerte vínculo dinámico entre la independencia del banco central y los precios en América Latina. Los impactos estimados sugieren que la independencia del banco central sigue siendo una importante palanca de política para lograr la estabilidad de los precios, independientemente del estado de la economía o del avance de otras áreas de reforma. También ponen de manifiesto los posibles efectos adversos de una erosión de la independencia en términos de inflación. Es importante destacar que la historia de América Latina sugiere que un deterioro de la independencia del banco central puede dar lugar no solo a un aumento gradual de la inflación, sino que podría aumentar la probabilidad de que esta se desanque y de que se materialice un episodio de alta inflación, una preocupación que abordamos empíricamente a continuación.

### **5.5.3 IBC Y RIESGOS DE INFLACIÓN EXTREMA**

Los resultados de las regresiones de panel estándar y de las proyecciones locales evalúan la relación entre los niveles de independencia del banco central y la inflación media. Sin embargo, un beneficio potencial de un banco central independiente centrado en la lucha contra la inflación es que puede prevenir episodios extremos de inflación. La experiencia individual de los países latinoamericanos expuesta en las secciones anteriores proporciona pruebas sugestivas de este beneficio potencial de la independencia del banco central, ya que podría decirse que el relajamiento de esta fue un presagio de futuros episodios de alta inflación.

Para estudiar si esta evidencia narrativa se apoya sistemáticamente en los datos, se realiza dos ejercicios empíricos separados. El primero estima regresiones “cuantílicas” similares a las de la ecuación 5.1. Este enfoque pretende estimar el impacto del índice IBC no solo en la inflación media, sino en diferentes momentos de la distribución de la inflación. Si la evidencia narrativa presentada anteriormente se observa con solidez en los datos, cabría esperar que el índice IBC tenga un coeficiente mayor en la cola derecha de la distribución de la inflación.

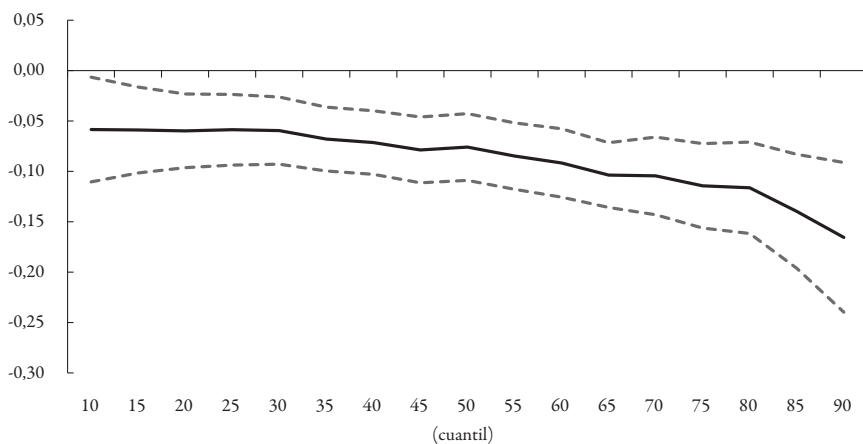
El Gráfico 5.10, panel A, apoya en cierta medida el papel de la independencia del banco central en la reducción de los riesgos de cola de la inflación. De hecho, las regresiones “cuantílicas” (estimadas en cada decil de la distribución de la inflación) apuntan a un vínculo relativamente estable y modesto, aunque estadísticamente significativo, entre la independencia del banco central y la inflación hasta el quinto decil de la distribución de la inflación, en el sentido que el coeficiente es relativamente pequeño. Por el contrario, los coeficientes para los deciles superiores a la mediana son notablemente mayores en valor absoluto para los deciles más grandes, siendo el coeficiente del índice IBC para el percentil 90 casi dos veces mayor que el de la mediana. Los resultados del índice general se asemejan a los del subcomponente de los préstamos del banco central al Gobierno (panel B), mientras que el coeficiente del ejercicio de regresión “cuantílica” para otros subcomponentes parece ser mucho más estable entre los cuantiles.

La estimación de un modelo de probabilidad lineal arroja conclusiones similares. En particular, se define los episodios de alta inflación como los años en los que la inflación cruza un umbral específico. A efectos de robustez, definimos tres umbrales de alta inflación: el percentil 80 de la inflación en la muestra, el percentil 90 y el percentil 95. Los resultados de estos ejercicios, que se presentan en el Cuadro 5.6, muestran que los valores más altos del índice IBC reducen la probabilidad de que se produzcan episodios de alta inflación, y en todos los casos el coeficiente estimado es estadísticamente significativo. El resultado sugiere que un aumento de 30 puntos en la independencia del banco central, que equivale aproximadamente a pasar del percentil 25 al 75 de la distribución de esta, se traduce, en igualdad de condiciones, en reducciones de la probabilidad de cruzar el umbral de alta inflación que van desde 8 puntos porcentuales (en el caso del umbral del percentil 80) hasta cerca de 5 puntos porcentuales (en el caso del umbral del percentil 95). La menor importancia de la independencia del banco central en la reducción de la probabilidad de resultados de alta inflación a medida que aumentamos el umbral parece estar relacionada con la mayor preponderancia de los préstamos del banco central al Gobierno para valores más altos del umbral de inflación. Esto subraya el papel crucial que desempeñan los límites de facto a los préstamos del banco central y los peligros del predominio fiscal.

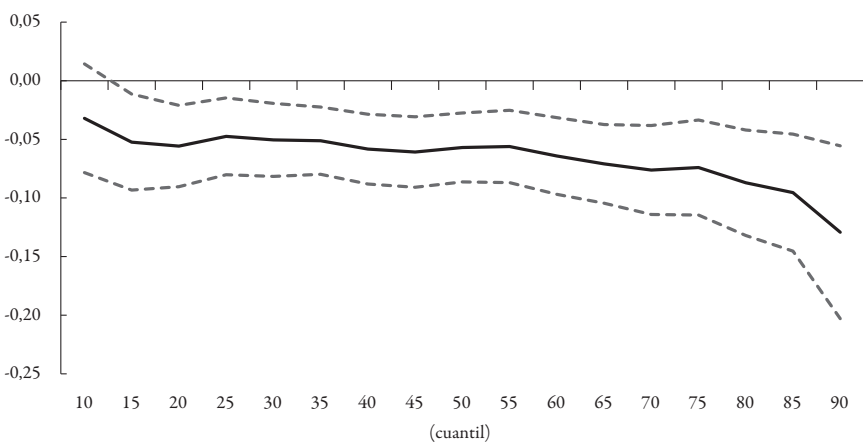
Un ejercicio que explora el papel de cada subcomponente en la prevención de episodios de alta inflación confirma la importancia de los límites *de facto* a los préstamos del banco central (Cuadro 5.7). Todos los subcomponentes del índice

**GRÁFICO 5.10**  
**IMPACTO DEL IBC A LO LARGO DE LA DISTRIBUCIÓN DE LA INFLACIÓN**

**A. ÍNDICE DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES**



**B. COMPONENTE DE CRÉDITO AL GOBIERNO**



Fuente: estimación de los autores.

están asociados negativamente a los episodios de alta inflación en los umbrales bajos, lo que sugiere que los valores más altos de cada uno de los subcomponentes reducen la probabilidad de estos episodios. Sin embargo, en el umbral más alto

## CUADRO 5.6

## INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES Y EPISODIOS DE ALTA INFLACIÓN

VARIABLE DEPENDIENTE: ALTA INFLACIÓN FICTICIA	(1)	(2)	(3)
	UMBRAL DEL PERCENTIL 80	UMBRAL DEL PERCENTIL 90	UMBRAL DEL PERCENTIL 95
IBC	-0,00290** (0,00129)	-0,00187* (0,00101)	-0,00155* (0,000900)
Inflación (t-1)	8,25^-05*** (2,25^-05)	5,32^-05** (2,41^-05)	3,28^-05 (3,74^-05)
Créditos netos del banco central al Gobierno central (% de la masa monetaria, t-1)	2,61^-05 (0,000123)	0,000276** (0,000132)	0,000882*** (0,000183)
Brecha de producción (t-1)	0,0163*** (0,00455)	0,0124*** (0,00348)	0,00345 (0,00330)
Crisis bancaria (variable ficticia) (t-1)	0,0905** (0,0390)	0,0977** (0,0421)	0,0481 (0,0327)
Tipo de cambio fijo (variable ficticia) (t-1)	-0,647*** (0,0390)	-0,594*** (0,0401)	-0,297*** (0,0391)
Tipo de cambio semiflexible (variable ficticia) (t-1)	-0,623*** (0,0443)	-0,579*** (0,0383)	-0,282*** (0,0375)
Tipo de cambio flexible (variable ficticia) (t-1)	-0,594*** (0,0454)	-0,588*** (0,0441)	-0,296*** (0,0396)
Inflación Estados Unidos (t-1)	0,00724* (0,00404)	0,00294 (0,00242)	0,00382 (0,00328)
Constante	0,849*** (0,0941)	0,716*** (0,0895)	0,390*** (0,0832)
Efectos fijos del país	Sí	Sí	Sí
Observaciones	1.132	1.132	1.132
Número de países en la muestra	17	17	17

Los errores estándar agrupados a nivel de país se muestran entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.  
Fuente: estimaciones de los autores.

de alta inflación, las estimaciones puntuales de todos los subcomponentes caen sustancialmente, perdiendo en algunos casos la significación estadística, y la importancia de los préstamos *de facto* aumenta.

**CUADRO 5.7**

**INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES Y EPISODIOS DE ALTA INFLACIÓN, POR SUBCOMPONENTES DEL ÍNDICE IBC**

VARIABLE DEPENDIENTE: ALTA INFLACIÓN FICTICIA	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Umbral del percentil 80				Umbral del percentil 90
Gobierno del banco central	-0,000530 (0,000596)				0,000191 (0,000517)
Objetivo de política del banco central		-0,000712 (0,000462)			
Formulación de política del banco central			-0,00203** (0,000822)		
Préstamos del banco central				-0,00192* (0,00106)	
Inflación (t-1)	8,31e-05*** (2,20e-05)	8,21e-05*** (2,32e-05)	8,76e-05*** (2,19e-05)	8,34e-05*** (2,28e-05)	5,38e-05** (2,40e-05)
Créditos netos del banco central al Gobierno central (% de la masa monetaria, t-1)	-1,51e-05 (0,000124)	-1,73e-05 (0,000121)	-0,000119 (0,000129)	1,40e-05 (0,000126)	0,000221 (0,000142)
Brecha de producción (t-1)	0,0155*** (0,00443)	0,0157*** (0,00436)	0,0155*** (0,00436)	0,0161*** (0,00450)	0,0119*** (0,00348)
Crisis bancaria (variable ficticia) (t-1)	0,0724* (0,0389)	0,0786* (0,0407)	0,0787** (0,0387)	0,0884** (0,0376)	0,0908** (0,0393)
Tipo de cambio fijo (variable ficticia) (t-1)	-0,669*** (0,0427)	-0,667*** (0,0396)	-0,632*** (0,0395)	-0,659*** (0,0362)	-0,619*** (0,0470)
Tipo de cambio semiflexible (variable ficticia) (t-1)	-0,652*** (0,0403)	-0,644*** (0,0403)	-0,611*** (0,0450)	-0,637*** (0,0366)	-0,610*** (0,0420)
Tipo de cambio flexible (variable ficticia) (t-1)	-0,616*** (0,0504)	-0,610*** (0,0477)	-0,589*** (0,0433)	-0,609*** (0,0412)	-0,613*** (0,0515)
Inflación Estados Unidos (t-1)	0,0107** (0,00440)	0,00959** (0,00426)	0,00946** (0,00395)	0,00918** (0,00382)	0,00597** (0,00281)
Constante	0,689*** (0,0415)	0,698*** (0,0487)	0,793*** (0,0671)	0,800*** (0,0901)	0,591*** (0,0392)
Efectos fijos del país	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	1.132	1.132	1.132	1.132	1.132
Número de países en la muestra	17	17	17	17	17

Los errores estándar agrupados a nivel de país se muestran entre paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1  
Fuente: estimación de los autores.

(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Umbral del percentil 90			Umbral del percentil 95			
			-0,000674 (0,000451)			
-0,000316 (0,000265)				-0,000193 (0,000180)		
	-0,00122 (0,000878)				-0,000964 (0,000601)	
		-0,00159** (0,000751)				-0,00103* (0,000623)
5,33e-05** (2,40e-05)	5,64e-05** (2,43e-05)	5,35e-05** (2,42e-05)	3,26e-05 (3,74e-05)	3,29e-05 (3,71e-05)	3,52e-05 (3,73e-05)	3,34e-05 (3,72e-05)
0,000248* (0,000135)	0,000186 (0,000149)	0,000272** (0,000132)	0,000876*** (0,000182)	0,000849*** (0,000189)	0,000811*** (0,000197)	0,000876*** (0,000183)
0,0120*** (0,00339)	0,0118*** (0,00347)	0,0124*** (0,00340)	0,00315 (0,00324)	0,00308 (0,00321)	0,00305 (0,00319)	0,00340 (0,00327)
0,0901** (0,0409)	0,0893** (0,0402)	0,101** (0,0401)	0,0395 (0,0307)	0,0414 (0,0313)	0,0419 (0,0303)	0,0480 (0,0316)
-0,610*** (0,0434)	-0,585*** (0,0422)	-0,602*** (0,0398)	-0,307*** (0,0418)	-0,311*** (0,0460)	-0,293*** (0,0393)	-0,305*** (0,0432)
-0,597*** (0,0394)	-0,571*** (0,0421)	-0,587*** (0,0364)	-0,297*** (0,0397)	-0,299*** (0,0434)	-0,281*** (0,0372)	-0,292*** (0,0410)
-0,602*** (0,0479)	-0,585*** (0,0447)	-0,598*** (0,0435)	-0,307*** (0,0429)	-0,310*** (0,0460)	-0,296*** (0,0393)	-0,305*** (0,0430)
0,00483* (0,00273)	0,00446 (0,00271)	0,00373 (0,00270)	0,00509 (0,00331)	0,00558 (0,00382)	0,00514 (0,00339)	0,00486 (0,00368)
0,613*** (0,0532)	0,674*** (0,0753)	0,713*** (0,0843)	0,327*** (0,0573)	0,301*** (0,0432)	0,354*** (0,0638)	0,365*** (0,0696)
Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
1.132	1.132	1.132	1.132	1.132	1.132	1.132
17	17	17	17	17	17	17

## 5.6 CONCLUSIÓN

Aprovechando la construcción de un índice de independencia de los bancos centrales de diecisiete países latinoamericanos, que abarca, en algunos casos, cien años, este trabajo muestra cómo el proceso inflacionario en América Latina estuvo estrechamente vinculado a los cambios en la legislación que regula a los bancos centrales de la región y a la capacidad del banco central para financiar al Gobierno. Una erosión constante tras la Gran Depresión dio lugar a un periodo de inflación elevada y volátil y, en algunos casos, de hiperinflación. En cambio, las medidas decisivas adoptadas a principios de los años 1990 para conceder a los bancos centrales independencia de la influencia política condujeron a controlar la inflación en la región.

El documento muestra que las conclusiones derivadas de la narrativa de cien años de independencia de bancos centrales están respaldadas empíricamente. En concreto, se encuentra que existe una relación negativa, estadísticamente significativa, entre la independencia de los bancos centrales y la inflación, y que los efectos se hacen más fuertes años después de los cambios en dicha independencia. Además, el documento expone que un deterioro (mejora) de la independencia del banco central se asocia con un desplazamiento hacia la derecha (hacia la izquierda) de la cola derecha de la distribución de la inflación y un aumento (disminución) de la probabilidad de un episodio de alta inflación.

A la luz de estas conclusiones, el documento destaca los peligros de erosionar la independencia de los bancos centrales por su efecto negativo sobre la estabilidad de precios en América Latina, conseguida tras una larga lucha histórica. La experiencia histórica de América Latina es especialmente relevante en momentos en que los bancos centrales de todo el mundo han elevado las tasas de interés para restablecer la estabilidad de precios, luego de las medidas expansivas adoptadas para apoyar a las economías durante la pandemia. Dicha experiencia también es relevante puesto que si bien estas medidas de apoyo fueron decisivas para estabilizar los mercados financieros y evitar una crisis económica aún más grave, podrían utilizarse en el futuro como argumentos para remodelar el papel de los bancos centrales en favor del crecimiento económico y el financiamiento al Gobierno, especialmente en un momento en el que la política fiscal está sumida en *impasses* políticos que la hacen efectivamente inútil. Pero si la historia de América Latina sirve de guía, seguir esta estrategia corre el riesgo de abrir las puertas a una futura inflación elevada y persistente.

## 5.7 REFERENCIAS

- Acemoglu, Daron; Johnson, Simon; Querubin, Pablo; Robinson, James (2008). “When Does policy reform work. The case of central bank independence”, *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1, Washington: Brookings Institution, pp. 351-418.
- Adrian, Tobias; Erceg, Christopher J.; Gray, Simon; Sahay, Ratna (2021). “Asset purchases and direct financing: Guiding principles for emerging markets and developing economies during COVID-19 and beyond”, Department Paper, núm. DP/2021/023, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).
- Avella-Gómez, Mauricio (2014). “La independencia de la banca central en Colombia desde 1923. Aspectos institucionales”, *Revista de Economía Institucional*, vol. 16, núm. 30, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, pp. 171-214, enero-junio.
- Ayres, Joao; Neumeyer, Pablo A.; Powell, Andrew (2021). “Monetary policy through COVID-19: Pushing on a string—the Case of Latin American and the Caribbean” [en línea], Londres: VoxEu/CEPR, julio, disponible en: <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policy-through-covid-19-pushing-string-case-latin-america-and-caribbean>
- Bach, Federico; Reyna, Margarita (1943). “El nuevo índice de precios al mayoreo en la ciudad de México de la Secretaría de la Economía Nacional”, *El Trimestre Económico*, vol. 10, núm. 37, México: Fondo de Cultura Económica, pp. 1-63, abril-junio.
- Barro, Robert; Gordon, David (1981). “A positive theory of monetary policy in a natural rate model”, *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm. 4, Chicago: University of Chicago Press, pp. 589-610, agosto.
- Bolt, Jutta; Luiten van Zanden; Jan (2020). “Maddison style estimates of the evolution of the world economy. A new 2020 update”, Maddison-Project Working Paper, núm. WP-15.
- Bordo, Michael; MacDonald, Ronald (2001). “The inter-war gold exchange standard: Credibility and monetary independence”, Working Paper, núm. 8429, Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.
- Brito, Steve; Carrière-Swallow, Yan; Gruss, Bertrand (2018). “Disagreement about future inflation: Understanding the benefits of inflation targeting and transparency”, IMF Working Paper, núm. 18/24, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).

- Calvo, Guillermo (1978). "On the time consistency of optimal policy in a monetary economy", *Econometrica*, vol. 46, núm. 6, Ohio: Econometric Society, pp. 1411-1428, noviembre.
- Canales-Kriljenko, Jorge I.; Jácome, Luis; Alichí, Ali; De Oliveira Lima, Iván (2010). "Weathering the global storm: The benefits of monetary policy reform in the LA5 Countries", IMF Working Paper, núm. 10/292, Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- Carrière-Swallow, Yan; Gruss, Bertrand; Magud, Nicolas E.; Valencia, Fabián (2021). "Monetary policy credibility and exchange rate pass-through", *International Journal of Central Banking*, vol. 17, núm. 3, pp. 61-94, septiembre.
- Carrière-Swallow, Yan; Jácome, Luis; Magud, Nicolás, Werner, Alejandro (2016). "Central banking in Latin America: The way forward", en L. I. Jácome, Y. Carrière-Swallow, H. Faruquee y K. Srinivasan (eds.), *Challenges for central banking—Perspectives from Latin America*, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF), pp. 41-79.
- Céspedes, Luis Felipe; Valdés, Rodrigo (2006). "Autonomía de bancos centrales: la experiencia chilena", Documento de Trabajo del Banco Central de Chile, núm. 358, Banco Central de Chile.
- Chari, Varadarajan; Kehoe, Patrick (2006). "Modern macroeconomics in practice: How theory is shaping policy", *Journal of Economic Perspectives*, núm. 4, Nashville: American Economic Association, pp. 3-28.
- Comisión Económica de América Latina (Cepal) (1976). "América Latina: la relación de precios del intercambio", Cuadernos de la Cepal, núm. 1-1976-C.4, Santiago de Chile.
- Cukierman, Alex (1992). *Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and Evidence*, Cambridge: MIT Press.
- Cukierman, Alex; Webb, Steve; Neyapti, Bilin (1992). "Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes", *The World Bank Economic Review*, vol. 6, Washington D. C.: World Bank, pp. 352-398, septiembre.
- Debelle, Guy; Fischer, Stanley (1994). "How independent should a central bank be?", en J. C. Fuhrer (ed.), *Goals, guidelines, and constraints facing monetary policy-makers*, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, pp. 195-221
- De Gregorio, José (2009). "A veinte años de la autonomía del Banco Central de Chile", *Boletín Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos*, vol. LV, núm. 4, México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, pp. 170-174, octubre-diciembre.

- Díaz, José; Lüders, Rolf; Wagner, Gert (2010). *Chile 1810-2010: la república en cifras*, Santiago de Chile: EH Clio Lab-Iniciativa Científica Milenio, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Dornbusch, Rudiger; Edwards, Sebastian (1991). "The macroeconomics of populism", en R. Dornbusch y S. Edwards (eds.), *The macroeconomics of populism in Latin America*, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 7-13.
- Ferreres, Orlando (2010). *Dos siglos de economía argentina*, Buenos Aires: El Ateneo.
- Garriga, Ana Carolina; Rodríguez, César (2020). "More effective than we thought: Central bank independence and inflation in developing countries", *Economic Modelling*, vol. 85, Ámsterdam: Elsevier, pp. 87-105.
- Gelos, Gaston, Gornicka, Lucyna; Koepke, Robin; Sahay, Ratna; Sgherri, Silvia (2022). "Capital flows at risk: Taming the ebbs and flows", *Journal of International Economics*, vol. 134, Ámsterdam: Elsevier, art. 103555.
- Grupo de Estudios de Crecimiento Económico (Greco) (2001). *El crecimiento económico colombiano del siglo XX*, Bogotá: Banco de la República.
- Haddad, Cláudio (1978). "Crescimento do produto real brasileiro - 1900/1947", *Revista Brasileira de Economia*, vol. 29, núm. 1, Brasil: Fundação Getúlio Vargas, pp. 3-26.
- Ilzetzky, Ethan; Reinhart, Carmen; Rogoff, Ken (2019). "Exchange arrangements entering the 21st century: Which anchor will hold?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, núm. 2, Oxford: Oxford University Press, pp. 599-646.
- International Monetary Fund (IMF) (2006). "Chapter III. How has globalization affected inflation?", en *World Economic Outlook*, [disponible en línea] disponible en: <https://www.elibrary.imf.org/view/book/9781589065499/ch03.xml>
- International Monetary Fund (IMF) (2020). "Chapter II. Emerging and frontier markets: A greater set of policy options to restore stability", en *Global Financial Stability Report*, Washington D.C., octubre.
- Jácome, Luis I. (s. f.). *The long road to central bank independence in Latin America*. Sin publicar.
- Jácome, Luis I. (2008). "Central bank involvement in banking crises in Latin America", IMF Working Paper, núm. 08/135, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).
- Jácome, Luis I. (2015). "Central banking in Latin America: From the gold standard to the golden years", IMF Working Paper, núm. 15/60, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).

- Jácome, Luis I. (2022). “Fundamentos institucionales del Banco Central de Reserva del Perú y de su Política Monetaria”, documento presentado en el XXXIX Encuentro de Economistas, Lima (Perú).
- Jácome, Luis I.; Vázquez, Francisco (2008). “Any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”, *European Journal of Political Economy*, vol. 24, Ámsterdam: Elsevier, pp. 788-801 diciembre.
- Jácome, Luis I.; Nier, Erlend W.; Imam, Patrick (2012). “Building blocks for macroprudential policies in Latin America: Institutional considerations”, IMF Working Paper, núm. 12/183, Washington D. C.: International Monetary Fund (IMF).
- Jordà, Oscar (2005). “Estimation and inference of impulse responses by local projections”, *American Economic Review*, vol. 95, núm. 1, Pittsburgh: American Economic Association, pp. 161, 18 marzo.
- Jordà, Oscar; Taylor, Alan (2016). “The time for austerity: Estimating the average treatment effect of fiscal policy”, *The Economic Journal*, vol. 126, núm. 590, Oxford: Oxford University Press, pp. 219-255.
- Kehoe, Timothy; Nicolini, Juan Pablo (eds.) (2022). *A monetary and fiscal history of Latin America, 1960-2017*, Mineápolis: University of Minnesota Press.
- Kemmerer, Edwin (1944). *Gold and the gold standard: The story of gold money past, present, and future*, Nueva York: McGraw-Hill.
- Kydland, Finn; Prescott, Edward (1977). “Rules rather than discretion: The inconsistency of the optimal plans”, *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, Chicago: Chicago University Press, pp. 473-491.
- Laeven, Luc; Valencia, Fabián (2020). “Systemic banking crises database II”, *IMF Economic Review*, vol. 68, Washington: International Monetary Fund, pp. 307-361.
- Masciandaro, Donato; Magurno, Jacopo; Tarsia, Romano (2021). “Central bank independence: Metrics and Empirics”, Working Paper, núm. 151, Baffi Carefin Centre, Bocconi University, enero.
- Meisel-Roca, Adolfo E.; Barón, Juan D. (2010). “Un análisis histórico de la independencia de la banca central en América Latina: la experiencia colombiana, 1923-2008”, Cuadernos de Historia Económica y Empresarial, núm. 25, Banco de la República.
- Morillo Batlle, Jaime (1996). *Economía monetaria de Ecuador*, Quito.
- Orrego, Fabrizio (2007). “Autonomía del Banco Central de Reserva de Perú: una perspectiva histórica”, *Revista Moneda*, núm. 135, Lima: Banco Central de Perú, pp. 16-22, mayo.

- Ortiz, Javier (1998). *Los bancos centrales en América Latina: sus antecedentes históricos*, Buenos Aires: Editorial Sudamericana, Universidad de San Andrés.
- Persson, Torsten; Tabellini, Guido (1993). “Designing institutions for monetary stability”, *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy*, vol. 39, núm. 1, Rochester/Pittsburgh: William E. Simon School of Business Administration and Center for the Study of Public Policy, pp. 53-84.
- Rogoff, Kenneth (1985). “The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”, *Quarterly Journal of Economics*, Oxford: Oxford University Press, núm. 100, pp. 1169-1190, noviembre.
- Rogoff, Kenneth (2021). “Risks to central bank independence”, en E. Pastén y R. Reis (eds.), *Independence, credibility, and communication of central banking*, Santiago: Banco Central de Chile.
- Suzigan, Wilson; Villela, Anníbal (2001). *Política de governo e crescimento da economia brasileira 1889-1945*, Brasilia: IPEA.
- Tuesta Reátegui, Vicente (2007). “Independencia legal y efectiva del Banco Central de Reserva del Perú”, Serie Documentos de Trabajo, núm. 2007-012, Banco Central de Reserva del Perú, agosto.
- Turrent Díaz, Eduardo (2005). “Las tres etapas de la autonomía del banco central en México”, *Análisis Económico*, vol. XX, núm. 43, México: Universidad Autónoma Metropolitana, pp. 47-80.
- Vegh, Carlos (1991). “Stopping high inflation: An analytical overview”, IMF Working Paper, núm. 91/107, Washington, D. C.: International Monetary Fund (IMF).
- Vegh, Carlos; Vuletin, Guillermo (2014). “The road to redemption: Policy response to crises in Latin America”, Working Paper, núm. 20675, Cambridge M.A.: National Bureau of Economic Research.
- Walsh, Carl (1995). “Optimal contracts for central bankers”, *American Economic Review*, vol. 85, núm. 1, Nashville: American Economic Association, pp. 150-167, marzo.

## Anexos

---

### ANEXO A5.1

#### ÍNDICE IBC: CRITERIOS Y CODIFICACIÓN

##### GOBERNADOR Y JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO CENTRAL (0,20)

1.	Duración del mandato del gobernador (0,20)	
	Más que el mandato presidencial.	1
	Igual que el mandato presidencial pero el periodo no coincide, o el mandato no está definido.	0,67
	Mismo periodo que el mandato presidencial.	0,33
	Menor que el periodo presidencial.	0
2.	Quién nombra el gobernador (0,15)	
	Doble proceso (ejecutivo/legislativo, accionistas/ejecutivo).	1
	La Junta Directiva del banco central nombra directamente o los accionistas privados directamente.	0,67
	El Gobierno nombra y la Junta del banco central nombra, o viceversa.	0,33
	El Gobierno directamente.	
3.	Duración del mandato del resto de la junta (0,15)	
	Más que el mandato presidencial.	1
	Igual que el mandato presidencial pero el periodo no coincide, o el mandato no está definido.	0,67
	Mismo periodo que el mandato presidencial.	0,33
	Menor que el periodo presidencial (para la mayoría de los miembros), o la mayoría son miembros ex-officio.	0
4.	Quién nombra el resto de la Junta Directiva (0,15)	
	Doble proceso (ejecutivo/legislativo, accionistas/ejecutivo).	1
	Accionistas/legislativo directamente (50 % o más).	0,67

El Gobierno nombra más del 50 %.	0,33
El Gobierno nombra directamente a todos los miembros.	0
<b>5. Representación del Gobierno en la Junta Directiva (0,15)</b>	
No hay representación/el ministro de Hacienda no tiene voto.	1
El ministro de Hacienda tiene voto.	0,80
Los miembros ex-oficio son minoritarios.	0,60
El ministro de Hacienda es el presidente de la Junta Directiva.	0,40
Los miembros exoficio son mayoritarios.	0,20
Todos son miembros ex-oficio.	0
<b>6. Destitución de los miembros de la Junta Directiva (mayoría) (0,20)</b>	
El Ejecutivo propone y la autoridad legislativa/independiente confirma/aprueba por violaciones codificadas en la legislación, o el cargo queda vacante si los directores dejan de cumplir los requisitos legales para el nombramiento.	1
La Junta Directiva del banco central decide (si el 50 % o más de los miembros de la Junta son nombrados independientemente del Gobierno) por iniciativa propia o a petición del Gobierno por violaciones codificadas en la legislación, o la ley no especifica las razones de la remoción.	0,67
El poder ejecutivo directamente en el caso de violaciones codificadas en la legislación	0,33
Gobierno directamente a discreción o si la mayoría de los miembros de la Junta Directiva son funcionarios del Ejecutivo.	0
<b>OBJETIVO DEL BANCO CENTRAL (0,15)</b>	
<b>7. Objetivo/funciones</b>	
Preservar la estabilidad de los precios - estabilidad financiera - asegurar el funcionamiento del sistema de pagos.	1
Regular la circulación del dinero, o preservar el valor externo de la moneda - promover el empleo, junto con preservar el valor interno de la moneda (sin prioridad), implícito en el patrón de cambio oro, o solo se especifican las funciones relevantes.	0,67

El crecimiento económico - desarrollo es uno de los objetivos (sin prioridad).	0,33
El desarrollo es el objetivo final y la estabilidad de precios no es un objetivo.	0

**FORMULACIÓN DE LA POLÍTICA (0,15)**

8. De la política monetaria y los instrumentos de política (0,67)

Banco central independiente, incluida la regla del patrón de cambio del oro-caja de conversión.	1
El banco central en coordinación/acuerdo con el Gobierno.	0,67
Un comité gubernamental que incluye al banco central establece la política monetaria, o el banco central establece la política monetaria siguiendo las instrucciones del Gobierno, el Gobierno aprueba los cambios en los requisitos de reserva, o el Gobierno tiene poder de veto sobre las decisiones de política monetaria.	0,33
El Gobierno establece la política monetaria.	0

9. De la política cambiaria (0,33)

Banco central de forma independiente.	1
El banco central, en coordinación/acuerdo con el Gobierno.	
Adopción de patrón de cambio oro/caja de conversión	0,67
Un comité gubernamental que incluye al banco central, o un comité dirigido por el Gobierno con el asesoramiento del banco central, establece la política cambiaria.	0,33
El Gobierno fija la política cambiaria.	0

**PRÉSTAMOS DEL BANCO CENTRAL (0,50)**

10. Anticipos (0,20)

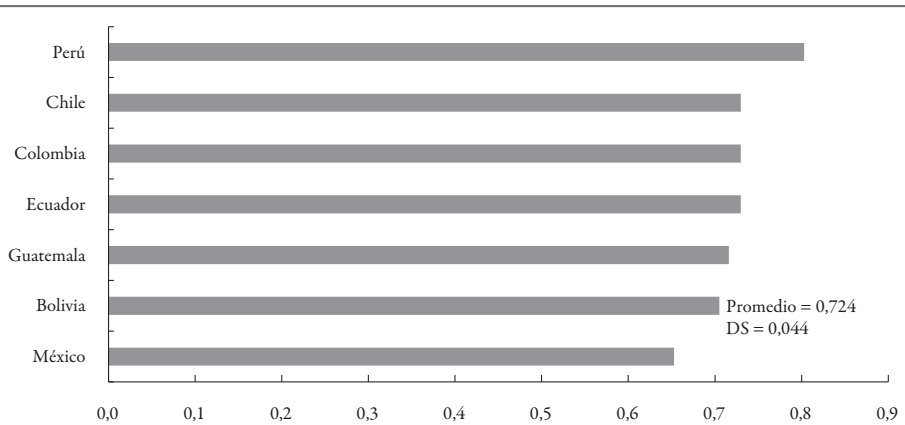
El banco central no está autorizado a conceder anticipos.	1
Permitidos hasta el 10 % de los ingresos del gobierno, limitados por el programa monetario, en términos de pasivos del banco	

central/su capital, o hasta un nivel definido por el banco central.	
También puede permitirse un sobregiro limitado del Gobierno.	0,75
Se permite hasta el 20 % de los ingresos públicos o de los depósitos bancarios.	0,50
Permitido hasta el 30 % de los ingresos del Gobierno o de los depósitos bancarios.	0,25
Permitido por más del 30 % de los ingresos del Gobierno o sin límite.	0
11. Otros créditos titularizados en el mercado secundario (0,15)	
No se permite, salvo con fines de política monetaria.	1
Permitido hasta el 10 % de los ingresos públicos o de los depósitos bancarios, limitado por el programa monetario, en términos de pasivos del banco central o de su capital, o por las normas del patrón de cambio oro.	0,75
Permitido hasta el 20 % de los ingresos públicos o de los depósitos bancarios.	0,5
Permitido hasta el 30 % de los ingresos del Gobierno o de los depósitos bancarios.	0,25
Permitido por más del 30 % de los ingresos del Gobierno, los depósitos bancarios, o sin límite; el banco central transfiere las reservas internacionales.	0
12. Beneficiarios de los préstamos del banco central (0,20)	
Ningún beneficiario.	1
Solo el Gobierno.	0,67
Además las empresas públicas.	0,33
También los gobiernos locales.	0
13. Tipos de interés aplicados (0,15)	
A tipos de mercado.	1
A tipos definidos por el banco central o los tipos no pueden ser inferiores a un mínimo.	0,75

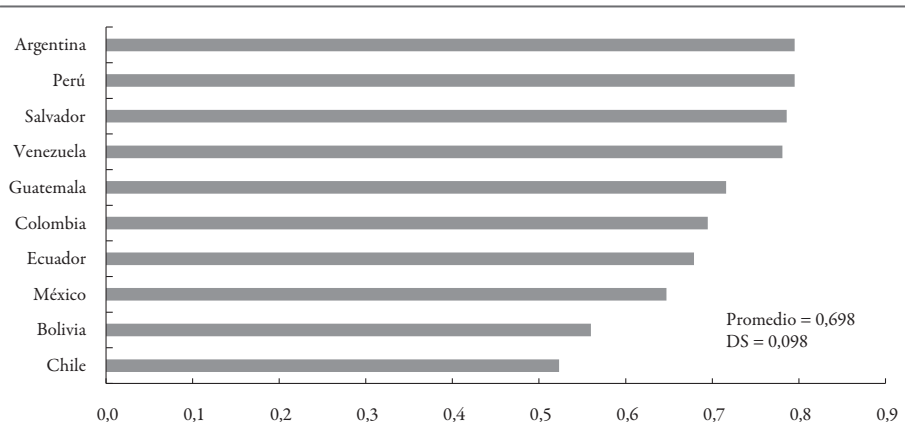
Los tipos de interés no pueden superar un determinado límite máximo, el tipo se acuerda con el Gobierno, o se definen en la ley por debajo de los tipos de mercado.	0,5
No hay disposiciones legales explícitas.	0,25
Definido por el Gobierno o la ley estipula que no se aplica ningún tipo de interés.	0
14. Vencimiento de anticipos (0,15)	
Sin anticipos.	1
Máximo seis meses.	0,75
Máximo un año o definido por el banco central.	0,5
No especificado.	0,25
Más de un año.	0
15. En el mercado primario (0,15)	
Prohibido	1
Permitido	0

## ANEXO A5.2 LA EVOLUCIÓN DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA

### A. INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL (ÍNDICE IBC, 1930)



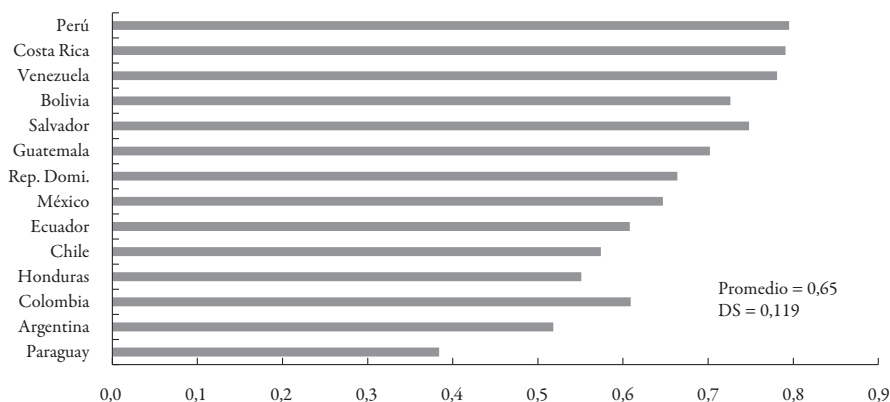
### B. INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL (ÍNDICE IBC, 1945)



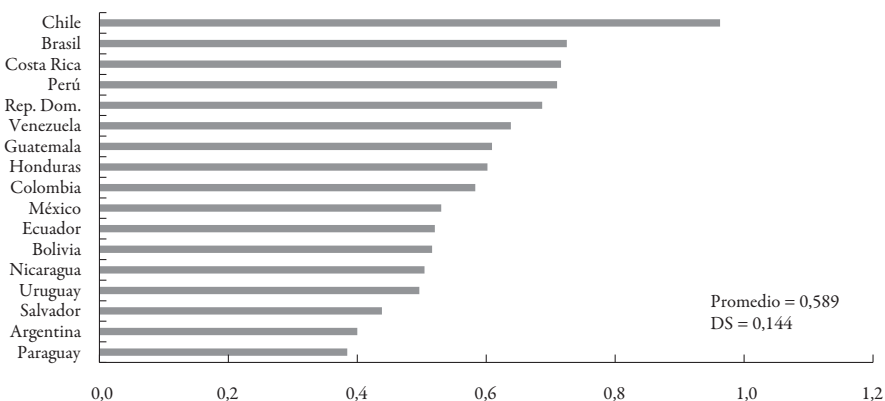
## ANEXO A5.2 (CONTINUACIÓN)

### LA EVOLUCIÓN DE LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA

#### C. INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL (ÍNDICE IBC, 1960)



#### D. INDEPENDENCIA BANCO CENTRAL (ÍNDICE IBC, 1990)

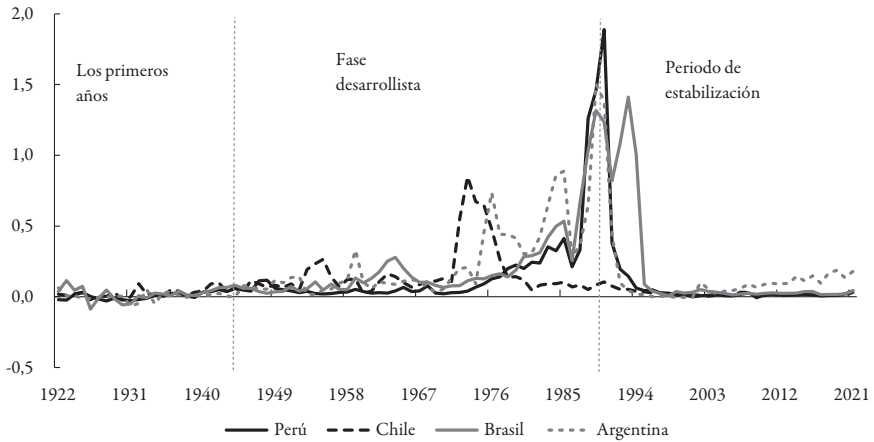


Nota: el índice IBC está codificado con base en los criterios y subcriterios establecidos en el Anexo A5.1, DS = desviación estándar.

Fuente: legislación de bancos centrales (leyes de bancos centrales, reformas de las leyes y disposiciones constitucionales pertinentes).

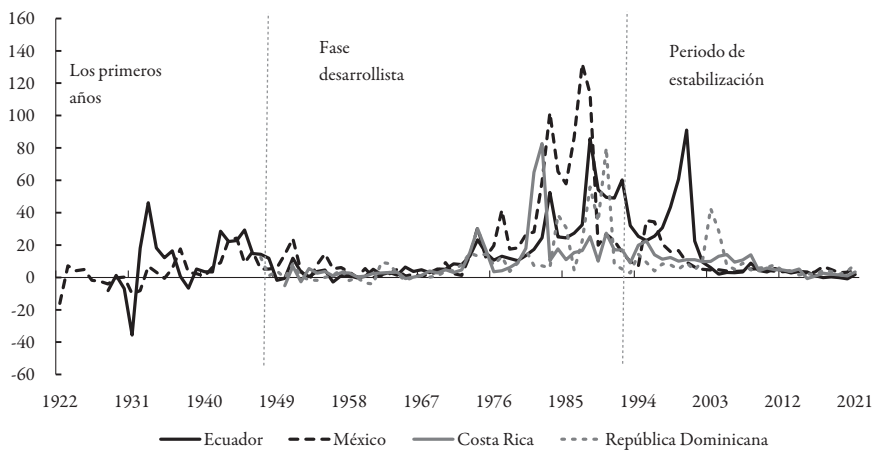
## ANEXO A5.3 INFLACIÓN ALTA Y MODERADA EN AMÉRICA LATINA

**GRÁFICO A5.3.1**  
**INFLACIÓN EN ARGENTINA, BRASIL, CHILE Y PERÚ**  
**(1922 – 2021, 1 + INFLACIÓN, EN LOGARITMOS, INTERANUAL)**



Nota: Argentina, Chile y Perú: tasa de inflación anual. Brasil: deflactor implícito anual; a partir de 1981 IPC.  
Fuentes: Argentina: Ferreres (2010) y Banco Central de la República Argentina. Chile: Díaz, Lüders y Wagner (2010). Brasil: 1901-1908: Suzigan y Villela (2001); 1909-1947: Haddad (1978); 1948-2013: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Perú: Banco Central de Reserva del Perú.

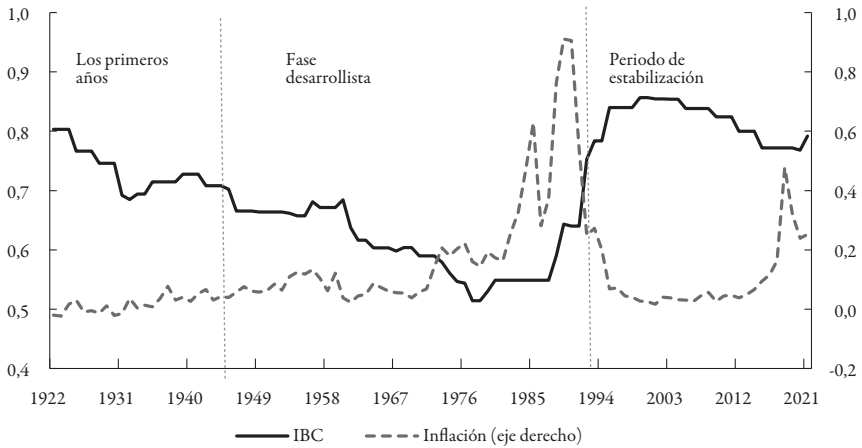
**GRÁFICO A5.3.2**  
**INFLACIÓN EN COSTA RICA, REPÚBLICA DOMINICANA, ECUADOR Y MÉXICO**



Fuentes: Costa Rica y República Dominicana: estadísticas financieras internacionales y perspectivas de la economía mundial del FMI. Ecuador: Morillo (1996) y perspectivas de la economía mundial del FMI. México: 1922 a 1940, índice general de precios al mayoreo de la Ciudad de México, Bach y Reyna (1943) y a partir de 1940, Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi), y perspectivas de la economía mundial del FMI.

## ANEXO A5.4 LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA

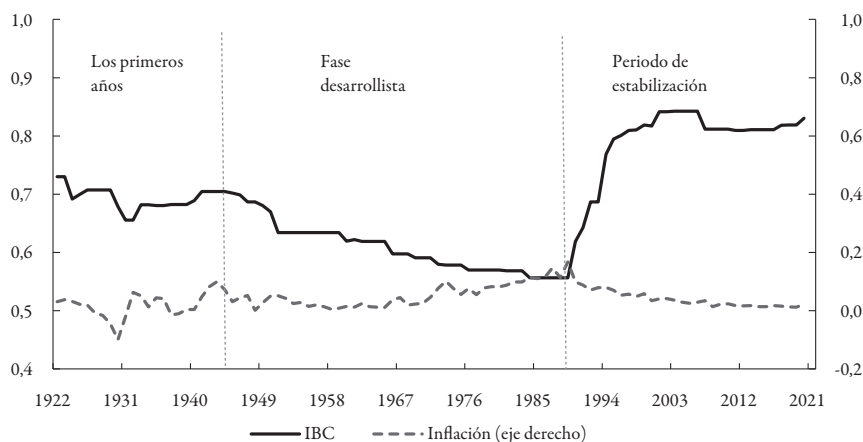
**GRÁFICO A5.4.1**  
**100 AÑOS DE INDEPENDENCIA DE BANCA CENTRAL E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
**(PAÍSES CON ALTA INFLACIÓN. 1922 – 2021. I + INFLACIÓN)**



Nota: incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Nicaragua, Perú y Venezuela. El índice IBC se codifica con base en los criterios y subcriterios establecidos en el Anexo A.31. La inflación corresponde a la media simple de todos los países cada año.

Fuente: legislación del banco central (leyes y reformas del banco central y disposiciones constitucionales pertinentes). Inflación: estadísticas financieras internacionales y perspectivas de la economía mundial del FMI, datos de fin de año.

**GRÁFICO A5.4.2**  
**100 AÑOS DE INDEPENDENCIA DE BANCA CENTRAL E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA**  
**(PAÍSES CON INFLACIÓN “MODERADA”. 1922-2021. 1 + INFLACIÓN, EN LOGARITMOS,**  
**CIFRAS ANUALES)**



Nota: incluye Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, República Dominicana y Uruguay. El índice IBC se codifica con base en los criterios y subcriterios establecidos en el Anexo 1. La inflación corresponde a la media simple de todos los países cada año.

Fuente: legislación del banco central (leyes y reformas del banco central y disposiciones constitucionales pertinentes). Inflación: estadísticas financieras internacionales y perspectivas de la economía mundial del FMI, datos de fin de año.



*Ensayos de historia económica. Cien años del Banco  
de la República* se terminó de imprimir  
en Bogotá, en noviembre de 2023,  
por La Imprenta Editores S. A.

En 1923 nació una institución que marcaría un hito en la historia económica de Colombia: el Banco de la República. Cimentado por las recomendaciones de Edwin Kemmerer, asesor estadounidense que influyó en la creación de bancos centrales en toda América Latina, el Emisor se ha convertido en un pilar fundamental de la estabilidad financiera y el desarrollo económico del país.

En *Ensayos de historia económica. Cien años del Banco de la República*, siete distinguidos autores, con vasta experiencia en la política macroeconómica, narran los principales sucesos que han rodeado la historia de la institución más confiable de Colombia a lo largo de su primer siglo de existencia: José Antonio Ocampo Gaviria, Miguel Urrutia Montoya, Antonio Hernández Gamarra, Carlos Caballero Argáez, Pilar Esguerra Umaña, Luis Jácome Hidalgo y Samuel Pienknagura Loor ofrecen una visión única de cómo el Banco de la República ha moldeado la política monetaria, cambiaria y crediticia en Colombia, enfrentando desafíos económicos globales y regionales, y adaptándose a cambios tan fundamentales como el abandono del patrón oro y la adopción del esquema de inflación objetivo.

Este título celebra el centenario del Banco de la República, al reflexionar sobre su papel en la estabilidad económica y su compromiso con la independencia de los intereses políticos, y con la innovación y la inclusión social. Además, examina cómo los bancos centrales de América Latina han luchado por mantener la estabilidad monetaria en un mundo cada vez más complejo.

*Ensayos de historia económica. Cien años del Banco de la República* es una obra elaborada con el apoyo de la CAF: Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe, y constituye un gran aporte para comprender el pasado, el presente y el futuro de la economía colombiana.